

# 26Q1 主品牌稳增，索康尼 增长势头良好

## 核心观点

26Q1 特步主品牌流水低单位数增长，1-2 月受益于春节表现优于 3 月，预估线上和童装增速双位数增长，线下购物中心与奥莱表现优于传统商铺。26Q1 终端折扣整体在 7-7.5 折之间、环比持平。库存方面截至 Q1 末，公司渠道库存周转天数为 4.5 个月左右、环比持平。公司持续主动关闭低效门店，加速街边店向购物中心、奥莱迁移；26Q1 海外业务整体增长强劲。26Q1 索康尼流水 20%+ 增长，产品端鞋类仍保持稳定增长，服装品类目前营收占比预估 20%+；迈乐一季度流水预估双位数以上增长。  
2026 年展望：主品牌加速 DTC 转型、规划回收 500-600 家分销权并优化门店结构；索康尼继续推进品牌升级、指引营收实现 20%-30% 增长。

## 事件

公司发布 2026 年第一季度营运表现报告：26Q1 特步主品牌零售额增长低单位数，零售折扣水平约 7-7.5 折、库存周转约 4.5 个月。26Q1 索康尼品牌零售额超 20% 增长。

## 简评

**特步主品牌：26Q1 流水低单位数增长，电商和儿童引领增长。**26Q1 主品牌特步流水低单位数增长，1-2 月受益于春节表现优于 3 月。预估线上增速双位数增长，线下购物中心与奥莱表现优于传统商铺。童装业务重新定位“特步少年”，预估增长双位数。分品类看，功能性产品表现优于生活类，跑步和户外品类表现亮眼。26Q1 终端折扣整体在 7-7.5 折之间、环比持平。库存方面截至 Q1 末，公司渠道库存周转天数为 4.5 个月左右、环比持平。公司持续主动关闭低效门店，加速街边店向购物中心、奥莱迁移，核心商圈开设地标大店提升店效。26Q1 海外业务整体增长强劲，核心聚焦东南亚市场，一季度在印尼新开 3 家大型形象店。

**新品牌：26Q1 索康尼维持较快增长，持续推进高端化战略。**26Q1 索康尼品牌流水增长 20%+，其中线下渠道继续在一二线核心商圈新开多家门店，优化门店位置与形象；电商重点调整渠道结构与产品价格体系，为品牌高端化夯实基础，预计二季度有望持续改善。产品端鞋类仍保持稳定增长，一季度索康尼发布啡鹏 5 代专业跑鞋；服装品类目前营收占比预估 20%+。迈乐 (MERRELL) 一季度流水预估双位数以上增长，品牌继续聚焦越野跑、徒步三大核心场景，完善产品矩阵。

## 特步国际 (1368.HK)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2026 年 04 月 22 日

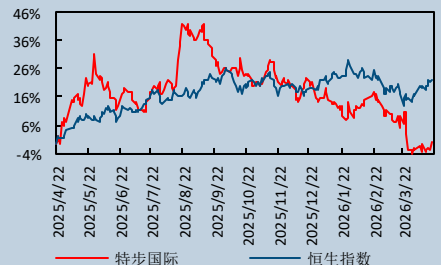
当前股价：4.65 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.52/-7.89	-10.75/-9.98	-5.10/-28.31
12 月最高/最低价 (港元)	6.74/4.47	
总股本 (万股)	280,607.24	
流通 H 股 (万股)	280,607.24	
总市值 (亿港元)	130.48	
流通市值 (亿港元)	130.48	
近 3 月日均成交量 (万)	1081.40	
主要股东		
群成投资有限公司	44.60%	

股价表现



相关研究报告

- 26.03.29 【中信建投轻工纺织及教育】特步国际 (1368):25 年索康尼高增，26 年主品牌 DTC 变革加速，海外启航
- 26.01.26 【中信建投轻工纺织及教育】特步国际 (1368):25 年全年目标达成，2026 年索康尼有望延续良好增长

**2026 年展望：特步主品牌深化 DTC 转型、专业运动有望持续良好增长势头，主品牌 DTC 转型以及股权激励费用影响下利润或有所承压。** 1) 公司继续维持指引收入中单位数增长（其中：专业运动品牌增长 20%-30%），利润率维持高单位数水平；2) 主品牌：2026 年加速 DTC 战略、计划回收 500-600 家店铺分销权，预计上半年完成小部分、下半年数量更多；且公司推进金标领跑店、精选奥莱店等差异化门店布局；并加速推进出海，一季度印尼新开 3 家形象店，2026 年东南亚计划新开约 20 家门店，深化与当地渠道商合作，公司规划未来三年海外业务营收复合增速超 50%。3) 索康尼：公司将坚定高端定位，继续聚焦一二线高端商圈加快线下布局，加大服装与生活品类投入，持续优化利润率。公司计划投入超 1 亿元一次性费用用于增加 DTC 投入及股权激励计划，或对于利润端产生短期压力。

**盈利预测：**预计 2026-2028 年公司营收 148.0、158.0、170.1 亿元，同比+4.6%、+6.7%、+7.7%；归母净利润 12.6、13.9、15.5 亿元，同比-8.3%、+10.6%、+11.5%，利润率分别为 8.5%、8.8%、9.1%。对应最新股价 PE 分别为 9.1x、8.2x、7.4x，维持“买入”评级。

### 风险提示：

**零售折扣率加深，影响品牌利润率：**特步主品牌当前库存仍高于理想水平，后续如果通过增加零售折扣率处理库存等情况，若部分品牌通过加深折扣率进行库存去化，将加剧行业价格竞争，进而影响公司折扣率水平，将对品牌的利润率水平造成一定影响，影响公司业绩和后续增长。

**流水复苏进展及幅度不及预期：**预计随着消费的逐步复苏，公司各品牌的流水表现也将直接受益，如果公司各品牌的流水复苏进展或幅度不及预期，将影响公司的营运表现。

**图 1:公司各季度流水表现**

零售流水	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
特步主品牌	约20% 增长	高双位数 增长	高双位数 增长	超20% 增长	高单位数 增长	10% 增长	中单位数 增长	高单位数 增长	中单位数 增长	低单位数 增长	低单位数 增长	持平	低单位数 增长
折扣率	7折-75折	约75折	7折-75折	约7折	7折-75折	75折	75折	7折-75折	7折-75折	7折-75折	7折-75折	7折-75折	7折-75折
零售库存周转	5个月以下	5个月以下	4.5-5个月	4-4.5个月	4-4.5个月	4个月	4个月	4个月	4个月	4-4.5个月	4-4.5个月	约4个半月	约4个半月
零售流水	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
索康尼品牌							50%+ 增长	50% 增长	40%+ 增长	20%+ 增长	20%+ 增长	30%+ 增长	20%+ 增长

数据来源：公司公告，中信建投证券

**表 1:特步旗下门店情况（家）**

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
特步成人	6151	6313	6571	6382	6357
特步少年	1179	1520	1703	1584	1488
索康尼	44	69	110	145	175

资料来源：公司公告，中信建投证券

**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>11,230</b>	<b>12,222</b>	<b>14,811</b>	<b>15,792</b>	<b>16,990</b>
现金	3,569	3,684	5,921	6,319	6,804
应收票据及应收账款合计	5,011	5,155	5,330	5,688	6,125
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	903	822	891	951	1,024
存货	1,596	1,829	1,903	2,017	2,156
其他流动资产	150	732	765	817	879
<b>非流动资产</b>	<b>4,738</b>	<b>4,677</b>	<b>4,310</b>	<b>3,947</b>	<b>3,588</b>
长期投资	453	635	685	738	795
固定资产	1,669	1,760	1,484	1,208	933
无形资产	766	836	697	558	418
其他非流动资产	1,850	1,445	1,444	1,443	1,442
<b>资产总计</b>	<b>15,968</b>	<b>16,899</b>	<b>19,121</b>	<b>19,739</b>	<b>20,577</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,283</b>	<b>5,151</b>	<b>6,641</b>	<b>6,562</b>	<b>6,624</b>
短期借款	1,161	1,293	2,220	1,864	1,587
应付票据及应付账款合计	2,195	1,756	2,263	2,399	2,564
其他流动负债	1,926	2,103	2,157	2,300	2,474
<b>非流动负债</b>	<b>1,983</b>	<b>1,545</b>	<b>1,648</b>	<b>1,648</b>	<b>1,648</b>
长期借款	1,724	1,139	1,241	1,241	1,241
其他非流动负债	259	407	407	407	407
<b>负债合计</b>	<b>7,266</b>	<b>6,696</b>	<b>8,289</b>	<b>8,210</b>	<b>8,272</b>
少数股东权益	0	0	1	3	4
股本	24	25	25	25	25
资本公积	8,679	10,178	10,178	10,178	10,178
留存收益	0	0	629	1,324	2,098
归属母公司股东权益	8,703	10,203	10,831	11,526	12,301
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,968</b>	<b>16,899</b>	<b>19,121</b>	<b>19,739</b>	<b>20,577</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,228</b>	<b>952</b>	<b>1,575</b>	<b>1,164</b>	<b>1,208</b>
净利润	1,238	1,372	1,258	1,391	1,551
折旧摊销	380	301	416	416	416
财务费用	98	100	59	56	37
其他经营现金流	-488	-820	-158	-699	-796
<b>投资活动现金流</b>	<b>651</b>	<b>-19</b>	<b>319</b>	<b>340</b>	<b>367</b>
资本支出	541	130	-	-	-
其他投资现金流	111	-149	319	340	367
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2,197</b>	<b>-455</b>	<b>825</b>	<b>-1,106</b>	<b>-1,089</b>
短期借款	-211	131	928	-356	-278
长期借款	-428	-585	620	-	-
其他筹资现金流	-1,557	-1	-723	-750	-812
<b>现金净增加额</b>	<b>-317</b>	<b>478</b>	<b>2,237</b>	<b>398</b>	<b>485</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>13,577</b>	<b>14,151</b>	<b>14,803</b>	<b>15,797</b>	<b>17,011</b>
营业成本	7,712	8,088	8,415	8,919	9,534
管理费用	1,428	1,367	1,539	1,611	1,718
销售费用	2,868	3,195	3,508	3,776	4,100
其他收入	396	517	459	490	527
营业利润	1,966	2,019	1,798	1,981	2,187
财务费用	98	100	59	56	37
<b>应占联营公司溢利</b>	<b>33</b>	<b>54</b>	<b>50</b>	<b>53</b>	<b>57</b>
利润总额	1,901	1,973	1,789	1,978	2,206
所得税	663	602	530	587	656
<b>净利润</b>	<b>1,238</b>	<b>1,372</b>	<b>1,258</b>	<b>1,391</b>	<b>1,551</b>
少数股东损益	0	0	1	1	2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,238</b>	<b>1,372</b>	<b>1,257</b>	<b>1,390</b>	<b>1,549</b>
EBITDA	2,379	2,375	2,264	2,450	2,660

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-5.4	4.2	4.6	6.7	7.7
归母净利润(%)	20.2	10.8	-8.3	10.6	11.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	43.2	42.8	43.1	43.5	44.0
净利率(%)	9.1	9.7	8.5	8.8	9.1
<b>经营利润率(%)</b>	<b>14.5</b>	<b>14.3</b>	<b>12.1</b>	<b>12.5</b>	<b>12.9</b>
管理费用率(%)	10.5	9.7	10.4	10.2	10.1
销售费用率(%)	21.1	22.6	23.7	23.9	24.1
所得税率(%)	34.9	30.5	29.7	29.7	29.7
ROE(%)	14.2	13.4	11.6	12.1	12.6
ROIC(%)	10.6	11.5	9.5	11.1	12.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	45.5	39.6	43.3	41.6	40.2
流动比率	2.1	2.4	2.2	2.4	2.6
速动比率	1.8	1.9	1.8	2.0	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.49	0.45	0.50	0.55
每股经营现金流	0.44	0.34	0.56	0.41	0.43
每股净资产(最新摊薄)	3.10	3.64	3.86	4.11	4.38
<b>估值比率</b>					
P/E	9.2	8.3	9.1	8.2	7.4
P/B	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9

数据来源: wind, 中信建投

## 分析师介绍

### 叶乐

纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2025年、2024年“金牛奖”纺织服饰行业最佳分析师，2025年“金麒麟”轻工和纺织服装行业最佳分析师，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺织、轻工、黄金珠宝、教育、医美个护、IP潮玩等消费产业研究。

### 黄杨璐

纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk