

## 特步国际 (1368 HK, 买入, 目标价: HK\$6.25)

买入

持有

卖出

### 预计二季度经营表现与一季度较为相近

目标价: HK\$6.25 当前股价: HK\$4.18

股价上行/下行空间 +50%

52 周最高/最低价 (HK\$) 6.83/4.16

市值 (US\$mn) 1,498

当前发行数量(百万股) 2,806

三个月平均日交易额 (US\$mn) 7

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

群成投资 46

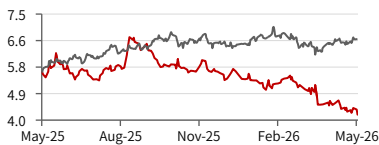
按 2026 年 5 月 12 日收市数据

资料来源: FactSet

#### 主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	6.25	6.25	0%
2026E EPS (RMB)	0.45	0.51	-11%
2027E EPS (RMB)	0.56	0.56	-0%
2028E EPS (RMB)	0.61	0.60	2%

#### 股价表现



资料来源: FactSet

- 预计特步品牌二季度流水表现与一季度较为相近;
- 二季度专业运动分部有望延续快速增长;
- 维持买入评级, 维持 6.25 港元的目标价不变, 对应 10 倍 2027 年 P/E。

**预计特步品牌二季度流水表现与一季度较为相近:** 特步品牌一季度推出的新品跑鞋表现良好 (例如 2000 公里 5/5 Pro), 也紧抓户外赛道红利, 加码越野跑鞋和户外服饰的布局驱动增长, 1Q26 流水占比已提升至中到高单位数。渠道方面, 公司也在前期业绩会提及, 特步今年将重点推出购物中心、奥莱、县城大店等新形象店, 满足消费者的终端体验需求, 也将优化购物中心店的货品供应, 借助 DTC 模式加速购物中心和奥莱渠道的布局, 并继续关闭低效小店。当前特步精选奥莱店月均收入已破百万, 一季度门店达 30 家。公司预计未来至年底, 精选奥莱门店数量提升至 70-100 家。结合近期的客流情况, 我们预计特步品牌二季度流水与一季度较为相近, 维持低单位数增长, 也继续主要由功能性鞋服驱动。

**专业运动分部有望延续快速增长:** 1) 索康尼一季度流水实现超 20% 增长, 公司预计 26 年收入实现 20%-30% 增长, 预计 2027 年收入规模预计较 2024 年将翻倍, 2027 年经营利润率目标为双位数。公司在前期业绩会中表示, 索康尼今年渠道核心目标是升级而非净开店, 将重点在高线城市核心商圈开设 200-300 平的大店 (年销目标千万以上), 同时调整老店的楼层与位置以提升店效, 规划平均店效预计从之前的 40-42 万元提升至 50 万元, 同店增长目标为双位数。产品方面, 索康尼二季度将推出胜利 24 新品, 且随大店开设, 服装矩阵也逐渐丰富 (1Q 占比超 20%), 还推出了服务精英人群的 1898 通勤系列驱动增长。2) 迈乐品牌则聚焦越野跑、溯溪、徒步三大核心场景, 已初步梳理完毕产品矩阵, 后续将进一步布局服装品类, 并加大线下渠道的投入。迈乐 1Q26 收入实现 20%+ 的增长, 二季度有望延续。

**盈利预测与估值: 维持买入评级, 维持 6.25 港元的目标价不变, 对应 10 倍 2027 年 P/E:** 综合近期发展趋势与 DTC 转型和股权激励费用, 我们预计 2026-28 年营收分别同比增长 3.8%/ 6.5%/ 6.1% 至 146.9/ 156.4/ 165.9 亿元; 预计归母净利润分别同比 -9.0%/ +23.6%/ +10.5% 至 12.5/ 15.4/ 17.0 亿元。我们继续给予特步国际 10 倍 2027 年 P/E, 对应目标价 6.25 港元不变, 较目前股价仍有 50% 上升空间。**风险提示:** 特步品牌流水增速不及预期; 新品牌拓展遇阻; 宏观经济下行; 行业竞争加剧。

#### 财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (RMBmn)	13,577	14,151	14,691	15,643	16,592
息税前利润 (RMBmn)	1,999	2,073	1,836	2,257	2,487
归母净利润 (RMBmn)	1,238	1,372	1,248	1,542	1,705
每股收益 (RMB)	0.46	0.49	0.45	0.56	0.61
市盈率 (x)	9.0	10.2	8.3	6.7	6.1

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: Wind, 华兴证券预测

#### 研究团队

姜雪峰, 分析师

证书编号: S1680519070001

电话: +86 21 6015 6632

电邮地址: xfjiang@huaxingsec.com

**附：财务报表**

年结: 12月

**利润表**

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
特步品牌	12,515	12,646	13,087	13,473
Saucony & Merrell	1,636	2,045	2,556	3,119
<b>营业收入</b>	<b>14,151</b>	<b>14,691</b>	<b>15,643</b>	<b>16,592</b>
营业成本	(8,088)	(8,388)	(8,892)	(9,377)
<b>毛利润</b>	<b>6,063</b>	<b>6,303</b>	<b>6,751</b>	<b>7,215</b>
管理及销售费用	(4,562)	(5,012)	(5,080)	(5,355)
<b>息税前利润</b>	<b>2,073</b>	<b>1,836</b>	<b>2,257</b>	<b>2,487</b>
<b>息税折旧及摊销前利润</b>	<b>2,375</b>	<b>2,150</b>	<b>2,592</b>	<b>2,844</b>
利息收入	19	19	21	22
利息支出	(100)	(41)	(38)	(35)
<b>税前利润</b>	<b>1,973</b>	<b>1,796</b>	<b>2,219</b>	<b>2,453</b>
所得税	(602)	(548)	(677)	(748)
<b>净利润</b>	<b>1,372</b>	<b>1,248</b>	<b>1,542</b>	<b>1,705</b>
<b>基本每股收益 (RMB)</b>	<b>0.49</b>	<b>0.45</b>	<b>0.56</b>	<b>0.61</b>

**资产负债表**

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>12,222</b>	<b>12,573</b>	<b>13,350</b>	<b>14,129</b>
货币资金	3,457	3,582	3,833	4,091
应收账款	6,208	6,365	6,777	7,189
存货	1,829	1,897	2,011	2,120
其他流动资产	729	729	729	729
<b>非流动资产</b>	<b>4,677</b>	<b>4,856</b>	<b>5,040</b>	<b>5,229</b>
固定资产	1,760	1,858	1,962	2,073
无形资产	25	36	48	59
商誉	4	4	4	4
其他	2,069	2,069	2,069	2,069
<b>资产</b>	<b>16,899</b>	<b>17,429</b>	<b>18,390</b>	<b>19,358</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,151</b>	<b>5,284</b>	<b>5,507</b>	<b>5,721</b>
短期借款	841	841	841	841
预收账款	0	0	0	0
应付账款	3,577	3,710	3,933	4,148
长期借款	256	56	(144)	(344)
非流动负债	1,025	1,045	1,065	1,085
<b>负债</b>	<b>6,696</b>	<b>6,649</b>	<b>6,692</b>	<b>6,727</b>
股份	25	25	25	25
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	10,178	10,755	11,673	12,607
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>10,203</b>	<b>10,780</b>	<b>11,698</b>	<b>12,631</b>
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债及所有者权益</b>	<b>16,899</b>	<b>17,429</b>	<b>18,390</b>	<b>19,358</b>

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

**现金流量表**

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>净利润</b>	<b>1,372</b>	<b>1,248</b>	<b>1,542</b>	<b>1,705</b>
折旧摊销	301	314	335	357
利息（收入）/支出	(81)	(21)	(17)	(12)
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	(538)	(527)	(660)	(736)
营运资本变动	(663)	(93)	(303)	(306)
<b>经营活动产生的现金流量</b>	<b>952</b>	<b>1,423</b>	<b>1,522</b>	<b>1,697</b>
资本支出	(426)	(447)	(467)	(488)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	406	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流量</b>	<b>(19)</b>	<b>(447)</b>	<b>(467)</b>	<b>(488)</b>
股利支出	(610)	(671)	(624)	(771)
债务筹集（偿还）	(845)	(180)	(180)	(180)
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	1,000	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量</b>	<b>(454)</b>	<b>(851)</b>	<b>(804)</b>	<b>(951)</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>479</b>	<b>125</b>	<b>251</b>	<b>258</b>
<b>自由现金流</b>	<b>1,870</b>	<b>1,162</b>	<b>1,661</b>	<b>1,821</b>

**财务比率**

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>YoY (%)</b>				
营业收入	4.2	3.8	6.5	6.1
毛利润	3.4	4.0	7.1	6.9
息税折旧及摊销前利润	(0.2)	(9.5)	20.5	9.8
净利润	10.8	(9.0)	23.6	10.5
稀释每股调整收益	7.1	(9.0)	23.6	10.5
<b>盈利率 (%)</b>				
毛利率	42.8	42.9	43.2	43.5
息税折旧摊销前利润率	16.8	14.6	16.6	17.1
息税前利润率	14.7	12.5	14.4	15.0
净利率	9.7	8.5	9.9	10.3
净资产收益率	13.4	11.6	13.2	13.5
总资产收益率	8.1	7.2	8.4	8.8
<b>流动资产比率 (x)</b>				
流动比率	2.4	2.4	2.4	2.5
速动比率	2.0	2.0	2.1	2.1
<b>估值比率 (x)</b>				
市盈率	10.2	8.3	6.7	6.1
市净率	1.4	1.0	0.9	0.8
市销率	0.7	0.7	0.7	0.6

## 附录

### 【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

### 【法律声明】

#### 一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

### 【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。