

公司報告

特步國際 (1368 HK)

三季度展望穩健支撐持續增長

- 三季度銷售改善；全年指引保持不變
- “X Young”、S&M驅動增長；品牌/渠道運營穩健
- 盈利預測維持不變；目標價基於12.5倍26年中期市盈率

三季度銷售回升及品牌運營持續向好

我們在消費行業公司日為特步安排了非交易路演。投資者普遍關注三季度零售銷售最新情況，並得到特步的積極反饋。結合上半年業績符合預期，我們維持盈利預測和評級不變。我們的目標價基於12.5倍26年中期市盈率，仍屬於自2015年以來的長期平均估值水平。

- **三季度情況更新。**特步在7-8月，無論核心品牌還是索康尼，銷售均好於6月。管理層預計，儘管存在宏觀逆風，三季度將環比改善。核心品牌庫存維持健康水平，週轉期為4到4.5個月，索康尼庫存週轉速度更快。折扣水平保持穩定：特步為7至7.5折，索康尼折扣極低。隨着公司移除低端SKU，ASP有所提升。特步維持全年指引：核心品牌收入實現增長，索康尼增長30%至40%，集團淨利潤增長10%以上。
- **業務策略。**特步將兒童產品線重新命名為“X Young”，主攻8至15歲兒童及青少年。管理層旨在打造品牌更契合高年齡段青少年的偏好。目前，青少年業務已貢獻集團近20%銷售額，增速快於成人業務。產品重點突出功能性，定價約為599元人民幣，具備較強競爭力。特步聯合頂尖高校開展研發，並通過線上平台積極銷售。管理層認為青少年業務是推動收入、品牌價值及品類領導力提升的長期增長引擎。
- **索康尼。**在特步品牌組合中，索康尼持續表現優異，7至8月的銷售環比6月改善。管理層預計，產品升級、渠道拓展及強勁的品牌勢能將驅動增長。雖然電商平台曾一度佔據超過50%的銷售比例，特步通過調整渠道結構以提升渠道質量。索康尼計劃在2025年下半年新開20-40家門店，上半年僅新增10家。市場營銷投入將增加，包括針對生活方式系列和旗艦款“勝利23”的推廣活動。庫存週轉速度依然快於核心品牌，折扣力度較小。
- **毛利率。**隨着服裝及青少年產品佔比提升，毛利率可能有所回落，但管理層認為這屬於暫時性影響。特步在持續優化成本結構的同時，繼續加大投入驅動增長。此外，特步計劃在下半年支出增加的情況下，保持全年銷售及管理費用的穩定。銷售及管理費用與研發費用將分別維持在收入的11-13%和2-3%；受營銷投入增加及門店擴張影響，下半年經營利潤率或將略有下降。

主要風險：非理性去庫存、索康尼運營風險。

盈利預測及估值

截至12月31日止年度 (人民幣百萬元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	14,346	13,577	14,385	15,272	16,344
同比增長	10.9%	-5.4%	5.9%	6.2%	7.0%
淨利潤	1,047	1,238	1,439	1,588	1,755
攤薄每股盈利(人民幣)	0.41	0.47	0.55	0.60	0.67
同比增長	10.8%	14.8%	16.2%	10.3%	10.5%
市盈率	14.7x	12.8x	11.0x	10.0x	9.0x
ROE	12.0%	14.8%	15.9%	16.2%	16.5%

資料來源：公司資料、招商證券(香港)預測；股價截至2025年9月8日

黃銘謙
+852 3189 6357
josephwong@cmschina.com.hk

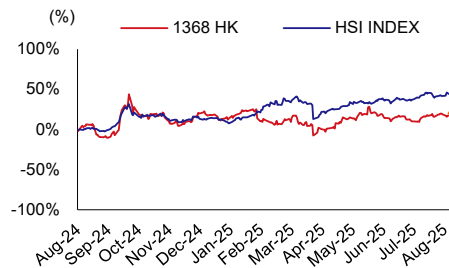
最新變動

NDR要點反饋

增持

前次評級	增持
股價(2025年9月8日)	6.4港元
12個月目標價 (上漲/下跌空間)	7.7港元(+20.3%)
前次目標價	7.7港元

股價表現



資料來源：彭博；股價截至2025年9月9日

%	1m	6m	12m
1368 HK	10.7	19.0	46.7
恒生指數	3.0	7.8	48.9

恒生指數

恒生指數(2025年9月8日)	25,634
-----------------	--------

重要數據

52周股價區間(港元)	4.2 - 7.1
市值(百萬港元)	15,787
日均成交量(百萬股)	13.56
每股淨資產(人民幣)	3.57

主要股東

Group Success Investments Ltd	45.1%
丁水波	2.6%
自由流通量	52.3%

資料來源：彭博

相關報告

1. 特步國際(1368 HK) - 25年上半年業績穩健，增長勢頭持續(增持)(2025/8/19)
2. Xtep International(1368 HK) - Saucony as a continuous driver to 2025E growth(增持)(2025/3/19)
3. 特步國際(1368 HK) - 二季度符合預期；出售K&P重塑高質量增長(增持)(2024/8/20)

2025年上半年业绩亮点

主要财务指标

- 2025年上半年收入同比增长7.1%至68.4亿元人民币（下同）；经营利润增长9.1%至13.1亿元，利润率为19.1%（提升0.4个百分点）。
- 毛利润同比增长6.9%至30.7亿元，毛利率基本持平，达45.0%。
- 销售及管理费用同比增长9.5%至21.2亿元（占收入31%，提升0.6个百分点），主要由于马拉松赞助及索康尼市场营销投入。广告及推广费用占收入12.6%，同比增长7.3%。研发同比增长20.4%至1.9亿元（占收入2.8%），主要受旗舰产品开发及索康尼服饰投入拉动。
- 净利润为9.14亿元；剔除去年K&P亏损，净利润同比增长21.5%，净利率为13.4%（上升1.6个百分点）。
- 经营性现金流入7.7亿元；银行现金增长8%至32.2亿元。
- 偿还债务并发行5亿元可转换债券后，净现金接近翻倍至19.1亿元。
- 中期股息为每股0.18港元，同比增长15.4%；派息率已连续第17年维持在50%。

营运资金及库存

- 整体营运资金周转天数增加3天至90天。
- 库存周转天数上升23天至91天，主要由于马拉松季备货及索康尼门店开业。
- 库存在3个月以内保持健康水平；预计年末库存将恢复至20亿元以下的正常水平。
- 应付账款天数增加18天至119天；应收账款周转天数改善2天，至118天。

按品牌划分的收入结构

大众市场（特步核心）

- 收入同比增长4.5%至60.5亿元；电商与童装业务表现优异。
- 毛利同比增长4%至26.4亿元；受童装占比提升及电商折扣影响，毛利率微降0.3个百分点。
- 经营利润同比增长1.5%至12.1亿元；利润率下降0.6个百分点至20%。
- 截至6月，成人门店数量为6,360家，其中70%为新型门店；持续推进进驻购物中心及奥特莱斯渠道；“开大店、关小店”策略持续推进。

专业运动（索康尼及Merrell）

- 收入同比增长32%至7.85亿元（主要来自索康尼）。
- 毛利同比增长28.7%至4.33亿元；毛利率因生活方式/服装产品结构影响下滑1.6个百分点至55.2%。
- 经营利润同比大增2.4倍至7,900万元；利润率提升至10%。
- 截至6月底，索康尼拥有155家门店；计划于2025年新开设30-50家新业态门店。

品牌战略与产品管线

特步核心品牌

- 策略：“专业影响大众”，高度聚焦跑步领域。
- 核心新品：160X 7.0/Pro、360X 2.0 及青云减震系列。
- 童装重新定位为“增长驱动型专业运动童装”，主推健康/AI 驱动的试穿解决方案；截至 6 月底共 1,564 家门店。

索康尼

- 定位为高端精英跑步品牌。
- 核心产品：Victory 23 于 7 月发布；延展至服饰及 OTC（羊毛系列）。
- 连续五年赞助“山海接力赛”。

Merrell

- 专注于户外（越野、徒步、速攀）；电商增长强劲。
- 将在 2025 年后加大投资。

图1：2025年二季度我们跟踪品牌的零售销售普遍呈环比下降趋势

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
Retail sales										
Anta brand	MSD%	HSD%	HSD%	High teen%	MSD%	HSD%	MSD%	HSD%	HSD%	LSD%
Fila	HSD%	High teen%	Low teen%	25%-30%	HSD%	MSD%	-LSD%	HSD%	HSD%	MSD%
Anta Others	75%-80%	70%-75%	45%-50%	55%-60%	25%-30%	40%-45%	45%-50%	50%-55%	65%-70%	50%-55%
Li Ning	MSD%	Mid teen%	MSD%	Low 20%	LSD%	-LSD%	-MSD%	HSD%	LSD%	LSD%
Xtep	20%	High teen%	High teen%	30%+	HSD%	10%	MSD%	HSD%	MSD%	LSD%

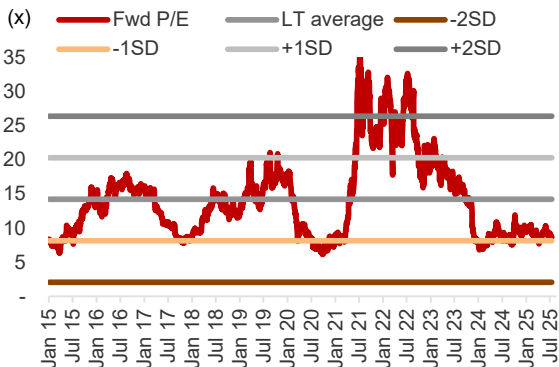
资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图2：招证对比一致预测

RMB mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	14,385	15,272	16,344	14,409	15,404	16,446	-0.2%	-0.9%	-0.6%
Gross Profit	6,337	6,829	7,399	6,244	6,754	7,288	1.5%	1.1%	1.5%
Operating Profit	2,151	2,384	2,642	2,019	2,298	2,493	6.5%	3.8%	6.0%
Net profit	1,439	1,588	1,755	1,380	1,536	1,658	4.3%	3.4%	5.8%
Gross Margin	44.1%	44.7%	45.3%	43.3%	43.8%	44.3%	0.7ppt	0.9ppt	1ppt
OPM	15.0%	15.6%	16.2%	14.0%	14.9%	15.2%	0.9ppt	0.7ppt	1ppt
NPM	10.0%	10.4%	10.7%	9.6%	10.0%	10.1%	0.4ppt	0.4ppt	0.7ppt

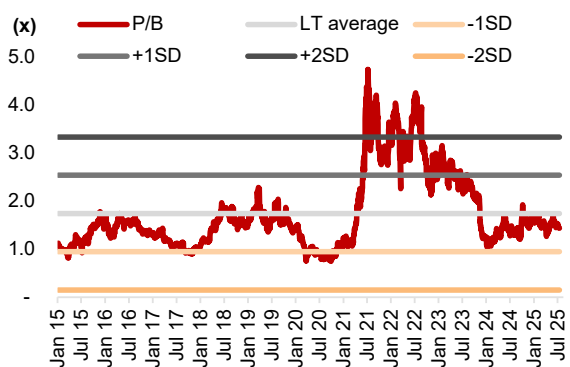
资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

图3：前瞻市盈率



资料来源：彭博、招商证券（香港）预测

图4：历史P/B水平



资料来源：彭博、招商证券（香港）

财务预测表

资产负债表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业, 厂房及设备	1,592	1,669	1,643	1,619	1,598
使用权资产	818	750	744	740	736
商誉	842	4	4	4	4
于联营公司的投资	495	453	453	453	453
其他非流动性资产	1,534	1,862	1,867	1,871	1,876
非流动性资产总值	5,281	4,738	4,711	4,687	4,667
库存	1,794	1,596	1,769	1,855	1,966
应收账款及预付款	6,087	6,058	6,337	6,663	7,057
按公允价值计入损益的金融资产	0	0	0	0	0
存款	0	0	0	0	0
银行结余及现金	3,295	2,979	3,545	4,070	4,617
其他流动性资产	869	597	597	597	597
流动性资产总值	12,044	11,230	12,247	13,186	14,237
资产总值	17,325	15,968	16,958	17,873	18,904
应付款项	2,531	2,195	2,466	2,587	2,741
应付关联方款项	0	0	0	0	0
银行借款	954	1,161	1,161	1,161	1,161
其他流动负债	2,827	1,926	1,926	1,926	1,926
流动负债	6,311	5,283	5,553	5,674	5,828
递延税项负债	243	176	176	176	176
租赁负债	134	65	65	65	65
银行借款	1,691	867	867	867	867
其他借款	-	-	-	-	-
拨备及其他负债	23	875	875	875	875
非流动负债	2,091	1,983	1,983	1,983	1,983
总负债	8,402	7,266	7,536	7,657	7,811
股本	23	24	24	24	24
储备	8,839	8,679	9,399	10,193	11,070
非控股权益	61	-	-	-	-
权益总额	8,923	8,703	9,422	10,216	11,093
权益与负债总额	17,325	15,968	16,958	17,873	18,904

现金流量表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,449	1,901	2,096	2,313	2,555
财务成本	-145	-98	-88	-105	-120
折旧与摊销	305	510	332	328	325
营运资金变动	-21	-173	-181	-292	-351
已付所得税及其它	-333	-913	-569	-620	-680
经营活动现金流	1,255	1,228	1,590	1,624	1,729
资本支出	-389	-317	-150	-150	-150
投资	-398	53	-5	-5	-5
其他	-128	915	-150	-150	-150
投资活动现金流	-915	651	-305	-305	-305
已付股息	-469	-1,444	-720	-794	-877
股权融资	0	0	0	0	0
债务融资(偿还)	189	-651	0	0	0
其他	-182	-102	0	0	0
融资活动现金流	-461	-2,197	-720	-794	-877
净现金流	-122	-317	565	525	547

利润表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	14,346	13,577	14,385	15,272	16,344
销售成本	-8,296	-7,712	-8,048	-8,443	-8,945
毛利	6,050	5,865	6,337	6,829	7,399
经销开支	-3,369	-2,868	-3,093	-3,283	-3,514
行政开支	-1,540	-1,428	-1,512	-1,606	-1,718
其他	439	396	419	445	476
经营溢利	1,580	1,966	2,151	2,384	2,642
折旧与摊销	-305	-510	-332	-328	-325
息税折旧前利润	1,885	2,476	2,483	2,713	2,968
财务成本	-145	-98	-88	-105	-120
其他收益(成本)	15	33	33	33	33
税前利润	1,449	1,901	2,096	2,313	2,555
所得税开支	-416	-596	-657	-725	-801
净利润	1,033	1,306	1,439	1,588	1,755
非控股权益	-3	0	0	0	0
本公司拥有人应占利润	1,047	1,238	1,439	1,588	1,755
摊薄每股盈利(人民币)	0.41	0.47	0.55	0.60	0.67
每股股息(人民币)	0.21	0.70	0.27	0.30	0.33

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率变化					
收入	10.9%	-5.4%	5.9%	6.2%	7.0%
毛利	14.3%	-3.0%	8.0%	7.8%	8.3%
经营利润	7.9%	24.4%	9.4%	10.8%	10.8%
净利润	32.4%	8.8%	8.4%	10.3%	10.5%
每股盈利	9.4%	27.0%	10.2%	10.3%	10.5%
利润率					
毛利率	42.2%	43.2%	44.1%	44.7%	45.3%
经营利润率	11.0%	14.5%	15.0%	15.6%	16.2%
净利润率	8.5%	9.8%	10.0%	10.4%	10.7%
流动性					
应收账款天数	116.9	134.2	134.2	134.2	134.2
库存天数	89.8	80.2	80.2	80.2	80.2
应付账款天数	116.6	111.8	111.8	111.8	111.8
现金周转天数	90.0	102.6	102.6	102.6	102.6
现金流与杠杆率					
自由现金流(百万元人民币)	866	911	1,440	1,474	1,579
净负债率	-7.3%	-10.9%	-16.1%	-20.0%	-23.3%
股息分配比率	49.5%	132.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股息率	3.5%	11.4%	4.5%	4.9%	5.5%
回报分析					
ROE	12.0%	14.8%	15.9%	16.2%	16.5%
资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
净利润率	7.2%	9.6%	10.0%	10.4%	10.7%
财务杠杆	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7
ROA	6.1%	7.8%	8.7%	9.1%	9.5%
估值倍数					
市盈率	14.7x	12.8x	11.0x	10.0x	9.0x
市净率	3.1x	3.3x	3.6x	3.9x	4.2x

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
增持	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828