

今日焦點：

► 特步國際（1368 HK，股價HK\$6.15，市值170億港元）1H25業績符合預期

特步是中國第三大本土運動品牌，市佔率約5%。1H25收入同比增長7%至68億元人民幣，符合預期。淨利潤同比增長21%至9.14億元人民幣。若剔除已終止業務K-Swiss和Palladium的虧損，經調整淨利潤同比增長7%。毛利率及經調整淨利率為45%和13.4%，同比持平。公司宣佈派發中期股息每股18港仙，派息比率為50%。

核心品牌特步表現穩健。特步主品牌1H25收入61億元人民幣, 同比上升5%，佔總收入89%。經營利潤同比增長2%至12億元，但經營利潤率微降0.6個百分點至20%，主要因線上業務營運開支增加。截至2025年6月30日，特步全球門店數達7,924家，較年初減少42家，其中成人門店6,360家、兒童門店1,564家。線上銷售表現強勁，同比高雙位數增長，佔特步主品牌收入超30%。未來品牌將繼續聚焦暢銷跑鞋產品線以維持線上增長動能。

索康尼持續成為增長引擎。專業運動（含索康尼及邁樂品牌）收入同比增長33%至7.85億元人民幣。受規模效應及嚴格成本控制雙重驅動，經營利潤同比激增2.4倍至7,860萬元人民幣。索康尼已成中國主要馬拉松賽事中穿著率最高的國際品牌之一。為強化高端定位，品牌將於2025年下半年在核心商圈開設概念店，並擴充服裝及生活系列產品線。截至2025年6月30日，索康尼在中國內地門店數達155家。

香港及中國市場指數		收市	每日升跌	今年累升
恒生指數		25,176	-0.4%	25.5%
中資企業指數		9,033	-0.1%	23.9%
紅籌指數		4,365	-0.6%	15.5%
滬深300指數		4,239	0.9%	7.7%
上海A股		3,908	0.8%	0.9%
上海B股		269	1.0%	0.9%
深圳A股		2,449	1.8%	19.6%
深圳B股		1,333	0.9%	9.9%

主要市場指數		收市	每日升跌	今年累升
美國道指		44,911	-0.1%	5.6%
標普500		6,449	-0.0%	9.6%
美國納斯達克指數		21,629	0.0%	12.0%
日經平均指數		43,750	0.1%	9.7%
英國富時指數		9,157	0.2%	12.0%
法國證券公會指數		7,884	-0.5%	6.8%
德國法蘭克福指數		24,314	-0.2%	22.1%

商品價格		收市	每日升跌	今年累升
金價	(美元/盎司)	3,332	-0.1%	27.1%
銅價	(美元/盎司)	2,087	-1.0%	16.8%
銀價	(美元/盎司)	38	0.1%	31.8%
原油	(美元/桶)	63	1.0%	-11.8%
銅價	(美元/盎司)	9,733	-0.3%	11.0%
鋁價	(美元/盎司)	2,588	-1.2%	1.5%
鉛價	(美元/盎司)	1,329	-0.9%	46.5%
錫價	(美元/盎司)	2,777	-2.5%	-6.8%
小麥	(美分/蒲式耳)	502	-0.7%	-9.1%
玉米	(美分/蒲式耳)	406	0.3%	-8.7%
糖	(美分/磅)	N/A	N/A	
黃豆	(美分/蒲式耳)	1,041	-0.1%	1.8%
PVC	(美元/噸)	N/A	N/A	-10.1%
CRB 指數		296	0.3%	3.0%
BDI				105.0%

匯率					
	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎
美元		7.8	0.9	147.9	0.8
港元	0.1		0.1	18.9	10.3
歐羅	1.2	9.1		172.5	1.1
日元	0.0	5.3	0.6		0.5
瑞郎	1.2	9.7	1.1	183.2	
人民幣	0.1	1.1	0.1	20.6	0.1

市場情緒		目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期			
希臘		N/A	N/A
愛爾蘭		83	-2.4%
義大利		139	-0.6%
葡萄牙		207	-0.0%
西班牙		108	0.3%
波動率指數		14	-7.8%

圖 1：1H25 業績回顧

	1H24		1H25			Results comments
	RMB mn	% of Rev	RMB mn	% of Rev	YoY chg	
Revenue	6,382		6,838		7%	Xtep+5 % Professional+33%
Cost of sales	(3,506)		(3,764)		7%	
Gross profit	2,876	45.1%	3,074	45.0%	7%	Stable
Other revenue	259		354		36%	
Selling and distribution expenses	(1,291)	-20.2%	(1,483)	-21.7%	15%	
Administrative expenses	(648)	-10.2%	(639)	-9.4%	-1%	
Operating profit	1,196	18.7%	1,305	19.1%	9%	
Finance costs	(61)		(52)		-15%	
Profit before income taxes	1,151		1,282		11%	
Income tax expense	(292)		(368)		26%	
Net profit from continuing operation	858	13.5%	914	13.4%	6%	Stable
Loss from discontinued operation	106		-			Sold K-Swiss and Palladium in FY24

資料來源：公司數據，新華滙富研究

業績會重點摘要。1) 主品牌下半年開始采用DTC模式。特步主品牌計劃于2025財年回收100-200家經銷商門店，2026財年回收300-400家。此轉型雖有望提振收入，但短期可能對利潤率構成壓力。2) 主品牌持續優化渠道。品牌將持續進駐購物中心與奧特萊斯，同時淘汰低效小店，擴展大店模式。同時，線上將策略性減少高折扣產品以提升盈利能力。3)旺季銷售動能強勁。下半年為跑鞋銷售旺季，配合多款新鞋上市，管理層對維持增長有信心。公司重申2025財年指引，預計索康尼收入同比增長30-40%，集團淨利潤同比增幅超10%。

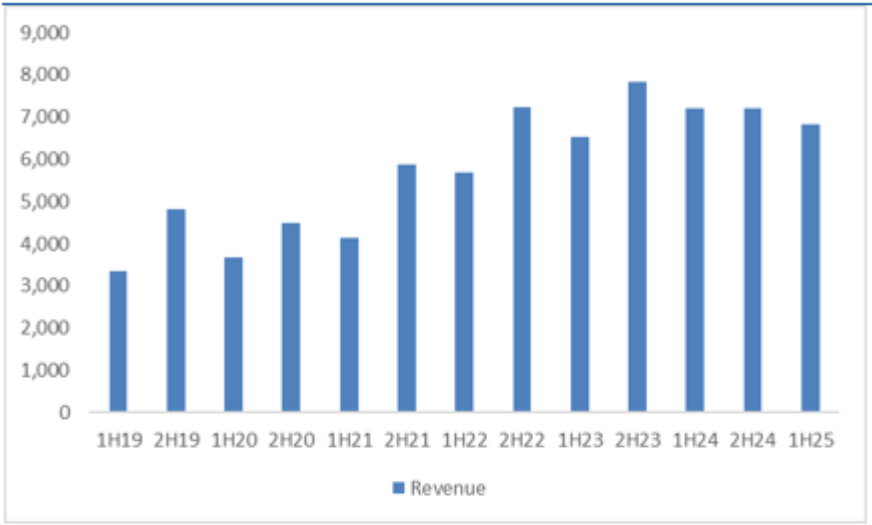
我們觀點：通過持續研發投入、賽事贊助及跑者社群運營，特步已在專業跑步領域建立差異化優勢。主品牌聚焦大眾市場，索康尼專攻高端領域，此策略有望強化品牌矩陣，實現從入門到高端的全產品線覆蓋。目前特步與索康尼在中國主要馬拉松賽事的穿著率合計超45%，遠高於其他本土品牌。儘管運動服飾行業競爭激烈，在索康尼加速擴張驅動下，特步短期料將維持強勁增長勢頭。該股2025財年預測市盈率為11倍。

圖 2：營收結構分析

	1H19	2H19	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25
Mass Market													
Revenue	3,357	4,349	3,201	3,900	3,597	5,244	4,898	6,230	5,430	6,518	5,789	6,538	6,053
Gross Profit	1,497	1,878	1,298	1,488	1,494	2,170	2,067	2,527	2,338	2,675	2,539	2,812	2,841
	45%	43%	40%	38%	42%	41%	42%	41%	43%	41%	43.86%	39.95%	43.83%
Professional Sports													
Revenue	0	10	20	52	76	125	157	244	344	451	593	656	785
Gross Profit	0	4	8	22	34	47	69	102	145	174	237	378	433
Gross Margin (%)			44%	38%	43%	45%	37%	44%	42%	42%	39%	57%	55%

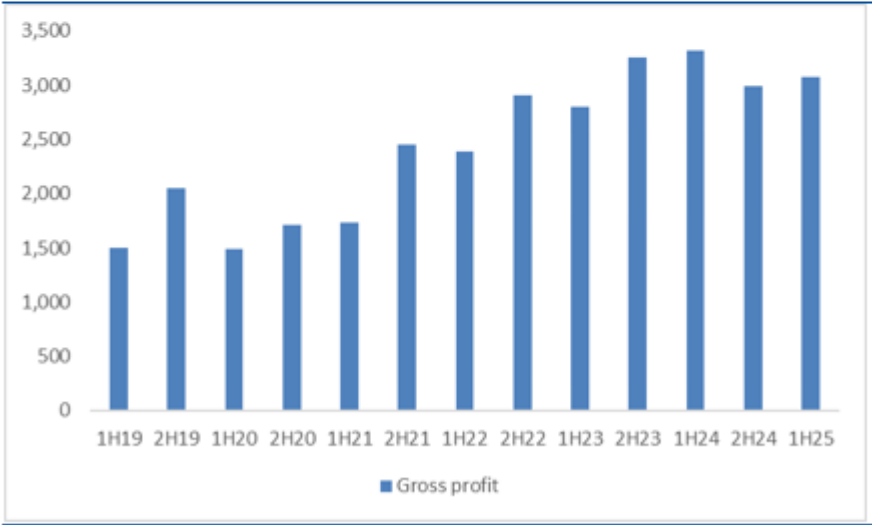
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 3：收入（百萬人民幣）



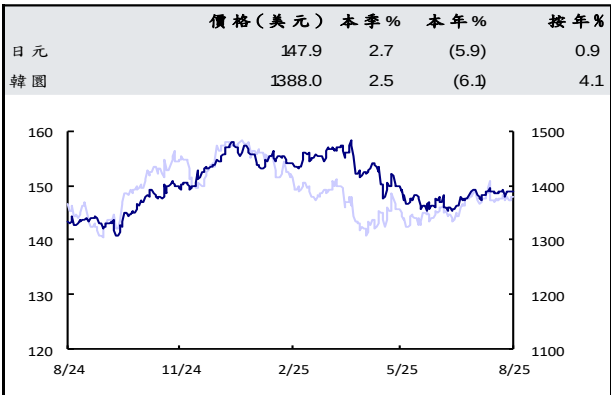
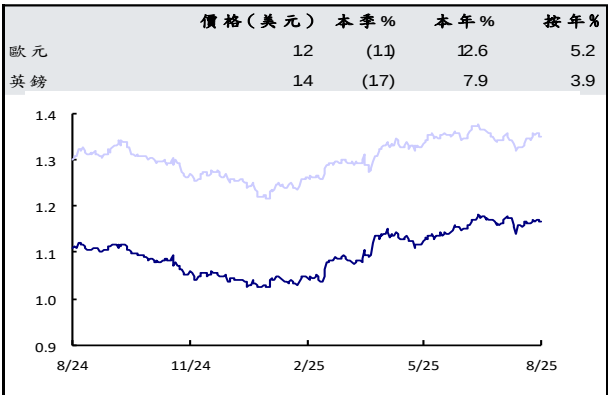
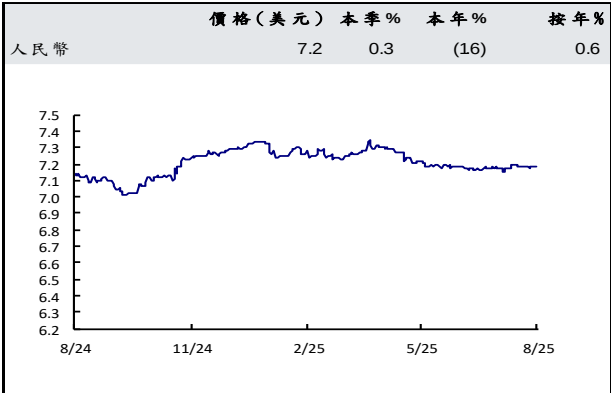
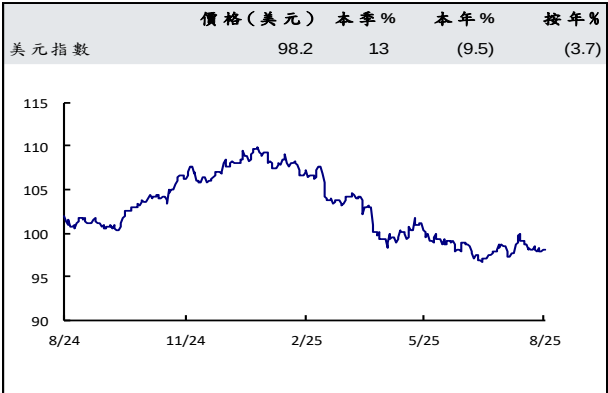
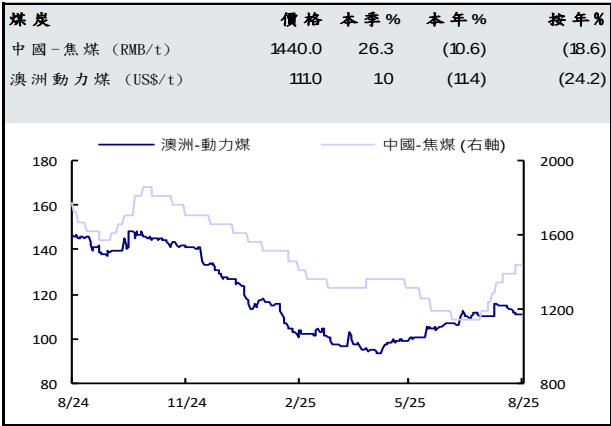
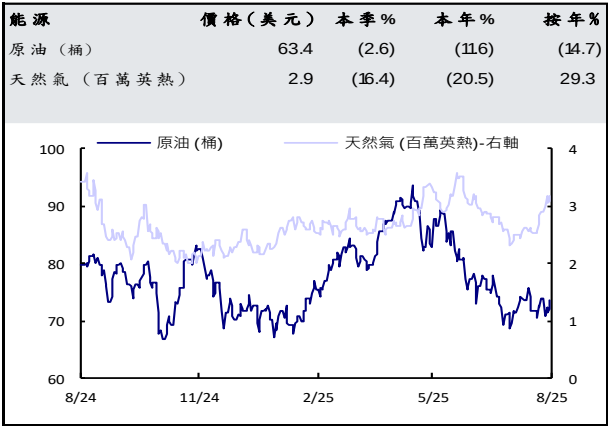
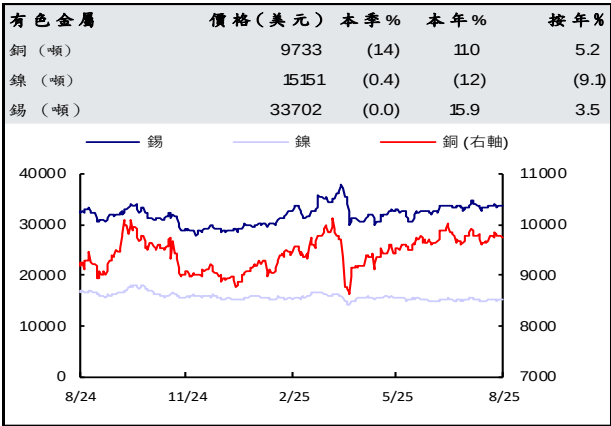
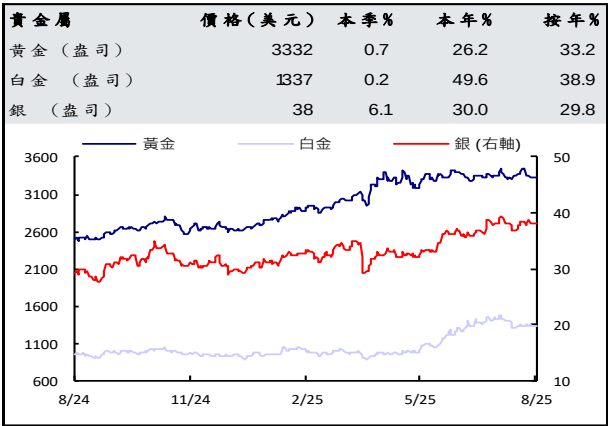
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 4：毛利（百萬人民幣）



資料來源：公司數據，新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
新屋開工與營建許可	月		25年8月19日
首次申請失業保險金人數	週		25年8月21日
成屋銷售量	月		25年8月21日
新屋銷售	月		25年8月25日
耐久財訂單	月		25年8月26日
消費者信心指數	月		25年8月26日
國內生產毛額	季		25年8月28日
批發庫存	月		25年8月29日
個人收入與支出	月		25年8月29日
採購經理人指數	月		25年9月2日
工廠訂單	月		25年9月3日
貿易收支	月		25年9月4日
就業報告	月		25年9月5日
生產者物價指數	月		25年9月10日
消費者物價指數	月		25年9月11日
商業庫存	月		25年9月16日
零售業銷售額	月		25年9月16日
工業生產指數	月		25年9月16日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		25年8月31日
外匯儲備	季		25年9月7日
貿易收支	月		25年9月8日
M2貨幣供應量	月		25年9月9日
生產者物價指數	月		25年9月10日
消費者物價指數	月		25年9月10日
零售業銷售額	月		25年9月15日
工業生產報告	月		25年9月15日
國內生產毛額	年		25年10月20日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
失業率報告	月		25年8月19日
消費者物價指數	月		25年8月21日
貿易收支	月		25年8月26日
M2貨幣供應量	月		25年8月29日
零售業銷售額	月		25年9月1日
採購經理人指數	月		25年9月3日
外匯儲備	月		25年9月5日
生產價格	季		25年9月15日
工業生產報告	季		25年9月15日
國內生產毛額	季		25年10月31日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員	電郵	電話
王學宏 (Howard Wong)	Howard.wong@sunwahkingsway.com	(852)22837307
劉恩妍 (Ensley Liu)	Ensley.liu@sunwahkingsway.com	(852)22837618

於前兩個交易日大股東所提交的披權益露通知

[illegible]

資料來源：香港交易所

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
SunwahTower,MezzanineFloor
115NguyenHue
District1
HoChiMinhCity
Vietnam