

纺织服饰

Q1 流水增长优异，库存健康，关注 Q2 假期消费表现——运动鞋服 2026Q1 总结

增持（维持）

近期运动鞋服公司陆续发布 2026Q1 的经营情况公告，此次专题报告旨在对板块近况进行分析，同时对 2026Q2 以及 2026 全年的经营走势进行判断。

短期跟踪：2026Q1 流水增长优异，库存健康。2026Q1 受益于春节假期消费刺激以及各品牌产品上新与营销推进，板块公司整体流水增速表现优异。2026Q1 安踏品牌流水同比录得高单位数增长；Fila 品牌增速亮眼，流水同比实现低双位数增长；2026Q1 李宁（不含李宁 YOUNG）全平台流水同比实现中单位数增长，我们判断童装业务增速或显著优于成人；2026Q1 361 成人装及童装流水均实现约 10% 的增长，电商业务同比增长中双位数；2026Q1 特步品牌流水同比实现低单位数增长。对比综合性运动品牌，小众品牌增速相对更快。从运营层面来看，我们判断各品牌公司在高质量增长的同时，库销比均维持在合理且健康的区间。

中长期展望：期待“五一”假期提振需求，全年行业预计稳健增长。2026 年 4 月份以来我们判断各品牌流水增速略有波动，但仍基本延续 Q1 趋势，后续随着五一假期的来临，我们判断或对 Q2 运动鞋服消费起到较为明显的提振作用，尤其以露营、徒步为核心产品的户外品类。2026 年全年来看，受益于居民运动参与度的持续提升以及板块公司运营效率的不断优化，我们预计运动鞋服板块的稳健经营趋势有望延续。

运营趋势分析：板块公司聚焦专业运动，品牌出海推进。1) 产品端：各品牌以跑步产品为核心，依托前沿科技平台推动产品迭代，同时在跑步产品之外，品牌公司继续完善户外产品矩阵，拓宽增长动能。2) 渠道端：当前各品牌推动差异化业态创新与单店运营效率提升，电商业务保持稳健增长，同时公司积极探索海外业务布局。3) 营销端：深耕跑步品类营销，2026 年专业马拉松赞助和头部的跑者签约仍是品牌公司竞争的重点，同时各品牌持续借助全球顶尖赛事（包括奥运会、亚运会以及各运动品类赛事）强化专业心智。

投资建议：板块波动环境下经营韧性强，看好长期成长性。2026Q1 我们判断运动鞋服板块整体表现保持稳健增长态势，推荐集团化运营能力卓越的运动鞋服板块优质标的【安踏体育】，我们预计公司 2026 年不考虑一次性利得后归母净利润为 140.53 亿元，对应 2026 年 PE 为 15 倍；推荐奥运周期有望迎来品牌力提升的【李宁】，当前我们预计公司 2026 年归母净利润为 28.57 亿元，当前股价对应 2026 年 PE 为 16 倍；关注滔搏、特步国际、361 度。

风险提示：消费环境波动风险，门店优化不及预期，电商业务建设不及预期。

行业走势



作者

- 分析师 杨莹**
执业证书编号：S0680520070003
邮箱：yangying1@gszq.com
- 分析师 侯子夜**
执业证书编号：S0680523080004
邮箱：houziye@gszq.com
- 分析师 王佳伟**
执业证书编号：S0680524060004
邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《纺织服饰：周专题：迅销发布 FY2026H1 财报，经营表现优异》 2026-04-19
- 《纺织服饰：周专题：服饰制造公司公告 3 月营收表现》 2026-04-12
- 《纺织服饰：周专题： Nike FY2026 Q3 营收小幅下滑，库存仍有压力》 2026-04-06

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2024A	2025A	2026E	2027E	2024A	2025A	2026E	2027E
02020.HK	安踏体育	买入	5.58	4.86	5.60	5.65	13.2	15.1	13.1	13.0
02331.HK	李宁	买入	1.17	1.14	1.11	1.26	15.2	15.6	16.0	14.1
01368.HK	特步国际	买入	0.44	0.49	0.45	0.51	8.7	7.8	8.5	7.6
01361.HK	361 度	买入	0.56	0.63	0.70	0.79	10.8	9.5	8.5	7.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所

内容目录

1. 短期跟踪：2026Q1 流水增长优异，库存健康	3
2. 中长期展望：期待“五一”假期提振需求，全年行业预计稳健增长	3
3. 运营趋势分析：聚焦专业运动，品牌出海推进	4
4. 重点公司近况更新以及投资建议	6
4.1 安踏体育：2026Q1 集团流水增速超预期，实现高质量增长	6
4.2 李宁：2026Q1 流水稳健增长，库存健康	7
4.3 特步国际：2026Q1 主品牌表现平稳，索康尼快速增长	8
4.4 361 度：Q1 全渠道流水增速亮眼，产品力品牌力持续提升	9
5. 风险提示	10

图表目录

图表 1: 2025~2026 年运动品牌流水增速 (%)	3
图表 2: 特步国际 2024~2026 年零售折扣水平和零售折扣周转	3
图表 3: 运动鞋服估值表 (亿港元, 亿元, %)	4
图表 4: 运动鞋服品牌旗舰产品科技对比 (元)	5
图表 5: 特步金标领跑店	5
图表 6: 361 度超品店	5
图表 7: 安踏体育盈利预测表 (百万元, 元, %, 倍)	7
图表 8: 李宁盈利预测表 (百万元, 元, %, 倍)	8
图表 9: 特步国际盈利预测表 (百万元, 元, %, 倍)	9
图表 10: 361 度盈利预测表 (百万元, 元, %, 倍)	10

1. 短期跟踪：2026Q1 流水增长优异，库存健康

从流水层面来看，2026Q1 受益于春节假期消费刺激以及各品牌产品上新与营销推进，板块公司整体流水增速表现优异。2026Q1 安踏品牌流水同比录得高单位数增长；Fila 品牌增速亮眼，流水同比增长 10%~20%低段；2026Q1 李宁（不含李宁 YOUNG）全平台流水同比实现中单位数增长，我们判断童装业务增速或显著优于成人；2026Q1 361 度线下成人装及童装流水均实现约 10% 的增长，电商业务同比增长中双位数；2026Q1 特步品牌表现平稳，流水同比实现低单位数增长。对比综合性运动品牌，小众品牌增速仍相对更快，安踏集团其他品牌分部流水同比增长 40%~45%，特步国际旗下索康尼流水增长 20%+，在 2026 年细分赛道仍展现出强劲的增长能力。

图表1：2025~2026 年运动品牌流水增速（%）

		2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
安踏体育	安踏品牌	增长高单位数	增长低单位数	增长低单位数	下降低单位数	增长高单位数
	Fila 品牌	增长高单位数	增长中单位数	增长低单位数	增长中单位数	增长 10%~20%低段
	安踏其他	增长 65%~70%	增长 50%~55%	增长 45%~50%	增长 35%~40%	增长 40%~45%
李宁	李宁成人	增长低单位数	增长低单位数	下降中单位数	下降低单位数	增长中单位数
	——线下	增长低单位数	下降低单位数	下降高单位数	下降中单位数	增长中单位数
	——线下直营	下降低单位数	下降中单位数	下降中单位数	下降低单位数	增长 10%~20%低段
	——线下加盟	增长低单位数	增长低单位数	下降高单位数	下降中单位数	增长低单位数
	——电商	增长 10%-20%低段	增长中单位数	增长高单位数	持平	增长高单位数
特步国际	特步品牌	增长中单位数	增长低单位数	增长低单位数	持平	增长低单位数
	索康尼品牌	增长 40%+	增长 20%+	增长 20%+	增长 30%+	增长 20%+
361 度	361 度成人线下	10%~15%	10%	10%	10%	10%
	361 度儿童线下	10%~15%	10%	10%	10%	10%
	361 度电商	35%~40%	20%	20%	高双位数	中双位数

资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

从运营层面来看，我们判断各品牌公司在高质量增长的同时，库销比均维持在合理且健康的区间。我们预计截至 2026Q1 末安踏品牌库销比在 5 左右，Fila 在 5 以下；李宁库销比预计在 5 左右；361 度线下库销比在 4.5~5 之间，特步品牌库销比在 4.5 左右的水平，整体营运状况良好。从折扣层面来看，考虑当前消费环境仍较为波动，同时 Q1 包含元旦、春节假日销售，因此我们预计各品牌公司 2026Q1 终端折扣同比较为稳定或略有下降。

图表2：特步国际 2024~2026 年零售折扣水平和零售折扣周转

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
零售折扣水平	70%-75%	75%	75%	70%-75%	70%-75%	70%~75%	70%~75%	70%~75%	70%~75%
零售存货周转	4-4.5	4	4	4	4	4~4.5	4-4.5	4.5	4.5

资料来源：特步国际公司公告，国盛证券研究所

2. 中长期展望：期待“五一”假期提振需求，全年行业预计稳健增长

展望 2026Q2，期待五一假期对运动鞋服消费的提振作用。2026 年 4 月份以来我们判断各品牌流水增速略有波动，但仍基本延续 Q1 趋势，后续随着五一假期的来临，我们判断或对 Q2 运动鞋服消费起到较为明显的提振作用，尤其以露营、徒步为核心产品的户外品类。

展望 2026 年全年，运动鞋服板块需求韧性强。中长期来看我们判断这一方面受益于居民运动的参与度仍处于提升阶段，为运动鞋服消费提供了支撑，另一方面原因在过往快速发展过程中，板块标的公司在产品、渠道、品牌方面的运营能力也已经得到了显著提升，展望 2026 年我们预计运动鞋服板块的稳健经营趋势有望延续。

- **安踏体育：**展望 2026 年我们预计公司收入增长高单位数，以迪桑特、可隆为代表的其他品牌增速或仍较快，当前我们预计公司 2026 年归母净利润为 156.53 亿元（根据公司披露，2026 年 3 月 Amer Sports 启动配售事项，目前该配售事项已经完成，因权益摊薄 2026 年安踏体育或产生约 16 亿元的一次性利得），剔除一次性利得后，我们预计 2026 年安踏体育实现归母净利润约为 140.53 亿元，增长约 3%。
- **李宁：**展望 2026 年，我们预计公司 2026 年收入增长高单位数，与此同时面对波动的消费环境，毛利率同比或将保持稳定，同时随着奥运营销的深入，费用投入或将增加，综合考虑实际税率的降低等因素，我们预计公司 2026 年归母净利润或略有下降。
- **特步国际：**展望 2026 年，我们判断消费环境正处于波动复苏阶段，索康尼快速增长持续，特步主品牌整体仍将采取稳健经营策略，全年我们预计公司收入增长 5.4%，考虑到索康尼正处于快速发展阶段，同时主品牌 DTC 转型仍需要一部分费用投入，当前我们预计公司 2026 年归母净利润为 12.60 亿元，同比下降 8.1%。
- **361 度：**展望 2026 年，我们预计公司营收及归母净利润保持稳健增长，基于公司此前召开的订货会情况，当前我们预计公司 2026 年收入增长 9%，归母净利润增长 11%。

图表3: 运动鞋服估值表 (亿港元, 亿元, %)

公司	总市值 (亿港元)	收入 (亿元)			收入 YOY			归母净利润 (亿元)			归母净利润 YOY			PE		
		25A	26E	27E	25A	26E	27E	25A	26E	27E	25A	26E	27E	25A	26E	27E
安踏体育	2,333.8	802.2	877.7	962.5	13.3%	9.4%	9.7%	135.9	156.5	158.1	-12.9%	15.2%	1.0%	15.1	13.1	13.0
李宁	519.0	296.0	319.6	350.3	3.2%	8.0%	9.6%	29.4	28.6	32.5	-2.6%	-2.7%	13.7%	15.6	16.0	14.1
特步国际	122.1	141.5	149.1	160.6	4.2%	5.4%	7.7%	13.7	12.6	14.2	10.8%	-8.1%	12.5%	7.8	8.5	7.6
361 度	141.2	111.5	122.0	134.6	10.6%	9.4%	10.4%	13.1	14.6	16.2	14.0%	11.1%	11.6%	9.5	8.5	7.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 估值日期为 2026 年 4 月 24 日, 汇率为 1 港元=0.88 人民币元

3. 运营趋势分析：聚焦专业运动，品牌出海推进

产品端：硬核科技驱动专业跑步能力提升，同时拓展户外细分赛道。2026 年我们判断各品牌继续以跑步科技为核心推动产品迭代，如李宁基于旗下最新推出的“超䨻胶囊”对专业竞速、竞训品类更新迭代，同时我们判断李宁或也将逐步丰富缓震产品线；安踏 2025 年“氮科技”升级至“氮 80/85/90”三大版本以满足不同运动需求。我们判断 2026 年专业跑步将继续是安踏的着重发力点；特步最新推出的 160X 7.0 系列性能表现优异。在跑步之外，面对户外运动的热潮，2026 年各个品牌公司或也将加大对于户外品类的拓展力度，为品牌增长贡献动能。

图表4: 运动鞋服品牌旗舰产品科技对比 (元)

品牌	产品名称	售价 (元)	重点科技
李宁 竞速碳板系列	飞电 6 Ultra	2299	䨻丝鞋面、双弭科技、超䨻科技、超䨻胶囊、最速曲线系统、T1000 全掌弹射型异构碳板、GCU 外底
	飞电 6 Elite	1299	䨻丝鞋面、超䨻科技、超䨻胶囊、前掌跖枕科技、最速曲线系统、T1000 全掌滚动型异构碳板、GCU 外底
	飞电 6 Challenger	799	䨻丝鞋面、上层超䨻科技、下层䨻科技、最速曲线系统、T700 全掌分趾碳板、GCR 外底
安踏 竞速碳板系列	C10 Pro 2 代	2599	轻质鞋面科技、双层氮 90 科技中底、3XL 碳板、Lattice 缓震科技、液态止滑橡胶
	C202 G9 2 代	999	超轻 AT FIBER 鞋面、HALO 鞋面锁定系统、双层氮 90 科技中底、超轻 2XL 碳板、液态止滑橡胶外底
	C202 7.0	799	A-WEB 鞋面、HALO 鞋面锁定系统、双层氮 85 科技中底、全域 XL 碳板、液态止滑橡胶外底
特步 竞速碳板系列	160X 7.0 PRO	1299	XTEP FIT 科技鞋面、XTEP ACE+ 双密度韧弹中底、GT700 碳板、XTEP DURA 外底
	160X 7.0	999	XTEP FIT 科技鞋面、XTEP ACE+ 中底、T700 异构碳板、XTEP DURA 外底
	260X 3.0	799	XTEP FIT 科技鞋面、XTEP ACE+ 中底、T400 分趾碳板、XTEP DURA 外底
361 度 竞速碳板系列	飞燃 Future 2.0	1299	双层 CQT EXTREM3 中底、QUIKBONE DYN 不同区域加强动态碳板、RPU 外底
	飞燃 5.0 Future	999	双层高性能弹体发泡中底、QUIKBONE-DYN 分趾铲形推进动态碳板、RPU 外底
	飞燃 5.0	899	双层 VESTAMID® eCO E40 高性能弹体发泡中底、QUIKBONE-DYN 动态碳板、RPU 外底

资料来源: 各品牌天猫旗舰店, 国盛证券研究所

渠道端: 推动差异化门店布局以提升零售效率, 电商业务稳健增长, 同时品牌加速海外业务拓展。我们判断目前线下渠道进入“提质增效”阶段, 各运动品牌加快布局差异化门店业态 (如安踏冠军店、361 度超品店、特步金标领跑、李宁龙店等), 通过新门店形象的推出, 实现对细分运动爱好者和消费者的覆盖, 提升零售效率。线上渠道各公司积极推动内容化运营与多平台布局 (直播平台、即时零售等), 我们判断 2026 年行业运动鞋服品牌公司电商业务保持稳健增长态势。此外, 各公司深化全球化布局, 通过布局海外店铺、跨境电商的方式拓展海外市场, 安踏启动“东南亚千店计划”, 目标于 2028 年前设立 1000 家零售网点, 361 度/特步跨境电商均有快速增长表现。

图表5: 特步金标领跑店



资料来源: 特步国际业绩简报, 国盛证券研究所

图表6: 361 度超品店



资料来源: 懒熊体育公众号, 国盛证券研究所

营销端: 深耕顶尖赛事资源, 强化专业心智。目前各公司立足跑步、篮球等核心品类, 通过专业运动员背书与 IP 赛事构建壁垒, 2026 年我们预计专业马拉松赛事以及头部跑者的资源争夺或仍将激烈。同时, 品牌持续强化心智营销, 李宁同中国奥委会推动品牌势能提升, 361 度持续合作亚运会强化品牌海外影响力。

4. 重点公司近况更新以及投资建议

板块波动环境下经营韧性强，看好长期增长性。2026Q1 我们判断运动鞋服板块整体表现保持稳健增长态势，推荐集团化运营能力卓越的运动鞋服板块优质标的【安踏体育】，我们预计公司 2026 年不考虑一次性利得后归母净利润为 140.53 亿元，对应 2026 年 PE 为 15 倍；推荐奥运周期有望迎来品牌力提升的【李宁】，当前我们预计公司 2026 年归母净利润为 157.7 亿元，当前股价对应 2026 年 PE 为 16 倍；关注滔搏、特步国际、361 度。

4.1 安踏体育：2026Q1 集团流水增速超预期，实现高质量增长

事件：公司发布 2026Q1 经营情况公告，公司整体表现超预期。根据公司披露，2026Q1 安踏品牌流水同比增长高单位数，Fila 品牌流水同比增长低双位数，其他品牌流水同比增长 40%~45%，整体表现优异超预期。

安踏品牌：2026Q1 流水稳健增长，库存健康。2026Q1 安踏品牌流水同比增长高单位数，细分品牌/渠道来看，我们预计线下安踏大货同比增长中单位数，预计线下安踏儿童增长高单位数，电商或有中双位数增长，期内受益于节庆需求刺激，线上产品结构优化，线下门店效率提升，安踏品牌预计各渠道均有稳健增长表现。从营运层面来看，我们预计截至 2026Q1 末安踏品牌库销比在 5 左右的健康水平。展望 2026 年全年，面对波动的消费态势，我们预计安踏品牌仍将以稳健经营为核心，继续推进线上线下渠道优化，例如线下灯塔店建设，同时完善产品矩阵，以好商品带动品牌增长。

Fila 品牌：2026Q1 流水增速优异，业务表现亮眼。2026Q1 Fila 品牌流水同比增长低双位数，其中我们预计 Fila 线下大货/儿童/潮牌分别增长高单位数/低双位数/低双位数，预计 Fila 电商增长低双位数，增速亮眼，期内 Fila 积极抓住节庆消费需求，同时利用米兰冬奥会、米兰时装周节点提升品牌声量。从营运层面来看，我们预计截至 2026Q1 末 Fila 品牌库销比在 5 以下，保持在健康合理水平。展望 2026 年，Fila 仍将基于品牌定位强化品牌形象建设以及爆款产品打造，同时推动线下优质形象店落地。

其他品牌：流水快速增长，长期增长动能充足。2026Q1 其他品牌流水同比增速为 40%~45%，我们预计可隆增速或更快，受益于赛道优质以及安踏集团卓越的多品牌运营能力，目前迪桑特和可隆发展顺利，市场竞争力稳固。

展望 2026 年，剔除 Amer 股份摊薄带来的一次性利得后，我们预计公司归母净利润 140.53 亿元左右。安踏体育采用集团化运营模式，增长韧性足，长期增长动能充沛，2026 年我们预计安踏/Fila 有望保持稳健增长表现，其他细分赛道品牌快速增长，当前我们预计公司 2026 年收入增长高单位数，归母净利润为 156.53 亿元（其中包含约 16 亿元 Amer Sports 配售权益摊薄产生的一次性利得），剔除一次性利得后归母净利润约 140.53 亿元，同比增长约 3%。

盈利预测和投资建议：公司作为全球运动鞋服龙头之一，旗下品牌高效运营成果显著，不考虑一次性利得我们预计公司 2026 年归母净利润为 140.53 亿元，对应 2026 年 PE 为 15 倍，预计 2027/2028 年归母净利润为 158.13/176.27 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：终端需求下滑；多品牌及海外业务开展不顺；人民币汇率变动带来业绩波动

图表7: 安踏体育盈利预测表 (百万元, 元, %, 倍)

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万人民币)	70,826	80,219	87,767	96,250	105,503
增长率 yoy (%)	13.6	13.3	9.4	9.7	9.6
归母净利润 (百万人民币)	15,596	13,588	15,653	15,813	17,627
增长率 yoy (%)	52.4	-12.9	15.2	1.0	11.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	5.58	4.86	5.60	5.65	6.30
净资产收益率 (%)	25.3	20.7	20.8	18.9	18.9
P/E (倍)	13.2	15.1	13.1	13.0	11.7
P/B (倍)	3.3	3.1	2.7	2.5	2.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测, 估值日期为 2026 年 4 月 24 日

4.2 李宁: 2026Q1 流水稳健增长, 库存健康

事件: 李宁发布 2026Q1 经营情况公告, 期内李宁 (不含李宁 YOUNG, 下同) 全平台流水同比增长中单位数; 针对李宁 YOUNG 童装业务, 我们预计其表现显著优于李宁成人业务。

李宁成人: 节庆需求带动居民需求改善, 线下客流复苏, 电商业务销售快速增长。

2026Q1 奥莱渠道或有优异销售表现, 从而带动直营业务增长。 2026Q1 李宁成人门店线下流水同比增长中单位数, 拆分直营和批发业务来看: 1) 直营业务: 2026Q1 直营流水同比增长 10%~20%低段, 截止 2026Q1 末李宁直营门店数量为 1192 家 (对比年初净关 46 家), 期内直营业务表现优异, 我们认为一方面受益于节庆需求带动, 终端门店客流改善, 另一方面此前公司持续对直营业务进行优化调整, 平均门店经营质量得到显著提升, 另外我们判断直营门店中存在较多奥莱店铺, 带动直营渠道销售增长。2) 批发业务: 2026Q1 批发业务流水同比增长低单位数, 截止 2026Q1 末批发门店数量为 4883 家 (对比年初净开 30 家), 我们判断当前经销商门店或多位于低线城市街边店铺, 考虑到客流偏好购物中心业态, 因此传统街边店铺销售受到一定影响。

2026Q1 电商流水同比增长高单位数, 产品优化带动业务增长。 公司持续推进电商业务效率优化, 通过合理的货品结构推动电商业务健康运营, 在销售旺季下 2026Q1 李宁电商业务增长高单位数, 呈现出优异的增长表现。

李宁 YOUNG: 2026Q1 童装业务或有快速增长表现。 截至 2026Q1 末李宁 YOUNG 门店为 1464 家 (对比年初净关闭 54 家), 从流水层面来看我们预计 2026Q1 李宁 YOUNG 业务或也有快速的增长表现, 当前公司持续优化童装产品结构, 同时强化品牌推广, 适逢寒假销售旺季, 童装业务或有快速增长表现。

2026Q1 末库销比预计在 5 左右, 折扣同比或有加深。 我们预计截止 2026Q1 末李宁渠道库销比或在 5 左右, 同比基本保持稳定, 库龄结构健康。折扣方面, 考虑到当前消费环境仍较为波动, 同时 Q1 包括元旦、春节销售旺季, 我 2026Q1 李宁终端折扣同比或有加深。

我们预计公司 2026 年营收同比增长高单位数, 归母净利润略有下降。 2026 年来看随着公司奥运营销声量的提升, 同时产品结构 (荣耀金标系列、户外系列) 以及渠道结构 (龙店、户外店等) 的优化, 我们预计公司 2026 年收入增长高单位数。利润方面, 随着奥运营销的深入, 费用投入或将增加, 我们预计公司 2026 年归母净利润或略有下降。

盈利预测和投资建议：综合考虑短期消费环境的不确定性以及公司长期经营效率的不断提升，我们预计公司 2026~2028 年归母净利润为 28.57/32.50/37.06 亿元，对应 2026 年 PE 为 16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动，盈利能力提升速度不达预期，门店优化不及预期等

图表8: 李宁盈利预测表 (百万元, 元, %, 倍)

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万人民币)	28,676	29,598	31,959	35,026	38,332
增长率 yoy (%)	3.9	3.2	8.0	9.6	9.4
归母净利润 (百万人民币)	3,013	2,936	2,857	3,250	3,706
增长率 yoy (%)	-5.5	-2.6	-2.7	13.7	14.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.17	1.14	1.11	1.26	1.43
净资产收益率 (%)	11.5	10.6	9.9	10.7	11.5
P/E (倍)	15.2	15.6	16.0	14.1	12.3
P/B (倍)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测, 估值日期为 2026 年 4 月 24 日

4.3 特步国际: 2026Q1 主品牌表现平稳, 索康尼快速增长

事件：特步国际发布 2026Q1 经营情况公告。2026Q1 主品牌特步流水同比实现低单位数增长，索康尼流水增长 20%+。

特步主品牌：Q1 流水表现平稳，营运健康。

1) 流水层面：电商以及儿童增速优异，成人装功能性产品或表现良好。2026Q1 特步主品牌流水同比增长低单位数，其中 1-2 月受益于春节消费刺激，表现或优于 3 月。分品类来看，我们判断童装业务表现或优于成人，与此同时受益于跑步以及户外赛道的火热以及特步自身的积极布局，我们判断 2026Q1 跑步与户外品类或也有优异增长表现。分渠道来看，我们判断期内电商业务表现优异，增速或有双位数；目前主品牌积极推进海外业务布局，我们预计 2026Q1 跨境电商或延续高速增长势头。线下表现较弱部分原因系消费环境波动下，线下客流承压，当前公司推动渠道结构优化，一方面进行 DTC 门店布局打造样本店，同时积极进驻奥莱以及购物中心，我们判断该渠道优化举措有望带动后续线下销售表现改善。

2) 营运层面：折扣水平平稳，库销比维持健康。2026Q1 特步品牌终端零售折扣维持在 7-7.5 折，与去年同期基本持平。截至 2026Q1 末特步品牌渠道库销比约为 4.5 个月，较 2025Q1 末略有延长，但也处于健康合理水平。

索康尼品牌：持续快速增长，积极丰富产品品类，优化渠道布局。2026Q1 索康尼流水增长超过 20%，我们判断期内索康尼在产品端聚焦专业跑鞋，同时积极丰富运动生活鞋类以及服装类产品；渠道端索康尼稳步推进优质形象店开拓，同时对已有门店进行优化升级提升店效；营销端索康尼近日签约蔡徐坤，强化和年轻消费者沟通。中长期来看，我们认为索康尼规模扩张和盈利能力提升有望同步实现。

展望 2026 年，我们预计公司收入增长中单位数，短期费用投入对利润率造成一定压力。展望 2026 年，我们判断消费环境正处于波动复苏阶段，索康尼快速增长持续，特步主品牌整体仍将采取稳健经营策略，全年我们预计公司收入增长 5.4%，考虑到索康尼正处于

快速发展阶段，同时主品牌 DTC 转型仍需要一部分费用投入，当前我们预计公司 2026 年归母净利润为 12.60 亿元，同比下降 8.1%。

盈利预测和投资建议：公司作为国内领先的体育用品企业，在专业跑步领域具有较大优势，索康尼经营规模逐步扩张，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 12.60/14.17/16.00 亿元，对应 2026 年 PE 为 9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动、渠道优化不及预期、索康尼表现不及预期等。

图表9：特步国际盈利预测表（百万人民币，元，%，倍）

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万人民币）	13,577	14,151	14,909	16,056	17,302
增长率 yoy（%）	-5.4	4.2	5.4	7.7	7.8
归母净利润（百万人民币）	1,238	1,372	1,260	1,417	1,600
增长率 yoy（%）	20.2	10.8	-8.1	12.5	12.9
EPS 最新摊薄（元/股）	0.44	0.49	0.45	0.51	0.57
净资产收益率（%）	14.2	13.4	11.6	12.3	13.0
P/E（倍）	8.7	7.8	8.5	7.6	6.7
P/B（倍）	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测，估值日期为 2026 年 4 月 24 日

4.4 361 度：Q1 全渠道流水增速亮眼，产品力品牌力持续提升

361 度披露 2026Q1 经营情况公告，全渠道流水维持良好增长势头。根据公司披露，2026Q1 361 度成人装线下渠道流水增长约 10%，童装线下流水增长约 10%，电商业务流水增长中双位数，整体表现稳健，我们预计 2026Q1 末品牌线下库销比维持 4.5~5 之间的水平，营运状况保持良好。

361 度成人装：产品力与品牌力持续积累，渠道升级红利逐步释放。2026Q1 361 度成人装线下渠道流水同比增长约 10%，延续稳健增长趋势。1) 产品端：公司跑步及篮球两大核心品类产品矩阵更新迭代节奏稳步推进，同时受益于赛道优质，我们判断 2026Q1 跑步品类流水增速仍较为优异，品牌专业运动形象得到市场认证。2) 品牌端：361 度与亚奥理事会的战略合作新周期于 2025 年开启，我们判断品牌在国际赛事领域中的曝光度有望进一步提升，同时受益于约基奇、戈登等 NBA 球星代言，361 度品牌全球化建设稳步推进。3) 渠道端：截至 2025 年末全国超品店达 126 家，我们判断超品店对单店效率的提升作用将在 2026 年逐步得到释放，中长期品牌渠道优化趋势明确。同时 361 度积极推进全球化布局，我们判断长期有望为公司增长助力。

361 度童装：专业运动定位稳固，增速保持稳定。2026Q1 361 度童装线下流水同比增长约 10%，361 度童装业务延续“青少年运动专家”定位，2025 年末儿童门店数量为 2364 家，第五代门店数量不断增加带动终端形象提升，我们判断 2026 年童装业务将维持稳健增长节奏。

361 度电商：增速优于线下，期待中长期业务表现。2026Q1 电商平台流水同比增长中双位数，持续优异增长表现，短期来看公司在传统平台电商、社交电商之外，积极布局即时零售渠道，中长期我们判断公司电商业务竞争优势明显，市占率仍有望提升。

展望 2026 年，我们预计公司营收及归母净利润保持稳健增长。2025 年在公司产品力以及渠道运营效率不断提升的背景下，公司实现了优异的收入和业绩表现，基于公司此前召开的订货会情况，当前我们预计公司 2026 年收入增长 9%，归母净利润增长 11%。

盈利预测与投资建议：公司作为运动鞋服头部公司之一，业绩增速优异，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 14.55/16.24/17.96 亿元，现价对应 2026 年 PE 为 9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：门店拓展与整改力度不及预期、消费环境复苏不及预期，人民币汇率变动带来业绩波动。

图表10: 361度盈利预测表 (百万元, 元, %, 倍)

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万人民币)	10,074	11,146	12,198	13,461	14,692
增长率 yoy (%)	19.6	10.6	9.4	10.4	9.1
归母净利润 (百万人民币)	1,149	1,309	1,455	1,624	1,796
增长率 yoy (%)	19.5	14.0	11.1	11.6	10.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.56	0.63	0.70	0.79	0.87
净资产收益率 (%)	12.3	13.0	13.4	13.8	14.1
P/E (倍)	10.8	9.5	8.5	7.7	6.9
P/B (倍)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测, 估值日期为 2026 年 4 月 24 日

5. 风险提示

消费环境波动风险。当前海外及国内消费环境仍处于波动态势，后续倘若消费力修复不及预期，或对公司终端流水造成影响。

门店优化不及预期。在消费疲软的情况下，各公司的门店优化会相对谨慎，新品牌的开展也会受到影响。

电商业务建设不及预期。目前各公司电商业务占比逐步提升，为了谋求稳健增长，公司加强各个平台间的精细化运营效率，倘若后续电商业务推进不及预期，或将对品牌公司收入业绩表现造成影响。



免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com