

# 【广发纺服&海外】特步国际 (01368.HK)

## 跑步领域领导者，新品牌未来可期

### 核心观点:

- **我国运动鞋服前景广阔，国产品牌顺势崛起。**预计未来 5 年我国运动鞋服行业 CAGR 将达 14%。运动鞋市场发展前景更优，马拉松赛事井喷式增长，利好跑鞋装备销售。我国国产运动鞋服品牌认可度不断提升，三四线城市成为消费经济的新增引擎，特步品牌扩容空间大。
- **稳定性来自于主品牌的稳定创收，品牌认知度不断增强。**(1) 特步主品牌专注跑步二十余载，一方面通过高研发费用投放策略加速产品创新，目前特步已完善以 160X 为核心的跑鞋矩阵；另一方面通过重仓马拉松赞助、构建跑步生态圈等提升品牌力。(2) 专业运动+时尚运动双轨发展，推出厂牌 XDNA，有望提升中高端市场份额及提升品牌整体调性。(3) 特步儿童再启航，儿童部门优化重组，并推出“大国少年”品牌理念，其具备运动品牌的基因优势，有望提升童装市场份额。
- **增长性来自于多品牌发展战略，高瓴赋能有望加速时尚运动品牌发展。**(1) 专业运动（索康尼、迈乐），时尚运动（盖世威、帕拉丁）新品牌加入不仅为公司带来营收增量，还能与主品牌形成客群互补、提高中高端市场份额并能发挥协同效应。(2) 高瓴资本战略投资时尚运动板块，预计将在零售管理、渠道资源以及国际品牌本土运营等方面为帕拉丁及盖世威品牌赋能，加速时尚运动品牌的发展。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.32/0.40/0.50 元/股。参考可比公司估值，同时考虑公司虽然营收规模不及可比公司，但其五年战略标志其进入新发展阶段，主品牌营收加速、新品牌发展空间潜力大，给予公司 2022 年 30 倍 PE，CNY/HKD 汇率为 0.8165，对应合理价值 14.68 港元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**国内疫情反复的风险，市场集中度提升、竞争压力增大的风险，新品牌整合不及预期的风险。

### 盈利预测: \*本文如无特殊说明，货币单位均为人民币

|               | 2019A  | 2020A   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)    | 8,183  | 8,172   | 10,059 | 12,080 | 14,398 |
| 增长率 (%)       | 28.2%  | -0.1%   | 23.1%  | 20.1%  | 19.2%  |
| EBITDA (百万元)  | 894    | 594     | 594    | 914    | 1,208  |
| 归母净利润 (百万元)   | 728    | 513     | 838    | 1,051  | 1,323  |
| 增长率 (%)       | 10.84% | -29.50% | 63.29% | 25.49% | 25.86% |
| EPS (元/股)     | 0.29   | 0.20    | 0.32   | 0.40   | 0.50   |
| 市盈率 (x)       | 11.7   | 15.7    | 33.4   | 26.6   | 21.1   |
| ROE (%)       | 10.6%  | 7.1%    | 10.4%  | 11.5%  | 12.7%  |
| EV/EBITDA (x) | 8.8    | 11.3    | 28.5   | 26.2   | 19.3   |

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

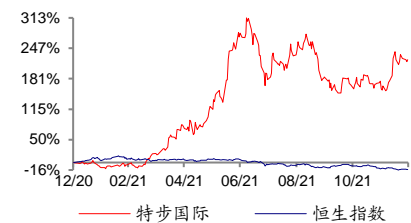
买入

|      |            |
|------|------------|
| 当前价格 | 13.00 港元   |
| 合理价值 | 14.68 港元   |
| 报告日期 | 2021-12-31 |

### 基本数据

|                    |              |
|--------------------|--------------|
| 总股本/流通股本 (百万股)     | 2630/2630    |
| 总市值/流通市值 (百万港元)    | 32458/32458  |
| 一年内最高/最低 (港元)      | 15.92/3.38   |
| 30 日日均成交量/成交额 (百万) | 19/217       |
| 近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%) | 13.21/-14.99 |

### 相对市场表现



### 分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

### 相关研究:

联系人:

李咏红 021-38003666

liyonghong@gf.com.cn

## 目录索引

|  |    |
|--|----|
| 一、深耕运动领域三十载，国产运动鞋服领先品牌.....              | 5  |
| （一）战略变革成为主旋律，家族企业股权集中稳定.....             | 5  |
| （二）财务分析：集团整体运营情况健康，后疫情时期业绩有望放量.....      | 7  |
| 二、运动鞋服行业前景广阔，国产品牌顺势崛起.....               | 13 |
| （一）我国运动鞋服行业具备广阔的增长空间，预计未来5年CAGR达14%..... | 13 |
| （二）运动鞋市场发展前景更优，马拉松赛事井喷式增长，利好跑步装备销售.....  | 15 |
| （三）国产运动鞋服品牌认可度不断提升，特步品牌下沉市场扩容空间大.....    | 18 |
| 三、稳定性来自于主品牌的稳定创收，品牌认知度不断增强.....          | 20 |
| （一）主品牌专注跑步二十余载，“技术+营销”多管齐下打造竞争优势.....    | 20 |
| （二）渠道运营精细化提高终端掌控力，数字化加持稳健运营.....         | 27 |
| （三）XDNA、特步儿童将打造新营收增长极.....               | 30 |
| 四、增长性来自于多品牌发展战略，高瓴资本赋能有望加速品牌发展.....      | 34 |
| （一）专业运动板块：经营索康尼及迈乐，强化专业运动板块.....         | 35 |
| （二）时尚运动板块：收购盖世威和帕拉丁，高瓴资本战略投资赋能.....      | 37 |
| 五、盈利预测.....                              | 40 |
| 六、风险提示.....                              | 42 |

## 图表索引

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 公司发展历程                                    | 5  |
| 图 2: 公司股权结构                                    | 7  |
| 图 3: 公司历年收入及同比增速                               | 8  |
| 图 4: 公司历年归母净利润及同比增速                            | 8  |
| 图 5: 公司分运动板块收入 (单位: 亿元)                        | 8  |
| 图 6: 公司分运动板块收入占比                               | 8  |
| 图 7: 公司品牌矩阵图                                   | 9  |
| 图 8: 公司分产品营收情况                                 | 9  |
| 图 9: 公司分产品占比情况                                 | 9  |
| 图 10: 公司 2016-2021H1 的毛利率趋势                    | 10 |
| 图 11: 公司 2016-2021H1 的营业利润率趋势                  | 10 |
| 图 12: 公司 2016-2021H1 的净利润率趋势                   | 11 |
| 图 13: 公司 2016-2021H1 费用率趋势                     | 11 |
| 图 14: 我国运动鞋服行业高景气度                             | 13 |
| 图 15: 我国人均运动鞋服消费额低于代表性发达国家 (单位: 美元/人)          | 14 |
| 图 16: 我国运动鞋服渗透率低于代表性发达国家                       | 14 |
| 图 17: 我国运动鞋服行业增速高于代表性发达国家                      | 14 |
| 图 18: 我国体育产业规模情况                               | 14 |
| 图 19: 2016-2021 年中国运动鞋与运动服市场规模 (单位: 亿元)        | 16 |
| 图 20: 2016-2021 年中国运动鞋市场细分品类占比                 | 16 |
| 图 21: 中国马拉松赛事近年来呈“井喷式”增长 (单位: 场)               | 17 |
| 图 22: 2017-2019 年马拉松比赛近年参赛人次                   | 17 |
| 图 23: 2016-2019 马拉松/半程马拉松完赛人次趋势 (人次)           | 17 |
| 图 24: 2016-2021 年中国运动鞋服市占率 Top10 品牌中的国产品牌市占率变化 | 19 |
| 图 25: 2021 年中国消费者运动鞋服购置品牌偏好                    | 19 |
| 图 26: 中国城镇化率增长率                                | 19 |
| 图 27: 宽裕小康和大众富裕家庭百分比                           | 19 |
| 图 28: 跑鞋 SKU 数量占比                              | 20 |
| 图 29: 特步跑鞋价格带分布 (单位: 元)                        | 20 |
| 图 30: 特步跑鞋矩阵                                   | 22 |
| 图 31: 公司与可比公司的研发费用率水平                          | 23 |
| 图 32: 公司赞助马拉松数量及规模                             | 25 |
| 图 33: 公司 2020 年赞助马拉松及跑步赛事列表                    | 25 |
| 图 34: 厦门马拉松 3 小时以内精英选手跑鞋品牌 top5                | 25 |
| 图 35: 2021 徐州马拉松男子前九                           | 25 |
| 图 36: 公司邀请体育明星代言人                              | 26 |
| 图 37: 公司 JLIN ONE 篮球鞋系列                        | 27 |
| 图 38: “游云”系列                                   | 27 |

|  |    |
|--|----|
| 图 39: 2018 年公司终端渠道情况 (截至 2018 年 12 月 31 日) | 28 |
| 图 40: 公司与可比公司门店数量 (单位: 家)                  | 29 |
| 图 41: 公司在各线城市的门店占比情况                       | 29 |
| 图 42: 公司 S-Street 品牌集合店                    | 29 |
| 图 43: 公司第九代零售形象店                           | 29 |
| 图 44: 公司代表综艺赞助情况                           | 31 |
| 图 45: 公司联名产品系列                             | 31 |
| 图 46: 我国人均童装消费额低于代表性发达国家 (单位: 美元/人)        | 32 |
| 图 47: 我国人均童鞋消费额低于代表性发达国家 (单位: 美元/人)        | 32 |
| 图 48: 我国童装 CR5 低于代表性发达国家                   | 33 |
| 图 49: 我国童鞋 CR5 低于代表性发达国家                   | 33 |
| 图 50: 代表性国家童装行业中运动品牌的市占率                   | 33 |
| 图 51: 代表性国家童鞋行业中运动品牌的市占率                   | 33 |
| 图 52: 特步儿童门店数量增长情况 (单位: 家)                 | 34 |
| 图 53: 特步儿童两大系列                             | 34 |
| 图 54: 索康尼天猫旗舰店价格带分布                        | 36 |
| 图 55: 索康尼各价格带 sku 数量占比                     | 36 |
| 图 56: 迈乐天猫旗舰店价格带分布                         | 37 |
| 图 57: 迈乐各价格带 sku 数量占比                      | 37 |
| 图 58: 与凯卓跨界合作                              | 38 |
| 图 59: 与天命跨界合作                              | 38 |
| 图 60: 帕拉丁天猫旗舰店价格带分布                        | 39 |
| 图 61: 帕拉丁各价格带 sku 数量占比                     | 39 |
| 图 62: 高瓴赋能盖世威、帕拉丁                          | 40 |
| <br>                                       |    |
| 表 1: 公司董事及主要高级管理人员个人简历 (2020 年)            | 7  |
| 表 2: 公司线上收入占比情况                            | 10 |
| 表 3: 公司零售数据情况                              | 12 |
| 表 4: 2014 年至今我国主要体育产业政策文件                  | 14 |
| 表 5: 各品牌代表跑鞋情况                             | 21 |
| 表 6: 公司科技矩阵                                | 23 |
| 表 7: 2021 年各主要运动品牌经典跑鞋中底情况                 | 24 |
| 表 8: 国产运动鞋服品牌历史主要代言人及赞助赛事                  | 26 |
| 表 9: 公司品牌矩阵                                | 34 |
| 表 10: 盈利预测拆分                               | 41 |
| 表 11: 可比公司估值 (收盘价截至 2021 年 12 月 30 日)      | 41 |

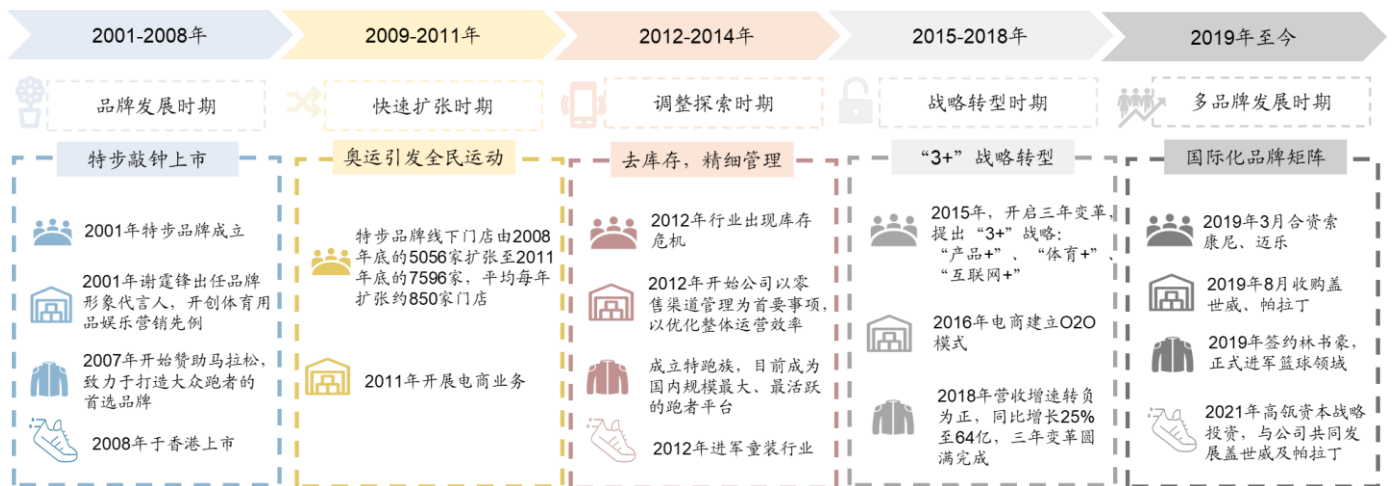
## 一、深耕运动领域三十载，国产运动鞋服领先品牌

### （一）战略变革成为主旋律，家族企业股权集中稳定

特步国际为中国领先的体育用品企业，前身为1987年创立的以代工海外品牌运动鞋服为主营业务的“福建三兴体育用品公司”。2001年开始发展自有品牌，迄今主品牌特步拥有超过6000间零售店的庞大分销网络，2019年以收购及建立合资公司的方式开拓索康尼、迈乐、帕拉丁、盖世威等国际顶尖品牌，开启多品牌、国际化战略，形成以特步为核心的大众运动板块、以索康尼和迈乐为核心的专业运动板块、以盖世威和帕拉丁为核心的时尚运动板块品牌矩阵。

通过复盘特步自2001年创立品牌以来的历史发展，大致可以分为以下5个阶段：品牌发展时期、快速扩张时期、调整探索时期、战略转型时期、多品牌发展时期。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司财报，广发证券发展研究中心

**品牌发展时期（2001-2008）：**2001年“特步”品牌成立，外销为主的经营策略逐渐向内销转变，并开始探索培育自主品牌。同年，特步牌邀请香港艺人谢霆锋出任品牌形象代言人，开创体育用品娱乐营销先例。2005年开始，特步大规模推进改制上市，进一步明晰产权关系，规范纳税行为。与此同时，企业治理结构中，原有家族式管理的痕迹进一步淡化，大力引进高素质人才。高管当中，职业经理人占了9成以上。特步国际于2008年在港交所成功上市。

**快速扩张时期（2009-2011）：**受金融危机影响，特步的股价一路下探。但受2008年奥运会引发的全民运动热潮影响，体育行业进入门店快速扩张，业绩飞速增长，2008年特步国际营收/净利润分别同比增加110%/129%，之后三年营收也保持20%+的同比增长。

**调整探索期（2012-2014）：**中国体育用品行业由于粗放经营、野蛮扩张、渠道库存积压等因素，行业进入低谷期。公司选择精细化经营，优化供应链，加大产品折扣力度去库存，使得库存水平保持在健康水平。

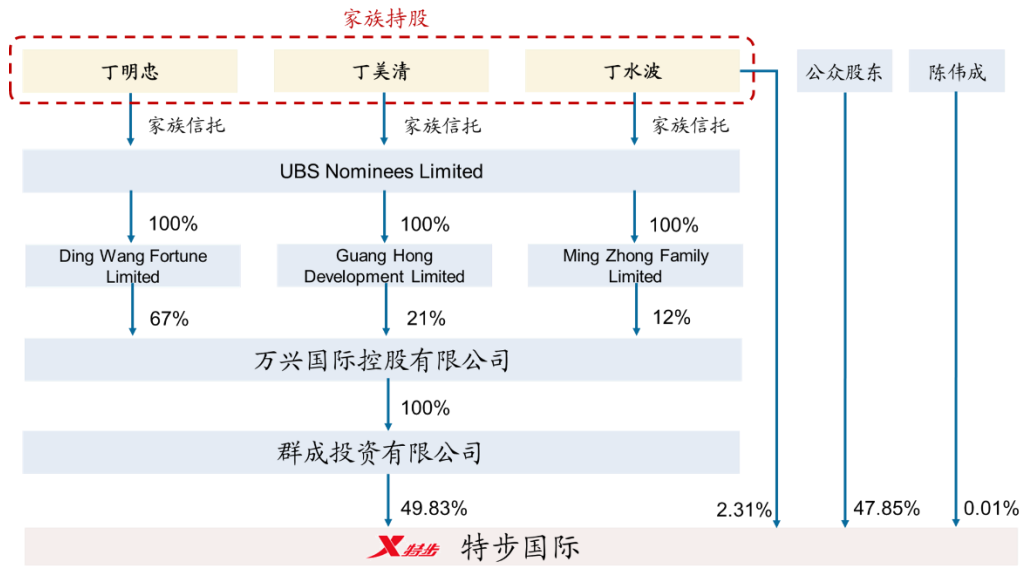
**战略转型时期（2015-2018）：**特步在15年提出“3+”战略变革：即“产品+、体育+、互联网+”。“产品+”即加强产品的功能性属性、提高鞋服产品的科技含量，同时扩展产品线，公司于2016年新增室内综合训练、户外及瑜伽等品类。“体育+”即特步牌从单纯的体育赞助转向综合服务，构建跑步生态圈建设。“互联网+”即基于跑者和消费者大数据的零售与线上线下活动闭环，通过科技建立结合用户体验和社区建设的无缝零售系统，并根据跑者数据提供定制化的产品建议与信息服务。

**多品牌发展时期（2019至今）：**公司于2019年3月份与Wolverine成立合资公司，负责索康尼及迈乐品牌旗下鞋服及配饰的经营，并于2019年8月份收购盖世威、帕拉丁，正式开启多品牌、国际化战略，形成以特步为核心的大众运动板块、以索康尼和迈乐为核心的专业运动板块、以盖世威和帕拉丁为核心的时尚运动板块品牌矩阵。2021年高瓴资本入股特步环球投资有限公司，与公司共同发展盖世威及帕拉丁品牌的全球业务，助力公司多品牌、国际化战略。

**家族企业股权清晰稳定，股权激励焕发内生活力。**特步国际为家族式企业，截至2021年6月30日，根据公司财报，创始人丁水波、丁美清和丁明忠（三人为兄弟姐妹）通过UBS家族信托间接持有特步国际49.83%的股份，此外丁水波直接持股特步国际2.31%，为集团实际控制人。家族式企业股权集中清晰，有利于企业战略的贯彻执行。特步国际于2014年采取股权激励计划，设立信托基金作为员工持股平台。截止2020年末，集团董事会以回购、无偿赠与方式累计授出2505万股股份，2020年归属激励对象912万股股份。特步国际通过员工持股计划及股权激励计划将核心员工与集团利益绑定，有利于激发企业内生活力。

丁氏家族中，丁水波负责集团的整体企业战略、规划及业务发展；丁美清负责集团的产品设计开发及供应链业务，重点负责巩固鞋品类在行业地位与口碑。丁明忠负责集团的配饰业务。此外，集团大力引进优秀人才担任核心管理层，杨鹭彬曾任职大成食品（亚洲）高级财务经理；2014年特步国际聘请李冠仪担任特步主品牌事业部CEO，李冠仪曾服务过阿迪达斯、ESPRIT等公司，带领阿迪达斯北区把业务额从7亿元提升至33亿元；环球事业部新CEO袁卫东曾经在贵人鸟担任副总裁等职位。特步在核心管理层不断挖掘优秀人才，经验丰富，为集团发展注入新鲜血液。

图 2: 公司股权结构



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 截至 2021 年 6 月 30 日

表 1: 公司董事及主要高级管理人员个人简历 (2020 年)

| 成员  | 职务            | 背景及主要工作经历   |
|-----|---------------|---|
| 丁水波 | 董事会主席, 执行董事   | 在体育用品行业累积逾 30 年经验, 主要负责本集团的整体企业战略、规划及业务发展。  |
| 丁美清 | 执行董事          | 丁女士为丁水波先生的胞妹, 在体育用品行业累积逾 20 年经验, 主要负责管理本集团的产品设计开发及供应链业务, 重点负责巩固鞋品类在行业地位与口碑。   |
| 丁明忠 | 执行董事          | 在体育用品行业累积逾 20 年经验, 主要负责管理本集团的配饰业务。  |
| 杨鹭彬 | 首席财务官, 公司秘书   | 负责本集团的整体财务及会计事务、资金、合并与收购、投资者关系及公司秘书事宜。其于审计、公司财务及财务管理行业拥有超过 20 年经验。于 2003 年至 2010 年期间任职于大成食品 (亚洲) 有限公司, 离职前担任高级财务经理一职。 |
| 李冠仪 | 特步事业群 CEO     | 曾服务过阿迪达斯、ESPRIT 等公司, 带领阿迪达斯北区把业务额从 7 亿元做到 33 亿元   |
| 袁卫东 | 环球&JV 事业群 CEO | 曾经在贵人鸟担任副总经理等职位   |

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

## (二) 财务分析: 集团整体运营情况健康, 后疫情时期业绩有望放量

从盈利能力来看, 公司 2016-2021H1 年营业收入分别为 54.00/51.27/63.99/82.11/82.09/41.57 亿元, 2021H1 营收同比增加 12.4%, 主要由特步主品牌和专业运动板块拉动。归母净利润 2016-2021H1 年分别为 5.28/4.08/6.57/7.28/5.13/4.27 亿元, 其中 2016-2019 年 CAGR 达到 11.30%。受疫情影响, 集团 2020 年营收较 2019 年持平, 归母净利润同比下降 29.53%, 主要系大众运动 (特步主品牌) 的营业利润下降以及

时尚运动（盖世威、帕拉丁品牌）和专业运动（索康尼、迈乐）产生的营业亏损增加导致整体营业利润下降。2021H1集团归母净利润同比增长72.0%，主要受益于销售增长以及费用改善，整体呈现良好的增长态势。

图 3：公司历年收入及同比增速

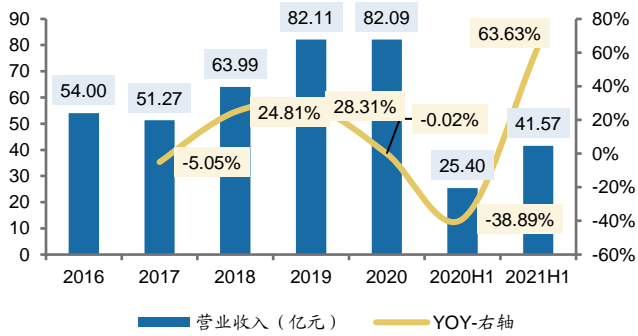
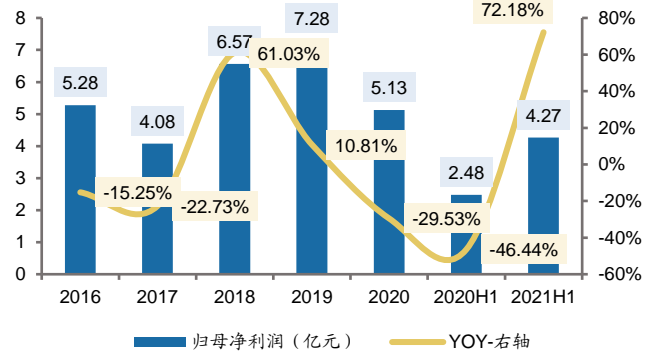


图 4：公司历年归母净利润及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**(1) 分运动板块来看：**公司已形成大众运动、时尚运动、专业运动三位一体格局，各板块之间高度互补，满足不同层级消费者需求。2019/2020/2021H1大众运动板块实现营收77.07/71.01/35.97亿元，分别占总收入的94.18%/86.89%/86.99%，2021H1大众运动营收增长12.4%；2019/2020/2021H1时尚运动板块实现营收4.66/9.99/4.62亿元，分别占总收入的5.69%/12.22%/11.17%，2021H1时尚板块营收同比增加0.7%；2019/2020/2021H1专业运动板块实现营收0.10/0.72/0.76亿元，分别占总收入的0.12%/0.88%/1.84%，2021H1专业运动板块营收同比增长289.5%。特步主品牌继续成为集团稳健增长的动力，四个新品牌在中国内地市场的品牌建设和网络拓展亦步入正轨，预期将在未来成为集团新的收入来源。

图 5：公司分运动板块收入（单位：亿元）

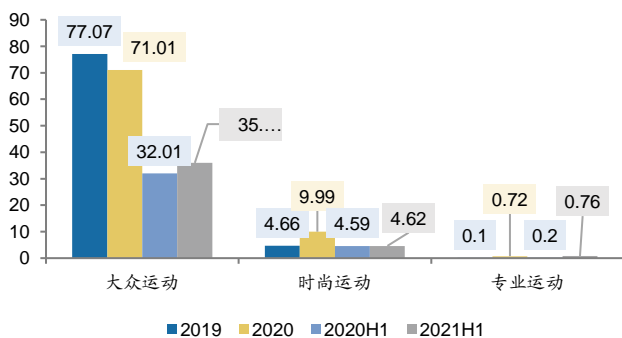
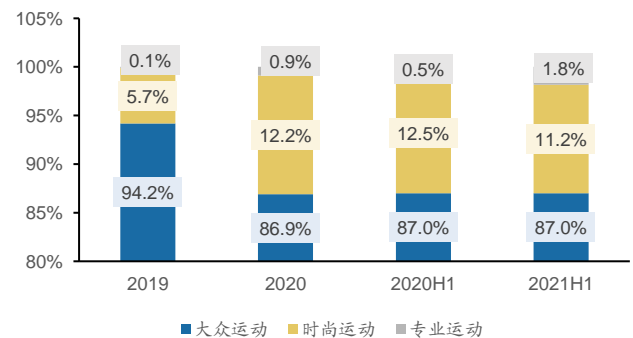


图 6：公司分运动板块收入占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 7: 公司品牌矩阵图

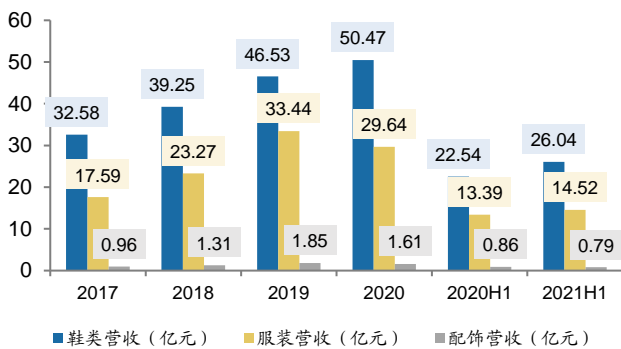


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

**(2) 按照产品结构来看:** 公司主要生产鞋履、服装、配饰三个品类, 其中鞋履产品占比最大。2016-2021H1公司鞋类产品实现营收35.25/32.58/39.25/46.53/50.47/26.04亿元, 分别占总收入的65.31%/63.72%/61.49%/56.86%/61.76%/62.97%; 2016-2021H1公司服装产品实现营收17.65/17.59/23.27/33.44/29.64/14.52亿元, 分别占总收入的32.70%/34.40%/36.46%/40.87%/36.27%/35.11%; 2016-2021H1公司配饰产品实现营收1.06/0.96/1.31/1.85/1.61/0.79亿元, 分别占总收入的1.96%/1.88%/2.05%/2.26%/1.97%/1.91%。

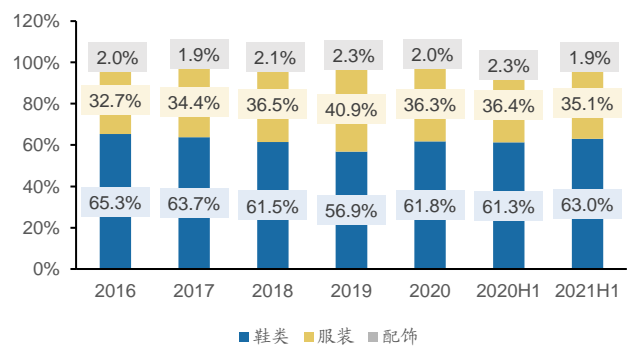
**(3) 分渠道:** 2017-2019线上收入占比均超过20%, 2020年由于疫情公司针对消费者行为的转变大力发展电子商务, 收入占比提升至25%。2021年上半年线上营收同比增长超过65%, 收入占比超过30%, 预计2025年比例提升至40%。

图 8: 公司分产品营收情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 9: 公司分产品占比情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 2: 公司线上收入占比情况

|        | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021H1 |
|--------|------|------|------|------|------|------|--------|
| 线上收入占比 | 低双位数 | 未披露  | 20%+ | 20%+ | 20%+ | 25%  | 30%+   |

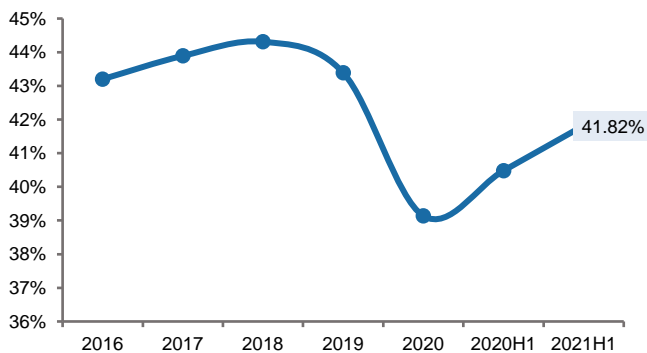
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

从盈利能力来看, (1) 毛利率: 2016-2021H1公司毛利率分别为43.20%/43.89%/44.31%/43.39%/39.14%/41.82%, 2019、2020年公司毛利率整体下滑0.92pct/3.98pct, 2019年主要系鞋履的毛利率有所下滑及新品牌亏损拉低整体毛利率; 2020年毛利率有所下降主要系疫情、电子商务渠道占比上升以及存货回购低毛利率重新出售。2021H1毛利率同比增长1.3pct, 三个运动板块毛利率均同比增长, 其中主品牌增长1.1pct至41.5%, 主要系无去年库存回购以及公司优化了产品组合; 时尚运动板块同比增长3pct至43.5%, 主要系电商直营销售比例上升; 专业运动板块同比大幅增长6.7pct至45.4%, 主要系规模效应。

(2) 营业利润率: 2016-2021H1公司营业利润率分别为15.21%/11.31%/12.82%/11.08%/7.89%/11.90%。2020年营业利润率同比下降3.19pct, 主要系大众运动板块营业利润下降, 以及时尚运动和专业运动板块产生的营业亏损增加。2020年大众运动板块营业利润11.06亿元(2019年为13.86亿元); 时尚运动板块2020年营业亏损1.04亿元(2019年亏损0.47亿元); 专业运动板块2020年营业亏损0.30亿元(2019年亏损0.08亿元)。

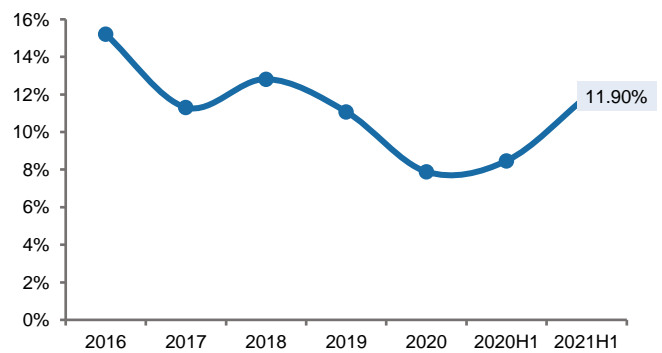
(3) 净利率: 2016-2021H1特步净利率分别为10.61%/8.71%/10.47%/8.91%/6.15%/10.14%, 2021H1同比增长3.32pct。

图 10: 公司2016-2021H1的毛利率趋势



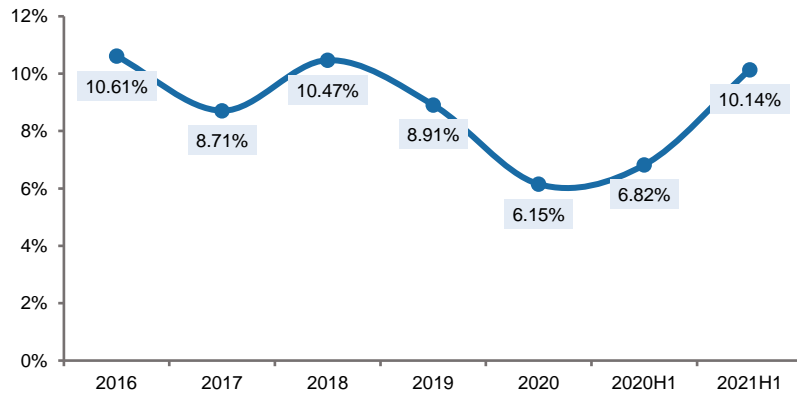
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 公司2016-2021H1的营业利润率趋势



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

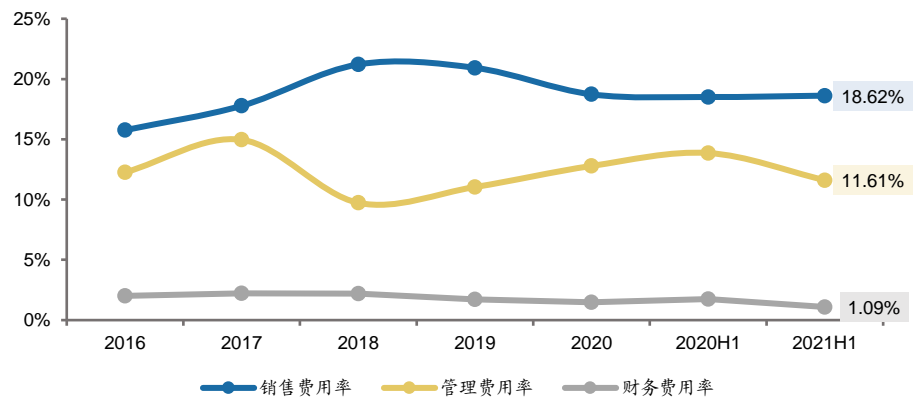
图 12: 公司2016-2021H1的净利润率趋势



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

**费用端:** 公司2016-2021H1销售费用率分别为15.76%/17.78%/21.21%/20.93%/18.73%/18.62%，同比变动-2.79pct/+2.02pct/+3.43pct/-0.28pct/-2.20pct/0.11pct，其中2021H1销售费用略有上升主要由于疫情得到缓解，与跑步活动推广相关的广告费用和员工成本增加所致。公司2016-2021H1管理费用率分别为12.26%/14.96%/9.73%/11.04%/12.79%/11.61%，同比+3.24pct/+2.70pct/-5.23pct/+1.31pct/+1.75pct/-2.25pct，减少主要归因于应收贸易款项减值、存货减值回拨，但部分乃被员工成本及购股权计划开支所抵销。公司2016-2020年财务费用率分别为2.00%/2.22%/2.20%/1.71%/1.47%/1.09%，同比+0.38pct/+0.22pct/-0.02pct/-0.49pct/-0.24pct/-0.66pct。未来特步国际随着各品牌整合完成，各业务逐渐优化清晰，整体费用率仍有优化空间。

图 13: 公司2016-2021H1费用率趋势



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

**营运能力：特步主品牌零售存货周转、折扣水平较为健康。**零售存货周转稳定维持在4个月左右，折扣水平维持在7.5-8折左右。2015-2018年三年变革业绩初步得到验证，2018年Q1集团零售可比同店增长取得低双位数增长，为自2014年以来首次突破至双位数。同时，终端零售折扣水平7.5-8折，库存周转4个月，保持健康水平。受疫情影响，2020H1库存周转上升至5.5个月，折扣水平下降至6.5-7折。随着疫情逐步得到控制，人们的消费能力得到恢复性增长，库存周转逐渐下降并稳定在4个月左右，零售折扣水平也上升至7.5-8折。

**表 3：公司零售数据情况**

|        | 零售销售同比增长  | 零售可比同店增长 | 零售折扣水平    | 零售库存周转   |
|--------|-----------|----------|-----------|----------|
| 2015Q1 |           | 中单位数增长   |           | 4-4.5 个月 |
| 2015Q2 |           | 高单位数增长   |           | 4.5 个月   |
| 2015Q3 |           | 高单位数增长   |           | 4-5 个月   |
| 2015Q4 |           | 中单位数增长   |           | 4-5 个月   |
| 2016Q1 |           | 中单位数增长   |           | 4-5 个月   |
| 2016Q2 |           | 中单位数增长   |           | 4-5 个月   |
| 2016Q3 |           | 中单位数增长   | 7.5 折     | 4.5-5 个月 |
| 2016Q4 |           | 中单位数增长   | 7.5 折     | 4-5 个月   |
| 2017Q1 |           | 低单位数增长   |           | 4-5 个月   |
| 2017Q2 |           | 中单位数增长   |           | 4-5 个月   |
| 2017Q3 |           | 中单位数增长   |           | 4-5 个月   |
| 2017Q4 |           | 高单位数增长   |           | 4 个月     |
| 2018Q1 |           | 低双位数增长   | 7.5-8 折   | 4 个月     |
| 2018Q2 |           | 中双位数增长   | 7.5-8 折   | 4 个月     |
| 2018Q3 |           | 中双位数增长   | 7.5-8 折   | 4 个月     |
| 2018Q4 |           | 中双位数增长   | 7.5-8 折   | 4 个月     |
| 2019Q1 | 20%+      | 低双位数增长   | 7.5 折     | 4 个月     |
| 2019Q2 | 20%+      | 低双位数增长   | 7.5-8 折   | 4 个月     |
| 2019Q3 | 约 20%     | 约 10%    | 7.5-7.8 折 | 4 个月     |
| 2019Q4 | 20%       | 低双位数增长   | 7.5-8.0 折 | 4 个月     |
| 2020Q1 | 20%-25%跌幅 |          | 6.5-7 折   | 5.5 个月   |
| 2020Q2 | 低单位数跌幅    |          | 6.5-7 折   | 5.5 个月   |
| 2020Q3 | 中单位数增长    |          | 6.5-7 折   | 5 个月     |
| 2020Q4 | 高单位数增长    |          | 6.5-7 折   | 5 个月以下   |
| 2021Q1 | 约 55%     |          | 7-7.5 折   | 4.5 个月   |
| 2021Q2 | 30%-35%   |          | 7.5-8 折   | 4 个月     |
| 2021Q3 |           | 中双位数增长   | 7.5-8 折   | 4 个月     |

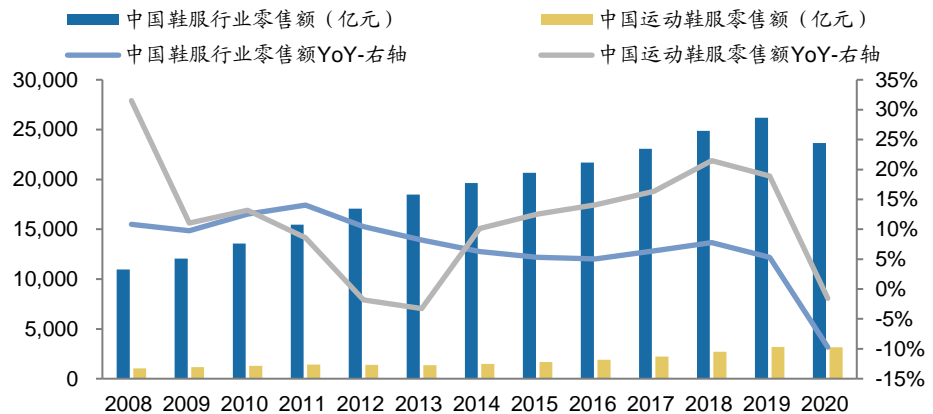
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## 二、运动鞋服行业前景广阔，国产品牌顺势崛起

### （一）我国运动鞋服行业具备广阔的增长空间，预计未来5年CAGR达14%

我国运动鞋服行业持续高景气度。自2011年库存危机以来，我国运动鞋服行业维持高景气度，根据彭博，2019年我国运动鞋服行业零售额达3,199亿元，2015-2019年CAGR达17.66%，增速远高于我国整体鞋服行业2015-2019年CAGR 6.11%，且2014-2019年间我国运动鞋服行业与整体鞋服行业之间的增速差距逐年加大。同时，2020年我国运动鞋服行业面对疫情仍能保持韧性，全年零售额仅同比减少1.54%，小于我国整体鞋服行业9.72%的同比降幅。

图 14：我国运动鞋服行业高景气度



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

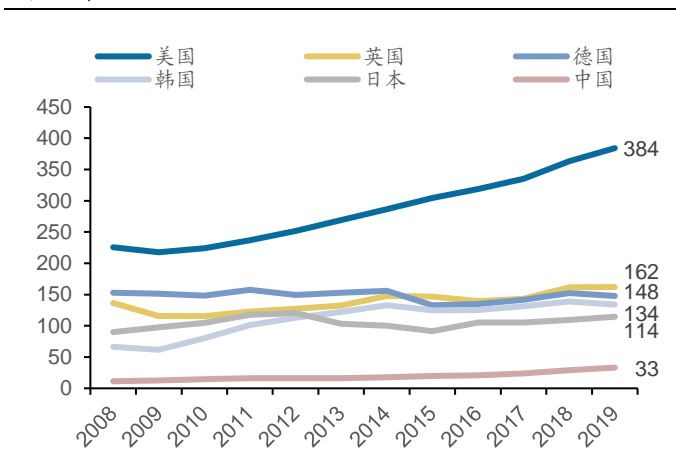
我国运动鞋服行业具备广阔的增长空间，预计未来5年CAGR达10%。

（1）从扩容空间来看，我国人均运动鞋服消费额和运动鞋服渗透率仍有较大的发展空间。受益于消费者健康意识的提升以及运动鞋服穿着场景的扩张，我国人均运动鞋服消费额和运动鞋服渗透率不断提升。但相较于代表性发达国家，2019年我国人均运动鞋服消费额仅为33美元/人，远低于日本的114美元/人、韩国的134美元/人、德国的148美元/人、英国的162美元/人和美国的384美元/人；在渗透率方面，我国运动鞋服渗透率为12%，显著低于英国的15%、德国的16%、日本的18%、韩国的23%以及美国的34%。

（2）从驱动因素来看，短期疫情促进消费者健康意识的提升，长期国家政策及经济发展将推动运动鞋服行业持续发展。短期来看，疫情将倒逼消费者增强健康意识，全民健身活动比如瑜伽、快走、慢跑等将成为趋势，后疫情时期健康消费需求将进一步得到释放。运动鞋服或将成为消费者的刚性需求，运动鞋服的穿着场景将划分更为细致、运动鞋服的消费频次有望提升。长期来看，近年来我国政府大力扶持体育产业，国务院指导意见目标2025年我国体育产业总规模超过5万亿元，2019-2025

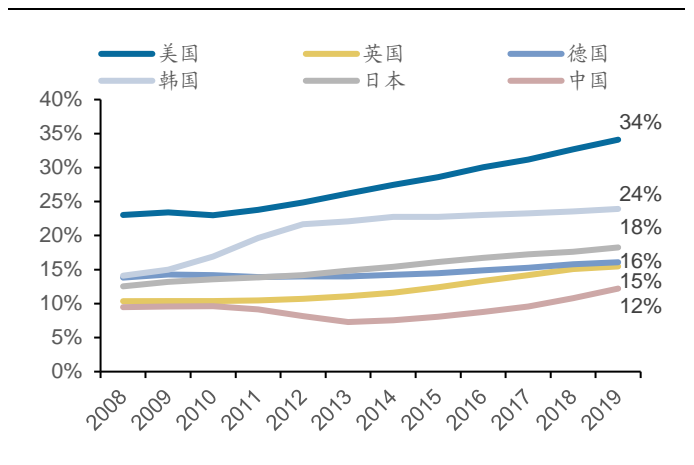
年我国体育产业规模CAGR有望达到9.20%，体育产业的蓬勃发展将显著利好我国运动鞋服行业的快速发展。自2014年起我国运动鞋服行业增速持续稳定在10%以上，显著高于代表性发达国家。另一方面，我国经济的蓬勃发展也将助推鞋服消费乃至运动鞋服消费规模扩大。我国整体鞋服行业2015-2019年CAGR为6.11%，与我国2015-2019年每年GDP 6.9%、6.7%、6.9%、6.6%和6.1%的增速相近。假设我国2021-2025年整体鞋服行业CAGR稳定维持在6%，同时参考2015-2019年我国运动鞋服渗透率平均每年增加1.03pct，假设我国2021-2025年运动鞋服渗透率平均每年增加0.6pct，则未来5年我国运动鞋服行业CAGR将达14%。

图 15: 我国人均运动鞋服消费额低于代表性发达国家 (单位: 美元/人)



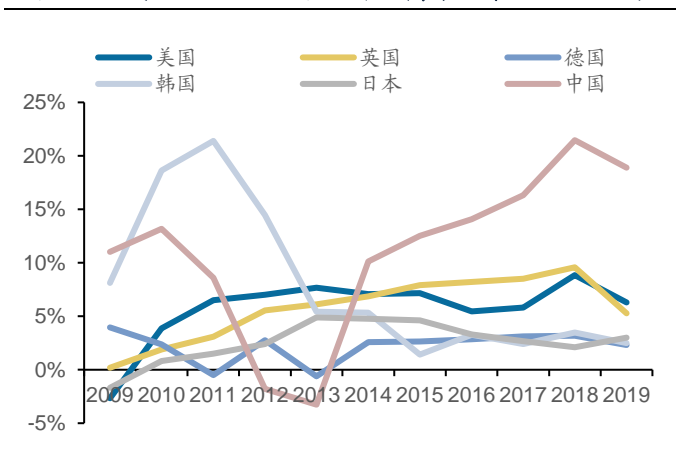
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 16: 我国运动鞋服渗透率低于代表性发达国家



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 17: 我国运动鞋服行业增速高于代表性发达国家



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 18: 我国体育产业规模情况



数据来源: 国务院, Wind, 广发证券发展研究中心

表 4: 2014年至今我国主要体育产业政策文件

| 发布时间     | 文件名称                       | 主要目标                    |
|----------|----------------------------|-------------------------|
| 2014年10月 | 《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》 | 到2025年, 体育产业总规模将超过5万亿元。 |

|          |                                     |  |
|----------|-------------------------------------|--|
| 2016年6月  | 《全民健身计划（2016-2020年）》                | 到2020年，每周参加1次及以上体育锻炼的人数达到7亿，经常参加体育锻炼的人数达到4.35亿；体育消费总规模达到1.5万亿元。  |
| 2016年7月  | 《体育产业发展“十三五”规划》                     | 到2020年，全国体育产业总规模超过3万亿元，体育产业增加值的年均增长速度明显快于同期经济增长速度，在国内生产总值中的比重达到1%，体育服务业增加值占比超过30%。体育消费额占人均居民可支配收入比例超过2.5%。   |
| 2016年9月  | 《“健康中国2030”规划纲要》                    | 到2030年，城乡居民达到《国民体质测定标准》合格以上的人数比例达92.2%；居民健康素养水平达30%；经常参加体育锻炼人数达5.3亿人；健康服务业总规模达16万亿元。   |
| 2016年10月 | 《国务院办公厅关于加快发展健身休闲产业的指导意见》           | 到2025年，中国健身休闲产业市场规模超过3万亿元。   |
| 2016年11月 | 《冰雪运动发展规划（2016-2025年）》              | 到2020年，我国冰雪产业总规模达到6000亿元，到2025年达到1万亿元；到2025年，直接参加冰雪运动的人数超过5000万，并“带动3亿人参与冰雪运动”。  |
| 2016年11月 | 《全国冰雪场地设施建设规划（2016-2022年）》          | 到2022年，全国滑冰馆数量不少于650座，其中新建不少于500座；滑雪场数量达到800座、雪道面积达到10000万平方米、雪道长度达到3500千米，其中新建滑雪场不少于240座、雪道面积不少于7000万平方米、雪道长度不少于2500千米。   |
| 2019年3月  | 《关于以2022年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》       | 到2022年，我国冰雪运动总体发展更加均衡，普及程度明显提升，参与人数大幅增加，冰雪运动影响力更加广泛；冰雪运动竞技水平明显提高，在2022年北京冬奥会上实现全项目参赛，冰上项目上台阶、雪上项目有突破，取得我国冬奥会参赛史上最好成绩   |
| 2019年7月  | 《健康中国行动（2019-2030年）》                | 到2022年和2030年，城乡居民达到《国民体质测定标准》合格以上的人数比例分别不少于90.86%和92.17%；经常参加体育锻炼（每周参加体育锻炼频度3次及以上，每次体育锻炼持续时间30分钟及以上，每次体育锻炼的运动强度达到中等及以上）人数比例达到37%及以上和40%及以上；学校体育场地设施开放率超过70%和90%；人均体育场地面积分别达到1.9m <sup>2</sup> 及以上和2.3m <sup>2</sup> 及以上；城市慢跑步行道绿道的人均长度持续提升；每千人拥有社会体育指导员不少于1.9名和2.3名；农村行政村体育设施覆盖率基本实现全覆盖和覆盖率100%。 |
| 2019年9月  | 《国务院办公厅关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》 | 到2022年，体育服务业增加值占体育产业增加值的比重达到60%。加强体育服务业质量监测；冰雪产业总规模超过8000亿元，推动实现“三亿人参与冰雪运动”目标  |
| 2020年10月 | 《国务院办公厅关于加强全民健身场地设施建设发展群众体育的意见》     | 实施群众体育提升行动，包括丰富社区体育赛事活动、推进“互联网+健身”、推动居家健身、夯实组织人才基础等。   |

数据来源：国家政府官网，广发证券发展研究中心

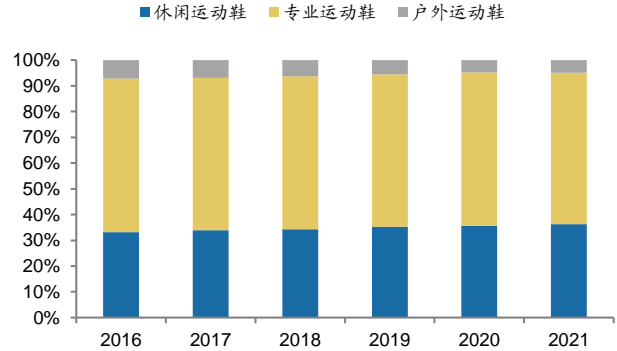
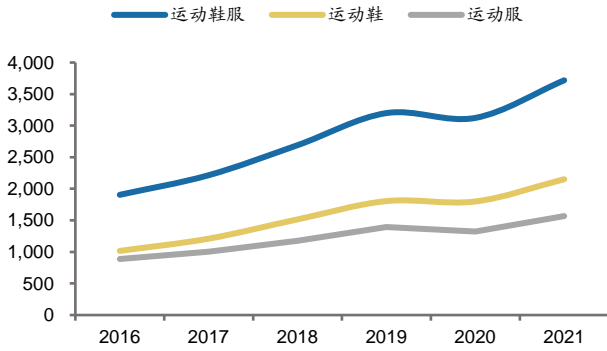
## （二）运动鞋市场发展前景更优，马拉松赛事井喷式增长，利好跑步装备销售

**拆分运动鞋及运动服市场，运动鞋市场增速高于运动服市场，发展前景更优。**根据彭博，2021年我国运动鞋规模达2,151亿元（2015-2021 CAGR 16.18%），运动服市场规模1,567亿元（2015-2021 CAGR 12.03%）。其中，中国运动鞋市场中专业运动鞋占比最大，2021年占比为58.85%（2015-2021 CAGR 12.03%）；休闲运动鞋占比次之，2021年占比为36.31%，同时其规模增速略高于专业运动鞋市场，2015-2021 CAGR为18.27%；户外运动鞋占比最低，2021年占比为4.85%（2015-2021 CAGR 7.38%）。从功能属性来说，相较运动服，运动鞋的细分品类

更多，包括篮球鞋、足球鞋、跑鞋等，而跑鞋也可分为竞速、慢跑等不同细分品类，我们认为，运动鞋将更受益于运动鞋服穿着场景细分化的趋势，其消费频次提升速度将高于运动服。

图 19: 2016-2021年中国运动鞋与运动服市场规模(单位: 亿元)

图 20: 2016-2021年中国运动鞋市场细分品类占比



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

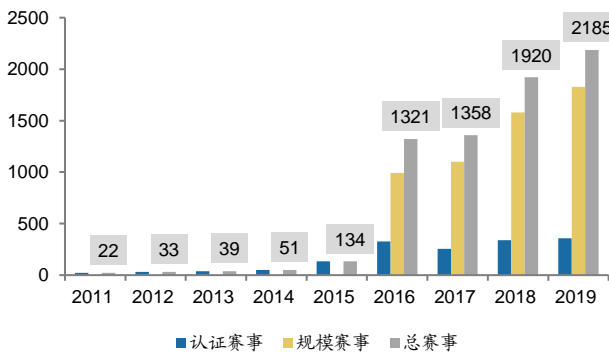
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

马拉松赛事从专业竞技赛事发展为大众运动, 近年来呈现蓬勃发展态势。

(1) 从驱动因素上看分为三个层面: 国家层面、社会层面和个人层面。国家层面: 一方面国家陆续出台利好体育产业的政策, 将全民健身上升为国家战略; 另一方面中国田协取消赛事审批, 优化“放管服”模型, 社会马拉松赛事数量激增。社会层面: 城市配套设施的逐渐完善为马拉松的可持续发展提供了保障, 一方面马拉松赛事对于赛道规划、医疗保障、交通住宿等有很高的要求, 配套设施的完善为赛事的顺利开展以及赛事水准的提高夯实基础; 另一方面根据产业信息网资料显示, 人均GDP与马拉松完赛人次存在明显线性相关关系。根据拟合结果, 人均GDP每增加1000美元, 全程马拉松完赛人次将会增加1万人次。个人层面: 随着人民生活水平的提升以及疫情的常态化, 普通大众健身意识的觉醒, 而马拉松运动是人类最自然、最易接受的健身方式, 促使马拉松热度不减。

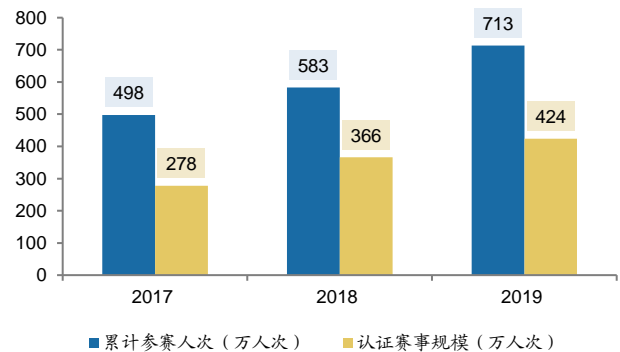
(2) 从规模上看, 根据前瞻产业研究院, 中国马拉松认证及规模赛事从2016年的1,321场上升至2019年的2,185场, CAGR达18.26%, 其中认证赛事由2011年的22场上升至2019年的357场, CAGR达到41.67%。2015年由于国家政策的出台以及中国田协取消赛事审批制度, 赛事数量呈现井喷式增长, 同比增长163%。2019年全国马拉松及相关赛事总参赛规模为712.56万人次, 同比增长22.22%。认证赛事的总规模为423.91万人次, 占总参赛规模的59.49%, 较2018年增长15.77%。2019年全国马半马完赛总人次137.47万, 累计完赛人数90.69万人, 累计完赛率62.84%。参赛跑者的专业水准也在不断提高, 而他们对跑鞋及其他跑步装备也将有更高的要求 and 需求。

图 21: 中国马拉松赛事近年来呈“井喷式”增长(单位:场)



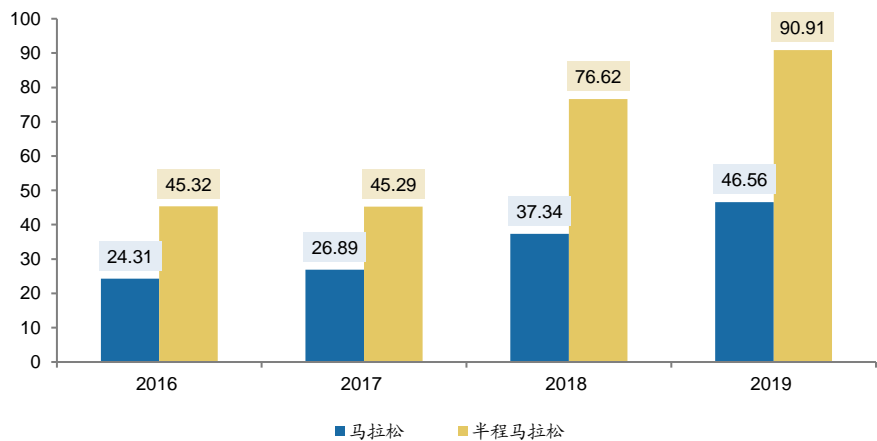
数据来源: 前瞻产业研究院, 广发证券发展研究中心

图 22: 2017-2019年马拉松比赛近年参赛人次



数据来源: 中国田径协会官方网站, 广发证券发展研究中心

图 23: 2016-2019马拉松/半程马拉松完赛人次趋势(人次)



数据来源: 中国田径协会官方网站, 广发证券发展研究中心

(3) 从扩容空间来看, 中国马拉松赛事数量以及完赛人次均有增长空间。假设中国马拉松赛事数量延续过去2016-2019年的增速, 以18%的年复合增长率增长, 2021年中国马拉松数量仅达3,042场。根据Running in the USA数据显示, 美国2021年计划马拉松赛事达28,235场, 是同期中国马拉松数量的9.3倍。按照奖牌赛事标准, 2017年美国每万人拥有马拉松赛事场次21.67场, 而中国仅有4.27场。我们认为, 近年马拉松相关事故并不会使得马拉松热降温, 一方面安全事故赛事定义为马拉松相关运动, 与马拉松有本质区别; 另一方面, 马拉松在全民健身中的战略角色以及其带来的社会效应决定了其长期向好趋势, 安全事故的频繁发生将加速马拉松及相关运动的产业调整, 为其长期健康发展提供了坚实保障。

跑步运动目前已成为国民最喜爱的运动之一，马拉松赛事的蓬勃发展助推跑步热潮。根据上海体育总局和上海体育学院发布的《2020上海全民健身发展报告》，上海市民经常参与体育锻炼的3项运动中，跑步排在第二位，仅次于健步走；不同年龄段选择前三位的锻炼项目中，跑步和快走蝉联19-29、30-39、40-49三个年龄段的“冠亚军”。同时，我们认为，马拉松赛事的蓬勃发展将有助于进一步推动跑步运动的热潮。

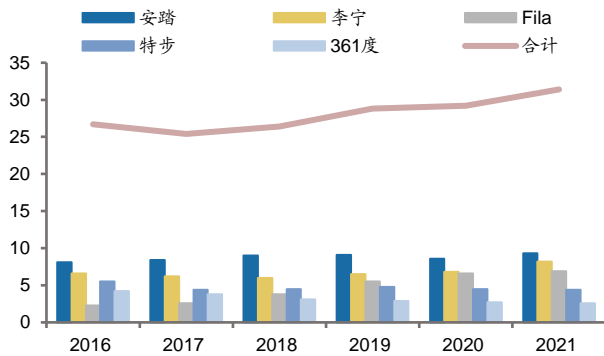
### （三）国产运动鞋服品牌认可度不断提升，特步品牌下沉市场扩容空间大

#### 1. 国产运动鞋服品牌认可度不断提升，“新疆棉”事件有助于激发国产运动鞋服品牌全面崛起

Z世代购买力不断增强，其更青睐国潮产品系列。L Catterton发布的《消费者洞察报告》显示，Z世代占中国人口17%，但其品牌消费占比高达25%。《中国千禧一代和Z世代生活与消费方式》报告指出，年轻的中国消费者更青睐本土品牌。根据苏宁易购《2020年国货消费趋势报告》和《百度2021国潮骄傲搜索大数据》，90后和00后正在成为国潮消费的主要人群，其订单比重超过52.1%，同时也是对国风文化兴趣最高的年龄段人群。我们认为Z世代青睐本土品牌与本身消费心理密不可分：一方面，Z世代更加关注品质与体验，而非品牌Logo带来的身份溢价，近年来中国本土运动品牌如李宁、安踏、特步等优秀的产品设计、科技研发以及不断提升的品牌调性是吸引年轻一代重要因素。另一方面，国力强盛带来的文化自信以及近年来不间断国际间摩擦激发了其强烈的爱国热情，对国货的认可度不断提升。

国产运动鞋服品牌认可度不断提升，抓住“新疆棉”事件窗口期顺势崛起。根据彭博，2016-2021年国产运动鞋服品牌位列中国运动鞋服市占率Top10的有安踏、李宁、FILA、特步及361度，其合计市占率不断提升，2021年达31.4%，平均每年提升0.94pct。根据iiMedia Research，在各运动鞋服消费场景中，国产运动鞋服品牌为消费者的首选。此外，根据CBNData发布的《2020中国互联网消费生态大数据报告》，消费者对中国品牌关注度在十年间从38%提升到70%，国货消费品牌崛起的迹象越发明晰。2015-2021年，而2021年3月“新疆棉”事件短期内激发了国产运动鞋服品牌市占率提升，相较于FY2021Q2/Q3（2021年4-6月/7-9月）阿迪达斯大中华地区营收同减16%/15%，FY2021Q4/FY2022Q1（2021年3-5月/6-8月）耐克大中华地区营收同增6%/1%，同时期国产运动鞋服品牌流水大幅提升，2021Q1/Q2李宁、安踏、特步流水分别同增80%-90%/80%-90%低段、40%-45%/35%-40%、约55%/30%-35%。同时，我们认为，“新疆棉”事件为国产运动鞋服品牌的品牌力提升提供契机，而后国产运动鞋服品牌也顺势推出新品牌或实施新战略，李宁推出定位高端的新品牌李宁1990、安踏发布新10年战略包括主品牌未来5年流水复合增速目标为18%-25%、特步集团发布“五五战略”包括特步主品牌未来5年流水复合增速目标为23%等。长期来看，我们认为，国产运动鞋服品牌能通过升级产品、改善渠道结构、加码营销等手段持续提升其市场份额。

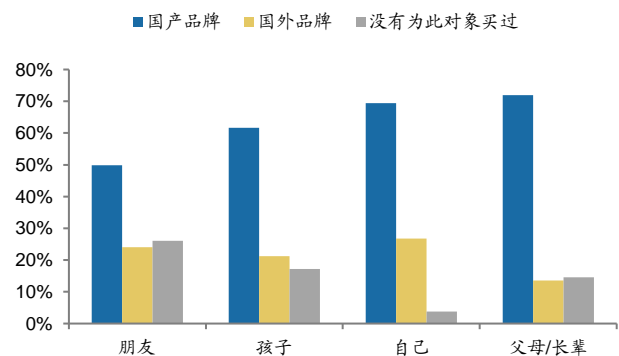
图 24: 2016-2021年中国运动鞋服市占率Top10品牌中的国产品牌市占率变化



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

备注: 截至 2021 年 12 月 30 日

图 25: 2021年中国消费者运动鞋服购置品牌偏好



数据来源: iiMedia Research, 广发证券发展研究中心

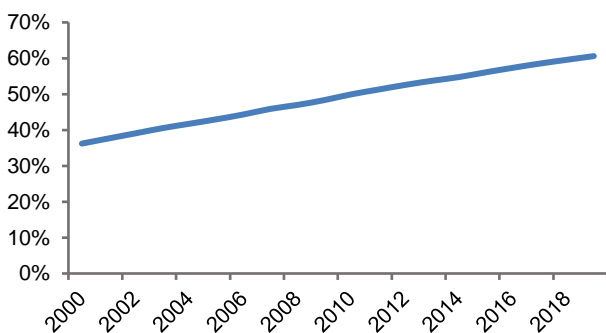
### 2.三四线城市成为消费经济的新增引擎, 特步品牌扩容空间大

根据麦肯锡发布的《2020年中国消费者调查报告》，中低线城市消费新生代成为增长新引擎。近几年，部分三四线城市中上层中产阶级消费者数量快速增长。

2010-2018年，三四线城市中，年可支配收入达到14万至30万元人民币的家庭（称之为“宽裕小康”和“大众富裕”阶层）年复合增长率达38%，高于一二线城市的23%，占到三四线城市人口的34%以上。

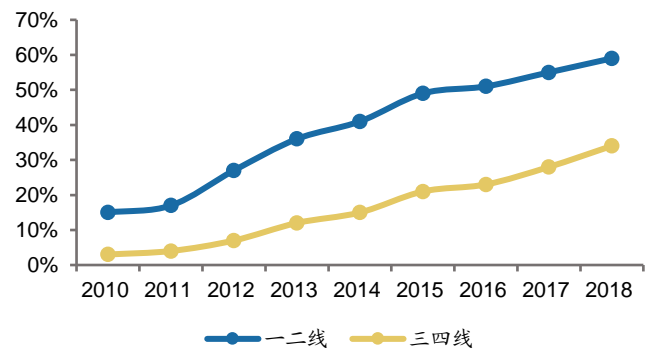
从驱动因素上看，一方面三四线城市成为人口流入的重要载体。我国城镇化率的不断爬升叠加一二线城市落户门槛生存压力过大，导致人口双向流动汇聚三四线城市，带动下沉市场扩容及消费结构升级。另一方面电商平台市场不断下沉，释放三四线城市存量消费需求。农村互联网的渗透率不断提升、微信支付、“快递到村”迅速扩展了电商消费覆盖区域。未来低线城市居民收入水平不断提升，生活节奏较为缓慢，将有更多的时间用于消费以及运动健身，特步主要市场定位三四线城市，将受益于三四线城市消费潜力不断释放。

图 26: 中国城镇化率增长率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 27: 宽裕小康和大众富裕家庭百分比



数据来源: 麦肯锡《2020年中国消费者调查报告》，广发证券发展研究中心

### 三、稳定性来自于主品牌的稳定创收，品牌认知度不断增强

#### (一) 主品牌专注跑步二十余载，“技术+营销”多管齐下打造竞争优势

公司鞋履产品贡献收入约六成，跑鞋战略地位愈发稳固。特步主品牌自2015年回归运动，品牌定位自“时尚运动”转化为“运动时尚”，强化运动属性，重新聚焦跑步领域。2016-2020年，鞋履产品收入占比约65.33%/63.71%/61.49%/56.87%/61.76%。2019年鞋履产品收入占比略降，我们认为，一方面是源于服装类产品由于产品质量及设计提升从而占比提升；另一方面是源于2019H2调整电商销售结构，减少线上专供款（以鞋为主）。此外，根据悦跑圈，2018年起特步主品牌蝉联北京、上海、广州及厦门举行的国际级别马拉松中所有国产跑鞋品牌的第一位，其中，2021年厦门马拉松中2019年3小时以内的精英选手穿着的跑鞋中，特步主品牌的跑鞋占比最高，达51.03%，远高于第二名耐克（占比26.09%）。

**从跑鞋数量占比来看：**特步主品牌跑鞋品类SKU多于同行业品牌。根据品牌官方商城，特步男子鞋类SKU总数达483个，其中跑鞋228个，占比47.20%。对比本土同行业品牌：安踏男子跑鞋SKU32个，占比29.36%；李宁男子跑鞋SKU111个占比26.81%。**从价格带分布来看：**特步保持大众定位下的高性价比，少量产品高端价格带分布。特步约57.46%跑鞋产品价格分布在0-250元区间，高端产品价格带分布在750-1000元区间SKU数量3个；李宁、安踏各约有60.36%/62.79%跑鞋产品分布在250-500元区间，其中李宁约12.61%跑鞋产品价格分布在1000元以上。

我们认为，特步主品牌跑鞋产品力位居国内头部阵营，但其价格具备性价比优势，未来其市场份额将会进一步提升，其跑鞋战略的成功一方面是由于高跑鞋研发投放策略积累技术实现产品力的提升；另一方面由于公司重仓马拉松赞助及相关跑步产品配套建设，逐渐占领消费者心智。

图 28：跑鞋SKU数量占比

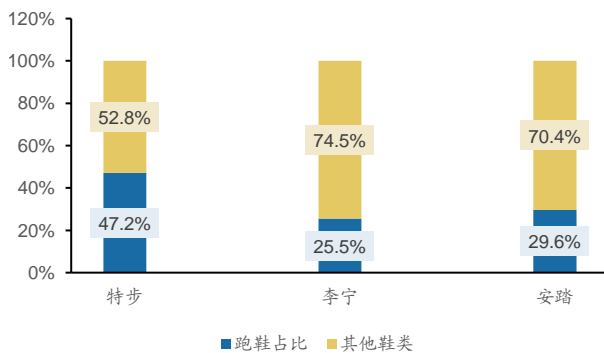
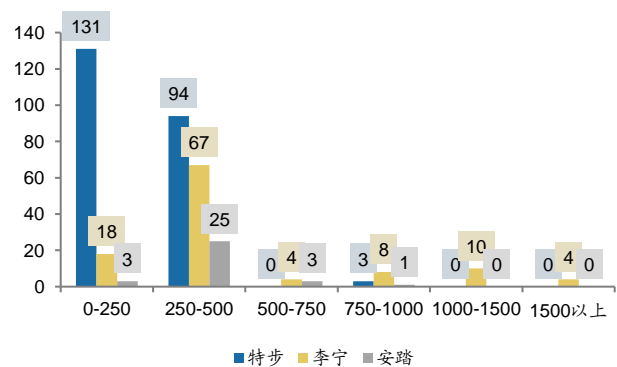


图 29：特步跑鞋价格带分布（单位：元）



数据来源：品牌官方网站，广发证券发展研究中心

备注：统计时间截至 2021 年 10 月 31 日

数据来源：品牌官方商城，广发证券发展研究中心

备注：统计时间截至 2021 年 10 月 31 日

表 5: 各品牌代表跑鞋情况

| 品牌     | 型号             | 碳板结构    | 中底   | 大底               | 鞋面                       | 价格 (元) | 图片  |
|--------|----------------|---------|--|------------------|--------------------------|--------|---|
| 飞电     |                | 全掌异构碳板  | <b>䨻科技</b> (超临界流体发泡工艺, 大幅降低中底重量, 显著提升回弹性能, 回弹性 80% )   | GCU LOC (耐磨防滑大底) | CollShell                | 2099   |    |
| 李宁     | 绝影             | 双层碳板结构  | <b>李宁䨻</b> (超临界流体发泡工艺, 相较于传统的 E-TPU 材料轻 60%, 回弹性 80%) + <b>李宁弭</b> (减震回弹科技, 回弹性能提升 1.7 倍, 减震性能提升 25%。) | GCU LOC          | CollShell                | 1699   |    |
| 安踏     | C202 GT        | 全掌立体碳板  | <b>氮科技</b> (基于 PEBA 材料的超临界发泡材质, 回弹率比 A-FLASHFOAM 高 10% 以上)   | CPU              | Space Fiber 轻织帮面         | 999    |    |
| 特步     | 160X           | Y 型碳板结构 | <b>X-Dynamic Foam“动力巢”</b> (比 ETPU 轻约 50% 回弹性超 80%)  | 新型复合材料           | MONO 纱鞋面                 | 899    |   |
| 匹克     | UP30           | 全掌碳板结构  | <b>态极+澎湃科技</b>   |                  | MONO 纱鞋面                 | 699    |  |
| 乔丹     | 飞影             | 全掌碳板结构  | <b>突破临界科技</b> (减震、回弹性能优于传统材料)  | Q-ASU 防滑大底       | MONO 纱鞋面                 | 569    |  |
| NIKE   | Vaporfly next% | 全掌型碳纤维板 | <b>Zoom X</b> (泡绵轻盈非凡, 兼具优异的能量回馈表现, 回弹性 85%)   | Elite            | 关键部位匠心融入网眼材料             | 2099   |  |
| Adidas | Ultra Boost 21 |         | <b>Boost</b> (底部明显颗粒感, 回弹较 E-TPU/传统 EVA 提升 70%)  | Continental      | Primeknit 鞋面, 包裹双足, 针织鞋面 | 1499   |  |

数据来源: 各品牌官网, 广发证券发展研究中心

特步主品牌跑鞋矩阵日益丰富。特步推出了“竞速家族”阵容，包括160X、竞速X和竞速，覆盖从精英跑者、大众跑者到休闲跑者的不同类型跑者需求。其中，特步为中国竞速跑者量身打造的160X系列，并自160X发展其专业跑鞋产品矩阵，为不同层级、不同需求的跑者提供最适合的装备解决方案。

未来特步将通过三条产品线构成特步的“跑步生态圈”：（1）针对精英跑者，全国大约有300万人群，推出160X系列，产品价格区间在900-1500元之间；（2）针对有良好跑步习惯的大众跑者，或者日常训练，全国大约有3000万人群，特步推出260、300系列，价格区间在500-800元之间；（3）而针对潜在跑者，就是有跑步意愿、且大多愿意健步走的人群，这部分人群的诉求是舒适度，特步推出主打动力巢科技的跑鞋产品，价格维持在300-500元之间。

图 30: 特步跑鞋矩阵

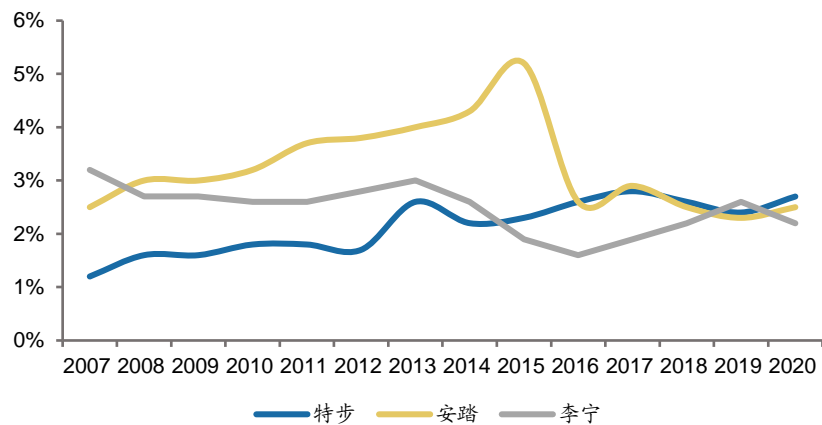


数据来源：品牌官方商城，广发证券发展研究中心

### 1. 高跑鞋研发投入策略加速产品创新，核心科技积累提升产品力

特步研发费用呈现稳定增长态势，增幅在行业中处于中上游。2015-2020年特步研发费用率基本维持在2.4%以上，甚至在疫情肆虐的2020年，特步的研发费用率依然维持在2.7%的高位，领超本土同行业品牌李宁、安踏。公司不吝研发费用投放，用于新生产技术的设备成本、研发新产品的材料成本以及研究设计团队的薪金成本等。

图 31: 公司与可比公司的研发费用率水平



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

**建立世界级科学实验室。**2018年, 公司创建世界级跑步科学实验室X-lab, 是体育行业首个针对鞋履设计、研发以及测试的体育研究中心, 形成从前端数据收集, 到中端研功能测试, 再到后端研发设计的一套系统。(1) 前端数据收集: 实验室配备全室内环形测试跑道, 模拟真实跑步环境和跑者步态, 利用足底压力板分析系统、红外高速运动捕捉等高精尖技术搜集跑步数据, 分析大众以及专业跑者的跑步生物力学特征。(2) 中端功能测试: 公司配备力学机械实验室以及冲击测试仪、弯折测试仪等设备设施对鞋产品进行功能性测试。(3) 后端研发设计: 公司设置材料研发组、鞋底研发组、样品研发工作室以及3D打印设备、制鞋流水线、鞋面编织等设计系统。**研发团队:** X-lab拥有40余名国际科学家及工程师, 涵盖运动科学、设备、结构工程、面料鞋底化工等领域。与领先的国际纤维材料开发商(即3M、陶氏化学公司、英威达以及日本东丽株式会社)密切合作, 推出softpad、动力巢等核心跑鞋科技, 持续加强鞋履产品并开发新的产品专利。

表 6: 公司科技矩阵

| 名称                       | 科技简介  |
|--------------------------|---|
| 鞋垫科技<br>SoftPad          |  特步与陶氏化学公司合作研发的一种重要鞋垫技术, 透过全方位贴合脚型带来记忆海绵般的舒适感。 |
| X-Dynamic Form 动力巢 X     |  采用 ETPU 材料, 相较于传统 EVA 泡沫更环保、耐热、减震、有高回弹力及耐压性   |
| 中底科技<br>Dynamic Form 动力巢 |  使用新综合高弹性 EVA 泡沫, 缓震同时提供柔软回弹体验                 |

Reactive Coil 减震旋



采用特殊的中空回旋设计，有效提供缓震、灵活、舒适的运动体验

Air Mega 气能环



应用气囊系统环绕部分或整个鞋底，带来柔软而具支撑性的缓震效果

ComfyCubes 特步柔立方



使用柔软立方体模块缓冲足部并根据鞋底的动态压力分布进行排布，提供舒适的迈步体验

Energetex 聚能弹



采用高弹性 TPU 泡沫粒子，在运动过程中可吸收和释放更多能量，使跑步更轻松

鞋面科技

Air Comfort 透气网



采用一片式立体双层编织工艺，根据脚型及运动受力部位，分布不同网孔，提升透气性同时充分贴合脚面

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

特步主品牌在跑鞋研发技术上具有领先优势，160X系列获得顶级跑者的认可。一方面，中底是决定运动鞋穿着舒适程度的核心，特步跑鞋的中底技术处于领先水平。另一方面，相较过往本土其他国产运动鞋服品牌如李宁安踏在运动球鞋上更专注于篮球鞋，特步以跑步专家的品牌形象形成错位竞争，获得了马拉松专业选手的认可。2019年特步独创动力巢穴PB-X技术，推出竞速160X跑鞋。2021年厦门马拉松比赛跑进3小时的选手中，160X跑鞋穿着率最高，超50%。而在2021年的徐州马拉松暨奥运会选拔赛中，前三名选手彭建华、杨绍辉、董国建因特步160X pro获得优异成绩，并将直通奥运会。除此之外，前九名选手的跑鞋穿着中特步160 Xpro占据7席。

表 7: 2021年各主要运动品牌经典跑鞋中底情况

| 跑鞋名称              | 价格(元) | 中底科技              | 中底材料       | 中底工艺          | 回弹率     |
|-------------------|-------|-------------------|------------|---------------|---------|
| 耐克 Alporfly Next% | 2299  | Zoom X            | pebax      | pebax 整体发泡    | 85%     |
| 李宁飞电              | 2099  | 䨻                 | pebax      | pebax 发泡后二次成型 | 超 80%   |
| 特步 260X           | 699   | X-Dynamic Foam PB | ETPU+PB 尼龙 | 超临界物理发泡       | 超 80%   |
| 安踏创 2.0 pro       | 699   | 氮科技 (A-flashfoam) | EVA        | 超临界氮气发泡       | 超 80%   |
| 乔丹飞影 PB           | 799   | 契 PRO 回弹科技        | EVA+TPE    | 超临界物理发泡       | 超 80%   |
| 匹克 UP30           | 699   | 匹克态极              | EVA+P4U    | 复合颗粒发泡        | 最低 65%+ |
|                   |       | 澎湃科技 (P-POPUP)    | ETPA       | 超临界物理发泡       | 75%     |
| 阿迪达斯 UltraBoost   | 1599  | Boost             | ETPU       | 颗粒发泡          | 70%     |

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

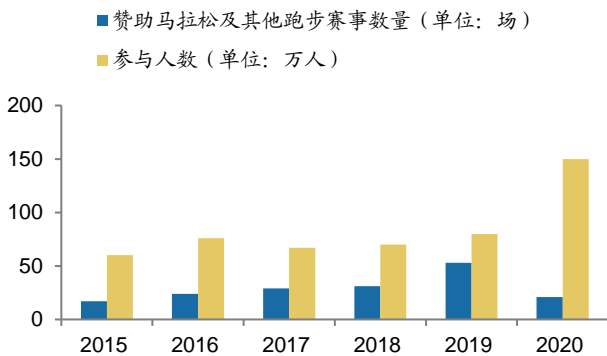
识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

## 2.重仓马拉松赞助，构建跑步生态圈提升品牌力

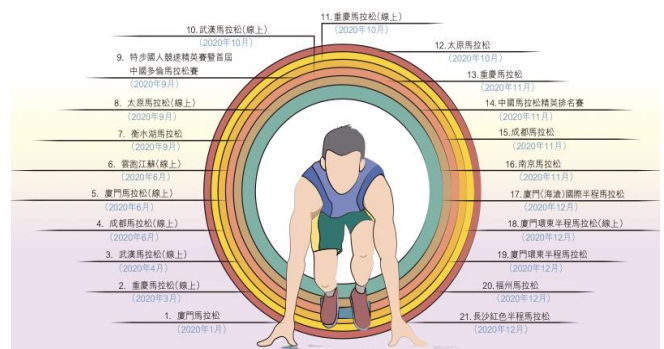
加码马拉松等跑步赛事的赞助力度。特步主品牌自2007年起连续15年赞助马拉松，累计赞助1千场以上的城市路跑活动。2015年-2019年公司赞助马拉松赛事数量从17场上升至53场，参赛人数由60w上升至80w，均呈现稳步增长态势。2020年疫情导致赛事停摆，公司仍赞助12场线上马拉松、9场线下马拉松，参与人数达150万。

图 32: 公司赞助马拉松数量及规模



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

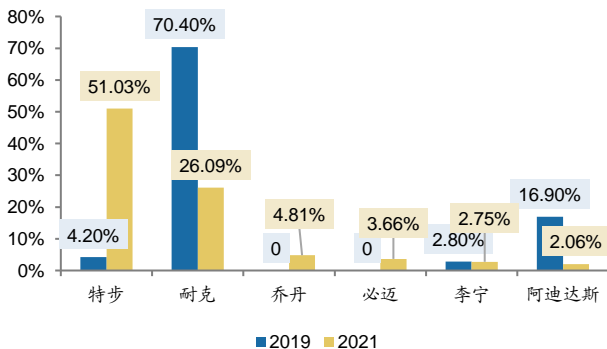
图 33: 公司2020年赞助马拉松及跑步赛事列表



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

特步在马拉松中的曝光率不断提升。截止2020年年末，已有八位特步赞助的运动员穿着160X在26项马拉松和各项跑步赛事中获得冠军。根据悦跑圈，厦门马拉松中2019年3小时以内的精英选手跑鞋品牌特步仅占4.20%，对于耐克70.40%比例差距较大。但2021年特步比例提升至51.03%，实现跳跃式增长。此外，公司先后邀请2019年柏林马拉松冠军董国建、2019年南昌国际马拉松比赛国内男子全程冠军彭建华、2018年亚运会男子100米栏冠军谢文骏、2021年东京冬运会铅球项目冠军巩立姣等体育明星作为品牌代言人，提升品牌影响力。我们认为通过不断增强160X等顶尖跑鞋在公众视野下曝光率，特步跑鞋在专业领域的影响将会带动业余和潜在跑步市场。

图 34: 厦门马拉松3小时以内精英选手跑鞋品牌top5



数据来源: 悦跑圈, 广发证券发展研究中心

图 35: 2021徐州马拉松男子前九

| 选手    | 成绩      | 跑鞋                  |
|-------|---------|---------------------|
| 彭建华   | 2:11:16 | 特步 160X PRO         |
| 杨绍辉   | 2:11:19 | 特步 160X PRO         |
| 董国建   | 2:11:20 | 特步 160X PRO         |
| 董国建   | 2:11:28 | 特步 160X PRO         |
| 吴向东   | 2:11:36 | 特步 160X PRO         |
| 仁青东知布 | 2:11:54 | 特步 160X PRO         |
| 杨乐    | 2:11:56 | Nike Alphafly NEXT% |
| 何杰    | 2:12:00 | 特步 160X PRO         |
| 陈天宇   | 2:13:15 | Nike Alphafly NEXT% |

数据来源: 凤凰网, 广发证券发展研究中心

图 36: 公司邀请体育明星代言人



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 8: 国产运动鞋服品牌历史主要代言人及赞助赛事

| 品牌 | 签约运动员  | 签约国家队  | 主要赞助赛事   | 娱乐明星代言  |
|----|--|--|--|---|
| 匹克 | 篮球: 安德鲁·维金斯、路易斯·威廉姆斯、托尼·帕克、马修·德拉维多瓦、米洛斯特·特奥多西奇   | 德国男篮、新西兰男篮、黎巴嫩篮球队、塞尔维亚女排   | PEAK+U (匹克首个自办跑步赛事)、武汉网球公开赛、新浪 3X3 黄金联赛、大连国际马拉松、中国排球超级联赛           | 吴磊 (匹克品牌代言人)  |
| 安踏 | (1) 篮球: 克莱·汤普森、戈登·海沃德、德勒·帕森斯、简·隆多、文·加内特<br>(2) 滑雪: 谷爱凌<br>(3) 足球: 郑智<br>(4) 马拉松: 陈盆滨<br>(5) 乒乓球: 张继科<br>(6) 游泳: 刘诗雯<br>(7) 跳水: 郭晶晶 | (1) 举摔项目国家队 (中国举重队、中国摔跤队);<br>(2) 体操项目国家队 (中国体操队、中国蹦床队、中国艺术体操队);<br>(3) 拳跆项目国家队 (中国国家拳击队、中国国家跆拳道队、中国国家空手道队);<br>(4) 中国国家游泳队<br>(5) 冬季项目国家队 (中国短道速滑队、中国花样滑冰队等 15 支队伍) | 2018 平昌冬奥会、2018 雅加达亚运会、2020 东京奥运会、2022 北京冬奥会、2022 杭州亚运会、2024 巴黎奥运会 | 王一博 (全球首席代言人)<br>关晓彤 (全球代言人)<br>陈天宇 (全球代言人)                                 |
| 李宁 | (1) 篮球: 德韦恩·韦德、吉米·巴特勒、弗雷德·范弗利特、CJ·迈克勒姆、德安吉洛·拉塞尔<br>(2) 乒乓球: 丁宁、马龙<br>(3) 羽毛球: 傅海峰、赵芸蕾、张楠、谌龙、辛杜、乔纳坦、斯里坎特、陈炳顺、吴柳莹等                   | 中国国家跳水队、中国射击队、中国乒乓球队   | CBA、CUBA、CUBS、李宁 3+1 篮球联赛、世界羽联重大赛事、李宁 10 公里路跑联赛                    | 肖战 (运动潮流产品全球代言人)<br>华晨宇 (运动时尚产品全球代言人)<br>钟楚曦 (女子运动风尚大使)<br>蔡程昱 (青春系列推广大使)   |
| 特步 | (1) 篮球: 林书豪<br>(2) 马拉松: 董国建、彭建华、谢文骏、杨家玉、杨绍辉<br>(3) 铅球: 巩立姣   |  | 特步企鹅跑、特步马拉松、321 跑步节、特步热炼工厂   | 迪丽热巴、汪东城、谢霆锋、范丞丞、景甜<br>往届代言人: TWINS、潘玮柏、蔡依林、桂纶镁、韩庚、李易峰、汪东城、赵丽颖、林更新、乐华 NEXT、 |

数据来源: 各公司官网, 广发证券发展研究中心

**构建跑步生态圈。**2015年始，公司提出“体育+”战略，即从单纯的体育赞助转向综合服务，打造让跑者“一步踏入，步步离不开”的跑者服务平台，并加强跑步生态圈建设。2012年公司成立“特跑族”跑团。目前特跑族会员已经超过100万，成为目前国内规模最大、最为活跃的品牌跑团，2025年特跑族会员目标是达450万。未来特步将在特跑族的基础上形成完整的城市跑团体系，为跑者提供赛事、装备、服务、社交、平台等各项跑者服务支持。

另一方面，公司已在国内建立总共超过30+家特步跑步俱乐部，分别位于北京奥林匹克森林公园、长沙橘子洲、合肥滨湖森林公园、南京玄武湖、厦门体育中心等地，预计2025年达到300-400个。俱乐部基于跑者多样化的需求，提供训练营课程、跑者安全培训、存包、淋浴、步态分析、足型测试、赛事一站式报名、T恤印字、奖牌刻字等一系列独有的跑者服务。截至2018年底，俱乐部成员达到12.3万，组织的跑步活动次数1000+，已建跑道20km。

### 3.特步主品牌不断拓展其他品类为业绩提供有益补充

2019年，特步主品牌以签约知名亚裔篮球运动员林书豪为契机正式进军篮球市场，推出篮球产品共创计划并开发了专业篮球产品线。同年推出“游云”系列篮球鞋并发售林书豪首款特步签名鞋“JLIN ONE”。此外，根据“五五规划”，深耕大众市场的特步主品牌将进一步拓展户外、综训等领域业务，将产品价格上探至千元以上，或将为特步提供新的收入增长空间。

图 37：公司 JLIN ONE 篮球鞋系列



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 38：“游云”系列



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## （二）渠道运营精细化提高终端掌控力，数字化加持稳健运营

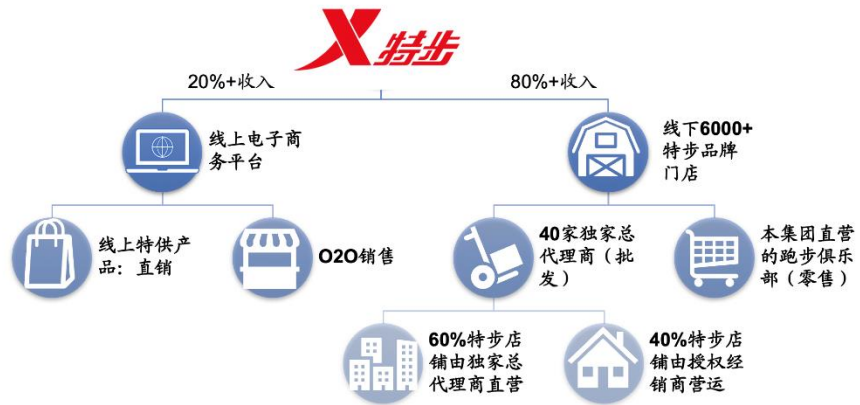
### 1.线下渠道扁平化变革、门店形象升级，零售运营提效

#### （1）渠道扁平化提高终端掌控力，直营式管理+分销模式提高运营效率

经过2015-2017三年变革，公司渠道结构由之前的层层分销到经销、营运商结合的模式，精简为二级到达零售终端。目前6000多家门店中，60%的店铺由独家总代理

直接经营，40%由二级分销商经营。公司负责零售管理总决策：如店铺位置及陈列，产品订购指引、统一零售吊牌价格、折扣范围并对零售店员工进行培训；独家总代理负责直营店的大部分决策如店铺员工雇佣等。会计数据上特步属批发业务，但实际是采用零售管理的系统管理。渠道扁平化及直营式管理帮助终端店铺提升经营效率，2018Q1-4同店销售额分别同比增长低双位数/中双位数/中双位数/中双位数，自2013年以来首次实现双位数突破。得益于良好的经销商管控能力，疫情中特步主品牌也表现较强的韧性，疫情后恢复较为迅速，2021年Q2公司终端折扣回到75折-8折，零售端存活周期回到4个月水平，恢复到疫情前最好水平。

图 39：2018年公司终端渠道情况（截至2018年12月31日）

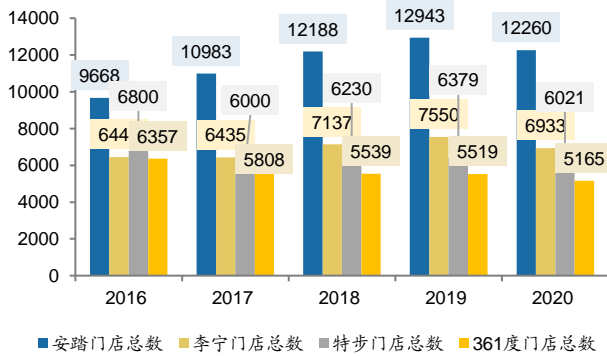


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## （2）“开大店关小店提店效”策略驱动业绩增长

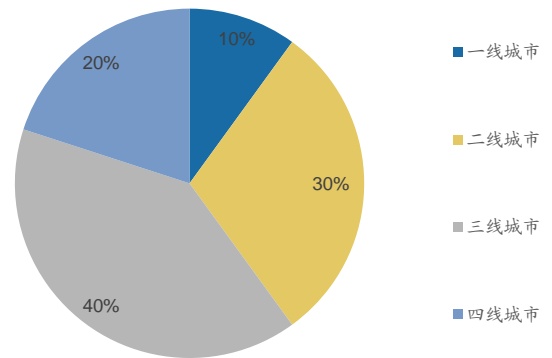
特步近两年制定开大店、关小店策略，重心转移到提高单店店效。2020年特步门店数达6021家，净关店358家；2020年主品牌装修店铺的平均面积达130平方米（2019年超过110平方米、2018年为100平方米），根据“五五规划”，预计2025年特步主品牌大货店平均面积将达到175-180平方米水平，店效将达25万元。参考高德地图，特步主品牌在一线/二线/三线/四线及以下城市的门店分别为10%/30%/40%/20%，门店主要分布在二三线城市，未来随着XDNA厂牌的成熟及特步主品牌的品牌及产品力提升，主品牌在高线城市的占比有望提升。另一方面，未来特步主品牌将提升购物中心门店占比，根据“五五规划”，公司预计到2025年，购物中心（商超、奥莱、XDNA）门店占比将提升至30%-35%。

图 40: 公司与可比公司门店数量 (单位: 家)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 41: 公司在各线城市的门店占比情况



数据来源: 高德地图, 广发证券发展研究中心

公司持续升级零售店铺形象, 提升消费者体验助推店效提升。

**店面升级:** 2017年实现50%以上的门店改为新的6S代运动形象, 新装修店铺坪效相比未装修店铺高10%以上。2018-2020年, 每年实现75%/90%/100%的零售店铺升级为国际化运动风格布局。2020年特步主品牌门店升级至第九代零售形象店, 为顾客提供沉浸式体验购物。

**陈列方面:** 特步由原来的品类单独区分变为鞋、帽等组合陈列, 提供搭配选择, 凸显跑步主题, 进而促进连带率及客单价的提升。

**开设多品集合店:** 2020年11月在厦门开设首家多品牌集合店“X-STREET”, 店铺面积为1500平方米, 容纳了特步、帕拉丁、索康尼和迈乐四大品牌。开业当日, X-STREET单日销售额创下逾500万元人民币记录, 其被视为集团推动品牌态度进一步年轻化、潮流化发展的里程碑, 满足年轻消费者对潮流购物体验的追求。

图 42: 公司S-Street 品牌集合店



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 43: 公司第九代零售形象店



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

### (3) ERP系统全面覆盖整个店铺网络

**生产线：**公司企业资源规划系统实时查看各店铺的销售进度、存货水平、折扣幅度及销售效率。公司设立由1000名员工组成的“大数据团队”，与阿里云深度合作，进行该地区或住宅区性别、年龄、职业、周围品牌、逛街偏好、产品偏好的大数据分析后，根据最优化店铺销售形势给出经销商选择位置、店铺大小、设计、产品陈列的建议，经销商根据该计划付款开设门店。**顾客线：**大数据团队通过洞察消费者行为、喜好优化产品结构与设计。**供应链：**大数据引导下加强柔性供应链，以消费者需求引导生产计划。自2017Q4，零售库存周转稳定维持在4-5.5个月的健康水平。

## 2. 线上O2O模式实现全渠道零售

公司电子商贸渠道共经历三个阶段：

**初期阶段（2012-2014年）：**公司电商平台主要用于清理存货，与天猫、京东及其他领先的互联网购物平台建立起紧密合作；

**中期阶段（2015年）：**公司的电子商贸业务专注于提供有别于线下店铺所出售产品的线上特供产品，以协调线下分销商与公司之间的利益，提高销售额；

**多渠道发展阶段（2016年-至今）：**除了淘系、京东等电商渠道，特步主品牌自2016年起携同独家分销商使用O2O模式，并采用私域流量渠道助推线上业绩发展。O2O定义为存货共享，线上线下同日发布产品、并为相同产品设定统一的价格或促销活动，并能实现快速补货及配送。一方面，O2O能利用电商渠道的灵活性增加线下受欢迎产品的销售，另一方面也有助于改善线上独家产品设计水平。O2O有助于实现公司和独家代理商双赢局面，促进双方利润最大化，在品牌及促销方面达到平衡。2018年，公司O2O系统已经全覆盖由独家总代理商直营的零售网络，未来公司预计将进一步整合线上线下业务，增加O2O产品比例。此外，公司还通过微信小程序、抖音和直播等私域流量渠道提高线上曝光度，2020年在各线上平台上与135名网络红人共同完成151场直播，有力促进线上销售额的亮眼增长。2020年电子商务收入占比达25%；2021年双十一购物节期间，特步主品牌线上渠道营收突破5亿元，同比增长40%+。

## (三) XDNA、特步儿童将打造新营收增长极

### (1) 专业运动+运动时尚双轨发展，推出新厂牌XDNA

**时尚运动+专业运动双轨发展，跨界联名融合中西方文化。**2017年开始，公司逐渐取消运动生活类产品按年龄划分系列的方式，转而按风格分为都市、街头、活力三个系列，从而迎合不同风格需求以及更宽的消费者年龄段。2017年，特步推出街头IP热炼工场，并与亚洲轮滑联合会达成合作，开发自主IP街头运动会。2018年5月，特步联手插画师Panda-Mei，推出街头系列。2018年8月，特步启动“XX”跨界项目，第一个“X”代表特步Xtep，第二个“X”代表Crossover/跨界合作，即将国际优质潮流产品带给中国年轻的潮流爱好者。

娱乐营销助推进入年轻消费者市场。明星代言人及热门网综是娱乐营销的两大核心，一方面，公司自2001年即签约谢霆锋为代言人，初始品牌营销即采用专业运动+娱乐营销两手抓的方式。尔后，公司陆续签约了TWINS、潘玮柏、蔡依林等十多位当红艺人。根据2020年财报，2020年谢霆锋累计认购1000w股普通股，实现与上市公司的利益绑定。另一方面，自2008年开始，特步连续7年成为湖南卫视王牌节目《天天向上》的独家冠名赞助商，2014年赞助《奔跑吧！兄弟》、2019年赞助《中国新说唱》、2020年与《这就是街舞》合作。

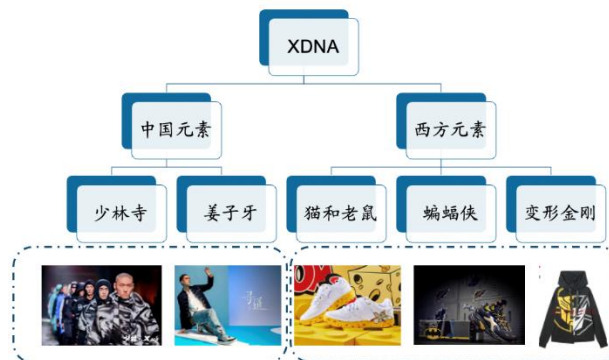
图 44: 公司代表综艺赞助情况



数据来源：广发证券发展研究中心

**XDNA助推提升品牌调性，有望进一步放量。**2020年，特步发布高端产品线厂牌XDNA，并推出“特步少林”系列。2021年天猫超级品牌日发布的特步少林新品系列于官方旗舰店成交额突破6000万，位居同期运动鞋服行业销售额榜首。同时，XDNA还陆续与猫和老鼠、蝙蝠侠、变形金刚、姜子牙等经典IP联名，提升品牌关注度。根据“五五规划”，新厂牌XDNA后续将重点在一二线城市独立开店，预计2025年将开300家左右独立店，同时在价格方面，XDNA产品比特步主品牌高50%以上。未来随着XDNA厂牌逐渐成熟，其有望进一步提升品牌调性并贡献增量。

图 45: 公司联名产品系列

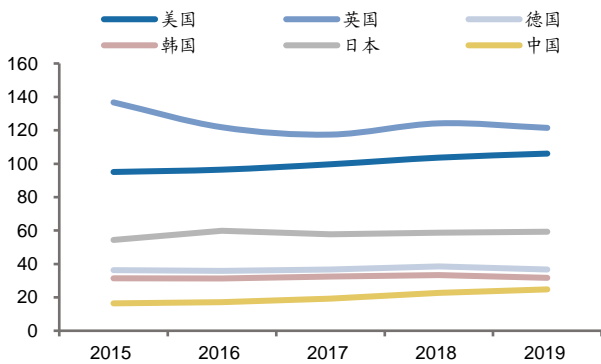


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(2) 特步儿童再启航：儿童部门优化重组

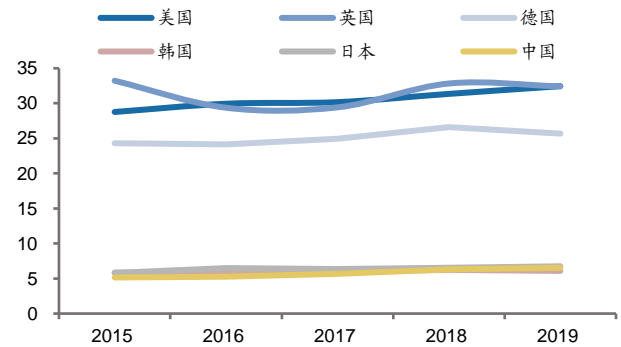
我国儿童鞋服行业近年保持高景气度。2015-2020年我国童装、童鞋行业CAGR分别达14.31%、8.95%，在鞋服行业中景气度仅次于运动鞋服子行业。对标国外成熟市场，我国人均童装及人均童鞋消费额仍处于较低水平，但2015-2019年趋势整体向上，有较大的发展空间。随着我国经历过服装消费“品牌化”教育阶段的80后及90后逐渐成为育儿主力，儿童鞋服的消费将趋向品质化、差异化升级。未来，随着我国“三孩政策”政策的落地、人均可支配收入提升及儿童鞋服业务的消费升级，我国童装市场有望持续保持高景气度。

图 46: 我国人均童装消费额低于代表性发达国家(单位: 美元/人)



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 47: 我国人均童鞋消费额低于代表性发达国家(单位: 美元/人)

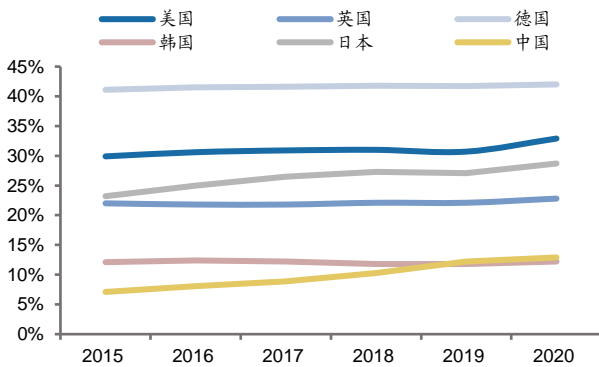


数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

我国童装及童鞋行业集中度有望进一步提升，运动鞋服品牌在儿童鞋服领域渗透率呈上升趋势。由于消费者对儿童鞋服产品的面料、安全性、舒适性等方面具备更高的要求，所以儿童鞋服行业具备更高的品牌依赖性。成熟儿童鞋服市场的集中度较高，如在美国市场，2015-2020年童装CR5超过30%、童鞋CR5超过40%。但我国童装和童鞋行业集中度仍低于代表性发达国家，集中度有望进一步提升。

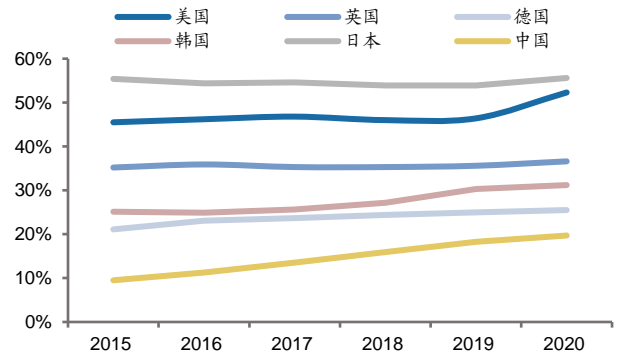
此外，由于运动鞋服品牌更注重专业性，在童装特别是童鞋产品方面的安全性、科技性等较其他品牌更具备优势，2015-2020年代表性国家的运动鞋服品牌在儿童鞋服领域渗透率均呈上升趋势，其中我国运动鞋服品牌在儿童鞋服领域渗透率上升趋势明显，童装渗透率从8%提升至13%、童鞋渗透率从12%提升至20%。

图 48: 我国童装CR5低于代表性发达国家



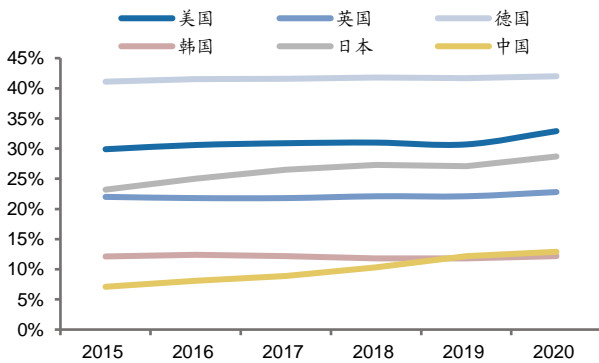
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 49: 我国童鞋CR5低于代表性发达国家



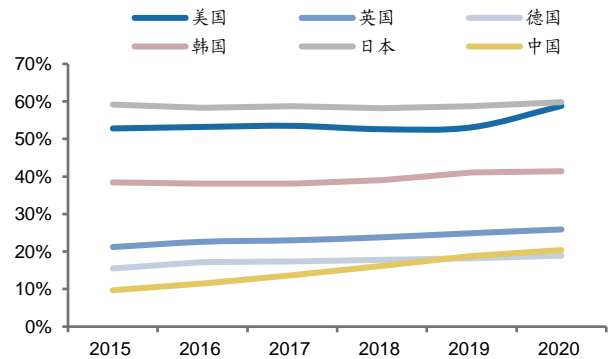
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 50: 代表性国家童装行业中运动品牌的市占率



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 51: 代表性国家童鞋行业中运动品牌的市占率



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

**特步儿童部门重组, 推出“大国少年”品牌理念。**2015-2017年特步儿童部门重新调整, 公司重新部署特步儿童与特步成人部门资源, 整合运营管理、品牌推广、新产品研发、材料采购及生产、零售管理系统及零售网络。2021年特步儿童推出“大国少年”品牌理念。目前特步儿童产品已形成两大风格主线, 分别为与传统接轨的少林儿童系列以及定位更加潮流的街舞系列。其中, 少林儿童系列推出了力、礼、智三大联名系列, 展现少年之力、少年之礼、少年之智。街舞风格的产品线则源于从2019年起, 特步儿童与CHUC青少年街舞国家队达成的战略合作, 并赞助BDS街舞赛事为奥运会挖掘储备优秀的青少年人才。

从门店数量来看, 特步儿童的门店数量从2017年的250家扩展至2021H1的1000家(2021H1较2020年底增加200家)。根据财报, 2021年“6·18”购物节期间, 特步儿童业务线上销售同比增长150%。特步儿童品牌影响力明显提升, 2021年CCFW中国国际儿童时尚周上, 特步儿童获得由中国服装协会颁发的中国十大童装品牌奖项。根据“五五规划”, 2025年特步儿童目标营收35亿元(2021-2025 CAGR 37%), 店效提升至15万元。

图 52: 特步儿童门店数量增长情况 (单位: 家)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 53: 特步儿童两大系列



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心



## 四、增长性来自于多品牌发展战略, 高瓴资本赋能有望加速品牌发展

集团目前旗下主要拥有特步主品牌、特步儿童、盖世威、帕拉丁、索康尼、迈乐共6个品牌。其中, 索康尼和迈乐为集团2019年3月份与Wolverine公司共同经营的合资品牌, 聚焦专业运动领域; 帕拉丁和盖世威为集团2019年8月份收购获取, 定位时尚运动领域。

我们认为中国无论是高端专业体育用品还是时尚运动市场需求强劲, 四大新品牌未来发展的重点市场均在中国, 并坚持线上线下全渠道发展。**新品牌的加入有以下三方面的意义:** (1) 细分领域的顶尖国际品牌与特步主品牌定位以及目标消费人群不同, 形成高度互补, 满足不同用户多层次的消费需求。(2) 发挥品牌之间的协同互动效应, 通过共享研发、渠道和供应链等方式实现“1+1>2”的效果。(3) 多品牌战略不仅丰富特步的产品组合, 提升整体品牌调性, 更加强了并延续特步在中国体育用品市场中的领先地位。

表 9: 公司品牌矩阵

| 市场定位 | 品牌            | Logo | 品牌简介                              | 发展规划   |
|------|---------------|------|-----------------------------------|--|
| 大众运动 | 特步            |      | 致力于成为中国领先体育用品企业                   | 2025 年营收达 165 亿, (2021-2025 年 CAGR 21%)<br>未来 5 年每年新开店 200-300 家 |
|      | X Kids (特步儿童) |      | 成立于 2012 年, 主张释放孩子的天性, 关爱孩子健康快乐成长 | 2025 年营收达 35 亿 (2021-2025 年 CAGR 37%)                            |
| 时尚运动 | K-Swiss (盖世威) |      | 始创于 1966 年, 主要提供功能性网球鞋、休闲类及健身鞋履   | 中国内地首家自营店将于 2022 年初开业。2025 年营收达 10 亿 (2021-2025 年 CAGR 70%)      |

|      |                    |   |                                       |   |
|------|--------------------|---|---------------------------------------|---|
|      | Palladium<br>(帕拉丁) |  | 始创于 1947 年，以其代表性的军靴及帆布鞋享<br>誉盛名       | 2025 年营收 12 亿<br>(2021-2025 年 CAGR 20%) |
| 专业运动 | Saucony<br>(索康尼)   |  | 始创于 1898 年，全球四大慢跑鞋之一，享有跑<br>鞋“劳斯莱斯”称谓 | 2025 年营收 10 亿<br>(2021-2025 年 CAGR 70%) |
|      | Merrell<br>(迈乐)    |  | 始创于 1981 年，为全球知名徒步鞋品牌                 | 2025 年营收 2 亿<br>(2021-2025 年 CAGR 70%)  |

数据来源：公司官网、公司财报，广发证券发展研究中心

### (一) 专业运动板块：经营索康尼及迈乐，强化专业运动板块

特步出资1.55亿元与Wolverine 共同设立合资公司，特步自2019年3月于中国内地、香港及澳门开展迈乐及索康尼品牌旗下鞋履、服装及配饰的开发、营销及分销。Wolverine 是国际知名高端鞋服集团，旗下包括Bates、Cat、Chaco、Harley-Davidson、Hush Puppies、HyTest、Keds等12个品牌，销售网络分布全球约200个国家及地区。

**业务逐渐稳定：**2021上半年专业运动板块（索康尼和迈乐）收入占集团收入比重达1.8%。由于初始资金投入较大，我们预计2021年特步集团承担亏损预计将达到4000-5000万，后续亏损有望呈逐年递减状态，预计2023年索康尼和迈乐合资公司实现盈亏平衡。此外，未来特步将加大对两品牌的投入，**一方面增加店铺数量：**2020年索康尼和迈乐共计新开38家自营店，2021年在此基础上会增开30-50家。预计2025年索康尼店铺数量增加至约200家。**另一方面推进品牌本土化：**通过增加专业运动板块服装品类和本地化产品的比例，以满足品味日渐成熟的消费者需求，为专业运动产品提供全面产品组合。

**营销方面：**索康尼和迈乐品牌的定位均为专业运动，其中迈乐是户外运动，索康尼是跑步运动，营销的重点是在赛事推广的投入。特步主品牌在跑步领域的资源可以赋能索康尼，索康尼成为中国田径协会的商务合作伙伴，极大提高品牌的曝光度以及辨识度，同时在很多高端的马拉松植比赛中也开始植入索康尼。

#### 分品牌来看：

**(1) 索康尼：**成立于1898年，Saucony与 New Balance、Asics、Brooks并称全球四大慢跑鞋，享有跑鞋届“劳斯莱斯”称谓。索康尼的跑鞋系列大致可分为轻量竞速、舒适缓震、稳定支撑三大类。索康尼百年历史中先后推出跑鞋核心技术如：GRID缓震系统、EVERUM缓震科技、ISOFIT鞋面动态系统等，为跑者带来优秀的专业跑鞋体验。产品Kinvara 10、Ride ISO荣获美国《跑者世界》“编辑之选”；Liberty ISO荣获美国《跑者世界》“最佳首秀”等荣誉。索康尼产品整体定价较为高端，最高价位是索康尼推出的Endorphin Pro啡鹏碳板竞速跑鞋，采用全掌碳纤维加强板，实现快速驱动理念，结合新研制中底科技PWRRUN，跑鞋性能实现飞跃提升。

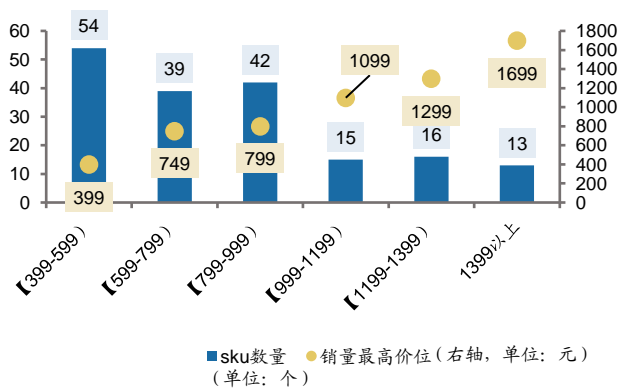
**索康尼与特步展现强协同效应。**一方面索康尼利用特步主品牌在供应链、马拉松和跑步赛事及庞大零售网络的优势，提高品牌曝光率拉动业绩增长（2020年索康尼称

为中国田径协会运动商务合作伙伴)；另一方面而特步可以通过索康尼接触到更高线城市的成熟顾客，提升品牌调性。

**线下渠道：**2020年6月，Saucony在上海正大广场盛大开幕。截至2021年6月30日，索康尼在中国内地共有36家直营店，位于一、二线城市，定位中高端市场。

**线上渠道：**2019年7月推出天猫旗舰店。2020年双十一购物节期间，索康尼线上销售额是2019年同期的三倍。2021年“618”购物节期间，索康尼线上销售额同比增长257%。

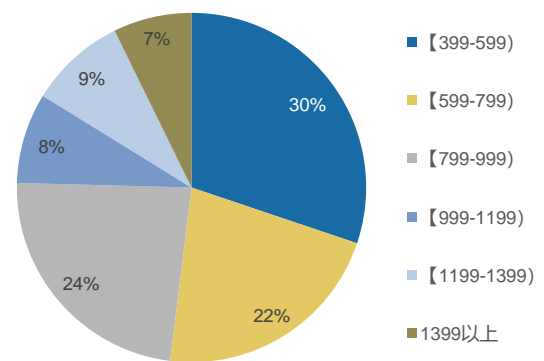
图 54：索康尼天猫旗舰店价格带分布



数据来源：天猫旗舰店，广发证券发展研究中心

备注：统计时间截至 2021 年 10 月 31 日

图 55：索康尼各价格带sku数量占比



数据来源：天猫旗舰店，广发证券发展研究中心

备注：统计时间截至 2021 年 10 月 31 日

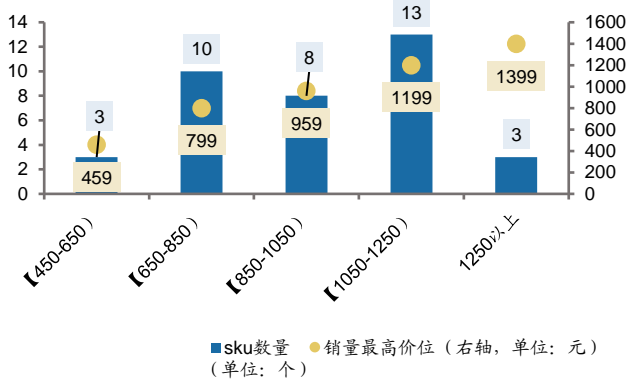
**(2) 迈乐：**1981年创于美国，为全球知名徒步鞋品牌。其户外产品线分为徒步鞋、雪地保暖鞋、越野跑鞋、溯溪鞋四大类。迈乐针对减震防护、更强抓地、舒适干爽、保暖轻薄等户外鞋服核心需求先后研发出12项关键科技，为户外运动者提供更优质体验。2004年迈乐被《体育用品情报》评为值得购买的户外鞋履品牌。2015年连续11年被评为重要户外鞋履品牌。未来迈乐将成为特步户外运动业务增长的重要驱动力。户外运动在中国目前属于高潜力增长市场，目前尚未形成品牌垄断，特步也通过迈乐获得竞争资格。

**线下渠道：**截至2021年6月30日，迈乐在中国内地共有6家直营店。

**线上渠道：**根据迈乐官方旗舰店，户外产品系列价格带分布在459-1399元之间，其中销量最高的为登山鞋MOAB 2，但平均月销未及50双。2021年“618”购物节期间，迈乐线上销售额同比增长221%。

我们认为，一方面由于国内户外运动普及度和流行度相对较低，叠加国内外疫情反复户外市场规模缩减，所以预计集团将会以审慎态度发展迈乐品牌。

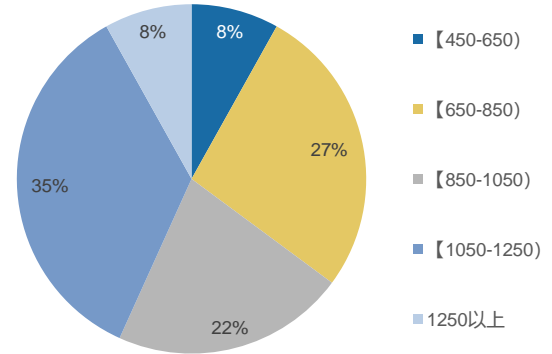
图 56: 迈乐天猫旗舰店价格带分布



数据来源: 天猫旗舰店, 广发证券发展研究中心

统计时间: 截至 2021 年 10 月 31 日

图 57: 迈乐各价格带sku数量占比



数据来源: 天猫旗舰店, 广发证券发展研究中心

统计时间: 截至 2021 年 10 月 31 日

## (二) 时尚运动板块: 收购盖世威和帕拉丁, 高瓴资本战略投资赋能

### 1. 收购盖世威和帕拉丁, 进攻中高端运动时尚市场

特步于2019年出资17.50亿元自E-Land World集团收购盖世威和帕拉丁, 这两个品牌主要定位高端时尚运动, 设在公司全资附属公司特步环球下, 由公司的时尚运动事业群主管。

**业绩表现方面:** 2021年上半年时尚运动板块(盖世威和帕拉丁)收入占集团收入比重达11.2%。盖世威以及帕拉丁2020年全球营收近10亿人民币, 海外业务仍是主要业绩来源, 2020年海外业务由于疫情影响表现不尽人意, 特步针对盖世威和帕拉丁推出各类线上营销活动, 包括但不限于社交媒体营销、电子邮件营销等数字化宣传。2020年盖世威和帕拉丁于美洲、欧洲/中东和非洲(EMEA)的在线零售额分别同比增长45%、52%。两个品牌累计营收同比增长114.4%, 凸显盖世威和帕拉丁的国际认可度。我们认为, 未来随着海内外疫情得到有效控制, 同时集团自2020H2开始采取成本控制措施, 2021年时尚运动板块亏损预计收窄至1亿元人民币以内。

**营销方面:** 帕拉丁和盖世威定位时尚运动, 更偏向采取广告代言人线上线下活动以及高端品牌跨界联名方式推广。例如盖世威与Lil Jupiter和Luisa Via Roma合作推出CR-Terrati 鞋履系列, 并于2020年1月在米兰和巴黎时装周亮相; 帕拉丁与法国奢华时尚品牌凯卓携手推出复古男女皆宜系列Palladium Pallashock By Kenzo、与Bungie 就其电子游戏天命2:暗影要塞合作, 推出限量款式 Pallabrouse Baggy Moon。

图 58: 与凯卓跨界合作



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 59: 与天命跨界合作



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

### 分品牌来看:

**(1) 盖世威:** 于1966年在美国成立的传统美国运动鞋品牌, 主要提供功能性网球鞋、休闲类及健身鞋履, 定位高端市场运动服装品牌, 于1966年推出第一款全皮网球鞋“Classic”。自2019年8月其被集团收购以来, 盖世威正在进行品牌重塑, 改造品牌定位、营销、研发和产品创新, 未来也将设计和生产更多服装产品以实现均衡的产品组合。目前亚太区共计开设44家自营店, 中国内地首家自营店将于2022年初开业, 产品定价集中在500-800元人民币。

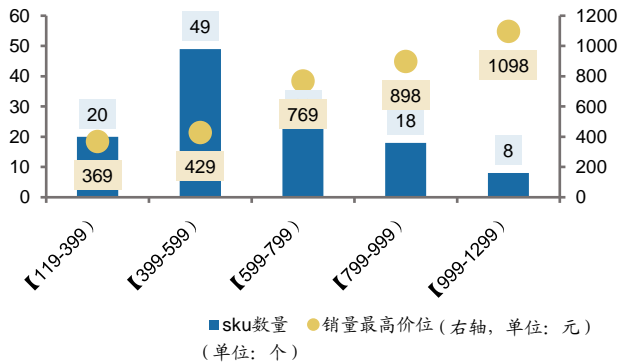
**渠道:** 截至2021年6月31日, 亚太区共计开设44家自营店, 并计划于2022年初在中国内地市场推出实体店及电商业务。

**(2) 帕拉丁:** 于1947年在法国成立, 以其代表性的军靴及帆布鞋享誉盛名, 为全球著名靴子品牌之一。集团继续扩大帕拉丁在亚太地区的业务, 重点发力中国市场, 加大对服装产品线的投入。截至2020年底, 亚太区及欧洲分别有57、3家自营店, 其中25家位于中国内地。未来帕拉丁顺应运动休闲飙升趋势, 凭借其独特品牌形象和时尚产品设计, 年内或将取得稳定增长。

**线下渠道:** 截至2021年6月31日, 亚太及欧洲地区分别开设57、3家自营店, 其中25家自营店位于中国内地。

**线上渠道:** 帕拉丁在中国的知名度较高, 品牌相对成熟。根据天猫旗舰店, 男鞋sku达118个, 价格带分布在119-1298元区间, 在399-599元区间的产品款式数量最多达49个。

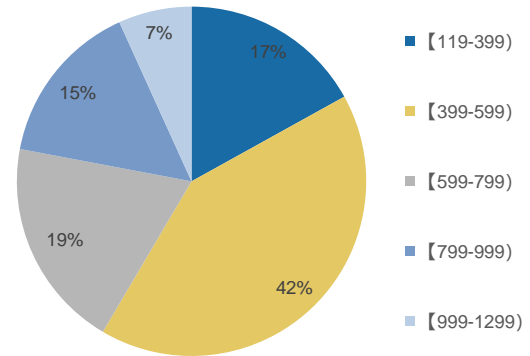
图 60: 帕拉丁天猫旗舰店价格带分布



数据来源: 天猫旗舰店, 广发证券发展研究中心

统计时间: 截至 2021 年 10 月 31 日

图 61: 帕拉丁各价格带sku数量占比



数据来源: 天猫旗舰店, 广发证券发展研究中心

统计时间: 截至 2021 年 10 月 31 日

## 2. 高瓴资本战略投资, 赋能时尚运动板块

**高瓴资本战略投资, 总投资金额达10亿港币:** 2021年特步集团公告获得高瓴资本战略投资, 总投资金额约为10亿港币: (1) 高瓴资本认购特步国际全资子公司特步环球20%股权, 对价为6500万美元。特步环球发行本金总额为6500万美元的零票可转股债券, 资金将用于特步环球的一般营运资金。按换股价悉数换股后, 将发行15000股, 占股20%。(2) 高瓴投资特步国际5亿港元可转债。2年有权换股, 换股价初步定为10.244港元/股, 最高可换股5436万股。转股后占增发后股本的2.03%。

**高瓴资本助推运动时尚板块资源整合及渠道建设。** 高瓴资本投资的特步国际环球, 属于特步国际集团旗下的运动时尚板块, 主要包括帕拉丁和盖世威两个品牌。高瓴资本拥有特步国际环球20%的股份, 并将派驻董事, 我们认为, 高瓴资本在大中华市场零售消费行业有着丰富营运资本、行业专业知识以及广泛的线上线下渠道网络, 有助于助推时尚运动板块整合人才、渠道等资源, 并引进先进的零售管理及国际品牌本土化运营经验。

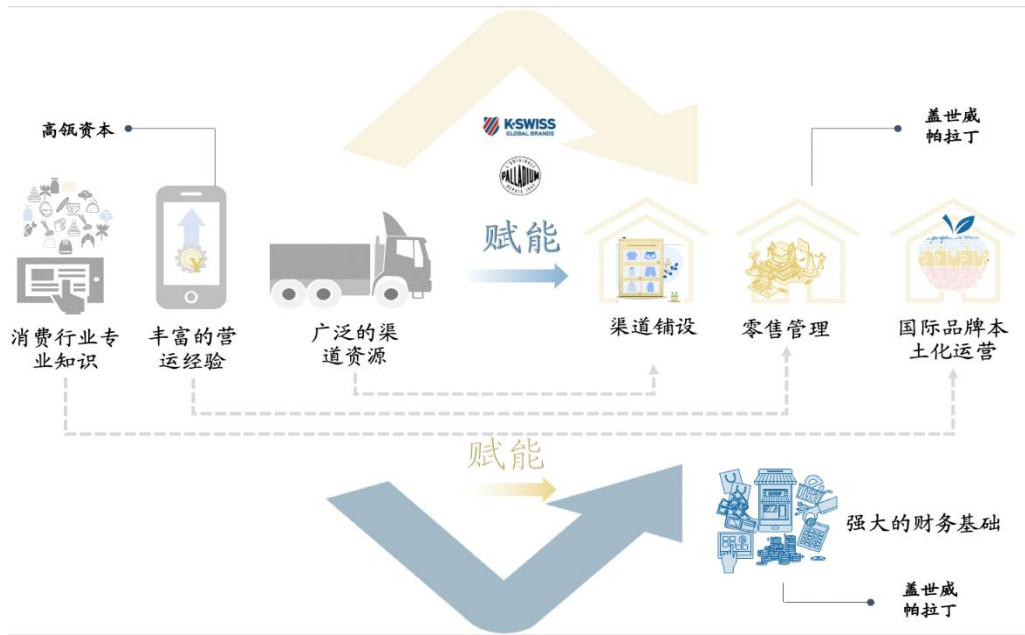
**(1) 零售管理:** 2017年高瓴联合鼎辉私有化百丽, 随后将百丽的运动鞋服业务品牌滔搏(耐克和阿迪达斯在大中华地区的经销商)拆分上市, 百丽私有化价格为531亿港元, 截至12月29日收盘, 滔搏总市值超480亿港元。高瓴资本在私有化百丽、推动滔搏上市过程中积累了丰富的中国鞋服零售经验, 其入股后协助公司推动数字化转型, 主要在前线员工、门店运营、商品管理三个方面优化效率、提高产出。前线员工赋能方面, 公司配备数字化工具, 协助销售人员实施了解门店数据, 并对运营数据进行多维分析; 门店运营方面, 公司安装部署智能门店系统从消费者、产品、购物区三个维度检测店内活动; 商品管理方面, 订货流程进行数字化, 减少对人为判断的依赖。我们认为, 高瓴入股特步国际, 可以复制其在滔搏成功营运经验, 赋能帕拉丁和盖世威, 提高终端门店的掌控力以及数字化管理水平, 进而在运动鞋服这一优势赛道提高核心竞争力。

**(2) 渠道资源: 线下:** 高瓴资本控股的滔搏, 截至2021年8月31日, 在中国拥有7785家直营门店, 覆盖全国超过30个省级行政单位、1至7线城市超过360家城市。国内零售商家中, 滔搏的直营零售网络覆盖最为广阔且下沉, 深度布局各线城市, 渠道网络铺

设完善。**线上：**高瓴曾于2010年投资蓝月亮天使轮，推动蓝月亮与京东签署独家协议，打通线上销售渠道，助推蓝月亮发展步入快车道。未来特步有望借助滔博的线下渠道资源及京东等线上渠道资源，进一步提高不同类别市场的渗透度，提高市场份额。

**(3) 国际品牌本土化运营经验：**高瓴资本还投资了滑雪品牌BURTON、费德勒投资的跑鞋品牌昂跑（On Running）、设计师高端运动品牌粒子狂热（PARTICLE FEVER），在国内积累20多年的国际品牌本土化运营经验和资源。

图 62：高瓴赋能盖世威、帕拉丁



数据来源：广发证券发展研究中心

## 五、盈利预测

我们对公司的盈利做出如下假设：

**营业收入：**我们预计2021-2023年公司营业收入分别达100.6/120.8/144.0亿元，YOY+23.1%/+20.1%/+19.2%。**(1) 特步主品牌：**我们预计2021-2023年公司收入分别达87.9/106.5/127.4亿元，YOY+23.8%/+21.2%/+19.7%。预计经销渠道侧重经销商运营能力的升级，因此以店效提升为主，我们预计线下收入分别为60.6/72.5/85.1亿元，YOY+21.9%/+19.6%/+17.4%。门店方面，预计2021-2023年门店分别同比增加200/250/250家。店均方面，新门店流水预计将经过2-3年爬坡期，店均流水增速预计将稍下滑，预计2021-2023年店均分别同比增加18.0%/15.0%/13.0%。此外，我们预计线上收入增速会高于线下，预计2021-2023年公司线上收入增速YOY+28.0%/+25.0%/+25.0%。**(2) 新品牌：时尚运动板块：**由于盖世威正处于业务重组和品牌重新定位阶段，叠加海外疫情反复导致盖世威及帕拉丁海外业务可能拖累总体营收，我们预计2021-2023年时尚运动板块（含品牌盖世威、帕拉丁）收入分别达11.0/12.1/13.7亿元，YOY+10.0%/+10.0%/+13.0%。**专业运动板块：**我们预计索康尼将步入快速发展阶段，但预计迈乐品牌开店相对谨

慎，由于2020年基数较低，同时2021年索康尼加速净开店，所以预计2021-2023年专业运动板块（含品牌索康尼、迈乐）收入分别达1.7/2.2/2.9亿元，YOY+140.0%/+30.0%/+30.0%。

表10: 盈利预测拆分

|               | 2019  | 2020  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|---------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 8,183 | 8,172 | 10,059 | 12,080 | 14,398 |
| 营业收入 YOY      | 28%   | 0%    | 23%    | 20%    | 19%    |
| 特步主品牌收入(百万元)  | 7,707 | 7,101 | 8,788  | 10,647 | 12,741 |
| 特步主品牌收入 YOY   | 21%   | -8%   | 24%    | 21%    | 20%    |
| (1) 线下收入(百万元) | 5,791 | 4,970 | 6,060  | 7,249  | 8,508  |
| 线下收入 YOY      | 20%   | -14%  | 22%    | 20%    | 17%    |
| 店均流水 YOY      | 13%   | -10%  | 18%    | 15%    | 13%    |
| 门店数量          | 6,379 | 6,021 | 6,221  | 6,471  | 6,721  |
| 门店数量 YOY      | 2%    | -6%   | 3%     | 4%     | 4%     |
| (2) 电商收入(百万元) | 1,763 | 2,043 | 2,615  | 3,269  | 4,086  |
| 电商 YOY        | 18%   | 16%   | 28%    | 25%    | 25%    |
| (3) 其他收入(百万元) | 153   | 88    | 113    | 130    | 148    |
| 时尚运动板块收入(百万元) | 466   | 999   | 1,099  | 1,209  | 1,366  |
| 时尚运动板块收入 YOY  | -     | 114%  | 10%    | 10%    | 13%    |
| 专业运动板块收入(百万元) | 10.10 | 72    | 172    | 224    | 291    |
| 专业运动板块收入 YOY  | -     | 610%  | 140%   | 30%    | 30%    |

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

**毛利率:** 预计2021-2023年毛利率分别达41.2%/41.3%/41.3%，保持稳定。其中特步主品牌毛利率将维持41.2%/41.2%/41.2%，时尚运动板块毛利率将分别达41.0%/41.5%/42.0%，专业运动板块毛利率将分别达43.0%/43.0%/43.0%。

**费用率:** 我们预计公司费率整体维持稳定，预计2021-2023年公司销售费用率分别为18.8%/18.3%/17.8%，管理费用率（含研发费用）分别为13.6%/13.2%/12.7%。

**投资建议:** 综上，预计公司2021-2023年EPS分别为0.32/0.40/0.50元/股。可比公司2022年PE平均值为37.33x，剔除异常值的露露柠檬，则可比公司PE平均值为34.42x。参考可比公司估值，同时考虑公司虽然营收规模不及可比公司，但其五年战略标志其进入新发展阶段，主品牌营收加速、新品牌发展空间潜力大，CNY/HKD汇率为0.8165，给予公司2022年30倍PE，对应合理价值14.68港元/股，给予“买入”评级。

表11: 可比公司估值(收盘价截至2021年12月30日)

| 股票简称 | 股票代码   | 货币单位 | 收盘价<br>(元/股) | EPS (元/股) |       |       | PE     |       |       |
|------|--------|------|--------------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|
|      |        |      |              | 2021E     | 2022E | 2023E | 2021E  | 2022E | 2023E |
| 耐克   | NKE.N  | USD  | 168.62       | 3.68      | 4.80  | 5.63  | 45.78  | 35.16 | 29.95 |
| 阿迪达斯 | ADS.DF | EUR  | 253.55       | 2.32      | 7.30  | 9.55  | 109.12 | 34.72 | 26.55 |
| 露露柠檬 | LULU.O | USD  | 400.61       | 4.71      | 7.72  | 9.18  | 84.97  | 51.91 | 43.65 |

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

|      |          |     |        |      |      |      |       |       |       |
|------|----------|-----|--------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 彪马   | PUM.DF   | EUR | 107.45 | 2.02 | 2.86 | 3.60 | 53.25 | 37.63 | 29.83 |
| 李宁   | 02331.HK | HKD | 84.15  | 1.77 | 2.21 | 2.78 | 47.53 | 38.04 | 30.27 |
| 安踏体育 | 02020.HK | HKD | 117.80 | 3.48 | 4.44 | 5.53 | 33.87 | 26.55 | 21.31 |
| 平均值  |          |     |        |      |      |      | 62.42 | 37.33 | 30.26 |

数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

备注：EPS 为彭博一致预期

## 六、风险提示

**(1) 国内疫情反复。**目前国内出现疫情反复，消费者活动受到限制，国内需求疲软。全球疫情控制时间超过预期，影响收购品牌帕拉丁、盖世威海外收入，进而影响集团收入。

**(2) 市场集中度提升，竞争压力增大。**彭博数据显示，2011-2020年，我国运动鞋服市场CR5从45%上升至71%。按照市场份额计算，特步排在国内品牌第三位。但是从营收规模来看，特步与安踏、李宁仍有较大差距，2020年安踏集团总营收为355亿元，李宁总营收为145亿元，特步国际集团仅为82亿元。

**(3) 新品牌并购整合风险较高，业绩不及预期。**特步在盖世威的品牌重心向中国市场转移的过程中，需要在市场运营、品牌定位、供应链管理等方面对盖世威进行品牌重塑，难度较大。新品牌迈乐等在中国品牌认知度较低，未来如果在品牌整合方面不及预期，可能会影响集团整体业绩。

|                | 单位: 人民币百万元    |               |               |               |               |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 至 12 月 31 日    | 2019A         | 2020A         | 2021E         | 2022E         | 2023E         |
| <b>流动资产</b>    | <b>9,266</b>  | <b>9,027</b>  | <b>9,771</b>  | <b>11,468</b> | <b>13,522</b> |
| 货币资金           | 2,970         | 3,472         | 3,389         | 4,119         | 5,021         |
| 短期投资           | 860           | 0             | -366          | -778          | -1,167        |
| 应收及预付          | 3,673         | 4,074         | 4,754         | 5,862         | 6,895         |
| 存货             | 1,046         | 975           | 1,241         | 1,438         | 1,743         |
| 其他流动资产         | 717           | 507           | 753           | 827           | 1,031         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>3,057</b>  | <b>3,544</b>  | <b>3,537</b>  | <b>3,527</b>  | <b>3,518</b>  |
| 长期股权投资         | 231           | 749           | 742           | 732           | 723           |
| 固定资产           | 662           | 796           | 796           | 796           | 796           |
| 无形资产           | 2,000         | 1,926         | 1,926         | 1,926         | 1,926         |
| 租赁土地           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他长期资产         | 164           | 73            | 73            | 73            | 73            |
| <b>资产总计</b>    | <b>12,323</b> | <b>12,572</b> | <b>13,308</b> | <b>14,994</b> | <b>17,040</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>3,671</b>  | <b>3,334</b>  | <b>3,248</b>  | <b>3,901</b>  | <b>4,646</b>  |
| 短期借款           | 1,086         | 642           | 0             | 0             | 0             |
| 应付及预收          | 1,420         | 1,479         | 1,785         | 2,126         | 2,541         |
| 金融负债           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应交税金           | 121           | 92            | 131           | 147           | 182           |
| 其他流动负债         | 1,044         | 1,121         | 1,331         | 1,628         | 1,923         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>1,691</b>  | <b>1,939</b>  | <b>1,939</b>  | <b>1,939</b>  | <b>1,939</b>  |
| 长期借款           | 1,269         | 1,516         | 1,516         | 1,516         | 1,516         |
| 其他非流动负债        | 423           | 423           | 423           | 423           | 423           |
| <b>负债合计</b>    | <b>5,362</b>  | <b>5,273</b>  | <b>5,186</b>  | <b>5,839</b>  | <b>6,584</b>  |
| 普通股股东权益        | 6,890         | 7,223         | 8,059         | 9,109         | 10,430        |
| 少数股东权益         | 70            | 75            | 62            | 46            | 25            |
| <b>股东权益</b>    | <b>6,960</b>  | <b>7,299</b>  | <b>8,122</b>  | <b>9,155</b>  | <b>10,456</b> |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>12,323</b> | <b>12,572</b> | <b>13,308</b> | <b>14,994</b> | <b>17,040</b> |

|                 | 单位: 人民币百万元   |              |               |               |               |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 至 12 月 31 日     | 2019A        | 2020A        | 2021E         | 2022E         | 2023E         |
| <b>营业收入</b>     | <b>8,183</b> | <b>8,172</b> | <b>10,059</b> | <b>12,080</b> | <b>14,398</b> |
| 营业成本            | 4,632        | 4,973        | 5,914         | 7,095         | 8,450         |
| 其他收入            | 28           | 37           | 33            | 33            | 33            |
| 费用拆分:           | <b>2,826</b> | <b>2,811</b> | <b>3,264</b>  | <b>3,810</b>  | <b>4,390</b>  |
| 销售费用            | 1,718        | 1,537        | 1,892         | 2,212         | 2,565         |
| 管理费用            | 906          | 1,050        | 1,114         | 1,278         | 1,451         |
| 研发费用            | 195          | 223          | 258           | 320           | 375           |
| 其他费用            | 6            | 0            | 0             | 0             | 0             |
| <b>经营利润</b>     | <b>949</b>   | <b>648</b>   | <b>1,172</b>  | <b>1,528</b>  | <b>1,966</b>  |
| 财务费用            | 111          | 117          | -57           | -75           | -91           |
| 投资净收益           | -2           | -17          | -13           | -8            | -4            |
| 其他非经营性损益        | 324          | 247          | 286           | 286           | 286           |
| <b>税前利润</b>     | <b>1,160</b> | <b>762</b>   | <b>1,501</b>  | <b>1,881</b>  | <b>2,339</b>  |
| 所得税             | 390          | 257          | 419           | 526           | 662           |
| <b>净利润</b>      | <b>731</b>   | <b>505</b>   | <b>825</b>    | <b>1,035</b>  | <b>1,302</b>  |
| 少数股东损益          | 4            | -8           | -13           | -16           | -21           |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>728</b>   | <b>513</b>   | <b>838</b>    | <b>1,051</b>  | <b>1,323</b>  |
| EBITDA          | 894          | 594          | 594           | 914           | 1,208         |
| EPS (元)         | 0.29         | 0.20         | 0.32          | 0.40          | 0.50          |

|                | 单位: 人民币百万元    |             |             |            |            |
|----------------|---------------|-------------|-------------|------------|------------|
| 至 12 月 31 日    | 2019A         | 2020A       | 2021E       | 2022E      | 2023E      |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>778</b>    | <b>320</b>  | <b>-73</b>  | <b>31</b>  | <b>223</b> |
| 净利润            | 728           | 513         | 838         | 1,051      | 1,323      |
| 折旧摊销           | 141           | 170         | 0           | 0          | 0          |
| 营运资金变动         | 36            | -320        | -637        | -726       | -797       |
| 其它             | -126          | -43         | -274        | -294       | -303       |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-2,045</b> | <b>573</b>  | <b>645</b>  | <b>701</b> | <b>680</b> |
| 资本支出           | -100          | -211        | 0           | 0          | 0          |
| 投资变动           | 106           | 328         | 373         | 423        | 398        |
| 其他及汇率变动        | -2,051        | 457         | 272         | 278        | 282        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>1,039</b>  | <b>-380</b> | <b>-655</b> | <b>-2</b>  | <b>-2</b>  |
| 股权融资           | 342           | -160        | -642        | 0          | 0          |
| 银行借款           | 1,187         | 31          | 0           | 0          | 0          |
| 其他             | -490          | -251        | -13         | -2         | -2         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-227</b>   | <b>513</b>  | <b>-83</b>  | <b>731</b> | <b>902</b> |
| 期初现金余额         | 3,196         | 2,970       | 3,472       | 3,389      | 4,119      |
| 期末现金余额         | 2,970         | 3,472       | 3,389       | 4,119      | 5,021      |

## 主要财务比率

| 至 12 月 31 日     | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 营业收入增长          | 28.2%  | -0.1%  | 23.1%  | 20.1%  | 19.2%  |
| EBIT 增长         | 12.0%  | -43.6% | 115.3% | 32.2%  | 31.7%  |
| 归母净利润增长         | 10.8%  | -29.5% | 63.3%  | 25.5%  | 25.9%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率             | 43.4%  | 39.1%  | 41.2%  | 41.3%  | 41.3%  |
| 净利率             | 8.9%   | 6.2%   | 8.2%   | 8.6%   | 9.0%   |
| ROE             | 10.6%  | 7.1%   | 10.4%  | 11.5%  | 12.7%  |
| ROIC            | 5.9%   | 4.1%   | 6.3%   | 7.0%   | 7.8%   |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 43.5%  | 41.9%  | 39.0%  | 38.9%  | 38.6%  |
| 净负债比率           | 77.0%  | 72.2%  | 63.9%  | 63.8%  | 63.0%  |
| 流动比率            | 2.52   | 2.71   | 3.01   | 2.94   | 2.91   |
| 速动比率            | 2.04   | 2.26   | 2.39   | 2.36   | 2.31   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.67   | 0.65   | 0.76   | 0.81   | 0.85   |
| 应收账款周转率         | 129.35 | 143.87 | 136.33 | 140.16 | 138.31 |
| 存货周转率           | 46.51  | 43.34  | 44.89  | 43.34  | 44.08  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.29   | 0.20   | 0.32   | 0.40   | 0.50   |
| 每股经营现金流         | 0.31   | 0.13   | -0.03  | 0.01   | 0.08   |
| 每股净资产           | 2.77   | 2.87   | 3.09   | 3.48   | 3.98   |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| P/E             | 11.7   | 15.7   | 33.4   | 26.6   | 21.1   |
| P/B             | 1.2    | 1.1    | 3.4    | 3.1    | 2.7    |
| EV/EBITDA       | 8.8    | 11.3   | 28.5   | 26.2   | 19.3   |

## 广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：研究助理，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                           | 深圳市                             | 北京市                     | 上海市                              | 香港                            |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|----------------------------------|-------------------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路<br>26号广发证券大厦35<br>楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001号太平金融大厦<br>31层 | 北京市西城区月坛北<br>街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区南泉<br>北路429号泰康保险<br>大厦37楼 | 香港德辅道中189号<br>李宝椿大厦29及30<br>楼 |
| 邮政编码 | 510627                        | 518026                          | 100045                  | 200120                           | -                             |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn              |                                 |                         |                                  |                               |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。