

## 证券研究报告 · 纺服

# 特步国际：三年磨一剑，跑步巨头一跃而起

叶乐

中信建投轻工纺服&教育分析师

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 执证编号：S1440519030001

SFC 中央编号：B0T812

发布日期：2022年7月12日



## 特步国际核心观点与盈利预测

- 对比李宁，如何看待特步的品牌升级之路？ 相同点：18年以后运动鞋服市场国货崛起不断，二者的成功均为发现运动细分市场的崛起机遇，并尽力占领消费者心智，李宁开创国潮运动风、特步则抓住跑步运动快速发展机遇。不同点：李宁的品牌升级是品牌先行，2018年中国李宁品牌的推出带动李宁大货品牌力上行；特步的品牌升级则是产品先行，2019年底推出专业碳纤维板跑鞋160X系列，在专业跑鞋圈率先建立口碑。
- 从时尚运动到跑步专业运动，特步的战略变革。 2014年以前特步定位时尚运动品牌，历经行业库存危机后，15年开始增加对专业运动侧重，聚焦跑步运动，1) 产品端：加码研发，推出动力巢、减震旋、柔立方等技术赋能跑鞋产品；2) 营销端：持续赞助马拉松等专业跑步赛事，合作田协、马拉松运动员强化专业运动品牌形象；3) 渠道端：九代店造型酷炫，新开店以200平+中大店为主，主攻2、3线城市，逐步升级渠道。在时尚运动方面，公司仍蓄力发展，21年公司推出XDNA项目，并发布特步少林新品系列，融入中华传统武术文化重塑时尚运动线。从21年净利率来看，李宁为17.7%、安踏体育为16.6%，特步国际为9.1%（特步主品牌为12.0%），在利润率方面公司仍有较大提升空间。
- 公司自2019年起开启多品牌战略，与Wolverine合资销售索康尼、迈乐品牌进军跑步、户外登山领域，同年完成对运动时尚品牌盖世威和帕拉丁的收购，完善高端时尚运动布局。对比安踏体育，特步的多品牌之路刚刚起步，预计未来几年仍将以主品牌发展为主、兼顾多品牌。
- 盈利预测： 预计公司2022-2024年营收为126.9、156.5、191.1亿元，同增26.8%、23.3%、22.0%；归母净利润为11.7、14.9、18.5亿元，同增29.1%、27.2%、24.2%，对应PE为27、21、17倍，给予“买入”评级。（2022/7/11收盘价）。
- 风险提示： 新冠疫情反复影响消费、大店坪效提升不及预期、新品牌持续亏损等

# 目录

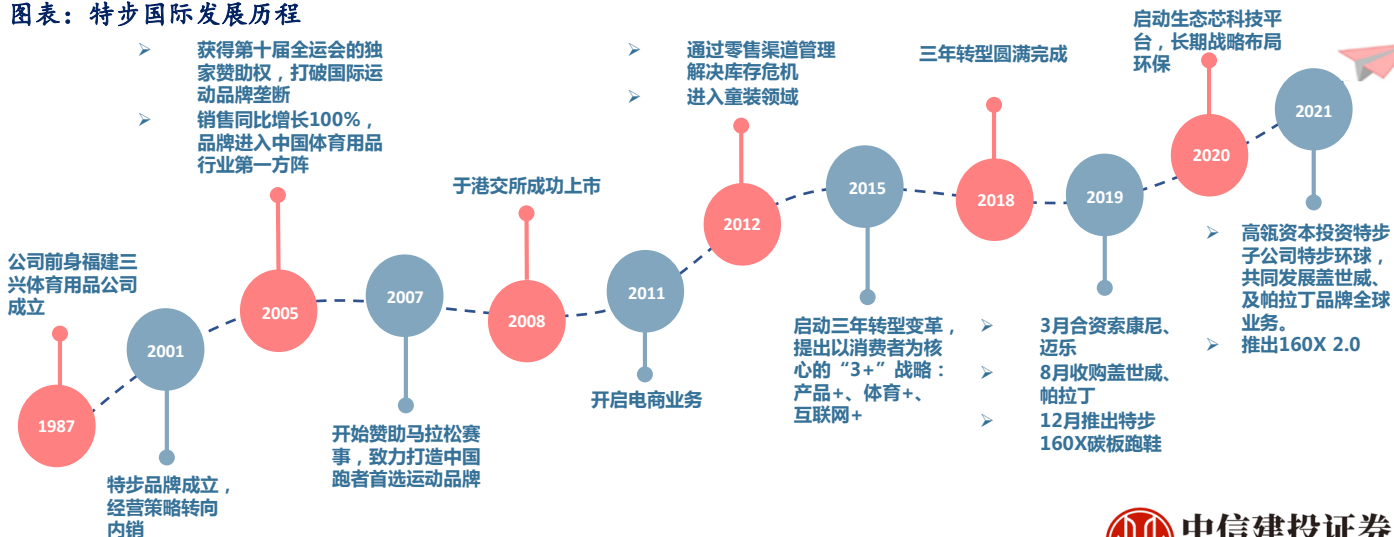
---

- 第一章 三年磨一剑，160系列树立特步专业跑步品牌形象
- 第二章 对比李宁安踏，当下阶段的特步有什么同与不同？
- 第三章 从特步到盖世威索康尼等，逐步开启多品牌运营
- 第四章 盈利预测与风险提示

# 特步国际：主品牌特步为第三大国货运动品牌，从运动时尚到专业跑步，逐步打造跑步国货第一品牌形象

- 特步国际前身以OEM代工起家，2001年特步主品牌成立，经营重心逐渐转向自主品牌。2007年特步战略侧重在跑步领域，通过合作马拉松等跑步赛事逐渐树立“爱跑步，爱特步”品牌形象。2015年公司启动三年转型变革，提出以消费者为核心的“3+”战略，在保留时尚性加强专业性的提升，陆续推出动力巢、减震旋、柔立方等核心专利，提升产品科技赋能。2019年12月公司推出特步160X碳板跑鞋，并不断迭代（目前已到3.0x），在专业级跑步领域快速建立影响力。
- 2019年起公司开启多品牌战略，3月与Wolverine成立合资公司，开展索康尼及迈乐品牌旗下鞋履、服装及配饰的合作，进军高端跑步、户外登山运动领域。同年完成对盖世威和帕拉丁品牌的收购，完善高端时尚运动布局，目前已形成涵盖大众、专业、时尚三大细分市场的品牌矩阵。






图表：特步国际发展历程



# 特步品牌以大众运动为主，盖世威&帕拉丁定位时尚运动，国内合资经营品牌索康尼/迈乐定位专业跑步/登山运动

- 特步主品牌定位大众运动市场，2021年营收88.4亿元，占总营收比重88%。
- 2019年公司以2.6亿美元收购E-Land USA所有已发行股份，E-Land USA为品牌盖世威（K-SWISS）和帕拉丁（Palladium）的最终所有者，特步国际自此获得两品牌全球经营权，两个品牌均定位高端运动时尚市场，其中盖世威聚焦网球鞋服，是美国的传统网球鞋品牌之一；帕拉丁定位城市机能风潮流运动，主打时尚军靴。21年两品牌合计收入9.71亿（占比9.7%）。
- 2019年特步与Wolverine合作成立合资公司（各出资1.55亿元，持股50%），共同在中国大陆、香港及澳门经营索康尼（saucony）和迈乐（merrell）品牌，两品牌分别面向专业跑步运动、登山运动市场，定位更高端。两品牌21年合计给公司贡献收入2.0亿（占比2.0%）。

图表：特步国际品牌矩阵

品牌性质	品牌	logo	品牌定位	时间	2021年营收	2021年毛利率	2021年门店数
大众运动	特步		定位大众运动，专注跑鞋领域	2001年内生孵化	88.41亿元	41.4%	6151家门店，主要由授权分销商经营
	盖世威		定位高端时尚运动，网球鞋代表品牌	2019年收购全球品牌	9.71亿元	44.6%	亚太区44家自营店
时尚运动	帕拉丁		定位城市机能风潮流运动，主打军靴				亚太区59家自营店，中国内地25家自营店
专业运动	索康尼		定位高端双精英人群，产品覆盖专业、生活跑步装备	2019年与Wolverine公司合资国内公司，持股50%	2.01亿元	40.3%	中国内地44家自营店
	迈乐		美国顶尖科技户外品牌，主打登山运动鞋				中国内地6家自营店

# 2014年以前特步定位时尚运动品牌，15年定位变革为体育时尚品牌，增加对专业运动侧重，主要发力跑步运动

- 特步自2008年上市至2014年，定位“时尚运动”，尝试打造国内领先时尚运动品牌。随着国内运动服饰行业渠道快速扩张后库存危机（2010-2012年）的到来，2015年特步开启为期3年战略变革，将品牌定位转变为“体育时尚品牌”，增加对专业运动侧重，跑步为核心发力点。
- 2016年特步进一步聚焦提升专业体育形象，营销转为以体育为重点，而非明星。提升“中国跑者的首选品牌”的形象。产品端，采用新一代X-Dynamic Foam动力巢、Reactive Coil减震旋、Air Mega气能环，在支撑、缓震及回弹方面各具特色，以提高跑者表现。服装产品也推出冰纤科技、XTEP-WARM等新材料，适应不同跑步场景。

时间	特步国际年报中关于品牌定位、战略发展的表述
2008	本集团积极建构结合体育和娱乐的差异化营销策略， <u>继续加强特步于时尚运动用品行业的领导地位</u>
2009	锐意成为世界领先的 <u>时尚运动品牌</u>
2010	特步品牌为首个成功将体育元素揉合时尚设计的中国品牌之一， <u>且定位为首个中国时尚运动品牌。</u>
2011-14	特步是中国领先的 <u>时尚运动品牌</u>
2015	2015年对特步而言是变革的一年， <u>从时尚运动用品品牌变革为体育时尚品牌</u> 。跑步已成为本集团的新焦点，并已在本集团所有业务方面实行，包括产品设计、品牌营销及零售管理。
2016	2016年进一步深化了向体育时尚品牌的转型。跑步仍是本集团聚焦的核心体育类别，特步的 <u>专业体育形象</u> 已被目标消费群广泛接受。 <u>自转以体育营销为重点开始</u> ，2016赞助或举办高达44场马拉松及跑步赛事。为提升「中国跑者的首选品牌」的形象，我们与更多体育代言人签约，例如短跑运动员谢震业。
	<u>转变了鞋履产品设计的角度，由单一技术系列，改为结合不同科技，以打造最适合中国跑者需求的产品</u> 。我们继续采用新一代「动力巢」、「减震旋」及「气能环」核心技术，在支撑、缓震及回弹方面各具特色，以提高跑者表现。服装产品与鞋履同步，使用「冰纤科技」、「XTEP-WARM」等新材料，从消费者需求出发， <u>打造特步成为跑者的首选品牌</u> 。

# 特步17年提出保留运动生活品类，与专业产品同步发展，对休闲系列变革，2021年推出XDNA，提出专业、时尚双轨

- 2017年随着品牌调整逐渐凸显成效，以及原有库存逐步出清。特步自17年开始对传统优势的运动生活/休闲板块业务重新梳理，逐步取消了运动生活类产品按年龄划分、针对年轻消费者的校园及都市两个系列的休闲服装。自2018年起，特步运动生活产品将按风格分为三个系列：都市、街头、活力。2020年推出少林合作系列，2021年推出定位高端时尚的XDNA，拓展专业、时尚双轨同步发展。

时间	特步国际年报中关于品牌定位、战略的表述
2017	<p>自转型为体育时尚品牌起，不断提高特步跑步产品的技术含量。然而，我们并未放弃作为最时尚的体育品牌之一的优势，因此我们保留约一半为运动表现产品、一半为运动生活产品的产品组合。特步产品在这两个方面均不断升级。我们相信随着运动参与度的提高及「休闲运动」的兴起，2018年这两种产品类别的收益皆会增加。</p> <p>在运动生活产品方面，我们重新打造的特步产品更与国际时尚接轨。于2017年间，本集团逐步取消了运动生活类产品按年龄划分、针对年轻消费者的校园及都市两个系列的休闲服装。逐步取消这些产品意味着通过减少新产品出货以清理渠道存货，故影响了本集团的收益。自2018年起，特步运动生活产品将按风格分为三个系列：都市、街头、活力。随著中国消费者的时尚感愈趋个性化，每个新系列都迎合了不同的风格需求及更宽的消费者年龄段。向更宽泛年龄段的消费者提供高性价比的产品，让本集团能够占领消费能力不断提升的较低线城市，满足其提升时尚风格的需求。运动生活类鞋履产品多半归于特步已注册的「π系列」，鞋面采用「π」标志，而非特步传统的「X」标志。我们在此注册商标下已与及会更进一步与明星和第三方知识产权进行合作。</p>
2018	在2018年，我们的时尚运动产品与国际运动休闲风接轨。其按照风格划分为三个不同系列：都市、街头、活力，以满足不同消费者需求。我们的运动生活类鞋履产品采用更柔和的「π」标志，以商标「π系列」面市。我们亦与明星代言人和第三方知识产权合作，推出各种针对年轻一代的跨界产品。
2019	推出最新款专业跑鞋160X。此款轻量跑鞋为中国专业马拉松跑者量身定制。旗舰跑鞋产品，进一步提升品牌专业性。
2020	于2020年6月发布了我们的代表产品「驷速」系列和「特步x少林」系列，同时于2020年11月在厦门开设了首家多品牌集合店「X-STREET」
2021	我们的代表产品「160X」专业跑鞋系列，以及2021年推出的高端厂牌「XDNA」获好评，标准着我们的双轨战略行之有效。

数据来源：公司公告、中信建投



# 2019年特步推出马拉松级专业碳板跑鞋160X，凭借优异性能和极佳赛事成绩，成功实现专业跑鞋口碑建立

- 2019年12月，特步推出专业碳纤维板跑鞋160X系列（零售价999元），在2019年的柏林马拉松中我国选手董国建穿着160X跑出了当时中国选手历史第二好的成绩，使得160X迅速打开知名度。
- 近两年160X持续升级，推出迭代产品160X 2.0、160X PRO、160X3.0及价格稍低的260系列速训鞋（玻纤板），在2021年4月厦门马拉松中3小时内完成马拉松选手穿着160X系列跑鞋比率超过50%。

图表：2019年底特步推出160X马拉松级碳板跑鞋



图表：特步跑鞋产品发展历程



# 根据悦跑研究所统计，21年特步160X 2.0跑鞋在国产男性跑鞋欢迎度排名第一，160X系列销量预估在30万双级

图表：2021年最受男性跑者欢迎跑鞋榜

排名	国产品牌	产品	图示	国际品牌	产品	图示
1	特步	160X 2.0		Nike	Air Zoom Pegasus 37	
2	乔丹体育	飞影PB		Nike	Zoom Fly 3	
3	特步	竞速160X		adidas	ULTRABOOST 20	
4	李宁	超轻18代		Nike	Air Zoom Pegasus 36	
5	李宁	赤兔4		Nike	Air Zoom Tempo NEXT% FK	
6	多威	MR90201 战神2代		ASICS	GEL-KAYANO 27	
7	多威	MR3900征途		Nike	Zoom X Vaporfly NEXT% 2	
8	乔丹体育	飞影		Nike	Air Zoom Pegasus 38	
9	李宁	绝影Essential		ASICS	GEL-Nimbus 23	
10	特步	160X PRO		ASICS	GT-2000 9	

# 对比国际品牌竞速碳板跑鞋，特步160X系列拥有高性价比

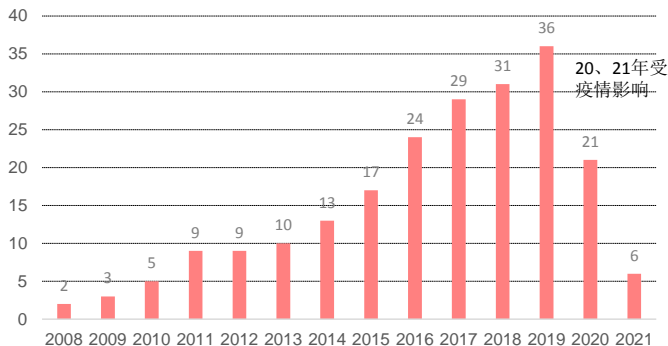
品牌	上市时间	产品	图示	吊牌价格(元)	技术介绍
特步	2021.03	160X 2.0		999	超弹尼龙发泡中底材料加厚，全掌碳纤维板加持，超耐磨防滑鞋底，轻量化鞋身设计
	2021.07	160X PRO		1199	缓震推进系统升级，全掌碳板设计，出众动力巢PB高效缓震，CPU防滑大底
Nike	2019.04	Vaporgly NEXT%		2099	加垫ZoomX泡棉中底材料，中底增厚，内置全掌铲型碳纤维板
	2020.06	Alphafly NEXT%		2299	一体式全掌Flyplate碳纤维板结合ZoomX泡棉和Air Zoom气垫，前掌气垫采用非排设计
Adidas	2020.05	adizero Pro		1599	中底采用经典缓震材料BOOST和LIGHTSTRIKE，CARBITEX碳纤维板
	2020.09	adizero Adios Pro		1499	中底采用EnergyRods能量碳柱科技，嵌入两层LightstrikePRO泡沫材料之中，辅以尼龙和碳纤维融合的后跟稳定片
	2021.06	adizero Adios Pro 2		1899	LIGHTSTRIKE PRO与ENERGYRODS科技的组合，革新中底泡棉形态
Asics	2021.06	Meta Speed Sky		1690	FlyteFoam BLAST Turbo缓震中底，ASICSGRIP轻量橡胶大底，弧形鞋底设计，工程网眼鞋面
	2021.09	Magic Speed		990	AHAR 外底技术，GUIDESOLE动能弧科技，FF BLAST 轻量弹性中底
SAUCONY	2021.07	Endorphin Speed 2		980	全掌PWRRUN PB中底，FORMIT三层适应系统，鞋面全新MONA纱材质
On Running	2020.07	Cloudboom		1490	双层Cloud镂空模板，双层CloudTec缓震系统，单层轻质工程网眼鞋面
Hoka	2022.03	Carbon X3		1499	一体针织工程网面，新一代模压泡棉中底，碳纤维板，激进型滚动平衡科技，EVA融合橡胶外底

10 数据来源：各品牌官网、各品牌天猫旗舰店、中信建投

# 赛事营销方面，2007年以来特步持续赞助马拉松赛事，与中国田协、马拉松运动员合作强化专业品牌形象

- 特步致力于打造大众跑者首选品牌，自2007年起在马拉松等专业跑步赛事领域持续发力。2008-2021年共赞助215场马拉松赛事，是国内赞助马拉松赛事最多的运动品牌。
- 通过合作协会及专业跑步赛事运动员强化专业运动品牌形象，2019年特步与中国田协联合推出“国人竞速”计划，设立奖金激励成绩优异选手，致力打造中国的跑步文化和马拉松符号。2021年特步共赞助25名中国内地参与各项运动的专业运动员，包括获得东京奥运会马拉松项目参赛资格的董国建、彭建华、杨绍辉和白丽。

2008-2021年特步赞助马拉松赛事场数



图表：特步赞助多名马拉松专业运动员

图表：特步赞助的马拉松赛事



11 数据来源：公司公告<sup>1、2、3</sup>、中信建投

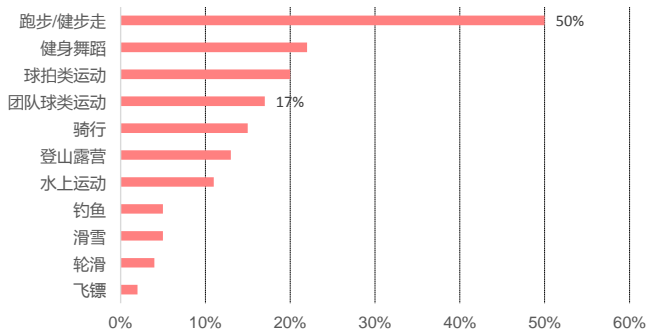
# 跑鞋占特步功能鞋比重约70%，功能鞋年销量2000万双级，中端代表产品为动力巢、减震旋，吊牌价在499元

系列	适用对象	产品	图示	吊牌价格	产品特点
精英系列 (900-1200元)	专业/精英跑者 (参加马拉松赛事， 追求高性能跑鞋的跑者)	特步300X 2.0		999	全掌碳板推进系统，轻量化鞋身，超弹尼龙发泡中底，超耐磨止滑CPU大底
		特步160X 2.0		999	超弹尼龙发泡中底材料加厚，全掌碳纤维板加持，超耐磨防滑鞋底，轻量化鞋身设计
		特步160X PRO		1199	缓震推进系统升级，全掌碳板设计，出众动力巢PB高效缓震，CPU防滑大底
专业系列 (500-800元)		特步100		599	壳状结构稳定装置，高弹发泡材料，双叉前进推进片，360°环抱鞋舌布局，适配青少年的鞋腔空间
		特步260		699	全新升级动力巢X科技，ETPSIU弹性材料，CPU防滑大底，透气飞织鞋面，3M反光条保护，后跟加厚泡棉
大众系列 (300-500元)	普通跑者 (追求功能性和舒适感兼备的跑者)	动力巢		499	动力巢科技材料为中底赋能，高能回弹；斜侧TPU提供稳健保护；透气网面
		减震旋		499	鞋底螺旋结构加强缓震性能；鞋底MONO纱一体织造，有效散热；后跟环绕TPU，保护脚踝
	初级跑者 (运动中重视舒适感的跑者)	柔立方		339	柔立方科技，全方位立体构造设计：外层泡棉材质，内层45度软料，双密度鞋底，流线型“热切”工艺
		气能环		439	一体织鞋面，后跟采用环保式TPU，AIR MEGA一体式气垫大底
		聚能弹		439	韧性有机分子结合，软而不塌；聚能弹3.0科技大底搭载透气面料；鞋后跟TPU设计
	氢风		499	氢风科技创新镂空足通道，快速散发多余热量；一体织面料，加大透气性	

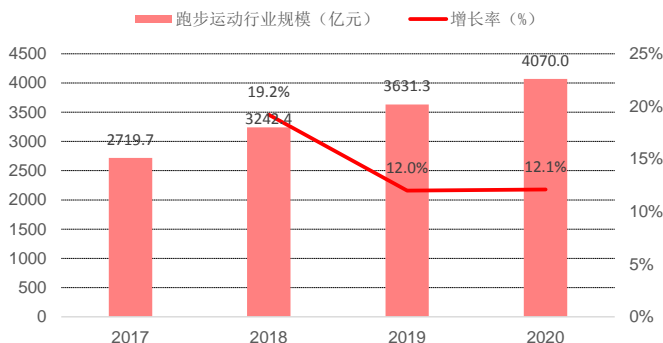
# 国内跑步行业发展晚于篮球、运动时尚，疫情催化下，室内活动受限，个人跑步等户外运动快速发展

- 受疫情影响，相较于户外跑步，篮球等赛事开展受到更多限制，个人跑步等户外运动则越来越受到运动爱好者青睐。根据丁香医生联合迪卡侬发布的《2020大众运动健康报告》，国内运动消费者参与跑步/健步走比例达到50%，远高于团队球类运动（篮球、足球等）的17%。
- 国内跑步行业规模快速增长。根据艾瑞咨询，2020年跑步运动行业规模超过4000亿元，2017-20年CAGR达14.4%。国内跑步规模赛事规范化快速提升，2020年国内共举办规模赛事超1900场，同比增长11.8%，参赛人数达1000万人次。

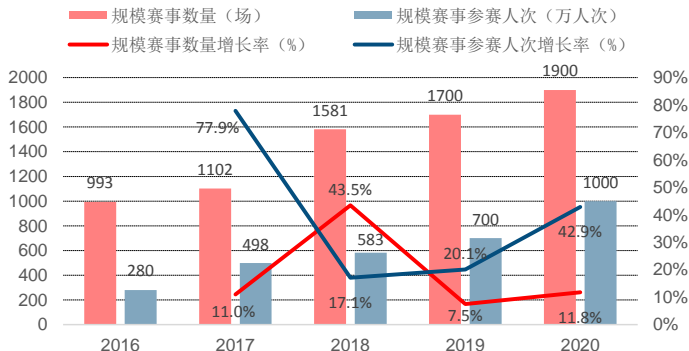
2020年迪卡侬调研国内消费者参与运动项目比例



2017-2020年中国跑步运动行业规模



2016-2020年国内规模赛事数及参赛人数

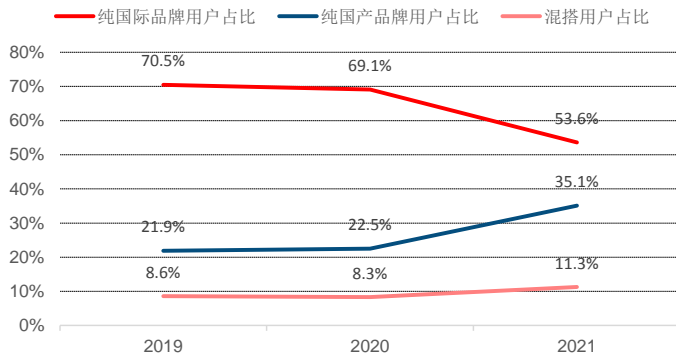


13 数据来源：丁香医生&迪卡侬《2020大众运动健康报告》<sup>1</sup>、艾瑞咨询《中国跑步服务行业报告2019》<sup>2</sup>、悦跑圈《2021年度中国跑鞋大数据报告》《2021年度中国跑步运动白皮书》<sup>3</sup>、中信建投

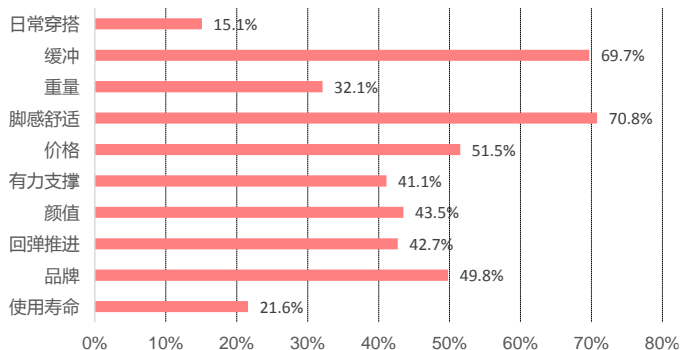
# 2021年国产跑鞋穿着率创新高，跑鞋消费价格集中在300-900元（占比达72%），与特步跑鞋价格带高度重合

- 消费者对国产跑鞋品牌接受度逐步提升。近年来国产跑鞋品牌力提升显著，根据悦跑圈对其用户的数据统计，国产品牌在跑者群体中的穿着率快速提升，纯国产品牌用户占比从2020年的22.5%上升至35.1%，混搭用户占比上升至11.3%。
- 根据悦跑圈数据，2021年跑者购买跑鞋实际到手价主要集中在300-900元区间，占比达72%（处于特步跑鞋主要价格带）。跑者在选购跑鞋时最关注的跑鞋特性是舒适度和缓冲，性价比和品牌影响力也是影响消费决策的重要因素。

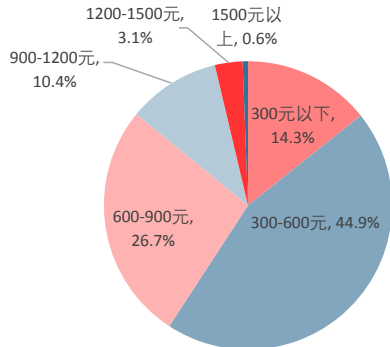
2021年度不同品牌用户占比变化



跑者选购跑鞋关注点占比分布



2021年跑者购买跑鞋实际到手价区间

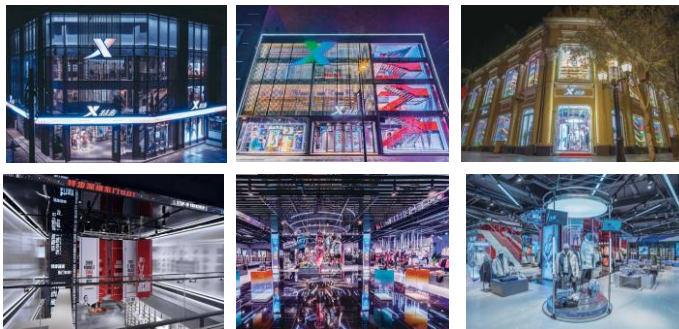


# 渠道升级：特步线下均为批发模式，第九代店大店大幅提升展示效果；二线城市市占比达20%，未来将持续提升

- 特步品牌线下渠道全部采用经销模式，渠道管理扁平化，近年来特步品牌门店总数虽保持相对稳定（21底6151家），核心品类为跑步和运动时尚，21年平均面积为135平左右，低于李宁（约190平），公司开中/大店关小店持续进行中，总门店面积持续提升。
- 当前公司新开门店绝大部分采用2020年推出的第九代门店形象，面积在200平以上，以在2-3线城市开店为主。公司线下渠道重心聚焦于2-4线城市，2线城市目前占比20%，未来将持续提升。



图表：特步第九代门店形象

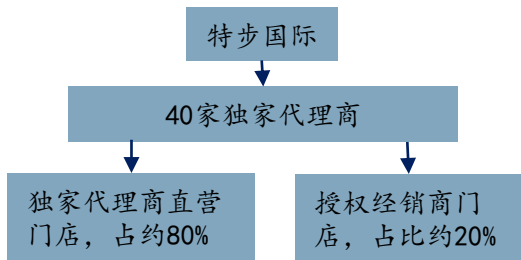


深圳市

长春市

哈尔滨市

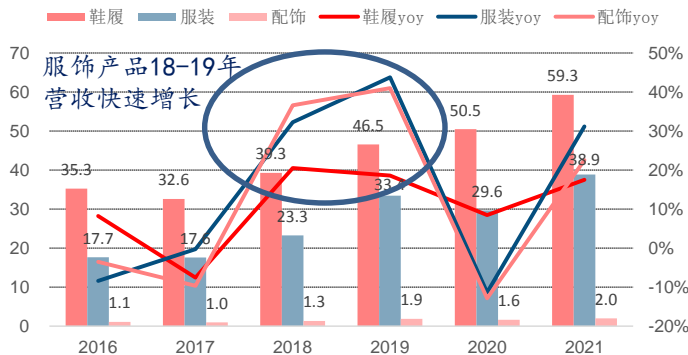
图表：特步线下经销结构



# 鞋类增长快速稳定，疫情下刚需性凸显；乘运动时尚东风，通过上下衣套装化销售，18-19年服装亦实现快速增长

- 15-17年特步为应对库存问题进行“三年整改”（晚于安踏李宁），对从供应链到渠道、从产品到营销等各方向进行升级变革，其中着重聚焦于鞋类产品。
- 18年开始，特步重点对服饰产品进行改革调整。推出故事包，增加上下服装的套装化销售，连带率迅速提升。叠加运动时尚行业需求快速增长带动，18-19年公司服饰产品实现快速增长，增速超过鞋类产品。

特步国际分品类收入（亿元）



图表：特步品牌服装推出不同套装，增加连带销售



图表：特步品牌服装科技

<p><b>助力运动 畅快乾爽</b> XTEP - DRY</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>乾爽</b> 瞬間吸收人體產生的汗液並快速傳導至衣物外層蒸發，保持服裝內層及肌膚持續乾爽</li> <li><b>吸濕透乾</b> 助你在運動過程中保持乾爽舒適，提升表現</li> </ul>	<p><b>助力運動 水感清爽</b> XTEP - COOL</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>隔水冰絲</b> 創新絲綢密面料，納入快速導熱與散熱技術，升級冰涼觸感，持久清爽</li> <li><b>冰感家族</b> 創新絲綢混面料，納入快速導熱與散熱技術，畅享冰感舒適體驗</li> </ul>	<p><b>提升運動 舒適自如</b> XTEP - COMFORT</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>專業防護</b> 專業防污塗層，防油、防污、防汗、防塵、防污、防汗、防塵、防污、防汗、防塵</li> <li><b>吸濕</b> 特殊的空間立體結構，保持衣物持久乾爽</li> <li><b>親膚一體</b> 無縫一體成型，體感柔軟親和，完美融合身形，為你帶來舒適體驗</li> <li><b>運動彈性 — 中級</b> 特殊特種纖維及超細纖維，賦予衣物超強彈力，保證運動時有充足自由的伸展空間</li> <li><b>運動彈性 — 高級</b> 超強特種纖維，增強纖維彈性，提升運動舒適感</li> <li><b>運動彈性 — 高級</b> 融入人體工學原理，多維度提升運動時的舒適感與靈活性，助力你輕鬆突破極限</li> <li><b>吸止</b> 具有超強彈性的面料，反應敏捷不變形；同時柔軟大膽，寬鬆舒適，手感極佳</li> <li><b>Sorona</b> 不磨腳的超彈纖維，具有良好回彈力與透氣性，讓你的腳趾自由呼吸</li> </ul>
<p><b>助力運動 生態環保</b> XTEP - ECO</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>可降解聚乳酸</b> 採用玉米等天然材料製成的聚乳酸纖維，可較快降解，實現再生利用</li> <li><b>有機棉</b> 綠色有機棉，絕天然無污染；透氣性佳，觸感溫柔柔和，讓你更親近大自然</li> <li><b>再生化纖</b> 採用廢棄塑料瓶或生產廢料等原料製成纖維，實現再生利用，助力節約能源，保護生態平衡</li> </ul>	<p><b>助力運動 全方位防護</b> XTEP - SHIELD</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>防水</b> 帶有防潑水功能，幫助你在潮濕環境下畅享乾爽和舒適</li> <li><b>抗菌</b> 能夠抑制細菌在衣物上的繁殖，消滅異味，保持衣物持久清爽</li> <li><b>抗UV</b> 有利於幫助你在戶外運動時抵抗紫外線輻射的侵襲</li> <li><b>易去污</b> 衣物不易粘附污漬，同時使沾到衣物上的污漬在洗滌中被輕鬆淨除</li> </ul>	

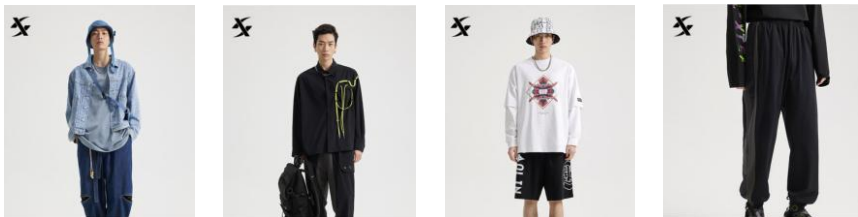
# 运动时尚变革：21年5月特步推出XDNA项目，试水高端线，融入传统武术文化的“特步少林”是首个产品系列

- 运动时尚端特步持续布局，2018年特步启动与顶级国际潮流设计师跨界合作的“XX”项目。2020年开始与少林寺合作，推出“特步X少林”系列。2021年5月进一步推出了全新高端厂牌XDNA，发布首个产品系列“特步少林”。XDNA定位高端时尚运动，定价高于特步品牌传统休闲产品约30-50%。XDNA当前有两家独立门店，约200个销售点。

图表：特步高端厂牌XDNA系列



图表：特步少林系列产品



图表：XDNA系列采用与特步主品牌差异化LOGO

2018启动与顶级国际潮流设计师跨界合作的“XX”项目 → 2020年特步开始与少林寺合作推出“特步X少林”系列 → 2021年推出XDNA，首个产品系列为“特步少林”，“XX”结合少林元素推出新LOGO



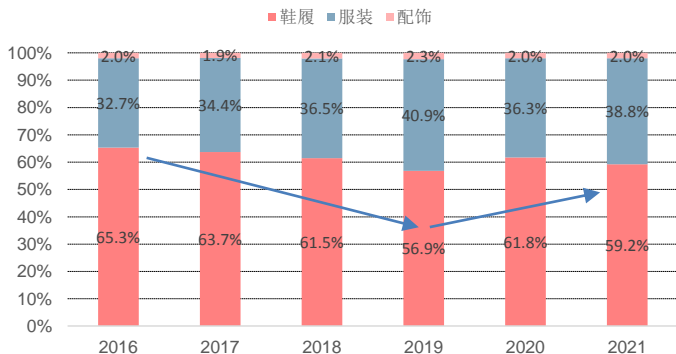
# 特步代言人:从时尚明星走向球星和明星兼顾, 并开始进入女性运动消费圈

图表: 特步历年主要品牌代言人

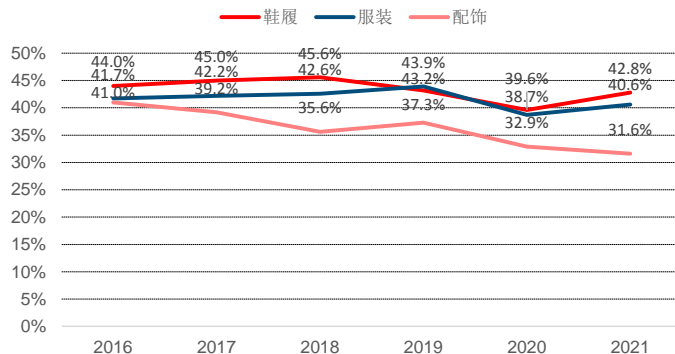


# 21年鞋履产品占比59%，在19年X160系列专业跑鞋推出后占比提升，20年公司毛利率下降系口径调整等所致

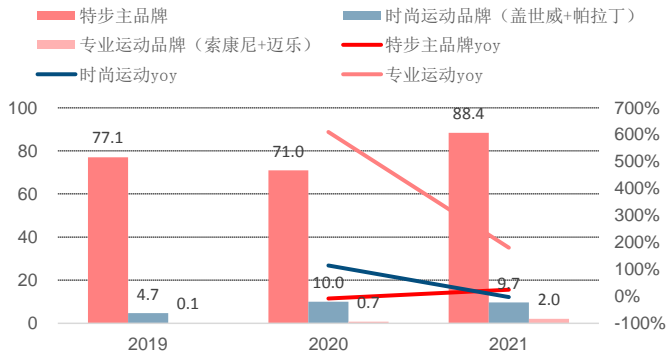
特步分品类营收占比



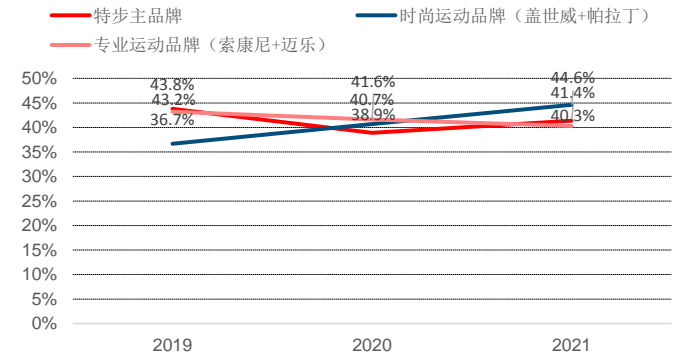
特步国际分品类毛利率



特步国际分品牌收入 (亿元)

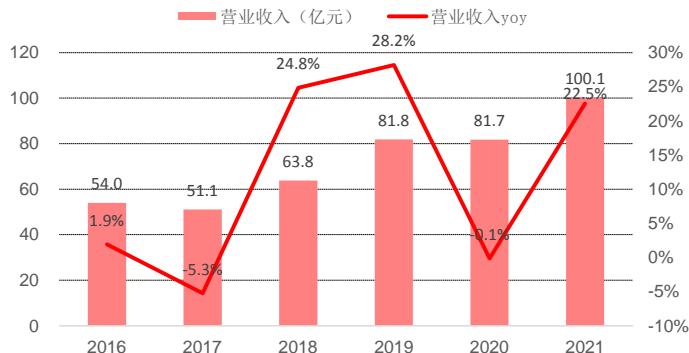


特步国际分品牌毛利率

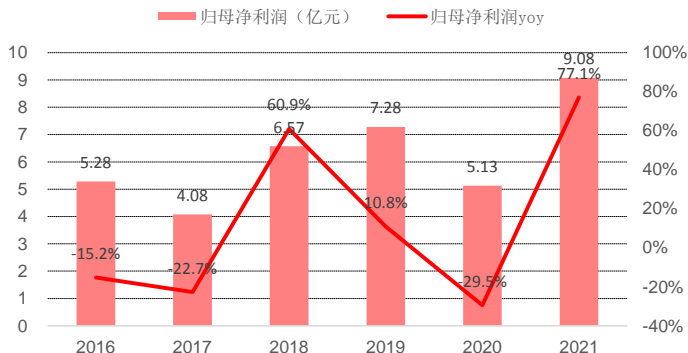


# 21年营收突破百亿里程碑，归母净利润同比高增77.1%， 两年复合增速为11.7%，22Q1国内流水同比增长30%-35%

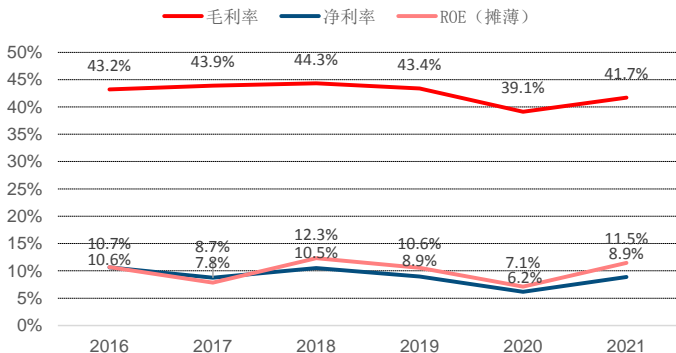
### 特步国际营业收入及同比



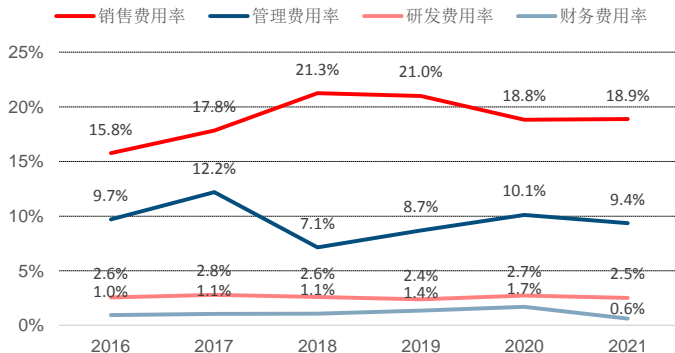
### 特步国际归母净利润及同比



### 特步国际毛利率、净利率及ROE (摊薄)



### 特步国际各项费用率



# 特步品牌市占率近年来稳定保持在国产品牌第三、中国市场第七，近年五年保持在4.5%左右，未来有望提升

图表：2011-2021年中国运动服饰品牌在国内市占率

品牌	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nike	13.5%	14.8%	15.0%	15.6%	17.0%	18.9%	20.1%	20.9%	21.9%	23.6%	23.1%
adidas	10.8%	13.3%	15.0%	14.8%	15.3%	16.1%	18.3%	19.2%	18.8%	17.1%	14.6%
安踏	7.5%	6.5%	6.4%	7.0%	7.8%	8.1%	8.4%	9.0%	9.1%	8.6%	9.3%
李宁	9.8%	7.3%	6.6%	6.6%	6.9%	6.6%	6.2%	6.0%	6.5%	6.8%	8.2%
Fila	0.5%	0.7%	1.0%	1.6%	2.1%	2.3%	2.6%	3.8%	5.5%	6.6%	6.9%
Skechers	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	1.8%	3.0%	3.9%	4.9%	5.3%	5.9%	6.6%
特步	7.6%	7.9%	6.2%	6.4%	6.2%	5.5%	4.4%	4.5%	4.8%	4.5%	4.4%
Converse	1.8%	2.1%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	2.2%	2.1%	2.2%	2.2%
361度	6.2%	5.8%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%	3.8%	3.1%	2.9%	2.7%	2.6%
New Balance	0.9%	1.6%	2.6%	3.6%	3.9%	3.9%	3.0%	2.2%	1.8%	1.6%	1.8%
Puma	-	-	-	-	-	-	-	1.7%	1.9%	2.0%	1.8%
乔丹(国产)	2.4%	1.7%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.7%	1.5%	1.4%	1.2%
Under Armour	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.6%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%
Vans	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.1%
匹克	4.7%	2.9%	2.5%	2.3%	2.3%	1.9%	1.6%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%

# 目录

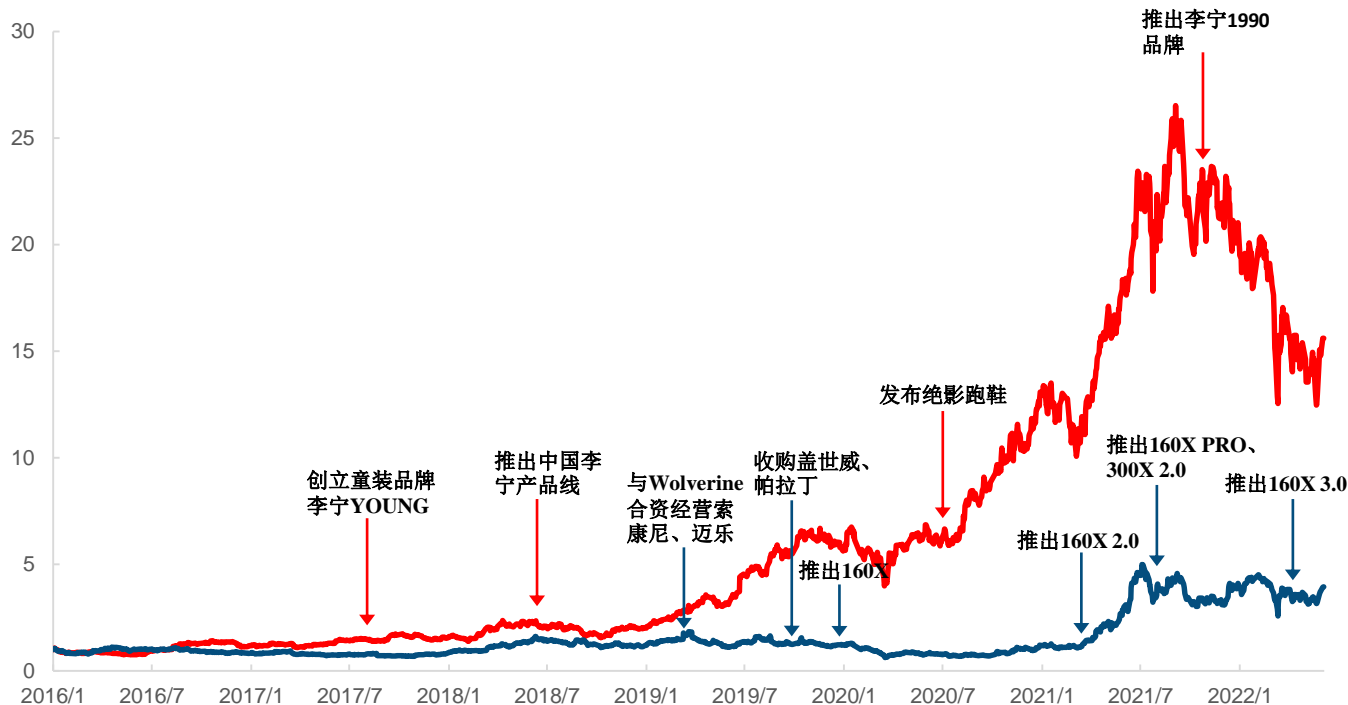
---

- 第一章 三年磨一剑，160系列树立特步专业跑步品牌形象
- 第二章 对比李宁安踏，当下阶段的特步有什么同与不同？
- 第三章 从特步到盖世威索康尼等，逐步开启多品牌运营
- 第四章 盈利预测与风险提示

# 从股价大幅上涨节点看，特步晚于李宁：李宁为2018年推出中国李宁时，特步为2021年3月推出160x2.0专业跑步鞋时

2016年以来李宁、特步股价走势对比（以两公司各自2016年1月4日收盘价为基数）

— 李宁 — 特步



23 数据来源：公司公告<sup>1</sup>、中信建投  
注：图中股价为以2016年1月4日收盘价为基数的相对股价

# 李宁于21年经历了流水增长、利润率提升、估值提升三击，对比来看特步的收入体量更小、潜在增速更快

- 李宁于2021年经历了流水大幅增长、利润率大幅提升、估值提升三击，带动市值大幅提升。
- 与安踏、李宁相比，2021年特步ROE12.0%较低（安踏29.2%、李宁26.9%），主要系净利率较低，原因我们推测主要是：1）其他4个品牌21年亏损1.5亿元，拖累集团业绩，2）特步电商业务针对低端市场产品较多，利润率水平较低。

图表：李宁2017-2021年流水、净利率和估值情况

	2017	2018	2019	2020	2021
整体零售流水增长情况	高单位数增长	10%-20%中段增长	20%-30%高段增长	低单位数增长	50%-60%高段增长
净利率	5.8%	6.8%	10.8%	11.7%	17.7%
区间平均PE (TTM)	25.9	25.6	39.3	48.4	78.1

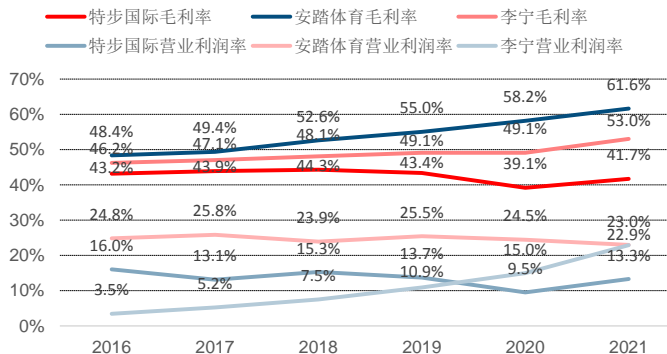
图表：安踏、李宁、特步2021年ROE拆分

	安踏体育	李宁	特步国际
ROE	29.2%	26.9%	12.0%
净利率	16.6%	17.7%	8.8% (主品牌约为12%)
毛利率	61.6%	53.0%	41.7%
销售费用率	36.0%	27.1%	18.9%
管理费用率	3.7%	3.1%	9.4%
研发费用率	2.3%	1.8%	2.5%
营业利润率	23.0%	22.8%	13.3%
资产周转率	0.86	1.01	0.74
权益乘数	2.16	1.51	1.79
21年收入 (亿元)	493.3	225.7	100.1

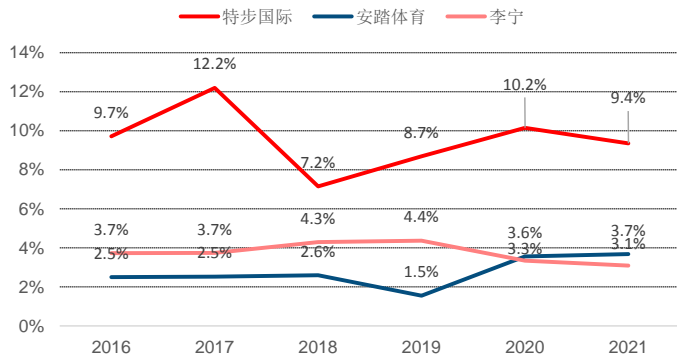
<sup>24</sup> 注：表1中的PE采用每年最后一个交易日市值除当年归母净利润  
数据来源：公司公告、中信建投

# 拆解特步和安踏、李宁利润率差异：特步当前毛利率较低，费用率仍有改善空间，研发投入比率最高

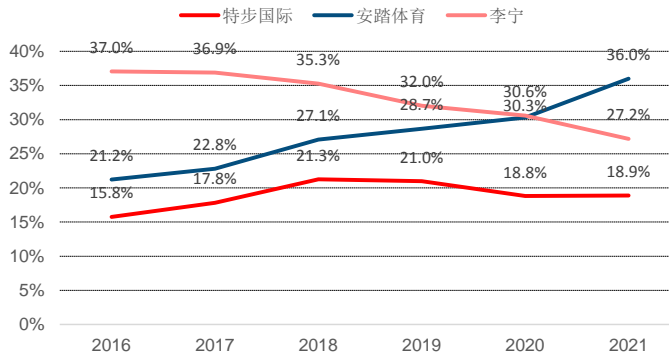
特步国际、安踏体育、李宁毛利率及营业利润率



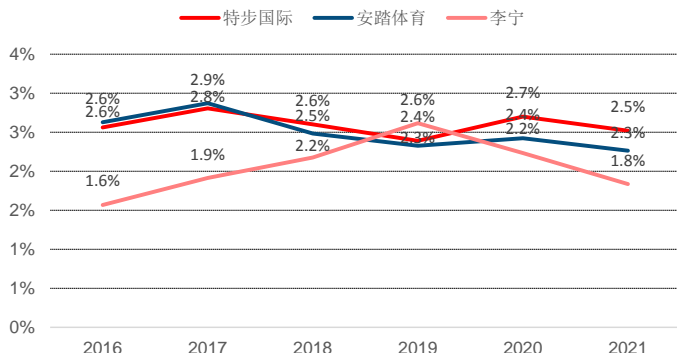
特步国际、安踏体育、李宁管理费用率



特步国际、安踏体育、李宁销售费用率



特步国际、安踏体育、李宁研发费用率



# 当下阶段特步电商兼顾低线市场，通过专供SKU丰富价格带，现阶段电商利润率低于李宁

- 2020-21年特步线上渠道销售占比明显提升。2020年开始受到疫情对线下零售环境的影响，特步在线上渠道积极发力，线上渠道营收占比实现快速提升，2020年占比达到约25%，2021年进一步提升至约30%。
- 特步的线上渠道定位以增加品牌的覆盖面积为主，线上产品ASP明显低于线下，通过差异化SKU补充价格带，覆盖不同消费人群。特步线下渠道新开门店聚焦于2-3线城市，逐渐减少低线城市门店数量，线上渠道成为增加对低线城市渠道覆盖的核心补充。特步线上渠道的SKU均价低于线下渠道，以特步淘宝官方店为例，销量最高的三款鞋类产品价格为119-169元，而特步线下渠道鞋类产品的均价在300-500元。

图表：特步国际线上渠道营收占比

	2017	2018	2019	2020	2021
特步国际线上渠道占营收比重	超过20%	超过20%	超过20%	约占25%	超过30%

图表：特步淘宝官方店高销量产品价格带低于线下

综合 销量 新品 价格

特步运动短袖T恤男夏季  
本店运动T恤热销第1名  
¥49 券后价 2万+人付款

特步小白鞋女鞋2022年  
本店板鞋热销第1名  
¥119 券后价 2万+人付款

特步男鞋夏季新款运动  
本店运动休闲鞋热销第1名  
¥169 券后价 1万+人付款

特步女鞋轻便跑鞋夏季  
本店跑步鞋热销第1名  
¥119 券后价 1万+人付款

# 目录

---

- 第一章 三年磨一剑，160系列树立特步专业跑步品牌形象
- 第二章 对比李宁安踏，当下阶段的特步有什么同与不同？
- 第三章 从特步到盖世威索康尼等，逐步开启多品牌运营
- 第四章 盈利预测与风险提示

## 2019年先后通过合资/收购，引入专业运动品牌索康尼、迈乐及时尚运动盖世威、帕拉丁，开启多品牌运营

- 2019年3月特步与出资1.55亿元人民币与Wolverine合作成立合资公司，合资公司特步持股50%。共同在中国大陆、香港及澳门经营索康尼 (saucony) 和迈乐 (merrell) 品牌，两品牌分别面向专业跑步运动及登山运动市场，相比特步品牌，产品定位更为专业且高端。
- 2019年8月特步以2.6亿美元收购盖世威 (K-SWISS) 和帕拉丁 (Palladium) 品牌所有公司E-land Footwear USA，自此100%持股盖世威 (K-SWISS) 和帕拉丁 (Palladium) 品牌。两个品牌均定位高端运动时尚市场，其中盖世威聚焦网球鞋服，是美国的传统网球鞋品牌之一；帕拉丁聚焦城市街头风，聚焦街舞市场。

图表：特步国际收购、合资品牌时间、金额及持股比例

获得时间	2019年3月	2019年8月
品牌名	索康尼  迈乐 	盖世威  帕拉丁 
出资金额	1.55亿元人民币	2.6亿美元
持股比例	50%	100%

# 盖世威K-SWISS：以网球运动为核心的运动时尚鞋服品牌

- 盖世威以网球运动起家，于1966年推出全球第一双全真皮网球鞋Classic66小白盾并在首届温网大放异彩，品牌主营功能性网球鞋、休闲鞋服，定位高端市场。
- 自2019年被特步收购并100%持股以来，盖世威已经历2年的品牌重塑，截至21年底在亚太区共有44家直营店，内地6家直营。
- 特步与2021年6月15日发布公告：高瓴认购特步全资子公司特步环球（100%持股 K-SWISS 和帕拉丁）6500万美元可转债（若换股，高瓴将占特步环球约20%股权），以建立战略合作伙伴关系，发展盖世威及帕拉丁全球业务。高瓴在消费品行业资源及经验丰富，预计将助力盖世威及帕拉丁加速发展。

图表：盖世威以网球运动起家



图表：盖世威主要鞋产品系列

系列	图示	价格（元）
小白鞋		990-1290
网球鞋		990-1090
跑鞋		790
老爹鞋		790-1090

图表：盖世威店铺

图表：盖世威经典款网球鞋、小白鞋



# 帕拉丁：全球著名靴子品牌，定位高端时尚、都市、功能

- 帕拉丁成立于1947年，是全球著名靴子品牌，代表产品包括军靴及帆布鞋，定位高端时尚、都市、功能，在国内拥有较高知名度，品牌较为成熟，（2.6亿美元收购E-Land USA股份，100%持股帕拉丁）。截至2021年底在亚太区59家共直营店，其中中国内地25家直营。

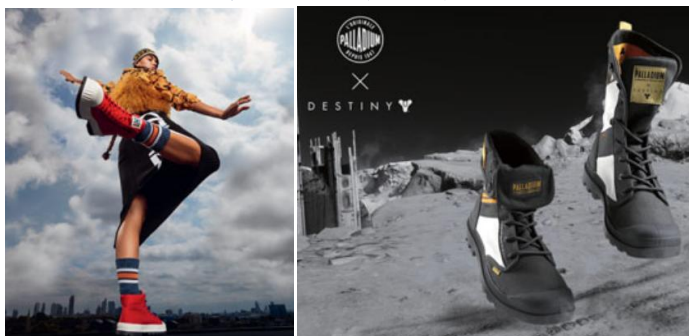
图表：帕拉丁鞋靴产品发展史



图表：帕拉丁不同材质鞋靴产品系列

材质	图示	价格（元）
帆布鞋		210-1100
牛皮鞋		530-1200
尼龙鞋		250-700

图表：帕拉丁与凯卓、天命合作联名系列



# 索康尼为全球著名慢跑鞋品牌，定位高端，产品覆盖专业和生活跑步装备

- 索康尼于1898年在美国成立，定位高端，产品覆盖专业和生活跑步装备，被誉为“慢跑鞋中的劳斯莱斯”，与New Balance、Asics、Brooks并称全球四大慢跑鞋，拥有G. R. I. D, PWRRUN+、PWRRUN PB、FORMFIT等核心科技。公司与Wolverine合作成立合资公司（各出资1.55亿元，持股50%）经营该品牌，截止2021年底索康尼在中国内地有44家直营店。

图表：索康尼产品系列



图表：索康尼针对国内赛事推出城市特别版



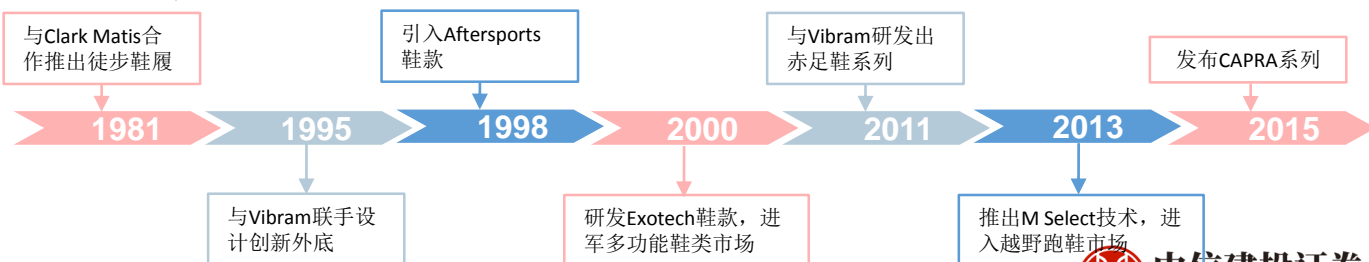
## 迈乐：美国登山运动鞋品牌，产品以舒适性与功能性著称

- 迈乐是美国登山运动鞋品牌，通过高耐用型材质和尖端科技物料打造多元化户外功能系列及科技休闲系列，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，产品以舒适性与功能性著称。公司与Wolverine合作成立合资公司（各出资1.55亿元，持股50%）经营该品牌，截止2021年底索康尼在中国内地有6家直营店。

图表：迈乐登山系列产品



图表：迈乐品牌历史

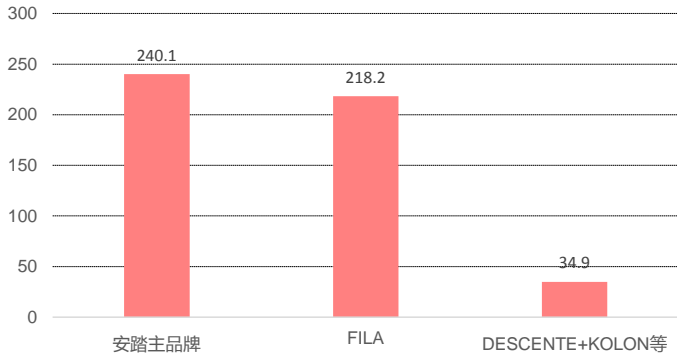


图表：迈乐户外系列

系列	图示	价格（元）
徒步鞋		400-1600
雪地保暖鞋		1800-2200
越野跑鞋		660-1000
溯溪鞋		490-780

# 对比安踏体育，当下特步国际的多品牌运营仍处于早期阶段，未来预计以主品牌发展为主、兼顾多品牌

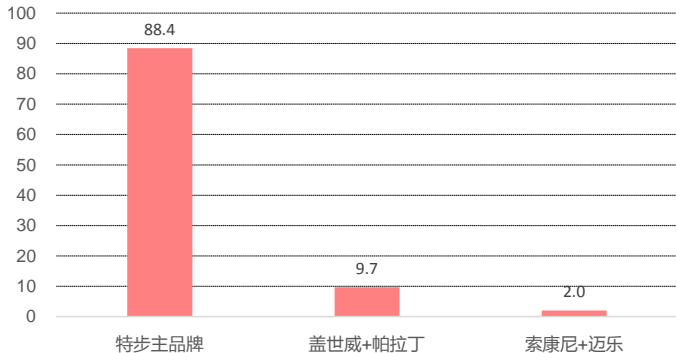
安踏体育2021年分品牌营收（亿元）



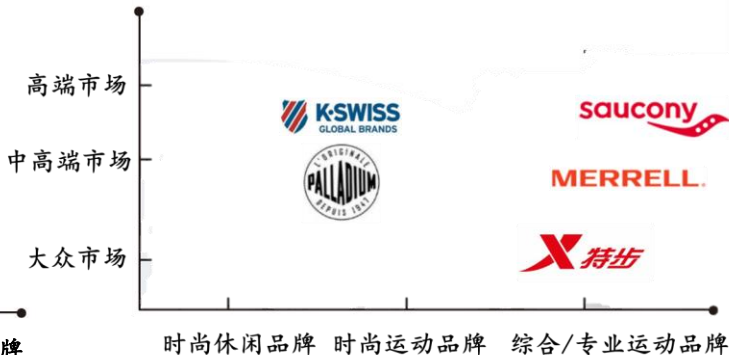
图表：安踏体育品牌矩阵



特步国际2021年分品牌营收（亿元）



图表：特步国际品牌矩阵



# 目录

---

- 第一章 三年磨一剑，160系列树立特步专业跑步品牌形象
- 第二章 对比李宁安踏，当下阶段的特步有什么同与不同？
- 第三章 从特步到盖世威索康尼等，逐步开启多品牌运营
- 第四章 盈利预测与风险提示

# 根据特步五五规划：21-25年营收目标CAGR达24%，特步主品牌计划从88亿达到200亿

- 2021年9月特步推出“五五规划”，根据五五规划目标，目标2025年特步主品牌营收达到200亿元，21-25年CAGR为23%。四大国际品牌2025年目标合计营收达到40亿元，21-25年CAGR为36%。对应公司总营收21-25年CAGR达24%。

图表：特步“五五规划”目标

系列	品牌	2025年收入目标	21-25年收入CAGR
主品牌	特步品牌	200亿	23%
运动时尚	盖世威	16亿	30%
	帕拉丁	12亿	
专业品牌	索康尼	10亿	70%
	迈乐	2亿	

图表：特步国际营收拆分

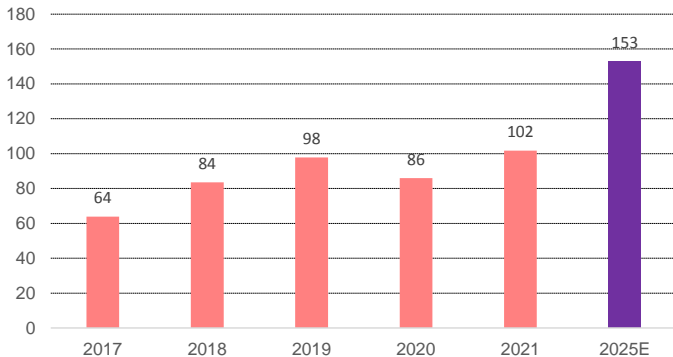
特步国际营收拆分 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
总营收	5,113	6,383	8,183	8,172	10,013	12,692	15,654	19,105	23,000
	yoY	24.8%	28.2%	-0.1%	22.5%	26.8%	23.3%	22.0%	20.4%
特步主品牌	5,113	6,383	7,707	7,101	8,841	11,225	13,657	16,418	19,455
	yoY	24.8%	20.7%	-7.9%	24.5%	27.0%	21.7%	20.2%	18.5%
线下渠道收入	4,091	5,107	6,165	5,326	6,189	7,247	8,366	9,539	10,856
	yoY	24.8%	20.7%	-13.6%	16.2%	17.1%	15.4%	14.0%	13.8%
年末门店数	6,000	6,230	6,379	6,021	6,151	6,351	6,651	6,951	7,251
净增门店数		230	149	-358	130	200	300	300	300
平均门店数	6,400	6,115	6,305	6,200	6,086	6,251	6,501	6,801	7,101
	yoY	-4.5%	3.1%	-1.7%	-1.8%	2.7%	4.0%	4.6%	4.4%
门店平均提货额 (万元/店)	63.9	83.5	97.8	85.9	101.7	115.9	128.7	140.3	152.9
	yoY	30.6%	17.1%	-12.2%	18.4%	14.0%	11.0%	9.0%	9.0%
线上渠道收入	1,023	1,277	1,541	1,775	2,652	3,979	5,292	6,879	8,599
	yoY	24.8%	20.7%	15.2%	49.4%	50.0%	33.0%	30.0%	25.0%
	线上占比	20.0%	20.0%	20.0%	25.0%	30.0%	35.4%	38.7%	41.9%
盖世威&帕拉丁 (运动时尚)			466	999	971	1,165	1,515	1,939	2,423
	yoY			114.4%	-2.8%	20.0%	30.0%	28.0%	25.0%
盖世威									1600
帕拉丁									1200
索康尼&迈乐 (专业运动)			10	72	201	302	482	748	1,122
	yoY			610%	180%	50.0%	60.0%	55.0%	50.0%
索康尼									1000
迈乐									200

数据来源：公司公告、中信建投

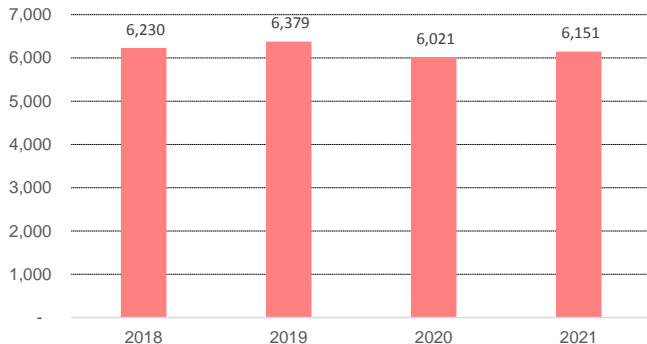
# 五五规划如何实现？特步线下门店预计从6100家增长至7500家级，过去几年店效的提升支持线下渠道进行扩张

- 特步的年平均提货额从2017年的64万元/店提升至2021年的102万元/店，CAGR为12.3%，保持快速提升。未来伴随大店仍将继续提升。
- 除了特步之外，国产品牌中李宁在线下也走向净开店，还有和滔博合作。

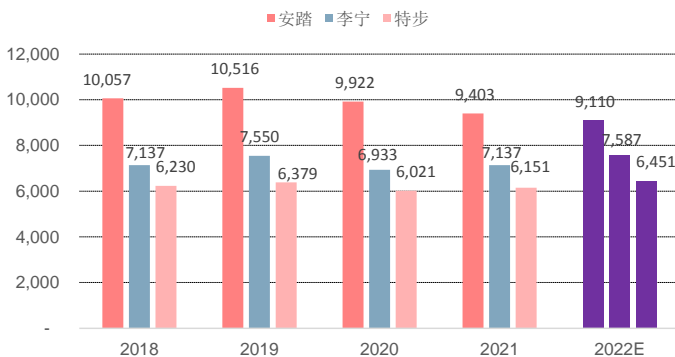
特步门店年平均提货额（万元/店）



特步主品牌门店数

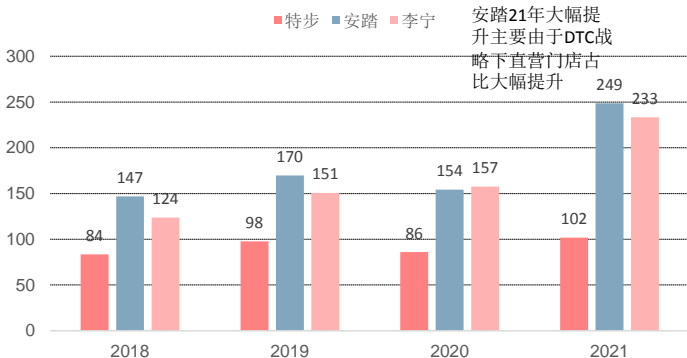


安踏、李宁、特步品牌门店数

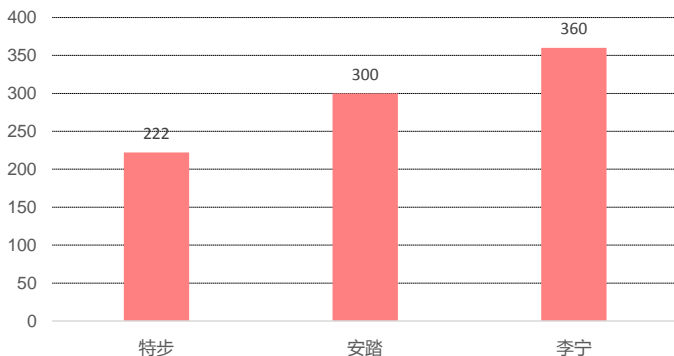


# 如何看待特步未来发展？未来几年预计以跑鞋+运动时尚为主，介于全面综合性运动品牌和垂类运动品牌之间

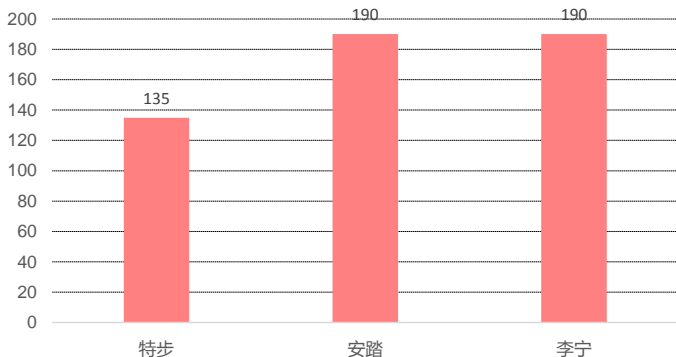
特步、安踏、李宁平均每家门店对公司收入贡献（万元/店）



特步、安踏、李宁2021年平均年店效（万元/店；预估值）



特步、安踏、李宁平均门店面积（平方米/预估值）



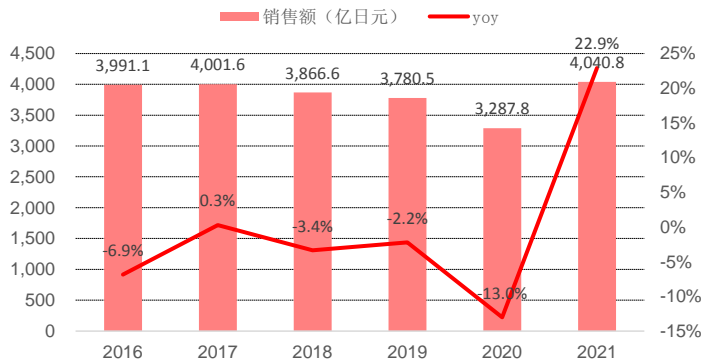
图表：特步、安踏、李宁不同产品类型品牌力对比（10分为三品牌对比相对最高）

	特步	安踏	李宁
篮球	6	9	10
跑步	10	7	9
运动时尚	8	6	10
综合训练	6	9	7.5

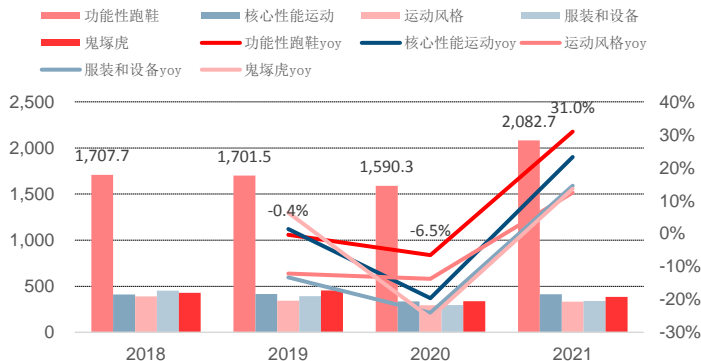
# 如何看待特步跑步业务？以海外跑鞋巨头ASICS为例，跑步赛道能诞生大公司，21年其收入约200亿元人民币

- ASICS：全球慢跑鞋品牌之首，拥有GEL、FlyteFoam等行业领先缓震技术，21年收入约200亿人民币

ASICS销售额



ASICS分品类收入 (亿日元)



图表：ASICS跑鞋产品、技术发展史



# ASICS：跑步产品线持续拓展，五大系列满足不同跑步需求

- ASICS通过产品系列扩充满足不同跑者的多样化需求，目前跑鞋产品线已有竞速、缓震、稳定、高弹跳、高效率五大细分系列。2021年公司推出METASPEED Sky及METASPEED Edge, 分别针对步幅式和步频式的精英跑者，进一步完善在专业跑鞋领域的布局。

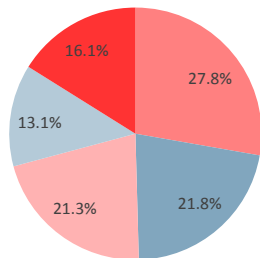
图表：ASICS跑鞋系列

系列名	技术	价格	图例		
竞速系 SPEED	FF BLAST™ 技术 GUIDESOLE™ 技术 AHAR®外底	\$90-250	 METASPEED \$250	 MAGIC SPEED \$150	 HYPER SPEED \$90
缓震系 CUSHION	GEL™ 缓冲技术 FLYTEFOAM™缓冲技术 OrthoLite™护垫	\$90-160	 GEL-NIMBUS \$160	 GEL-CUMULUS \$130	 GEL-PULSE \$90
稳定系 STABILITY	GEL™ 缓冲技术 FLYTEFOAM™缓冲技术 LITETRUSSE™技术 OrthoLite™护垫	\$100-140	 GEL-KAYANO \$140	 GT-2000 \$130	 GT-1000 \$100
高弹跳系 BOUNCE	FF BLAST™ 缓冲技术 GEL™ 缓冲技术 FLYTEFOAM+™缓冲技术 AHAR®外底	\$100-180	 GEL-KINSEI BLAST \$180	 NOVABLAST \$130	 DYNABLAST \$100
高效率系 EFFICIENCY	FLYTEFOAM™缓冲技术 GUIDESOLE™ 技术 GEL™ 缓冲技术 AHAR®外底 FF BLAST™ 技术	\$120-250	 METARIDE \$250	 GLIDERIDE \$150	 EVORIDE \$120

# ASICS：凭借领先的产品力，顺利拓展全球市场，21年日本本土收入占比仅为21.3%，市值巅峰时超60亿美元

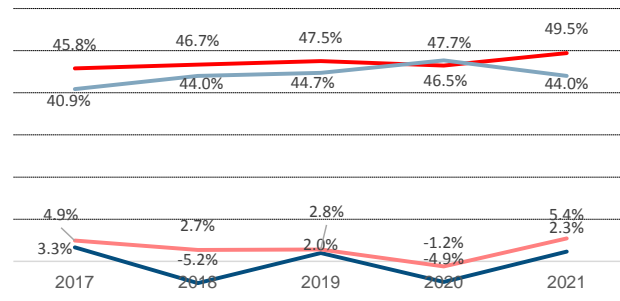
ASICS分地区营收拆分（2021）

■ 欧洲 ■ 北美 ■ 日本 ■ 中国市场 ■ 其他地区

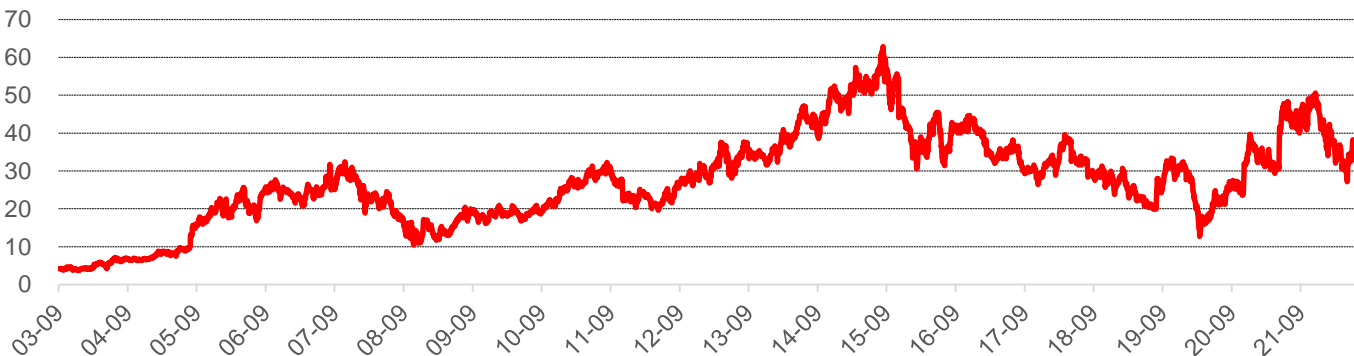


ASICS盈利能力、费用率

— 毛利率 — 净利率 — 营业利润率 — 销售及管理费用率



ASICS历史市值（亿美元）



会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>9,027</b>	<b>10,432</b>	<b>11,605</b>	<b>13,781</b>	<b>16,263</b>
现金	3,909	3,963	3,361	3,623	3,877
应收票据及应收账款合计	3,236	3,528	4,670	5,760	7,030
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	638	1,073	1,132	1,397	1,705
存货	975	1,497	1,654	2,031	2,468
其他流动资产	269	371	786	970	1,184
<b>非流动资产</b>	<b>3,544</b>	<b>4,183</b>	<b>3,731</b>	<b>3,329</b>	<b>2,946</b>
长期投资	34	144	94	94	114
固定资产	796	1,119	944	768	593
无形资产	1,139	1,339	1,116	893	670
其他非流动资产	1,576	1,581	1,578	1,574	1,570
<b>资产总计</b>	<b>12,572</b>	<b>14,615</b>	<b>15,335</b>	<b>17,110</b>	<b>19,209</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,334</b>	<b>4,053</b>	<b>4,231</b>	<b>5,203</b>	<b>6,333</b>
短期借款	642	405	0	0	0
应付票据及应付账款合计	1,479	2,352	2,455	3,014	3,662
其他流动负债	1,213	1,296	1,776	2,189	2,671
<b>非流动负债</b>	<b>1,939</b>	<b>2,580</b>	<b>2,580</b>	<b>2,580</b>	<b>2,580</b>
长期借款	1,516	2,133	2,133	2,133	2,133
其他非流动负债	423	447	447	447	447
<b>负债合计</b>	<b>5,273</b>	<b>6,633</b>	<b>6,811</b>	<b>7,783</b>	<b>8,913</b>
少数股东权益	75	53	41	25	5
股本	22	23	23	31	39
资本公积	7,201	7,906	7,906	8,011	8,116
留存收益	0	0	554	1,259	2,135
归属母公司股东权益	7,223	7,929	8,484	9,302	10,290
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,572</b>	<b>14,615</b>	<b>15,335</b>	<b>17,110</b>	<b>19,209</b>

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>320</b>	<b>701</b>	<b>285</b>	<b>794</b>	<b>973</b>
净利润	505	889	1,161	1,476	1,834
折旧摊销	171	193	402	402	402
财务费用	140	63	73	66	64
其他经营现金流	-495	-444	-1,351	-1,150	-1,327
<b>投资活动现金流</b>	<b>573</b>	<b>-329</b>	<b>209</b>	<b>208</b>	<b>209</b>
资本支出	211	640	-	-	-
其他投资现金流	363	-969	209	208	209
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-380</b>	<b>96</b>	<b>-1,096</b>	<b>-740</b>	<b>-929</b>
短期借款	-444	-237	-405	-	-
长期借款	247	617	-	-	-
其他筹资现金流	-183	-284	-691	-740	-929
<b>现金净增加额</b>	<b>513</b>	<b>469</b>	<b>-602</b>	<b>262</b>	<b>253</b>

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>8,172</b>	<b>10,013</b>	<b>12,692</b>	<b>15,654</b>	<b>19,105</b>
营业成本	4,973	5,835	7,315	8,979	10,911
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	1,537	1,891	2,386	2,990	3,687
管理费用	1,050	1,189	1,470	1,785	2,121
研发费用	140	63	73	66	64
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	-17	-46	-50	0	20
投资净收益	-17	-46	-50	0	20
<b>营业利润</b>	<b>454</b>	<b>988</b>	<b>1,399</b>	<b>1,835</b>	<b>2,342</b>
其他非经营损益	307	299	303	301	302
<b>利润总额</b>	<b>762</b>	<b>1,287</b>	<b>1,702</b>	<b>2,136</b>	<b>2,644</b>
所得税	257	397	541	660	810
<b>净利润</b>	<b>505</b>	<b>889</b>	<b>1,161</b>	<b>1,476</b>	<b>1,834</b>
少数股东损益	-8	-19	-12	-16	-20
<b>归属母公司净利润</b>	<b>513</b>	<b>908</b>	<b>1,173</b>	<b>1,492</b>	<b>1,853</b>
EBITDA	1,072	1,543	2,177	2,604	3,111

#### 主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-0.1	22.5	26.8	23.3	22.0
归母净利润(%)	-29.5	77.1	29.1	27.2	24.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	39.1	41.7	42.4	42.6	42.9
净利率(%)	6.2	8.9	9.1	9.4	9.6
ROE(%)	7.1	11.5	13.8	16.0	18.0
ROIC(%)	6.1	11.4	13.2	15.3	17.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	41.9	45.4	44.4	45.5	46.4
流动比率	2.7	2.6	2.7	2.6	2.6
速动比率	2.3	2.1	2.2	2.1	2.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	2.5	2.8	2.7	2.7	2.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.34	0.45	0.57	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.27	0.11	0.30	0.37
每股净资产(最新摊薄)	2.74	3.01	3.22	3.53	3.91
<b>估值比率</b>					
P/E	61.9	34.9	27.1	21.3	17.1
P/B	4.3	4.0	3.7	3.4	3.1

# 特步国际 盈利预测

**盈利预测：预计公司2022-2024年营收为126.9、156.5、191.1亿元，同增26.8%、23.3%、22.0%；归母净利润为11.7、14.9、18.5亿元，同增29.1%、27.2%、24.2%，对应PE为27、21、17倍，给与“买入”评级。(2022/7/11收盘价)。**

**风险提示：新冠疫情反复影响消费、大店坪效提升不及预期、新品牌持续亏损等**

## 分析师介绍

叶乐：中信建投轻工纺服&教育行业首席分析师，复旦大学金融硕士专业毕业，2016年加入中信建投证券研究发展部，2017年“新财富”中小市值最佳分析师第3名团队核心成员，2019年“水晶球”中小市值入围，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名。目前专注于轻工纺服、医美日化、教育人力资源、宠物等消费服务产业研究。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
	行业评级	卖出	相对跌幅15%以上
		强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
	弱于大市	相对跌幅10%以上	

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街2号凯恒中心B  
座12层  
电话：(8610) 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路528号  
南塔2106室  
电话：(8621) 6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区益田路6003号荣超商务中  
心B座22层  
电话：(86755) 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

## 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话：(852) 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charlene.liu@csci.hk