

特步国际 (1368.HK)

产品创新驱动销售快速增长，多品牌发展策略打开第二成长曲线

投资要点:

多年深耕跑步领域，产品创新驱动销售快速增长：特步自 2007 年起致力于打造大众跑者首选品牌，除了赞助马拉松赛事和推广特步跑步俱乐部之外，在产品创新方面的成绩也非常突出。特步去年推出的专业碳纤维板跑鞋 160X 系列于中国内地市场获得全球知名跑步杂志《跑者世界》颁发多项大奖。2021 年，特步主品牌鞋履销售额创历史新高，达约 48.6 亿元，同比增长 20.8%，增幅为 2018 年以来最大。特步跑鞋近年在品牌力和产品力持续提升，叠加人们对健康意识提高以及对跑步的参与度显著提升，预期将驱动特步鞋履未来销售保持快速增长。

多品牌发展策略打开第二成长曲线：特步 2019 年新增四个国际品牌(包括定位于高端专业运动的索康尼、迈乐和高端时尚运动的盖世威、帕拉丁)的业务经营。索康尼产品将可利用特步销售网络，研发技术和供应链资源的优势，提高品牌曝光率和优化针对国民的产品设计等，拉动收入增长；而迈乐则将成为特步在户外运动业务拓展的重要驱动力。此外，特步 2021 年引入高瓴作为战略投资者，预期高瓴将透过滔搏的渠道资源和出色的高端运动国际品牌零售运营能力，对盖世威及帕拉丁国际品牌输出零售运营经验，并为相关品牌在全国重点高线城市开店策略和零售管理方面提供帮助。随着新增品牌在产品创新、零售渠道持续升级，预期未来将有望在中国快速增长的运动服装市场上加速释放品牌潜力，相关多品牌发展策略打开公司第二成长曲线。

童装业务有望成为业绩新增长引擎：国家近年高度重视学校体育教育，针对强化体育课和课外锻炼等提出了明确要求。随着政府计划持续改善学校体育教育，以及推行学龄儿童健康成长，相关因素将驱动功能性运动童装需求。此外，特步在 2016 年至 2017 年对童装业务进行了整体重组，并重新规划发展策略。公司 2021 年顺应国潮崛起之大趋势而推出“大国少年”全新品牌理念，并形成街舞系列和少林儿童系列两大产品风格主线，透过一系列活动提升品牌知名度，带动销售加速增长。特步儿童在今年“618”销售成交额突破 7,500 万元，同比增长 103%。随着公司进一步加大对童装业务布局，将可受益于童装行业持续增长所带来的机遇，预期相关业务有望成为公司业绩新的增长引擎。

盈利预测与投资建议：我们预期公司于 2022 至 2024 财年的盈利分别约为 11.2 亿元、13.9 亿元及 17.3 亿元，同比上升约 25.7%、24.6%及 24.4%。根据现金流折现估值模型之推算，我们给予公司 15.7 港元的目标价，对应 2022 财年、2023 财年和 2024 财年之预测市盈率分别约 32.1 倍、25.8 倍和 20.7 倍。基于目标价较 8 月 18 日收市价 12.76 港元有约 23.1% 的上涨空间，因而给予公司“买入”评级。

财务摘要:

单位: 亿元人民币	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	81.8	81.7	100.1	125.4	154.2	186.5
毛利	35.5	32.0	41.8	52.1	64.3	78.2
经营利润	12.3	9.2	14.0	17.5	21.5	26.4
盈利	7.3	5.1	8.9	11.2	13.9	17.3

报告日期: 2022-08-19

首次覆盖

投资评级:

买入

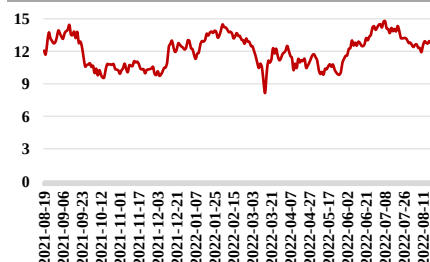
基本数据

所属板块	运动服饰
最新价	12.76 港元
市值	336.2 亿港元
52 周区间	8.08-14.98 港元
3 个月日均成交量	15.3 百万股
主要股东持股比例	48.98%

数据来源: WIND、HKEX

注: 截止 2022 年 8 月 18 日

一年行情图



数据来源: WIND

分析员

姓名: 高景东

中央编号: AYP093

电话: +852-2501 1037

电邮: tony.ko@ssif.com.hk

目录

1.公司概况	3
1.1 公司简介	3
1.2 发展沿革	3
1.3 股权结构	4
2.公司分析	5
2.1 业绩恢复高质量增长	5
2.2 “产品+、体育+、互联网+”打好基础，开启多品牌发展新时代	6
2.3 “产品+”策略进一步提升产品功能性	7
2.4 “体育+娱乐”的双轨营销策略加强产品更有效推广	8
2.5 从单纯的体育赞助转向综合服务，构建特步生态圈	9
2.6 向零售模式的转型，全方位强化运营能力	10
2.7 推广费用管控持续优化，利润率保持平稳	12
3.投资亮点	13
3.1 政策催化体育产业持续快速发展	13
3.2 多年深耕跑步领域，产品创新驱动销售快速增长	14
3.3 多品牌发展策略打开第二成长曲线	19
3.4 童装业务有望成为业绩新增长引擎	22
4.盈利预测与投资建议	24
5.投资风险	26
6.财务报表摘要	27

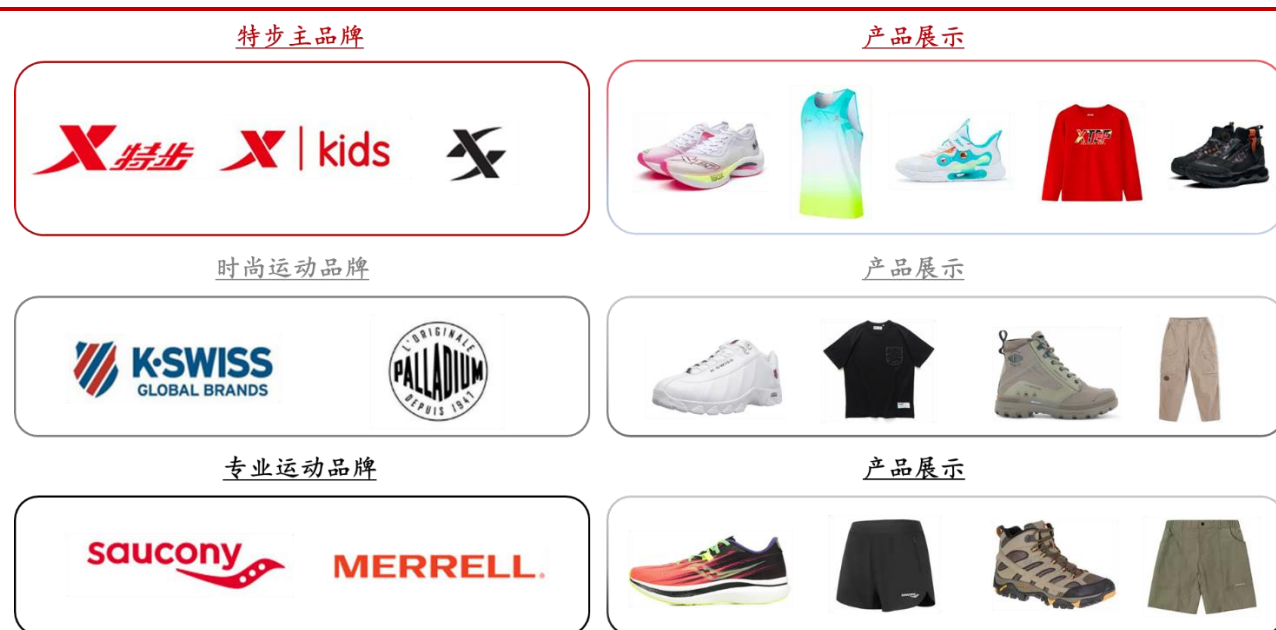
1. 公司概况

1.1 公司简介

特步集团是为一家领先的多品牌体育用品公司，主要从事体育用品（包括鞋履、服装和配饰）的设计、研发、制造、销售、营销及品牌管理。

除“特步”主品牌外，公司近年进一步丰富其品牌组合至涵盖四个国际知名品牌，包括时尚运动的盖世威及帕拉丁、专业运动的索康尼及迈乐。

图表 1：特步集团旗下品牌以及产品矩阵展示图



数据来源：特步官网、淘宝网、EBAY、K-swiss 网站、Palladium 网站、Amazon、山证国际研究部整理

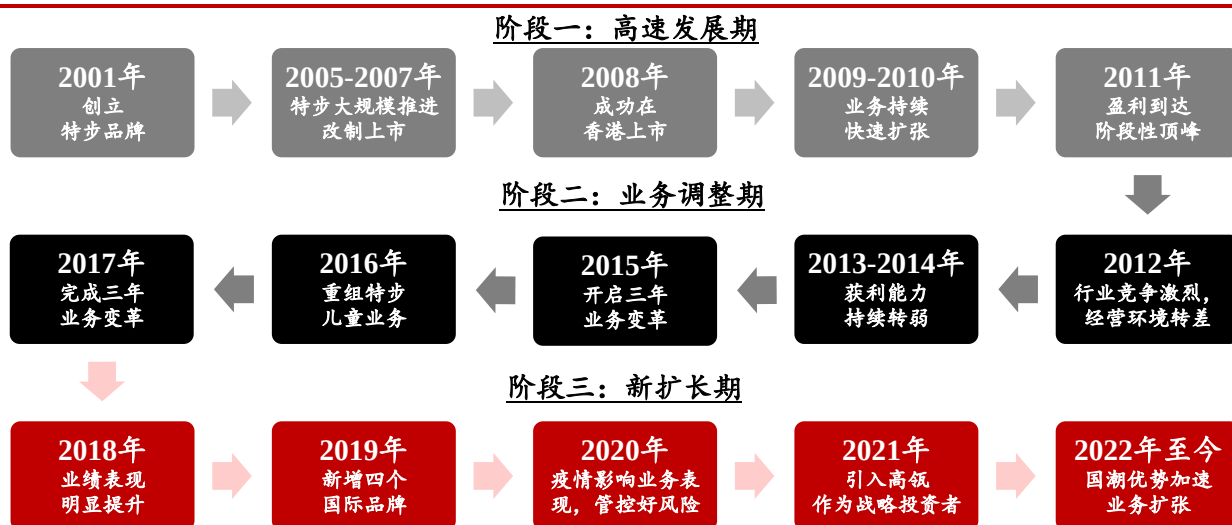
1.2 发展沿革

特步集团发展大致上可以分为三个阶段。阶段一：公司在 2001 年创立“特步”品牌，同年邀请香港艺人谢霆锋先生出任品牌形象代言人，开启了体育用品企业的娱乐营销时代，公司业务也因此得到快速发展。2008 年，公司成功在香港联交所主板上市，其业务在中国举办奥运会带来的运动热潮支持下加速扩张。2011 年，公司盈利达到阶段性顶峰。

阶段二：2012 年开始，过度扩张导致行业竞争激烈以及过量渠道库存积压令经营情况转差。公司在 2013-2014 年获利能力持续转弱。2015-2017 年，公司进行三年全方位的变革计划以及对童装业务重组。经过一系列业务变革后，公司的整体运营能力在 2018 年明显提升。

阶段三：2019 年，公司新增四个国际品牌业务经营，并开启“多品牌”和“国际化”发展之路。在新冠疫情扰动下，公司 2020 年业务受到一定影响，但受益于国潮文化兴起，以及引入高瓴作为战略投资者，助力发展新增品牌业务，公司 2021 年业绩重拾增长势头，并开启公司新一轮扩张期。

图表 2：特步集团发展沿革

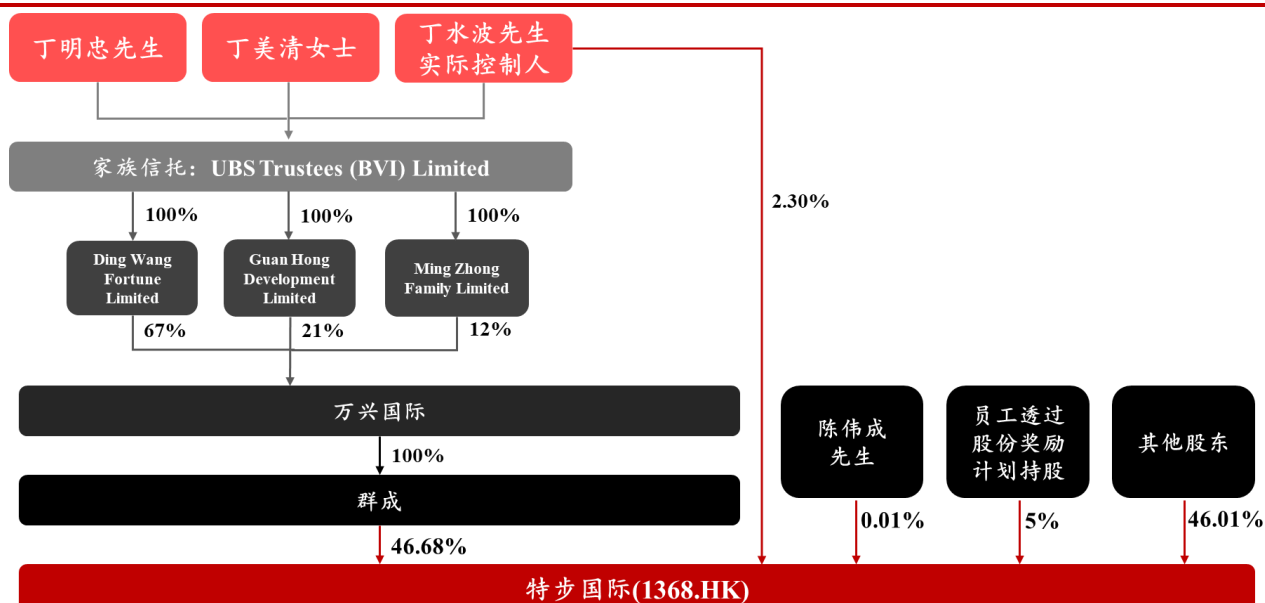


数据来源：公司公告、演示材料以及官网、山证国际研究部整理

1.3 股权结构

特步国际主席丁水波先生目前持股近 50%。2022 年 7 月 21 日，特步国际控股股东群成投资有限公司向其他人士配售 8,000 万股股份。在股份出售后，丁水波先生、其胞妹丁美清女士以及其胞弟丁明忠先生组成家族信托，并合共持有公司约 46.68%股权，而丁水波先生也直接持有公司约 2.30%股权。此外，公司非执行董事陈伟成先生、员工透过股份奖励计划分别持有约 0.01%和 5%股权。

图表 3：特步国际股权架构图



注：截至 2022 年 7 月 21 日

数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

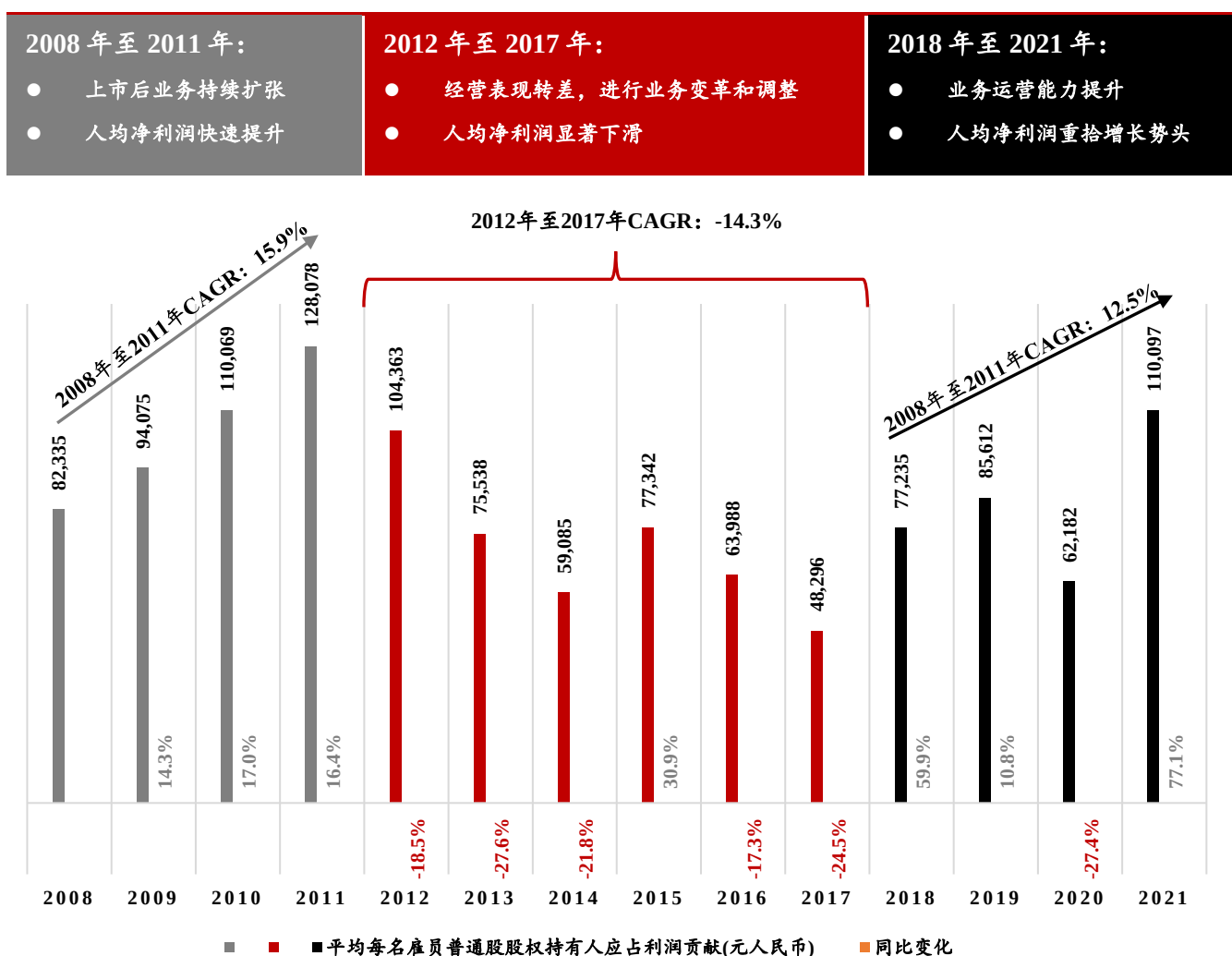
2. 公司分析

2.1 业绩恢复高质量增长

特步集团 2008 年在香港上市后，业务持续扩张，人均净利润录得快速增长，在 2011 年以约 12.8 万元(人民币·下同)达到阶段性顶峰。随后，行业竞争加剧，过量渠道存货导致公司经营转差，2012 年至 2014 年人均净利润持续下跌，而公司在 2015 年调整其品牌定位，从时尚运动品牌重新定位为体育时尚品牌，并开始对业务的渠道、产品、供应链以及数字化等多方面作出调整，叠加 2016 年至 2017 年对特步儿童进行业务重组，拖累期间人均净利润同比明显下跌。

2018 年开始，公司业务变革计划成效开始显现，业务经营和获利能力持续提升，人均净利润也回复正增长。2021 年，公司推出全新高端厂牌“XDNA”以及全新女性品类“半糖系列”，分别布局代表“新国潮”时代的高端潮流和女性产品线，叠加特步主品牌业务快速增长，相关因素带动公司人均净利润突破 11 万元，表明业绩已恢复高质量增长。

图表 4：特步集团人均净利润以及同比表现

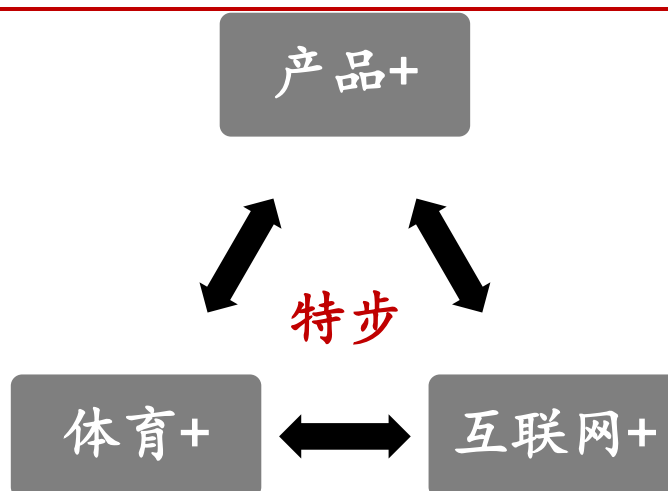


数据来源：公司公告、公司演示材料、WIND、山证国际研究部整理

2.2 “3+”业务战略变革打好基础，开启多品牌发展新时代

特步集团 2015 年提出“3+”业务战略变革，即“产品+”、“体育+”及“互联网+”，以更好的专业体育用品、更大的业务范围以及最佳的线上销售平台推动业务增长。

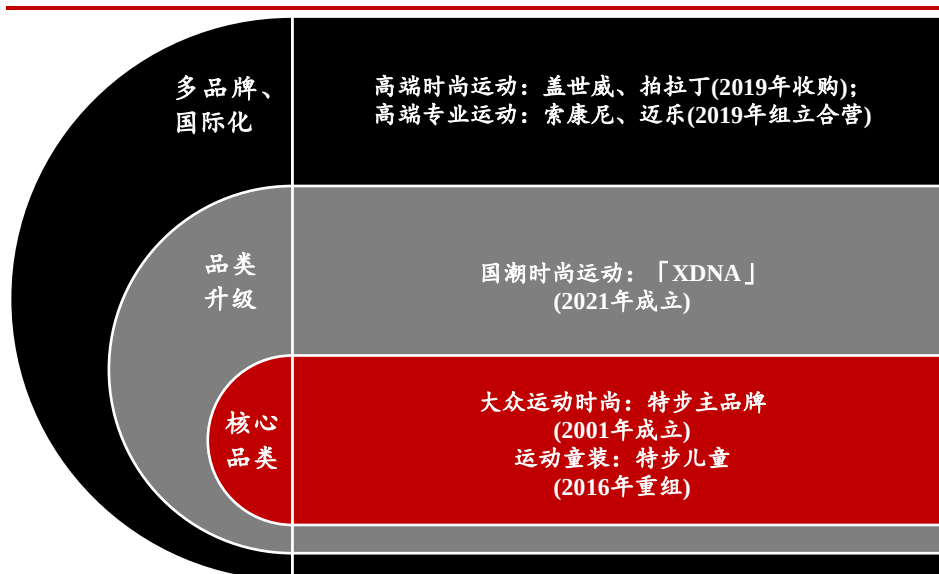
图表 5：特步集团 2015 年“产品+、体育+、互联网+”发展策略简介图



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2019 年，特步集团新增四个国际品牌(包括定位于高端专业运动的索康尼、迈乐和高端时尚运动的盖世威、拍拉丁)的业务经营。公司以此拓宽业务增长空间，同时也开启“多品牌、国际化”发展新时代。

图表 6：特步集团 2019 年提出的“多品牌、国际化”发展策略简介图



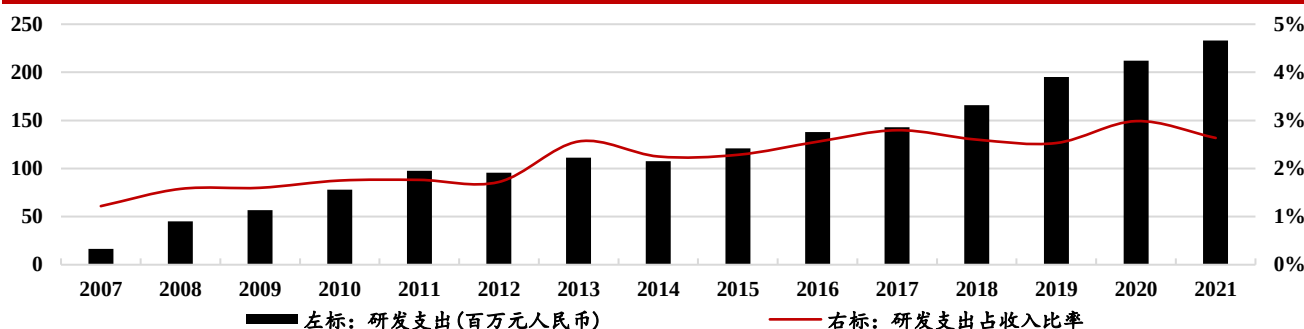
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2.3 “产品+”策略进一步提升产品功能性

特步集团一直很重视产品研发。公司研发开支在 2008 年上市后，除了 2012 年和 2014 年之外，基本上维持上升趋势。

2015 年，公司提出“3+”业务战略变革，其中“产品+”策略进一步提升产品功能性，促使公司自此持续加大研发投入。

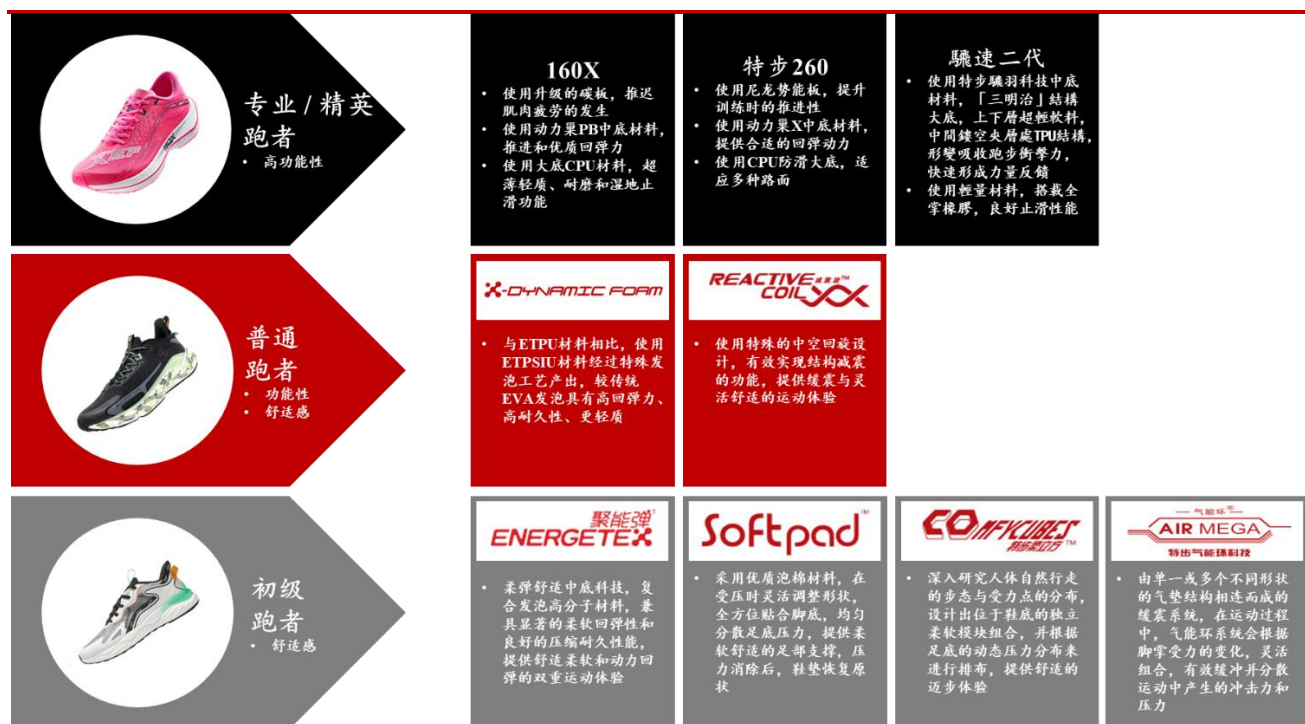
图表 7：特步集团研发支出和相关支出占收入比率表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

基于消费者对核心功能不同的要求，公司已发展多个科技平台功能对应。以鞋品为例，按照跑者的使用频率分为竞速快跑、动力畅跑及舒适易跑三个级别，更切合马拉松跑者、常规跑者和入门级跑者的需求。为了满足各级别跑者对跑鞋不同的功能性偏好，公司拓宽产品线以及采用不同的科技和材料生产跑鞋，帮助用家提升运动表现和达到或超出预期的效果。

图表 8：特步集团部分鞋类产品技术升级展示图

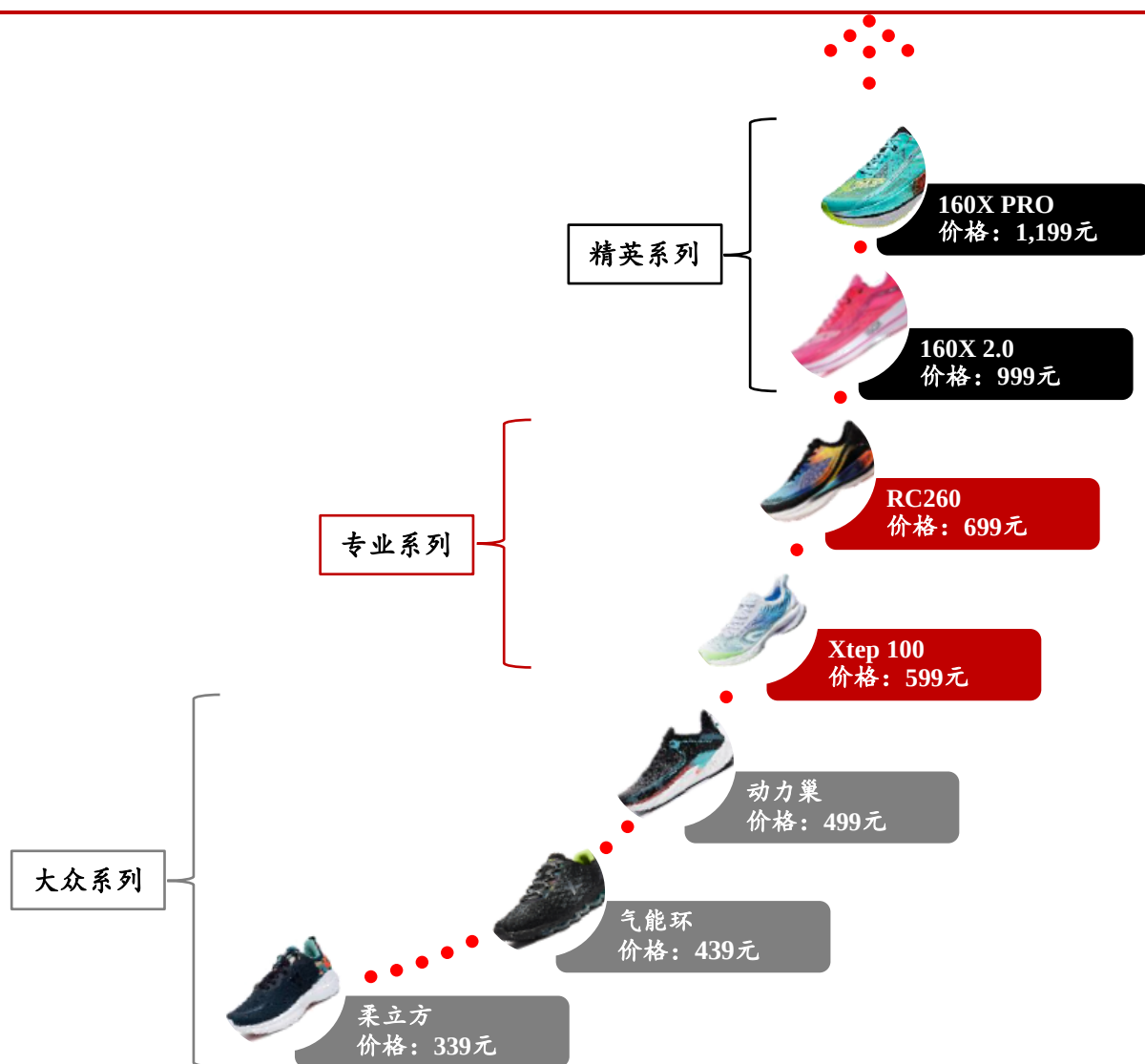


数据来源：公司官网、山证国际研究部整理

除了功能性研发能力之外，公司近年也持续提高产品的性价比和推出不同价格带的产品，以满足更多消费者需求。

公司旗下跑鞋产品按配置和价格主要可以划分为三大系列，分别是大众系列、专业系列和精英系列，其各自价格带分布在 300-500 元、500-700 元和 900-1,200 元，可以为消费者提供更宽的价格段位选择，有利于公司扩大鞋履业务增长空间。

图表 9：特步集团部分跑鞋系列展示图



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2.4 “体育+娱乐”的双轨营销策略加强产品更有效推广

特步集团一直以来推行“体育+娱乐”的双轨制营销策略，以强化其专业运动时尚品牌形象。体育营销方面，公司主要透过赞助不同赛事、活动和专业运动员，以及举办如特步 321 跑步节等、同时也邀请优秀跑者成为公司品牌代言人，增强公司在体育行业影响力。

娱乐营销方面，公司主要与多位明星代言人合作为重要的市场推广战略，继续通过明星知名度和影响力，增加特步品牌的曝光度和提升年轻消费者对品牌忠诚度。

图表 10：特步集团近年已签约的明星代言人以及赞助的部分体育明星展示图



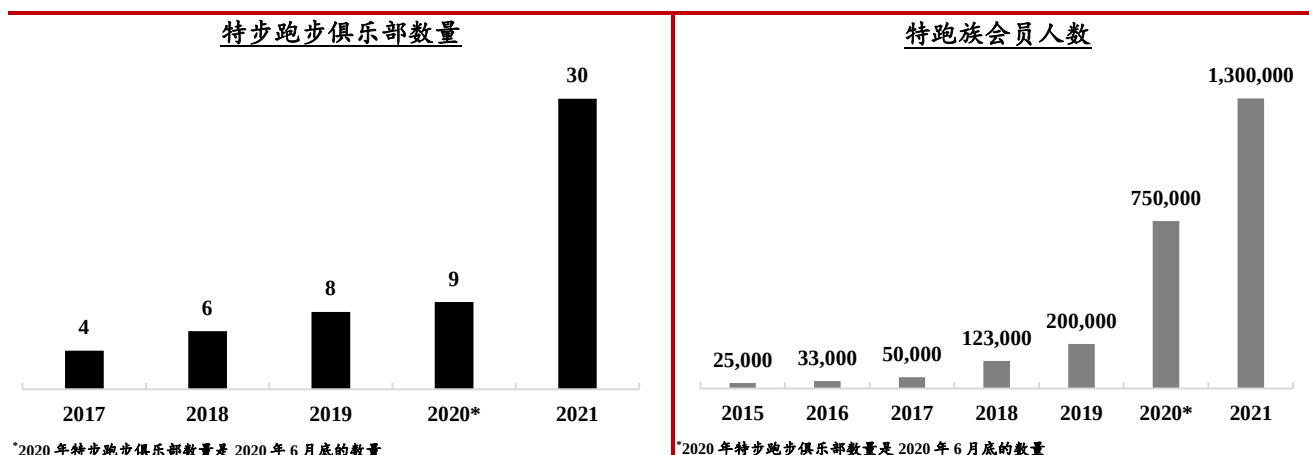
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2.5 从单纯的体育赞助转向综合服务，构建特步生态圈

2012 年，特步集团成立跑者服务平台——“特跑族”，通过不定期在全国各城市举办特跑汇、特训营、特跑日等活动，为跑友搭建了一个交流聚集地，为跑者提供更全方位的服务，增加向消费者推广产品的场景以及加强他们对特步品牌的粘性。当前，“特跑族”已拥有超过 130 万名会员，成为国内规模最大、最活跃的跑者平台。

此外，公司在 2015 年提出的“体育+”策略，主要是从单纯的体育赞助转向综合服务，尤其在公司聚焦的跑步领域。2017 年至今，公司在全国多地已设立 30 个特步跑步俱乐部，构建跑群小区内最大的跑步生态圈。

图表 11：特步跑步俱乐部数量和特跑族会员人数



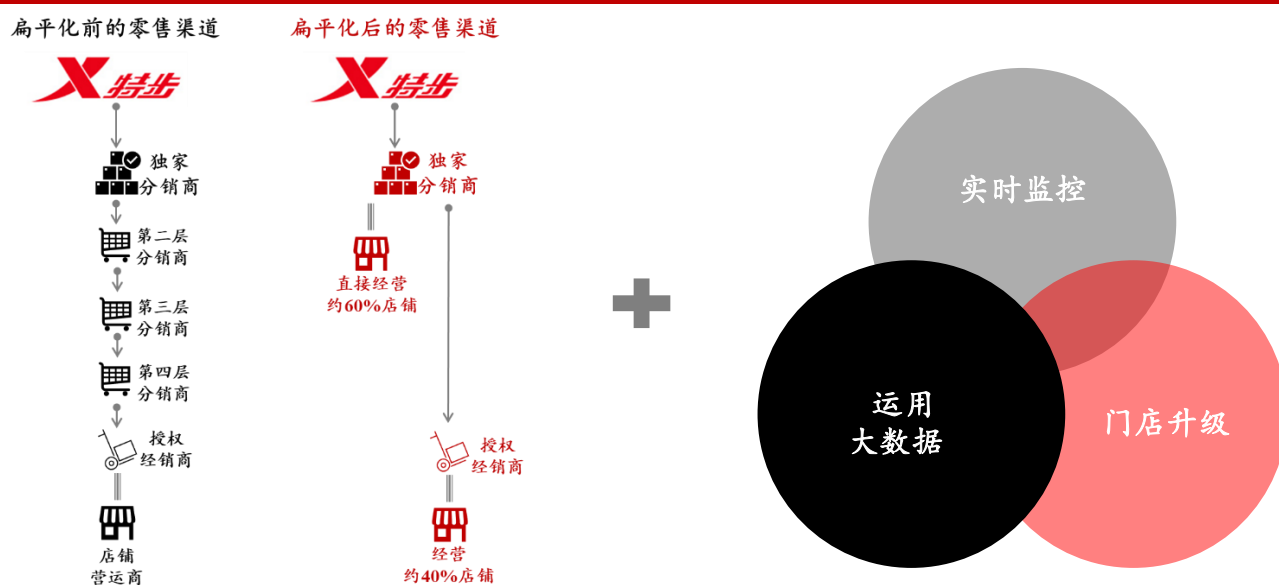
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2.6 向零售模式的转型，全方位强化运营能力

2.6.1 精细化零售管理提高经营效率

2015 年以来，特步集团以“扁平化分销层级”、“实时监控”、“提升门店形象”及“运用大数据”方式有效优化的分销渠道管理使整体经营效率大大提高。

图表 12：特步集团精细化零售管理提高经营效率简介图



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2.6.2 加速布局电商渠道，与线下零售相辅相成，实现全渠道销售

特步集团近年加速布局电商渠道，不但提供有别于线下店铺所出售产品的线上特供产品，并与独家总代理商进行 O2O 整合，实现全渠道销售。

图表 13：特步集团线上电子商务平台和电子商务业务发展介绍



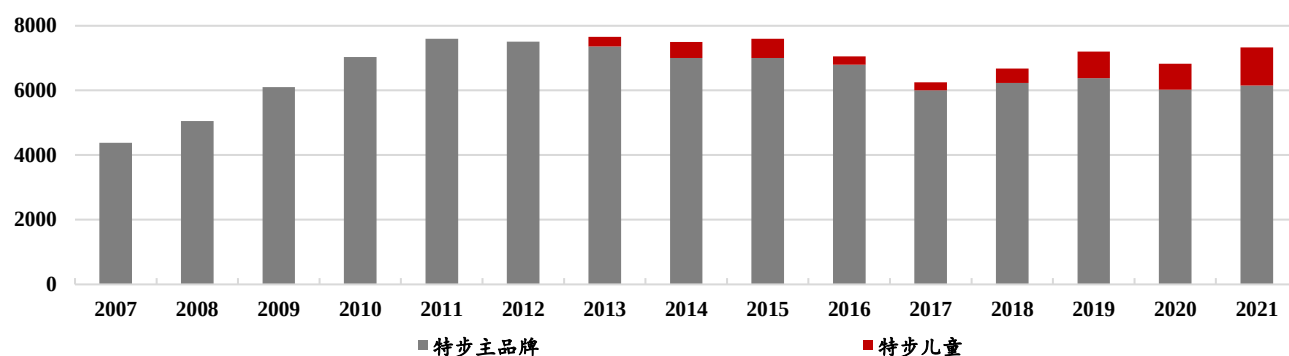
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2.6.3 落实重“质量”轻“数量”开店策略，有效提升店面运营能力

特步集团在 2008 年上市后业务扩张主要仍以扩大销售网络为主，特步主品牌(含特步儿童)总销售点数量在 2011 年突破 7,500 间。随后，行业经营环境转差，公司 2012-2015 年销售点数量整体维持在相关水平。2016 年，公司开始主动控制分销商开店步伐，并对特步儿童业务进行重组，导致同年销售点数量明显下降至 7,050 间，并在 2017 年进一步下降至 6,250 间。公司近年则已恢复网络扩张，2021 年销售点数量回升至 7,330 间。

公司近年持续落实重“质量”轻“数量”开店策略，除了对店铺设计升级和加强旗舰店建设之外，公司也大力推行“高效大店”体制化，并加速独家代理商增加直营店开设，相关直营店占公司店铺总数约 60%，以提升渠道管理效率和单店销售表现。

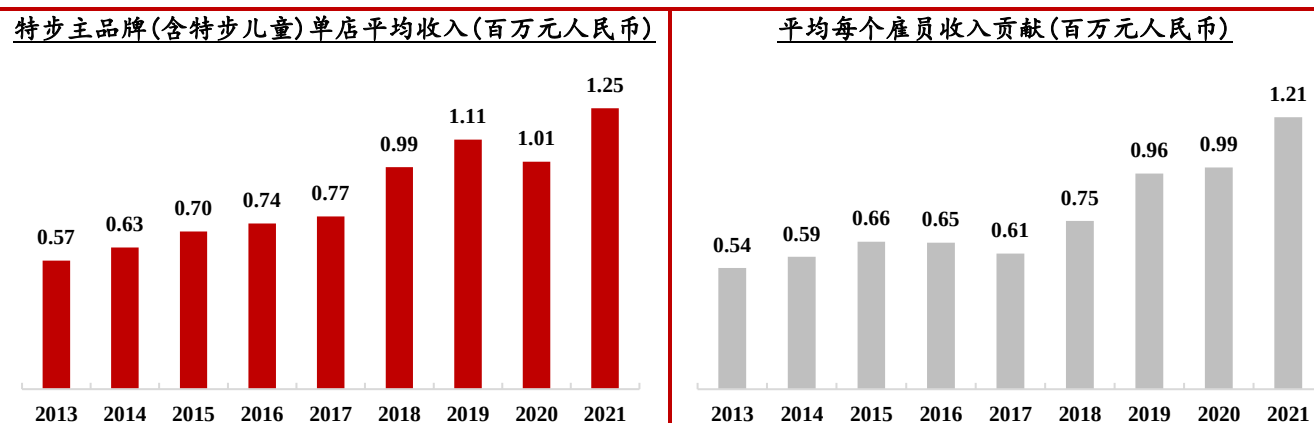
图表 14：特步主品牌和特步儿童销售点数量展示图



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

此外，特步主品牌(含特步儿童)2021 年单店平均收入以及平均每个雇员收入贡献分别由 2013 年约 57 万元和 54 万元明显上升至约 125 万元和 121 万元。

图表 15：特步主品牌(含特步儿童)单店平均收入以及平均每个雇员收入贡献表现

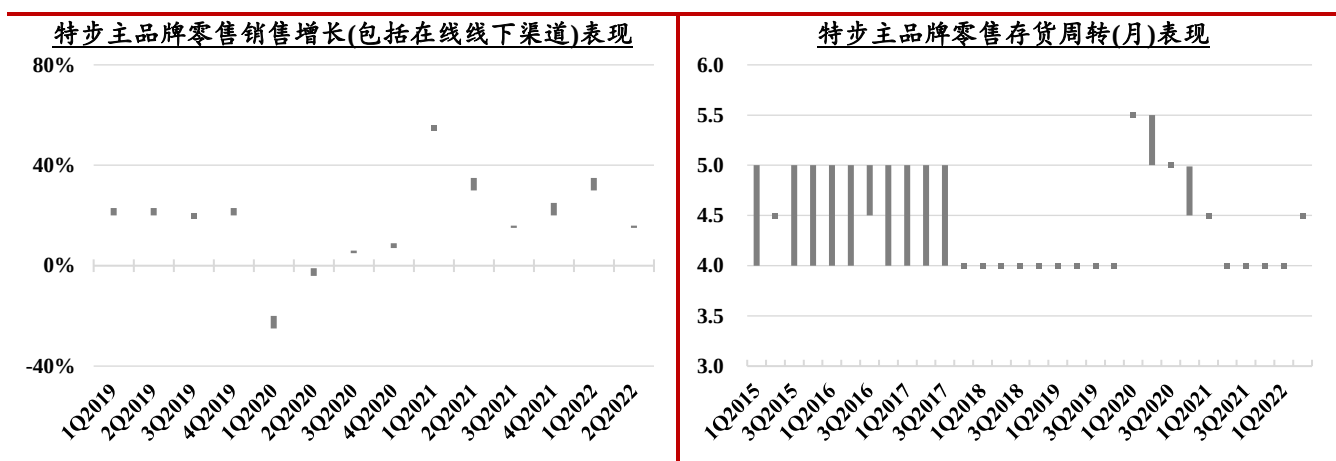


数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

经过多年的经验累积，叠加持续数字化升级赋能，公司目前整体运营能力已得到明显提升。特步主品牌近年零售销售持续保持较快的增长，2022年二季度在去年高基数和疫情影响下仍录得中双位数增长。

此外，优化渠道管理的扁平化过程，使店铺更为标准化、零售店及分销商能作出更迅速反应、渠道存货水平亦能控制于指引水平内。特步主品牌近年零售存货周转基本上维持在4至5个月，处于健康水平。

图表 16：特步主品牌零售销售增长和零售存货周转表现

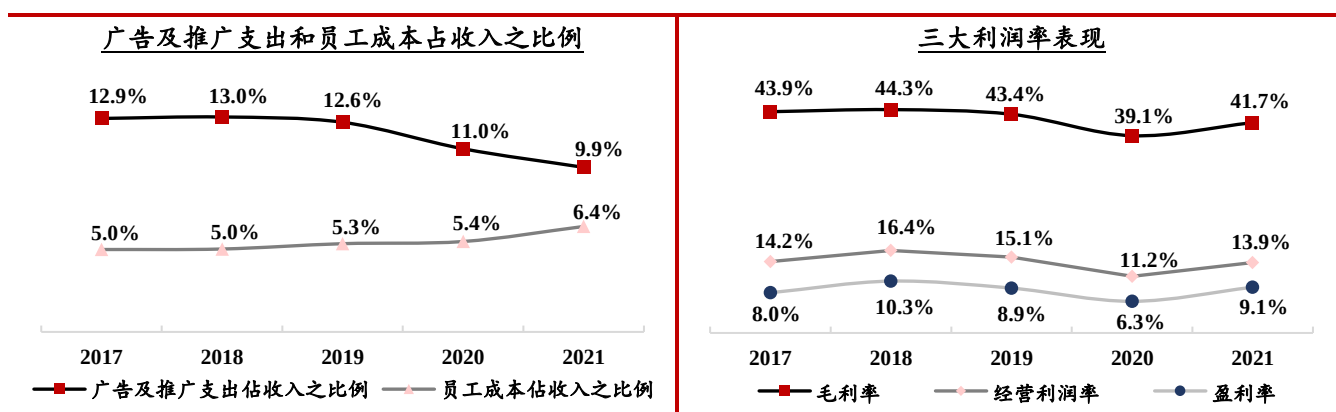


数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

2.7 推广费用管控持续优化，利润率保持平稳

特步集团近年利润率保持平稳，公司 2017 年至 2019 年毛利率介乎在 43.4%至 44.3%，2020 年受疫情影响下跌至 39.1%，于 2021 年已回升至 41.7%。此外，公司经销开支占收入比率持续下降，经营利润率和盈利率同期走势基本上跟随毛利率表现，分别由 2020 年约 11.2%和 6.3%改善至约 13.9%和 9.1%。

图表 17：特步集团广告及推广支出和员工成本占收入之比例和三大利润率表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

3. 投资亮点

3.1 政策催化体育产业持续快速发展

“十三五”期间，我国体育产业总规模和体育产业增加值分别增长约 60.0% 和 95.4%。《“十四五”体育发展规划》则对体育产业提出了更高的要求，如体育产业总规模在 2025 年将达到 5 万亿元，以及体育增加值占国内生产总值比重将提高至 2%。

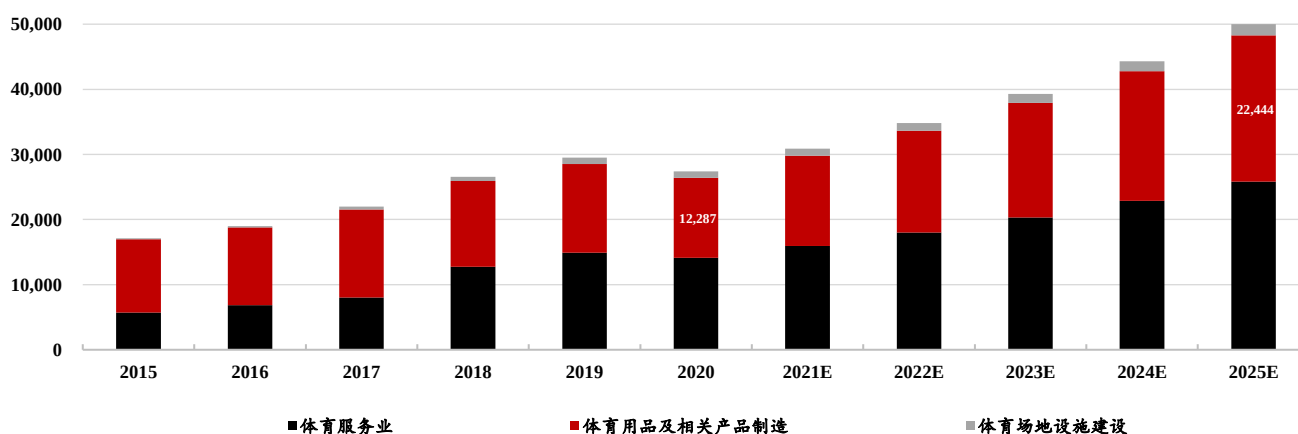
图表 18：中国体育产业重点数据 2020 年数值与“十四五”发展目标对比

	2020年实际值	2025年目标
全国体育产业总规模	27372亿元	50000亿元
体育产业增加值占国内生产总值比重	1.06%	2.00%
人均体育场地面积	2.2平方米	2.6平方米
每千人拥有社会体育指导员数	超过1.86名	2.16名
经常参加体育锻炼人数比例	37.2%	38.5%
体育产业从业人员	505.1万人	超过800万人

数据来源：体育总局、山证国际研究部整理

按 2020 年产业占比估计，体育用品及相关产品制造规模将由 2020 年约 1.23 万亿元上升约 82.7% 至 2025 年约 2.24 万亿元。随着《体育强国建设纲要》等政策文件逐步落实，体育用品制造相关产业在“十四五”期间将持续快速发展，利好行业龙头企业未来业务表现。

图表 19：中国体育产业规模按产业分类之表现和预测(亿元人民币)走势图



数据来源：体育总局、山证国际研究部整理及预测

3.2 多年深耕跑步领域，产品创新驱动销售快速增长

3.2.1 跑步成为参与度最高的运动项目，将拉动跑步服饰增量需求

2021 年，跑步成为国内大众参与度最高的运动项目。根据中国体育用品业联合会与尼尔森 IQ 联合编制的《2021 年大众健身行为和消费研究报告》所示，在新冠肺炎疫情防控常态化背景下，大众参与健身的热情未减，主要参与运动项目前五名是跑步、羽毛球、健步/健走、游泳和骑行。其中，人们 2021 年对跑步的参与度显著提升，由 2020 年的 48% 上升至 68%，并高于其他热点运动项目，预期将拉动跑步服饰增量需求。

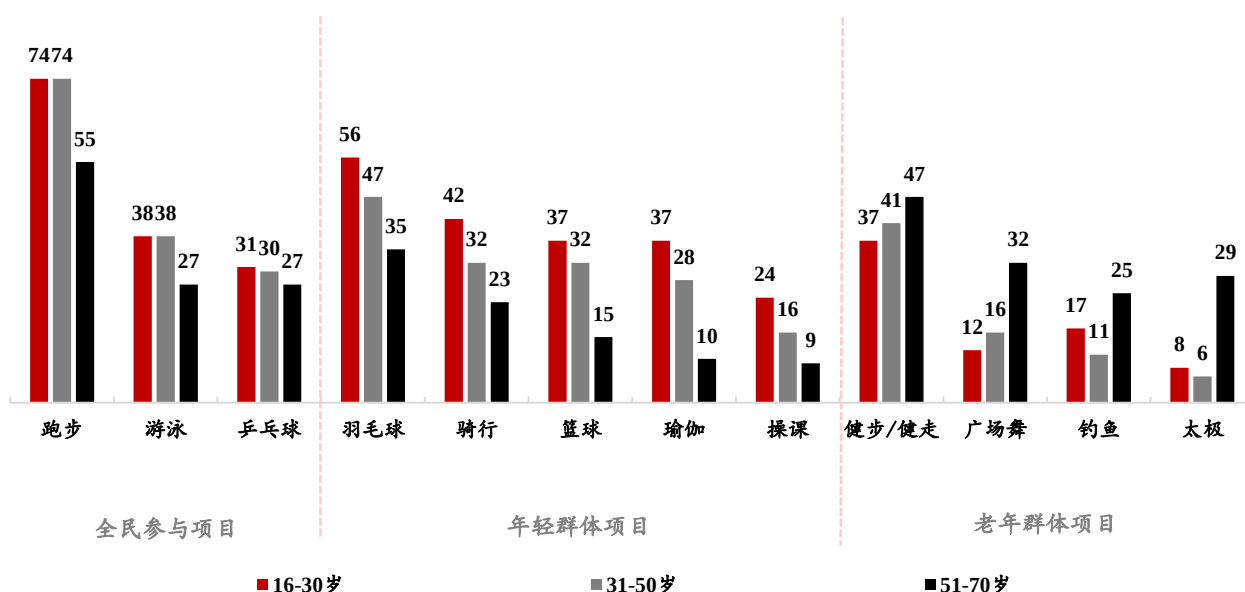
图表 20：大众健身热点运动项目 2020 年与 2021 年人们参与度对比图



数据来源：中国体育用品业联合会、尼尔森 IQ、山证国际研究部整理

此外，在多项运动项目中，不同年龄层的人群对跑步参与度也最高，16-30 岁、31-50 岁和 51-70 岁的人群参与度分别达到 74%、74% 和 55%。

图表 21：2021 年各年龄层对不同运动项目参与度(%)对比图

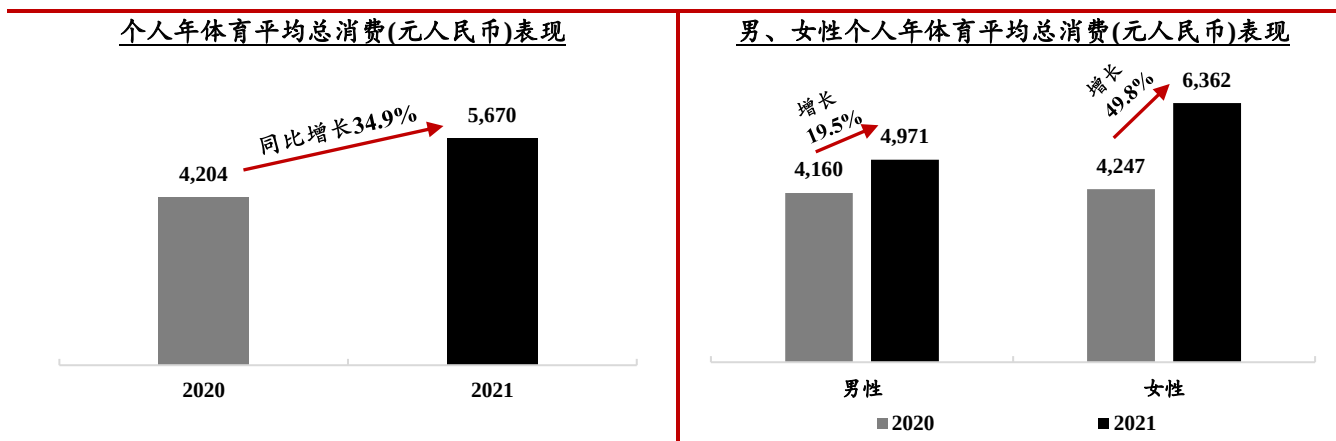


数据来源：中国体育用品业联合会、尼尔森 IQ、山证国际研究部整理

3.2.2 特步品牌力和产品力持续提升，带动鞋履销售快速增长

2021 年，个人年体育总体消费较 2020 年增长约 34.9%。其中，女性相关消费同比增长约 49.8%，明显高于男性约 19.5%。

图表 22：2020 和 2021 年个人以及男、女性个人年体育平均总消费表现

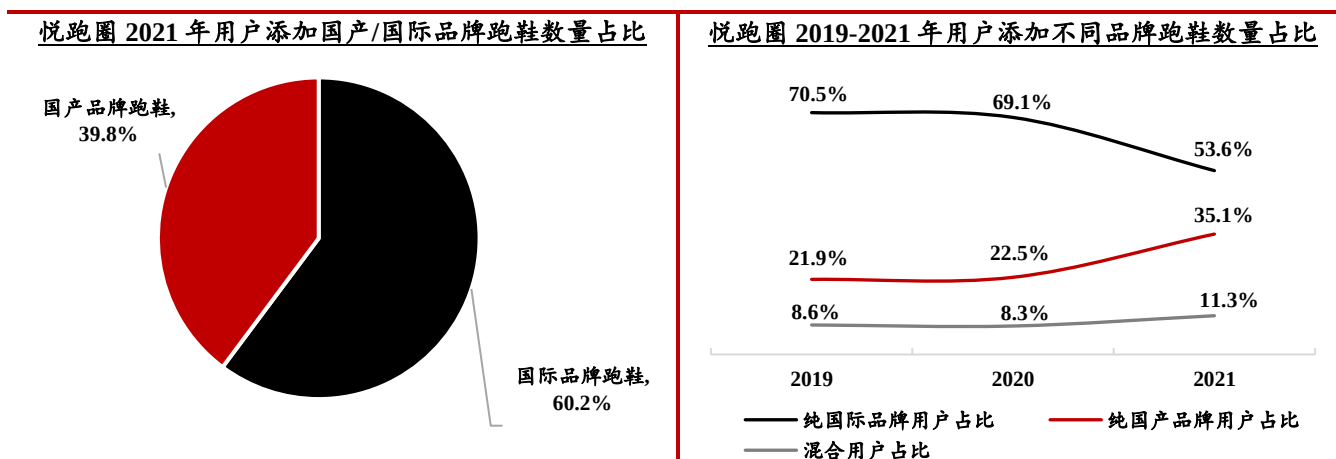


数据来源：中国体育用品业联合会、尼尔森 IQ、山证国际研究部整理

在跑鞋消费方面，国产品牌跑鞋渗透率 2021 年明显提升。根据《悦跑圈 2021 年度中国跑鞋大数据报告》显示，从悦跑圈 APP 用户鞋库中现存(截至 2021 年)跑鞋数分布而言，国产品牌和国际品牌分别占比 29.1%和 70.8%。跑者在最近一年购买的跑鞋中，国产品牌和国际品牌分别占比 39.8%和 60.2%。

此外，悦跑圈会员鞋库中 2021 年只添加国产品牌的用户占比由 2020 年 22.5%明显上升至 35.1%，而同期只添加国际品牌用户占比则由 2020 年 69.1%下降至 53.6%。这表明国产品牌和国际品牌跑鞋市场份额在国产品牌产品力和品牌力提升和受“新疆棉事件”等影响已出现明显的此消彼长。

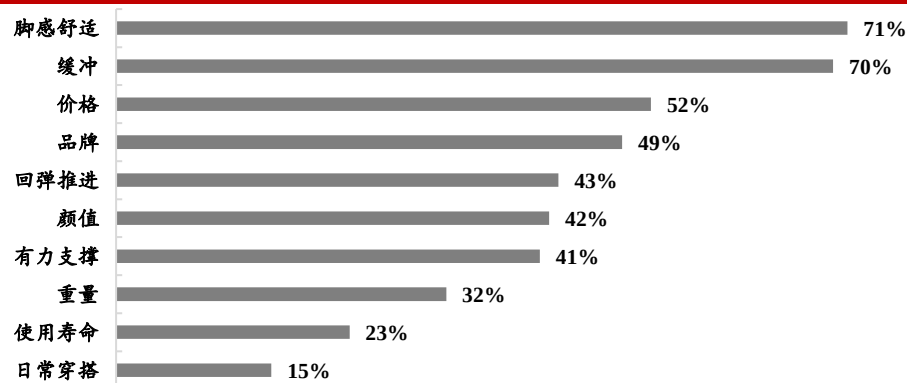
图表 23：悦跑圈近年用户添加国产/国际品牌跑鞋数量占比表现



数据来源：悦跑圈、网易、山证国际研究部整理

根据《悦跑圈 2021 年度中国跑步运动白皮书》数据显示，跑者在选跑鞋时，最在意的跑鞋特性是舒适度和缓冲，性价比和品牌影响力也是消费决策的主要维度。

图表 24：跑者选购跑鞋关注点占比分布



数据来源：悦跑圈、搜狐、山证国际研究部整理

根据悦跑圈以用户鞋库中现存跑鞋的总跑步次数排行，悦跑圈 2021 年最受男、女性跑者最受欢迎国产品牌均是特步。

图表 25：悦跑圈 2021 年最受男、女性跑者欢迎之 TOP5 国产/国际品牌与跑鞋型号展示图

悦跑圈 2021 年最受男性跑者欢迎之 TOP5 国产/国际品牌				悦跑圈 2021 年最受女性跑者欢迎之 TOP5 国产/国际品牌			
国产品牌		国际品牌		国产品牌		国际品牌	
	特步 160X 2.0		Nike Air Zoom Pegasus 37		特步 160X 2.0		Nike Air Zoom Pegasus 37
	乔丹体育 飞影PB		Nike Zoom Fly 3		李宁 超轻18代		Nike RENEW RIVAL 2
	特步 竞速160x		adidas ULTRABOOST 20		特步 竞速160x		adidas alphabounce rc.2
	李宁 超轻18代		Nike Air Zoom Pegasus 36		乔丹体育 飞影		Nike Air Zoom Pegasus 36
	李宁 赤兔4		Nike Air Zoom Tempo NEXT% FK		特步 减震旋		Nike Air Max 98

数据来源：悦跑圈、网易、山证国际研究部整理

自 2007 年起，特步集团致力于打造大众跑者首选品牌，除了赞助马拉松赛事和推广特步跑步俱乐部之外，在产品创新方面的成绩也非常突出。

特步去年推出的专业碳纤维板跑鞋 160X 系列于中国内地获得全球知名跑步杂志《跑者世界》颁发多项大奖。其中，160X 2.0、160X PRO 和 300X 2.0 分别获得编辑之选及热门产品奖项、年度推荐和最佳首秀奖项。此外，特步跑鞋在 2021 年 4 月的世界田径白金标赛事厦门马拉松中穿着率逾 50%，为首个本土品牌超越国际品牌，名列第一。

图表 26：厦门马拉松赛事跑鞋品牌 TOP6 占比表现对比以及 2022 尤金世锦赛女子马拉松前十跑鞋榜



数据来源：特步官网、新华网、山证国际研究部整理

在 2022 年 7 月 18 日举行的俄勒冈田径世锦赛女子马拉松项目中，前四名选手完赛成绩均超越了 17 年以来未曾打破的世锦赛纪录。当中，取得第四名的 Nazret Weldu，脚上穿着的便是特步 160X 2.0 跑鞋，表明特步产品力不断提升，已可在国际赛事中对标国际运动品牌的又一力证。

此外，田径世锦赛女子马拉松项目中，前六名选手所穿的跑鞋型号分别是 Nike 的 Vaporfly Next% 2 (首两名)、Alphafly Next% 2 (第三名)，特步的 160X 2.0 (第四名)，Asics 的 MetaSpeed Sky + (第五名)和 Adidas 的 Adizero Adios Pro 2 (第六名)。售价方面，只有特步的跑鞋售价是低于 1,000 元，其他的售价介乎 1,599 元至 2,299 元。由此看来，特步的跑鞋性价比比较国际品牌有着明显优势。

图表 27：2022 尤金世锦赛女子马拉松前六跑鞋榜的售价对比

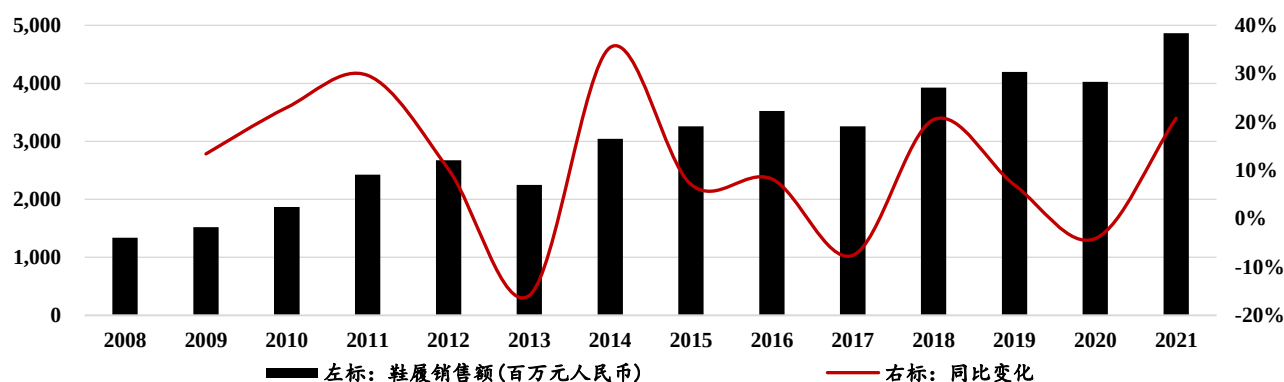
比赛排名	跑鞋型号	品牌	售价(元人民币)	与特步鞋款售价差距(倍)
1-2	Nike Vaporfly Next% 2	Nike	1,599	1.6
3	Nike Alphafly Next% 2	Nike	2,299	2.3
4	特步160X 2.0	特步	999	1.0
5	Asics MetaSpeed Sky +	Asics	1,690	1.7
6	Adidas Adizero Adios Pro 2	Adidas	1,699	1.7

数据来源：特步网站、Nike 网站、Adidas 网站、淘宝、新华网、山证国际研究部整理

2021 年，特步主品牌鞋履销售额创历史新高，达约 48.6 亿元，同比增长 20.8%，增长幅度为 2018 年以来最大。

我们认为，特步跑鞋近年在品牌力和产品力持续提升，叠加人们对健康意识提高以及对跑步的参与度显著提升，预期将驱动公司鞋履未来销售保持快速增长。

图表 28：特步主品牌鞋履销售额表现和同比变化



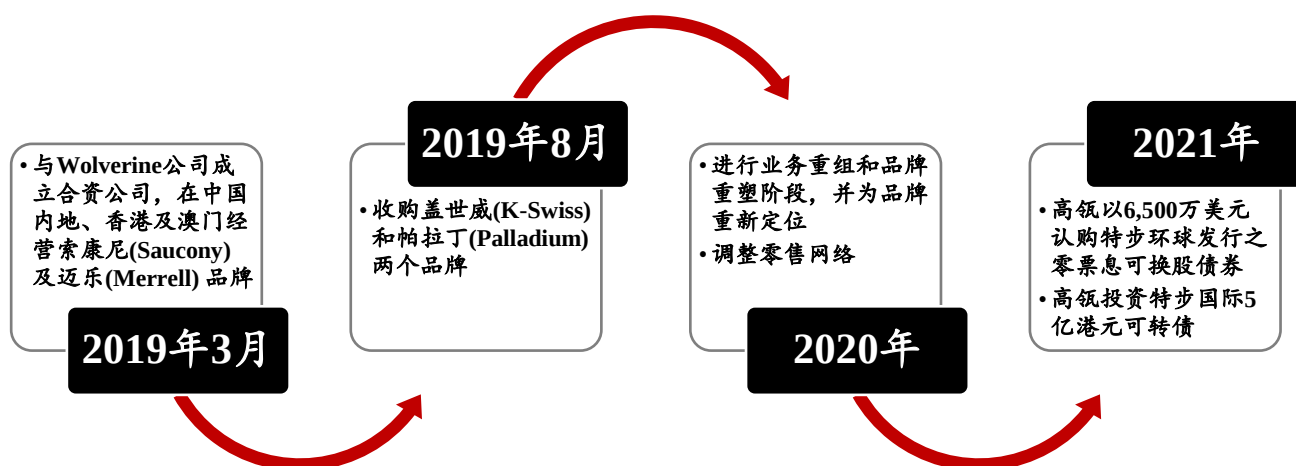
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

3.3 多品牌发展策略打开第二成长曲线

3.3.1 新增四个国际品牌，开启多品牌发展策略

2019年3月，特步集团与Wolverine公司成立合资公司，共同在中国内地、香港及澳门开展索康尼(Saucony)及迈乐(Merrell)品牌旗下鞋履、服装及配饰的开发、营销及分销。8月，公司出资2.6亿美元自E-Land World集团收购盖世威(K-Swiss)和帕拉丁(Palladium)两个品牌。

图表 29：特步集团近年新增品牌业务发展简介图



数据来源：公司公告、公司网站、山证国际研究部整理

这些品牌拥有与特步主品牌差异化的定位及不同目标消费群，与特步的品牌组合高度互补。其中，索康尼定位专业运动品牌；迈乐专注于户外领域；盖世威和帕拉丁则是全球知名运动服饰及休闲品牌组合。

图表 30：特步集团近年新增品牌介绍图



数据来源：公司公告、公司网站、山证国际研究部整理

3.3.2 借助特步资源，专业运动品牌业务呈高速发展态势

拥有超过百年的跑鞋制作历史的索康尼与 New Balance、Asics、Brooks 并称全球四大慢跑鞋，并享有跑鞋中的“劳斯莱斯”之称。索康尼拥有多项核心科技(包括 GRID 网状稳定缓震系统和 EVERUN 材料等)，部分跑鞋产品曾荣获美国《跑者世界》“编辑之选”等荣誉。索康尼产品整体定位为高端专业运动品牌。

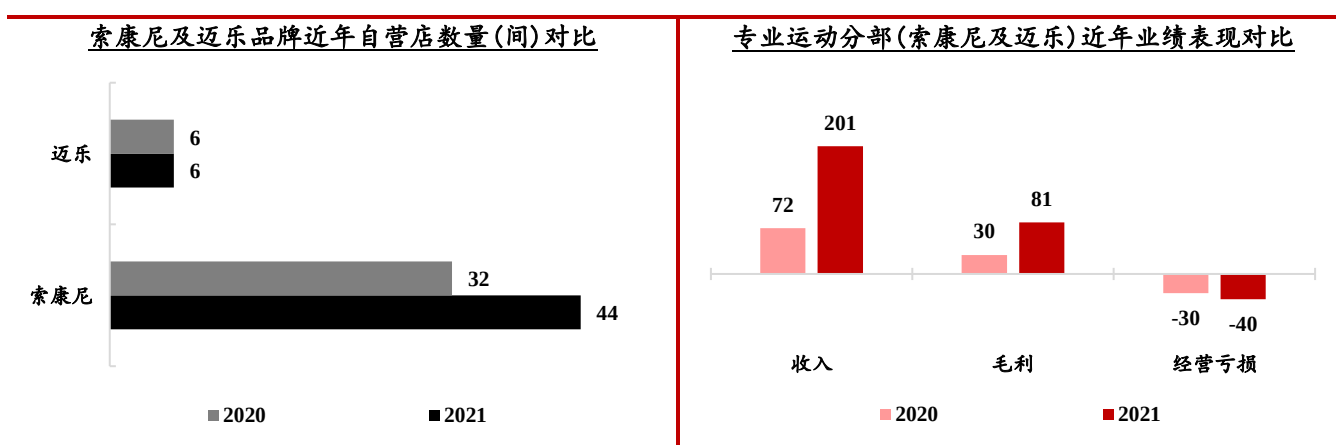
特步集团已在跑步领域深耕多年，与索康尼业务经营展现强协同效应。一方面索康尼产品可以利用特步在销售网络，研发技术和供应链资源的优势，提高品牌曝光率和优化针对国民的产品设计等，拉动收入增长；另一方面特步也可以通过索康尼业务经营促进特步主品牌产品创新和累积高端产品线运营经验。

此外，迈乐为最受欢迎的全球户外生活品牌之一，因其高质量及尖端科技深受赞赏。凭借卓越的设计、质量、耐穿性、功能性及舒适性，迈乐以开发最佳户外活动体验的产品而称著。中长期而言，迈乐将成为特步在户外运动业务拓展的重要驱动力。户外运动在我国当前呈现高增长潜力的细分市场，特步将可透过迈乐业务经营进入户外运动领域。

渠道方面，索康尼和迈乐在 2020 年开始布局和调整线下零售网络。截至 2021 年 12 月 31 日，索康尼和迈乐在中国内地已分别开设 44 间和 6 间直营店，主要位于一、二线城市。

收入方面，公司专业运动分部(索康尼及迈乐)2021 年收入显著增长，由 2020 年约 7,200 万元增长至约 2 亿元。毛利由约 3,000 万元上升至约 8,100 万元。由于初始资金投入随开店数量上升而加大，公司 2021 年承担亏损由 2020 年约 3,000 万元扩大至约 4,000 万元。随着规模效应持续显现，预料后续亏损有望呈逐年递减，预期相关分部 2024 年将实现盈利。

图表 31：索康尼及迈乐品牌中国内地自营店数量和专业运动分部业绩表现对比图



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

3.3.3 引入高领作为战略投资者，将助力国际时尚品牌业务发展

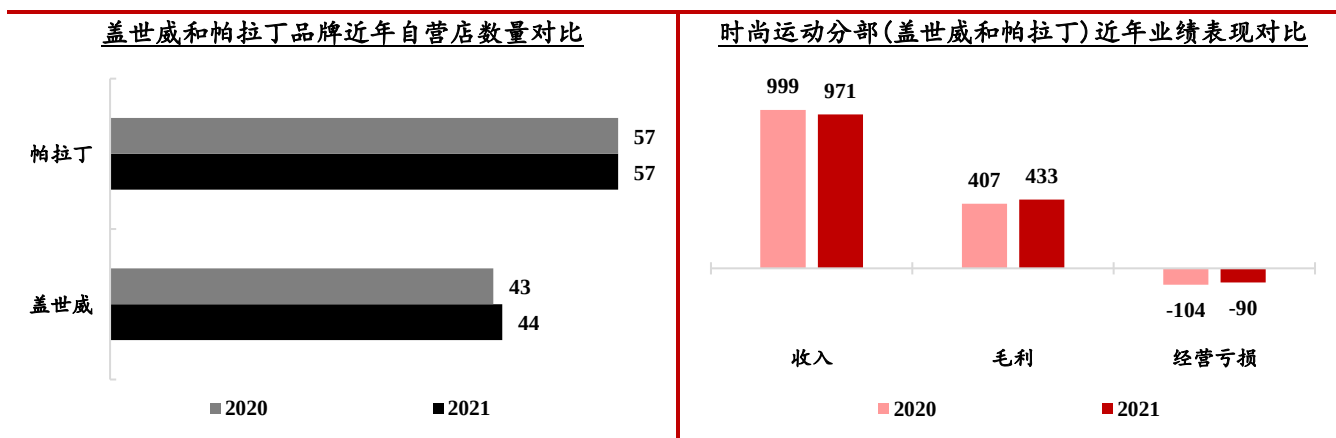
盖世威于 1966 年在美国成立的传统美国运动鞋品牌，主要提供功能性网球鞋、休闲类及健身鞋履，定位高端市场运动服装品牌。自 2019 年被特步集团收购以来，公司已对盖世威基本完成品牌重塑，并进行业务重组以及为品牌重新定位，力求强势回归中国内地市场。

帕拉丁于 1947 年在法国成立，为全球著名靴子品牌之一。公司在收购帕拉丁后持优化其产品组合以及在中国内地的零售网络。

盖世威当前北美生意主要是以批发业务为主。截至 2021 年底，盖世威亚太区拥有 44 间自营店。公司预期今年将开始在中国内地的高线城市开设标志性店铺。此外，帕拉丁在亚太区有 57 间自营店，其中 25 间位于中国内地。公司将在今年继续推出更多形象店，进一步调整其产品组合和设计以增加店效。

此外，公司时尚运动分部(盖世威和帕拉丁)2021 年收入由 2020 年约 9.99 亿元下跌至约 9.71 亿元。毛利则由 2020 年约 4.07 亿元上升至约 4.33 亿元。2021 年亏损也由 2020 年约 1.04 亿元收窄至约 9,000 万元。

图表 32：盖世威和帕拉丁品牌亚太区自营店数量和时尚运动分部业绩表现对比图



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2021 年 6 月，高瓴以 6,500 万美元认购特步国际直接全资附属公司特步环球（拥有盖世威及帕拉丁品牌）发行的零票息可换股债券，资金将用于特步环球的一般营运资金。悉数换股后，将发行 15,000 股，占增发后股本的 20%。此外，高瓴同月也投资特步国际 5 亿港元可转债，最高可换股 5,436 万股。转股后占增发后股本的 2.03%。

我们认为，公司引入高瓴作为战略投资者，主要是因为高瓴在大中华市场零售消费行业有着丰富的垂直知识以及投资经验，将会为特步走向多品牌和国际化策略运营提供关键性支持。

高瓴将透过滔搏(高瓴为最大股东，代理的主力品牌为 Nike 和 Adidas)的渠道资源和出色的高端运动国际品牌零售运营能力，对公司新收购的盖世威及帕拉丁国际品牌输出“本土化”零售运营经验，并为相关品牌在全国重点高线城市开店策略和零售管理方面提供帮助。

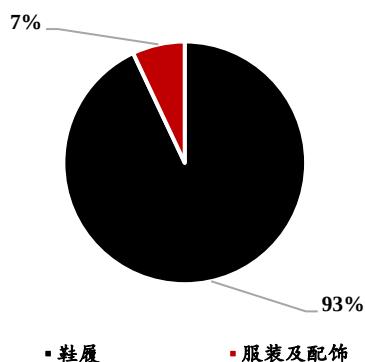
随着新增品牌在产品创新、零售渠道持续升级，预期未来将有望在中国快速增长的运动服装市场上加速释放品牌潜力，相关多品牌发展策略打开公司第二成长曲线。

3.3.4“以鞋带服”策略将驱动新增品牌服装销售表现

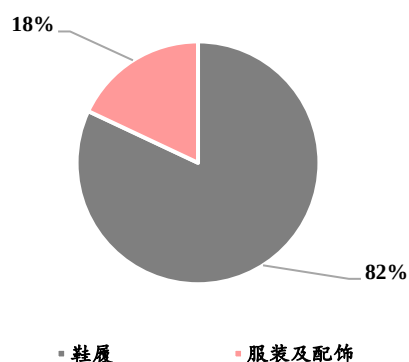
特步集团新增品牌过去一直把业务重点投放在鞋类产品发展上，因此相关品牌过去收入主要仍是以鞋履产品贡献为主，鞋、服收入贡献比例并不平衡。2021 年，时尚运动分部和专业运动分部鞋履产品收入占比分别约为 93%和 82%，远高于服装约 7%和 18%。

图表 33：特步集团旗下时尚运动分部和专业运动分部 2021 年按产品类别划分之收入分布图

时尚运动分部 2021 年按产品类别划分之收入分布图



专业运动分部 2021 年按产品类别划分之收入分布图

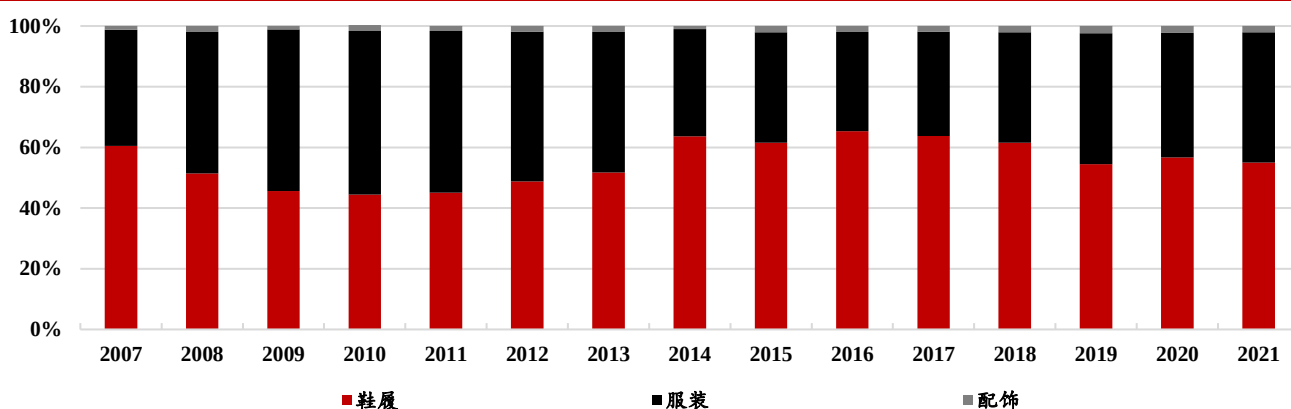


数据来源：公司演示材料、山证国际研究部整理

反观特步主品牌方面，鞋履和服装同期 2021 年收入占比分别约为 55.0% 和 42.9%，明显较为合理。

我们认为，公司未来将增加相关新增品牌服装产品设计和生产，以实现较均衡的产品组合销售，叠加公司的“大店策略”有效提高产品销售连带率，将以鞋履产品拉动服装产品销售，预期“以鞋带服”策略将驱动新增品牌服装未来销售表现。

图表 34：特步主品牌按产品类别划分之收入分布图



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

3.4 童装业务有望成为业绩新增长引擎

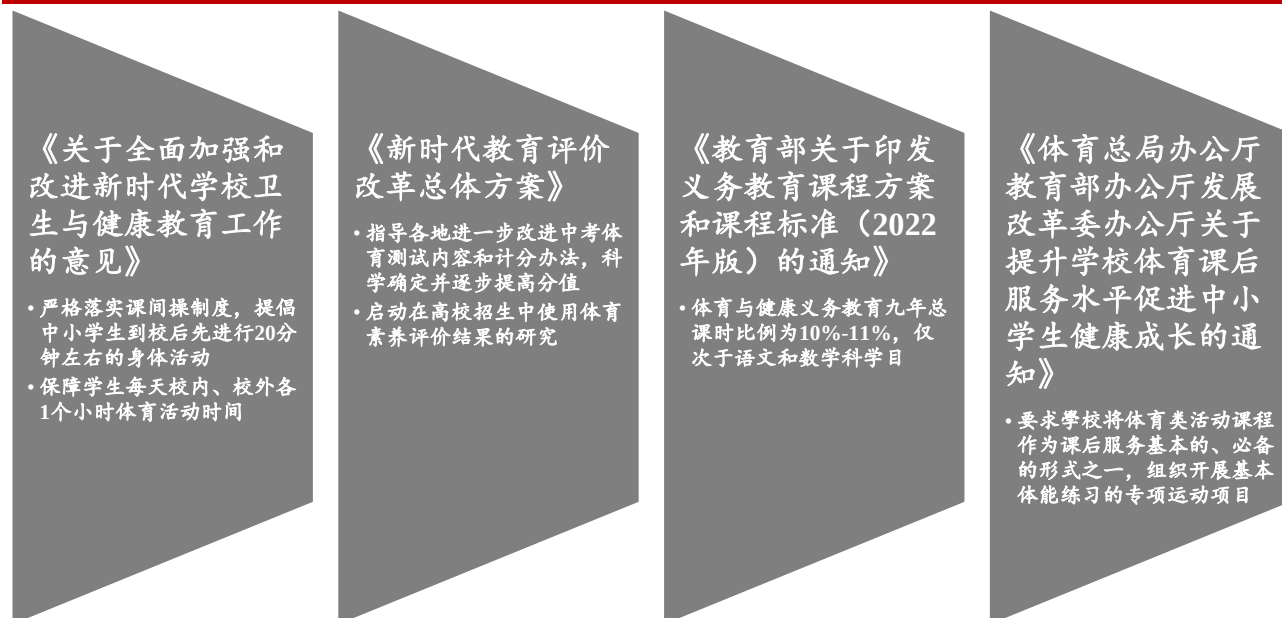
3.4.1 国家持续强化学校体育教育，将助驱功能性运动童装需求

国家近年高度重视学校体育教育，针对强化体育课和课外锻炼等提出了明确要求。当中，教育部 2021 年发布的《关于全面加强和改进新时代学校卫生与健康教育工作的意见》，要求学校严格落实课间操制度，

提倡中小学生到校后先进行 20 分钟左右的身体活动，并要保障学生每天校内、校外各 1 个小时体育活动时间。

随着政府计划持续改善学校体育教育，以及推行学龄儿童健康成长，相关因素将驱动功能性运动童装需求。

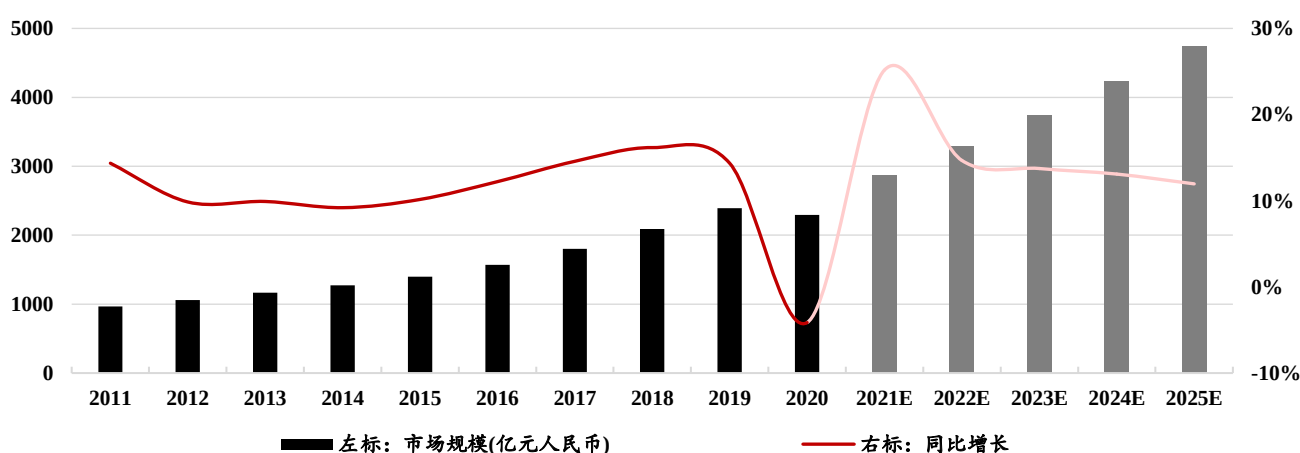
图表 35：中国教育部近年发布体育教育相关主要通知和方案概要



数据来源：教育部、山证国际研究部整理

根据立鼎产业研究网、欧睿的数据显示，我国童装行业 2011 年至 2019 年市场规模呈增长态势，年复合增长率达约 12.0%。受疫情影响，2020 年市场规模同比倒退 4.1%，但预期 2021 年至 2025 年年复合增长率将达到约 13.4%。

图表 36：中国童装行业市场规模之表现和预测



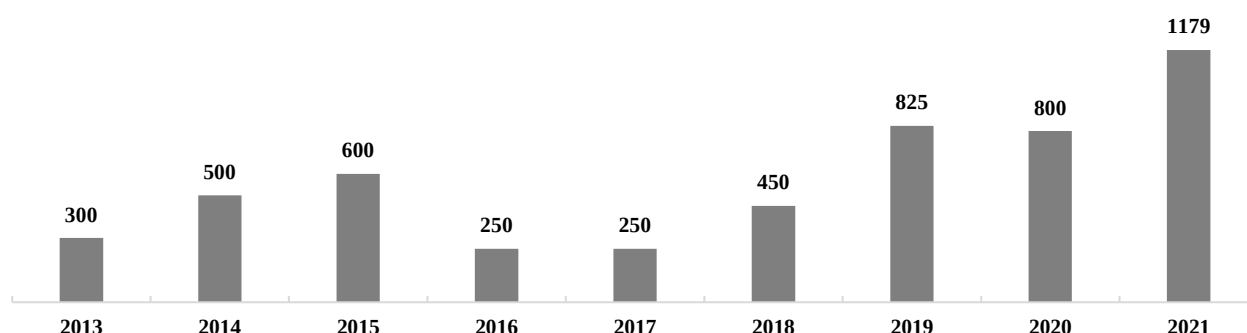
数据来源：立鼎产业研究网、欧睿、山证国际研究部整理

3.4.2 近年加码布局童装业务，有望成为业绩新增长引擎

特步集团在 2016 年至 2017 年对童装业务进行了整体重组，并重新规划发展策略。2021 年，公司顺应国潮崛起之大趋势而推出“大国少年”全新品牌理念，并形成街舞系列和少林儿童系列两大产品风格主线，透过一系列活动提升品牌知名度，带动销售加速增长。特步儿童在今年“618”销售成交额突破 7,500 万元，同比增长 103%。

此外，公司 2019 年以来也加快拓展童装渠道网络，特步儿童销售点数量由 2018 年的 450 间大幅上升至 2021 年的 1,179 间。

图表 37：特步儿童销售点数量(间)



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

随着公司进一步加大对童装业务布局，将可受益于童装行业持续增长所带来的机遇，预期相关业务有望成为公司业绩新的增长引擎。

4. 盈利预测与投资建议

特步国际现金流折现估值财务模型：

财务模型构架简介：我们利用现金流折现估值财务模型为特步国际进行估值，并将财务模型预测分为三个阶段，分别是第一阶段(2022-2024 年)：高速增长期；第二阶段(2025-2035 年)：中等增长期；以及第三阶段(2035 年以后)：平稳增长期。

第一阶段(2022-2024 年)收入预测及主要明细假设：

(1) 门店数量：特步主品牌方面，公司近年持续增强渠道效率，关闭低效店铺，并提升大店保有量，以扩大产品的展示区域，提高销售连带率，改善销售表现。我们预期，公司将持续执行相关“高效大店”策略和提升大店保有量，预期特步主品牌门店数量将由 2021 年的 6,151 间逐步增加至 2024 年的 6,751 间。此外，公司将抓紧童装行业快速增长期而加大特步儿童门店布局，预期特步儿童门店数量将由 2021 年的 1,179 间持续上升至 2024 年的 1,779 间。

(2) 收入：受益于公司整体门店数量增加、单店收入提升以及运营能力增强等，叠加体育行业持续发展所拉动的新增需求，预期公司未来三年收入将保持较快增速，2022-2024 年期间年复合增长率将达约 22.0%。

图表 38：主要指标表现和预测

门店数目(间)	2021	2022E	2023E	2024E
特步主品牌(不含XDNA独立店)	7,330	7,730	8,130	8,530
大众市场	6,151	6,351	6,551	6,751
特步儿童	1,179	1,379	1,579	1,779
时尚运动品牌	101	108	123	138
盖世威	44	56	68	80
帕拉丁	57	52	55	58
专业运动品牌	50	63	77	92
索康尼	44	56	68	80
迈乐	6	7	9	12
收入表现(百万元人民币)	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	10,013	12,542	15,416	18,653
同比增长	22.5%	25.3%	22.9%	21.0%
特步主品牌收入	8,841	10,954	13,231	15,567
同比增长	24.5%	23.9%	20.8%	17.7%
盖世威及帕拉丁收入	971	1,262	1,696	2,313
同比增长	-2.8%	29.9%	34.4%	36.4%
索康尼及迈乐收入	201	326	489	773
同比增长	179.2%	62.4%	49.8%	58.0%
毛利率表现	2021	2022E	2023E	2024E
整体毛利率	41.7%	41.6%	41.7%	41.9%
特步主品牌毛利率	41.4%	41.3%	41.4%	41.6%
盖世威及帕拉丁毛利率	44.6%	44.6%	44.7%	44.8%
索康尼及迈乐毛利率	40.3%	40.3%	40.4%	40.5%
利润表现(百万元人民币)	2021	2022E	2023E	2024E
利润总额	889	1,117	1,392	1,731
同比增长	76.0%	25.7%	24.6%	24.4%
利润率	8.9%	8.9%	9.0%	9.3%

数据来源：公司公告、公司演示材料、WIND、山证国际研究部整理

(3) 毛利率：预期 2022 年毛利率将受疫情影响由 2021 年约 41.7% 下滑至 41.6%，随后在 2023 年和 2024 年则分别上升至约 41.7% 和 41.9%。

(4) 盈利率：预期 2022 年和盈利率将与 2021 年持平，约 8.9%。随后在 2023 年和 2024 年则分别上升至约 9.0% 和 9.3%。

第二阶段(2025-2035 年)自由现金流增长率：根据《体育强国建设纲要》所提及的要求，到 2035 年，我国全民健身更亲民、更便利、更普及，经常参加体育锻炼人数比例达到 45% 以上，人均体育场地面积达到 2.5 平方米，将有利体育服饰龙头企业未来业务发展前景，故预期特步国际自由现金流在同期年复合增长率将达约 9%。

第三阶段(2035 年后)自由现金流增长率：公司在 2035 年后将处于长期业务增长期，每年自由现金流将以约 3% 增长，接近已发达国家的长期经济增长率。

其他重要数据：(i) 公司融资结构不会出现明显改变；(ii) 无风险利率：约 2.6%；(iii) WACC：约 8.0%。

结论:

我们首次覆盖特步国际(1368.HK)，预期公司于 2022 至 2024 财年的盈利分别约为 11.2 亿元、13.9 亿元及 17.3 亿元，同比上升约 25.7%、24.6% 及 24.4%。

根据现金流折现估值模型之推算，我们给予公司 15.7 港元的目标价，对应 2022 财年、2023 财年和 2024 财年之预测市盈率分别约 32.1 倍、25.8 倍和 20.7 倍。基于目标价较 8 月 18 日收市价 12.76 港元有约 23.1% 的上涨空间，因而给予公司“买入”评级。

图表 39: 同业比较

公司名称	估值表现						2021年业绩表现				
	总市值 (亿港元)	市盈率 PE(TTM) (倍)	市销率 PS(TTM) (倍)	3年平均 PE(TTM) (倍)	3年平均 PS(TTM) (倍)	2022年 预测PE (倍)	2022年 预测PEG	收入同比增长率 (%)	毛利率 (%)	经营利润率 (%)	盈利率 (%)
特步国际(1368.HK)	336.2	30.3	2.7	23.2	1.8	26.1	1.0	22.6	41.7	11.4	8.8
安踏体育(2020.HK)	2303.9	24.4	3.8	43.1	6.6	24.4	4.4	38.8	61.6	19.9	16.6
李宁公司(2331.HK)	1828.7	36.9	6.3	55.7	6.9	33.1	1.8	56.6	53.0	21.0	17.7
361度(1361.HK)	82.7	11.2	1.1	9.3	0.8	10.4	0.7	16.1	41.7	13.7	12.3

*(1)市场数据是 2022 年 8 月 18 日收市价；(2)特步国际预测数据由山证国际预测；(3)其他公司预测是由 WIND 统计一致预期

数据来源: WIND、公司公告、山证国际研究部整理

5. 投资风险

- (1) 业务经营表现不及预期；
- (2) 其他系统风险等。

财务报表摘要

损益表						资产负债表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
总收入	8,172	10,013	12,542	15,416	18,653	非流动资产					
同比变化%	-0.1%	22.5%	25.3%	22.9%	21.0%	物业、机器及设备	796	1,119	1,282	1,442	1,598
销售成本	(4,973)	(5,835)	(7,328)	(8,988)	(10,834)	无形资产	709	671	658	645	633
毛利	3,198	4,178	5,215	6,429	7,819	其他非流动资产	2,039	2,393	2,213	2,153	2,046
毛利率	39.1%	41.7%	41.6%	41.7%	41.9%		3,544	4,183	4,153	4,240	4,277
经销开支	(1,537)	(1,891)	(2,405)	(2,993)	(3,674)	流动资产					
行政开支	(1,050)	(1,189)	(1,368)	(1,565)	(1,790)	存货	975	1,497	1,635	2,108	2,345
其他收入及其他收益-净额	307	299	305	280	290	应收贸易款项及应收票据	3,236	3,528	4,588	5,008	5,453
经营利润	918	1,396	1,746	2,151	2,645	现金及等同现金项目	3,472	3,930	3,722	4,696	5,227
经营利润率	11.2%	13.9%	13.9%	14.0%	14.2%	其他流动资产	1,344	1,477	1,332	1,460	1,596
财务成本净额	(140)	(63)	(73)	(81)	(91)		9,027	10,432	11,277	13,271	14,620
应占联营公司损益	(17)	(46)	(39)	(22)	8	总资产	12,571	14,615	15,429	17,511	18,897
除税前溢利	762	1,287	1,634	2,048	2,562	流动负债					
所得税开支	(257)	(397)	(517)	(656)	(831)	应付贸易款项及应付票据	1,479	2,352	2,386	3,474	3,768
盈利	505	889	1,117	1,392	1,731	其他应付款项及应计费用	1,052	1,071	1,386	1,704	2,061
股东应占盈利	513	908	1,134	1,401	1,729	其他流动负债	803	630	636	742	770
同比变化	109.6%	77.0%	24.9%	23.6%	23.4%		3,334	4,053	4,408	5,920	6,600
股东应占盈利率	6.3%	9.1%	9.0%	9.1%	9.3%	非流动负债					
非控股股东应占盈利	(8)	(19)	(17)	(10)	2	长期借款	1,516	1,375	1,375	1,375	1,375
股息	(298)	(528)	(670)	(835)	(1,039)	其他非流动负债	423	1,205	1,217	1,230	1,244
派息比率	-59.1%	-59.4%	-60.0%	-60.0%	-60.0%		1,939	2,580	2,592	2,605	2,619
						权益					
						公司拥有人应占权益	7,223	7,929	8,376	8,933	9,625
						非控股权益	75	53	53	53	53
						权益总额	7,298	7,982	8,429	8,986	9,678
						负债及权益总额	12,571	14,615	15,429	17,511	18,897
现金流量表						主要财务比率					
单位: 百万元人民币							2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
除税前溢利	762	1,287	1,634	2,048	2,562	盈利能力					
折旧及摊销	166	172	195	193	192	毛利率	39.1%	41.7%	41.6%	41.7%	41.9%
其他	37	18	(193)	(177)	(207)	盈利率	6.2%	8.9%	8.9%	9.0%	9.3%
营运资本变动前的经营现金流量	964	1,477	1,636	2,063	2,547	ROE	7.1%	11.6%	13.6%	16.0%	18.5%
营运资本变动	(320)	(447)	(695)	395	(156)	营运表现					
已付所得税	(325)	(329)	(517)	(656)	(831)	经销开支/收入	-18.8%	-18.9%	-19.2%	-19.4%	-19.7%
经营活动现金流	320	701	424	1,802	1,561	行政开支/收入	-12.8%	-11.9%	-10.9%	-10.2%	-9.6%
购买物业及设备	(207)	(414)	(250)	(258)	(265)	有效税率	-33.7%	-30.8%	-31.6%	-32.0%	-32.4%
其他投资活动现金流	780	86	34	34	34	存货周转天数	74	77	78	76	75
投资活动现金流	573	(329)	(216)	(224)	(231)	应收款项周转天数	120	107	105	101	91
银行融资所得净额	(77)	(312)	0	0	0	应付款项周转天数	107	120	118	119	122
已付股息	(279)	(356)	(670)	(835)	(1,039)	现金周转天数	87	64	65	58	44
配售及新股、可换股债券发行所得款	37	823	0	0	0	财务状况					
其他融资活动现金流	(61)	(58)	255	230	240	流动比率	271%	257%	256%	224%	222%
融资活动现金流	(380)	96	(416)	(605)	(799)	速动比率	242%	220%	219%	189%	186%
现金及现金等价物净值	513	469	(208)	974	531	总负债/总权益	72%	83%	83%	95%	95%
其他影响	(11)	(11)	0	0	0	资产周转率	66%	74%	83%	94%	102%
期初现金及现金等价物	2,970	3,472	3,930	3,722	4,696						
期末现金及现金等价物	3,472	3,930	3,722	4,696	5,227						

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理和预测

投资评级定义

买入	预期股价在未来 12 个月上升 15% 以上
持有	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15% 以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 15% 以上

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其联系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- a) 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- b) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告 所表述的具体建议或观点相关系；
- c) 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

山证国际

香港金钟夏慤道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>