

2024年12月22日

特步国际 (01368.HK)

投资评级：买入（首次）

——运动品头部国牌，多品牌运营专业与大众需求并举

证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇
zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2024年12月19日

收盘价 (港元)	5.79
一年内最高/最低 (港元)	7.13/3.61
总市值 (百万港元)	15,538.33
流通市值 (百万港元)	15,538.33
资产负债率 (%)	46.15

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 公司以 OEM 代工起家，逐步发展跑步文化。公司成立于 1987 年，初期借代工业务起家，2008 年上市后，公司借奥运热潮持续发展，并通过成立特跑族等增强品牌跑步基因；2019 年，公司开启多品牌运营模式，与 Wolverine 合作成立合资公司经营索康尼、迈乐大中华区业务。公司近年持续聚焦跑步赛道，持续通过赞助马拉松赛事等方式提升品牌形象，推动营收及利润双增。
- 国内跑步氛围日趋浓厚，马拉松赛事及完赛人数均有增长。伴随国内呵护政策频出，户外体育产业蓬勃发展，线下马拉松赛事于 2023 年重新开启增长，跑步人群不断壮大，驱动跑步相关产品（如跑步装备）需求不断上行；且从完赛人数增长角度看，专业跑步人群基数持续扩大，有望推动跑步装备持续迭代，利好具备相关技术储备及持续重视产品研发的头部运动品牌。
- 核心主业持续研发覆盖客群多元化需求，优质营销提升品牌专业形象。公司核心主业为跑步鞋履，主品牌主要覆盖大众及部分精英客群需求，而索康尼、迈乐产品则针对专业跑、越野跑客群。主品牌跑鞋矩阵可大致分为精英系列、专业系列及大众系列，通过技术迭代继续维持头部系列跑鞋在业内的领先地位。其他品牌以索康尼为代表，公司继续发扬该品牌专业跑步的基因，并通过通勤及休闲系列、复古系列扩大品牌覆盖客群。公司持续赞助马拉松赛事，并通过签约体育明星代言产品宣传品牌专业运动装备设计与零售商的定位，持续提升品牌形象。
- 盈利预测与评级：特步国际作为国内头部运动服饰公司，聚焦跑步赛道，通过持续研发投入在鞋履及服饰端获得多项科技成果，筑高竞争壁垒；同时，通过差异化渠道布局竞争、注重电商渠道及合理运用赞助及代言人等方式提升品牌竞争力，长期看发展空间较大。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 12.64 亿元/13.95 亿元/15.99 亿元，同比分别增长 22.73%/10.36%/14.65%。我们选择与公司同属运动服饰行业的安踏体育、李宁为可比公司，2024 年平均 PE 为 14.0X，特步国际 2024 年对应 PE 为 11.4X，考虑到公司在运动服饰赛道的品牌形象、产品研发能力及营销能力位于上乘，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示。零售环境修复不及预期风险，店铺拓展进度不及预期风险，新品牌发展不及预期风险。

盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	12930.39	14345.51	14863.64	15411.71	16939.75
同比增长率 (%)	29.13%	10.94%	3.61%	3.69%	9.91%
归母净利润 (百万元)	921.69	1030.01	1264.09	1395.06	1599.45
同比增长率 (%)	1.47%	11.75%	22.73%	10.36%	14.65%
每股收益 (元/股)	0.37	0.41	0.47	0.52	0.60
ROE (%)	11.18%	11.62%	12.72%	12.31%	12.37%
市盈率 (P/E)	14.64	13.15	11.38	10.31	9.00

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

特步国际作为国内头部运动服饰公司，聚焦跑步赛道，通过持续研发投入在鞋履及服饰端获得多项科技成果，筑高竞争壁垒；同时，通过差异化渠道布局竞争、注重电商渠道及合理运用赞助及代言人等方式提升品牌竞争力，长期看发展空间较大。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 12.64 亿元/13.95 亿元/15.99 亿元，同比分别增长 22.73%/10.36%/14.65%。我们选择与公司同属运动服饰行业的安踏体育、李宁为可比公司，2024 年平均 PE 为 14.0X，特步国际 2024 年对应 PE 为 11.4X，考虑到公司在运动服饰赛道的品牌形象、产品研发能力及营销能力位于上乘，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

大众运动业务：公司持续聚焦核心产品，假设公司主品牌 2024-2026 年收入同比增速分别为+5.93%/+5.84%/+5.71%；

专业运动业务：公司索康尼及迈乐在户外运动风潮下发展迅速，假设公司专业运动业务 2024-2026 年收入同比增速分别为+66.74%/+52.10%/+37.86%。

投资逻辑要点

行业端：1) 新兴市场驱动世界运动鞋服行业持续增长；2) 国家政策持续呵护体育产业；3) 国内跑步氛围渐浓，专业赛事与专业跑者增多利好产品力较强的头部品牌。

公司端：1) 产品力：公司持续重视研发，鞋履与服饰端均掌握多项科技成果，产品力较强；2) 营销力：公司持续通过赞助马拉松赛事及签约体育明星代言人夯实品牌专业形象。

核心风险提示

零售环境修复不及预期风险，店铺拓展进度不及预期风险，新品牌发展不及预期风险。

内容目录

1. 运动服饰头部品牌，聚焦核心主业快速发展.....	6
1.1. 深耕运动服饰赛道多年，公司股权架构稳定.....	6
1.2. 财务摘要：聚焦跑步核心主业，营收毛利双增.....	7
2. 运动服饰市场持续发展，国内跑步赛道快速成长.....	9
2.1. 新兴市场快速发展驱动世界运动服饰行业快速增长.....	9
2.2. 政策端：利好政策频出推动体育产业发展.....	11
2.3. 中国跑步氛围浓厚驱动消费需求，国牌份额逐步提升.....	13
3. 公司端：持续研发及宣传塑造品牌专业形象.....	15
3.1. 聚焦跑步核心主业，持续研发投入筑高竞争壁垒.....	15
3.2. 渠道拓展具备空间，营销高效夯实品牌专业形象.....	18
4. 盈利预测与评级.....	19
4.1. 核心主业驱动公司业绩上行.....	19
4.2. 首次覆盖给予“买入”评级。.....	19
5. 风险提示.....	20

图表目录

图表 1: 特步国际发展大事件	6
图表 2: 特步国际股权结构 (截至 2024 年中报)	7
图表 3: FY2019–FY2023 公司营收 CAGR 为 15.07%	7
图表 4: FY2019–FY2023 公司毛利 CAGR 为 14.25%	7
图表 5: FY2019–FY2023 公司归母净利 CAGR 为 9.08%	8
图表 6: 公司管理费率先呈改善趋势	8
图表 7: 鞋履销售占比呈增长趋势	8
图表 8: 专业运动品牌近年营收占比大幅增长	8
图表 9: 鞋履及服装整体毛利率维持增长趋势	9
图表 10: FY24H1 专业运动品类毛利率增至 56.80%	9
图表 11: 公司近年库存小幅增长	9
图表 12: 预计 2023–2027 年世界运动品市场年均复合增速为 7% (单位: 十亿美元)	10
图表 13: 世界运动品市场未来增速将主要来自亚太等运动新兴市场	10
图表 14: 2013–2022 年人均消费支出 CAGR 为 7.11%	11
图表 15: 21–25 年中国运动鞋服市场预期 CAGR 为 11.62%	11
图表 16: 中国户外运动产业国家支持政策梳理	12
图表 17: 预计 2035 年中国国家公园数量达 49 个	13
图表 18: 2018–2023 年体育场总数 CAGR 为 7.75%	13
图表 19: 2023 年国内线下马拉松赛事场次快速恢复	13
图表 20: 2023 年国内马拉松参与度快速修复	13
图表 21: 近年国内马拉松完赛人数恢复增长趋势	14
图表 22: 近年国内运动鞋履市场向头部品牌集中	14
图表 23: 主品牌各类跑鞋价格带	15
图表 24: 索康尼各类鞋履价格带	16
图表 25: FY24H1 公司研发费率为 2.2%	17
图表 26: 公司鞋履产品核心科技介绍	17
图表 27: 公司服装产品核心科技介绍	17
图表 28: 公司近年线下渠道数量仍维持增长趋势	18
图表 29: 公司最新店铺陈列	18

图表 30: 公司近年持续通过赞助马拉松赛事提升曝光度	18
图表 31: 体育明星代言提升凸显品牌专业运动属性	18
图表 32: 特步国际重点费率预测	19
图表 33: 特步国际简易利润表预测 (金额单位: 亿元)	19
图表 34: 可比公司估值表	20

1. 运动服饰头部品牌，聚焦核心主业快速发展

1.1. 深耕运动服饰赛道多年，公司股权架构稳定

公司以 OEM 代工起家，逐步发展跑步文化。公司成立于 1987 年，初期借代工业务起家，于 2001 年创立特步品牌，借分销渠道及签约体育明星等方式开启快速扩张道路；2008 年上市后，公司借奥运热潮持续发展，并通过成立特跑族等增强品牌跑步基因；2019 年，公司开启多品牌运营模式，与 Wolverine 合作成立合资公司经营索康尼、迈乐大中华区业务，并于同年收购 E-Land 旗下盖世威、帕拉丁等品牌，并于 2021 年推出“五五计划”开启新一轮快速发展之路。

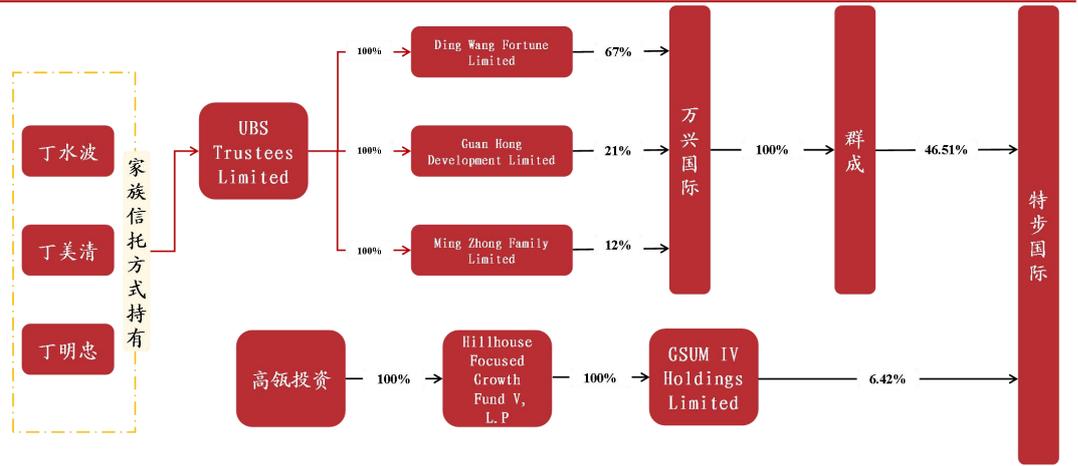
图表 1：特步国际发展大事件



资料来源：特步国际官网，华源证券研究所

股权结构集中运营稳定。截至 2024 年中报，集团主席丁水波先生及丁美清女士、丁明忠先生通过家族信托持有公司 46.51% 股份，同时，丁水波先生、丁美清女士、丁明忠先生分别各自持有公司 2.72%、0.08%、0.11% 股份，丁氏家族将共同继续为公司单一最大股东，股权结构较为集中。

图表 2：特步国际股权结构（截至 2024 年中报）

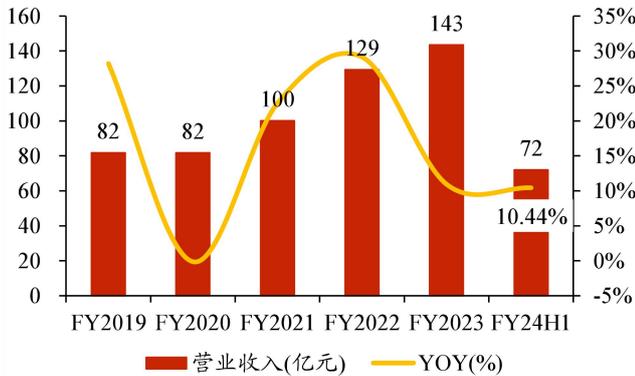


资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.2. 财务摘要：聚焦跑步核心主业，营收毛利双增

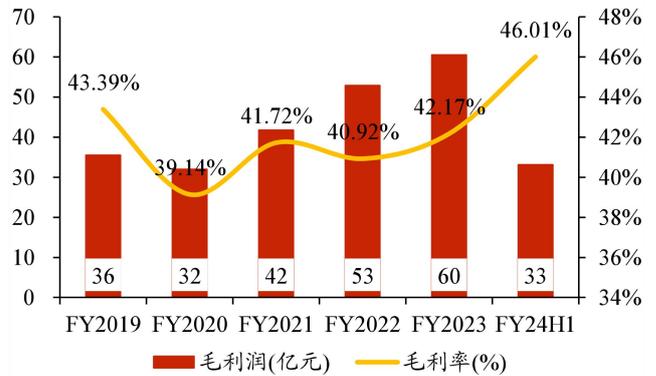
聚焦跑步赛道，公司营收毛利维持双增。公司近年持续聚焦跑步赛道，持续通过赞助马拉松赛事等方式提升品牌形象，推动营收增长。FY24H1 公司营收/毛利分别为 72.03 亿元/33.14 亿元，同比分别+10.44%/+18.49%；FY2019–FY2023 公司营收/毛利 CAGR 分别为 15.07%/14.25%。FY24H1 公司毛利率较 FY2019 增长 2.62 pct 至 46.01%。整体看，在聚焦跑步赛道后，公司品牌形象及产品专业度不断提升，驱动营收及毛利快速增长。

图表 3：FY2019–FY2023 公司营收 CAGR 为 15.07%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

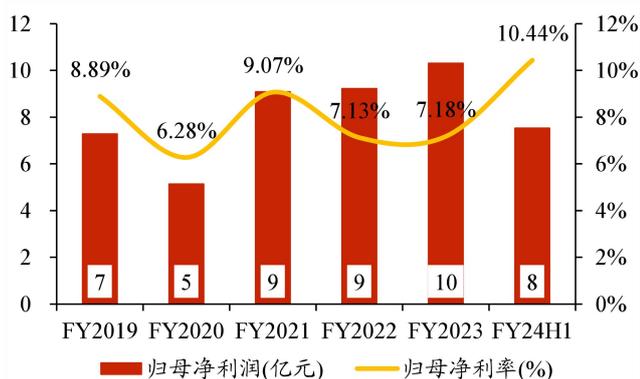
图表 4：FY2019–FY2023 公司毛利 CAGR 为 14.25%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

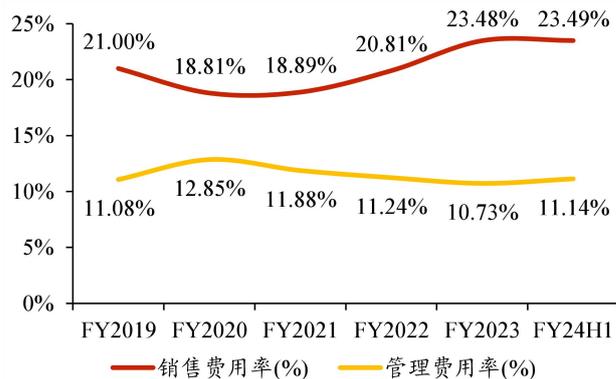
管理费率近年管控良好，FY24H1 归母净利率明显改善。伴随公司近年品牌经营方向调整及对跑步等产品宣传的不断发力，广告及推广费用占比小幅上升，因此对销售费用率造成一定影响，但管理费用率自 FY2020 后持续改善，FY24H1 降至 11.14%。随公司经营质量及效率持续提升，FY2019–FY2023 归母净利润 CAGR 为 9.08%，维持增长趋势，FY24H1 归母净利率升至 10.44%，较 FY23 年有明显改善。

图表 5: FY2019-FY2023 公司归母净利 CAGR 为 9.08%



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

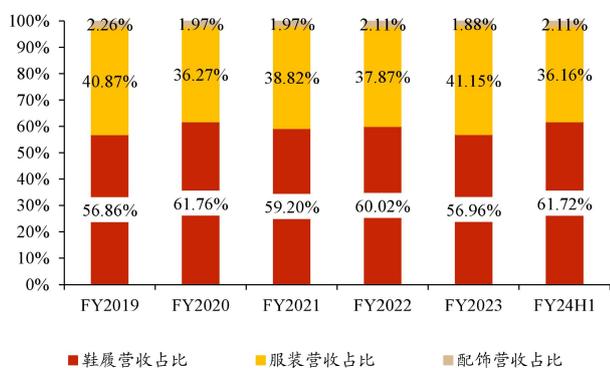
图表 6: 公司管理费率呈改善趋势



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

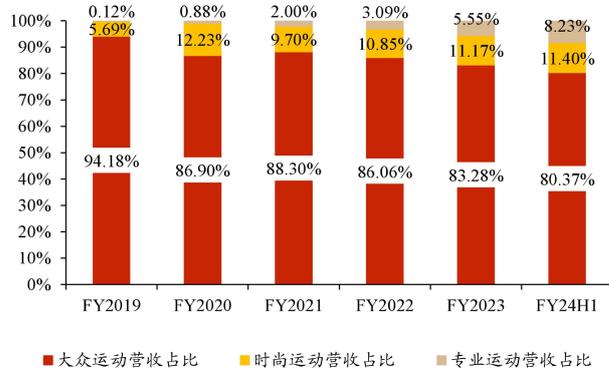
鞋履营收占比持续提升, 专业运动增长动能较大。据 24 年中报, 公司 2024 年 5 月宣布战略性剥离 K-Swiss 及帕拉丁, 形成主品牌聚焦大众跑步市场以及索康尼、迈乐聚焦高端跑步市场的品牌结构。**分产品种类看**, 毛利较高的鞋履在近年公司营收占比持续提升, FY24H1 营收占比/毛利率分别升至 61.72%/46.10%, 为核心产品持续推动公司营收及利润增长; **分品牌性质看**, 大众运动品为公司营收基本盘毛利率持续增长, 同时, 以索康尼、迈乐为主的专业运动品类借专业户外热度提升实现营收及毛利双增长, FY24H1 营收占比/毛利率分别提升至 8.23%/56.80%, 成为公司未来增长新方向。

图表 7: 鞋履销售占比呈增长趋势

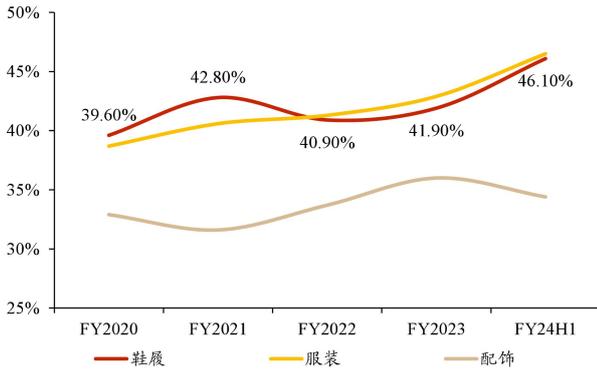


资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

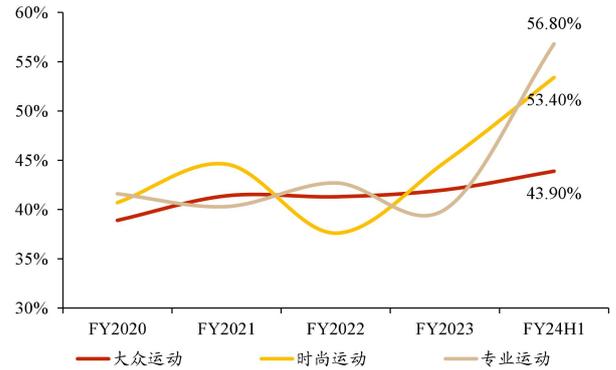
图表 8: 专业运动品牌近年营收占比大幅增长



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

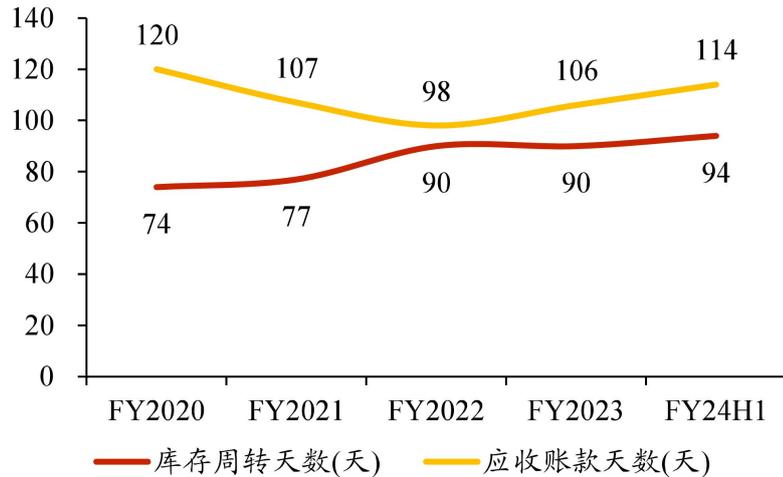
图表 9：鞋履及服装整体毛利率维持增长趋势


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 10：FY24H1 专业运动品类毛利率增至 56.80%


资料来源：公司公告，华源证券研究所

存货周转天数近年小幅上涨。伴随多品牌运营战略及前期公共卫生事件影响，公司近年库存呈现微增态势，FY24H1 库存周转天数增至 94 天左右，处于可控范围；FY24H1 应收账款周转天数较 FY2020 下滑 6 天至 114 天左右。未来，公司经营效率有望在线下消费场景修复及品牌运营更成熟的前提下逐步提升，库存有望持续保持在良性区间。

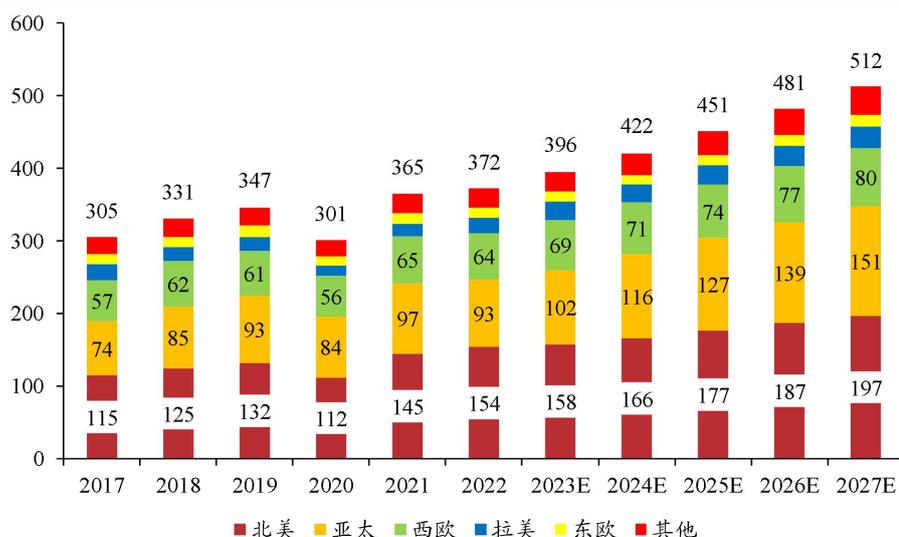
图表 11：公司近年库存小幅增长


资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 运动服饰市场持续发展，国内跑步赛道快速成长

2.1. 新兴市场快速发展驱动世界运动服饰行业快速增长

新兴市场成为近年世界鞋服市场新增长极。世界运动服饰行业起源可回溯至一、二战后，伴随奥运会及时尚设计的融入，行业迅速发展。2023 年，据 WFSGI，运动品市场发展回暖，行业同比增速边际递增；同时，地区发展分化，形成成熟市场稳健、新兴市场快速发展的格局，其中，2022-2023 年拉美及亚太增速分别为 22%/11%，为增长较快区域。未来，伴随新兴市场区域经济发展及消费习惯改变，有望带动该地区运动鞋服市场保持高增长。

图表 12：预计 2023–2027 年世界运动品市场年均复合增速为 7%（单位：十亿美元）


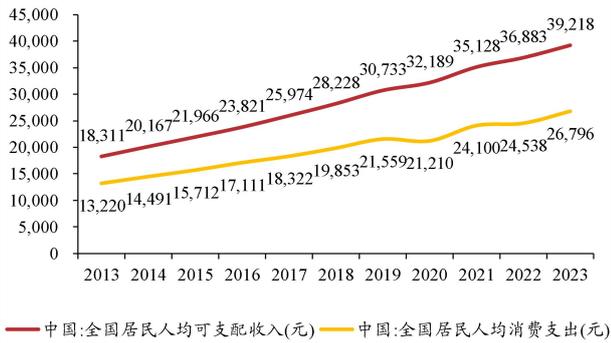
资料来源：欧睿国际，WFSGI，华源证券研究所 注：数据更新至 2023 年 10 月

图表 13：世界运动品市场未来增速将主要来自亚太等运动新兴市场

CAGR, %	2017–19	2021–22	2022–23E	2023E–27E
总计	7%	2%	6%	7%
其他地区	3%	6%	0%	9%
东欧	4%	-6%	-1%	4%
拉美	-4%	20%	22%	4%
西欧	3%	-3%	8%	4%
亚太	12%	-4%	11%	10%
北美	7%	6%	2%	6%

资料来源：欧睿国际，WFSGI，华源证券研究所 注：数据更新至 2023 年 10 月

经济发展带动国内居民人均支出提升，鞋服市场发展有望延续。2023 年，我国居民人均可支配收入增至 3.92 万元，经济发展及健康观念转变带来运动参与人数提升推动居民运动服饰相关消费开支不断增长；据艾媒咨询、欧睿国际及科尔尼，我国运动服饰行业市场规模于 2021 年增至 3858 亿元，2015–2021 年 CAGR 为 14.99%。展望未来，据艾媒咨询预计，至 2025 年，中国运动鞋服行业市场规模有望增至 5989 亿元，2021–2025 年预期年化增速为 11.62%。

图表 14：2013-2022 年人均消费支出 CAGR 为 7.11%


资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 15：21-25 年中国运动鞋服市场预期 CAGR 为 11.62%


资料来源：艾媒咨询，科尔尼，欧睿国际，华源证券研究所

2.2. 政策端：利好政策频出推动体育产业发展

鼓励政策频出为体育产业发展奠定基础。“十四五”以来，国家颁布多项政策以支持体育产业发展。其中覆盖：1) 产业及消费规模目标：根据国家“十四五”规划，截至“十四五”末，体育产业总规模达 5 万亿元，较 2019 年 CAGR 约为 9%，体育消费规模超 2.8 万亿元；2) 体育服务设施完善：通过规划、建设、完善户外运动场地，在“十四五”末将人均体育场地面积较“十三五”末提升 0.4 平方米至 2.6 平方米；3) 增加旅游休闲需求：通过优化节假日时间分布及环城市休闲度假带、国家公园等方式，提振居民旅游休闲需求及相关消费。国家鼓励政策有望培养居民运动观念并促进运动消费，为运动鞋服行业打开增长空间。

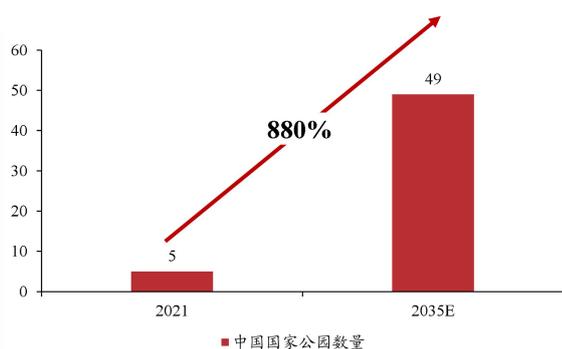
图表 16：中国户外运动产业国家支持政策梳理

产业政策	颁布机构	颁布时间	主要内容
《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案（2023—2025 年）》	发改委、体育总局等	2023.10	实施“户外运动活力山水”计划，增加户外优质供给、丰富消费场景、提升服务设施，以更丰富的赛事、更专业的人才队伍、更健全的监管体系扩大参与人群范围，推动户外运动产业总规模至 2025 年达 3 万亿。
《户外运动产业发展规划（2022-2025 年）》	体育总局、发改委	2022.10	我国户外运动产业主要目标为 2025 年产业总规模超过 3 万亿元，具体实施方法包含六大主要任务，通过开放郊野公园及加强露营配套基建等方式增加露营地供给；并通过技能培训、完善消费政策等方式释放消费潜力。
《国民旅游休闲发展纲要（2022—2030 年）》	发改委、文旅部	2022.07	优化全国年节和法定节假日时间分布格局、规划建设环城市休闲度假带、完善休闲服务设施、发展新兴休闲业态、实施旅游休闲高品质服务行动等一系列具体举措。
《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	国务院办公厅	2022.04	充分挖掘县乡消费潜力，提升乡村游、民宿经济、户外运动等服务品质；强化用地用房保障，适应户外运动营地及相关基建小规模用地需求。
《“十四五”旅游业发展规划》	发改委	2022.03	完善旅游产品供给体系；优化城乡旅游休闲空间；充分发挥国家公园教育、游憩功能，开展户外运动等项目；推进自驾车旅居车旅游，形成网络化营地服务体系及完善的自驾车旅居车产业链。
《“十四五”体育发展规划》	体育总局	2021.10	“十四五”末，体育产业总规模达 5 万亿元，体育消费规模超 2.8 万亿元，人均体育场地面积提升至 2.6 平方米，经常参与体育锻炼人数占比至 38.5%；优化节假日时间分布及旅游景区，提振相关消费。
《全民健身计划（2021-2025 年）》	国务院	2021.08	十四五期间，加大对冰雪、山地户外、航空、水上运动、马拉松、自行车等户外运动项目的推广，通过完善相关基础设施建设拓展户外运动品类及服务供给。
《“十四五”时期全民健身设施补短板工程实施方案》	发改委、体育总局	2021.04	国家新增对户外体育公园、健康步道、户外运动公共服务设施的支持方向。

资料来源：体育总局，发改委等，华源证券研究所

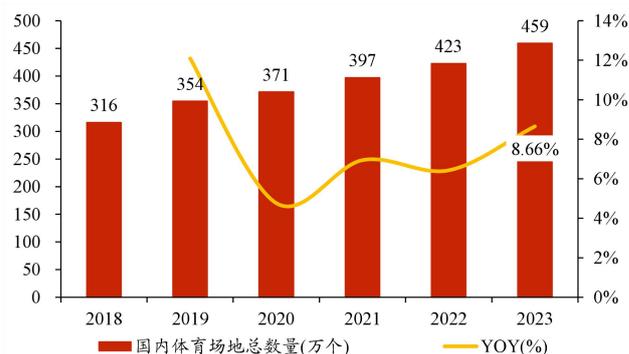
政策扶持完善体育设施建设。相较于欧美等户外产业发达国家，我国户外产业仍处于快速发展阶段：从国家公园看，据美国国家公园基金会及加拿大政府网站，美国/加拿大分别拥有 63/37 个国家公园，而据中国国家地理微信公众号，中国于 2021 年设立首批 5 个国家公园，据林草局，至 2035 年，中国国家公园数量预计提升至 49 个；从体育场馆看，近年我国发力体育基础设施建设，2018-2023 年，体育场地总数提升 143.07 万个至 459.27 万个，CAGR 为 7.75%。政策扶持下体育设施发展迅速，为居民参与户外活动提供先决条件。

图表 17: 预计 2035 年中国国家公园数量达 49 个



资料来源: 国家林草局, 中国政府网, 华源证券研究所

图表 18: 2018-2023 年体育场总数 CAGR 为 7.75%

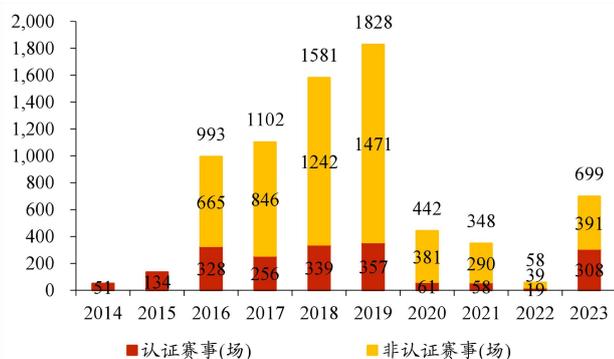


资料来源: 体育总局, 华源证券研究所

2.3. 中国跑步氛围浓厚驱动消费需求, 国牌份额逐步提升

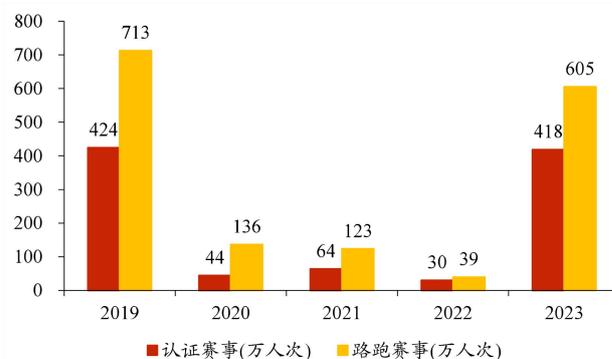
国内跑步氛围日趋浓厚, 线下马拉松赛事数量于 2023 年恢复增长。2014-2019 年, 线下马拉松在认证及非认证赛事蓬勃发展下数量快速增长, 于 2019 年达到 1828 场, 为近年峰值; 2023 年, 线下马拉松赛事于疫后快速修复, 全年赛事数量增至 699 场, 且参与人次已接近 2019 年。整体看, 国内各类跑步赛事数量恢复增长, 跑步人群不断壮大, 跑步相关产品(如跑步装备)需求不断上行, 因此国内跑鞋未来发展空间广阔。

图表 19: 2023 年国内线下马拉松赛事场次快速恢复



资料来源: 中国马拉松官网, 中国田径协会, 华源证券研究所

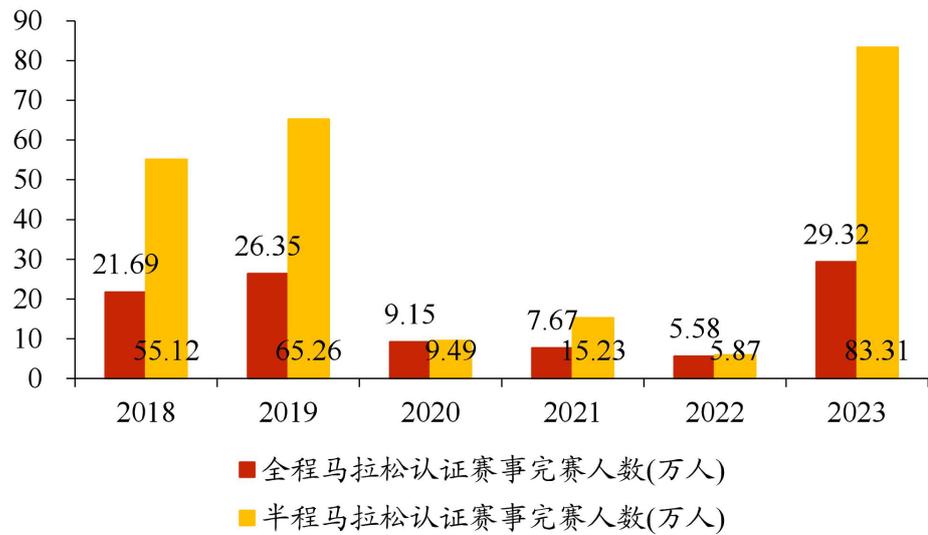
图表 20: 2023 年国内马拉松参与度快速修复



资料来源: 中国马拉松官网, 中国田径协会, 华源证券研究所

完赛人数持续增长, 凸显专业跑步人群基数持续扩大。马拉松项目完赛人数于 2023 年恢复此前增长趋势, 2023 年全程马拉松完赛人数较 2018 年增长 7.63 万人至 29.32 万人, 半程马拉松项目完赛人数较 2018 年增长 28.19 万人至 83.31 万人。完赛人数增长凸显我国参与跑步人群中较专业的跑者不断增长, 因此, 我们预计国内专业跑步装备的需求有望持续提升, 推动跑步装备持续迭代, 利好具备相关技术储备及持续重视产品研发的头部运动品牌。

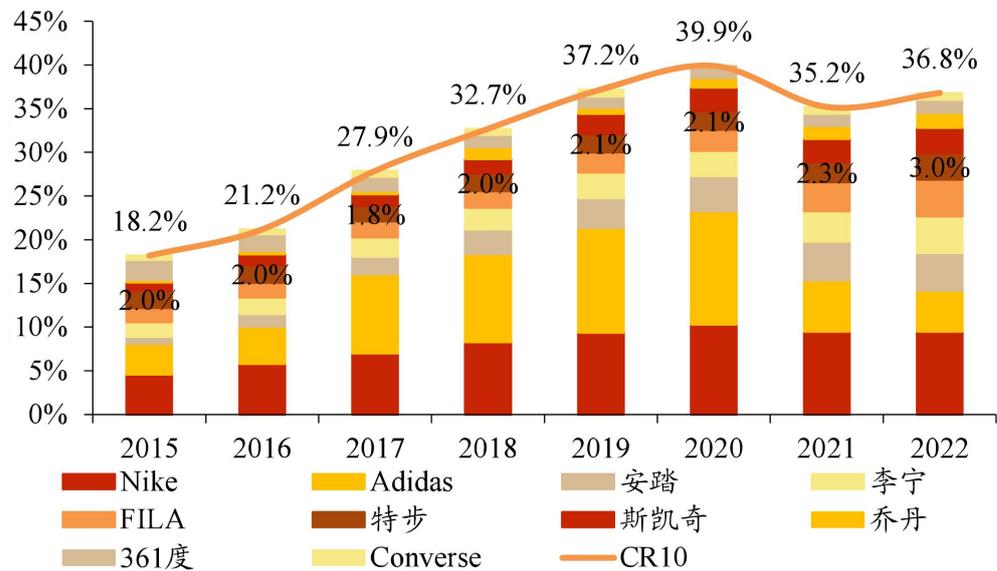
图表 21：近年国内马拉松完赛人数恢复增长趋势



资料来源：中国马拉松官网，中国田径协会，华源证券研究所

国牌强势崛起，市场份额向头部集中。从市场看，2022 年，我国运动鞋履市场 CR10 较 2015 年增长 18.6 pct 至 36.8%，市场份额向头部集中；**分品牌看**，国际头部品牌受国内近年消费需求与偏好转变影响，市场份额有所下滑，而国牌在国潮风影响下快速发展，如安踏、李宁、特步等头部国牌运动鞋履市场份额持续增长。整体看，近年国内运动鞋履市场呈现国牌崛起以及市场份额持续向头部品牌集中的趋势。

图表 22：近年国内运动鞋履市场向头部品牌集中



资料来源：远川研究所微信公众号，欧睿国际，华源证券研究所

3. 公司端：持续研发及宣传塑造品牌专业形象

3.1. 聚焦跑步核心主业，持续研发投入筑高竞争壁垒

核心主业跑鞋覆盖客群多元化需求，优质系列产品不断迭代。公司核心主业为跑步鞋履，主品牌主要覆盖大众及部分精英客群需求，而索康尼、迈乐产品则针对专业跑、越野跑客群：

1) 从主品牌看，跑鞋按目标客群可大致分为精英系列、专业系列及大众系列，精英系列以搭载全球首创“PISA”超临界发泡技术的“XTEP ACE”缓震科技及世界顶级碳板的160X系列为主销产品，据消费钛度，160X系列6.0、6.0 pro及6.0 MONXTER于2024年8月31日发售，通过技术迭代继续维持160X系列跑鞋在业内的领先地位。公司通过专业系列及大众系列拓宽价格带及受众人群，精英系列提升品牌产品专业形象，夯实品牌在跑鞋行业中的领先地位。

2) 从其他品牌看，以索康尼为例，公司继续发扬索康尼品牌专业跑步的基因，持续推广功能系列鞋履，并通过通勤及休闲系列、复古系列扩大品牌覆盖客群，持续拓宽业务范围并驱动品牌营收高增长。

图表 23：主品牌各类跑鞋价格带



资料来源：公司 2023 年报，华源证券研究所

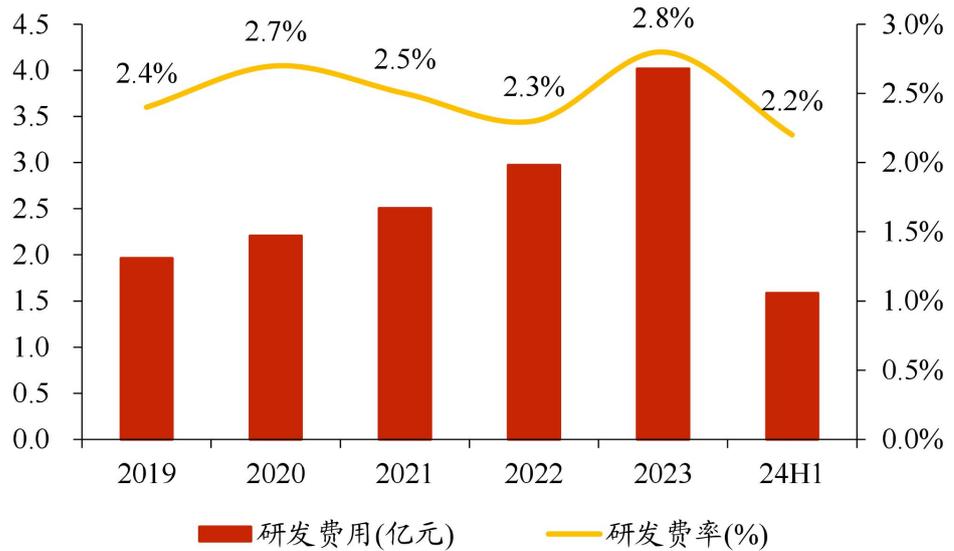
图表 24：索康尼各类鞋履价格带



资料来源：公司 2023 年报，华源证券研究所

公司持续注重研发投入，鞋履及服饰均具备多类核心科技。公司近年在研发端持续投入，研发费率长年维持在 2.5% 左右，产品所应用的科技不断升级。从鞋履端看，公司为精英系列跑鞋（160X 系列等）打造“XTEP ACE”缓震科技及世界顶级碳板，并为大众跑鞋开发减震旋、聚能弹、气能环、柔立方等，全方位增强跑鞋矩阵科技属性；从服装端看，公司从舒适性、三防属性、冰感及生态环保等方向出发，不断为服饰产品专业性加码。公司长期重视研发投入，不断提升产品科技属性，通过产品力提升提高品牌形象。

图表 25: FY24H1 公司研发费率为 2.2%



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 26: 公司鞋履产品核心技术介绍

竞速

專業 / 精英跑者

適用於參加馬拉松賽事, 追求高功能性跑鞋的跑者

160X 系列

搭載全球最新 [PISA] 超跑非發泡技術的 [XTEP ACE] 緩震科技, 擁有超強回彈同時保持輕盈, 世界頂級 700 級編織異構板, 為跑者提供強勁推進、大底 CPU 材料, 經濟輕質, 提供優質耐用性, 助力跑者突破自己的最佳速度。

260X

搭載全球最新 [PISA] 超跑非發泡技術的 [XTEP ACE] 緩震科技, 擁有超強回彈同時保持輕盈, 採用高強度 T400 編織異構板及馬拉松前 CPU 大底, 更適合個人腳型, 提升推進性能及優質耐用性。

360X

搭載 [XTEP ACE] 緩震科技, 高回彈流線減少, 化解落地衝擊, 採用 T400 編織異構板, 提升牽引力, 提升穩定性, 更適合個人腳型。

動力

普通跑者

適用於日常功能性及舒適跑鞋的跑者

竞速

搭載 [XTEP ACE] 緩震科技, 給予跑者快速回彈並保持輕盈, 中底內置 TPU 穩定裝置, 並根據運動步態的壓力位置配合輕質耐用橡膠, 增加足部支撐和穩定, 提升前腳掌功能性。

REACTIVE COIL

使用特殊的中空彈簧設計, 有效實現結構減震的功能, 後掌採用雙彈簧中空結構設計, 提升後掌受力衝擊空間和層次, 達到良好的減震性能。

舒適

初級跑者

適用於運動中追求舒適的跑者

驕羽

採用特殊高分子材料, 具有輕質、耐壓、好的特點, 讓跑者在運動中的每一步都能感受輕質回彈的進步體驗。

ENERGETEX

全新研發混合泡棉材料, 兼具輕質的柔軟回彈性和良好的耐壓耐久性能, 實際表現相比普通材料, 回彈性大幅提升, 能量損失有效降低, 創造出舒適柔軟和動力回彈的雙重運動體驗。

氣風

全掌輕質中底材料結合 TPU 穩定結構, 有效降低大底重量, 提高足部熱量, 有助於足部汗液快速蒸發及散熱, 空氣在內循環, 減輕運動負荷。

COOLFEEL

由單一或多個不同形狀的氣動結構即成的氣流系統, 從足部系統中引導掌受力的變化, 靈活組合, 有效緩解並分散運動過程中產生的衝擊力和壓力。

资料来源: 公司年报, 华源证券研究所

图表 27: 公司服装产品核心技术介绍

XTEP - COMFORT

提升運動舒適性

- 無縫一體**: 無縫一體式, 體感輕盈柔和, 巧妙融合身形, 為你帶來舒適的體驗。
- 柔滑緩震**: 優選均勻平整的纖維編織, 細膩柔和, 觸感極滑, 為肌膚減少摩擦困擾, 營造更親近的舒適享受。
- 運動彈性**: 利用人體力學的原理, 多維度提升運動中對人體的保護與輔助, 助力更好的競技表現。

XTEP - SHIELD

助力運動 全方位防護

- 三防**: 三防功能面料, 能夠防止多數水性油性污漬滲入, 省心易打理, 保持衣物乾淨整潔。
- 抗菌**: 能夠抑制纖維上的繁殖和生長, 消滅異味, 保持衣物持久清新。
- 抗靜電**: 採用特殊抗靜電技術, 有效降低靜電困擾, 帶來舒適的穿著體驗。
- 防潑水**: 帶有防潑水功效, 協助跑者在潮濕環境下畅享乾爽和舒適。
- 抗UV**: 有助於在戶外運動中, 抵抗紫外線侵襲, 為肌膚帶來安全保護。

XTEP - WARM

助力運動 持續保暖

- 輕薄暖**: 選用超細纖維的高密度織物, 搭配高強度的填充物, 讓穿著更加輕盈保暖, 運動自如。
- 雙層暖**: 材料外層緊密, 內層透氣, 將空氣保留在夾層中, 達到保暖且不緊身的效果。

XTEP - ECO

助力運動 生態環保

- 現代纖維**: 採用源自歐洲木源的現代纖維, 環保可降解, 柔軟更親膚, 為持久的自然舒適而設計。
- 有機棉**: 綠色有機棉, 全天然無污染, 透氣性佳, 觸感柔滑, 讓穿著更親近大自然。
- 再生化纖**: 採用廢棄膠鞋或生產廢料等原料, 經科學、熔融、紡絲製成纖維, 實現再生利用, 助力節約能源, 保護生態平衡。
- 可降解乳膠**: 採用玉米等原料經發酵、聚合, 紡絲而製成的膠乳纖維, 可較快降解, 實現再生利用, 親膚耐穿, 抗皺舒適。

XTEP - COOL

助力運動 冰感酷爽

- 極地冰絲**: 創新結構感材料極地冰絲, 納入快速導熱和散熱技術, 畅享冰涼舒適體驗。
- 冰感印花**: 當汗水接觸冰感印花部位, 會觸發體表產生降溫效果, 為肌膚帶來涼感感受。
- 冰感纖維**: 提升纖維熱傳導度, 使人體獲得持久涼感體驗。
- 極柔冰感**: 可快速散熱透氣, 涼而舒適, 賦予運動冰爽體驗。

XTEP - DRY

助力運動 釋放乾爽

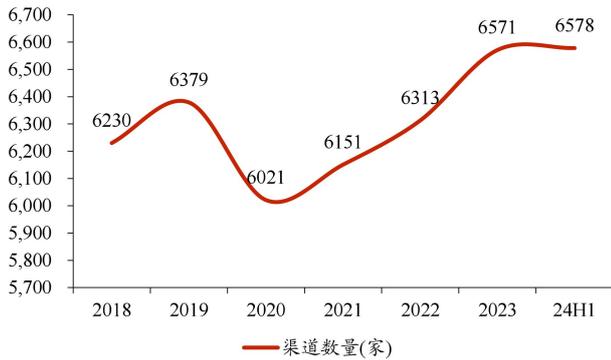
- 釋放精**: 出眾精細面料, 透氣排汗, 運動更乾爽舒適。
- 吸濕速乾**: 吸濕速乾, 保持乾爽舒適, 提升運動表現力。

资料来源: 公司年报, 华源证券研究所

3.2. 渠道拓展具备空间，营销高效夯实品牌专业形象

公司拓渠道仍有空间，线上渠道逐步成为增长新动力。相较于其他头部国牌安踏、李宁，公司在渠道端主打错位竞争，在兼顾高线城市发展的同时积极拓展下沉市场，截至 24 年中报，公司主品牌拥有线下店铺 6578 家，较 2018 年增长 348 家。此外，近年公司线上渠道逐步发力，公司 24H1 线上收入同比增速超过 20%，营收占比主品牌超过 30%，有望逐步成为公司未来增长的新驱动。

图表 28：公司近年线下渠道数量仍维持增长趋势



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 29：公司最新店铺陈列



资料来源：公司公告，华源证券研究所

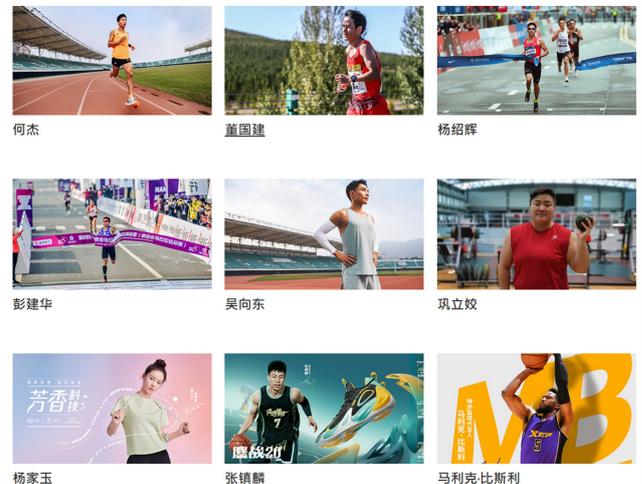
积极赞助马拉松赛事夯实品牌跑步基因，体育明星代言凸显专业形象。公司近年积极赞助马拉松赛事，据公司官网，2023 年公司赞助中国内地马拉松赛事 24 个，且多位跑者穿着特步跑鞋夺冠，进一步夯实品牌跑步基因。此外，公司签约多位体育明星为代言人，各运动项目中的体育明星身着特步产品有望助公司在消费客群中树立专业运动品牌的形象，结合产品科技属性有望加强客群对品牌专业性的认可。

图表 30：公司近年持续通过赞助马拉松赛事提升曝光度



资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 31：体育明星代言提升凸显品牌专业运动属性



资料来源：公司官网，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 核心主业驱动公司业绩上行

期间费率端：1) **销售费用率**，公司深耕运动服饰赛道多年，品牌影响力较强，近年加强旗下各品牌推广，销售费率随广告及推广开支增加而增长，但伴随公司聚焦跑步主业，旗下品牌品牌力具备上行空间，带来集团营收增厚预期，因此预计 2024–2026 年公司销售费用率分别为 23.40%、23.25%、23.10%；2) **管理费用率**，公司通过优化升级管理体系不断降低管理费用率，因此预计 2024–2026 年管理费用率分别为 10.68%、10.60%、10.50%。

图表 32：特步国际重点费率预测

	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
销售费用率	23.48%	23.40%	23.25%	23.10%
管理费用率	10.73%	10.68%	10.60%	10.50%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

最终，我们预计公司 2024–2026 年营业收入分别 148.64 亿元/154.12 亿元/169.40 亿元，同比分别增长 3.61%/3.69%/9.91%；归母净利润分别 12.64 亿元/13.95 亿元/15.99 亿元，同比分别增长 22.73%/10.36%/14.65%。

图表 33：特步国际简易利润表预测（金额单位：亿元）

	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	143.46	148.64	154.12	169.40
YOY	10.94%	3.61%	3.69%	9.91%
营业成本	82.91	83.65	86.22	94.40
YOY	8.58%	0.88%	3.07%	9.49%
毛利率	42.20%	43.72%	44.06%	44.27%
归母净利润	10.30	12.64	13.95	15.99
YOY	11.75%	22.73%	10.36%	14.65%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.2. 首次覆盖给予“买入”评级。

从相对估值角度看：特步国际作为国内头部运动服饰公司，聚焦跑步赛道，通过持续研发投入在鞋履及服饰端获得多项科技成果，筑高竞争壁垒；同时，通过差异化渠道布局竞争、注重电商渠道及合理运用赞助及代言人等方式提升品牌竞争力，长期看发展空间较大。我们选择与公司同属运动服饰行业的安踏体育、李宁为可比公司。**根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在运动服饰赛道的品牌形象、产品研发能力及营销能力位于上乘，首次覆盖给予“买入”评级。**

图表 34：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)		EPS				PE			
		2024-12-19	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
1368.HK	特步国际	5.4	0.4	0.5	0.5	0.6	13.2	11.4	10.3	9.0	
可比公司											
2020.HK	安踏体育	73.1	3.6	4.8	4.9	5.5	20.3	15.3	15.0	13.3	
2331.HK	李宁	15.5	1.2	1.2	1.4	1.5	12.6	12.7	11.5	10.4	
可比公司 PE 均值							16.4	14.0	13.2	11.9	

资料来源：Wind，华源证券研究所 注：可比公司数据为 Wind 一致预期，特步国际、安踏体育、李宁收盘价调整为人民币计价，对应汇率取 1 人民币 1.08 港元

5. 风险提示

零售环境修复不及预期风险。公司所处可选消费行业受宏观经济及消费者消费意愿等因素影响较大，若零售环境修复不及预期，存在经营结果不及预期风险。

店铺拓展进度不及预期风险。公司虽具有差异化开店策略，但对新开店仍有一定要求，存在店铺数量拓展不及预期的风险。

新品牌发展不及预期风险。近年户外热潮推动索康尼及迈乐等新品牌发展，热度下降等因素均有可能导致新品牌发展速度不及预期。

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,346	14,864	15,412	16,940	货币资金	3,295	4,699	6,124	7,537
增长率	10.9%	3.6%	3.7%	9.9%	应收款项	6,015	5,845	5,916	6,345
营业成本	8,296	8,365	8,622	9,440	存货	1,794	1,859	1,844	1,967
%销售收入	57.8%	56.3%	55.9%	55.7%	其他流动资产	941	778	833	921
毛利	6,050	6,499	6,790	7,500	流动资产	12,044	13,180	14,717	16,769
%销售收入	42.2%	43.7%	44.1%	44.3%	权益性投资	495	695	900	1,110
其他收入	92	101	111	123	固定资产	1,592	1,594	1,605	1,623
%销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	无形资产	1,818	1,842	1,870	1,900
销售费用	3,369	3,478	3,583	3,913	非流动资产	5,281	5,569	5,882	6,201
%销售收入	23.5%	23.4%	23.3%	23.1%	资产总计	17,325	18,750	20,599	22,970
管理费用	1,540	1,587	1,634	1,779	应付款项	2,531	2,509	2,563	2,779
%销售收入	10.7%	10.7%	10.6%	10.5%	短期借款	1,372	1,616	1,859	2,102
研发费用	398	372	432	491	其他流动负债	1,948	2,011	2,062	2,267
%销售收入	2.8%	2.5%	2.8%	2.9%	流动负债	5,851	6,136	6,484	7,149
财务费用	140	35	8	-21	长期债务	2,152	2,252	2,352	2,452
%销售收入	1.0%	0.2%	0.0%	-0.1%	其他长期负债	400	362	362	362
息税前利润 (EBIT)	1,589	1,808	1,958	2,208	非流动负债	2,552	2,613	2,713	2,813
%销售收入	11.1%	12.2%	12.7%	13.0%	负债总计	8,402	8,749	9,198	9,963
投资收益	15	21	27	33	归属母公司股东权益	8,863	9,936	11,333	12,934
%税前利润	1.0%	1.2%	1.4%	1.5%	少数股东权益	61	65	69	74
除税前利润	1,449	1,773	1,950	2,228	负债股东权益合计	17,325	18,750	20,599	22,970
利润率	10.1%	11.9%	12.7%	13.2%					
所得税	416	505	551	624	比率分析				
所得税率	28.7%	28.5%	28.3%	28.0%		2023A	2024E	2025E	2026E
净利润 (含少数股东损益)	1,033	1,268	1,399	1,604	每股指标				
少数股东损益	3	4	4	5	每股收益	0.41	0.47	0.52	0.60
归属于母公司的净利润	1,030	1,264	1,395	1,599	每股净资产	3.36	3.70	4.22	4.82
增长率	11.8%	22.7%	10.4%	14.7%	每股经营现金净额	0.48	0.54	0.46	0.44
净利率	7.2%	8.5%	9.1%	9.4%	每股股利	0.07	0.00	0.00	0.00
					回报率				
					净资产收益率	11.62%	12.72%	12.31%	12.37%
					总资产收益率	5.95%	6.74%	6.77%	6.96%
					投入资本收益率	9.10%	9.32%	9.00%	9.05%
					增长率				
					营业收入增长率	10.94%	3.61%	3.69%	9.91%
					EBIT增长率	8.36%	13.79%	8.26%	12.77%
					净利润增长率	11.75%	22.73%	10.36%	14.65%
					总资产增长率	5.04%	8.22%	9.86%	11.51%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	115.3	118.3	112.4	106.4
					存货周转天数	88.5	78.6	77.3	72.7
					应付账款周转天数	115.0	108.5	105.9	101.9
					固定资产周转天数	37.1	38.6	37.4	34.3
					偿债能力				
					流动比率	2.06	2.15	2.27	2.35
					速动比率	1.59	1.74	1.89	1.99
					净负债/股东权益	2.57%	-8.31%	-16.78%	-22.93%
					EBIT利息保障倍数	8.8	14.4	14.3	14.9
					资产负债率	48.50%	46.66%	44.65%	43.37%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。