

2025年1月27日

运动鞋服行业深度报告——

本土与国际品牌相抗衡，细分垂类崛起

民银证券研究团队

分析师：何丽敏

电话：37288036

Email：liminhe@cmbcint.com

中国运动鞋服行业仍处景气阶段，行业容量大及集中度高，预计未来三年将保持中单位数的复合增速。格局持续变化，户外高景气、专业细分垂类崛起、复古风回归。驱动因素来源于运动参与度提升、居民对舒适和功能性要求提升，运动鞋服渗透率上行。对比其他消费子行业，行业增速领先且具备韧性，份额中长期持续整合。

美国与世界运动行业百年发展国际经验借鉴：(1) 美国运动鞋服行业复合增速长期优于人均GDP增速，行业景气度高。(2) 行业高集中度得益于运动科技及体育营销资源构筑消费心智并形成护城河，但中小品牌仍存在逆袭机会，通常借运动风潮崛起，以低价策略或填充细分领域市场空白，获取份额。

本土 VS 国际品牌产品力视角，已实现技术追赶，现互相抗衡：

2017-2021 年以李宁为首，本土品牌已逐步完成对国际品牌技术性追赶。本土运动品牌从马拉松、越野跑、户外等细分赛道切入，推出高端功能性尖货价格带向上突破，以专业引领品牌向上。对比耐克，我们总结了各安踏/李宁/特步/361 度各本土品牌产品路线特性。

消费分化，品牌商于低线市场寻求增量。定位高的品牌重新下沉需要低线市场客群需求的挖掘、产品组货、渠道策略的配合，以及在品牌定位和拓展下沉市场新客群之间取得平衡。回顾国际品牌在中国市场的下沉历程，龙头品牌重新渗透下沉市场并非易事，下沉不等于简单投放低单价产品和下沉市场拓店。定位高性价比、产品力强、具备专业功能性、渠道配合的本土大众运动品牌有望受益。

首次覆盖四家本土运动鞋服品牌商。首选全球雄心的多品牌体育用品集团安踏体育(2020.HK)。公司多品牌组合有效适应消费分化趋势，主品牌增长路线清晰，户外品牌快速增长，联营公司 Amer 进入利润释放期并贡献集团利润，其出海经验和全球渠道网络赋能主品牌出海。其次是 361 度(1361.HK)，公司作为国内前四大众运动品牌，以专业功能性+性价比定位，品牌势能在上升期，有望乘质价比消费东风。

表：盈利预测和估值概览

公司名称	代码	市值 亿港元	收盘价 港元	目标价 港元	EPS 2024E	EPS 2025E	PE 2025E
安踏体育	2020.HK	2,319.3	82.15	108.00	4.82	4.95	15
李宁	2331.HK	407.9	15.78	18.80	1.16	1.09	13
361 度	1361.HK	85.6	4.14	5.12	0.55	0.63	6
特步国际	1368.HK	159.9	5.96	7.26	0.49	0.54	10

资料来源：公司公告、Wind、民银证券预测；注：EPS 单位为人民币元

目 录

中国运动鞋服行业和品牌商投资价值几何? 观点	3
第一部分: 行业分析.....	7
一、中国运动鞋服行业概览	7
(一) 受益于渗透率提升, 运动鞋服行业仍处景气阶段	7
(二) 高集中度且格局持续变化.....	9
(三) 国际借鉴——运动鞋服行业长期景气度、品牌份额和结构变迁	11
二、中国运动鞋服行业趋势及展望	15
(一) 风潮: 户外高景气、专业细分垂类崛起、复古风回归	15
(二) 本土 VS 国际品牌产品力: 已实现技术追赶, 现互相抗衡	17
(三) 消费分化, 品牌商于低线市场寻求增量.....	22
第二部分: 公司分析.....	23
安踏体育(2020.HK): 全球雄心的多品牌体育用品集	24
李宁(2331.HK): 长期价值不改, 一切皆有可能	26
361度(1361.HK): 势能上升中的大众运动品牌, 专业+质价比强化竞争力..	28
特步国际(1368.HK): 以跑步专家差异化定位, 多品牌构筑增长蓝图	30
附录: 估值表.....	32
风险提示.....	33

中国运动鞋服行业和品牌商投资价值几何？观点概览：

(1) 中国运动鞋服行业仍处景气阶段，市场容量大及行业集中度高。预计未来三年，中国运动鞋服市场将保持中单位数的复合增速，驱动因素来源于运动参与度提升、居民对舒适和功能性要求提升，运动鞋服渗透率上行。随着经济发展及居民收入提升、体育产业政策支持，国内运动鞋服的人均消费支出仍有较大提升空间。2023 年按零售额计算的中国运动鞋服市场规模达 3,800 亿元以上。在 2019-24 年，中国运动鞋服市场复合增速达到 5.6%，高于同期社零复合增速（3.6%）和人均 GDP 增速。

中国运动鞋服行业高集中度，格局持续变化。消费风潮和竞争格局上，户外高景气、专业细分垂类崛起、复古风回归。我们观察到，2024 年两类品牌市场份额提升（表现为增速高于市场大盘），一类为高端户外品牌、另一类为复古风品牌。

(2) 回顾百年世界运动品牌变迁历程和美国市场：

第一，美国运动鞋服行业复合增速长期优于人均 GDP 增速，是景气度高的消费赛道。 尽管每个运动品牌商均会对阶段性的运动热潮有所应对，但其品牌基因与管理层能力的不同，决定了每一轮运动热潮中品牌商的衰落或崛起。

第二，行业高集中度得益于运动科技及体育营销资源构筑消费心智并形成护城河，但中小企业在运动风潮的变迁中存在逆袭机会，通常借运动风潮崛起，或以低价性价比策略或填充细分领域市场空白，获取行业份额。

(3) 本土 VS 国际品牌产品力视角：已实现技术追赶，现互相抗衡

国内运动品牌产品力已基本实现对国际品牌技术追赶，现双方处于互相抗衡阶段。面对国际品牌的竞争，本土运动品牌从马拉松、越野跑、户外等细分赛道切入，推出高端功能性尖货价格带向上突破，以专业引领品牌向上。近年以来运动鞋中底更多是在鞋材搭配和工艺小幅改进，尚未有新的中底科技革命性突破。2017-2021 年以李宁䨻为首，本土运动鞋服品牌已完成对国际品牌中底技术的对标和追赶。**各品牌产品路线特点：**

耐克：产品矩阵迭代成熟且体系化，注重产品专业性及故事打造，强科技及营销资源绑定；
李宁：是国内率先搭建成体系化的产品矩阵的本土品牌，是近 2 次主要中底技术革新潮中首个实现追赶的本土品牌，产品迭代充分。通过“䨻”技术下放以提升大众产品竞争力，最高端产品定价与国际品牌成功锚定。

安踏：公司产品系列丰富，过往产品迭代及产品调性相对弱，近年公司以品牌向上加强大众市场渗透，借助“氮科技”平台和集团户外运动科技储备，基本建立跑鞋产品矩阵。

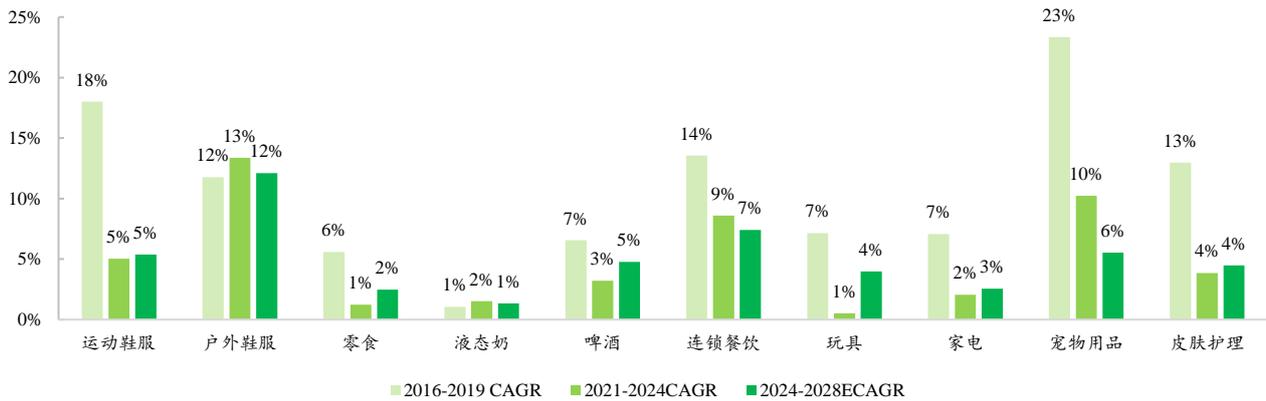
特步：深耕跑步领域定位大众市场，体育营销资源与产品规划倾斜投放马拉松领域，成功以尖端马拉松跑鞋 160X 为突破口，打造跑步专家形象，差异化定位和竞争。

361 度：以飞燃、飞飏为核心的竞速马拉松跑鞋和国际线跑鞋近年声量扩大，尖端科技产品较国际品牌具备性价比。品牌基于碳临界等技术，已基本建立跑鞋产品矩阵。

(4) 消费分化，品牌商于低线市场寻求增量。回顾过往阿迪达斯等国际品牌的下沉历程，龙头品牌重新渗透下沉市场并非易事，下沉不等于简单等于投放低单价产品和下沉市场拓店，需要时间。定位高的品牌重新下沉需要低线市场客群需求的挖掘、产品组货、渠道策略的配合，以及在品牌定位和拓展下沉市场新客群之间取得平衡。定位高性价比、产品力强、具备专业功能性、渠道配合的大众运动品牌（如 361 度、安踏和特步等）有望受益。

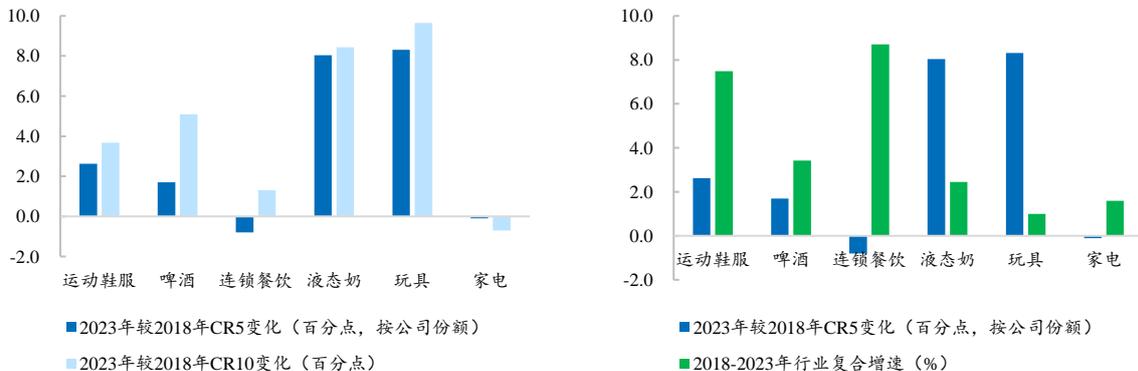
对比其他消费子行业，行业增速领先且具备韧性，份额在中长期持续整合：运动鞋服行业整体增速在各消费子行业中领先，新兴的户外鞋服品类高速增长。过往 5 年运动鞋服行业集中度持续提升趋势，份额集中向本土运动鞋服品牌、新兴细分垂类品牌集中。

图 1：运动鞋服、户外鞋服的行业增速在各消费子行业中领先



资料来源：通联数据，Bloomberg，民银证券整理及预测

图 2：消费子行业 2018-23 年集中度变化(按公司份额) 图 3：2018-2023 年各消费子行业 CR5 变化及 CAGR



资料来源：通联数据，Bloomberg、民银证券整理

资料来源：通联数据，Bloomberg、民银证券整理

中国运动鞋服行业和品牌商投资价值几何？个股观点：

我们对四家本土运动鞋服品牌商首予买入评级，观点：

首选具备稀缺的多品牌运营和零售管理能力的安踏体育(2020.HK)。公司多品牌组合有效适应消费分化趋势以及抵御环境波动；主品牌增长路线清晰，快速增长中的户外品牌构筑增长蓝图；联营公司 Amer 进入利润释放期并贡献集团利润，其出海的成功经验和全球渠道网络赋能主品牌出海。**其次是 361 度(1361.HK)，**公司作为国内前四的本土大众运动品牌，以专业为本引领产品竞争力，品牌势能处于上升期，有望乘质价比消费红利。旗舰产品飞燃等竞速跑鞋声量扩大叠加篮球明星资源投入，有望承消费分化而扩大在大众市场的渗透率，公司童装与电商业务增长蓬勃。

表 1：中国运动鞋服行业覆盖个股观点

公司	关于基本面的个股观点
安踏体育 (2020.HK)	<p>公司以安踏、FILA、迪桑特/可隆/Amer 品牌群分别覆盖大众专业运动、高端时尚运动、高端户外市场。管理层具备卓越前瞻眼光及战略决断力，强执行力和强渠道管控力是企业底色。集团增长构筑于三大底层能力——多品牌协同管理、多品牌零售运营、全球运营及资源整合能力。公司具备稀缺的多品牌发展能力，源于“强管控+充分授权”，即严守各品牌专属定位和心智，释放品牌自主的战术灵活性。</p> <p>安踏品牌强化商品 IP 矩阵，多层次分店态触达消费者，增长路径清晰。FILA 和户外品牌群的成功培育推动公司份额提升。安踏以品牌向上加强大众市场渗透，依托 3,000 余项专利和奥运资源对商品 IP 赋予科技属性和故事，建立体系化产品矩阵强化专业性，通过超级安踏、Arena 等多层级和分店态渠道匹配各类消费者。FILA 中期 400-500 亿零售额目标不变。迪桑特/可隆的 2023-26 年复合增速目标分别为+20~25%/ 30~35%。</p> <p>全球化战略推进未来，联营公司 Amer 进入利润释放期，贡献集团利润。Amer 全球业务的成功经验有望助推集团出海，其旗下品牌群在北美/欧洲/亚太分别触达约 2.3 万/ 3 万/ 0.8 万余个零售网点。出海首站落子东南亚，未来 5 年东南亚流水目标为 15 亿美元。目标价为 108.00 港元，给予“买入”评级。</p>
李宁 (2331.HK)	<p>当前品牌营运健康，判断李宁品牌短期尚需时间调整。公司库销比和折扣回归健康，已形成系统化窜货管理机制。营运稳健和利润质量为公司当前优先目标，考虑到外部环境，我们对 25E 公司营收谨慎乐观，预计利润层面受到奥运赞助费用摊销、经营杠杆的影响。潜在空间体现在直营高层级市场效率改善、新兴下沉市场拓展、户外/女子等品类进一步扩容，尚需时日调整。</p> <p>中长期其蕴含体育竞技 DNA 的品牌价值、研发创新、营销等综合能力依然坚实。公司秉承“更快更高更强”的运动竞技 DNA 与追求极致的精神，这一独有的品牌无形资产和民族自信融合，铸就品牌不可复制的价值。创始人李宁作为奥运冠军和运动英雄，拥有传奇体育竞技经历。25 年 1 月公司获中国奥委会合作，加大运动科技和产品投入。</p> <p>目标价为 18.80 港元，给予“买入”评级。</p>

361 度 (1361.HK)	<p>361 度是国内前四的本土大众运动品牌，专业为本引领产品竞争力，乘质价比消费红利。品牌以专业功能性+性价比定位，以跑步为例形成顶级竞速/专业竞速/场地训练/畅跑的多层次产品矩阵（例如顶级性能的“飞燃”、“飞飏”竞速跑鞋）。中底科技上，公司运动科技已基本完成对本土及国际同行的追赶和对标，定价上较本土双龙头有约 15~30+% 区隔，亦较下一层级的本土运动品牌在技术/设计和产品矩阵上更成熟，有望承消费分化而扩大在大众市场的渗透率。</p> <p>童装与电商业务增长蓬勃。23 年 4 月回收合伙企业股权以增强电商业务持股比后，电商发展提速，2023/24H1 电商收入同比+38%/+16%。公司电商为直营，模式为线上尖货首发+电商专供品（占电商零售额 8 成），与线下店在商品及定价上差异化，其作为线下的有效补充，有效触达高线城市人群。(2) 童装以性价比专业运动定位抢占心智，具备跳绳国家队等专业资源背书+IP 联名。23/24H1 童装收入同比+36%/+24%，占总收入 2 成。</p> <p>目标价为 5.12 港元，给予“买入”评级。</p>
特步国际 (1368.HK)	<p>特步以本土跑鞋专家差异化定位，借力马拉松赛事构筑跑步生态圈。主品牌差异化定位，倾斜投放以马拉松、路跑赛事为核心的跑步领域，专业营销资源包括与国内高级别马拉松赛事/顶尖跑者/自建跑步生态圈，例如特步于 2024 年于北京/上海/广州/成都马拉松位列全局穿着率第一（分别达 30.4%/ 22.4%/ 31.7%/ 39.1%）。专业产品辐射大众。主品牌形成精英-专业-大众系列产品矩阵。</p> <p>索康尼定位中高端双精英人群，协同集团跑步资源，构筑增长蓝图。索康尼与主品牌定位互为补充，索康尼定位跑步精英+社会精英客群。截止 24 年底，索康尼品牌收入超 10 亿，24 年店效同比增 45+%。</p> <p>目标价为 7.26 港元，给予“买入”评级。</p>

资料来源：民银证券整理及预测

第一部分：行业分析

一、中国运动鞋服行业概览

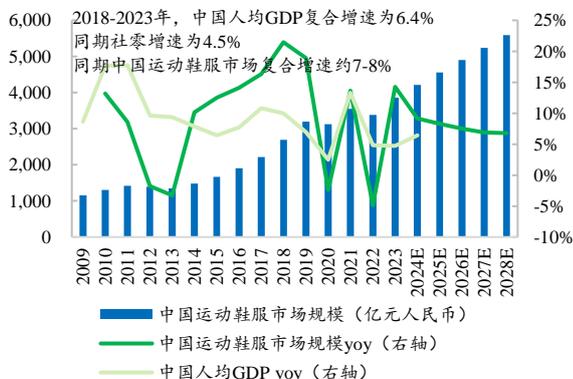
(一) 受益于渗透率提升，运动鞋服行业仍处景气阶段

中国运动鞋服行业仍处景气阶段，特征为行业空间广阔，市场容量大，行业集中度高。未来行业驱动因素来源于——全民健身理念带动运动参与度提升、居民对舒适度和功能性要求提升，运动鞋服渗透率上行；随着经济发展及居民收入提升、体育产业政策支持，国内运动鞋服的人均消费支出仍有较大提升空间。2023 年按零售额计算的中国运动鞋服市场规模达 3,800 亿元以上。在 2018-2023 年，中国运动鞋服市场复合增速达到 7.4%，高于同期社零复合增速（4.5%）和人均 GDP 增速。预计未来三年，中国运动鞋服市场将保持中单位数的复合增速。具体而言：

(1) 运动参与率提升，全民健身：根据 2024 年国家统计局《第三次全国时间利用调查公报》，对于运动健身活动，居民每日平均时间为 35 分钟，参与者每日平均时间为 1 小时 10 分钟，运动参与率为 49.6%（2018 年为 30.9%），较 6 年前提升了 18.7 个百分点。中国运动参与率，远低于成熟市场美国（78.8%）、日本（56.4%）、韩国（62.4%）。

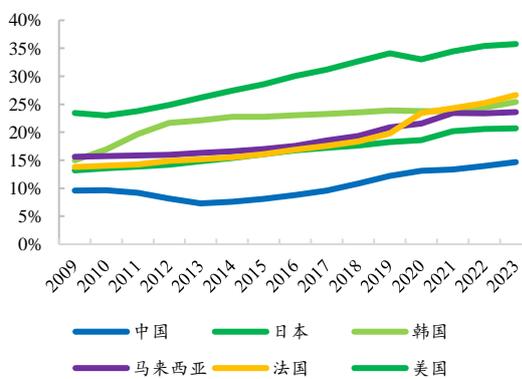
(2) 运动鞋服相对其他品类，具备更优穿着舒适度和功能性，加之运动文化的普及，带动运动鞋服渗透率上升。2023 年中国运动鞋服渗透率仅 15%，较成熟市场有较大提升空间。以运动鞋服市场规模占鞋服总规模计算，成熟市场如日本、韩国、美国的运动鞋服渗透率分别为 21%、25%、36%，发展中国家马来西亚则为 24%。2023 年，中国人均运动鞋服支出仅约 39 美元，较成熟市场有 3-11 倍差距，例如成熟市场日本、韩国、美国的人均运动鞋服支出为 94 美元、160 美元、448 美元。

图 4：中国运动鞋服市场增速高于人均 GDP 增速



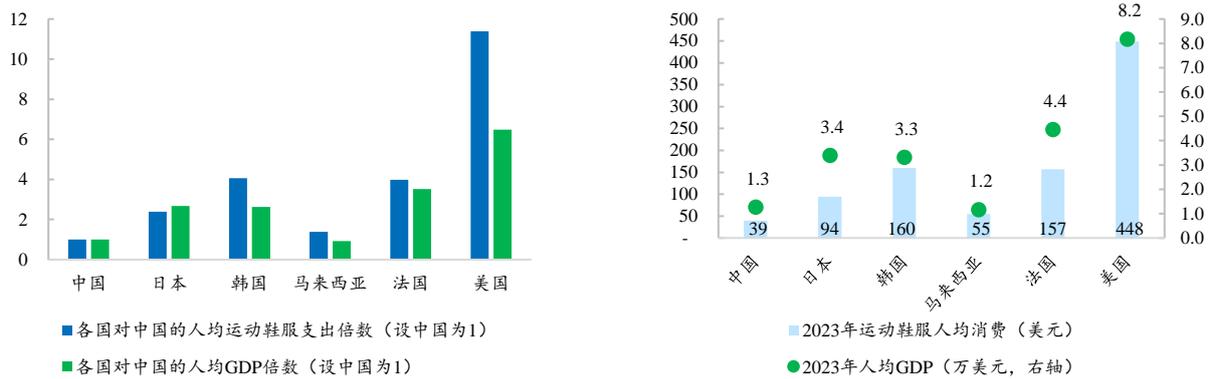
资料来源：Bloomberg、通联数据、民银证券整理

图 5：中国运动渗透率持续提升，仍远低于美国日韩等



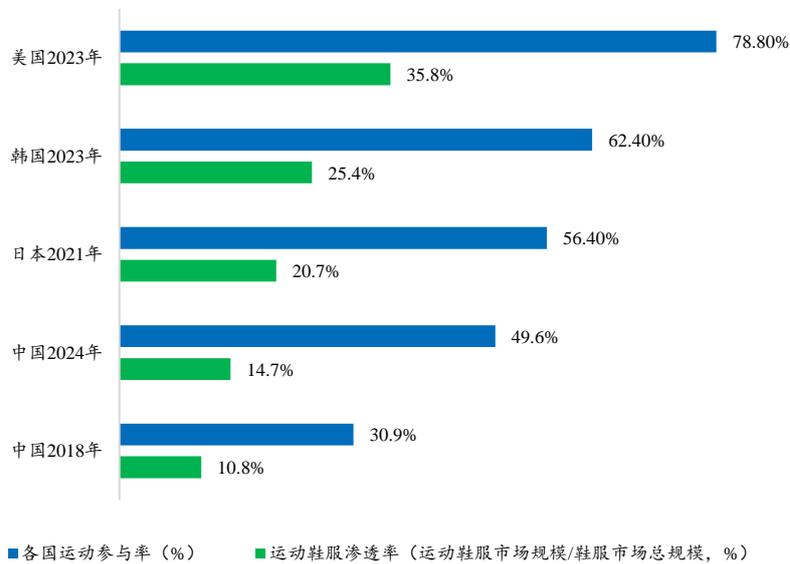
资料来源：Bloomberg、通联数据、民银证券整理

图 6：中国 2023 年人均运动鞋服支出为 39 美元，较成熟市场有 3-11 倍差距



资料来源：Bloomberg、世界银行、民银证券整理

图 7：中国运动参与率、运动鞋服渗透率远低于日韩和美国



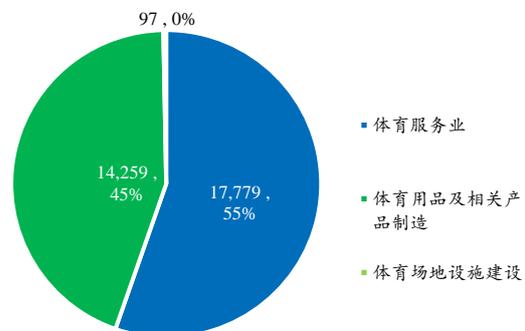
资料来源：国家统计局全国时间利用调查公报（2018 年、2023 年）、日本体育厅、韩国文化体育观光部、SFIA、中国体育用品业联合会、民银证券整理

图 8：中国体育产业总产出



资料来源：国家统计局

图 9：中国体育产业构成



资料来源：国家统计局

本土运动鞋服历经快速增长、库存危机、稳步增长四个阶段，目前处于稳步增长期。

2000年后，中国本土鞋服品牌涌现，中国运动鞋服行业经历了快速增长期（2000-2011）、库存危机（2012-2014）、稳步增长期（2015-至今）。标志性时间节点包括：08年北京奥运、2014年国产品牌库存危机初步结束、2021年新疆棉事件。

第一阶段快速增长期（2000-2011），当中08年奥运前后是品牌加速扩张的时间节点。千禧年初，大众运动市场本土新品牌兴起，例如鸿星尔克/特步/361度品牌分别于2000/2001/2003年成立。此阶段以渠道为王为特征，即大众运动产品对消费者的触达为核心，品牌商借助经销合作体系快速拓渠道铺货。2008年奥运加速了渠道拓展，但08年奥运余温后两年，随着产品和渠道铺货饱和，竞争格局恶化。

第二阶段国产品牌调整期（2012-2014）。2012-2014年本土运动品牌发生库存危机，市场份额收缩，品牌商普遍动作为审慎发货、收缩渠道数量、经销商滞销库存的回购、一次性计提大额存货减值拨备、精简分销架构等。

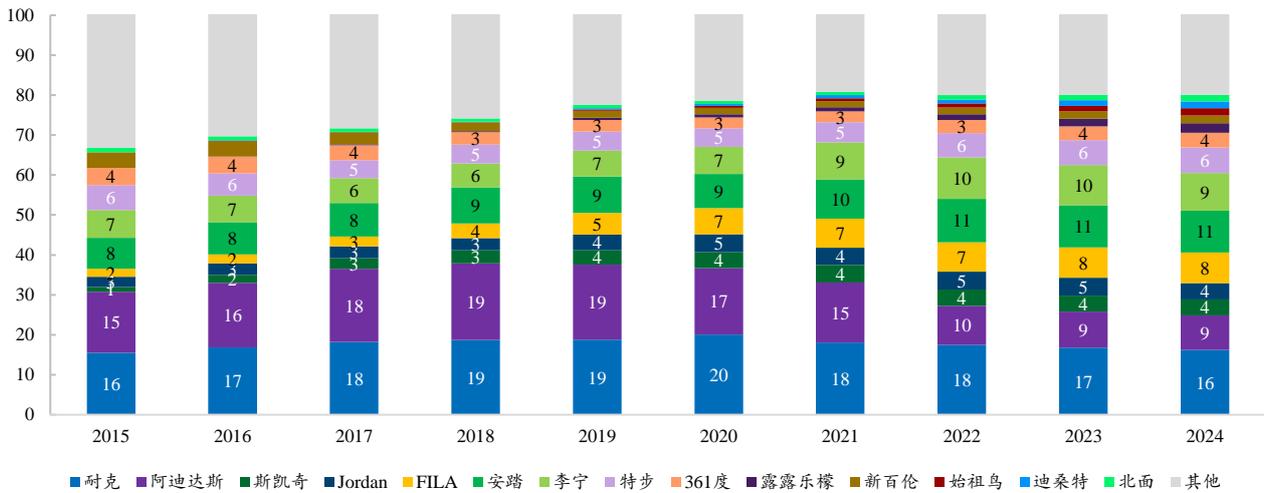
第三阶段为稳步增长期（2015-至今），2021年新疆棉是本土品牌地位提升的标志性时间节点。品牌公司进入经营质量提升阶段，2017-2021年因本土运动公司自身经营质量提升，期间本土运动公司举措包括加强品牌建设、追赶国际品牌中底技术以提升产品力和定价能力、零售化转型、提升渠道质量等。“2021年新疆棉事件”助推国潮趋势，2021-2022年本土运动鞋服公司份额显著上升。

（二）高集中度且格局持续变化，户外/细分垂类/部分复古获取份额

中国运动鞋服行业集中度高，但2024年较2021年行业集中度高峰时有小幅回落，原因是格局变化、细分垂类崛起。我们观察到，2024年两类品牌市场份额提升（表现为增速高于市场大盘），一类为高端户外品牌、另一类为复古风品牌。于2024年，中国运动鞋服行业CR10约为83%（2015年为74%，2021年为85%），CR5约为68%（2015年为58%，2021年为66%）。其中，高端户外品牌始祖鸟、迪桑特、可隆、北面承户外运动普及率提升而赢取市场份额，复古风及女子运动品牌例如亚瑟士、Lululemon亦凭借复古运动风潮而重新获取市场份额。多品类的大众品牌例如耐克等份额承压。

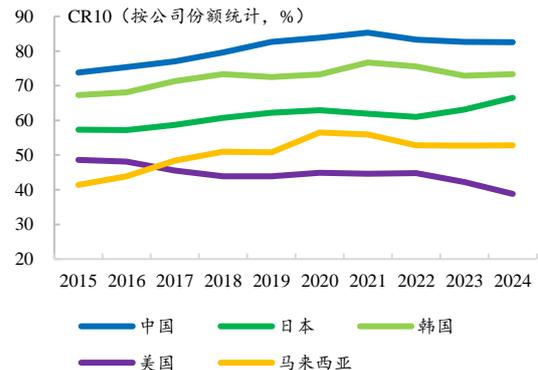
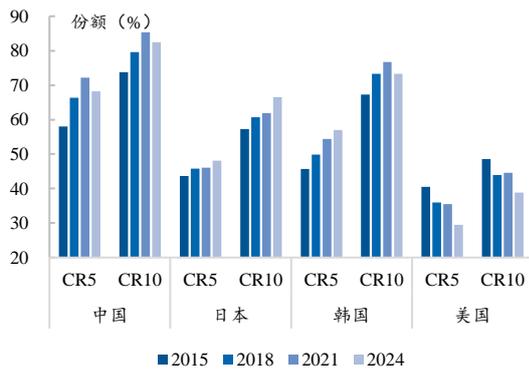
观察美国和日韩等成熟市场，亦出现类似趋势，即2022年起运动鞋服市场的集中度均有小幅回落。原因是小众新兴跑步品牌（例如HOKA、ON），或专业细分垂类品牌崛起，对过往两大强势品牌Nike、Adidas阿迪达斯份额承压。

图 10：中国运动鞋服市场各品牌市场份额（%）



资料来源：通联数据、Bloomberg、民银证券整理

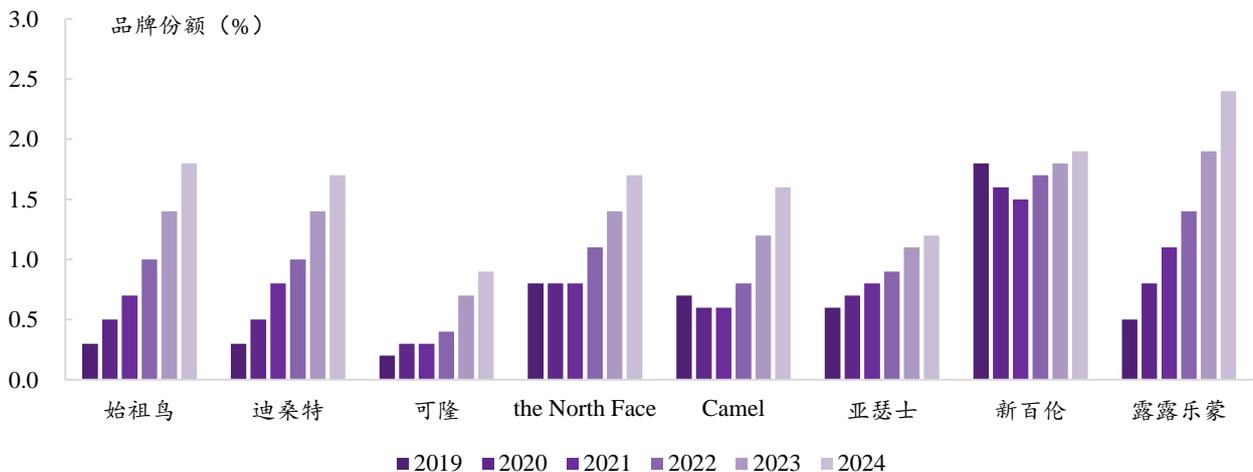
图 11：运动鞋服集中度自 2022 年小幅回落（按公司份额） 图 12：中/美/日/韩/马来西亚 CR10（公司份额）



资料来源：通联数据、Bloomberg、民银证券整理

资料来源：通联数据、Bloomberg、民银证券整理

图 13：近 5 年在国内份额提升的品牌以户外、女子等细分垂类品牌以及受益于复古风的品牌为主



资料来源：通联数据、Bloomberg、民银证券整理

在 2012-2021 年间，本土运动鞋服品牌经历了因 2012-2014 年库存危机而市占率下滑，其后重新回升的过程——2015-2021 年，本土运动鞋服品牌份额重新回升。2015 年，中国运动鞋服市场的 TOP 2 国际品牌（耐克+阿迪达斯）占 30%，TOP3 国产品牌（安踏李宁特步）占 20%；2021 年，TOP2 国际品牌占 33%，TOP3 国产品牌占 24%。据 2024 年测算值，TOP2 国际品牌份额继续下滑，TOP2 国际品牌约 25%，TOP3 国产品牌约 26%。2022 年到至今，随着运动鞋中底科技进入瓶颈期，户外/瑜伽等运动普及度逐步提升，新兴细分垂类品牌兴起。

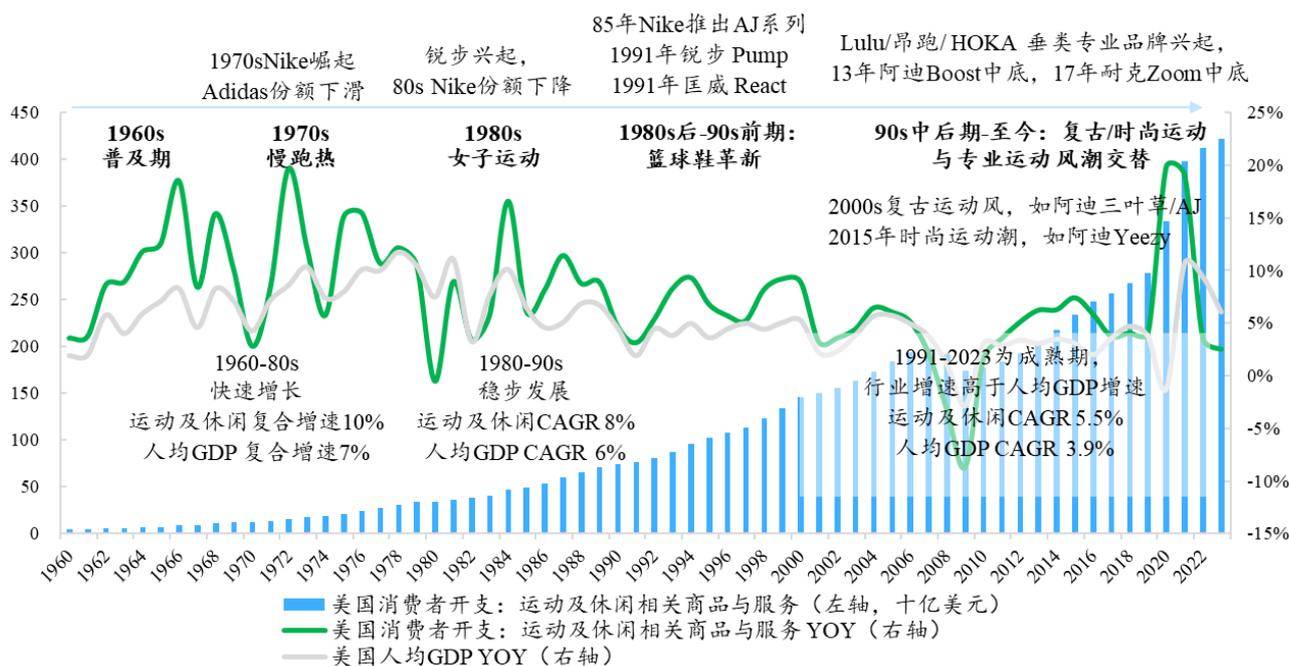
（三）国际成熟市场变迁借鉴——运动鞋服行业长期景气度如何？品牌份额和结构如何变迁？

1. 美国运动鞋服行业百年发展史

行业中期成长性无需担忧：2018 年中国 19 岁以上人群运动参与度仅为 18.7%，运动参与度的提升将持续驱动国内运动鞋服行业发展。慢跑大众运动和户外露营/瑜伽等小众运动共同兴起。并且，现阶段中国主要的国产品牌如李宁、安踏、特步等以性价比优势占据一定市场份额。随着运动参与率提升，户外等原本归类为小众运动的兴起，公司的产品创新能力及品牌推广力、渠道管理和企业管治效率的综合能力，是竞争的关键。

回顾美国运动鞋服百年发展史可得出，美国运动鞋服行业复合增速长期优于人均 GDP 增速，是景气度较高的消费子行业。行业规模稳步发展且集中度高，中小企业在运动风潮的变迁中存在逆袭机会。行业需求、品牌随运动风潮的发展和主流消费人群的变迁而变动。行业经历了 60s 运动普及期、70s 慢跑热耐克兴起、80s 女子运动潮锐步兴起、90s 前期篮球产品革命等几个时期。90s 后期到至今，美国 UA 和 Lulu 等细分专业品牌兴起。时尚运动与专业运动轮回发展。

图 14：美国运动及休闲行业复合增速持续高于人均 GDP 增速



资料来源：US FRED，民银证券整理

现阶段我国运动鞋服行业可借鉴美国的 1970s。此阶段美国运动普及率持续提升带动运动鞋服市场发展（美国经常参与体育运动的人群比率从 60 年代的 20+%提升至 1980 的约 50%），行业维持 10%以上的复合增长，慢跑风潮兴起。耐克作为美国本土品牌，借助慢跑热，依靠跑步产品创新和性价比（70 年代爆款跑鞋阿甘鞋、华夫鞋，产品外包至东亚生产以取得性价比和利润率优势）、以往积累的渠道商资源和营销经验，在 1970-1980 年间顺利完成对 Adidas 的市占率超越。

（2）美国运动鞋服行业的四阶段及品牌份额变迁

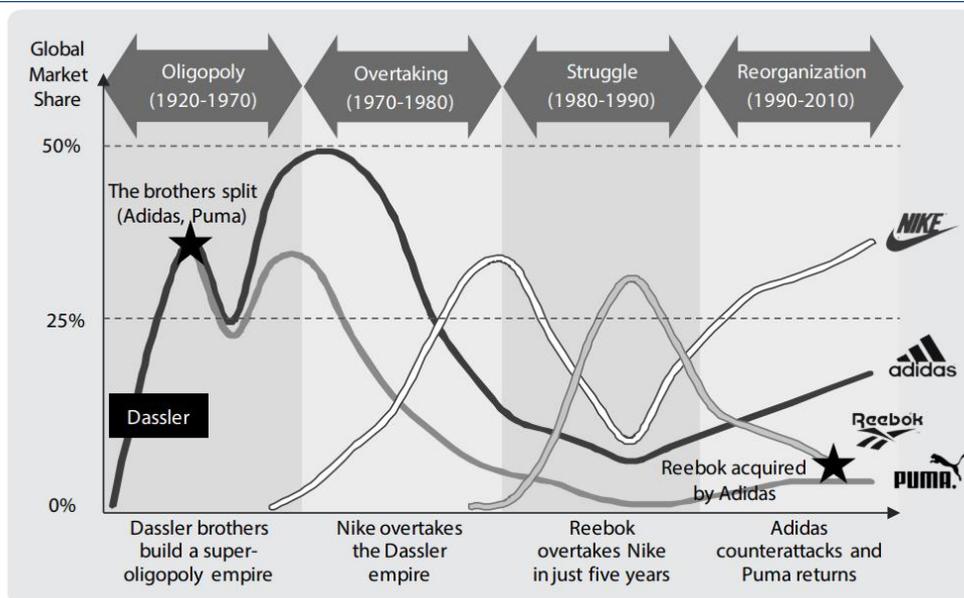
专业竞技期(1936-1960)，运动普及率低：消费人群为专业竞技运动员，行业规模小，专业壁垒高。阿迪达斯寡头垄断，在运动员/奥运会营销资源/产品各方面全方位垄断，跑步传奇名将欧文斯曾穿着其阿迪达斯前身 Dassler 公司的首创钉鞋在 1936 年奥运会获四金。

高速增长期(1961-1980)，运动参与度快速提升：行业增速上，美国体育行业规模复合增速超 10%，高于人均 GDP 增速。回顾美国 1960-1980 的运动鞋服行业黄金发展期，运动参与度(以经常参加体育活动人数占总人口比例计)从 20%提升至 50%。此阶段耐克承慢跑热风潮、性价比优势、跑步功能性创新产品实现对阿迪达斯的超越，耐克在美国市场份额从 1972 年的 8%升至 1980 年约 23%，阿迪达斯则从 70%降至 23%，阿迪达斯对美国慢跑热风潮响应速度缓慢，其设于欧洲的生产基地成本高于外包亚洲生产的耐克，耐克代表性产品有阿甘慢跑鞋、华夫鞋等。

稳步发展期(1981-1990), 行业增速放缓: 美国体育行业规模复合增速达 8%, 高于人均 GDP 增速。因 80 年代美国女子健身热潮, 锐步抓住机遇, 借推出 Reebok Freestyle 女性运动鞋, 抢占耐克份额, 其市场份额从 1982 年约 2% 提升至 1987 年 30% 以上, 取代耐克实现美国市占率第一。

成熟期低速增长(1990-至今): 1991-2020 年行业低速增长(复合增速约 5%, 高于人均 GDP 复合增速)。90 年代前后篮球鞋科技革新, 耐克、锐步竞争, 2000 年后细分专业品牌兴起, 时尚运动与专业运动轮回发展。

图 15: 美国运动鞋服行业品牌份额变迁 (1920-2010 年)



资料来源: Samsung Research, 民银证券整理

2. 百年世界运动品牌变迁历程回顾

第一, 中小新锐品牌借运动风潮崛起, 以低价策略或填充细分领域市场空白获取份额, 再依托于强势核心品类, 以品类扩张和人群破圈扩大品牌规模。 中小品牌往往借助特定的风潮实现逆袭。例如, Vans 抓住滑板文化而崛起, 成为这一领域的代表性品牌。Lululemon 则借助瑜伽风潮迅速扩张, 成功开辟了高端运动休闲服饰的市场空间。而 2000 年以来, 本土品牌安踏、李宁、特步、361 度、鸿星尔克、中乔等通过性价比优势, 定位大众市场, 填补低线城市市场空白。

第二, 专业功能趋势、复古风/运动时尚风潮轮回更替。 先发性运动科技的突破, 结合营销声量和体育资源, 能帮助品牌抢占市场份额。运动鞋服市场足够大, 受到怀旧文化、时尚周期、街头文化、明星和技术家等 KOL 社交媒体传播等因素影响, 复古/运动时尚风和专业功能风轮回更替, 因此具备丰富品牌资产积累的企业在风潮的转换中具备机遇。例如

Puma 曾一度陷低估和挑战，2014 年 Puma 与 Rihanna 的合作成为品牌复兴的关键转折点。Rihanna 被任命为 Puma 的创意总监，推出了“Fenty by Puma”系列并迅速吸引了年轻消费者的关注，乘运动时尚风潮，2019 年重回全球运动鞋服品牌三甲。

表 2：百年世界运动品牌变迁历程

时期	标志性事件	运动风潮及品牌竞争格局
1868-1935 萌芽期	<ul style="list-style-type: none"> 1868 首双专业运动鞋诞生，硫化橡胶鞋底 1896 年首届奥运会在希腊雅典举行 1897 年首届波士顿马拉松 1917 首双篮球鞋问世(由 Converse 研发) 1930 首届世界杯 	<ul style="list-style-type: none"> 1895 年 Reebok 成立 1908 年 Converse 成立(当时是橡胶公司) 1924 年 Dassler 创立制鞋公司(Puma 和 Adidas 前身)，其后分家
1936-1980 运动普及期	<ul style="list-style-type: none"> 1936 年奥运会首次电视转播，自此运动赛事关注度提升 1949 年 NBA 设立 1970-1980 马拉松赛事爆发(纽约、柏林、伦敦多个城市首度举办)，美国 70s 跑步热 1972 年美国国会通过教育法修正案第九条(Title IX)，女性在体育领域获得与男性平等的机会，开启 1980s 女子运动热 	<p>运动风潮和竞争：Nike 乘 70s 慢跑热超越 Adidas，锐步乘 80s 女子运动热超越 Nike。</p> <ul style="list-style-type: none"> 1936 年欧文斯穿 Dassler 首创钉鞋获 4 枚奥运金牌 1948 年 Puma 成立、49 年 Adidas 成立 1972 Nike 成立,崛起于慢跑热，1972-74 年首创 Cortez 阿甘鞋、华夫跑鞋 1977 美国品牌 Brooks 革命性将 EVA 作为中底鞋材，较橡胶中底轻、回弹强 Reebok 锐步品牌因女性运动崛起
1981-2000 竞争加剧 龙头争霸	<ul style="list-style-type: none"> 1982 年 Nike 推出第一双内置气垫的篮球鞋 Air Force 1，引领结构缓震革新风潮 1987 Asics 推出 GEL 凝胶缓震科技 1989 年 Reebok 推出第一双充气篮球鞋 1995 年耐克发布 Zoom Air 缓震气垫技术 1996 年 Adidas 推出天足技术 1990s Nike/ Adidas 推出了基于发泡 Eva 的中底，如 Phylon、PRENE 	<p>运动风潮和竞争：</p> <p>1990s 篮球热，NIKE 凭借 Zoom Air 等篮球科技、Air Jordan 系列，市占率恢复。</p> <ul style="list-style-type: none"> 1990s 起新兴运动品牌涌现——Under Armour 1996 年成立、Lululemon 1998 年成立、ON 05 年成立、HOKA 09 年成立 1990s 起国产运动品牌涌现——李宁 1990 年成立、安踏 1991 年成立、鸿星尔克 2000、特步 2001、361 度 2003)
2001-至今 创新驱动 百花齐放	<ul style="list-style-type: none"> 2010 昂跑 On 推出专利鞋底 Cloudtec，引领结构缓震创新 2013 中底材料革新，Adidas 将发泡 TPU 应用为 Boost 中底 2017 中底材料革新，Nike 推出基于发泡 Pebax 鞋材中底 ZoomX 2021 年新疆棉事件 	<p>运动风潮和竞争：</p> <p>2000 千禧年初复古风，2015 年运动时尚风。</p> <ul style="list-style-type: none"> 受益于 00s 复古风，阿迪三叶草产品、AJ 畅销；Puma 借助 2015 年运动时尚风重新崛起，国内 FILA 受益于 15 年运动时尚风。 <p>细分运动小众品牌崛起。</p> <ul style="list-style-type: none"> 其中 UA 以紧身衣品类突围、Lululemon 承美国瑜伽运动渗透率提升而成长、Hoka 和 ON 小众新锐跑步品牌突围。 <p>2017-2021 中国运动鞋服市场国潮风。</p>

资料来源：民银证券整理

二、中国运动鞋服行业趋势及展望

(一) 风潮：户外高景气、专业细分垂类崛起、复古风回归

得益于运动参与率提升，户外和女子等专业垂类细分赛道崛起，为运动鞋服市场贡献增量。从细分市场来看，据彭博，户外运动鞋服保持高景气度，2019-2023年CAGR达12%，远高于专业运动（约6%）、运动休闲（约3%），2024年户外规模增长20%以上。随着户外正在成为一种新的流行生活方式，未来有望从高线城市往低线城市渗透。同时，户外鞋服的蓬勃发展推动消费者对功能性的进一步要求，穿着场景正在逐步广泛化，其场景从户外拓展至登山、通勤乃至更多场合。

从国内体育行业政策的角度，政策对居民整体健身运动参与度、冰雪和户外等细分垂类运动普及度提升发挥着重要作用：

2009-2016 是全民健身阶段，至 2007 年全国有 28.2% 的人经常参加体育锻炼，2014 年底全国经常参加体育锻炼的人数比例提升至 33.9%，2020 年底达到 37.2%。2016 年以来，冰雪运动以 2022 年北京冬奥会为契机得到大力发展，政策推动各地投入资金建设滑雪场、滑冰场等设施，目标包括到 2025 年带动 3 亿人参与冰雪运动，冰雪产业总规模 10000 亿元。此后，政策鼓励运动参与率进一步提升（到 2035 年，经常参加体育锻炼人数比例目标达到 45% 以上），并乘疫后户外消费浪潮，大力建设户外体育设施和继续发展冰雪运动。

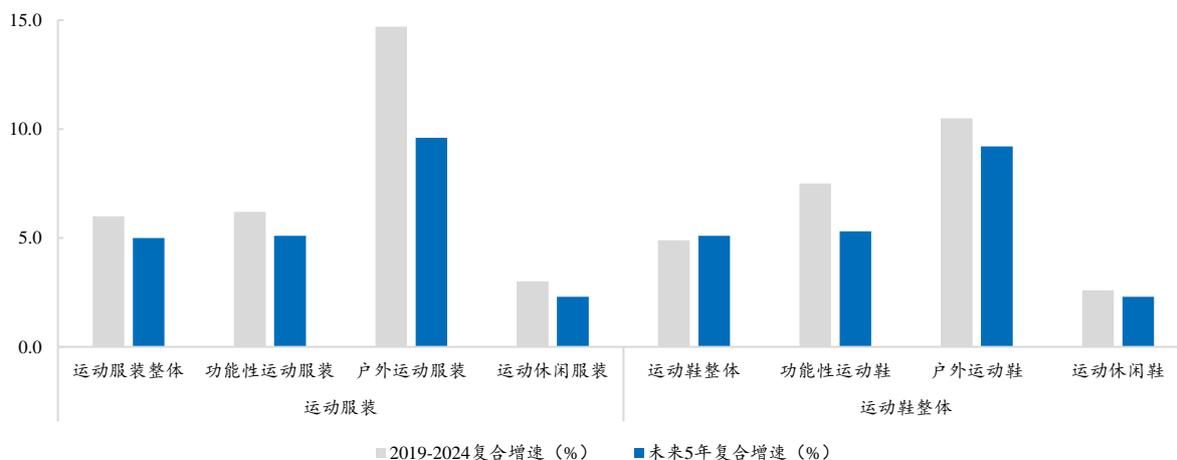
表 3：国内体育行业政策（2009-2024）

类别	年度	文件	主要内容
全民健身阶段	2009	全民健身条例	县级以上地方人民政府应当将全民健身事业纳入本级国民经济和社会发展规划，有计划地建设公共体育设施；应当将全民健身工作所需经费列入本级财政预算。
	2011	全民健身计划（2011-2015 年）	目标到 2015 年，经常参与体育锻炼的城乡居民达 32% 以上，比 07 年提高 3.8pp；人均体育场地面积达 1.5 平 以上
	2016	全民健身计划（2016-2020 年）	是全民健身上升为国家战略后的首个五年计划 。更注重基层供给，更强调标准化建设。目标到 2020 年 ，经常参加体育锻炼的人数达到 4.35 亿，人均体育场地面积达 1.8 平 。
布局细分冰雪领域	2016	冰雪运动发展规划（2016-2025 年）	2025 年目标：实现冰雪运动基础更加坚实，普及程度大幅提升，直接参与冰雪运动的人数超 5000 万，并带动 3 亿人参与冰雪运动 ...冰雪产业总规模达到 10000 亿元。
	2016	全国冰雪场地设施建设规划（2016-2022 年）	到 2022 年的目标：全国滑冰馆数量不少于 650 座，其中新建不少于 500 座；滑雪场达到 800 座、雪道面积达到 10000 万平，其中新建滑雪场不少于 240 座、雪道面积不少于 7000 万平。
	2019	关于以 2022 年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见	大力普及群众性冰雪运动...建设群众冰雪设施；深入实施冰雪运动“南展西扩东进”战略，推动冰雪运动向四季拓展。

类别	年度	体育政策文件	主要内容
提升健身普及度；丰富运动类型	2019	体育强国建设纲要	到 2035 年，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。统筹建设全民健身场地设施...加强城市绿道、健身步道、自行车道、全民健身中心、体育健身公园、社区文体广场以及足球、冰雪运动等场地设施建设。
	2021	全民健身计划 (2021-2025 年)	加大全民健身场地设施供给，保障学生每天校内、校外各 1 个小时体育活动时间。到 2025 年，经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%...带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元。
支持户外/冰雪运动	2022	户外运动产业发展规划 (2022-2025 年)	完善户外运动产业发展布局，目标到 2025 年，户外运动场地设施持续增加，普及程度大幅提升，参与人数不断增长，户外运动产业总规模超过 3 万亿元。
	2022	推动露营旅游休闲健康有序发展指导意见	推动公共营地建设，扩大公共营地规模，提升服务质量。鼓励支持经营性营地规范建设，提高露营产品品质。
	2023	关于恢复和扩大体育消费的工作方案	加大优质体育产品和服务供给，包括深挖冰雪消费潜力，举办首届中国户外运动产业大会，推出精品骑行线路、徒步线路、汽车自驾运动旅游线路等，不断释放户外运动消费潜力等。
	2023	促进户外运动设施建设与服务提升行动方案 (2023-2025 年)	加强户外运动场地设施建设，包括推动体育公园建设、构建国家步道体系、优化冰雪运动设施布局、完善山地户外运动设施、增加水上运动设施供给、支持露营场地建设；提升户外运动服务供给质量，包括丰富户外运动赛事活动供给等。
	2024	关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见	目标到 2027 年，冰雪运动场地设施更加完善，服务水平显著提升，冰雪运动更加广泛开展，我国冰雪竞技国际竞争力进一步增强，冰雪经济总规模达到 1.2 万亿元。到 2030 年，冰雪消费成为扩大内需重要增长点，建成一批冰雪运动和冰雪旅游高质量目的地，冰雪经济总规模达到 1.5 万亿元。

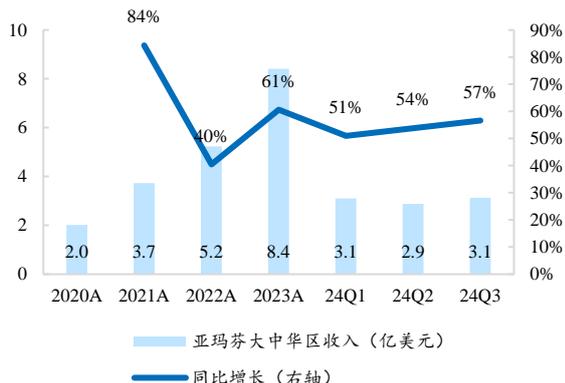
资料来源：政府官网、国家体育总局，民银证券整理

图 16：运动鞋服各赛道复合增速，其中户外高景气



资料来源：Bloomberg，民银证券测算

图 17: 始祖鸟母公司亚玛芬大中华区增长远超行业平均 图 18: 2024 年户外鞋服规模增 20% 以上



资料来源: 通联数据、Bloomberg、民银证券整理

资料来源: 通联数据、Bloomberg、民银证券整理

对于细分垂类崛起的新兴国际品牌，其对同样定位高线城市消费群体的国际双龙头带来带来一定的份额竞争压力。随着小众垂类项目参与度提升（如露营及户外、越野跑、冰雪运动），部分高线城市消费者青睐具备品牌调性、独特性、代表新兴生活方式的新锐国际品牌，例如路跑品牌 ON、户外领域的 Hoka、Solomon 和 Mont-bell 等。

图 19: 消费分化下，小众垂类新兴国际品牌如 ON、HOKA、Salomon、Montbell 等受高线城市消费者青睐

缓震路跑品牌 ON	户外跑鞋品牌 HOKA	户外运动品牌 Salomon	日本户外品牌 Montbell

资料来源: 品牌官网、民银证券整理

(二) 本土 VS 国际品牌产品力: 已实现技术追赶, 现互相抗衡

自从 2013 年阿迪推出以 TPU 为鞋材的 Boost 中底、2017 年 Nike 推出以 PEBA 为鞋材的 ZoomX 中底后，目前运动中底科技进入瓶颈期，尤其是材料缓震技术。近年以来运动鞋中底更多是在鞋材搭配和工艺小幅改进，尚未有新的中底科技革命性突破。

2017-2021 年本土运动鞋服品牌已完成对国际品牌中底技术的对标和追赶。近年鞋中底科技进入瓶颈期，以四大本土体育鞋服品牌为例，其中底科技上已基本完成对国际品牌的追赶，体现在主流鞋材量产应用和鞋性能对标，科技平台包括李宁䨻科技、安踏氮科技、特步动力巢 PB 科技、361 度 CQT 碳临界。国产品牌抓住机遇，从细分跑步领域如马拉松、越野路跑、户外、青少年体育考试用鞋等赛道切入产品打造和营销。

图 20：中底缓震主要材料包括 EVA、TPU、TPEE、PEBA 等，本土品牌已实现国际品牌中底技术的对标



资料来源：公司官网、虎扑体育，民银证券整理

设计及运动科技是份额更迭要素。跑步是中国居民参与度最高的运动，也是贡献营收的主要品类。以跑步品类为例，对比国产与本土四大运动鞋服品牌跑鞋产品矩阵：

(1) 近年本土运动品牌提升运动科技和性能，本土品牌高端功能性尖货价格带向上突破，以专业引领品牌向上。以李宁为例，李宁自 19 年推出对标 NIKE ZoomX 的䨻中底后，其在跑鞋尖端产品定价与耐克在同一水平线。按吊牌价口径，李宁最高端马拉松竞速跑鞋飞电 5 Ultra 为 2,299 元，安踏 C10 Pro 马拉松竞速跑鞋定价 2,599 元，特步 160 3.0 Pro 定价 1299 元，361 度的飞燃 4 定价 799 元，Nike Alphafly 3 吊牌价 2,299 元。

面对国际品牌在中高端科技平台和产品的强劲攻势，本土运动品牌从马拉松、越野跑、户外等细分赛道切入，推出高端尖货产品并进行营销(如特步借力马拉松体育营销资源以 160X 竞速跑鞋破圈)，提升消费者对品牌的认知度后，将技术部分下放至大众产品，以高端尖货功能性产品带动大众产品销售。

(2) 在 1000 元以上的中高端产品布局中，Nike 在竞速、缓震、支撑三大跑步功能领域布局了成熟的科技平台+深度充足的单品系列。NIKE 跑鞋科技平台深入人心，例如以 PEBA 为鞋材的 ZoomX、ReactX、Cushlon 中底科技平台，以及 Air 气垫技术。2024 年 11 月，Nike 发布全新简化后的日常路跑鞋系列产品矩阵，包括回弹缓震 Pegasus 系列、顶级缓震 Vomero 系列、支撑缓震 Structure 系列。

(3) 耐克和本土四大体育鞋服品牌产品矩阵特点：

耐克：产品矩阵迭代成熟且体系化，注重产品专业性能及故事包打造，具备强大的科技研发及营销资源绑定。例如 Nike Zoom Alphafly Next 帮助跑者实现人类马拉松历史上首次破 2。公司跑鞋基于 Zoom/React 等主要科技平台，叠加系列迭代次数（如 Nike Pegasus 41 代表第 41 代产品）。公司篮球鞋系列除基于其科技平台，主要与知名球星联名绑定营销，例如勒布朗系列、凯里欧文系列、杜兰特系列、科比系列等。

李宁：本土品牌中，李宁率先搭建了成体系化的产品矩阵，产品迭代充分。在 2013、2017 年阿迪和耐克的 2 次中底技术革新后，李宁是首个实现追赶的本土品牌——2017 李宁 Drivefoam 对标 2013 阿迪 Boost，2019 李宁䨻对标 2017 耐克 ZoomX）。李宁品牌通过“䨻”中底技术下沉，提升大众产品竞争力，最高端产品定价与国际品牌成功锚定。李宁以产品矩阵思维进行持续创新与迭代，按功能和功能分竞速/弹速缓震/日常慢跑/越野徒步四个大类，价格带从 500 以下的大众跑鞋覆盖至 2000 元以上的高端跑鞋。依托䨻、弭、GCU 等核心科技，搭建起全场景的专业跑鞋矩阵，全面覆盖从入门、进阶到专业竞速的跑者。

安踏品牌：公司产品系列丰富，过往产品迭代及产品调性相对弱，近年公司以品牌向上加强大众市场渗透，借助“氮科技”平台和集团户外运动科技储备，基本建立跑鞋产品矩阵。2021 年安踏发布“氮科技”平台，并借助双奥资源，坚守大众定位的同时，发力专业化和高端化。安踏品牌建立了尖端马拉松竞速跑/缓震跑/轻量跑/户外越野跑在内的产品矩阵，尖端马拉松竞速跑鞋以“C 家族”命名，包括 C10 Pro、C202 6 代 Pro、C202 6 代在内的旗舰款，分别适配全马 2H30 运动员、全马 3H30 运动员、全马训练场景，价位在 799-2599 元，缓震和轻量跑鞋定价 399-799 元，户外和越野跑鞋定价 499-899 元（吊牌价口径）。

特步品牌：深耕跑步领域定位大众市场，体育营销资源与产品规划倾斜投放马拉松领域，致力于打造跑步专家形象，差异化定位和竞争。公司在马拉松领域具备深厚的专业赛事和营销资源积累，是中国田径协会的“中国马拉松官方合作伙伴”，签约国内顶级马拉松选手何杰、杨绍辉等选手。特步的顶尖马拉松竞速产品 160X 价位已成功上探至 1299 元，建立了大众-专业-精英系列的产品矩阵，以专业顶尖马拉松跑鞋带动大货销售。

361 度：以飞燃、飞飏为核心的竞速马拉松跑鞋和国际线跑鞋近年声量扩大，提升品牌专业形象，品牌基于碳临界等技术，已基本建立跑鞋产品矩阵，尖端科技产品较国际品牌具备性价比。以 2024 年厦门马拉松为例，在“破 3”精英跑者中，361° 跑鞋穿着率从去年同期的 8.2% 提升至 17.2%，排名第三。以飞燃为例，其尖端产品飞燃 4 吊牌价定价 799 元，对比同类型碳板马拉松竞速跑鞋具备充分的质价比。公司入门款跑鞋飞鱼、雨屏等吊牌价定价 200-350 之间，性价比高。

图 25: 361 度篮球及跑步产品尖端功能性产品



资料来源：公司官网，民银证券整理

(三) 消费分化，品牌商于低线市场寻求增量

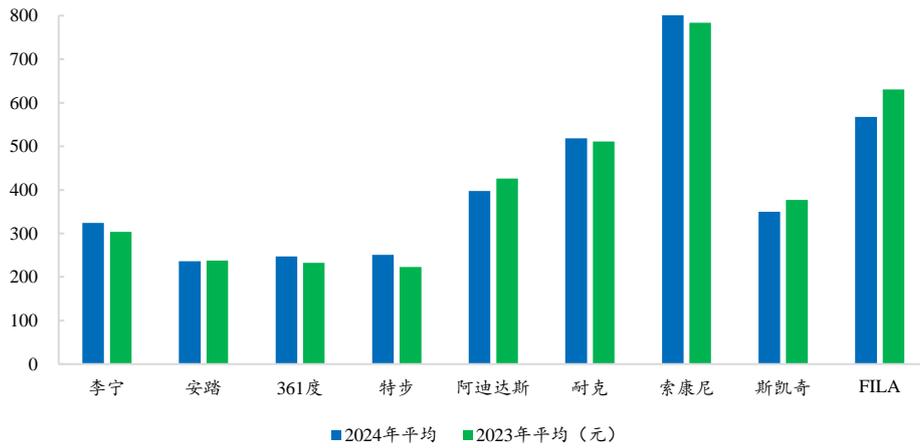
高线城市竞争日益激烈，综合性国际品牌正面临来自小众垂类新兴品牌的份额争夺压力。部分国际品牌和本土龙头企业开始将目光转向门店数量尚未饱和的低线城市，以寻求新的增长点。我们认为，龙头品牌重新渗透下沉市场并非易事，需要时间。定位高的品牌重新下沉需要低线市场客群需求的挖掘、产品组货、渠道策略的配合，以及在品牌定位和拓展下沉市场新客群之间取得平衡。下沉不等于简单推低价产品和下沉市场拓店。在当前阶段消费者决策中，特别是在产品差异化不显著的大品类（如跑步、综训等），性价比这一因素权重增加。因此，定位高性价比、产品力强、具备专业功能性、渠道策略配合的大众运动品牌（如 361 度、安踏和特步等）有望受益。

以阿迪达斯为例，回顾国际品牌在国内低线市场的渠道扩张历程：

(1) 阿迪达斯将低线城市（尤其是三、四线城市）视为未来增长的关键区域。自 2010 年启动“通向 2015 之路”战略以来，阿迪达斯在中国新增了 2000 家门店，其中 50% 以上位于低线城市。到 2015 年，阿迪达斯在中国的门店数量已超过 8500 家，覆盖 1400 个城市。

(2) 阿迪达斯在高线城市渠道数饱和的背景下，2015-2016 年几乎和耐克同步做中国市场渠道进一步渗透，对低线市场业绩的预估过于乐观，生产了大量货品导致库存高企（截至 2022 年末），而当时耐克及时中止下沉。综合产品创新不足的原因，品牌整体库存居高不下。在当时的阶段，国际品牌下沉成功率低，原因是国产品牌占据二三线及以下城市核心街铺资源，而国际品牌产品定价相对高，渠道人群消费力和定价并不匹配。

图 26: 天猫淘宝平台的均价: 本土运动品牌 VS 国际运动品牌



资料来源: 通联数据, 民银证券测算

第二部分: 公司分析

(见下页)

2025年1月27日

安踏体育(2020.HK): 全球雄心的多品牌体育用品集团

民银证券研究团队

分析师: 何丽敏

电话: 37288036

Email: liminhe@cmbcint.com

评级

买入

安踏体育(2020.HK)

目标价(港元)	108.00
潜在升幅/降幅	31.5%
目前股价(港元)	82.15
52周内股价区间(港元)	107.50/60.20
总市值(亿港元)	2,319.3

注: 截至2025年1月27日收盘价

股价表现



资料来源: iFind、民银证券

公司是中国第一大、世界前三大多品牌体育用品集团。管理层具备卓越前瞻眼光及战略决断力, 强执行力和强渠道管控力是企业底色:

公司以安踏、FILA、迪桑特/可隆/Amer 品牌群分别覆盖大众专业运动、高端时尚运动、高端户外市场。管理层具前瞻视野及战略决断力——09~14年FILA成功突围并成为集团能力跃升支点, 奠定高端品牌及直营运营能力、13年推动零售导向转型并率先走出库存危机、16~17年前瞻性纳入两大户外品牌、19年收购Amer、20年安踏DTC转型。强执行力、强渠道掌控力源于激励机制到位、高标准爱拼敢赢的铁军文化, 公司库存管理和周转效率优秀, 盈利能力优于同业。

集团增长构筑于三大底层能力——多品牌协同管理、多品牌零售运营、全球运营及资源整合能力。全球化战略推进未来, 联营公司Amer进入利润释放期, 贡献集团利润:

公司具备稀缺的多品牌发展能力, 源于“强管控+充分授权”, 即严守各品牌专属定位和心智, 释放品牌自主的战术灵活性。多品牌体系化协同管理下, 各品牌是独立作战单元, 聚焦自身定位/品牌营销/商品企划及渠道运营, 中台资源如供应链/物流等协同共享。

Amer全球业务的成功经验有望助推集团出海拓展, 其旗下品牌群在北美/欧洲/亚太分别触达约2.3万/3万/0.8万余个零售网点。集团出海首站落子东南亚, 未来5年东南亚的流水目标为15亿美元。

安踏品牌强化商品IP矩阵, 多层次分店态触达消费者, 路径清晰。

FILA和户外品牌群的成功培育推动公司份额提升:

安踏以品牌向上加强大众市场渗透, 依托3,000余项专利和奥运资源对商品IP赋予科技属性和故事, 建立体系化产品矩阵强化专业性, 通过超级安踏、Arena等多层级和分店态渠道匹配各类消费者。FILA中期400-500亿零售额目标不变。迪桑特/可隆的2023-26年复合增速目标分别为+20~25%/30~35%。

首次覆盖, 目标价为108.00港元, 给予“买入”评级: 预计2024E-2026E营收分别为703.1/762.2/820.9亿元, 同比+12.8%/+8.4%/+7.7%, 归母净利润为133.7/137.3/151.0亿元, 同比+30.6%/+2.7%/+9.9%。现价对应24E/25E PE为15/14.6倍, 给予“买入”评级。

表: 盈利预测和财务指标(2022-2026E)

百万元人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	53,651	62,356	70,310	76,224	82,091
收入同比增速(%)	8.8%	16.2%	12.8%	8.4%	7.7%
归母净利润	7,590	10,236	13,372	13,731	15,096
归母净利润同比(%)	-1.7%	34.9%	30.6%	2.7%	9.9%
EPS(元人民币)	2.82	3.69	4.82	4.95	5.44
PE@82.15HKD	26.8	20.5	15.7	15.3	13.9

注: 2024年联营公司Amer上市事项为集团录得一次性利得15.79亿元;

资料来源: 公司公告、Wind、民银证券

财务报表分析与预测 - 安踏体育 (2020.HK)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	42,596	52,140	60,702	69,497	79,237
现金	17,378	15,228	22,696	30,287	38,703
定期存款	10,305	21,448	21,448	21,448	21,448
应收账款	2,978	3,732	4,105	4,516	4,967
存货	8,490	7,210	7,931	8,724	9,597
其他	3,445	4,522	4,522	4,522	4,522
非流动资产	26,599	40,088	41,320	42,716	44,268
物业、厂房及设备	3,716	4,143	4,557	5,013	5,514
有使用权资产	8,015	8,085	8,894	9,783	10,761
于合营公司的投资	9,343	9,283	9,283	9,283	9,283
无形资产	1,480	2,089	1,985	1,885	1,791
其他	4,045	16,488	16,602	16,752	16,918
资产总计	69,195	92,228	102,022	112,213	123,505
流动负债	26,207	20,591	21,489	22,406	23,409
短期借款	12,198	3,996	4,196	4,406	4,626
应付账款	2,750	3,195	3,610	4,007	4,448
租赁	2,867	2,701	2,701	2,701	2,701
应交税费	2,169	2,825	3,108	3,418	3,760
其他	6,223	7,874	7,874	7,874	7,874
非流动负债	5,149	15,627	16,477	17,489	18,694
长期借款	492	10,948	10,948	10,948	10,948
递延税项负债	691	855	941	1,035	1,138
其他	3,966	3,824	4,589	5,507	6,608
负债合计	31,356	36,218	37,966	39,895	42,103
股本	262	272	272	272	272
储备	34,138	51,188	57,874	64,740	72,288
少数股东权益	3,439	4,550	5,910	7,306	8,842
归属于母公司的所有者权益	34,400	51,460	58,146	65,012	72,560
负债及权益合计	69,195	92,228	102,022	112,213	123,505

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除税前净利润	11,355	15,640	20,462	21,010	23,100
折旧摊销	4,466	4,862	2,446	2,690	2,959
财务费用	-98	-949	-1,250	-1,524	-1,642
营运资金变动	-1,598	1,659	-425	-552	-604
已付所得税	-3,046	-3,584	-5,729	-5,883	-6,468
其它	1,068	2,006	104	99	94
经营活动现金流	12,147	19,634	15,608	15,840	17,439
投资活动现金流	-4,774	-25,793	-2,418	-2,511	-2,797
筹资活动现金流	-7,841	3,471	-5,722	-5,738	-6,227
现金净增加额	-468	-2,688	7,468	7,591	8,416
现金期初金额	17,592	17,378	15,228	22,696	30,287
现金期末金额	17,378	15,228	22,696	30,287	38,703

E = 民银证券预测

资料来源: 公司公告、Wind、民银证券预测

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	53,651	62,356	70,310	76,224	82,091
营业成本	-21,333	-23,328	-26,140	-28,120	-30,038
毛利	32,318	39,028	44,170	48,104	52,053
销售费用	-19,629	-21,673	-24,960	-27,441	-29,635
管理费用	-3,587	-3,693	-4,043	-4,421	-4,679
其他收支净额	2,128	1,705	1,860	2,334	2,420
营业利润	11,230	15,367	17,027	18,576	20,159
财务费用净额	97	991	1,250	1,524	1,642
分占合营公司损益	28	-718	606	909	1,299
除税前溢利	11,355	15,640	20,462	21,010	23,100
所得税	-3,110	-4,363	-5,729	-5,883	-6,468
净利润	8,245	11,277	14,732	15,127	16,632
少数股东损益	655	1,041	1,360	1,396	1,535
归属于母公司净利润	7,590	10,236	13,372	13,731	15,096
EPS (元)	2.82	3.69	4.82	4.95	5.44

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性					
营业收入yoy	8.8%	16.2%	12.8%	8.4%	7.7%
营业利润yoy	2.2%	36.8%	10.8%	9.1%	8.5%
归母净利润yoy	-1.7%	34.9%	30.6%	2.7%	9.9%
盈利能力					
毛利率	60.2%	62.6%	62.8%	63.1%	63.4%
净利率	15.4%	18.1%	21.0%	19.8%	20.3%
归母净利率	14.1%	16.4%	19.0%	18.0%	18.4%
ROE	22.1%	19.9%	23.0%	21.1%	20.8%

偿债能力

资产负债率	45.3%	39.3%	37.2%	35.6%	34.1%
负债权益比	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
流动比率	1.6	2.5	2.8	3.1	3.4
速动比率	1.3	2.2	2.5	2.7	3.0

营运能力

存货周转天数	136	121	104	107	110
应收账款周转天数	21	19	20	20	21

每股资料 (元)

每股收益	2.82	3.69	4.82	4.95	5.44
每股净资产	14.05	20.19	23.09	26.06	29.34

估值比率

PE@78.5HKD	25.6	19.6	15.0	14.6	13.3
PB	5.1	3.6	3.1	2.8	2.5

2025年1月27日

李宁(2331.HK): 长期价值不改, 一切皆有可能

民银证券研究团队

分析师: 何丽敏

电话: 37288036

Email: liminhe@cmbcint.com

评级
买入
李宁 (2331.HK)

目标价 (港元)	18.80
潜在升幅/降幅	+19.1%
目前股价 (港元)	15.78
52周内股价区间 (港元)	23.62/ 12.50
总市值 (亿港元)	407.9

注: 截至 2025 年 1 月 27 日收盘价

股价表现


资料来源: iFind、民银证券

当前品牌营运健康,判断李宁品牌短期尚需时间调整,中长期其蕴含体育竞技 DNA 的品牌价值、研发创新、营销等综合能力依然坚实:

李宁是本土龙头体育用品品牌,“单品牌、多聚焦、多渠道”经营,24 年市占率约 9.4%,采取线下直营/经销/电商并重的渠道模式。

(1) 公司库销比和折扣回归健康,已形成系统化窜货管理机制。预计 24 年末库销比维持 4-5 个月目标,24Q4 折扣同比加深低单位数,整体可控。公司系统化管控窜货问题,源头上合理谨慎地批发发货,定期监控二级市场鞋款价格,核心款分段发货。

(2) 管理提效,打造肌肉型企业。管理机制上,产品团队(如跑步/篮球/运动生活/户外)专注产品规划到设计全链路。公司设有商品管理部门负责含深度和宽度、发货节奏在内的商品预测,及协调供应链和衔接后端销售,直接向 CEO 汇报。23 年引进 CMO,营销团队由 CMO 统筹以整合营销资源,提升效率,增加跨品类整合营销提升品牌力。

(3) 考虑外部环境不确定性,我们判断李宁品牌短期尚需时间调整。营运稳健和利润质量为公司当前优先目标,考虑到外部环境,我们对 25E 公司营收谨慎乐观,预计利润层面受到奥运赞助费用摊销、经营杠杆的影响。潜在空间体现在直营高层级市场效率改善、新兴下沉市场拓展、户外/女子等品类进一步扩容,尚需时日调整。

(4) 企业品牌价值、研发创新、体育营销综合能力长期价值不改。公司秉承“更快更高更强”的运动竞技 DNA 与追求极致的精神,这一独有的品牌无形资产和民族自信融合,铸就品牌不可复制的价值。创始人李宁先生作为奥运冠军和运动英雄,拥有传奇体育竞技经历。25 年 1 月公司重获中国奥委会合作,加大运动科技和专业产品投入。研发创新上,2013、17 年阿迪和耐克的 2 次中底技术革新后,李宁是首个实现追赶的本土品牌,并率先搭建了体系化的产品矩阵。公司通过“䨻”系列平台技术下沉,超轻等跑鞋认可度高。

首次覆盖,目标价为 18.80 港元,给予“买入”评级:预计 2024E - 2026E 营收分别为 280.7/ 283.4/ 294.9 亿元,同比+1.7%/ +0.9%/ +4.1%,归母净利润为 29.9/ 28.3/ 30.8 亿元,同比-6.1%/ -5.5%/ +8.9%。现价对应 24E/ 25E 的 PE 分别为 12.5/ 13.2 倍,给予“买入”评级。

表: 盈利预测和财务指标 (2022-2026E)

百万元人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25,803	27,598	28,071	28,337	29,493
收入同比增速(%)	14.3%	7.0%	1.7%	0.9%	4.1%
归母净利润	4,064	3,187	2,992	2,828	3,080
归母净利润同比增速(%)	1.3%	-21.6%	-6.1%	-5.5%	8.9%
EPS (元人民币)	1.55	1.23	1.16	1.09	1.19
PE @15.78HKD	9.4	11.9	12.7	13.4	12.3

资料来源: 公司公告、Wind、民银证券

财务报表分析与预测 - 李宁 (2331.HK)

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	12,395	13,653	15,748	17,806	20,062	
现金	7,382	5,444	6,818	8,033	9,303	
应收账款	1,020	1,206	1,326	1,459	1,605	
其他资产即期部分	832	838	922	1,014	1,116	
存货	2,428	2,493	2,992	3,590	4,308	
其他	733	3,672	3,690	3,710	3,731	
非流动资产	21,252	20,555	20,935	21,338	21,767	
物业、厂房及设备	3,235	4,124	4,330	4,547	4,774	
有使用权资产	2,022	2,184	2,228	2,272	2,318	
递延税项资产	693	801	881	969	1,066	
无形资产和土地使用权	376	376	402	431	462	
其他	14,925	13,070	13,094	13,120	13,148	
资产总计	33,647	34,208	36,683	39,145	41,830	
流动负债	7,241	7,268	7,845	8,474	9,159	
应付账款	1,584	1,790	1,879	1,973	2,072	
合同负债	252	553	580	609	640	
应付负债及其他应付	3,649	3,256	3,516	3,797	4,101	
应交税费	1,037	915	1,007	1,107	1,218	
其他	718	755	863	986	1,128	
非流动负债	2,074	2,533	2,785	3,063	3,368	
递延所得税负债	519	627	690	759	835	
租赁负债	1,474	1,825	2,008	2,209	2,429	
其他	81	80	87	95	104	
负债合计	9,315	9,801	10,630	11,536	12,528	
股本	240	240	240	240	240	
储备	24,270	25,205	26,851	28,407	30,100	
少数股东权益	2	0	0	0	0	
股份奖励计划所持股份	-181	-1,038	-1,038	-1,038	-1,038	
股东权益合计	24,332	24,407	26,053	27,608	29,302	
负债及权益合计	33,647	34,208	36,683	39,145	41,830	
现金流量表						
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
除税前溢利	5,415	4,256	3,996	3,771	4,106	
折旧摊销	1,393	1,833	1,911	1,982	2,056	
营运资金变动	-1,133	-31	-202	-283	-383	
所得税	-1,316	-1,155	-1,004	-943	-1,027	
经营活动现金流	3,914	4,688	3,991	3,824	4,061	
投资活动现金流	-9,481	-2,449	-1,270	-1,336	-1,405	
筹资活动现金流	-1,887	-4,217	-1,347	-1,273	-1,386	
现金净增加额	-7,455	-1,978	1,374	1,215	1,269	
现金期初金额	14,745	7,382	5,444	6,818	8,033	
现金期末金额	7,382	5,444	6,818	8,033	9,303	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	25,803	27,598	28,071	28,337	29,493	
营业成本	-13,319	-14,246	-14,344	-14,424	-14,953	
毛利	12,485	13,352	13,727	13,914	14,540	
销售费用	-7,314	-9,080	-9,320	-9,649	-9,910	
管理费用	-1,113	-1,256	-1,263	-1,332	-1,371	
其他收益	805	524	450	420	420	
营业利润	4,887	3,559	3,594	3,353	3,680	
财务收入/(费用)净额	327	319	182	198	206	
权益法核算的投资收益	201	378	220	220	220	
除税前溢利	5,415	4,256	3,996	3,771	4,106	
所得税	-1,351	-1,069	-1,004	-943	-1,027	
净利润	4,064	3,187	2,992	2,828	3,080	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属于母公司净利润	4,064	3,187	2,992	2,828	3,080	
EPS (元)	1.55	1.23	1.16	1.09	1.19	

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性					
营业收入yoy	14.3%	7.0%	1.7%	0.9%	4.1%
营业利润yoy	-4.9%	-27.2%	1.0%	-6.7%	9.8%
归母净利润yoy	1.3%	-21.6%	-6.1%	-5.5%	8.9%
盈利能力					
毛利率	48.4%	48.4%	48.9%	49.1%	49.3%
营业利润率	18.9%	12.9%	12.8%	11.8%	12.5%
净利率	15.7%	11.5%	10.7%	10.0%	10.4%
ROA	12.7%	9.4%	8.4%	7.5%	7.6%
ROE	17.9%	13.1%	11.9%	10.5%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	27.7%	28.7%	29.0%	29.5%	29.9%
负债权益比	38.3%	40.2%	40.8%	41.8%	42.8%
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6
营运能力					
存货周转天数	58	63	69	82	95
应收帐款天数	14	15	16	18	19
每股资料 (元)					
每股收益	1.55	1.23	1.16	1.09	1.19
每股净资产	9.3	9.4	10.1	10.7	11.3
估值比率					
PE@15.54HKD	9.3	11.7	12.5	13.2	12.1
PB	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3

E = 民银证券预测

资料来源: Wind、民银证券预测

2025年1月27日

361度(1361.HK): 势能上升中的大众运动品牌, 专业+质价比强化竞争力

民银证券研究团队

分析师: 何丽敏
电话: 37288036
Email: liminhe@cmbcint.com

评级

买入

361度(1361.HK)

目标价(港元)	5.12
潜在升幅/降幅	+23.7%
目前股价(港元)	4.14
52周内股价区间(港元)	4.85/ 3.15
总市值(亿港元)	85.6

注: 截至2025年1月27日收盘价

股价表现



资料来源: iFind、民银证券

361度是国内前四的本土大众运动品牌, 专业为本引领产品竞争力, 抢抓质价比消费红利:

(1) 品牌以专业功能性+性价比定位, 以跑步为例形成顶级竞速/专业竞速/场地训练/畅跑的多层次产品矩阵(例如顶级性能的“飞燃”、“飞飏”竞速跑鞋)。中底科技上, 公司运动科技已基本完成对本土及国际同行的追赶和对标, 定价上较本土双龙头有约15~30+%区隔, 亦较下一层级的本土运动品牌在技术/设计和产品矩阵上更成熟, 有望承消费分化而扩大在大众市场的渗透率。24H1跑步/篮球/运动生活分别占总收入52%/8%/40%, 跑步/篮球营收同比分别+40%/20%。

(2) 渠道上为纯经销模型, 公司定位三线及以下城市, 共2层分销网络, 批发折扣38折, 经销商应收账款期政策约90-180天, 24年以来公司致力于改善应收天数以提升经营现金流。

品牌年轻化, 尖端专业产品声量扩大+体育资源驱动品牌势能向上:

定价799-1499元的飞燃/飏速/栗蜂专业碳板竞速跑鞋、BIG3篮球鞋等尖端功能性产品破圈驱动专业性提升。体育营销资源方面, 公司通过国家队、顶级运动员、亚运会等大型赛事和自有赛事、IP联名、破圈活动等方式增强专业形象。篮球品类有效提升品牌年轻度, 公司携手球星阿隆戈登、约基奇、丁威迪等代言人推出联名款。

童装与电商业务增长蓬勃:

(1) 23年4月回收合伙企业股权以增强电商业务持股比后, 电商发展提速, 2023/24H1电商收入同比+38%/+16%。公司电商为直营, 模式为线上尖货首发+电商专供品(占电商零售额8成), 与线下店在商品及定价上差异化, 其作为线下的有效补充, 有效触达高线城市人群。(2) 童装以性价比专业运动定位抢占心智, 具备跳绳国家队等专业资源背书+IP联名。23/24H1童装收入同比+36%/+24%, 占总收入2成。

首次覆盖, 目标价为5.12港元, 给予“买入”评级: 预计公司2024E-2026E营收分别为100.9/115.9/131.7亿元, 同比+19.8%/+14.8%/+13.6%, 归母净利润为11.3/13.0/14.8亿元, 同比+17.3%/+15.2%/+13.9%。现价对应24E/25E PE为7/6倍, 给予“买入”评级。

表: 盈利预测和财务指标(2022-2026E)

百万元人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,961	8,423	10,095	11,590	13,165
收入同比增速(%)	17.3%	21.0%	19.8%	14.8%	13.6%
归母净利润	747	961	1,128	1,299	1,480
归母净利同比增速(%)	24.2%	28.7%	17.3%	15.2%	13.9%
EPS(元人民币)	0.36	0.46	0.55	0.63	0.72
PE(倍)	10.7	8.3	7.1	6.1	5.4

资料来源: 公司公告、Wind、民银证券预测

财务报表分析与预测 - 361 度 (1361.HK)
361度(1361.HK) 财务报表摘要

资产负债表					
单位: 百万元人民币					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,284	11,617	12,616	13,721	15,020
现金	3,860	3,596	3,708	4,020	4,367
应收账款	3,024	3,831	4,355	4,948	5,512
其他应收款	1,193	1,227	1,288	1,352	1,420
存货	1,182	1,350	1,652	1,787	2,109
其他	2,024	1,612	1,612	1,612	1,612
非流动资产	1,152	1,448	1,473	1,500	1,528
物业、厂房及设备	773	765	773	781	788
有使用权资产	102	102	103	104	105
递延税项资产	151	164	180	198	218
长期按金及预付款项	93	397	397	397	397
其他	33	20	20	20	20
资产总计	12,436	13,065	14,089	15,220	16,549
流动负债	2,906	3,088	3,375	3,659	4,021
应付账款及其他应付款	2,327	2,577	2,842	3,101	3,438
应付银行贷款	192	48	48	48	48
应交税费	386	461	484	509	534
其他	0	2	2	2	2
非流动负债	113	254	254	254	254
递延所得税负债	12	8	8	8	8
计息负债	100	245	245	245	245
其他	0	1	1	1	1
负债合计	3,018	3,342	3,629	3,913	4,275
股本	182	182	182	182	182
储备	7,761	8,900	9,577	10,356	11,244
少数股东权益	1,474	641	700	769	846
股东权益合计	9,418	9,723	10,459	11,307	12,273
负债及权益合计	12,436	13,065	14,089	15,220	16,549

现金流量表

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除税前溢利	1,065	1,363	1,556	1,793	2,043
折旧摊销	65	69	69	70	70
营运资金变动	-620	-679	-616	-527	-610
所得税	-285	-263	-369	-425	-484
经营活动现金流	380	408	668	942	1,053
投资活动现金流	85	417	-86	-87	-87
筹资活动现金流	59	-1,079	-471	-543	-618
现金净增加额	525	-255	111	312	347
现金期初金额	3,339	3,860	3,596	3,708	4,020
现金期末金额	3,860	3,596	3,708	4,020	4,367

利润表					
单位: 百万元人民币					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,961	8,423	10,095	11,590	13,165
营业成本	-4,140	-4,961	-5,956	-6,823	-7,728
毛利	2,821	3,462	4,139	4,767	5,437
销售费用	-1,433	-1,863	-2,221	-2,527	-2,844
管理费用	-541	-630	-737	-834	-935
其他收益	228	414	395	410	410
营业利润	1,074	1,384	1,576	1,816	2,069
财务收入/(费用)净额	-9	-20	-20	-23	-26
除税前溢利	1,065	1,363	1,556	1,793	2,043
所得税	-248	-323	-369	-425	-484
净利润	817	1,040	1,187	1,368	1,558
少数股东损益	70	79	59	68	78
归属于母公司净利润	747	961	1,128	1,299	1,480
EPS (元)	0.36	0.46	0.55	0.63	0.72

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性					
营业收入yoy	17.3%	21.0%	19.8%	14.8%	13.6%
营业利润yoy	-0.8%	28.8%	13.9%	15.2%	13.9%
归母净利润yoy	24.2%	28.7%	17.3%	15.2%	13.9%
盈利能力					
毛利率	40.5%	41.1%	41.0%	41.1%	41.3%
营业利润率	15.4%	16.4%	15.6%	15.7%	15.7%
归母净利润率	10.7%	11.4%	11.2%	11.2%	11.2%
ROA	5.9%	7.1%	7.7%	8.2%	8.6%
ROE	8.3%	10.0%	11.2%	11.9%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	24.3%	25.6%	25.8%	25.7%	25.8%
负债权益比	32.0%	34.4%	34.7%	34.6%	34.8%
流动比率	3.9	3.8	3.7	3.7	3.7
营运能力					
存货周转天数	91	93	92	92	92
应收帐款天数	147	149	148	147	145
应付帐款天数	121	110	98	96	96
每股资料 (元)					
每股收益	0.36	0.46	0.55	0.63	0.72
每股净资产	4.6	4.7	5.1	5.5	5.9
估值比率					
PE@4.06HKD	10.4	8.1	6.9	6.0	5.3
PB	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6

E = 民银证券预测

资料来源: 公司公告、Wind、民银证券预测

2025年1月27日

特步国际(1368.HK): 以跑步专家差异化定位, 多品牌构筑增长蓝图

民银证券研究团队

分析师: 何丽敏

电话: 37288036

Email: liminhe@cmbcint.com

评级

买入

特步国际(1368.HK)

目标价(港元)	7.26
潜在升幅/降幅	+23.7%
目前股价(港元)	5.96
52周内股价区间(港元)	7.13/3.51
总市值(亿港元)	159.95

注: 截至2025年1月27日收盘价

股价表现



资料来源: iFind、民银证券

特步以本土跑鞋专家差异化定位, 借力马拉松赛事构筑跑步生态圈: 特步卡位国产前三, 24年主品牌市占率为6.4%。旗下品牌矩阵包含大众运动主品牌特步、中高端专业跑鞋品牌索康尼、户外品牌迈乐。

展望25年, 公司方向为聚焦与稳健, 聚焦跑步强势品类和稳健经营。

(1) 主品牌差异化定位, 倾斜投放以马拉松、路跑赛事为核心的跑步领域, 专业营销资源包括与国内高级别马拉松赛事/顶尖跑者/自建跑步生态圈, 例如特步于2024年于北京/上海/广州/成都马拉松位列全局穿着率第一(分别达30.4%/22.4%/31.7%/39.1%);

(2) 专业产品辐射大众。主品牌形成精英-专业-大众系列产品矩阵, 以160X领衔的尖端跑鞋价格定位成功上探至900-1300元; 专业跑鞋涵盖260X和360X冠军系列并定价599-799元, 定位高端高性价比; 大众系列定位200~500元。未来预计增加200+元入门和中高端系列投放, 保持品牌专业功能性及适应消费分化风潮。

(3) 渠道持续优化, 以提升店效为方向。公司渠道扎根二三线及以下大众市场, 通过关小店开大店的改扩店方式提升单店点位和面积。

索康尼定位中高端双精英人群, 协同集团跑步资源, 构筑增长蓝图:

索康尼与主品牌定位互为补充, 索康尼定位跑步精英+社会精英客群。截止24年底, 索康尼品牌收入超10亿, 24年店效同比增45%, 月均店效30+万元(新店50+万), 门店数约150家。索康尼品牌处于高速增长和培育阶段。展望25年, 索康尼以跑步为核心, 回归品牌打法和暂缓加盟脚步, 扩充通勤、复古、服装系列, 于核心城市加大自营旗舰店投资以提升品牌曝光, 在中高端跑圈中加强消费者链接。

首次覆盖, 目标价为7.26港元, 给予“买入”评级: 预计公司2024E-2026E营收分别为140.6/150.8/162.8亿元, 同比-2.0%/+7.3%/+7.9%, 归母净利润为12.4/13.7/15.2亿元, 同比+20.6%/+10.4%/+10.6%。现价对应24E/25E PE为11/10倍, 给予“买入”评级。

表: 盈利预测和财务指标(2022-2026E)

百万元人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,930	14,346	14,062	15,082	16,281
收入同比增速(%)	29.1%	10.9%	-2.0%	7.3%	7.9%
归母净利润	922	1,030	1,242	1,371	1,516
归母净利同比增速(%)	1.5%	11.8%	20.6%	10.4%	10.6%
EPS(元人民币)	0.37	0.41	0.49	0.54	0.60
PE(倍)	14.9	13.4	11.1	10.1	9.1

资料来源: 公司公告、Wind、民银证券预测

请仔细阅读本报告最后部分的免责声明。

财务报表分析与预测 - 特步国际 (1368.HK)

资产负债表		单位: 百万元人民币				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	12,338	12,044	12,934	13,106	14,622	
现金	3,414	3,295	5,025	4,906	5,859	
应收账款	4,213	4,975	4,117	4,176	4,471	
其他应收款	1,371	1,112	1,223	1,345	1,480	
存货	2,287	1,794	1,701	1,811	1,943	
其他	1,054	869	869	869	869	
非流动资产	4,155	5,281	5,673	6,058	6,440	
固定资产	1,368	1,592	1,811	2,026	2,239	
有使用权资产	686	818	983	1,145	1,308	
无形资产	723	723	731	738	745	
商誉	830	842	842	842	842	
定期存款	-	300	300	300	300	
于联营公司之权益	190	495	495	495	495	
投资性房地产	26	17	17	17	17	
其他	334	494	494	494	494	
资产总计	16,494	17,325	18,607	19,164	21,061	
流动负债	6,645	5,851	5,992	5,638	5,890	
短期借款	2,231	954	763	610	488	
应付账款	2,722	2,431	2,616	2,669	2,864	
应付利息及其他应付款	1,426	1,665	1,798	1,942	2,097	
租赁负债	108	144	159	175	192	
其他	158	657	656	242	248	
非流动负债	1,542	2,552	3,067	3,288	4,171	
长期借款	193	1,691	2,199	2,858	3,716	
递延税项负债-非流动	310	243	240	250	262	
其他	1,039	617	628	179	193	
负债合计	8,187	8,402	9,059	8,926	10,061	
股本	23	23	23	23	23	
储备	8,506	9,096	9,717	10,402	11,161	
少数股东权益	63	61	64	69	73	
归属于母公司所有者	8,244	8,863	9,484	10,169	10,927	
负债及权益合计	16,494	17,325	18,607	19,164	21,061	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
除税前溢利	1,361	1,449	1,740	1,920	2,124	
折旧摊销	241	305	338	388	438	
营运资金变动	-678	-21	1,181	-471	-164	
所得税	-431	-531	-494	-545	-603	
经营活动现金流	572	1,255	2,764	1,293	1,795	
投资活动现金流	-873	-915	-730	-773	-820	
筹资活动现金流	-236	-461	-304	-639	-22	
现金净增加额	-537	-122	1,730	-120	953	
现金期初金额	3,930	3,414	3,295	5,025	4,906	
现金期末金额	3,414	3,295	5,025	4,906	5,859	

E = 民银证券预测

资料来源: 公司公告、Wind、民银证券预测

利润表		单位: 百万元人民币				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	12,930	14,346	14,062	15,082	16,281	
营业成本	-7,639	-8,296	-7,958	-8,473	-9,091	
毛利	5,292	6,050	6,103	6,610	7,190	
销售费用	-2,690	-3,369	-3,178	-3,393	-3,652	
管理费用	-1,454	-1,540	-1,498	-1,599	-1,726	
其他收益	317	439	439	439	458	
营业利润	1,464	1,580	1,867	2,056	2,271	
财务收入/(费用)净额	-91	-145	-127	-136	-147	
应占联营公司损益	-12	15	0	0	0	
其他支出	0	0	0	0	0	
除税前溢利	1,361	1,449	1,740	1,920	2,124	
所得税	-449	-416	-494	-545	-603	
净利润	912	1,033	1,246	1,375	1,521	
少数股东损益	-9	3	4	4	5	
归属于母公司净利润	922	1,030	1,242	1,371	1,516	
EPS (元)	0.37	0.41	0.49	0.54	0.60	

主要财务比率		单位: 百万				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
年增长率 (%)						
营业收入	29.1%	10.9%	-2.0%	7.3%	7.9%	
营业利润	4.9%	7.9%	18.1%	10.2%	10.4%	
归母净利润	1.5%	11.8%	20.6%	10.4%	10.6%	
获利能力						
毛利率	40.9%	42.2%	43.4%	43.8%	44.2%	
营业利润率	11.3%	11.0%	13.3%	13.6%	13.9%	
净利率	7.1%	7.2%	8.9%	9.1%	9.3%	
归母净利率	7.1%	7.2%	8.8%	9.1%	9.3%	
ROE	11.4%	12.0%	13.5%	14.0%	14.4%	
偿债能力						
负债权益比	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	
流动比率	1.9	2.1	2.2	2.3	2.5	
速动比率	1.3	1.6	1.7	1.8	1.9	
营运能力						
存货周转天数	90	90	78	78	78	
应收账款周转天数	98	106	95	90	90	
应付账款周转天数	121	113	120	115	115	
每股资料 (元)						
每股收益	0.37	0.41	0.49	0.54	0.60	
每股经营现金	0.22	0.48	1.05	0.49	0.68	
每股净资产	3.15	3.38	3.61	3.88	4.16	
估值比率						
PE@5.87HKD	14.9	13.4	11.1	10.1	9.1	
PB	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	

附录：估值表

表 4：本土运动鞋服品牌商、体育鞋服分销商、国际运动品牌估值表

日期	2025/1/27	当地货币	收入(亿报表货币)			收入.yoy		归母净利润(亿报表货币)			归母净利润.yoy		PE			
代码	公司简称	收盘价	市值(亿)	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
运动品牌	2020.HK 安踏体育	82.15	2,319.3	623.6	703.1	762.2	13%	8%	102.4	133.7	137.3	31%	3%	21	16	15
	2331.HK 李宁	15.78	407.9	276.0	280.7	283.4	2%	1%	31.9	29.9	28.3	-6%	-5%	12	12	13
	1368.HK 特步国际	5.96	159.9	143.5	140.6	150.8	-2%	7%	10.3	12.4	13.7	21%	10%	14	12	11
	1361.HK 361度	4.14	85.6	84.2	101.0	115.9	20%	15%	9.6	11.3	13.0	17%	15%	8	7	6
分销	6110.HK 滔搏	2.89	179.2	271	291	281	7%	-3%	22.1	13.6	16.4	-38%	21%	7	12	10
	3813.HK 宝胜国际	0.50	26.6	201	186	197	-7%	6%	4.9	4.9	6.2	0%	27%	5	5	4
国际运动品牌	AS.N 亚玛芬体育	30.44	166.3	310.15	372.84	426.86	20%	14%	-14.81	14.401	25.3735	N/A	76%	N/A	83	47
	NKE.N 耐克	75.58	1,117.9	514	460	481	-10%	4%	57.0	30.1	34.1	-47%	13%	20	37	33
	ADDYY 阿迪达斯	134.54	484.3	214	231	254	8%	10%	-0.1	7.5	13.8	N/A	84%	N/A	61	33
	LULU.O Lululemon	402.90	468.5	96	104	113	8%	9%	15.5	17.1	18.8	10%	10%	30	27	25
	ONON.N 昂跑	59.90	193.7	18	23	29	29%	26%	0.1	2.0	2.8	2400%	40%	N/A	97	69
国内运动品牌均值													14	12	11	
国际运动品牌均值													25	61	41	

资料来源：Bloomberg，民银证券测算

风险提示

消费者信心和终端消费需求波动；

行业竞争加剧风险；

消费趋势变动风险；

品牌力或产品力提升不及预期风险；

线下客流承压、门店运营提效不及预期的风险；

新店态或多品牌运营不及预期等风险。

行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

分析师声明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

民银证券有限公司

CIBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

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民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。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。民银国际和任何附属公司（统称“民银集团”）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、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

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。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突。

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。民银集团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。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933

年美国证券法 S 规则的解释)，民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何投资银行或庄家活动相关的业务关系。