

深耕专业跑步，新品牌成长可期

—— 特步国际 (1368.HK) 深度报告

2025 年 8 月 1 日

核心观点

- 专注跑步赛道的优质体育服饰公司：**公司聚焦“大众运动+专业运动”的多元化品牌矩阵，旗下品牌覆盖了不同运动领域与消费客群。特步主品牌定位大众运动市场，“索康尼”与“迈乐”定位专业运动领域。公司凭借多元化且极具竞争力的品牌组合，在市场中占据重要地位，目前是国内领先跑鞋品牌之一。2024 年公司营业收入为 135.77 亿元，经调整后同比增长 6.5%，归母净利润为 12.38 亿元，同比增长 20.23%，近年来保持稳定增长趋势。
- 产品、渠道、电商多维发力，特步主品牌稳健增长：**特步主品牌覆盖客群多元化需求，提升品牌专业形象。公司研发投入呈现稳步上升态势，复合增速达 13.96%，2024 年研发费用为 3.93 亿元。特步鞋履具备多类核心科技，公司持续升级产品科技属性，提高品牌专业跑鞋形象。2024 年，特步跑鞋的穿著率已连续三年位居中国男子马拉松及连续两年位居女子马拉松百强榜第一。此外，特步优化渠道布局，升级门店形象，同时注重电子商务发展机遇，进行战略重组和运营优化，提升线上销售规模和效率。
- 索康尼成为新锐增长驱动力：**索康尼增长势头迅猛，已逐步成为国内高性能跑鞋知名品牌。索康尼在中国稳步扩张，2024 年实现收入 12.50 亿元，同比增长 57.20%。利润端看，2023 年索康尼品牌首次实现营业利润为正，2024 年，索康尼营业利润为 0.78 亿元，同比增长 829.50%，营业利润率为 6.30%，已逐渐成为公司第二增长曲线。户外运动行业快速发展催化更多消费场景。国内高性能跑鞋品牌增长强劲，反映市场新趋势。2020 年-2024 年，在国内市场具备较高知名度的高性能跑鞋品牌，近年来均实现了高于行业平均增速的增长。索康尼规模体量较小，成长空间显著。
- 渠道高质量扩张，聚焦单店营收，围绕产品破圈：**索康尼产品矩阵丰富，精准定位彰显产品差异化，满足竞速、日常跑、时尚通勤等多场景的需求。索康尼和特步主品牌细分市场互补。其中，索康尼强调中高端定位，与特步主品牌的大众定位形成补充，并通过多元营销模式构建品牌影响力。索康尼渠道高质量扩张，门店数量稳定持续增长，选址注重中高端业态商圈。
- 投资建议：**预计公司 2025/26/27 年营业收入分别为 144.42/156.02/167.67 亿元，增速分别为+6.37%/+8.04%/+7.47%，EPS 分别为 0.49/0.55/0.62 元。当前股价对应 PE 估值分别为 10.44/9.33/8.31 倍，考虑到公司主品牌多元化发展，索康尼持续贡献增量，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**终端销售低于预期的风险；新品牌门店拓展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13577.22	14441.57	15602.26	16767.09
收入增长率%	6.54	6.37	8.04	7.47
归母净利润(百万元)	1238.40	1364.22	1526.26	1714.31
利润增速%	20.23	10.16	11.88	12.32
毛利率%	43.20	44.12	44.51	44.48
摊薄 EPS(元)	0.45	0.49	0.55	0.62
PE	-	10.44	9.33	8.31

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

特步国际 (1368.HK)

推荐 首次评级

分析师

郝帅

☎: 010-8092-7622

✉: haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524040001

艾菲拉·迪力木拉提

✉: aifeila_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525080004

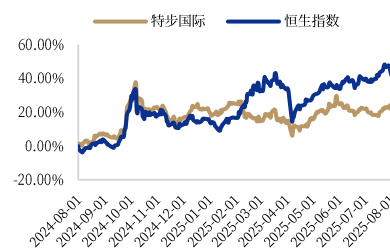
市场数据

2025-8-1

股票代码	1368.HK
H 股收盘价(港元)	5.62
恒生指数	24507.81
总股本	27.82
实际流通 H 股(万股)	27.82
流通 H 股市值(亿港元)	156.38

相对恒生指数表现图

2025-8-1



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

一、公司概况：专注跑步赛道的优质体育服饰公司	3
(一) 公司是国内体育用品领军企业之一	3
(二) 公司股权结构稳定，管理团队专业	5
(三) 公司财务状况分析	7
二、产品、渠道、电商多维发力，特步主品牌稳健增长	9
(一) 持续研发及宣传，塑造品牌专业形象	9
(二) 赞助马拉松赛事夯实品牌基因	12
(三) 渠道稳步拓展，线上渗透率提升	14
(四) 线上业务发展势头强劲	15
(五) 特步儿童聚焦青少年市场	16
三、索康尼成为新锐增长驱动力	17
(一) 索康尼增长势头迅猛，已逐步成为国内高性能跑鞋知名品牌	17
(二) 户外运动市场兴起，高性能跑鞋赛道成为新风潮	18
(三) 渠道高质量扩张，聚焦单店营收，围绕产品破圈。	24
四、盈利预测与估值分析	28
(一) 盈利预测	28
(二) 相对估值	29
(三) 绝对估值	29
五、风险提示	31

一、公司概况：专注跑步赛道的优质体育服饰公司

（一）公司是国内体育用品领军企业之一

公司是国内体育用品领军企业之一。公司前身为福建三兴体育用品公司，成立于1987年。公司于2001年创立“特步”主品牌，2008年在港交所成功上市。公司主要业务涵盖成人和儿童体育用品的设计、研发、制造、销售、营销及品牌管理，产品类型丰富，包括鞋履、服装和配饰等。2024年剥离“时尚运动”板块后，聚焦“大众运动+专业运动”的多元化品牌矩阵，旗下品牌覆盖了不同运动领域与消费客群：“特步”主品牌定位大众运动市场，“索康尼”与“迈乐”定位专业运动领域。公司凭借多元化且极具竞争力的品牌组合，在市场中占据重要地位，目前国内领先跑鞋品牌之一。

表1：公司代表产品

类别	客户/品牌	品牌标识	品牌特点	品牌形象
大众运动	特步		成立于2001年，是一家定位大众的综合运动品牌，旗下划分“精英系列”、“专业系列”、“大众系列”，致力于满足不同运动场景下跑者需求。	
	特步儿童		成立于2012年，专注于3-15岁的儿童群体。以“特步儿童 运动专家 更懂运动成长”的品牌定位，聚焦运动场景，深入洞察不同年龄段儿童的需求。	
专业运动	索康尼		始于1898年，Saucony 索康尼融合了运动创新、风格和跑步文化，是全球领先的跑步品牌。希望能通过跑步文化、自我表达和对世界的影响，激励和帮助人们过上更好的生活。	
	迈乐		成立于1981年，是全球知名的徒步鞋品牌，以独特的设计理念、精湛的工艺、卓越的性能，产品畅销全球155个国家和地区，成为全球徒步鞋领域的领航者。	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

近年来，公司业绩整体呈现增长态势。2024年，公司通过品牌定位调整、赛事营销、加大推广等举措，全方位提升品牌影响力和市场竞争力，推动业绩增长。公司2015年至2023年收入和归母净利润均稳步增长，2024年，公司剥离“时尚运动”板块的影响，公司营业收入为135.77亿元，经调整同比增长6.5%；归母净利润为12.38亿元，同比增长20.23%。赛事营销与市场策略方面的革新为企业业绩增长注入强劲动力，助力公司拓展消费群体、提升市场份额，为持续发展筑牢根基。

图1：2015-2024 年公司调整后营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：iFinD，公司公告，中国银河证券研究院（调整后营业收入为自2019年起剥离时尚板块业务后的收入）

图2：2015-2024 年公司归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：iFinD，公司公告

公司的发展可以分为以下三个阶段：

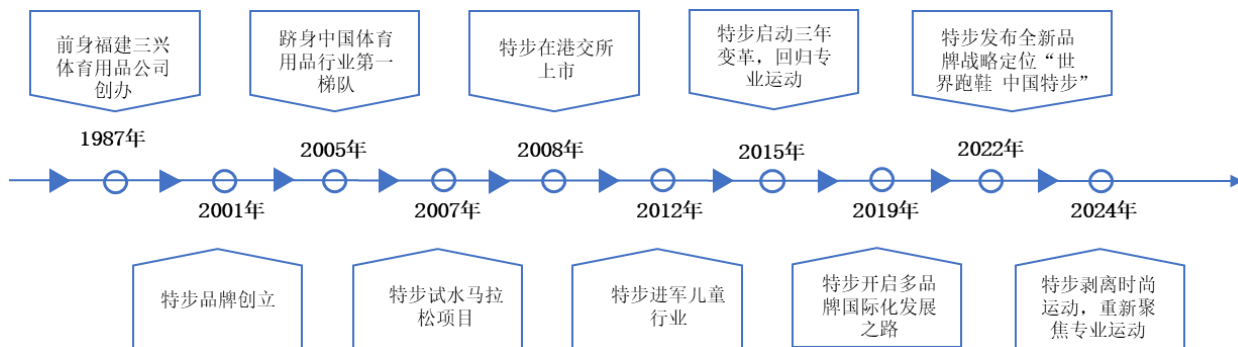
自主品牌快速扩张期（2001-2017 年）：2001 年“特步”品牌创立，定位大众时尚体育，首创“娱乐+体育”营销模式，通过签约谢霆锋等明星，打破体育品牌传统代言逻辑。借助北京奥运、港交所上市等机遇、店面迅速扩张，从 2005 年 739 家激增至 2011 年 7596 家，覆盖全国各省市；营业收入从 2005 年 3 亿元增长至 2011 年 55.4 亿元，营收高速增长。

2012 年起，中国体育服饰行业因前期门店扩张过快、供需失衡陷入库存危机，特步净利润连续三年下滑，从 2011 年 9.7 亿元下降至 2014 年的 4.8 亿元，净利润下降超 50%。公司主动开启去库存战略：关闭低效门店超 1500 家，通过批发折扣率的提升与分销商库存共担，存货周转天数从 2012 年 69 天降至 2016 年 50 天；同时收缩产品线，聚焦核心品类。2014 年起订单量逐步回暖，营收同比转正，标志着公司初步度过危机。2015 年起公司聚焦跑步运动，建立运动科学与工程实验室、深耕马拉松赛事，提出“3+”战略，即产品+、体育+、互联网+，向功能型体育用品转变。

消费升级多品牌发展阶段（2018-2023 年）：2018 年，公司营收/归母净利润同比增长 24.8%/60.9%，标志着转型成效显著。2019 年，公司与 Wolverine 成立合资公司运营索康尼、迈乐大中华区业务，同年收购盖世威、帕拉丁两个“时尚运动”品牌，形成“大众运动+时尚运动+专业运动”多元化品牌矩阵，公司营收再次进入快速增长期，但时尚运动品牌表现不佳，业绩持续亏损。

剥离时尚板块，聚焦大众和专业运动，聚焦 DTC 渠道（2024 年-至今）：2024 年公司剥离时尚运动板块盖世威及帕拉丁业务，深耕“大众运动+专业运动”品牌战略，以跑步赛道为核心推进增长与运营优化，通过资源重分配强化核心业务竞争力。同时，公司开启 DTC 转型，通过优化渠道结构与数字化转型，关小店、开大店、提升门店形象等提高运营效率，电子商务也实现约 20% 增长，专业运动品牌索康尼亦取得快速增长。

图3：公司发展历程

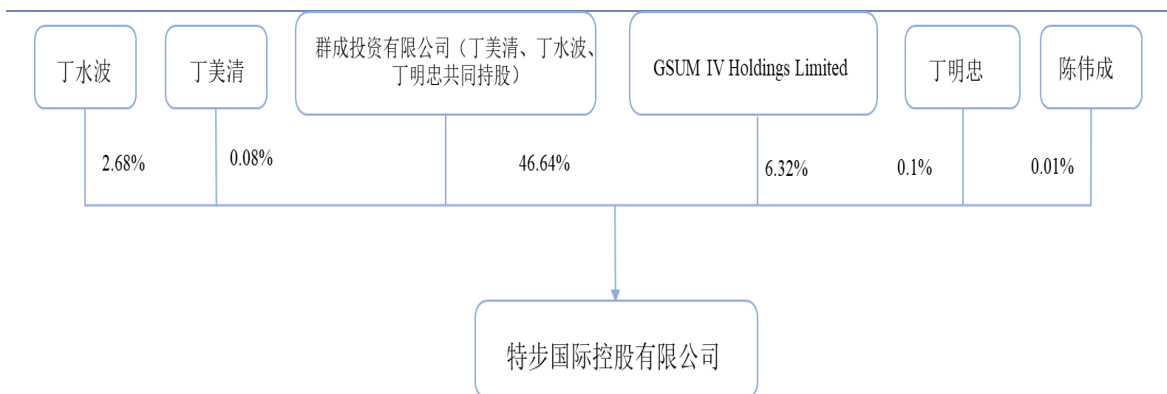


资料来源：公司公告，公司官网，iFinD，中国银河证券研究院

（二）公司股权结构稳定，管理团队专业

公司股权集中度高且结构稳定。截至2024年底，创始人丁水波及其胞弟丁明忠、胞妹丁美清通过家族信托持有公司46.64%的股份，此外丁水波直接持股2.68%，丁明忠直接持股0.1%，丁美清直接持股0.08%，丁氏家族合计持有49.5%的股份，为公司实际控制人。通过家族信托与直接持股的双重模式，丁水波家族对公司决策拥有绝对话语权，在战略制定、品牌拓展、业务转型等关键事务上能够高效推进。

图4：公司股权结构



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

公司管理层团队呈现家族主导与专业协同的良好格局。公司管理层以丁氏家族为核心，创始人丁水波任董事长兼行政总裁，以30余年行业积淀精准把握战略方向，引领多品牌与国际化布局；胞妹丁美清任执行董事兼副总裁，深耕鞋履业务超15年，凭借对消费趋势的敏锐洞察，带领设计团队打造年轻化产品矩阵；胞弟丁明忠任执行董事兼副总裁，擅长多品牌运营与资源整合，分管配饰业务及附属公司发展。杨鹭彬任执行董事兼副总裁，以资深财务背景支撑多品牌扩张中的资金统筹与风险管控；蒋鑫桥任公司秘书，依托国际会计事务所经验规范公司治理；家族二代丁利智2025年任首席财务官，以国际化视野推动财务数字化转型与年轻化营销创新，管理层既以家族传承保障战略连贯性，又借专业人才补位实现治理升级，合力驱动公司在体育用品赛道持续突破。

表2：公司核心管理层概况

姓名	个人介绍	职务	任职日期
丁水波	1971 年生，硕士研究生学历，特步国际控股有限公司创办人、主席、可持续发展委员会委员、提名委员会主席兼行政总裁。	董事长兼行政总裁	2007-04-10
丁美清	1973 年生，特步国际控股有限公司执行董事、可持续发展委员会委员、薪酬委员会委员兼公司副总裁。	董事局副主席兼副总裁	2008-01-24
丁明忠	1977 年生，特步国际控股有限公司执行董事兼公司副总裁。1999 年加盟集团，现时出任集团多家附属公司的副总经理及副总裁。	执行董事兼副总裁	2008-01-24
杨鹭彬	1977 年生，本科学历，2010 年 9 月加盟集团并担任集团财务总监，于 2017 年 9 月晋升为首席财务官，其在审计、公司财务及财务管理行业拥有超过 20 年经验。曾任职于大成食品有限公司高级财务经理，一家国际核数师事务所。2025 年 3 月 18 日起担任特步国际控股有限公司执行董事。	执行董事	2025-03-18
蒋鑫桥	1988 年生，本科学历，曾任职于一家国际会计师事务所；于 2019 年加入集团担任集团财务总监；2024 年 6 月 28 日起担任特步国际控股有限公司公司秘书。	公司秘书	2024-06-28
丁利智	1993 年生，本科学历，2017 年加盟集团，2024 年，担任集团副总裁，分管财务系统；2025 年 03 月 18 日起担任特步国际控股有限公司首席财务官。	首席财务官兼副总裁	2025-03-18

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

公司分红保持长期稳健且逐步优化的特点。稳健的业绩增长以及持续提升的盈利水平，自公司上市以来，特步国际积极回报股东，一直保持着不低于 50%的高派息比率，累计派息 82.61 亿人民币。2024 年，公司全年分红比例为 137.30%，超过历史最高水平。公司稳健且较高分红水平巩固了股东对公司长期发展的信心，吸引长期投资者的关注。

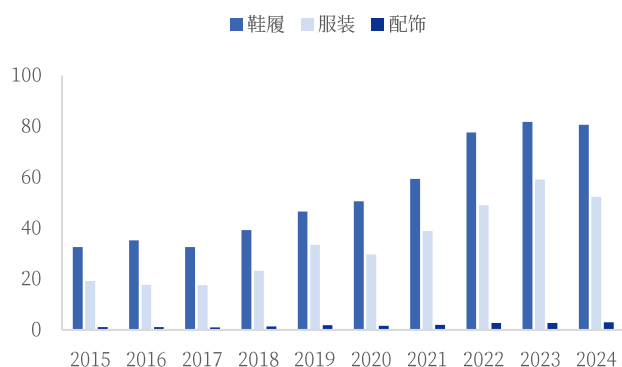
表3：2015-2024 公司分红率

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
分红率	60.04%	60.27%	103.31%	62.07%	62.03%	60.42%	59.63%	50.09%	50.84%	137.30%

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

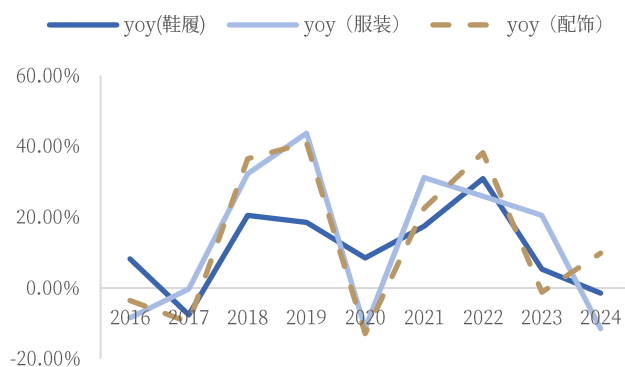
从业务分类上来看，鞋履产品为公司主要业务。2024 年鞋履/服装/配饰业务营收分别为 80.54/52.26/2.97 亿元，占比分别为 59.3%/38.3%/2.2%。2016-2024 年各业务收入呈现波动态势。其中，鞋履营业收入呈现整体上升的态势，2022 年鞋履营收实现 77.6 亿元，同比增速高达 30.9%，2023、2024 年鞋履营收平稳，均在 80 亿以上。

图5：2015-2024 公司分业务营业收入（单位：亿元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图6：2016-2024 公司分业务营业收入增速



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（三）公司财务状况分析

主品牌收入稳健增长，专业运动品牌接力。2019年到2024年，公司主营业务收入由81.83亿元增长到135.77亿元，整体保持增长态势。2024年战略性剥离出售帕拉丁及盖世威所在的时尚运动分部后，经调整的营业收入实际同比增长6.5%。2021年，公司整体营收首次突破百亿，为100.13亿元。公司大众运动作为主要板块，销售业绩总体保持稳定增长态势，2024年实现销售收入123.27亿元，占集团总收入的90.8%，同比增长3.2%。以索康尼品牌为主的专业运动板块增长势头正盛，2024年实现营收12.5亿元，同比增长57.2%，成为公司第二增长曲线。

表4：2019-2024 公司分品牌营业收入及增速（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
总营收	81.83	81.72	100.13	129.30	143.46	135.77
其中：大众运动	77.07	71.01	88.41	111.28	119.47	123.27
yoy	20.7%	-7.9%	24.5%	25.9%	7.4%	3.2%
占比	94.2%	86.9%	88.3%	86.1%	83.8%	90.8%
其中：专业运动	0.10	0.72	2.01	4.00	7.96	12.50
yoy	-	608.6%	180.2%	99.0%	98.9%	57.2%
占比	0.1%	0.9%	2.0%	3.1%	5.5%	9.2%
其中：时尚运动	4.57	0.10	9.71	14.03	16.03	-
yoy	-	114.4%	-2.8%	44.4%	14.3%	-
占比	5.7%	12.2%	9.7%	10.8%	11.2%	-

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

公司毛利率呈现稳健向上。2020年到2024年，公司毛利率从39.14%提升至43.20%，一方面公司对于特步主品牌严控折扣，另一方面公司收购的盖世威、帕拉丁所在的时尚运动板块定位中高端市场，产品毛利率高于主品牌，且2019-2023年收入占比不断加大，拉动公司毛利率整体提升。2024年公司收购专业运动品牌索康尼中国全部权益使得毛利率提升明显，同比提高1.03pct至

43.20%。

表5：2019 年-2024 年毛利率及分部毛利率表现

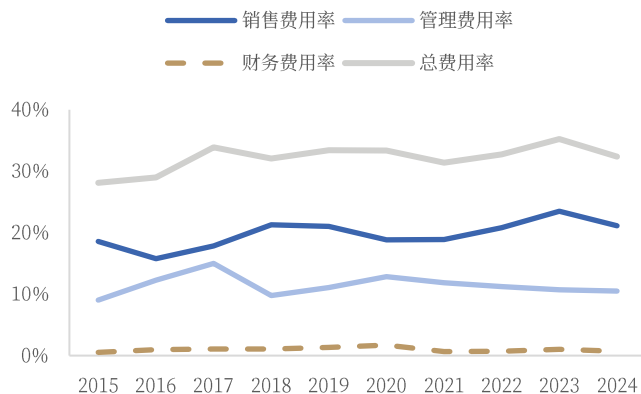
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
毛利率	43.39%	39.14%	41.72%	40.92%	42.17%	43.2%
其中：大众运动	43.8%	38.9%	41.4%	41.3%	42%	41.8%
其中：专业运动	43.2%	41.6%	40.3%	42.7%	40%	57.2%
其中：时尚运动	36.7%	40.7%	44.6%	37.6%	44.8%	/

资料来源：公司公告、iFind、中国银河证券研究院

公司 2015-2024 年的费用率呈现波动上升趋势，总费用率从 28.11% 增至 32.36%，主要因为公司加大对时尚运动和专业运动板块的推广，两者主要采取 DTC 渠道推广，因此销售费率逐年升高。随着公司剥离亏损的时尚运动板块，专业运动扭亏为盈且成长性显现，公司销售费用率未来有望得到较大改善。公司保持稳健经营的风格特点，管理费用率近年保持优化趋势。

存货周转优化，库存水平健康。公司存货周转天数呈现“先升后降”趋势，2020 年至 2022 年，存货周转天数自 73.15 天上升至 89 天，主要有两方面的原因。其一为公共卫生事件期间终端动销受阻，产品折扣力度加大，此外直营门店占比提升致使存货增加。2024 年公司期末存货周转天数为 79 天，同比下降 10 天。主要系主品牌特步终端折扣恢复，时尚运动板块业务剥离，表内库存有所下降。

图7：2015-2024 费用率变动情况



资料来源：iFinD，公司公告，中国银河证券研究院

图8：2015-2024 存货周转天数变动情况



资料来源：iFinD，公司公告，中国银河证券研究院

二、产品、渠道、电商多维发力，特步主品牌稳健增长

特步主品牌是中国领先的体育用品品牌之一，自 2001 年成立以来，一直以跑步领域为核心竞争力，致力于成为中国跑者首选品牌。特步品牌定位“专业、时尚、科技”，旨在为消费者提供专业品质的运动装备，同时满足他们对于时尚和科技的需求。2014-2024 年，特步品牌营收呈现持续增长的态势，复合增速达 9.95%。2021 年-2024 年毛利率整体保持稳定，基本在 41%左右。疫情期间受到行业竞争加剧影响以及品牌加大宣传力度，2022 年特步品牌经营利润率下降至 15.8%，之后维持在该水平。

表6：公司主品牌营业收入、增速、毛利率及经营利润率

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
收入（亿元）	47.8	53.0	54.0	51.1	63.8	77.1	71.0	88.4	111.3	119.5	123.3
yoy	10.0%	10.8%	1.9%	-5.2%	24.8%	20.7%	-7.9%	24.5%	25.9%	7.4%	3.2%
占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	94.2%	86.9%	88.3%	86.1%	83.3%	90.8%
毛利率	40.8%	42.2%	43.2%	43.9%	44.3%	43.8%	38.9%	41.4%	41.3%	42.0%	41.8%
经营利润率	16.9%	17.4%	17.0%	14.2%	16.4%	16.7%	15.6%	18.2%	15.8%	15.8%	15.9%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（一）持续研发及宣传，塑造品牌专业形象

特步主品牌覆盖客群多元化需求，提升品牌专业形象。特步产品线丰富，按照功能性划分，特步跑鞋可分为大众系列、专业系列与精英系列，涵盖不同级别跑者的需求。大众系列主要产品包括致轻、2000 公里、减震旋 11 等，价格在 299-499 元；专业系列主要产品包括“260X”系列、青云、特步 100、减震旋 10 PRO 等，价格在 599-799 元；精英系列主要产品有“160X”系列、骆吾等，价格在 999-2599 元。

精英系列跑鞋面向精英运动员、追求极致成绩的马拉松跑者。所有跑鞋均配备碳纤维板，其中，“160X”系列搭载全球首创“PISA”超临界发泡技术的“XTEP ACE”缓震科技，拥有世界顶级 T700 碳纤维异构版，为跑者提供强劲推进。此外，该系列运用大底 CPU 材料，耐磨性优质。截至 2024 年，“160X”系列跑鞋已助力 83 名中国运动员在知名跑步赛事中获得了近 370 个冠军。160X 系列的成功带动整体品牌知名度提升，公司“专业影响大众”的战略已见成效。

专业系列跑鞋面向有一定基础的跑步爱好者和进行系统训练的普通跑者。除减震旋 10 PRO 之外，其余跑鞋均配备碳纤维板。其中，“260X”系列是针对日常竞速训练设计的跑鞋，搭载全球首创“PISA”超临界发泡技术的“XTEP ACE”缓震科技和高强度 T400 碳纤维异构碳板及马拉松级 CPU 大底，具有良好的缓震性能和支撑性，能够帮助训练者更好地完成训练任务。减震旋系列使用特殊的中底回旋设计，后掌采用双层镂空结构设计，有效实现结构减震。

大众系列跑鞋性价比突出，面向运动中注重舒适感的入门级跑者。其中，360X 2.0 LITE 跑鞋配备了碳纤维板，适合初级跑者日常训练。2000 公里鞋款，满足日常慢跑、通勤等多场景需求。减震旋 11 运用减震科技，带来舒适脚感；致轻采用轻量化设计，降低初跑者负担，且适配亚洲人脚型。骠速、青云 LITE、行云等款式价格亲民，在保证基础性能的同时，以实惠价格让更多消费者能体验特步品质，是追求性价比大众跑者的优质选择。

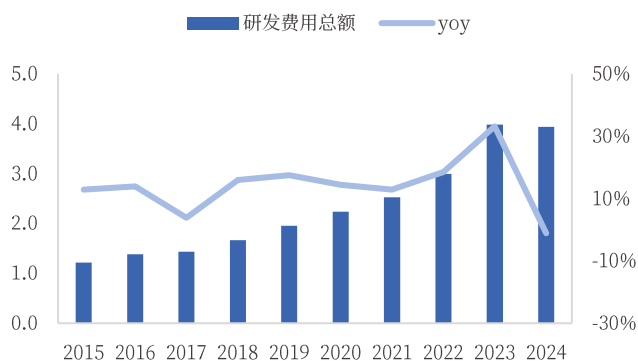
图9：全面的功能性系列产品

精英系列	專業系列	大眾系列
 160X MONXTER 人民幣2,599元	 260X 2.0 人民幣799元	 360X 2.0 LITE 人民幣499元
 160X 6.5 PRO 人民幣1,299元	 260X 人民幣799元	 2,000公里 人民幣499元
 160X 6.0 PRO 人民幣1,299元	 特步 100 2.5 PRO 人民幣799元	 减震旋 11 人民幣499元
 160X 3.0 PRO 人民幣1,299元	 减震旋 10 PRO 人民幣699元	 致輕 人民幣439元
 騾舌 PRO 人民幣1,099元	 360X 2.0 人民幣599元	 騾速 人民幣399元
 160X 6.5 人民幣999元	 360X 人民幣599元	 青雲 LITE 人民幣399元
 160X 6.0 人民幣999元	 青雲 人民幣599元	 行云 人民幣299元

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

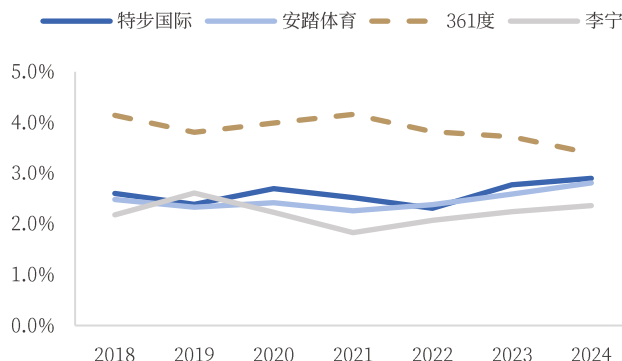
公司持续注重支持研发。自 2015 年起聚焦“跑步”品类，加速向专业运动品牌转型，显著增加研发投入以强化产品科技属性。从研发费用可以看到，公司的研发投入呈现稳步上升态势，复合增速达 13.96%，2024 年研发费用达 3.93 亿元。2015-2023 年，研发费用投入持续增长，2024 年受渠道改造、深度布局方面的影响，研发费用有所下降。多年来，特步的研发费用率保持在约 2.6% 的水平，持续稳定，公司的研发费用率处于行业中上游水平。

图10：公司近年研发费用（单位：亿元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图11：2018-2024 特步国际、安踏、361度、李宁研发占比



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

特步鞋履具备多类核心科技。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，为普通跑鞋开发减震旋、聚能弹、骊羽科技，并为入门跑者开发轻风科技、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，“XTEP-DRY”采用出众棉质面料，具有透气排汗、吸湿速干的功能，可保持干爽舒适，提升运动表现力；“XTEP-SHIELD”具备三防功能、抗菌抗异味、抗静电、防泼水、抗 UV 等多种功效，还有极地冰丝、冰感印花、冰感纤维、棉柔冰感等材料带来冰感舒适体验；“XTEP-ECO”采用欧洲木源莫代尔纤维、绿色有机棉、再生化纤以及可降解聚乳酸等环保纤维，兼具环保与舒适特性。公司持续升级产品科技属性，提高品牌专业跑鞋形象。

表7：特步鞋履科技

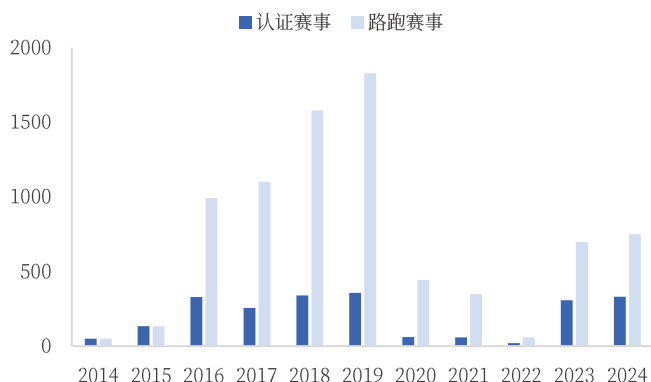
鞋履科技	功能
XTEP ACE 科技	搭载 PISA 超临界发泡技术，中底有高回弹、强缓震、轻量化等优异性能，有效减少运动损伤，提升运动表现
XTEP FIT 科技	根据脚型大数据调校鞋楦，贴合不同跑者足部设计，更适合国人脚型
XTEP POWER 科技	基于人体力学设计，适配不同运动需求，提供推进及稳定抗扭等功能，提升运动表现
减震旋科技	使用特殊的中空螺旋设计，有效实现结构减震的功能，后掌采用双层镂空结构设计，提升后掌受力形变空间和层次，达到良好的减震性能
聚能弹科技	全新研发复合发泡材料，兼具显著的柔软回弹性和良好的压缩耐久性能，实验表明相比普通材料，回弹性大幅提升，能量损失有效降低，创造出舒适柔软和动力回弹的双重运动体验
骊羽科技	采用特殊高分子材料，具有轻质、高耐磨性的特点，让跑者在运动中的每一步都能感受轻质回弹的迈步体验

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（二）赞助马拉松赛事夯实品牌基因

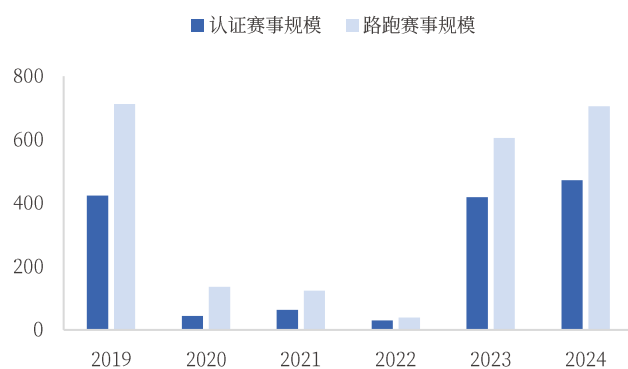
在全民健身理念的推动下，路跑运动在中国发展迅速，马拉松赛事呈现大众化、下沉化发展趋势。2014-2019 年，全国路跑赛事数量从 51 场激增至 1828 场，CAGR 达 124%；受疫情影响，2020-2022 年路跑赛事规模大幅缩减；2023-2024 年行业快速复苏，2024 年举办各级各类路跑赛事 749 场，参赛规模超 704 万人次，路跑运动的普及度和大众参与度进一步提升。这为运动鞋服市场，尤其是跑鞋市场带来新机遇。

图12：2014 年—2024 年路跑赛事场次（单位：场）



资料来源：2024 中国路跑赛事蓝皮书，中国银河证券研究院

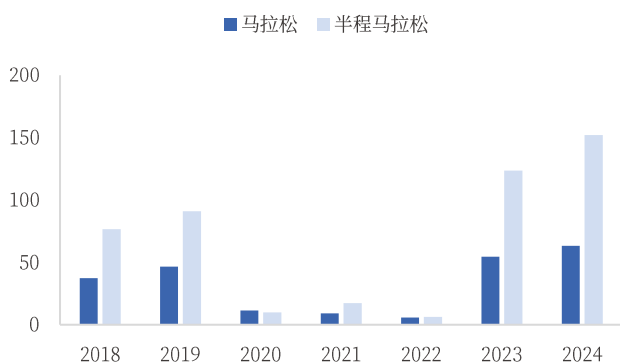
图13：2019 年—2024 年路跑赛事规模（单位：万人次）



资料来源：2024 中国路跑赛事蓝皮书，中国银河证券研究院

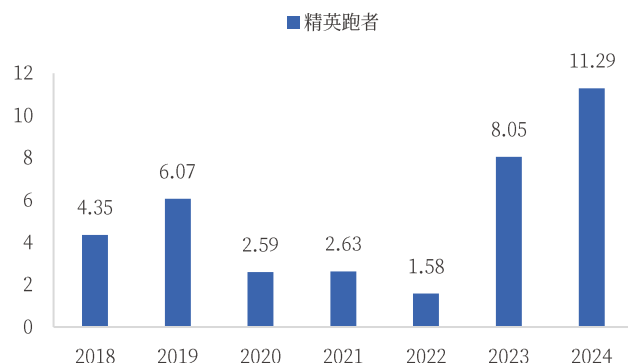
跑者专业化水平持续提升。中国田径协会认证赛事总完赛人次不断提升，2024 年实现 220.54 万人次，其中马拉松项目完赛人次达 63.32 万人次，较 2023 年增加 8.86 万人次。在破 3 跑者人数上，2023 年已超越 2019 年水平，2024 年破 3 马拉松选手达 18015 人，较 2023 年增加 6118 人。同时精英跑者的数量逐年增加，2024 年达 11.29 万人，较 2019 年顶峰水平增长 86%。可以看出，随着路跑运动的普及，越来越多跑者追求更高的竞技目标，推动了专业竞速跑鞋和其他装备的市场扩张。

图14：2018 年—2024 年中国认证赛事完赛人次（单位：万人次）



资料来源：2024 中国路跑赛事蓝皮书，中国银河证券研究院

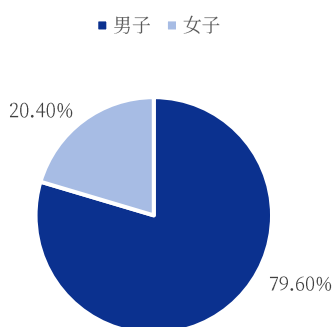
图15：2018 年—2024 年精英跑者数量（单位：万人）



资料来源：2024 中国路跑赛事蓝皮书，中国银河证券研究院

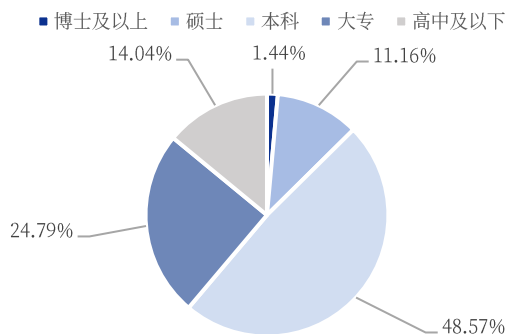
路跑运动的群体结构与赛事模式呈现多元化。从参与主体来看，女性跑者比例不断提升。2024 年完成马拉松项目的女性跑者占 20.4%，较 2023 年提升 0.84%。参赛主体学历层次丰富，其中本科参赛选手所占比例最高，2023 年达 48.57%。从年龄结构上来看，35-39 岁年龄组在马拉松完赛群体中占比最高，2024 年达到 32.7%。路跑赛事突破传统赛事模式，从单一的竞技模式逐渐延伸至多元化模式，社团跑团、校园马拉松、线上路跑等赛事活动不断增加。路跑运动的多元化发展扩大了受众范围，满足不同群体的参与需求，持续拉动各类场景下跑鞋产品的市场需求。

图16：2024 全国认证马拉松赛事完赛跑者性别比例



资料来源：2024 中国路跑赛事蓝皮书，中国银河证券研究院

图17：2023 年参赛跑者学历

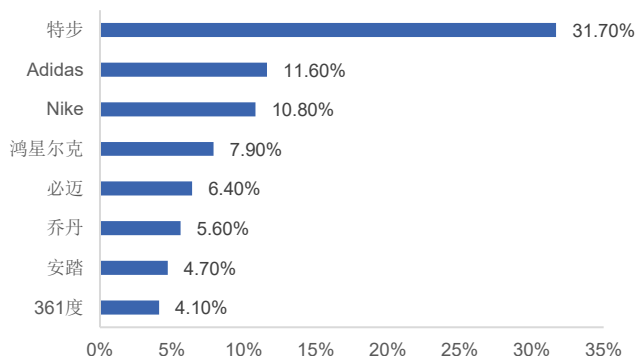


资料来源：2024 中国路跑赛事蓝皮书，中国银河证券研究院

未来，路跑赛事热潮将持续上升。从国内大型马拉松赛事的预约报名人数上来看，2024 年无锡马拉松参赛规模为 3.3 万人，但报名人数达 26 万人，较 2023 年增长 126%；2024 年武汉马拉松赛事规模扩大为 4 万人，但报名人数达 45.07 万人，中签率不足 10%；此外，国内马拉松赛事趋于国际化，2024 年北京马拉松吸引了来自 43 个国家和地区的长跑爱好者报名。随着路跑赛事的影响力的扩大，参与人群将持续增加，为跑鞋市场注入强劲的增长动力。

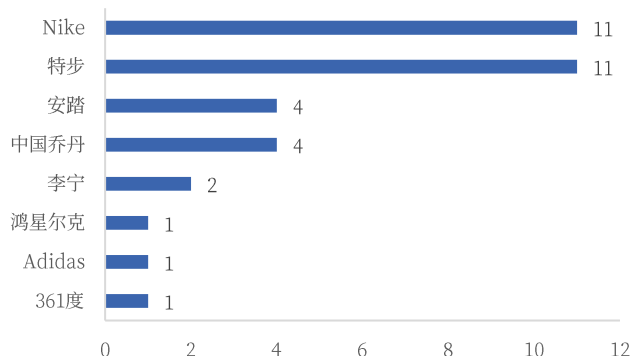
公司在跑鞋市场具备显著竞争力。公司自 2012 年成立“特跑族”，截至 2024 年底，社群已覆盖超 100 个城市、会员人数超 210 万。这一庞大的用户基础，彰显了特步在跑鞋领域深厚的用户粘性与品牌忠诚度。在产品方面，特步跑鞋定价范围广，覆盖各种运动场景下跑者需求；在鞋履科技方面，特步持续进行研发创新，在中底技术、鞋面材质等方面不断突破，为其持续深耕跑步细分市场并精准响应消费需求奠定了坚实基础。

图18：2024 国内马拉松破 3 跑鞋品牌穿著率



资料来源：2024 悦跑圈跑鞋大数据报告，中国银河证券研究院

图19：2024 国内六大马拉松赛事中国籍男女前三鞋款上榜次数



资料来源：2024 悦跑圈跑鞋大数据报告，中国银河证券研究院

在大型马拉松赛事跑鞋的渗透率上，特步跑鞋具有强劲专业市场竞争力。截至 2024 年，特步跑鞋的穿著率已连续三年位居中国男子马拉松及连续两年位居女子马拉松百强榜第一。2024 年国内六大马拉松赛事中，中国籍男女前三鞋款上榜次数排名上，特步 160X 系列上榜 11 次，位居第一；在全局和破 3 跑鞋穿著率中，特步跑鞋均位居第一，其中全局穿著率占比为 31.7%，较 2023 年提升 0.8%。特步通过持续的技术创新与精准的市场布局，已在专业跑鞋领域建立起显著的竞争优势，其产品性能与品牌影响力得到了精英跑者与大众群体的双重认可，成为推动中国路跑运动专业化发展的重要装备支撑。

表8：特步及索康尼在中国六个重点马拉松赛事的全局穿著率

马拉松赛事	特步	排名	索康尼	排名
2025 厦门	42.80%	1	9.40%	3
2024 成都	39.10%	1	8.50%	3
2024 无锡	32.60%	1	8.90%	3
2024 广州	31.70%	1	8.60%	3
2024 北京	30.40%	1	10.60%	3
2024 上海	22.40%	1	11.50%	3

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）渠道稳步拓展，线上渗透率提升

主品牌特步推进渠道优化，升级门店形象。为提升终端销售效率，特步采取“关小店、开大店”、整改门店形象等措施，2024 年特步净关闭 189 家成人门店与 119 家儿童门店。在门店形象方面，集团第九代门店采用宽敞的空间布局和视觉效果极佳的美学设计，融入先进科技，不仅提升客单价，亦提高门店店效。借助数字化手段与消费者互动，吸引年轻消费群体，提升品牌认知度和顾客忠诚

度。此外，公司通过签约王鹤棣等形象健康、具有运动元素的明星为代言人和赞助高端马拉松比赛和商学院活动，进一步提升品牌的吸引力。

表9：特步主品牌渠道变化

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
门店数量	6230	6379	6021	6151	6313	6571	6382
同比增减	230	149	-358	130	162	258	-189

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图20：特步第九代门店



资料来源：公司官方公众号，中国银河证券研究院

图21：特步代言人——王鹤棣



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

启动 DTC 战略，优化渠道布局。受到索康尼在零售网络管理方面取得卓越成果的启发，特步于 2025 年起启动 DTC 计划，加强直营业务，与顾客进行更深入及个性化的互动，增强品牌忠诚度，提高保留率。DTC 模式成熟后，品牌能更迅速地优化产品组合、调整营销战略并升级顾客体验，以此提升运营效率、推动品牌升级。展望未来，特步主品牌拟在现有经销模式基础上，逐步优化零售渠道结构，以实现及时精准的市场洞察，最终驱动业绩大幅增长。

（四）线上业务发展势头强劲

2020 年重塑零售格局，消费者行为加速向线上转型。特步把握电子商务发展机遇，进行战略重组和运营优化，提升线上销售规模和效率。公司完成线上供应链与线下业务深度整合，实现线上线下产品研发设计与质量管控标准统一。同时，公司拓宽线上销售渠道，增加新兴社交媒体电商平台和私域流量。特步线上零售的渗透率越来越高，2018 年，线上零售额占比约 20%，截至 2024 年，线上零售额占比超过 30%，增长比例超 10%，电子商务成为特步营收的重要来源之一。

电商渠道逐步多元化。从以天猫、京东、唯品会等传统电商平台为主，电商渠道扩展到抖音、小红书等新兴社交电商平台和微信小程序、微信社群等私域流量渠道，实现多平台协同发展。同时，特步把握直播电商在线上零售中的趋势，通过有效的全渠道营销提高线上销售。目前，特步线上消

费增长强劲，2024 年特步电商收入占比超 30%，在公司业务战略中占据重要位置。电商销售额同比增长约 20%，其中抖音、小红书等社交电商增速达 80%，成功吸引了更多追求互动式购物体验的消费者。

表10：2015-2024 年特步国际电商渠道占比

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
电商收入占比	超 20%	超 20%	约 25%	超 30%	—	—	超 30%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(五) 特步儿童聚焦青少年市场

2012 年“特步儿童”系列推出，特步进军童装行业，专注于 3-15 岁的儿童群体。2021 年，特步儿童启动大国少年品牌升级计划，以“特步儿童 运动专家 更懂运动成长”的品牌定位，聚焦运动场景深入洞察不同年龄段儿童的需求。以专业运动为核心，致力于为中国儿童的运动提供专业产品及专业的综合解决方案，助力大国少年成长。2018 年以来特步儿童门店数量显著增长，截至 2024 年底增至 1584 家。为优化渠道布局和提升运营效率，特步儿童采取“关小店、开大店”措施，2024 年门店数量较上年净关闭 119 家。

表11：特步儿童渠道变化

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
特步儿童门店	450	825	800	1179	1520	1703	1584
同比增减	200	375	-25	379	341	183	-119

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

特步儿童以专业运动为核心，加大功能科技的研发投入，为青少年提供专业运动产品。特步儿童联合清华大学、上海体育大学等顶尖机构，与清华大学合作搭建“儿童成长数据库”，与上海体育大学共建运动健康实验室，开展儿童运动健康研究，将科研成果转化为产品创新。特步儿童持续推出专为青少年设计的全新跑鞋“特步 100 2.5PRO”、“A+健康成长鞋”等，通过对鞋底、鞋楦的设计，满足不同年龄段儿童的健康需求，增强了品牌的市场竞争力。

通过赛事营销活动和社会责任项目，深化其在青少年市场中的品牌影响力和文化价值。公司连续举办 BDS 世界青少年街舞大赛，通过国际赛事营销吸引青少年关注；发起“骄阳计划”，推出儿童运动服装及校园运动系列，通过组织比赛、培训课程、公益等为儿童体育提供全方位支持，强化品牌形象，提升品牌认知度；此外，特步儿童开展“百万少年问天计划”等航天主题活动，通过“校园体育专业线”推动跳绳、田径等场景化产品渗透，强化品牌文化内涵与社会责任感。

图22: A+ 健康跑鞋



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图23: 特步 100 2.5PRO



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

三、索康尼成为新锐增长驱动力

(一) 索康尼增长势头迅猛, 已逐步成为国内高性能跑鞋知名品牌

公司分步收购索康尼国内所有权益, 打造差异化跑鞋品牌矩阵。2019年, 公司宣布与美国鞋业公司 Wolverine 签订合资协议, 各自出资 1.55 亿美元, 共计 3.1 亿美元。在中国内地、中国香港及中国澳门开展后者旗下索康尼 (Saucony) 和迈乐 (Merrell) 品牌鞋履、服装及配饰的发展、营销及分销业务。2023 年 12 月 17 日, 公司再次公告将与 Wolverine 就 Saucony Asia 的管理及营运订立成立合资公司的协议。2023 年 12 月收购索康尼 (Saucony Asia IP Holdco) 在中国 40% 的拥有权权益, 并于 2024 年 1 月收购 Wolverine 在 2019 年合资公司的剩余股权, 使合资公司成为公司的全资附属公司。支付的总代价为约 6100 万美元, 收购完成后, 用四年时间公司逐步取得索康尼及迈乐中国业务 100% 所有权。

图24: 公司收购索康尼时间线



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

索康尼在中国稳步扩张, 业绩连年实现成倍增长。公司取得索康尼中国分销权后, 集团专业运动分部含索康尼及迈乐 (以下简称索康尼) 收入持续增长。2020-2024 年索康尼收入从 0.72 亿元增

长至 12.50 亿元。2023、2024 年收入分别同比增长 98.90%、57.20%。利润端看，2023 年索康尼品牌首次实现营业利润为正，成为集团多品牌战略中首个盈利新品牌。2024 年，索康尼营业利润为 0.78 亿元，同比增长 829.50%，营业利润率为 6.30%，已逐渐成为公司的第二增长曲线。

索康尼品牌经营亮眼，品牌策略多角度协作。索康尼的亮眼业绩源于对产品品质和性能的坚持，令其在精英跑者中的知名度不断提升，索康尼在众多马拉松赛事中，穿着率排名第三。零售直营门店体验度、店员专业度，在社群媒体中获得广泛称赞。索康尼坚持 DTC——面向消费者战略，零售渠道、产品矩阵、市场营销多角度发力，签约彭于晏作为品牌代言人，设立概念店及城市体验店，全方位提升整体顾客体验。

表12: 专业运动分部销售收入（亿元）

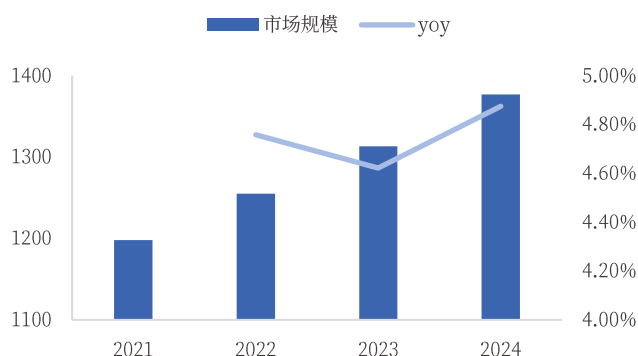
	2020	2021	2022	2023	2024
销售收入-中国	0.72	2.01	4.00	7.96	12.50
yoy	608.60%	180.20%	99.00%	98.90%	57.20%
占比	1.00%	2.22%	3.47%	6.24%	9.21%
营业利润	-0.3	-0.402	-0.196	0.084	0.782
yoy	/	/	/	/	829.50%
营业利润率	/	/	/	1.10%	6.30%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）户外运动市场兴起，高性能跑鞋赛道成为新风潮

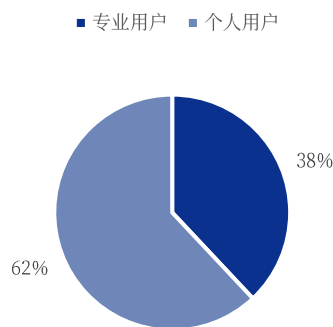
户外运动行业快速发展催化更多消费场景。2024 年全球户外休闲用品市场规模达 1377 亿美元。预计 2025 年至 2034 年将以超过 5.7%的复合年增长率增长。根据终端人群产品需求划分，休闲及户外用品市场可分为个人用户和专业用户两类。2024 年，个人用户细分市场约占总市场份额的 62%。随着徒步、露营、骑行等户外活动日益流行，借由户外亲近自然、释放压力越来越成为城市人群的休闲生活方式，为休闲及户外用品市场的持续增长注入强劲动力。户外运动行业持续快速发展，种类丰富的户外运动刺激更多消费场景出现。总体来看，全民健身在中国的普及率正在提高，人们更倾向于选择方便、易参与的健身方式。同时，健身用品行业也呈现出多样化的需求，特别是与普及率高的健身活动相关的用品。据天猫发布《2025 春夏户外运动趋势洞察白皮书》运动户外市场 TOP 圈层消费趋势中，跑步领域客单价双位数增长，专业跑步领域前景良好，市场有望进一步扩张。

图25：全球休闲及户外用品市场规模（单位：亿美元）



资料来源：Global Market Insights, 中国银河证券研究院

图26：休闲及户外市场规模终端用户比例（单位：%）



资料来源：Global Market Insights, 中国银河证券研究院

消费者健康意识不断强化，消费者对健康投资程度显著提升。跑步作为低门槛运动参与率不断上涨，马拉松赛事国内逐渐恢复至疫情前水平。跑者对待跑步的态度也从休闲运动向严肃训练转变，小红书等社媒平台“运动爱好者”标签受到广泛偏好，专业的高性能跑鞋成为代表标签之一。2024年特步跑鞋在马拉松赛事中穿着率位列第一，索康尼穿着率十分亮眼。

国内主要高性能跑鞋品牌增长趋势明显。对国内目前主要的高性能跑鞋品牌进行分析，以昂跑、HOKA 以及亚瑟士 Asics 作为可比品牌进行比对分析。2024 年，索康尼（中国区）/昂跑（亚太区）/Deckers（海外）/亚瑟士（大中华区）销售收入分别为 12.50/22.87/128.97/49.65 亿元（本文涉及汇率换算数据均以 2025 年 6 月 20 日中国人民银行汇率中间价换算）。2020 年-2025 年，索康尼在国内数据与另外三大海外可比品牌同行业扩张趋势保持一致，均有不同程度地增长。2024 年，索康尼收入同比增长 57.20%，昂跑亚太地区收入同比增长 84.41%，HOKA 母公司 Deckers 海外收入同比增长 26.32%，亚瑟士大中华区收入同比增长 29.48%。

昂跑全球收入扩张迅速，亚太地区权重不断提升。昂跑是瑞士跑鞋品牌，2019 年进入中国市场，产品定位为高端专业运动跑鞋。以专业运动为核心，致力于为跑者提供革新性的跑步体验，其产品在缓震、回弹、推进力等方面具有卓越性能，能满足专业运动员和运动爱好者的需求。自进入中国市场，昂跑业绩持续增长，这主要源于亚太市场的快速扩张。2024 年财报显示，昂跑亚太地区全品类销售收入 22.87 亿元，同比增长 84.44%，占品牌全球收入 11.22%。由于运动消费群体对专业性能和个性定制的追求，专业运动跑鞋品牌逐渐受到市场关注。2025 年第一季度，昂跑继续保持快速增长趋势，亚太地区销售收入 10.60 亿元，同比增长 130.15%，占总收入比重 16.60%，亚太市场的权重不断提升，预计其专业跑鞋销售业绩 2025 年在亚太市场将继续保持扩张态势。

表13：2020 年-2025 年 Q1 昂跑收入及结构（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
收入		63.68	107.41	157.5	203.75	63.86
yoy	59.22%	70.36%	68.67%	46.63%	29.37%	42.98%
其中：北美地区	18.29	35.99	18.29	102.14	130.1	38.44
yoy	86.20%	96.77%	-49.18%	458.45%	27.37%	32.71%

占比	48.93%	56.51%	17.03%	64.85%	63.85%	60.20%
欧洲、中东和非洲地区	17.07	23.94	35.45	42.95	50.78	14.82
yoy	41.24%	40.25%	48.08%	21.16%	18.23%	33.60%
占比	45.66%	37.59%	33.01%	27.27%	24.92%	23.20%
亚太地区	2.02	3.75	7.05	12.40	22.87	10.60
yoy	28.73%	85.64%	88.00%	75.89%	84.44%	130.15%
占比	5.41%	5.89%	6.56%	7.87%	11.22%	16.60%

资料来源：昂跑公司公告，中国银河证券研究院

昂跑中国直营门店正处于快速扩张阶段。昂跑于 2019 年底在上海开设第一家直营店，2024 年新增门店 17 家。截止 2024 年报，昂跑在中国共有 49 家直营门店，门店数量排名前五的主要城市为上海、北京、成都、南京、深圳等。昂跑在门店数量扩张上相对谨慎，着重打造单店质量和社群有效建设。

表14：昂跑门店分布示意（单位：家）

门店数量（家）			2025 年门店数前十名城市									
2022	2023	2024	上海	北京	成都	南京	深圳	西安	天津	广州	重庆	沈阳
18	32	49	8	7	5	2	2	2	2	2	1	1

资料来源：高德地图、昂跑官方小程序、昂跑公司公告，中国银河证券研究院

Deckers 全球收入稳定增长，HOKA 业绩亮眼为主要驱动。HOKA 在 2009 年诞生于法国，HOKA 专注专业运动赛道，通过赞助马拉松、山地跑等专业赛事，得到专业运动员的认可。HOKA 跑鞋品牌母公司 Deckers Brands 旗下包括 UGG、HOKA 等知名品牌。2012 年，HOKA 品牌被 UGG 的母公司 Deckers Brands 收购。2020-2025 年 Deckers 收入从 152.90 亿元增长至 357.44 亿元，期间 CAGR 为 48.96%。其中 HOKA 品牌 2020-2025 年收入从 40.96 亿元增长至 160.10 亿元，期间复合增速为 97.73%，是 Deckers 增长的主要驱动。

我们根据 Deckers 公司本土市场和海外市场收入占比来估算 HOKA 地区销售结构，估算 2024 年 HOKA 本土市场（北美）和海外市场收入分别为 102.34 亿元和 57.76 亿元，海外市场增长速度高于本土市场，收入占比从 2020 年 34.28%提升至 2024 年 36.08%。HOKA 于 2017 年进入中国市场，在中国市场布局专业赛道，强化品牌硬核运动属性。未来将在核心性能类别中进行创新，并探索服装领域的长期机会。

表15：2020-2024 年 Deckers 收入及销售结构（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024
Deckers 总收入	182.51	225.86	260.06	307.41	357.44
yoy	19.36%	23.75%	15.14%	18.21%	16.28%
其中：分地区					
Deckers 本土	126.29	155.42	175.76	205.31	228.47
yoy	25.67%	23.07%	13.09%	16.81%	11.28%
占比	69.20%	68.81%	67.58%	66.79%	63.92%

Deckers 海外	56.22	70.44	84.30	102.10	128.97
yoy	7.27%	25.30%	19.67%	21.12%	26.32%
占比	30.80%	31.19%	32.42%	33.21%	36.08%
其中：分品牌 UGG	123.11	142.10	138.31	160.53	181.49
yoy	12.91%	15.43%	-2.66%	16.06%	13.05%
占比	67.45%	62.91%	53.19%	52.22%	50.77%
HOKA	40.96	63.92	101.30	129.53	160.10
yoy	62.00%	56.08%	58.47%	27.87%	23.60%
占比	22.44%	28.30%	38.95%	42.14%	44.79%
其他品牌	18.45	19.84	20.44	17.34	15.86
yoy	-0.75%	7.56%	3.03%	-15.17%	-8.57%
占比	10.11%	8.79%	7.86%	5.64%	4.44%
HOKA 本土（估算）	28.34	43.99	68.46	86.51	102.33
占比	69.20%	68.81%	67.58%	66.79%	63.92%
HOKA 海外（估算）	12.62	19.94	32.84	43.02	57.77
占比	30.80%	31.19%	32.42%	33.21%	36.08%

资料来源：Deckers 公司公告，中国银河证券研究院（备注：HOKA 分地区收入按公司整体销售比例估算）

HOKA 中国门店多聚焦于高线城市。截至 2025 年 6 月，根据高德地图搜索显示，HOKA 在中国共有 87 家销售点。据 2024/25 财年年报披露数据显示，HOKA 直营门店共 42 家。HOKA 注重高线城市拥有高活跃度的中产消费群体，与昂跑选址定位类似。据赢商网大数据显示，HOKA 门店的选址也偏好中高端和高端购物中心，少量门店分布在新兴商圈和非商圈区域。2024 年新增门店 17 家，门店数量排名前五的主要城市为北京、上海、成都、深圳、杭州等。

表16: HOKA 门店分布示意（单位：家）

门店数量			门店数前十名城市									
2022	2023	2024	北京	上海	成都	深圳	杭州	苏州	重庆	石家庄	宁波	大连
18	26	42	11	10	8	5	5	3	3	2	2	1

资料来源：高德地图、HOKA 官方小程序、Deckers 公司公告，中国银河证券研究院

亚瑟士中国市场成熟，与日本本土共同驱动集团业绩增长。日本运动品牌 ASICS 亚瑟士是专注于专业运动领域，以科技创新为核心，主打高品质、高性能运动鞋服，同时兼顾时尚潮流与本土化需求的全球知名运动品牌。2024 年日本运动品牌 ASICS 集团销售额保持稳定增长，亚瑟士集团 2024 年实现收入 335.21 亿元，同比增长 18.94%。亚洲整体保持高增长，大中华区、东南亚地区及日本本土同比增长显著，是集团收入增长的主要来源。大中华区作为主要增长区域，大中华区销售收入为 49.65 亿元，同比增长 29.48%。2025 年一季度，亚瑟士总销售收入 102.90 亿元，同比增长 19.64%；其中大中华地区销售收入 14.33 亿元，同增 21.85%。

表17：2020-2024Q1 年亚瑟士收入及销售结构（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
收入	162.40	199.63	239.40	281.82	335.21	102.90
yoy	/	22.92%	19.92%	17.72%	18.94%	19.64%
其中：分地区						
日本	46.59	54.29	60.96	67.09	82.20	24.95
yoy	/	16.54%	12.28%	10.05%	22.53%	26.25%
占比	28.69%	27.20%	25.46%	23.81%	24.52%	24.24%
大中华区	20.30	25.94	30.82	38.35	49.65	14.33
yoy	4.31%	27.74%	18.84%	24.41%	29.48%	21.85%
占比	12.50%	12.99%	12.87%	13.61%	14.81%	13.92%
大洋洲	9.83	12.20	16.40	18.97	21.19	6.13
yoy	8.15%	24.12%	34.41%	15.66%	11.72%	6.90%
占比	6.05%	6.11%	6.85%	6.73%	6.32%	5.95%
东南亚	4.20	5.38	9.09	13.39	18.43	6.18
yoy	/	28.24%	68.81%	47.28%	37.64%	37.36%
占比	2.59%	2.70%	3.80%	4.75%	5.50%	6.00%
北美	32.26	42.54	52.02	56.61	66.69	19.32
yoy	/	31.85%	22.30%	8.83%	17.80%	18.48%
占比	19.86%	21.31%	21.73%	20.09%	19.90%	18.77%
欧洲	43.13	52.66	64.22	73.07	88.58	29.00
yoy	/	22.11%	21.95%	13.77%	21.23%	21.53%
占比	26.56%	26.38%	26.83%	25.93%	26.42%	28.18%
其他	28.20	3.10	43.60	49.80	44.80	6.37
yoy	57.25%	-89.01%	1306.45%	14.22%	-10.04%	1.57%
占比	17.36%	1.55%	18.21%	17.67%	13.36%	6.19%

资料来源：亚瑟士公司公告，中国银河证券研究院

大中华地区性能跑鞋市场持续扩张，本土化策略成为业绩亮点。中国市场已成为亚瑟士销售额第四大市场，也是增速最高的市场，前三大市场分别为欧洲、北美和日本本土。亚瑟士 ASICS 内部业务分为五大版块：性能跑鞋(P.RUN)、其他性能鞋类 CPS、运动时尚(SPS)、服饰与装备(APEQ)、鬼塚虎（OT）及其他鞋类。亚瑟士大中华区销售收入主要来源于性能跑鞋和鬼塚虎两大业务板块。性能跑步业务一直是亚瑟士的核心支柱。2024 年，性能跑鞋（P.RUN）板块销售收入 23.41 亿元，占比 47.2%，同比增长 18.58%。2024 年，继性能跑步业务后，鬼塚虎业务和运动时尚业务增长有力，成为另两大支柱业务，两项业务净销售额分别为 14.43 亿元和 6.20 亿，分别占大中华区销售的 29.10%和 12.50%。亚瑟在中国的增长得益于根据中国的需求生产和开发的产品，成立本土研发中心，积极推进线上线下融合的渠道发展战略。

表18：2020 年-2024 年亚瑟士大中华地区全品类收入结构（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024
收入-大中华区	20.30	25.94	30.82	38.35	49.65
性能跑鞋（P.RUN）	7.86	11.18	15.07	19.74	23.41
yoy	/	42.26%	34.85%	30.97%	18.58%
占比	38.70%	43.10%	48.90%	51.50%	47.20%

其他性能鞋类 (CPS)	0.81	1.17	1.85	2.65	3.12
yoy	/	43.70%	58.48%	43.01%	18.13%
占比	4.00%	4.50%	6.00%	6.90%	6.30%
服饰装备 (APEQ)	0.87	0.99	1.26	1.61	2.08
yoy	/	12.88%	28.24%	27.39%	29.38%
占比	4.30%	3.80%	4.10%	4.20%	4.20%
运动时尚 (SPS)	1.36	1.50	2.13	3.18	6.20
yoy	/	10.58%	41.40%	49.59%	94.85%
占比	6.70%	5.80%	6.90%	8.30%	12.50%
鬼冢虎 (OT.)	9.20	10.84	9.96	10.66	14.43
yoy	/	17.87%	-8.16%	7.03%	35.43%
占比	45.30%	41.80%	32.30%	27.80%	29.10%
其他 (other)	0.20	0.26	0.55	0.50	0.35
yoy	/	27.74%	113.94%	/	/
占比	1.00%	1.00%	1.80%	1.30%	0.70%

资料来源：亚瑟士公司公告，中国银河证券研究院

亚瑟士门店普及度高，门店注重大众化市场。亚瑟士 2007 年进入中国市场，根据高德地图显示，截至 2024 年 7 月，大中华区门店 320 家，其中内地门店数量 261 家，在北京和上海门店分布最密集，分别为 27 家、21 家。据赢商网大数据及品牌数读公众号统计，亚瑟士门店选址主要为中档购物中心，更关注大众化市场。亚瑟士正持续加速在大中华区的扩张，加大对跑步品类的投资也是 ASICS 集团未来战略的重要部分。

表19：亚瑟士门店分布示意（单位：家）

门店数量	门店数前十名城市									
320	北京	上海	成都	广州	成都	深圳	南京	杭州	合肥	苏州
	27	21	10	11	10	8	8	8	8	8

资料来源：高德地图、亚瑟士官方小程序、亚瑟士公司公告，中国银河证券研究院

国内高性能跑鞋品牌增长强劲，反映市场新趋势。2022 年后，国内市场具备较高知名度的高性能跑鞋品牌，近年来均实现了高于行业平均增速的增长。同时，也反映出高性能跑鞋背后的消费升级趋势，消费者对于高品质、专业性跑鞋的需求日益增长，推动着这一细分赛道的景气度持续提升。品牌对中国市场和消费者的精准洞察，强化品牌硬核运动属性，是抓住市场新趋势的有利条件。

索康尼规模体量较小，成长空间显著。对比其他高性能跑鞋品牌，索康尼在国内市场的规模体量相对较小。2024 年索康尼国内收入为 12.50 亿元，索康尼在门店拓展方面有一定的提升空间。2024 年索康尼销售收入同比增长 57.20%，保持强劲增长势头。当前在国内市场，索康尼已经成为马拉松资深&专业爱好者的主流品牌，品牌知名度已经铺开，且相较海外布局较早的成熟品牌，索康尼无论开店空间和单店营收都有较大的成长空间。

(三) 渠道高质量扩张，聚焦单店营收，围绕产品破圈。

索康尼受益于双位数同店增长和稳健的线上销售表现，作为多品牌战略下首个实现盈利的新品牌，2024 年保持强劲增长势头，收入破 12 亿元。索康尼品牌坚持 DTC 战略，全部销售来自于直营门店及电商渠道。在 DTC 门店渠道中，索康尼单店收入持续领跑。索康尼 2024 年单店扩店 35 家，同时实现店效的提升。索康尼的店铺选址主要聚焦于一线城市核心商圈，配备跑姿分析系统，超过一半。店员专业化程度高，能够为消费者提供准确产品定位和推荐。

看点一：跑鞋矩阵丰富，扩展服饰产品破圈

索康尼产品矩阵丰富，精准定位彰显产品差异化。索康尼的 PWRRUN PB 中底（超临界发泡）提供强势技术支撑。产品使用场景不断细化，索康尼覆盖竞速/训练场景不断提升品牌内部产品差异化、专业化，满足不同专业需求的场景产品线。

索康尼作为公司的专业运动品牌，产品矩阵丰富完备，鞋类产品从 690 元到 2090 元不等，满足竞速、日常跑、时尚通勤等多场景的需求，竞速运动场景下代表产品包括 Endorphin Speed 4（啡速 4）、Endorphin Pro 啡鹏 4，及 slay 系列可以实现长距离 10km 以上的进阶跑者需求；针对初跑者、慢跑者公司提供 Triumph 胜利系列、火鸟系列及 Guide 系列满足不同预算的慢跑者需求。除了专业竞速领域，索康尼还提供时尚休闲类别的鞋类单品，包括 2K prm 电子表复古跑鞋、BULLET CT 德训鞋及 SHADOW 6000。针对不同场景，产品搭配多种核心技术，包括 PWRRUN HG、尼龙高弹发泡材质及 PW/RVIZI 等，品牌致力在专业跑步领域打造差异化和专业化的丰富产品矩阵。特步通过 Centric PLM 打造以产品为核心的研发和供应链协同平台，把自身拥有的技术、流程和资源引入给索康尼，为中国消费者量身定制专属的优质产品系列，持续提升产品核心竞争力。

表20：索康尼品牌主要产品

类别	产品	产品说明	价格	产品图示
专业竞速	Endorphin 系列 Endorphin Speed 4（啡速 4）	将上层中底为 PWRRUN，搭配 EVA&TPU 超临界发泡鞋垫，S 型专业尼龙板，10km 以上/专业马拉松，430-630 的进阶跑者和大众跑者使用。	1390 元	
	Endorphin PRO 啡鹏 4	将上层中底升级为 PWRRUN HG，搭配 EVA&TPU 超临界发泡鞋垫，全掌铲型碳板搭配，长距离跑/专业竞速，配速 400 以内的前掌精英跑者。	1690 元-2090 元	
	Triumph 胜利 22	中底 PWRRUN HG，10mm 友好坡差，单次 10KM 以上，530-730 进阶跑者 LSD 训练、初跑者慢跑，长距离慢跑训练。	1290 元-1390 元	
	KINVAR A 系列	竞速跑鞋，3/4 碳板大众跑者友好，PWRRUN HG 中底，长距离跑/比赛竞速。	690 元-1390 元	

	SURGE 澎湃系列	PWRRUN+内底搭配 PWRVIZI 的中底组合，出色的缓震与回弹性能，造就澎湃系列专属脚感，日常 10KM 左右慢跑/通勤穿搭皆可，中考体育训练适用。	850 元-999 元	
	slay 系列	高回弹，PW/RVIZ，EVA+，尼龙高弹发泡材质，专业马拉松。	990 元	
	GUIDE 系列	缓震，慢跑训练，PWRRUN 缓震中底。	949 元-999 元	
	火鸟系列	缓震，PW/RVIZI，外底加宽，高弹 EVA 中短距离跑：单次 3-10km/慢跑训练。	790 元	
OG 经典	2K prm 电子表复古跑鞋	休闲复古，千禧风复古跑鞋	590 元	
	BULLET CT 德训鞋	复古休闲，80 年代德训风	590 元	
	SHADOW 6000	厚 EVA 中底提供舒适缓震脚感，满足多场景穿着需求	690 元-1099 元	

资料来源：索康尼天猫旗舰店，中国银河证券研究院

服饰领域积极布局，不断扩展服饰产品。公司在服装领域积极布局，2025 年首次推出春夏生活方式服装系列，巧妙结合复古运动风格与户外机能感的设计，尝试重新定义运动与生活的多元风格。服饰产品线以跑步文化为根基重构都市生活边界，这是索康尼在运动领域的又一次尝试。

看点二：专业领域营销，打造高性能品牌形象

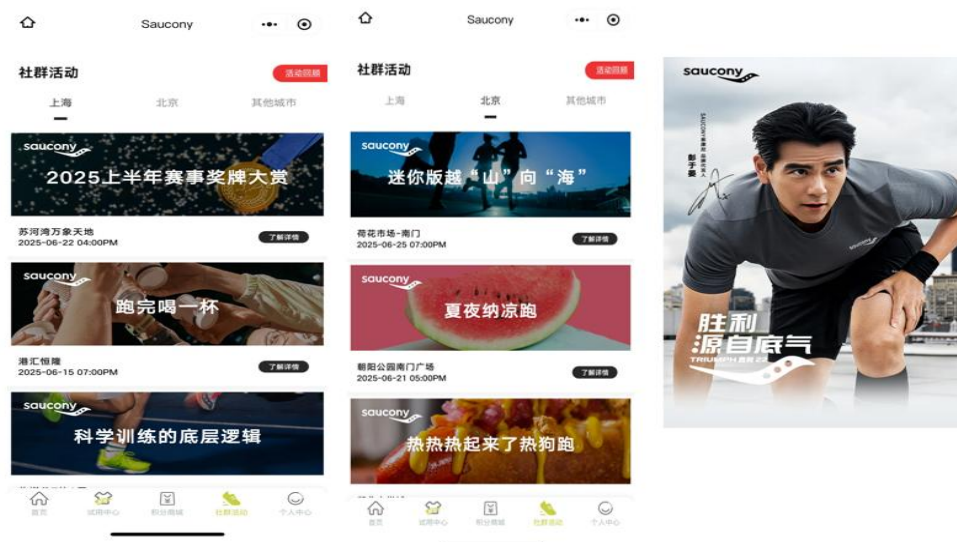
索康尼和特步主品牌细分市场互补。索康尼强调中高端定位，与特步主品牌的大众定位形成补充。2024 年索康尼在中国消费者中的品牌认知度显著增长，穿着率位居国内外马拉松赛事前三。通过赞助马拉松赛事，索康尼进一步巩固其在跑步领域的声誉。此外，索康尼持续开展品牌重塑，涵

盖零售渠道、产品矩阵及市场营销，包括在高端购物中心开设全新旗舰店及概念店，拓展服装及生活休闲产品系列，吸引更广泛受众，提升消费者体验。

通过多元营销模式构建品牌影响力。品牌活动上，索康尼围绕「Run for Good」的宗旨，索康尼先后发起「跑懂每座城」活动。发起“run as one”活动，借广告片和多渠道传播理念，辅以跑步俱乐部，打造城市限定跑鞋，结合咖啡店，进行跑团联动，“啡”跑不可等主题活动，采用多种社群营销的方式拉近与消费者的距离小红书“跑懂每座城”话题获得 161.6 万浏览量，4.2 万讨论度。

产品营销注重差异化。推出城市限定款融入地方文化，丰富产品矩阵并推出联名款。推出 LAMFO、设计师 Jae Tips 联名鞋款和羽绒服、慢跑裤、通勤裤等新品类的举措。明星代言方面，2024 年邀彭于晏代言，机场投放广告覆盖精英人群，提升品牌影响力。体育赛事营销持续发力，赞助越山向海赛事，支持戈壁挑战赛且成绩斐然。门店营销不断创新，开设特色门店，2025 年在上海打造城市漫游路线吸引潮流人士。

图27：索康尼社区营销及代言



资料来源：索康尼官方小程序、中国银河证券研究院

看点三：渠道高质量扩张，单店店效有望继续增长

渠道高质量扩张，门店数量稳定持续增长。2022 年 72 家门店，2023 年 110 家门店，2024 年 145 家门店，年均扩店 29 家。在省会城市均布局 1-2 家门店索康尼仍有继续扩张门店的发展空间，有望实现线下门店的进一步增长。索康尼门店已经覆盖了全国 47 个城市，主要在一线和二线城市省会城市布局，北京、上海、南京位列门店数量最多前三，分别开设了 26 家、14 家和 10 家门店。索康尼门店在华东地区的长三角区域分布尤其密集，上海、南京、杭州的门店数量都在前列，江苏的多个非省会城市，如徐州、常州、苏州、南通、无锡、镇江等城市均有门店布局，其次门店数量较多的城市均为省会城市。

表21：2024 年索康尼门店分布示意（单位：家）

门店数量	门店数前十名城市									
145	北京	上海	南京	杭州	西安	深圳	成都	沈阳	郑州	武汉
	26	14	10	9	7	7	6	6	6	5

资料来源：高德地图、索康尼官方小程序、特步国际公司公告，中国银河证券研究院

索康尼选址注重中高端业态商圈。索康尼品牌购物中心选址主要为中高端及中端购物中心，据赢商网大数据统计，有 42.6%位于中高端购物中心，有 35.6%选址位于中端购物中心。2025 年 1 月在北京三里屯、北京合生汇、上海港汇恒隆、杭州万象汇分别开出 Boutique Store 精品店和月球概念店。

图28：索康尼“月球”概念店门店场景



资料来源：公司官网、中国银河证券研究院

索康尼单店店效稳定增长，仍有成长空间。品牌全年销售额 12.50 亿元，全部为 DTC 直营销售，估算索康尼线上和线下占比约为 1:1，线下销售额为 6.25 亿元。2024 年大陆门店为 145 家，估算平均单店店效 431.14 万元。DTC（直接触达消费者）战略在索康尼的快速增长中起到至关重要的作用。对比来看，我们按照亚瑟士大中华区线上-线下 1:1 的销售结构进行粗算，得到亚瑟士线下销售收入约 24.82 亿元，通过高德地图软件统计，大中华区门店 320 家，由此估算单店店效约为 775.74 万元（以上测算为假设线上线下载比例 1:1，与实际经营情况存在误差）。索康尼无论单店收入还是门店数量均有较大的提升空间。

表22: DTC 渠道销售及单店店效情况 (单位: 亿元)

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
线下: 索康尼	1.01	2.00	3.98	6.25
门店数	44	72	110	145
单店收入 (万元)	228.41	277.78	361.59	431.14
线下: 亚瑟士大中华	12.97	15.41	19.17	24.82
门店数	/	/	/	320
单店收入 (万元)	/	/	/	775.74

资料来源: IFind, 特步国际、亚瑟士公司公告、中国银河证券研究院 (备注: 索康尼及亚瑟士线下收入及单店收入均为估算值, 与实际存在差异)

综合来看, 索康尼的单店店效、门店数量、销售收入均有成长空间。期待 2025 年索康尼稳住现有势头, 保持门店质量和营销特色的前提下, 带来亮眼表现。

四、盈利预测与估值分析

(一) 盈利预测

公司在完成剥离盖世威及帕拉丁业务后, 专注于推动增长和优化运营的战略转型, 重新调整战略, 聚焦跑步, 并有效分配资源。目前公司品牌包括大众运动特步主品牌及专业运动索康尼及迈乐, 其中主品牌特步聚焦跑鞋品类, 以“专业影响大众”战略巩固中国跑步第一品牌的市场地位。索康尼通过提供卓越性能和差异化的创新产品, 成功在细分市场脱颖而出, 在 2024 年突破 10 亿元的收入。公司 2024 年实现营业收入 135.77 亿元, 预计 2025/26/27 年营业收入分别为 144.42/156.02/167.67 亿元, 增速分别为+6.37%/+8.04%/+7.47%。以下为公司主营业务具体拆分与盈利预测:

1. 大众运动: 主品牌特步

作为公司核心品牌, 特步主品牌深耕大众运动市场, 聚焦跑鞋品类, 持续推进 DTC 战略, 2024 年实现 123.27 亿元收入, 占公司总收入的 90.79%。儿童品类和跑鞋品类增速较优, 尽管短期内面临消费修复节奏偏慢的压力, 但随着低效门店回收、电商业务深化以及新产品研发, 预计 2025/26/27 年营业收入分别为 127.99/135.48/143.02 亿元, 增速分别为+3.83%/+5.86%/+5.56%。

2. 专业运动: 索康尼及迈乐

公司持续加强索康尼及迈乐的专业运动品牌战略, 同时索康尼推出新旗舰店和概念店, 在今年再次保持强劲的增长势头, 收入突破人民币 10 亿元。在 2024 年, 专业运动分部收入同比增长 57.2% 至人民币 12.50 亿元, 占公司总收入的 9.2%。作为公司长期可持续发展的增长动力, 专业运动板块有望成为公司第二增长曲线。

表23：公司收入拆分表（单位：亿元）

	2024	2025E	2026E	2027E
收入	135.77	144.42	156.02	167.67
yoy	6.54%	6.37%	8.04%	7.47%
特步主品牌系列	123.27	127.99	135.48	143.02
yoy	3.18%	3.83%	5.86%	5.56%
专业运动系列	12.50	16.43	20.54	24.65
yoy	57.17%	31.38%	25.03%	20.01%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

毛利率：公司通过持续推进 DTC 战略，控制索康尼线上产品折扣等多种措施推动公司毛利率上升，2024 年公司综合毛利率为 43.2%，较 2023 年提升 1 个百分点。索康尼有效管控线上品类，DTC 战略深化，公司毛利率仍具进一步提升空间。预计 2025-2027 年毛利率将提升至 44.12%/44.51%/44.48%。

费用率：公司 2015-2024 年的费用率呈现波动上升趋势，总费用率从 28.11%增至 32.36%，主要因为公司加大对时尚运动和专业运动板块的推广。随着公司剥离亏损的时尚运动板块，专业运动扭亏为盈且成长性显现，公司销售费用率未来有望得到较大改善。预计 2025-2027 年销售费用率为 22.30%/22.10%/21.50%，管理费用率为 10.80%/10.71%/10.51%。

综合以上，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 13.64/15.26/17.14 亿元，同比增长 10.16%/+11.88%/+12.32%，EPS 分别为 0.49/0.55/0.62 元。

（二）相对估值

选取李宁、安踏体育、361 度等业务相近标的进行比较。采用 2025 年 8 月 1 日收盘价，2025/26/27 年 EPS 分别为 0.49/0.55/0.62 元，PE 估值分别为 10.44/9.33/8.31 倍。相对国内品牌，公司在跑鞋品类方面竞争优势突出，考虑到公司聚焦新产品研发，推进实施 DTC 战略，随着索康尼继续扩大业务规模，其利润增长空间有望进一步拓展。综合来看，我们认为公司凭借主品牌跑鞋品类优势和索康尼带来的第二增长曲线，未来在全球体育市场竞争中有望不断提升份额，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表24：可比公司对应估值数据（截至 2025 年 8 月 1 日）

股票代码	股票名称	收盘价	EPS（元）			PE（x）		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
1368.HK	特步国际	5.62HKD	0.49	0.55	0.62	10.44	9.33	8.31
2020.HK	安踏体育	89.6HKD	4.82	5.36	5.84	16.93	15.23	13.97
2331.HK	李宁*	16.36HKD	0.97	1.07	1.18	15.36	13.93	12.63
1361.HK	361 度*	6.26HKD	0.62	0.7	0.79	9.20	8.15	7.22
均值						12.98	11.66	10.53

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院（注：*表示采用 iFinD 一致预期，港股公司 PE 进行计算时收盘价根据 2025 年 8 月 1 日中国银行外汇牌价公布的 100 港币=91.08 人民币汇率进行换算后得到）

（三）绝对估值

采用 FCFF 法分增长期（2025-2027 年）、过渡期（2028-2032 年）、永续增长期（2032 年及

以后)三阶段对公司进行绝对估值,主要参数设定及依据如下表所示。以2025年8月1日公司最新股本为基准,按照该天人民币兑港币汇率计算(0.9108:1),在加权平均资本成本(WACC)为6.15%、永续增长率(g)为2%时,公司合理每股价值为7.96港元。在加权平均资本成本(WACC)为6.15%-6.77%、永续增长率(g)在1.82%-2.20%的情况下,公司合理每股价值区间为6.46-8.30港元。

表25: FCFF 估值参数假设及说明

参数	假设数值	假设参数说明
无风险利率 Rf	1.70%	参考中国 10 年期国债收益率 6 个月平均值
市场预期收益率 Rm	8%	参考沪深 300 指数历史 20 年年化收益率
贝塔系数β	0.8874	参考公司历史贝塔系数
加权平均资本成本 WACC	6.15%	$WACC = K_d \cdot W_d(1-T) + K_e \cdot (1-W_d)$ 计算得到
过渡期增长率	3.5%	假设过渡期公司年均复合增长率 3.5%
永续增长率 g	2%	假设公司永续增长率 2%

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

表26: FCFF 估值敏感性分析

加权平均资本成本 (WACC)	永续增长率 (g)						
	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%
4.62%	10.83	11.32	11.91	12.66	13.60	14.84	16.53
5.09%	9.15	9.51	9.93	10.45	11.09	11.91	12.99
5.60%	7.76	8.01	8.32	8.68	9.13	9.69	10.40
6.15%	6.58	6.77	6.99	7.25	7.56	7.95	8.43
6.77%	5.59	5.72	5.88	6.07	6.29	6.56	6.89
7.45%	4.73	4.83	4.95	5.09	5.24	5.43	5.66
8.19%	4.01	4.08	4.16	4.26	4.38	4.51	4.67

资料来源: IfinD, 中国银河证券研究院

五、风险提示

1、**终端销售低于预期的风险**：若未来国内经济增长承压，消费意愿与消费能力复苏受阻，体育服饰作为可选消费将受到更为明显的影响。消费者预期收入下降，将有可能降低消费的频次，制约体育服饰市场的需求，进而影响公司的业绩。

2、**新品牌门店拓展不及预期的风险**：新品牌索康尼处于快速发展期，但若后续门店拓展不及预期或门店经营不当可能会影响公司经营业绩表现。

3、**行业竞争加剧的风险**。当前跑步赛道正处于高景气周期，相关竞品也逐步加大在跑步领域的产品布局，导致行业竞争压力逐渐加大，如若公司产品无法保持核心竞争力，将会受到来自多类竞品的竞争，从而影响公司产品销售。

图表目录

图 1: 2015-2024 年公司调整后营业收入及增速（单位：亿元）	4
图 2: 2015-2024 年公司归母净利润及增速（单位：亿元）	4
图 3: 公司发展历程	5
图 4: 公司股权结构	5
图 5: 2015-2024 年公司分业务营业收入（单位：亿元）	7
图 6: 2016-2024 年公司分业务营业收入增速	7
图 7: 2015-2024 年费用率变动情况	8
图 8: 2015-2024 年存货周转天数变动情况	8
图 9: 全面的功能性系列产品	10
图 10: 公司近年研发费用（单位：亿元）	11
图 11: 2018-2024 年特步国际、安踏、361 度、李宁研发占比	11
图 12: 2014 年—2024 年路跑赛事场次（单位：场）	12
图 13: 2019 年—2024 年路跑赛事规模（单位：万人次）	12
图 14: 2018 年—2024 年中国认证赛事完赛人次（单位：万人次）	12
图 15: 2018 年—2024 年精英跑者数量（单位：万人）	12
图 16: 2024 年全国认证马拉松赛事完赛跑者性别比例	13
图 17: 2023 年参赛跑者学历	13
图 18: 2024 年国内马拉松破 3 跑鞋品牌穿著率	14
图 19: 2024 年国内六大马拉松赛事中国籍男女前三鞋款上榜次数	14
图 20: 特步第九代门店	15
图 21: 特步代言人——王鹤棣	15
图 22: A+ 健康跑鞋	17
图 23: 特步 100 2.5PRO	17
图 24: 公司收购索康尼时间线	17
图 25: 全球休闲及户外用品市场规模（单位：亿美元）	19
图 26: 休闲及户外市场规模终端用户比例（单位：%）	19
图 27: 索康尼社区营销及代言	26
图 28: 索康尼“月球”概念店门店场景	27
表 1: 公司代表产品	3
表 2: 公司核心管理层概况	6

表 3: 2015-2024 公司分红率.....	6
表 4: 2019-2024 公司分品牌营业收入及增速（单位：亿元）	7
表 5: 2019 年-2024 年毛利率及分部毛利率表现	8
表 6: 公司主品牌营业收入、增速、毛利率及经营利润率	9
表 7: 特步鞋履科技.....	11
表 8: 特步及索康尼在中国六个重点马拉松赛事的全局穿著率	14
表 9: 特步主品牌渠道变化	15
表 10: 2015-2024 年特步国际电商渠道占比	16
表 11: 特步儿童渠道变化.....	16
表 12: 专业运动分部销售收入（亿元）	18
表 13: 2020 年-2025 年 Q1 昂跑收入及结构（单位：亿元）	19
表 14: 昂跑门店分布示意（单位：家）	20
表 15: 2020-2024 年 Deckers 收入及销售结构（单位：亿元）	20
表 16: HOKA 门店分布示意（单位：家）	21
表 17: 2020-2024Q1 年亚瑟士收入及销售结构（单位：亿元）	22
表 18: 2020 年-2024 年亚瑟士大中华地区全品类收入结构（单位：亿元）	22
表 19: 亚瑟士门店分布示意（单位：家）	23
表 20: 索康尼品牌主要产品.....	24
表 21: 2024 年索康尼门店分布示意（单位：家）	27
表 22: DTC 渠道销售及单店店效情况（单位：亿元）	28
表 23: 公司收入拆分表（单位：亿元）	29
表 24: 可比公司对应估值数据（截至 2025 年 8 月 1 日）	29
表 25: FCFF 估值参数假设及说明	30
表 26: FCFF 估值敏感性分析	30

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,230	12,453	13,441	14,446
现金	3,569	4,332	4,681	5,030
应收账款及票据	5,011	5,015	5,418	5,822
存货	1,596	1,658	1,779	1,913
其他	1,054	1,448	1,564	1,681
非流动资产	4,738	4,817	4,675	4,472
固定资产	1,669	1,693	1,586	1,516
无形资产	766	639	511	383
其他	2,303	2,485	2,579	2,573
资产总计	15,968	17,270	18,117	18,918
流动负债	5,283	6,670	7,676	8,595
短期借款	1,161	2,035	2,693	3,241
应付账款及票据	2,195	2,563	2,749	2,956
其他	1,926	2,072	2,235	2,398
非流动负债	1,983	1,506	948	384
长期债务	1,724	1,247	689	125
其他	259	259	259	259
负债合计	7,266	8,176	8,625	8,979
股本	24	28	28	28
储备	8,679	8,698	8,698	8,698
归属母公司股东权益	8,703	9,094	9,492	9,939
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	8,703	9,094	9,492	9,939
负债和股东权益	15,968	17,270	18,117	18,918

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,228	1,493	1,320	1,523
净利润	1,238	1,364	1,526	1,714
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	380	305	312	323
营运资金变动及其他	-391	-176	-517	-515
投资活动现金流	651	-80	133	183
资本支出	541	200	150	100
其他	111	-280	-17	83
筹资活动现金流	-2,197	-649	-1,105	-1,356
短期借款	-211	873	658	548
长期借款	-428	-477	-558	-564
已付股利	-1,444	-996	-1,128	-1,267
其他筹资现金流	-114	-50	-77	-73
现金净增加额	-317	763	348	349

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,577	14,442	15,602	16,767
营业成本	7,712	8,070	8,657	9,308
销售费用	2,868	3,220	3,448	3,605
管理费用	1,428	1,560	1,671	1,762
财务费用	98	74	77	73
其他	-429	-425	-425	-425
除税前溢利	1,901	1,943	2,174	2,443
所得税	663	578	648	729
净利润	1,238	1,364	1,526	1,714
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,238	1,364	1,526	1,714
EBIT	1,999	2,016	2,251	2,517
EBITDA	2,379	2,321	2,563	2,840
EPS（元）	0.45	0.49	0.55	0.62

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	6.54%	6.37%	8.04%	7.47%
归属母公司净利润	20.23%	10.16%	11.88%	12.32%
获利能力				
毛利率	43.20%	44.12%	44.51%	44.48%
销售净利率	9.12%	9.45%	9.78%	10.22%
ROE	14.23%	15.00%	16.08%	17.25%
ROIC	8.70%	9.92%	11.13%	12.26%
偿债能力				
资产负债率	45.50%	47.34%	47.61%	47.46%
净负债比率	-7.87%	-11.56%	-13.69%	-16.75%
流动比率	2.13	1.87	1.75	1.68
速动比率	1.80	1.54	1.44	1.39
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.84	0.86	0.89
应收账款周转率	2.71	2.88	2.88	2.88
应付账款周转率	3.26	3.39	3.26	3.26
每股指标(元)				
每股收益	0.45	0.49	0.55	0.62
每股经营现金流	0.44	0.54	0.47	0.55
每股净资产	3.13	3.27	3.41	3.57
P/E	12.63	10.44	9.33	8.31
P/B	1.80	1.57	1.50	1.43
EV/EBITDA	1.19	1.17	1.08	0.94

资料来源：公司数据，中国银河证券研究

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服饰行业首席分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015 年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得 2019-2020 年机构投资者 II 评选纺织零售行业第三名，2021-2023 水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

艾菲拉·迪力木拉提，纺织服饰行业分析师。中国人民大学本科，2023 年 7 月加入中国银河证券研究院，从事纺织服饰行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn