

特步国际 (01368.HK)

专业跑步细分领域领头羊

竞争优势一：全领域运动鞋服集团，为集团中长期发展提供新的增长点。目前特步主品牌仍然是公司的主要收入来源，特步品牌定位大众，提供专业产品为主，2020年营收占比86.9%，新品牌中时尚运动系列（盖世威、帕拉丁）营收占比达到12.2%，专业运动系列（索康尼、迈乐）占比不到1%。短期来看，由于索康尼在专业跑步领域和主品牌的协同效应，其将是公司短期的主要拓展点，中长期随着市场培育和消费者运动意识的深化，迈乐、盖世威、帕拉丁将成为公司新的增长动力。

竞争优势二：主品牌回归专业跑步本质，同时革新潮流产品线。特步主品牌主打专业跑步（跑步产品占比超过30%），产品力和品牌力持续增强，2019年特步推出竞速160X，2021年4月举办的厦门马拉松中，完成时间在3小时以内的跑者中有51%穿着特步160X系列跑鞋。随着民族品牌意识的不断强化，特步主品牌专业马拉松的形象日渐鲜明，其在专业领域的市占率将迎来新的提升，2019年签约林书豪帮助公司拓展篮球系列。高毛利低价位的休闲系列一直以来是特步的主要盈利点，近些年消费者需求持续升级，品牌进一步强化旗下产品的潮流属性，2020年特步与嵩山少林寺以及动画电影《姜子牙》推出联名服装。

竞争优势三：线下“扁平化”、“类直营”+线上O2O提升效率。早期电商渠道主要以清理过季产品为主，2015年后专注于提供“线上特供产品”，2016联合独家总代理完善O2O运营模式，持续优化电商运营策略。线下打造“扁平化”分销渠道增强公司管控力，布置专门团队对门店形象、产品布局等进行“类直营”管理，着力提升店效。我们判断目前集团线上占比25%左右，线下占比70%+。未来门店数量增长的同时，单店运营效率提升有望使得主品牌收入维持中双位数增长。

竞争优势四：“体育”+“娱乐”双轨策略，全方位提升品牌力。2016-2019年，特步蝉联中国内地赞助最多马拉松赛事的体育品牌，2020年疫情期间公司创造性的举办线上跑步赛事，全年举办21场跑步赛事，其中包括9场线上赛事，合计吸引150万+参赛人员，同时特步持续同董国建、彭建华等专业马拉松运动员保持良好合作关系，为品牌专业形象背书。2018年“特不服”娱乐营销企划启动，将彰显品牌潮流态度、传播街头文化、贴近年轻消费者作为所有营销活动的出发点和立足点。

盈利预测：公司专注专业跑步领域，在细分行业具有领先优势，并且随着电商业务的持续优化和新收购品牌的不断扩张，我们预计公司2021E-2023E收入为96.12/112.26/131.41亿元，同比增长17.6/16.8/17.1%，归母净利润为6.86/8.04/9.67亿元，同比增长33.8/17.2/20.3%，现价6.25港币，对应21年PE为20.1倍，目标价10港币，对应21年PE为33倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：新品牌拓展不及预期，娱乐营销过度影响主品牌专业运动形象。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8,183	8,172	9,612	11,226	13,141
增长率 yoy (%)	28.2	-0.1	17.6	16.8	17.1
归母净利润（百万元）	728	513	686	804	967
增长率 yoy (%)	10.8	-29.5	33.8	17.2	20.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.28	0.20	0.26	0.31	0.37
净资产收益率 (%)	10.5	6.9	8.5	9.0	9.8
P/E (倍)	22.2	31.5	23.5	20.1	16.7
P/B (倍)	2.3	2.2	2.0	1.8	1.7

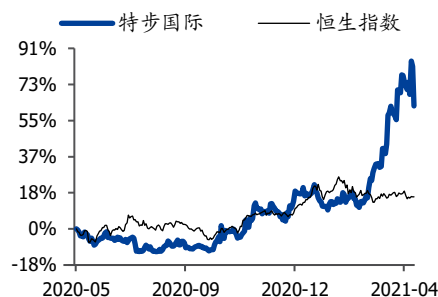
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年5月10日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	鞋类
5月10日收盘价(港元)	6.25
总市值(百万港元)	16,387.28
总股本(百万股)	2,621.97
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	22.65

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	9266	9027	8490	11175	11675
现金	2970	3472	3096	3685	4273
应收票据及应收账款	2910	3236	2867	4376	4103
其他应收款	763	838	764	1277	1112
预付账款	860	0	0	0	0
存货	1046	975	1255	1331	1681
其他流动资产	717	507	507	507	507
非流动资产	3057	3544	4588	5136	5802
长期投资	231	749	1039	1448	1807
固定资产	662	796	694	555	379
无形资产	2000	1926	2741	3017	3516
其他非流动资产	164	73	114	117	101
资产总计	12323	12572	13077	16311	17478
流动负债	3671	3334	3446	6168	6653
短期借款	1086	642	723	2785	3346
应付票据及应付账款	1420	1479	1309	1924	1840
其他流动负债	1165	1213	1415	1459	1467
非流动负债	1691	1939	1451	1171	901
长期借款	1269	1516	1212	909	606
其他非流动负债	423	423	239	262	295
负债合计	5362	5273	4897	7340	7554
少数股东权益	22	22	228	228	228
股本	1571	1653	1653	1653	1653
资本公积	5417	5665	6351	7155	8122
留存收益	6890	7223	7910	8713	9681
归属母公司股东权益	70	75	65	52	37
负债和股东权益	12323	12572	13077	16311	17478

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	778	320	959	-117	1621
净利润	728	513	676	791	952
折旧摊销	141	170	381	440	512
财务费用	111	117	33	89	150
投资损失	0	0	9	0	-5
营运资金变动	36	-320	-110	-1437	12
其他经营现金流	-237	-160	-30	0	0
投资活动现金流	-6140	252	-1404	-988	-1174
资本支出	-100	-532	-897	-113	-290
长期投资	106	328	-671	-849	-871
其他投资现金流	-6146	457	164	-26	-12
筹资活动现金流	1039	-380	69	1693	141
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	342	-160	-303	-303	-303
普通股增加	1187	31	206	0	0
资本公积增加	-436	-279	0	0	0
其他筹资现金流	-54	28	166	1997	444
现金净增加额	-4323	192	-376	588	589

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8183	8172	9612	11226	13141
营业成本	4632	4973	5575	6466	7530
其他经营费用	240	0	0	0	0
销售费用	1718	1537	2038	2369	2733
管理费用	711	1050	961	1100	1288
财务费用	111	117	33	89	150
利息收入	29	4	66	68	80
其他非经营性损益	90	97	30	0	0
投资净收益	-2	-17	-9	0	5
营业利润	887	611	1023	1199	1442
其他收益及亏损	235	151	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	1121	762	1023	1199	1442
所得税	390	257	348	408	490
净利润	731	505	676	791	952
少数股东损益	4	-8	-11	-13	-15
归属母公司净利润	728	513	686	804	967
EBITDA	1373	1048	1438	1728	2104
EPS (元)	0.28	0.20	0.26	0.31	0.37

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	28.2	-0.1	17.6	16.8	17.1
营业利润 (%)	6.1	-31.1	67.5	17.2	20.3
归属母公司净利润 (%)	10.8	-29.5	33.8	17.2	20.3
获利能力					
毛利率 (%)	43.4	39.1	42.0	42.4	42.7
净利率 (%)	8.9	6.3	7.1	7.2	7.4
ROE (%)	10.5	6.9	8.5	9.0	9.8
ROIC (%)	8.3	5.9	6.7	6.6	7.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.5	41.9	37.4	45.0	43.2
净负债比率 (%)	34.4	24.7	22.6	41.7	33.8
流动比率	2.5	2.7	2.5	1.8	1.8
速动比率	2.2	2.4	2.1	1.6	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	3.3	2.7	3.2	3.1	3.1
应付账款周转率	4.0	3.4	4.0	4.0	4.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.28	0.20	0.26	0.31	0.37
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.30	0.12	0.37	-0.04	0.62
每股净资产 (最新摊薄)	2.65	2.78	3.04	3.34	3.71
估值比率					
P/E	22.2	31.5	23.5	20.1	16.7
P/B	2.3	2.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	11.7	14.6	10.8	9.7	7.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 5 月 10 日收盘价

内容目录

1.公司概况	5
1.1 战略转型，打造多品牌集团	5
1.2 家族控股，股权结构稳定	7
2.运动鞋服行业概况	8
2.1 需求端：总体规模提升空间大，同时需求细化+细分运动兴起	8
2.2 供给端：市场集中度高，但细分领域存在空间	9
3.竞争优势	10
3.1 品牌布局：全领域运动鞋服集团，提供中长期新的增长点	10
3.1.1 顺应专业运动趋势，于内地/港澳经营 Merrell 和 Saucony	11
3.1.2 强化运动时尚布局，收购 K-Swiss 和 Palladium 全球业务	12
3.2 产品布局：主品牌回归专业跑步本质，同时革新潮流产品线	13
3.2.1 专业运动系列以跑步主打，强研发助推产品性能提升	13
3.2.2 革新潮流产品线，结合市场热点提升品牌时尚度	15
3.3 零售管理：线下“扁平化”、“类直营”+线上 O2O 提升效率	16
3.3.1 线下渠道为批发形式，管理层级实现“多层级”向“两级”转变	16
3.3.2 电商从“清库存”向“O2O+优质特供产品”转变	17
3.4 营销策略：“体育”+“娱乐”双轨策略，全方位提升品牌力	17
3.4.1 以体育为营销重点，致力成为中国跑者的首选品牌	17
3.4.2 提出“特不服”营销企划，进入娱乐营销新阶段	18
4.财务表现：未来盈利能力有望提升	19
4.1 过往毛利率同费用率双双走高，净利率持续下滑	19
4.2 运营指标同公司扩张节奏一致，现金流状况良好	21
5.盈利预测与投资建议	22
5.1 盈利预测	22
5.2 估值与投资建议	23
6.风险提示	24

图表目录

图表 1：特步国际成立以来大事件及市值变化	5
图表 2：2008-2020 年特步国际营收（百万元，%）	6
图表 3：2008-2020 年特步国际归母净利润（百万元，%）	6
图表 4：2019-2020 年特步国际收入拆分（亿元，%）	6
图表 5：2008-2020 年特步国际鞋类收入/占比/增速（百万元，%）	7
图表 6：2008-2020 年特步国际服装收入/占比/增速（百万元，%）	7
图表 7：特步国际股权结构图	7
图表 8：2007-2035 年我国经常参加体育锻炼人数占比（%）	8
图表 9：2007-2025 年中国/全球运动鞋服市场规模（百万美元，%）	8
图表 10：2018A-2020AFILA 品牌营收及占比（百万元，%）	9
图表 11：阿迪达斯 Yeezy Boost 350 V2 鞋款	9
图表 12：2011-2017 年我国健身规模（万人）	9
图表 13：2014-2019 年我国马拉松参赛人数（万人）	9
图表 14：2011-2020 年运动鞋服公司市场份额（%）	10

图表 15: 2011-2020 年运动鞋服公司市场份额 (%)	10
图表 16: 2011-2020 年运动鞋服品牌市场份额 (%)	10
图表 17: 特步集团品牌矩阵	11
图表 18: 特步集团品牌矩阵	11
图表 19: 索康尼天猫旗舰店 2020 年 11 月男子跑鞋 SKU 数量及销量 (个)	11
图表 20: 索康尼啡鹏跑鞋	11
图表 21: 迈乐天猫旗舰店 2020 年 11 月男子户外鞋 SKU 数量及销量 (个)	12
图表 22: 迈乐产品科技矩阵	12
图表 23: 2017-2018 年 E-Land Footwear USA Holdings Inc. 收入比重 (%)	12
图表 24: 2017-2018 年 E-Land Footwear USA Holdings Inc. 财务表现 (百万美元)	12
图表 25: 帕拉丁天猫旗舰店 2020 年 11 月男鞋 SKU 数量及销量 (个)	13
图表 26: 帕拉丁门店	13
图表 27: 特步品牌男子跑鞋价格分布 (个)	14
图表 28: 特步/安踏/李宁品牌男子鞋类 SKU 数量 (个)	14
图表 29: 2015-2020 年特步国际研发费用和研发费用率 (百万元, %)	14
图表 30: 特步跑步科学实验室	14
图表 31: 特步跑鞋科技矩阵	15
图表 32: 2017-2020 年潮流产品线发展大事件	16
图表 33: 2008-2020 年特步品牌门店数量 (家)	16
图表 34: 中国内地长沙市特步品牌门店 (1554 平方米)	17
图表 35: 特步“扁平化”分销渠道示意图 (2018 年)	17
图表 36: 2008-2020 年特步赞助的马拉松及跑步赛事数量 (场)	18
图表 37: 2016-2020 年特步赞助的马拉松及跑步赛事参与人数 (万人)	18
图表 38: “特跑汇”跑步活动	18
图表 39: 2012-2020H1 特跑族会员数量 (万人)	18
图表 40: 特步娱乐营销活动	19
图表 41: 特不服厦门热炼街头街舞挑战赛	19
图表 42: 《我们的乐队》宣传照	19
图表 43: 2008-2020 年特步国际毛利率/经营利润率/归母净利率 (%)	20
图表 44: 2019-2020 年特步国际不同品牌毛利率 (%)	20
图表 45: 2015-2020 年特步国际不同产品毛利率 (%)	20
图表 46: 2008-2020 年特步国际销售费用/销售费用率 (百万元, %)	21
图表 47: 2008-2020 年特步国际管理费用/管理费用率 (百万元, %)	21
图表 48: 2008-2020 年特步国际存货余额及周转 (百万元, 天)	21
图表 49: 2008-2020 年特步国际应收账款及票据余额及周转 (百万元, 天)	21
图表 50: 2008-2020 年特步国际现金及现金等价物余额 (百万元)	22
图表 51: 2008-2020 年特步国际经营活动产生的现金流净额 (百万元)	22
图表 52: 特步集团销售预测	23
图表 53: 特步集团盈利假设	23
图表 55: 绝对估值敏感性分析 (港币)	24
图表 54: 可比公司估值表	24

1. 公司概况

特步国际控股有限公司是一家全球性的多品牌运动服饰集团。主要从事体育用品的设计、研发、制造、营销及品牌管理，旗下拥有特步、索康尼、迈乐、盖世威和帕拉丁 5 个品牌，截止 2020 年末，公司主品牌特步在国内共拥有门店 6021 家。2016-2020 年特步国际实现收入 53.97/51.13/63.83/81.83/81.72 亿元，CAGR 为 11%，归母净利润 5.28/4.08/6.57/7.28/5.13 亿元，CAGR 为 -1%。

1.1 战略转型，打造多品牌集团

特步国际的发展历程可以分为 5 个发展阶段：**2001-2008 年品牌创立**；**2009-2010 年快速发展**；**2011-2014 年低迷探索**；**2015-2018 年战略转型**；**2019-今多品牌集团化**。从 2010 年末开始，行业整体陷入低迷状态，特步也不例外，总市值从最高点的 162.95 亿元（2010-10-22）开始下跌至 50 亿元，后在 50-80 亿元的区间内震荡，2015 年后，特步启动三年变革，全面重塑旗下产品、渠道和品牌定位，取得显著成果，2019 年，特步收购（合资）索康尼、迈克、盖世威和帕拉丁，进入多品牌集团化战略发展期，截至 2021 年 5 月 7 日，公司市值在新一轮的上涨后已经达到 192 亿元，创下历史新高。

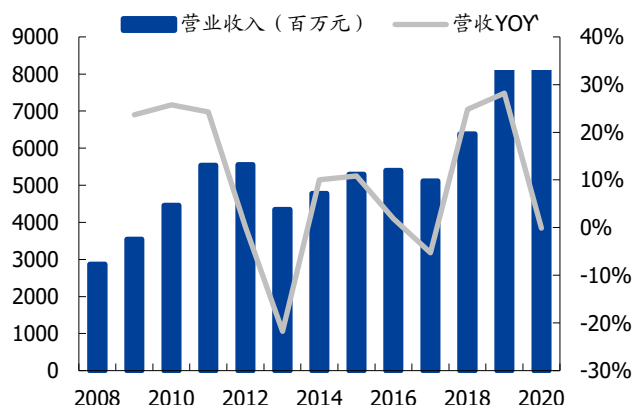
图表 1：特步国际成立以来大事件及市值变化



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所绘制

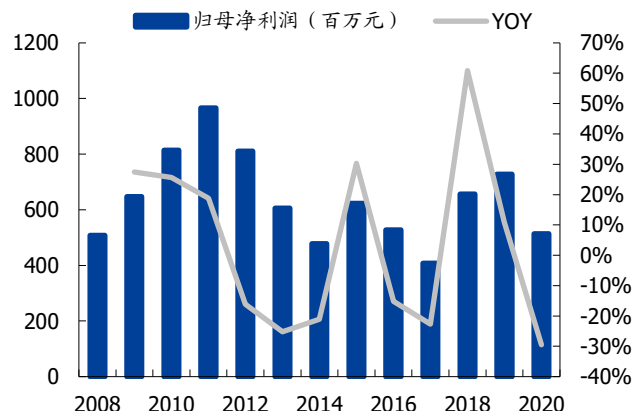
上市初期，公司收入维持高速增长，2008-2012 年以年均 18% 的增速达到 55.5 亿元，2013 年行业整体表现低迷，收入大幅下滑（YOY：-22%）。次年公司着手变革，2018 年变革完成集团收入增速重回 20%。2020 年受疫情影响，公司营收同比持平为 81.72 亿元人民币。集团归母净利润增速整体波动幅度较大，2020 年疫情期间同比下滑近 30% 至 5.13 亿元人民币。

图表 2: 2008-2020 年特步国际营收 (百万元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 2008-2020 年特步国际归母净利润 (百万元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司以多品牌形式运营, 特步主品牌仍然是公司的主要收入来源, 2020 年营收占比 86.9%, 同比下滑 7.9%; 新品牌中时尚运动系列(盖世威、帕拉丁)营收占比达到 12.2%, 专业运动系列(索康尼、迈乐)占比不到 1%。

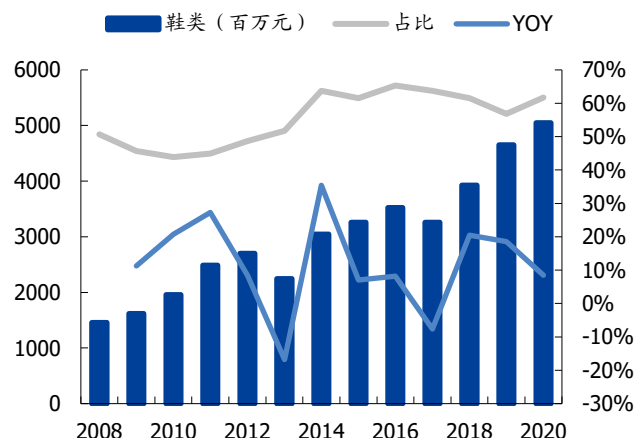
图表 4: 2019-2020 年特步国际收入拆分 (亿元, %)

	2019			2020		
	收入	占比	增速	收入	占比	增速
大众运动 (特步)	77.1	94.2%	20.8%	71.0	86.9%	-7.9%
时尚运动 (盖世威、帕拉丁)	4.7	5.7%	-	10.0	12.2%	114.4%
专业运动 (索康尼、迈乐)	0.1	0.1%	-	0.7	0.9%	608.6%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

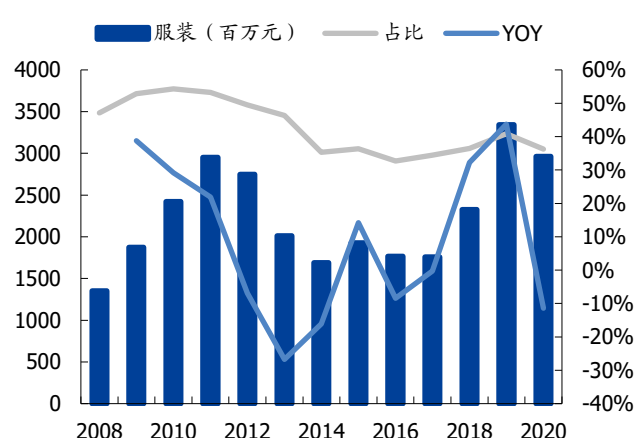
分产品看, 鞋类是集团的首要收入来源, 但近些年占比逐渐下降。2013 年鞋类收入占比达到 52%, 首次超过服装成为公司的第一大收入源, 并保持主导地位至今, 2016 年触及峰值 65% 后由于公司发力时尚潮流服装, 其占比有所降低, 2020 年鞋类产品占比有所回升至 62%。渠道运营模式上: 公司采用线上线下全渠道布局的模式, 线上收入占比 25% 左右, 其余均为线下渠道收入。特步主品牌截止 2020 年末共有 6021 家店铺, 除特步跑步俱乐部外, 其余店铺由 40 家独家总代理负责, 总代理下设加盟商进行开店。线上业务采用自营模式, 主要在天猫、京东、官网进行电商布局。

图表 5: 2008-2020 年特步国际鞋类收入/占比/增速 (百万元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2008-2020 年特步国际服装收入/占比/增速 (百万元, %)

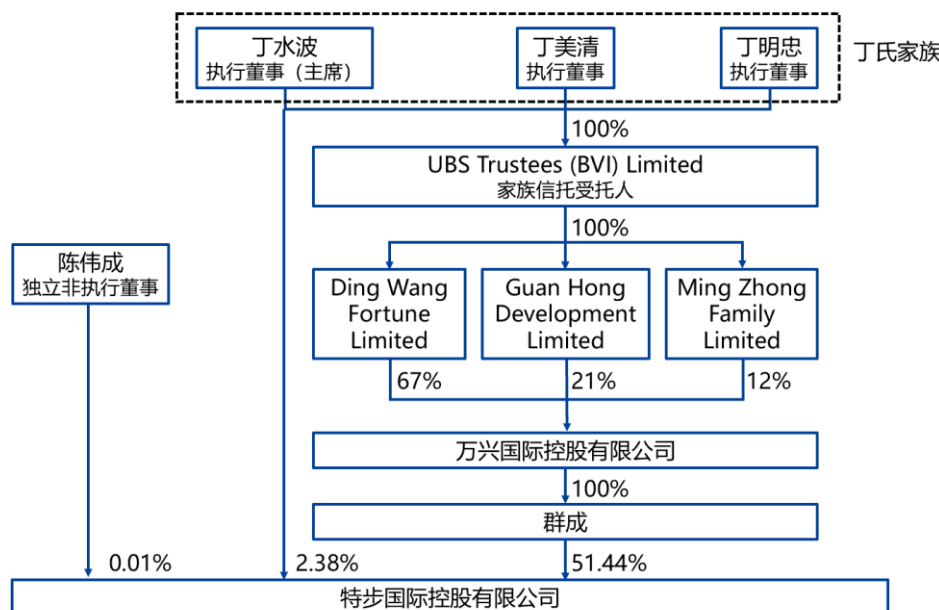


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 家族控股，股权结构稳定

丁氏家族（执行董事兼主席丁水波先生，执行董事丁美清女士，执行董事丁明忠先生）为公司实际控制人。截止 2020 年末，丁氏家族通过家族信托合计持有特步国际控股有限公司 51.44% 的股权份额，另家族成员丁水波先生单独持有公司 2.38% 的股权份额。剩余份额（46.18%）由“社会公众”及“员工股份奖励计划”持有，其中独立非执行董事陈伟成先生通过自行购入及行使购股权持有 0.01% 的股权份额。

图表 7: 特步国际股权结构图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所绘制, 截至 2020 年 12 月 31 日

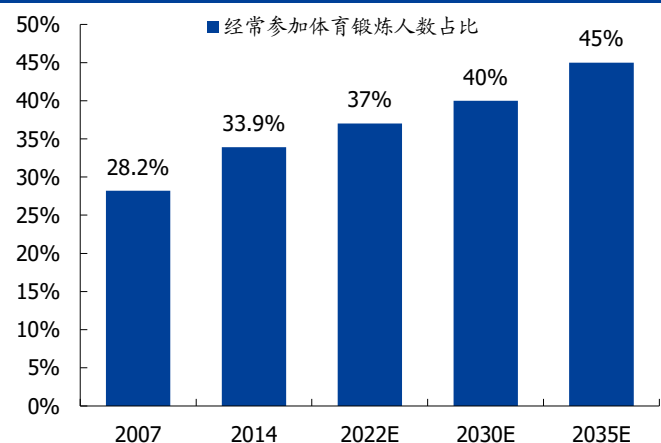
2. 运动鞋服行业概况

2.1 需求端：总体规模提升空间大，同时需求细化+细分运动兴起

随着社会健康意识的提升，运动已经成为居民日常的一种生活方式。2007年我国经常参加体育锻炼人数占比为28.2%（含在校学生），2014年提升到33.9%，根据《健康中国行动（2019-2030年）》和《体育强国建设纲要》计划，2022年我国经常参加体育锻炼人数占比将进一步提升至37%，2035年达到45%。

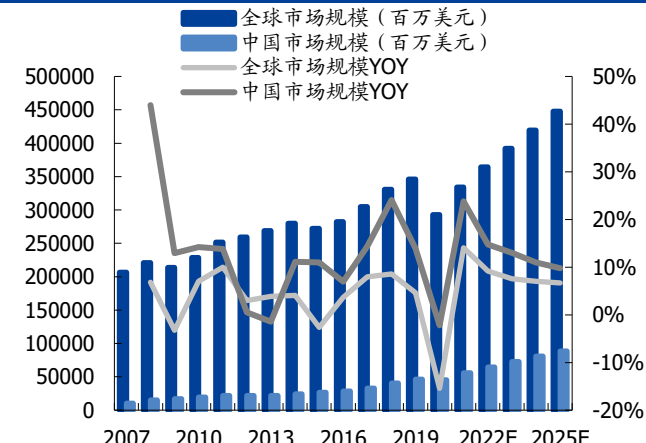
反映到消费支出上，不断提升的运动锻炼人数直接导致运动鞋服市场规模不断扩大。据彭博所载的欧睿数据统计，2019年中国运动鞋服市场规模为463.1亿美元，同比2018年扩大14%，显著高于同时期全球运动鞋服市场5%的增速，2020年受疫情影响，中国/全球运动鞋服市场规模同比下降2%/15%，预计2020-2025E中国/全球运动鞋服市场规模CAGR分别为14%/9%。

图表8：2007-2035年我国经常参加体育锻炼人数占比（%）



资料来源：国家体育总局，《健康中国行动（2019—2030年）》，《体育强国建设纲要》，国盛证券研究所

图表9：2007-2025年中国/全球运动鞋服市场规模（百万美元，%）

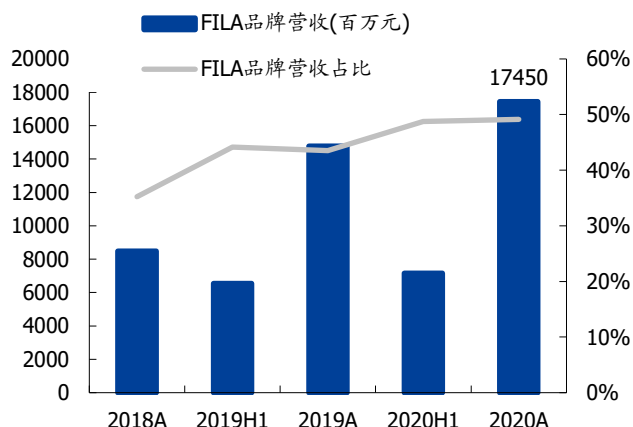


资料来源：Bloomberg, Euromonitor, 国盛证券研究所

在运动普及的同时，运动鞋服需求逐渐细化，同时细分运动趋势兴起。

- 运动鞋服需求进一步细化出“时尚运动”和“专业运动”。从Adidas携手Kanye West推出Yeezy Boost系列起，“时尚运动”系列产品成为无数消费者新的追逐。作为“时尚运动”品牌的代表，2020年FILA品牌实现收入174.5亿元，同比增长18.1%，占安踏体育集团营收比重近50%，已经日渐成为安踏体育营收增长的重要推动力。而在“专业运动”领域，随着运动参与度的提升，消费者为了提升运动表现同时降低运动损伤，对自身穿着装备提出了更高的要求，以跑步为例，跑者会要求品牌推出的跑鞋可以提供更充足的能量反馈和缓震、更迅速的速度推进以及更加优秀的包裹性。

图表 10: 2018A-2020AFILA 品牌营收及占比 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

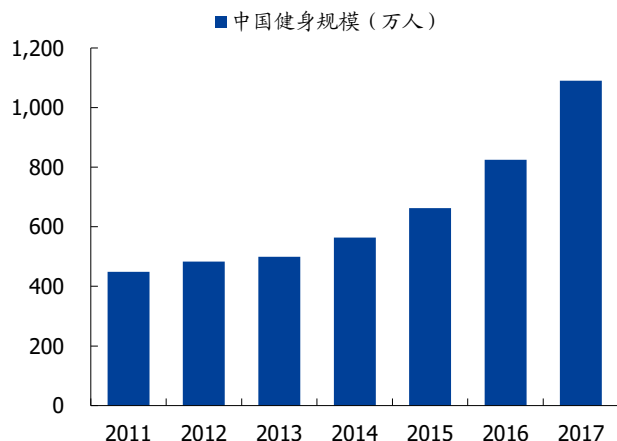
图表 11: 阿迪达斯 Yeezy Boost 350 V2 鞋款



资料来源: 品牌官网, 国盛证券研究所

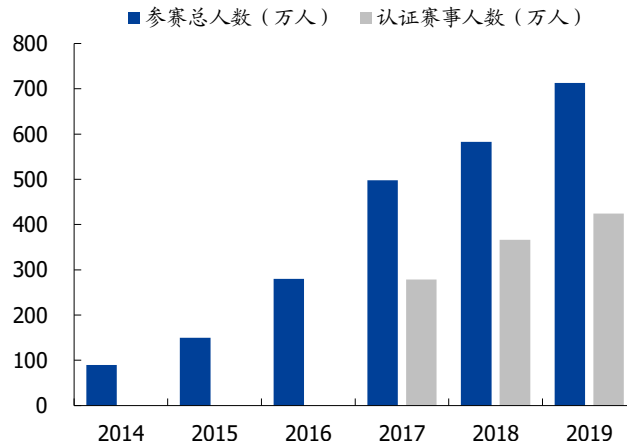
- **细分运动兴起, “健身、马拉松”成热点话题。**根据青橙健身数据显示, 2017 年我国健身人数达到 1090 万, 较 2016 年增加 32%, 2011-2017 年 CAGR 约为 16%, 在日趋快节奏的生活方式下, 居民缺少足够的时间和空间来进行户外锻炼, 室内健身因而成为了不少运动爱好者下班后或者休闲时的首选。根据中国田径协会统计, 2019 年中国境内共举办规模赛事 1828 场, 同比增长 16%, 其中经田径协会认证赛事共 357 场, 同比增长 5%, 累计参赛总人数达到 713 万人, 同比增长 22%, 其中超一半人参加认证赛事, 伴随着积极、奋斗、坚持等正能量价值观的盛行, 马拉松作为耐力和毅力的代名词成功拥有了大量拥趸。

图表 12: 2011-2017 年我国健身规模 (万人)



资料来源: 青橙健身, 国盛证券研究所

图表 13: 2014-2019 年我国马拉松参赛人数 (万人)

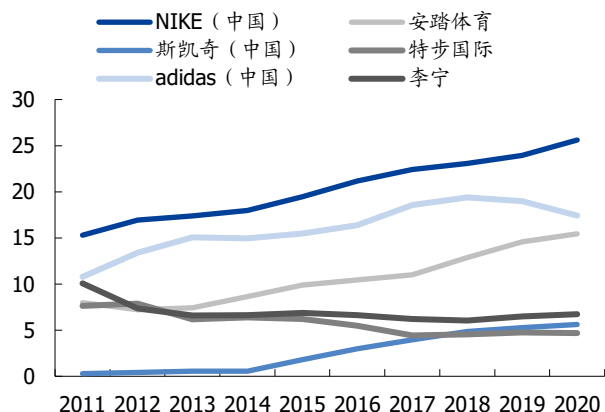


资料来源: 中国田径协会, 国盛证券研究所

2.2 供给端: 市场集中度高, 但细分领域存在空间

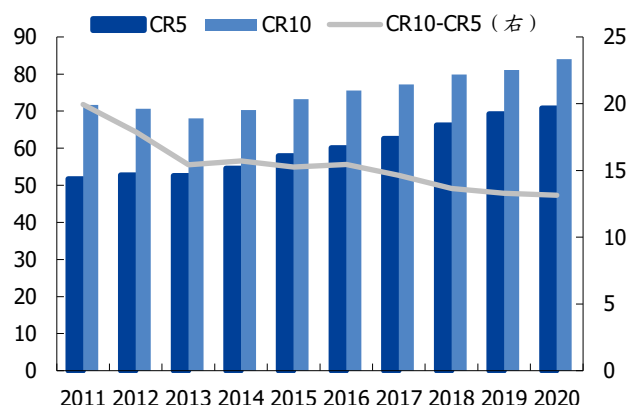
市场集中度不断提升, 强者更强。2011 年我国运动鞋服前 5 大公司 (CR5) 共占有 51.7% 的市场份额, 前 10 大公司 (CR10) 共占有 71.7% 的市场份额; 2020 年 CR5 上升到 70.8%, 提升 19PCTs, 快于 CR10 的上升速度 (2020 年 CR10 上升至 84%, 提升 12PCTs), 头部公司市占率不断提升。

图表 14: 2011-2020 年运动鞋服公司市场份额 (%)



资料来源: Bloomberg, Euromonitor, 国盛证券研究所

图表 15: 2011-2020 年运动鞋服公司市场份额 (%)



资料来源: Bloomberg, Euromonitor, 国盛证券研究所

然头部品牌多为综合型品牌，细分品牌存在很大市场空间。根据彭博所载的欧睿数据：分品牌来看，我们可以看到 2020 年市占率前 5 分别是 NIKE、adidas、安踏、李宁、FILA，除 FILA 外，其余均为综合性品牌。Skechers 和 FILA 近些年主打时尚运动，2015 年后在国内的市场份额迅速提升。我们判断，随着细分领域运动的兴起以及消费者需求的细化，更具有针对性的专业性品牌在国内增长潜力巨大。

图表 16: 2011-2020 年运动鞋服品牌市场份额 (%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
NIKE	11.7	12.7	12.8	13.2	14.3	15.5	16.7	17.2	17.2	18.0
adidas	10.0	12.4	14.0	13.8	14.2	14.9	16.9	17.5	17.1	15.5
安踏	7.2	6.1	5.9	6.3	6.7	6.8	6.9	7.5	7.4	7.2
李宁	9.8	7.0	6.2	6.2	6.5	6.3	5.9	5.7	6.1	6.3
FILA	0.5	0.7	1.0	1.5	2.1	2.3	2.5	3.7	5.2	6.1
Skechers	0.3	0.4	0.5	0.6	1.8	3.0	3.9	4.9	5.3	5.6
特步	7.6	7.9	6.2	6.4	6.2	5.5	4.4	4.5	4.8	4.7
Jordan	1.1	1.1	1.0	1.3	1.5	2.0	2.0	2.2	3.1	3.6
Converse	1.8	2.1	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.1	2.2
361 度	6.2	5.4	3.9	3.8	3.8	3.7	3.3	2.7	2.4	2.1
New Balance	0.9	1.6	2.6	3.6	3.9	4.0	3.3	2.6	2.1	2.1

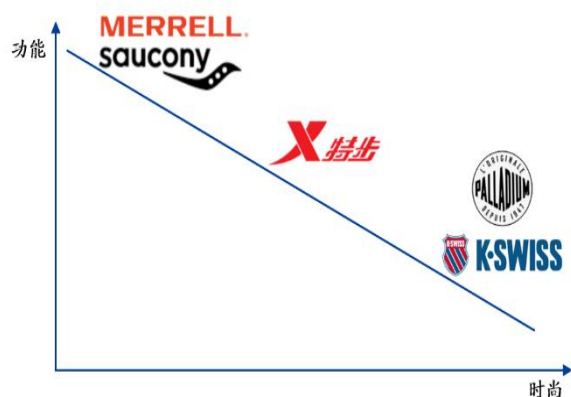
资料来源: Bloomberg, Euromonitor, 国盛证券研究所绘制

3. 竞争优势

3.1 品牌布局：全领域运动鞋服集团，提供中长期新的增长点

集团目前旗下有特步、盖世威、帕拉丁、索康尼、迈乐共 5 个品牌，其中主品牌特步为集团于 2001 年自主创立，定位大众运动市场；帕拉丁和盖世威为集团 2019 年 8 月收购获得，瞄准时尚运动群体；索康尼和迈乐则是与 Wolverine 公司共同经营的的合资品牌，聚焦专业运动领域。

图表 17: 特步集团品牌矩阵



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: 特步集团品牌矩阵



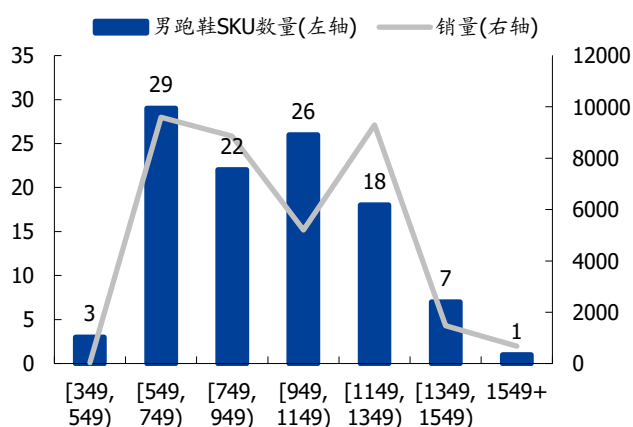
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.1.1 顺应专业运动趋势, 于内地/港澳经营 Merrell 和 Saucony

2019年3月, 特步集团与美国鞋业公司 Wolverine 集团签订合资协议, 于中国内地、香港及澳门开展 Merrell (迈乐) 和 Saucony (索康尼) 品牌旗下鞋服及配饰的研发、营销及分销工作, 根据协议, 双方向合资公司各自投入的初始资本约为 1.55 亿元。

索康尼 Saucony 与 New Balance、Asics、Brooks 并称全球四大慢跑鞋, 产品线分“极速训练、户外越野、复古”三个系列, 旗下 Kinvara 系列多次获得《跑者世界》杂志“编辑之选”奖项。品牌目前已于国内天猫平台开设旗舰店, 根据天猫旗舰店数据显示, 在售男子跑鞋产品价格普遍在 549 元以上, 最高触及 1699 为高端竞速跑鞋系列 ENDORPHIN 于 2020 年 5 月新推出的“啡鹏”, 2020 年 11 月销量最高的价格区间为 [549, 749) 和 [1149, 1349), 整体定价较高端。线下渠道方面, 截止 2020 年末品牌在中国内地共有 32 家直营店, 集中在一二线城市, 与品牌中高端的市场定位相符, 相较上半年新增 20 家, 开店速度逐步加快。

图表 19: 索康尼天猫旗舰店 2020 年 11 月男子跑鞋 SKU 数量及销量 (个)



资料来源: 品牌天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表 20: 索康尼啡鹏跑鞋

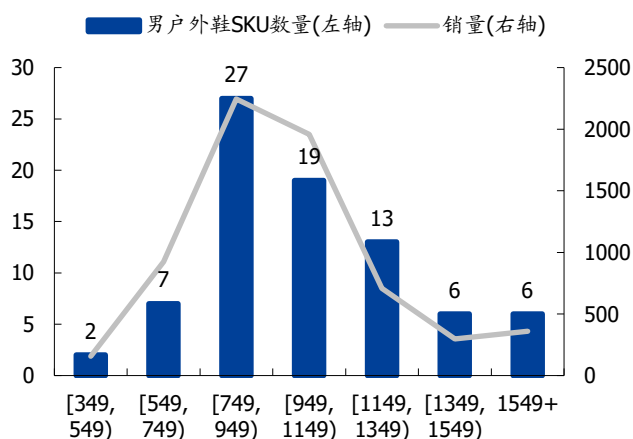


资料来源: 品牌天猫旗舰店, 国盛证券研究所

索康尼作为高端专业跑鞋和大众品牌特步之间将会形成良好的协同效应, 短期内我们判断索康尼将是集团在多品牌建设方面的重点。一方面索康尼可以利用特步在马拉松和跑步赛事及全国性零售网络的优势, 拓展品牌知名度从而扩大市场份额, 另一方面特步也可以通过索康尼接触高线城市的顾客, 提升品牌力。

迈乐专攻户外休闲市场，产品线分“越野跑鞋”、“户外徒步鞋”、“溯溪鞋”三大类。2020年3月，迈乐推出天猫旗舰店，在售男户外鞋产品价格区间广泛，最低为349元的溯溪凉鞋，最高为2398元的冬款徒步鞋，根据2020年11月天猫旗舰店数据显示，当月销量最高的价格区间为[749, 1149)，占总销量的63%。2020年618期间，迈乐旗舰产品“山野王者”售罄率达到了70%。截至2020年末，迈乐在全国共有6家直营店，考虑到我国运动市场上户外运动的流行度和普及度还较低，因此我们判断短期内，迈乐品牌的扩张速度相较于兄弟品牌索康尼会较慢。

图表 21: 迈乐天猫旗舰店 2020 年 11 月男子户外鞋 SKU 数量及销量 (个)



资料来源: 品牌天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表 22: 迈乐产品科技矩阵



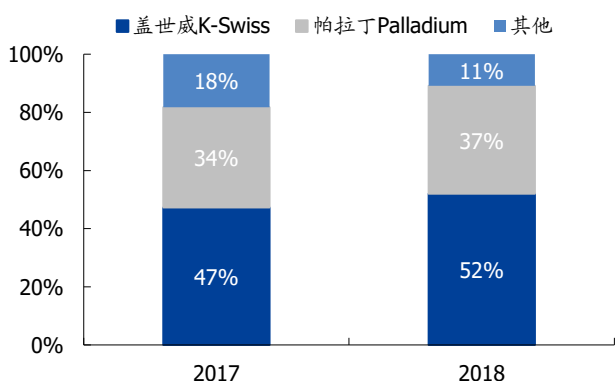
资料来源: 品牌官网, 国盛证券研究所

2020 年索康尼和迈乐合计贡献收入约 7000 万元，占比 0.9%，集团承担亏损约 3000 万元。根据品牌目前体量和公司发展规划，我们判断 2021 年索康尼和迈乐合计新开门店约 30-50 家，其中以索康尼为主，收入方面我们测算预计将贡献 1.1 亿元，集团承担亏损约 5000 万。随着品牌市场影响力提升，2022 年我们判断专业运动系列有望达到盈亏平衡，2023 年实现盈利。

3.1.2 强化运动时尚布局，收购 K-Swiss 和 Palladium 全球业务

2019 年 5 月，特步集团发布公告称将以 2.6 亿美元（约合人民币 17.5 亿）的价格收购 E-Land Footwear USA Holdings Inc. 股本中所有已发行股份，2019 年 8 月交割完成后成为特步国际控股有限公司全资子公司，其名下 K-Swiss 和 Palladium 品牌被正式纳入特步集团品牌版图。2018 年，E-Land Footwear USA Holdings Inc. 实现收入/经调整 EBITDA 210/1.7 百万美元，同比增长 2%/114%。

图表 23: 2017-2018 年 E-Land Footwear USA Holdings Inc. 收入比重 (%)



图表 24: 2017-2018 年 E-Land Footwear USA Holdings Inc. 财务表现 (百万美元)

百万美元	2017		2018	
	收益	经调整 EBITDA	收益	经调整 EBITDA
盖世威	97.5	(5.5)	109.2	2.5
帕拉丁	71.0	(1.1)	77.9	3.4
其他	37.5	(5.8)	22.9	(4.2)
总计	206.1	(12.4)	210.0	1.7

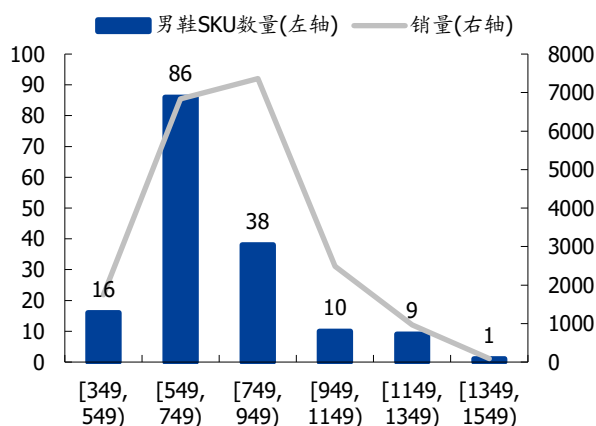
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

盖世威 K-Swiss 是美国传统的运动鞋品牌，提供功能性网球鞋、休闲鞋及健身鞋以满足世界级运动员及时尚爱好者的需求，曾开发出全球第一款全皮质网球鞋“The Classic”。自 2019 年 8 月收购后，集团正着手对盖世威进行为期两年的重塑，使其品牌定位、研发设计以及营销活动更加针对“时尚运动”这一消费趋势。我们根据品牌全球发展状况判断，目前盖世威营收的 60% 来自于美国批发业务，20% 来自于香港和台湾地区零售业务，20% 来自于东南亚批发业务。截至 2020 年末，盖世威于亚太地区共有 43 家自营店，内地没有布局，我们预计 2022 年 Q1 盖世威品牌重塑将完成，并于内地高线城市开设首家直营店，产品定价集中在 500-800 元人民币，同 FILA 品牌价格区间接近。

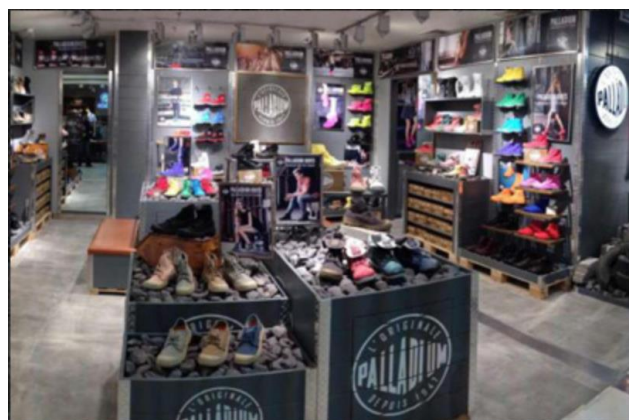
帕拉丁 Palladium 早期作为军靴闻名，90 年代由于其耐磨、防水等产品特性，成为欧美地区多功能实用鞋靴的代表，后凭借帆布系列解锁潮牌属性，产品风格集时尚、都市和功能于一身。我们根据品牌全球发展状况判断，目前帕拉丁营收的 40% 来自于欧洲批发业务，30% 来自于中国批发业务，20% 来自于香港和澳门地区的零售业务，10% 来自于东南亚批发业务。截至 2020 年末，品牌于亚太和欧洲地区共有 57 家直营店，其中 21 家位于中国内地。根据公司目前渠道布局与规划，我们判断帕拉丁将通过店铺的快速开拓，以顺应当下的时尚运动潮流，短期内预计品牌在中国内地新开门店 30-50 家。

图表 25：帕拉丁天猫旗舰店 2020 年 11 月男鞋 SKU 数量及销量
(个)



资料来源：品牌天猫旗舰店，国盛证券研究所

图表 26：帕拉丁门店



资料来源：品牌官网，国盛证券研究所

2020 年盖世威和帕拉丁合计贡献收入约 10 亿元人民币，集团承担亏损约 1000 万，2021 年随着全球疫情的逐步缓和，品牌海外业务将迎来恢复，我们预计时尚运动系列全年营收将实现 30% 左右增长，同时在公司强有力的成本控制下，亏损有望收窄。中长期来看，盖世威和帕拉丁将凭借特步的渠道、供应链以及营销资源，将业务重心转向亚太区。

3.2 产品布局：主品牌回归专业跑步本质，同时革新潮流产品线

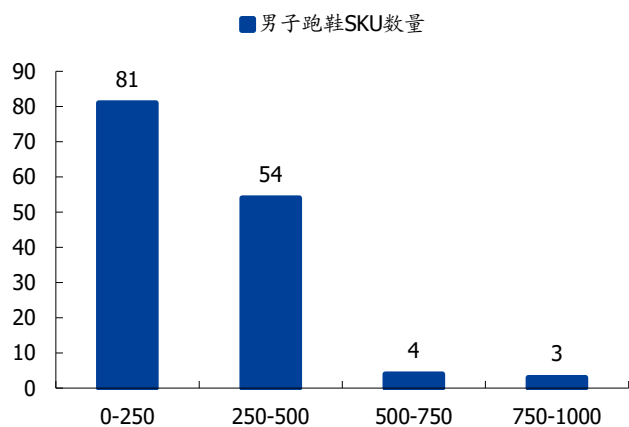
经过 2015-2017 年变革，特步的品牌定位从“时尚运动”转向“运动时尚”，在继承品牌时尚基因的基础上，将产品重心放在以专业跑步为代表的运动领域，回归运动品牌本质。

3.2.1 专业运动系列以跑步主打，强研发助推产品性能提升

特步主品牌跑鞋产品数量多，价格范围在集中于大众产品的同时对高端产品进行少量覆盖。跑鞋作为特步的主要产品线，根据品牌官网商城的数据显示，男子跑鞋 SKU 数量为 153，占比达到 32%。

价格方面，根据特步官方商城数据显示，男子跑鞋 SKU 多集中在 0-250 和 250-500 这两个区间，符合品牌大众运动的定位，但是在近些年随着品牌研发实力和影响力的日趋强劲，逐渐开始对中高端产品进行少量覆盖。我们测算目前中高端产品占比 5% 左右，其作用主要为了传递品牌专业运动的形象，同时为大众产品进行引流。

图表 27: 特步品牌男子跑鞋价格分布 (个)



资料来源: 品牌官方商城, 国盛证券研究所

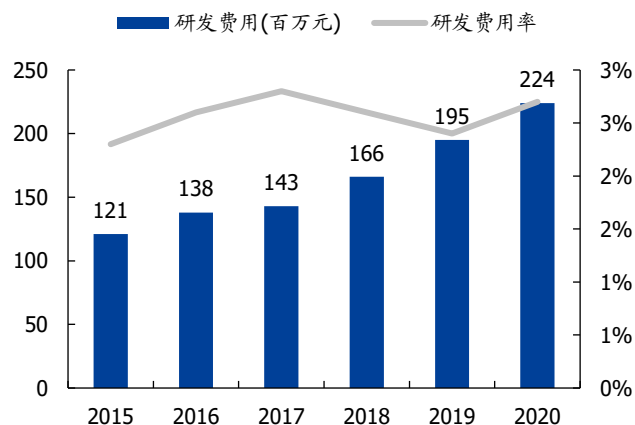
图表 28: 特步/安踏/李宁品牌男子鞋类 SKU 数量 (个)

	跑步	篮球	休闲	训练	其他	合计
特步	153	42	260	9	19	483
X-tep	32%	9%	54%	2%	4%	100%
安踏	45	69	49	3	5	171
anta	26%	40%	29%	2%	3%	100%
李宁	131	69	248	8	100	556
lining	24%	12%	45%	1%	18%	100%

资料来源: 品牌官方商城, 国盛证券研究所

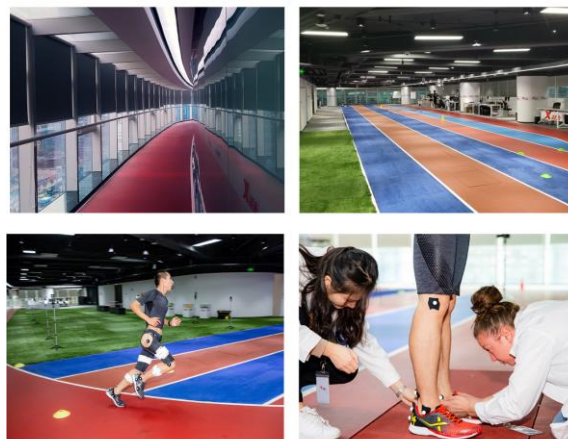
对于运动品牌而言，强劲的研发实力永远是支撑品牌保持不断发展前进的根基。2018 年特步建立了国内首个世界级跑步科学实验室，致力于为跑者提供更高性能的产品。反映在研发费用上面，2015-2020 年特步集团的研发费用支出不断上升，CAGR 为 13%。

图表 29: 2015-2020 年特步国际研发费用和研发费用率 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所








图表 30: 特步跑步科学实验室



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

截止目前，公司已经实现多项鞋类科技的商品化应用。包括鞋垫科技 Softpad、中底科技 Air Mega 气能环、Comfcubes 柔立方、X-Dynamic Foam 动力巢 X、Dynamic Foam 动力巢、Reactive Coil 减震旋、鞋面科技 Air Comfort 气能网等。

图表 31: 特步跑鞋科技矩阵

鞋垫科技	Softpad		特步与陶氏化学公司合作研发的一种重要鞋垫技术，透过全方位贴合脚型，带来记忆海绵般的舒适感。
	Air Mega气能环		应用气囊系统环绕部分或整个鞋底，带来柔软而具支撑性的缓震效果。
	Comfycubes柔立方		使用柔软立方体模块缓冲足部接触地面的主要受力部位，带来记忆海绵版的支撑及灵活性令舒适感提升。
	X-Dynamic Foam动力巢X		使用环保ETPU发泡技术，与传统EVA泡沫相比，能提供高回弹能力及压缩耐受性。
	Dynamic Foam动力巢		使用新综合高弹性EVA泡沫，缓震同时提供柔软回弹体验。
中底科技	Reactive Coil减震旋		使用特步品牌DNA镂空结构缓震技术提供前所未有的轻量和缓震体验。
	Air Comfort透气网		采用一片式立体双层编织工艺，根据脚型及运动受力部位，分布不同网孔，提升透气性同时贴合脚面。
鞋面科技			

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

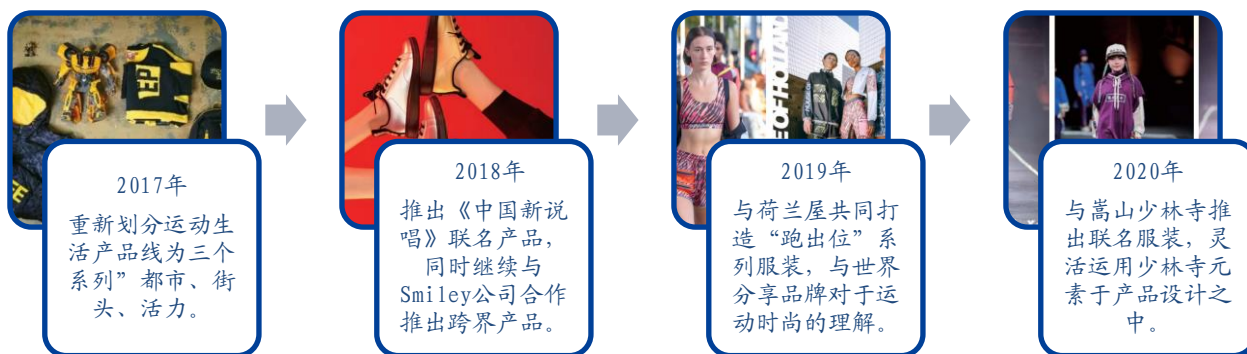
2019 年特步推出马拉松跑鞋竞速 160X，作为世界上最轻的马拉松跑鞋之一，获得全球最具影响力的跑鞋杂志之一《跑者世界》所评选出的 2020 年中国内地市场“编辑之选”和“最高性价比”两项大奖。2021 年 3 月底新疆棉事件爆发，大量的马拉松运动员选择穿着国产品牌参赛，4 月 10 日举办的厦门马拉松中，完成时间在 3 小时以内的跑者中有 51%穿着特步 160X 系列跑鞋，4 月 24 日举办的北京半程马拉松男子前十选手中，有 7 名穿着 160X 系列跑鞋。我们判断随着民族品牌意识的不断强化，特步主品牌专业马拉松的形象日渐鲜明，其在专业领域的市占率将迎来新的提升。

2019 年 8 月签约林书豪正式进军篮球领域。当年为其打造的“游云 4”篮球鞋搭载了优秀的缓震和防侧翻、抗扭转科技，伴随林书豪在 CBA 的赛场上打出了精彩的表现，2020 年 10 月 25 日，“JLIN ONE”林书豪一代签名篮球鞋首发配色“汗水的梦”在北京限量发售，“JLIN ONE”的设计以“水”为灵感，同时较“游云 4”具有更丰富的林书豪元素，上市价格为 699 元人民币。

3.2.2 革新潮流产品线，结合市场热点提升品牌时尚度

休闲系列一直以来是特步的主要盈利点，近些年随着消费者需求的升级，品牌进一步强化旗下产品的潮流属性。2019 年特步与英国设计师品牌“荷兰屋”合作推出“跑出位”系列亮相伦敦时装周，该系列将特步在跑步方面的特色与英国街头服饰美学相结合，与世界分享品牌对于运动时尚的理解。2020 年在“国潮风”盛行下，特步与嵩山少林寺以及动画电影《姜子牙》推出联名服装。

图表 32: 2017-2020 年潮流产品线发展大事件



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所绘制

3.3 零售管理: 线下“扁平化”、“类直营”+线上 O2O 提升效率

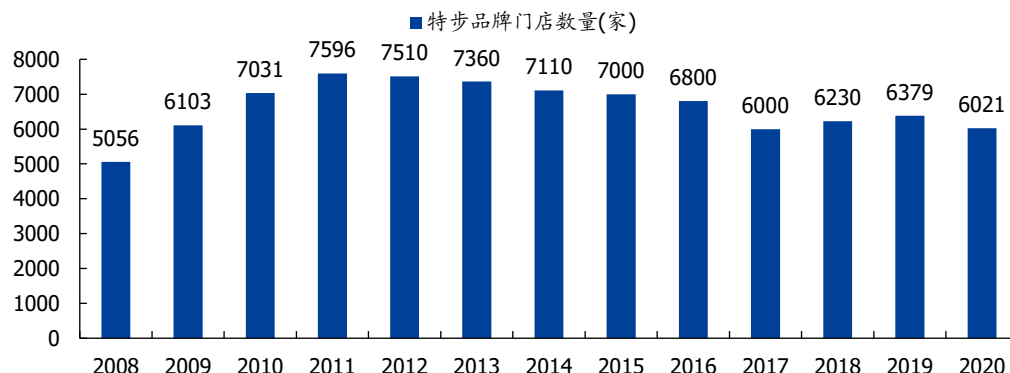
3.3.1 线下渠道为批发形式, 管理层级实现“多层级”向“两级”转变

截止 2020 年末共有 6021 家特步品牌店铺, 除特步跑步俱乐部外, 其余店铺由 40 家独家总代理负责, 其中约 60% 的店铺为总代理直营, 40% 为独家总代理授权加盟商经营。根据我们测算主品牌线下收入占比 70%+。独家总代理同公司保持长期合作, 关系稳固。

经过 2015-2017 年的变革, 公司将原有的多层级分销渠道转变为双层“扁平化”模式。首先, 分销渠道缩窄提升了门店的透明度, 公司和代理商可以对门店的库存水平、零售状况进行直接观测从而制定更具有针对性的单店运营策略; 同时, 原先多层级经销商手中的大量库存现在转由代理商直接管理, 降低了由于渠道层级过多导致的库存积压风险; 最后, 两级分销渠道直接提升了各个门店对于集团决策的执行效率, 避免了上传下达过程中的摩擦成本。

在线下门店的管理方面, 集团总部设有超 1000 人的专业零售管理团队对店铺的位置、形象、产品陈列、价格及折扣、店铺订货、店员培训等进行指导, 实施“类直营”管理。根据我们对于公司门店的跟踪, 目前公司每个门店都装备有 ERP 系统进行销售和库存处理, 公司总部可以及时的在自己的 BI 系统看到门店经营和库存情况, 从而高效的进行补单和调货。品牌形象方面, 特步主品牌 90% 的零售店已经改装为国际化风格布局, 升级后的店铺平均面积超过 100 平方米, 产品范围覆盖全面, 连带率得到极大提升。

图表 33: 2008-2020 年特步品牌门店数量(家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所, 2018、2019、2020 数据为海内外合计

图表 34: 中国内地长沙市特步品牌门店 (1554 平方米)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 35: 特步“扁平化”分销渠道示意图 (2018 年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

区域布局方面, 目前公司门店主要集中在二线和三线城市。参考百度地图品牌门店布局, 我们判断一线/二线/三线/四线及以下区域门店占比为 10%/30%/40%/20%, 未来随着品牌力的不断提升, 我们判断四线及以下区域占比将会进一步降低, 该部分市场份额将由特步电商替代。

3.3.2 电商从“清库存”向“O2O+优质特供产品”转变

早期电商渠道主要以清理过季产品为主, 2015 年后公司对于电商渠道的定位逐渐转变, 电商逐渐成为展示品牌形象、帮助线下渠道引流、拓宽收入空间的重要渠道, 我们结合公司公告进行测算, 目前公司电商渠道收入占比约 25%。

特步的电商渠道以传统电商平台如官方商城、京东、天猫和唯品会为主。天猫渠道由于庞大流量, 所供应货品中大多数为新款和旗舰款产品, 整体定价较其他平台更高, 用于品牌推广; 京东、唯品会、拼多多更多承担库存清理任务。2020 年在疫情影响下, 公司鼓励代理商及员工通过私域流量 (如微信小程序和微信朋友圈) 推广销售, 同时公司在抖音、快手等直播平台积极邀请网络红人进行带货直播。

基于我们对于公司线上产品的筛选判断, 特步品牌电商渠道专供款占比约为 60%, O2O 货品为 40%, O2O 货品在所有权上属于经销商, 公司提供线上平台帮助经销商进行销售, 并收取一定比例的手续费。O2O 货品多为品牌重点推广产品, 通过电商渠道传递品牌形象并为线下渠道和电商专供款引流, 并帮助经销商提高库存周转效率。

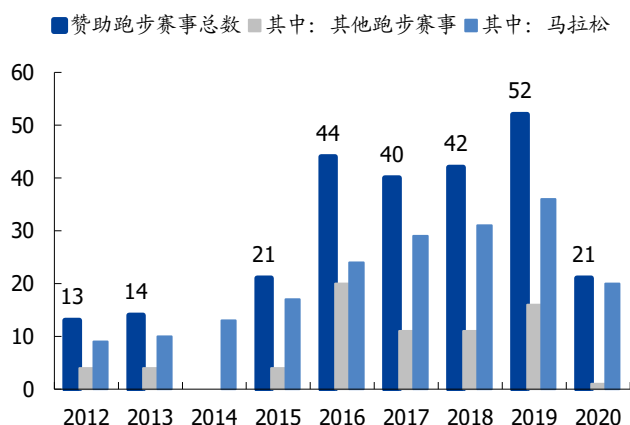
3.4 营销策略: “体育”+“娱乐”双轨策略, 全方位提升品牌力

特步品牌自 2001 年创立之日起, 始终坚持娱乐和专业运动并行的双轨营销策略, 在早期各个运动品牌争抢奥运冠军的年代, 特步开创性的将签约娱乐明星, 赞助娱乐节目作为品牌的营销重点, 成功获得市场关注度, 走出品牌独特的营销道路。

3.4.1 以体育为营销重点, 致力成为中国跑者的首选品牌

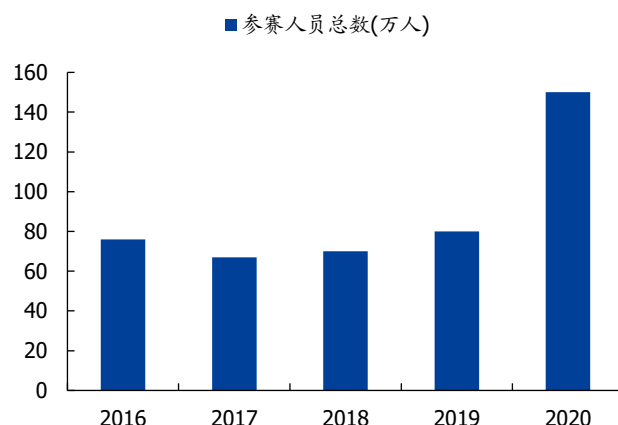
赞助跑步赛事, 同专业运动员进行合作, 推广专业运动品牌形象。2016-2019 年, 特步蝉联中国内地赞助最多马拉松赛事的体育品牌, 2020 年疫情期间公司创造性的举办线上跑步赛事, 全年举办 21 场跑步赛事, 其中包括 9 场线上赛事, 合计吸引 150 万+参赛人员。目前特步主品牌同多名国家级运动员有合作关系, 包括现役马拉松成绩最佳的运动员董国建、现役马拉松成绩第二运动员彭建华等。

图表 36: 2008-2020 年特步赞助的马拉松及跑步赛事数量 (场)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 37: 2016-2020 年特步赞助的马拉松及跑步赛事参与人数 (万人)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

建立特跑族，搭建“跑步社群”，增强用户粘性，发挥“粉丝营销”积极作用。为进一步强化跑者与消费者心中特步与跑步的联系，2012 年起特步陆续开始在中国的主要城市成立“特跑族”，定期组织以“特跑汇”为代表的跑步活动、教授不同距离的跑步训练以及协助会员报名参加集团赞助举办的马拉松活动，特步也会向所有会员提供的最新专业跑步装备，帮助实现更好的参赛表现。

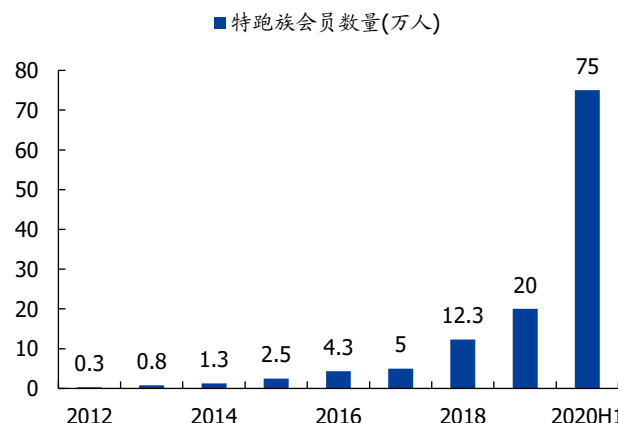
很多特跑族会员会通过微博、微信朋友圈分享自己参加活动和赛事的体验，协助测试特步的新产品并作出反馈。在频繁互动中，品牌建立了跑步社群“特跑汇”，通过优秀的服务增强了现有会员的粘性，并进一步以会员作为营销出发点，向外界传递特步专业运动的品牌形象和扩充粉丝基础。

图表 38: “特跑汇”跑步活动



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 39: 2012-2020H1 特跑族会员数量 (万人)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

建立特步跑步俱乐部进一步强化会员关系纽带。截止 2020 年 6 月，特步在全国共有 9 家直营的跑步俱乐部，分别位于北京奥林匹克森林公园、长沙橘子洲、合肥滨湖森林公园、南京玄武湖等地。特步跑步俱乐部以特跑族会员需求为出发点，有力增强了用户粘性和用户忠诚度，同时，跑步俱乐部作为“跑者之家”，将城市各地的跑步爱好者聚集起来，营造专业运动的氛围，更好的传递品牌形象。

3.4.2 提出“特不服”营销企划，进入娱乐营销新阶段

特步品牌将签约当红明星和赞助综艺作为娱乐营销的“双核心”，2001 年特步邀请香港

天王级艺人谢霆锋出任品牌首位形象代言人，开创娱乐营销的先河。同年特步和谢霆锋共同打造的“风火一代”运动鞋热卖 120 万双，创下了至今无人能破的单款运动鞋销售记录。从 2008 年开始，特步连续 7 年成为湖南卫视王牌节目《天天向上》的独家冠名赞助商，后于 2014 年赞助浙江卫视推出的大型户外综艺游戏节目《奔跑吧！兄弟》，

图表 40: 特步娱乐营销活动

旗下明星代言人	谢霆锋（首个明星代言人 2001 年签约）、Twins、潘玮柏、蔡依林、韩庚、桂纶镁、林珍娜、UNIQ、天天兄弟、李易峰、杜天皓、汪东城、赵丽颖、林更新、景甜、乐华七子、范丞丞、林书豪 在约代言人：谢霆锋、汪东城、景甜、范丞丞、林书豪
赞助综艺节目	《天天向上》（2008-2015 年独家赞助商）、《东南劲爆音乐榜》、《男生女生向前冲》、《奔跑吧！兄弟》、《12 道锋味》、《大手牵小手》、《极限勇士》、《报告！教练》、《梦想总动员》、《全员加速中》、《321 动起来》、《不一样的偶像》、《中国新说唱》、《明日之子》、《我们的乐队》

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2018 年“特不服”企划启动，将彰显品牌潮流态度、传播街头文化、贴近年轻消费者作为所有营销活动的出发点和立足点。在该企划下，特步的第一个大动作就是赞助现象级网综《中国新说唱》，将说唱内含的反叛、独立、自由精神和特步的潮流态度深度结合，强化品牌在消费者心目中年轻、时尚的印象。同年特步开始打造街头文化场景化 IP “热炼工场”，在“热炼工场”开启时间内，举办许多街头潮流运动赛事及活动，成为年轻人街头文化交流地。2020 年，为了更好的推广旗下“街头”系列产品，特不服开启 3.0 模式，通过担任音乐真人秀《我们的乐队》官方指定鞋服赞助商极大的提升了品牌在年轻消费群体中的热度。

图表 41: 特不服厦门热炼街头街舞挑战赛



资料来源：品牌微博，国盛证券研究所

图表 42: 《我们的乐队》宣传照



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

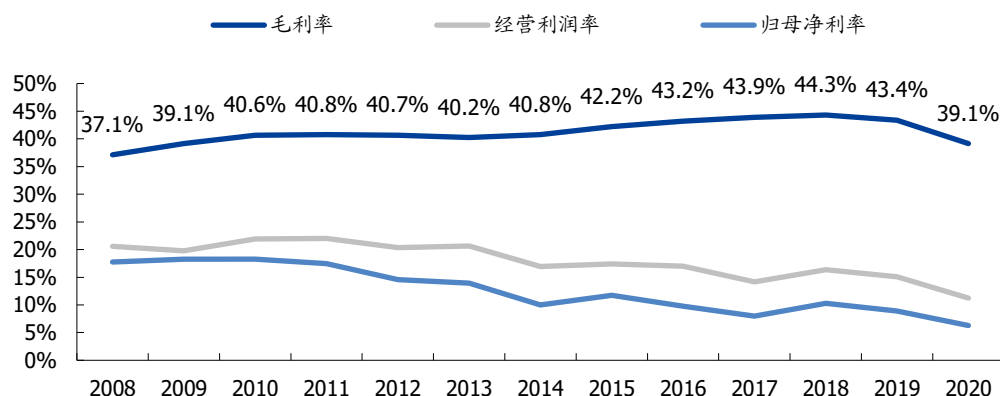
4. 财务表现：未来盈利能力有望提升

4.1 过往毛利率同费用率双双走高，净利率持续下滑

整体毛利率在 40%-45% 区间波动上升。上市当年集团毛利率为 37.1%，2018 年达到 44.3%，相比十年前提升 7.2PCTs，2020 年由于产品组合变动、电子商务渠道占比提升、库存回购后低毛利率重新出售等多重原因影响，毛利率同比下降 4.3PCTs 至 39.1%。经

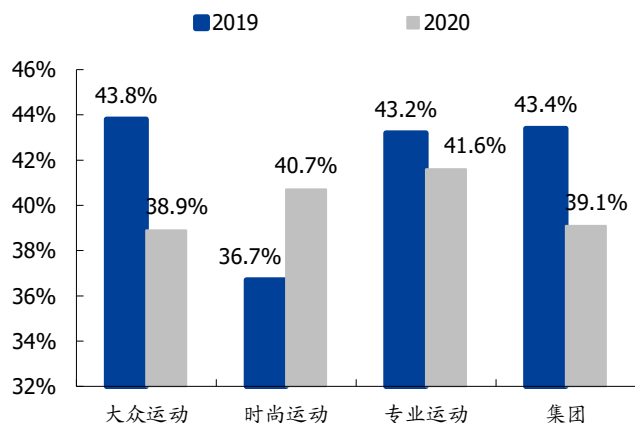
营利润率和归母净利率在费用率的持续走高下，整体处于下滑状态，2020年分别为11.2%/6.3%。

图表 43: 2008-2020 年特步国际毛利率/经营利润率/归母净利率 (%)



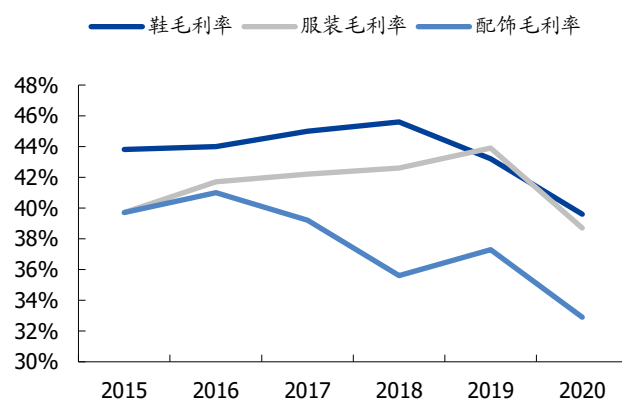
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 44: 2019-2020 年特步国际不同品牌毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

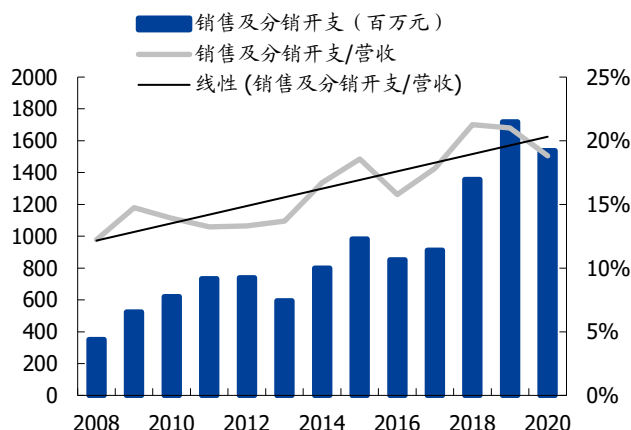
图表 45: 2015-2020 年特步国际不同产品毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

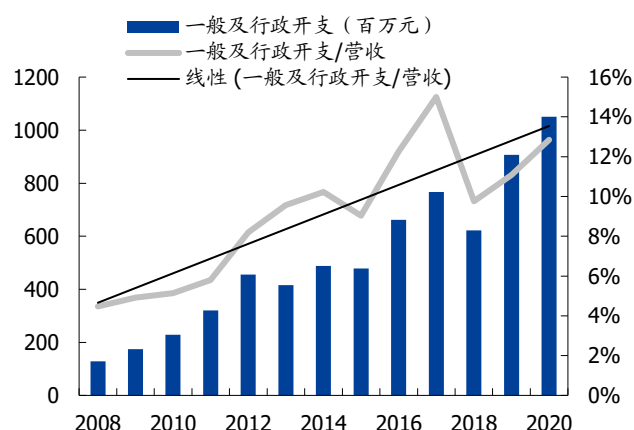
费用开支同公司收入规模扩张同步。2008 年销售及分销开支/一般及行政开支占公司营收比重分别为 12.2%/4.5%，2019 年提升至 21.0%/11.1%。2020 疫情影响赞助和营销活动的开展，公司销售及分销开支同比下降 10%，占营收比重下降到 18.8%。一般及行政开支增长 16%，占营收比重为 12.9%，主要系研发费用增加和疫情影响下应收贸易款项计提减值增加影响，2020 年公司研发费用投入约 223.5 百万元（2019 年：906.3 百万元），占营收比重 12.9%（2019 年：11.1%），计提应收贸易款项减值 25.7 百万元（2019 年：-79.4 百万元）。

图表 46: 2008-2020 年特步国际销售费用/销售费用率 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 47: 2008-2020 年特步国际管理费用/管理费用率 (百万元, %)



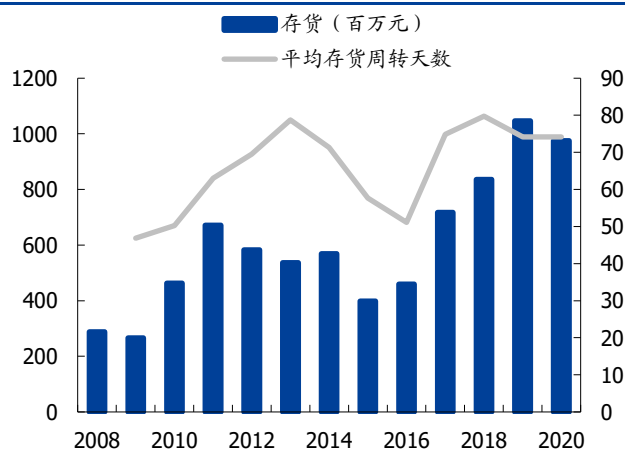
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2 运营指标同公司扩张节奏一致, 现金流状况良好

上市初期存货状况波动较大, 三年变革完成后日趋稳定。2015 年之前存货余额先增后减, 峰值出现在 2011 年, 当年年底存货余额为 6.72 亿元, 较 2008 年扩张近 1.5 倍, 根据公司年报披露, 主要系 2012 年春节来临较早, 提前生产备货春季产品所致; 2015 年后存货余额持续走高, 2019 年达到 10.46 亿元, 参考集团收入走势, 我们判断存货的规模的扩大是为了适应不断上涨的市场需求。经过三年渠道变革, 2017/2018/2019/2020 存货周转天数维持在了 70-80 天左右。

应收账款及票据状况同公司渠道扩张与调整步伐相一致。公司终端渠道经历了上市初期的扩张 (2008-2014) 和之后的扁平化调整 (2015-2017) 两个阶段, 在全经销的渠道模式下, 为了给予代理商支持与帮助, 公司适当的延长信贷期限 (正常情况下信贷期为 3-4 个月), 从而导致应收账款及票据余额和周转天数同步增长。2020 疫情影响终端销售, 应收账款及票据周转天数同比延长 25 天至 137 天, 若剔除有银行或者第三方背书的应收票据, 2020 年应收账款周转天数为 120 天。

图表 48: 2008-2020 年特步国际存货余额及周转 (百万元, 天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

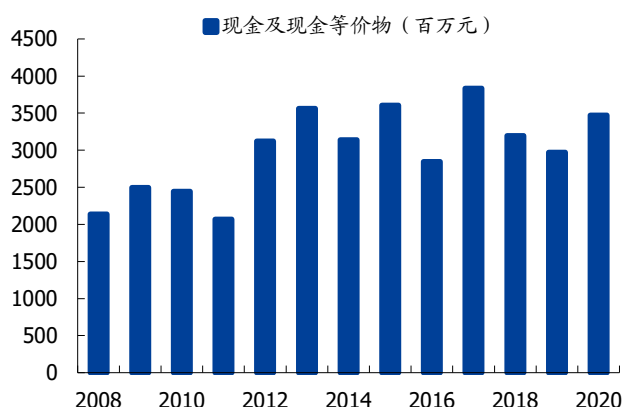
图表 49: 2008-2020 年特步国际应收账款及票据余额及周转 (百万元, 天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

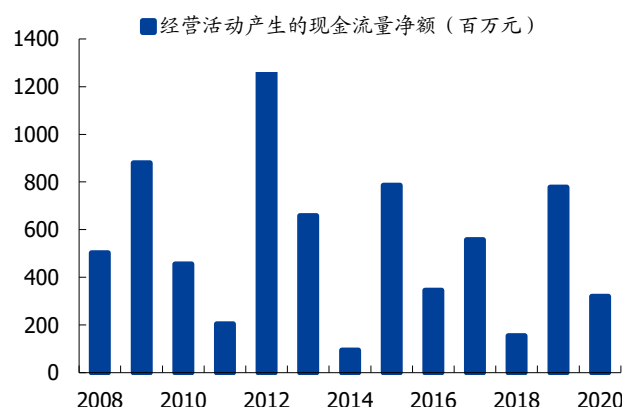
公司上市以来，经营活动现金流持续处于净流入状态，2020 年经营活动现金流为 3.2 亿元，现金及现金等价物余额为 34.72 亿元，现金流状况良好。

图表 50: 2008-2020 年特步国际现金及现金等价物余额 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 51: 2008-2020 年特步国际经营活动产生的现金流量净额 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

线下门店店效进入稳步提升阶段，电商业务变革持续推进，二者合力拉动主品牌终端流水与报表收入增长。

- 经过 2015-2017 年对线下门店进行结构优化，我们认为今后主品牌新店数量的增长会维持在温和的水平，预计在 2021E-2023E 增加 100/80/80 家，店效方面，随着篮球、时尚潮流等新产品系列热度的提升、O2O 模式的带动、以及疫情下代理商大力发展的私域流量运营助力，我们预计店效提升速度将维持在低-中双位数之间。
- 同时，得益于集团对线上/线下供应链的整合，线上专供款产品的设计和质量将大幅度提升，目前电商收入占比已经保持在了 25%，我们判断特步线上业务仍然处于高速发展阶段，规模仍有提升空间，预计 2021E-2023E 年电商收入增速为 28/25/25%。

新品牌在国内的扩张还处于渠道拓展阶段和品牌转型阶段，长期增长可期。我们预计 2021E-2023E 时尚运动增速分别为 30/25/25%，专业运动增速分别为 50/30/30%。

图表 52: 特步集团销售预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
特步主品牌					
代理商门店数量	6349	6021	6121	6201	6281
店效(万元/店/月)	16.16	13.97	16.06	17.67	19.44
代理收入(百万元)	6166.50	5326.10	5933.73	6622.71	7379.51
增速%		-13.6%	11.4%	11.6%	11.4%
电商收入(百万元)	1541.62	1775.37	2272.47	2840.59	3550.73
增速%		15.2%	28.0%	25.0%	25.0%
其他品牌					
时尚运动收入	466.42	999.00	1298.70	1623.38	2029.22
增速%		114.2%	30.0%	25.0%	25.0%
专业运动收入	8.18	72.00	108.00	140.40	182.52
增速%		779.9%	50.0%	30.0%	30.0%
特步集团总收入(百万元)	8182.72	8172.47	9612.90	11227.07	13141.98
增速%		-0.13%	17.63%	16.79%	17.06%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

毛利率恢复增长。我们判断随着疫情逐渐褪去, 主品牌对于经销商支持将恢复常态, 同时高毛利的新品牌贡献将会增加, 因此我们判断公司毛利率的增长势头将会恢复, 2021E-2023E 毛利率预计为 42/42.4/42.7%。

短期费用率仍将处于较高位置, 长期在规模效应下会逐渐降低。对于主品牌而言, 随着三年变革的完成, 未来的费用率将保持稳定, 但是新收购(合资)品牌的扩张力度仍然较大, 同时考虑到奥运会体育品牌会加大宣传和营销力度, 因此我们判断短期内, 集团费用率仍然会维持在一个相对较高的水平。

图表 53: 特步集团盈利假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	43.4%	39.1%	42.0%	42.4%	42.7%
- 销售费率	21.0%	18.8%	21.2%	21.1%	20.8%
- 管理费率	8.7%	12.9%	10.0%	9.8%	9.8%
净利率	8.9%	6.3%	7.1%	7.2%	7.4%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

5.2 估值与投资建议

绝对估值: 按照 DCF 估值法, 假设永续增长率为 2%、WACC 为 9.08%, 进行敏感性分析, 得出估值区间为 8.85-11.83 港元, 预计 2021 年 EPS 为 0.26 元人民币, 汇率转换后对应 2021 年 PE 为 28.9-38.7 倍。

图表 54: 绝对估值敏感性分析 (港币)

g WACC	永续增长率	1.24	1.37	1.50	1.65	1.82	2.00	2.20	2.42	2.66	2.93	3.22
		%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
5.69%		17.25	17.65	18.13	18.68	19.34	20.14	21.11	22.32	23.86	25.87	28.60
6.26%		15.23	15.54	15.89	16.31	16.80	17.38	18.08	18.94	20.01	21.36	23.13
6.88%		13.49	13.72	13.99	14.30	14.66	15.09	15.60	16.22	16.97	17.91	19.10
7.57%		11.97	12.14	12.35	12.58	12.86	13.17	13.55	14.00	14.54	15.20	16.01
8.33%		10.64	10.78	10.93	11.11	11.31	11.55	11.83	12.16	12.55	13.02	13.59
9.16%		9.48	9.58	9.70	9.84	9.99	10.17	10.37	10.61	10.90	11.24	11.65
10.08%		8.46	8.54	8.63	8.73	8.85	8.98	9.13	9.31	9.52	9.77	10.06
11.09%		7.56	7.62	7.69	7.76	7.85	7.95	8.07	8.20	8.35	8.53	8.74
12.20%		6.77	6.81	6.86	6.92	6.99	7.06	7.15	7.25	7.36	7.49	7.65
13.42%		6.06	6.10	6.14	6.18	6.23	6.29	6.35	6.42	6.51	6.60	6.72
14.76%		5.44	5.47	5.50	5.53	5.57	5.61	5.66	5.71	5.77	5.84	5.93

资料来源: 国盛证券研究所测算

相对估值: 我们预计公司 2021E-2023E 年归母净利润分别为 6.86/8.04/9.67 亿元, 增速为 33.8/17.2/20.3%, 现价 6.25 港币, 对应 21 年 PE 为 20.1 倍, 低于行业平均水平, 高于 361 度。安踏体育和李宁的领先优势大幅提升行业均值, 综合考虑特步中短期盈利能力的提升, 我们认为其估值水平应接近行业均值。

图表 55: 可比公司估值表

	股价 (港币)	EPS (人民币)					PE				
	5 月 10 日	19A	20A	21E	22E	23E	19A	20A	21E	22E	23E
李宁	64.5	0.60	0.68	0.93	1.19	1.49	32.31	65.74	57.82	45.06	35.99
安踏体育	139.6	1.99	1.89	2.89	3.66	4.45	31.59	54.17	40.01	31.67	26.01
361 度	2.94	0.21	0.20	0.20	0.24	0.26	6.08	4.53	12.45	10.33	9.53
行业平均							41.48	36.76	29.02	23.84	

资料来源: Wind 一致预期, 国盛证券研究所绘制

投资建议: 公司专注专业跑步领域, 在细分行业具有领先优势, 并且随着电商业务的持续优化和新收购品牌的不断扩张, 我们预计公司 2021E-2023E 收入为 96.12/112.26/131.41 亿元, 同比增长 17.6/16.8/17.1%, 归母净利润为 6.86/8.04/9.67 亿元, 同比增长 33.8/17.2/20.3%, 现价 6.25 港币, 对应 21 年 PE 为 20.1 倍, 目标价 10 港币, 对应 21 年 PE 为 33 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

新品牌拓展不及预期。高度集中的体育市场导致竞争加剧, 头部运动品牌公司 (耐克、阿迪达斯) 在细分运动领域也不断发力, 新收购品牌受到挤压, 表现存在不确定性。

过度娱乐营销影响主品牌专业运动形象。主品牌特步过度进行娱乐营销可能会影响在大众消费者心中的专业运动形象, 从而对产品的销售产生不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com