

特步国际 (01368.HK)

特立独行，步步为赢

——特步国际首次覆盖报告

	郝帅 (分析师)	方榕佳 (研究助理)	丁凡 (研究助理)
	010-59312799	010-59312799	010-59312799
	haoshuai@gtjas.com	fangrongjia@gtjas.com	dingfan@gtjas.com
证书编号	S0880518020004	S0880118060005	S0880119010026

评级: 增持

当前价格 (港元): 4.54

2019.06.22

交易数据

52周内股价区间 (港元)	3.81-6.74
当前股本 (百万股)	2495
当前市值 (百万港元)	11326

本报告导读:

国内著名运动品牌，专注跑步，有望享受行业红利。三年改革效果突出，产品竞争力提升，市场份额增加，合资收购进军高端市场，首次覆盖给予增持评级。

摘要:

- **首次覆盖给予增持评级。**公司作为著名本土运动品牌，专注跑步领域，形成自身核心优势。前期三年改革成效显著，业绩拐点到来，近期合资收购进军高端市场，未来成长空间打开。预计2019-2021年净利润为7.93/9.41/11.03亿人民币，同比增长20.7%/18.8%/17.2%，当前市值对应2019年PE约为13倍，首次覆盖给予增持评级。
- **体育行业蒸蒸日上，国产品牌迎来新机遇。**借助产业政策红利，体育行业近年来保持高速增长，2018年我国体育服饰市场规模达到2648亿元，同比19.52%。伴随人均收入水平提升和健康理念的不断普及，预计未来5年仍将保持年均10%左右的增速。目前全球体育市场份额不断向头部品牌集中，呈现龙头优势，国际体育品牌占据领先地位。在消费新环境下，国内消费者的购物偏好逐渐从品牌化向功能化和体验性转变，国货关注度提升，国产品牌赢得有利发展机会。
- **三年改革，厚积薄发。**公司经历前期的三年改革，边际改善显现，2018年收入利润均恢复增长。产品方面，科技研发围绕核心跑步产品，联合全球知名供应商，形成完备功能性体系。宣传领域，赞助马拉松赛事多达，提升品牌与跑步运动的关联性，开展同时娱乐营销，贴近年轻消费者。渠道扁平化改革，减少经销商层级，精准掌握销售数据和渠道库存。线下利用大数据合理引导开店，2018年渠道数量达到6230家，净开店230家，六年来首次恢复正增长。线上O2O模式助力存货共享，推动电商销售创新高，收入占比达到20%。
- **进军中高端市场，丰富品牌阵容。**2019年公司首先通过合资方式运营中高端运动品牌，试水市场。后续进一步收购K-Swiss和Palladium，利用国内渠道资源优势助力国际知名品牌，多品牌阵营初具雏形。伴随中高端品牌和产品的不断丰富，有效弥补现有市场空缺，协同效应值得期待，为后续业务开拓营造新的空间。
- **风险提示:**新品牌运作、电商销售不及预期，运动服饰行业消费放缓。

财务摘要 (百万人民币)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5295	5397	5113	6383	7631	8915	10170
(+/-)%	10.8%	1.9%	-5.2%	24.8%	19.6%	16.8%	14.1%
毛利润	2237	2331	2244	2828	3407	3985	4562
净利润	623	528	408	657	793	941	1103
(+/-)%	30.2%	-15.2%	-22.7%	60.9%	20.7%	18.8%	17.2%
PE	15.95	18.81	24.33	15.13	12.53	10.55	9.00
PB	2.05	2.00	1.90	1.86	1.85	1.83	1.82

目录

1. 崛起的本土运动品牌.....	5
1.1. 跑鞋龙头拐点验证.....	5
1.2. 股权结构集中、分红率高.....	6
2. 体育行业量、质齐升，国产品牌机遇与挑战并存.....	7
2.1. 体育服饰行业增长迅速，构成优质赛道.....	7
2.2. 未来看点：消费结构升级、政策支持叠加运动观念普及驱动体育服饰消费增长.....	8
2.2.1 驱动 1：人均收入水平提升.....	8
2.2.2 驱动 2：体育产业政策红利.....	8
2.2.3 驱动 3：健康理念的普及和运动热潮.....	10
2.3. 行业竞争格局集中，国货品牌冉冉升起.....	11
2.3.1 全球运动服饰市场龙头强势，集中趋势愈显.....	11
2.3.2 行业集中度高，龙头份额持续提升.....	12
2.3.3 国产品牌恢复生机，消费升级趋势下迎来机会.....	12
3. 三年改革成效显著，科研渠道宣传多方位边际改善.....	13
3.1. 产品研发宣传围绕品牌形象转变，抓铁有痕，踏石留印.....	13
3.1.1 专注跑鞋领域，提升产品科技含量.....	13
3.1.2 打造专业跑步形象，聚焦年轻消费群体，加大海内外品牌宣传力度.....	15
3.2. 供应链模式更加灵活，引流效应改变自产比率.....	17
3.3. 线上线下双管齐下进行渠道扩张.....	17
3.3.1 线下扁平化改革成效显著，店铺精细化管理提升店效.....	17
3.3.2 O2O 模式推动存货共享，线上线下深度合作实现共赢.....	19
4. 收购+合资进军高端市场，多品牌运营初具雏形.....	20
4.1. 成立合资公司，试水高端市场.....	20
4.2. 收购 E-land 子公司，配股有效降低成本.....	21
4.3. 多品牌策略进入关键阶段，协同效应值得期待.....	22
4.3.1 引入国际知名品牌，丰富多品牌矩阵.....	22
4.3.2 多品牌梯队搭建中，持续打开未来增长想象空间.....	22
5. 营收增长加速，净利润大幅改善.....	22
6. 盈利预测.....	25
7. 风险提示.....	25

图片目录

图 1: 鞋类为公司主要营收构成.....	5
图 2: 公司逐步成长为世界知名品牌.....	6
图 3: 公司的股权集中度较高.....	6
图 4: 运动服饰市场规模加速增长.....	7
图 5: 城镇居民人均可支配收入稳定提升.....	8
图 6: 2017 年中国与美、日运动服饰人均消费对比.....	8
图 7: 体育产业政策体制发展的五个阶段.....	9
图 8: 国内体育设施建设日益完善.....	9
图 9: 马拉松赛事举办急剧增加.....	10
图 10: 马拉松赛事参与火热.....	10
图 11: 中国跑者跑步装备消费逐年上升.....	11
图 12: 中美跑者跑步生涯 (25-70 岁) 鞋服花费对比.....	11
图 13: 运动服饰主要国产品牌不断成长.....	13
图 14: 鞋类主要国产品牌份额逐渐提升.....	13
图 15: 公司赞助多场马拉松及跑步赛事.....	16
图 16: 公司在全国多地成立跑步俱乐部.....	16
图 17: 赞助“中国新说唱”.....	16
图 18: 公司在班加罗尔开设新店.....	16
图 19: 2008-2018 年公司门店数量先调整后恢复.....	18
图 20: 公司线下渠道扁平化改革.....	18
图 21: 公司新门店形象.....	19
图 22: 公司单店年收入提升.....	19
图 23: 迈乐户外运动鞋和圣康尼跑鞋.....	20

表格目录

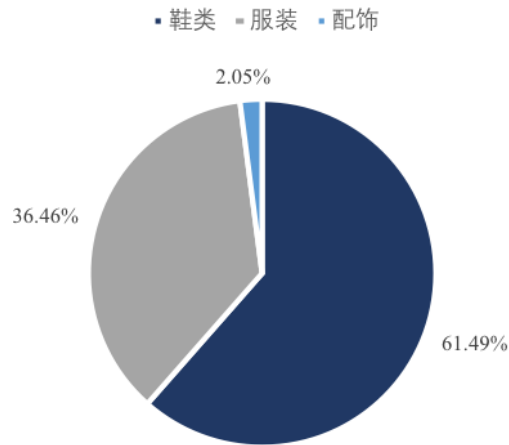
表 1: 2018 年公司收入增长 24.81%，净利润增长 60.86%	5
表 2: 公司分红比例较高	7
表 3: 全球主要市场运动服饰行业市场份额高度集中	11
表 4: 2013-2018 年国际市场龙头公司市占率情况	12
表 5: 我国运动服饰行业市场份额持续向龙头集中	12
表 6: 研发费用投入逐年提升	14
表 7: 主要鞋履科技	14
表 8: 主要服装科技	15
表 9: 鞋履自产占比高于服装	17
表 10: 电商收入占比不断提升	19
表 11: E-land footwear 财务状况	21
表 12: 被收购公司子品牌盈利情况	21
表 13: 2018 公司营业收入增长显著	23
表 14: 鞋履收入占比较高，毛利率提升	23
表 15: 公司 2018 年管理费用率有所改善	24
表 16: 公司 2018 年净利润显著增加	24
表 17: 应收账款周转大幅改善，存货周转天数略增	24

1. 崛起的本土运动品牌

1.1. 跑鞋龙头拐点验证

本土领先体育用品集团，品牌地位不断提高。公司成立于2001年，2008年6月在香港上市，为中国前三大本土体育用品品牌之一。特步品牌主要面向大众市场，以高性价比获得消费者的青睐。产品包含鞋履、服装、配饰等领域。公司注重专业跑步，全力打造中国跑者首选品牌，连续四年蝉联中国赞助最多马拉松赛事的运动品牌，在行业中独树一帜。

图 1：鞋类为公司主要营收构成



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

收入增长较快，净利润同比大幅增长。得益于品牌定位、产品创新、零售网络和运营管理三方面改革成效的逐步显现，公司门店数量拓展、同店销售增长，2018年公司收入同比增长24.81%至63.99亿元。由于产品力加强、售罄率提升，销售毛利率和净利率同步改善，叠加应收账款减值拨回，归母净利润同比增长60.86%至6.57亿元，利润增速高于收入增长，业绩弹性显现。

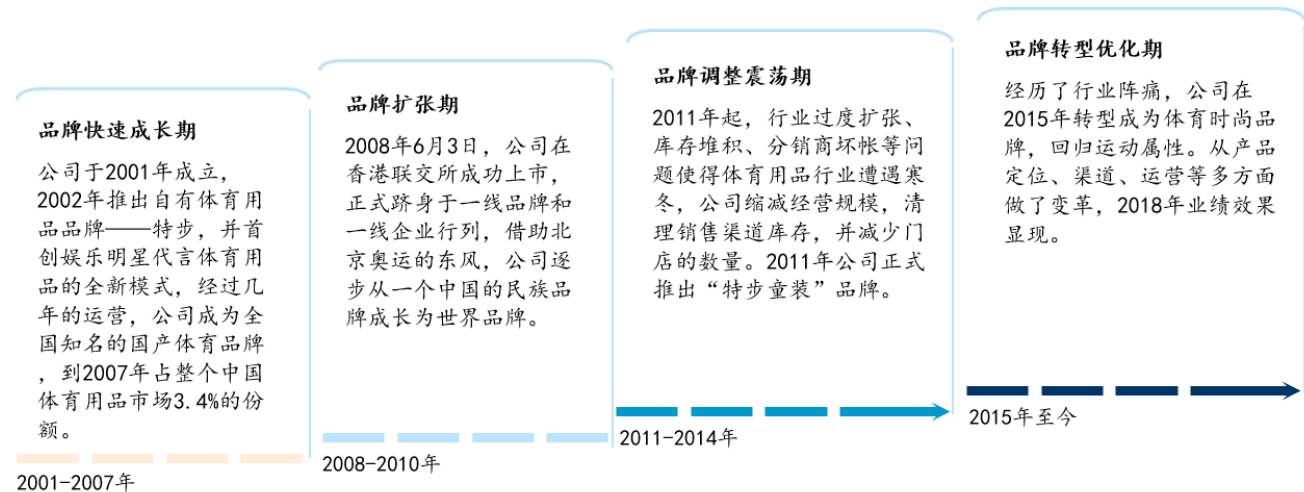
表 1：2018 年公司收入增长 24.81%，净利润增长 60.86%

单位：亿元	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
收入	47.81	52.98	54.00	51.27	63.99	低双位数
yoy	10.02%	10.81%	1.91%	-5.05%	24.81%	-
净利润	4.78	6.23	5.28	4.08	6.57	-
yoy	-21.12%	30.25%	-15.22%	-22.68%	60.86%	-

数据来源：wind，公司公告，国泰君安证券研究（注：19Q1 为终端零售收入增速）

三年改革有望成为业绩增长新动力。公司于2002年开始运营特步品牌，前期主要借助线下门店的快速扩张而迅速成长。乘势奥运会东风逐步扩大品牌影响力，2011年推出童装业务。受到行业不景气影响，前期渠道野蛮增长引发诸多问题，库存积压导致销售下滑，公司经历了震荡调整期。2015年开始启动三年改革，对自身的销售渠道、营销和产品进行了大幅调整。经过三年得优化，改革效果开始显现，有望助推公司业绩可持续增长。

图 2：公司逐步成长为世界知名品牌

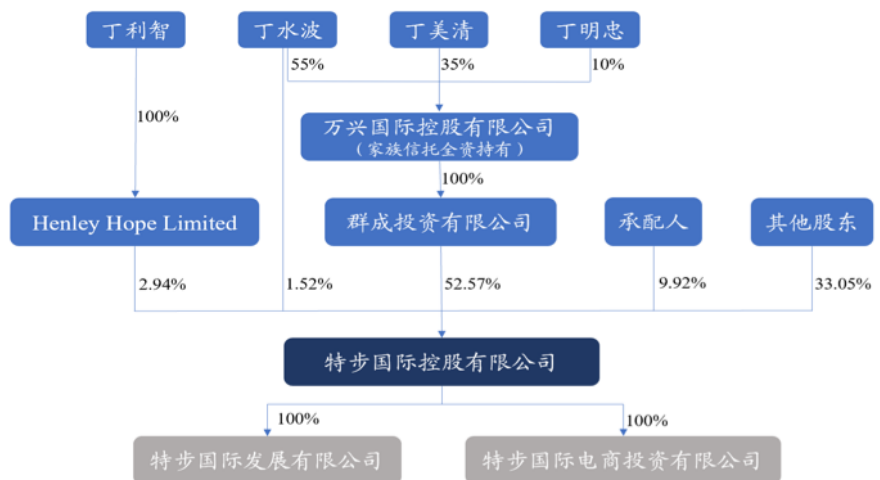


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

1.2. 股权结构集中、分红率高

公司股权集中于丁氏家族。公司第一大股东为群成投资有限公司，持股比例达到 52.57%，群成投资由万兴国际持有全部权益，丁水波先生、丁美清女士、丁明忠先生通过家族信托持有万兴国际全部股份。公司实际控制人丁水波直接持有 1.52% 并通过万兴国际间接持有 28.91% 股份，Henley Hope Limited 持股 2.94%，由丁水波及其女儿丁利智全资拥有。丁氏家族持有公司股份 57.03%，股权结构稳固。

图 3：公司的股权集中度较高



数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：股权比例数据截止 2019 年 4 月 10 日）

注重股东回报，分红比例较高。公司自 2008 年上市以来，每年都向股东进行利润分配，累计分红 42.86 亿元，平均分红率 60.83%。从近 5 年情况来看，分红比例都超过 60%；尤其是 2017 年，该年为庆祝上市十周年派发特别股息，公司派息比例高达 105.02%。

表 2: 公司分红比例较高

年份	2014	2015	2016	2017	2018
现金分红总额 (亿元)	2.83	3.77	3.27	4.29	4.14
股利支付率 (%)	59.30%	60.47%	61.99%	105.02%	63.06%
每股股利 (税前, 元)	0.13	0.17	0.15	0.19	0.18

资料来源: wind, 国泰君安证券研究

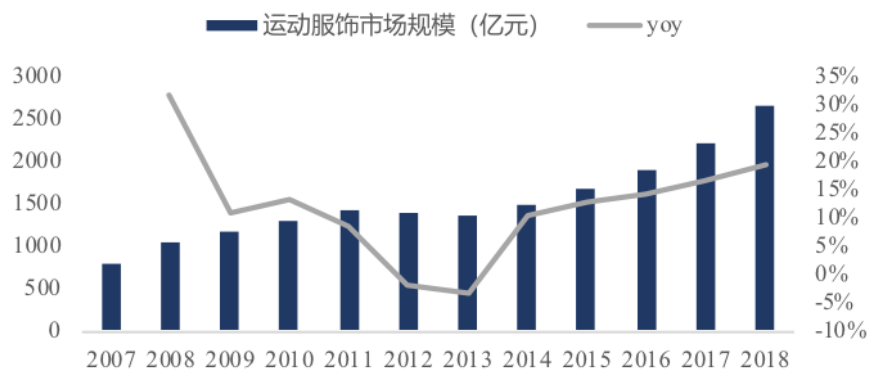
2. 体育行业量、质齐升, 国产品牌机遇与挑战并存

2.1. 体育服饰行业增长迅速, 构成优质赛道

体育服饰消费快速增长, 18 年增速创近年新高。我国体育服饰市场发展呈现以下三个阶段。(1) 2007-2011 年体育服饰行业处于快速增长阶段, 受到宏观经济增长奥运会赛事的刺激, 体育服饰行业扩张迅速, 07-11 年复合增速 15.74%, 08 全年行业增速超过 30%。(2) 2012-2014 年行业处于增速放缓阶段, 主要原因在于: 以往年度各公司加快跑马圈地, 渠道内积压了大量库存, 12 年开始伴随宏观消费趋弱, 行业进入去库存阶段, 市场增速相应滑落, 12-14 年复合增速为 3.22%。(3) 2015 年至今行业进入市场规模稳定增长阶段。随着行业内各公司去库存的结束以及渠道调整的完成, 体育服饰市场逐渐复苏, 15-18 年复合增速回升至 16.62%。

在当前的体育消费结构中, 运动服饰等“实物型消费”依然是主要构成, 在国家大力支持体育产业发展等有利背景下, 近年来体育服饰行业增速逐年提升, 2018 年我国体育服饰市场规模达到 2648 亿元, 较 17 年增加 19.52%, 增速达到近五年新高。根据 Euromonitor 的预测, 未来 5 年体育服饰市场仍将保持年均 10% 左右的增速, 至 2023 年有望突破 4000 亿产值。

图 4: 运动服饰市场规模加速增长



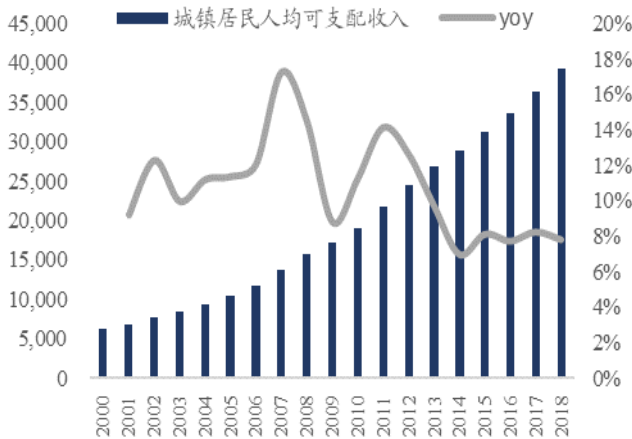
数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

2.2. 未来看点：消费结构升级、政策支持叠加运动观念普及驱动体育服饰消费增长

2.2.1 驱动 1: 人均收入水平提升

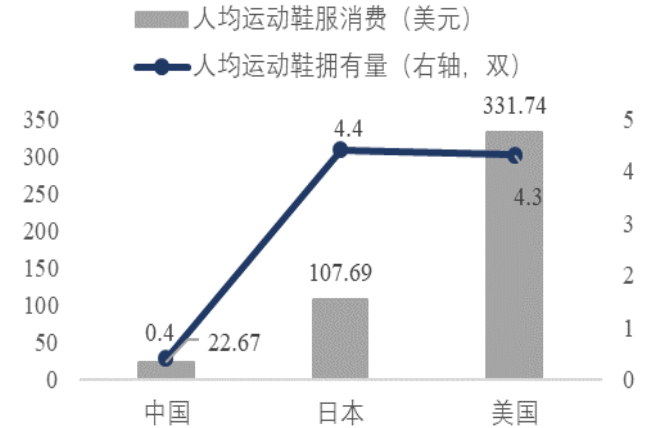
中产阶级扩张叠加运动消费能力提升，促进体育消费规模扩大。体育消费属于发展性消费，一定程度上受到经济基础和消费能力的影响。随着千禧一代的日益崛起和城市化进程下城镇居民人均可支配收入的逐年稳步提升，我国中产阶层不断壮大，中国的消费升级正在进行中，体育消费受众规模持续扩大。人均消费方面，前瞻产业研究院数据显示，中国人均运动鞋拥有量为 0.4 双，距美国人均 4.3 双、欧洲 3.7 双、日本 4.4 双还有很大差距。而从运动服饰人均消费情况来看，2017 年国人在运动服装方面的人均支出不及日本的四分之一、美国的十四分之一，仍有较大提升空间，未来体育服饰产业市场前景广阔。

图 5：城镇居民人均可支配收入稳定提升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 6：2017 年中国与美、日运动服饰人均消费对比



数据来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，国泰君安证券研究

2.2.2 驱动 2: 体育产业政策红利

回顾体育产业发展历程，以政策导向作为阶段划分的依据，自 1978 年体育产业市场化至今，我国体育产业发展大致可分为萌芽期、探索期、成型期、资本深入期、结构调整期五个阶段，**我国体育产业体制、机制不断完善，各级政府持续加强政策支持力度**。在政策利好背景下，体育产业呈现蓬勃发展态势，国家统计局数据显示，2017 年全国体育产业总规模为 2.2 万亿元，增加值为 7811 亿元，总体产值保持高速增长。当前体育产业正处于结构调整期，呈现市场主导、创新驱动的升级发展趋势，有望为产业后续可持续发展奠定基础。2016 年《体育产业发展“十三五”规划》提出到 2020 年实现体育产业总规模超过 3 万亿，从业人员数超过 600 万人、体育服务业增加值占比超过 30% 等目标。

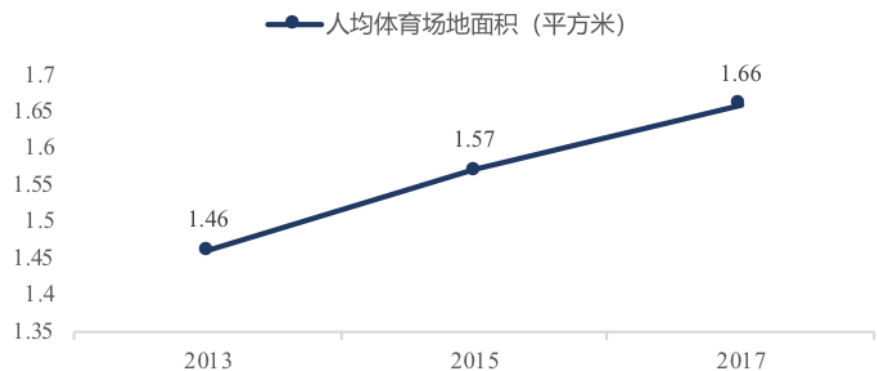
图 7: 体育产业政策体制发展的五个阶段



数据来源: 国家体育总局, 国泰君安证券研究

在国家及地方政策的大力支持下, 国内体育设施建设日益完善。2013-2017年体育场地数量从169.5万个增加至195.7万个, 人均体育场地面积从1.46增至1.66平方米。根据《体育发展“十三五”规划》, 2020年人均体育场地面积预计有望提升至1.8平方米。尽管体育设施建设已持续推进多年, 当前我国人均体育场地面积仍与发达国家之间存在显著差距, 我国人均体育场地面积不及美国人均体育场地面积16平方米的十分之一, 体育设施供给仍旧不足。今后伴随我国城市化进程的加快以及“全民健身计划”的进一步落实, 参与体育锻炼的人口数量及全国体育场地面积将继续攀升, 体育健身消费规模也有望随之扩大, 带动运动服饰市场的增长。

图 8: 国内体育设施建设日益完善



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

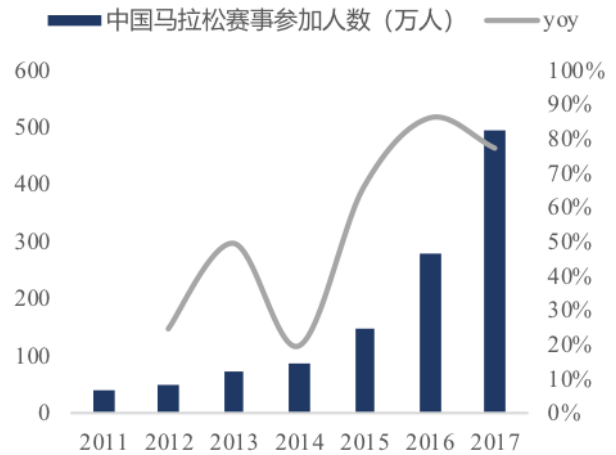
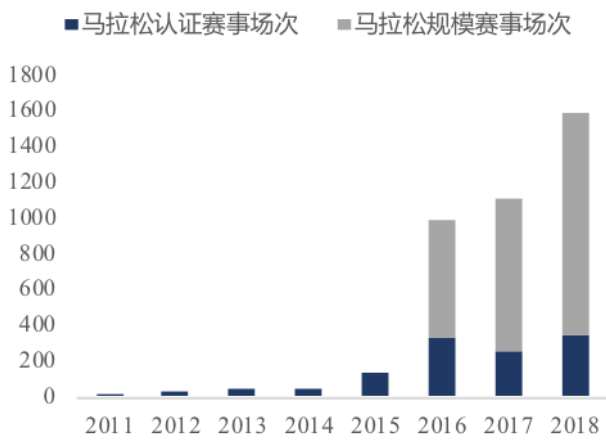
2.2.3 驱动 3: 健康理念的普及和运动热潮

运动健康观念盛行，体育健身人口数量增加。随着城市化水平及人民生活水平的提高，健康意识以及健身及健康生活方式在我国消费者中日益盛行。体育总局数据显示，2017 年有 5.5 亿人经常参加体育锻炼，占总人口比例达到 41.3%，较 2007 年 28% 的水平有了大幅提升。美国 2005 年“积极参与体育锻炼”（标准略高于我国的“经常参加体育锻炼”标准）的人口比例就已达到了 49%，相比之下中国体育健身参与度还有很大提升空间。

国内掀起马拉松热潮，进一步推动专业跑步市场规模扩张。跑步运动门槛较低、受众广泛叠加政策支持力度加大，带动近年来马拉松热潮的出现。赛事举办与参与人次方面，中国马拉松赛事数量在 2016 年从 100 场左右迅速增加至近千场，2018 年仍维持增速 43.5% 的快速增加状态。2017 年，近 500 万人参加了国内超过 1100 场马拉松及跑步赛事，总参加人数同比增长 77.9%。随着未来几年马拉松赛事继续向低线城市渗透下沉，预计 2020 年，马拉松赛事总参加人数将突破 1000 万人。跑步鞋服装备人均支出方面，2015-2018 年中国跑者跑步装备消费逐年上升，对比美国跑者相关鞋服花费情况来看，中国跑者鞋服开支仍有较大上升空间，尤其是低档消费人群。跑步及马拉松运动的火热推广以及参与者消费水平的提升为专业跑步用品领域的快速发展提供了绝佳契机。

图 9: 马拉松赛事举办急剧增加

图 10: 马拉松赛事参与火热



数据来源: 2018 中国马拉松大数据分析报告, 国泰君安证券研究

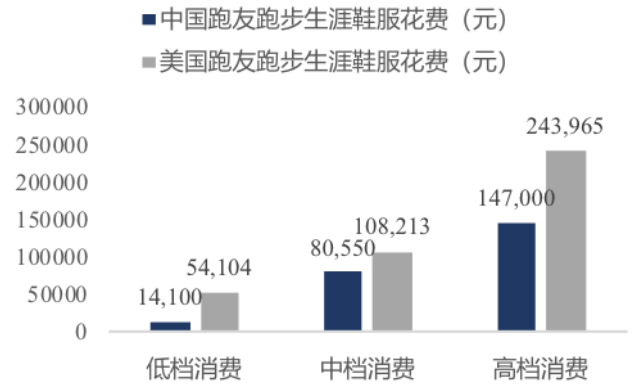
数据来源: 前瞻产业研究院, 国泰君安证券研究

图 11: 中国跑者跑步装备消费逐年上升



数据来源: 2015 年中国跑步人群调查研究报告、中国跑者调查(2016)、爱燃烧、中国跑者大数据调查报告(2018), 国泰君安证券研究

图 12: 中美跑者跑步生涯 (25-70 岁) 鞋服花费对比



数据来源: 《跑者世界》等, 国泰君安证券研究

即将到来的 2020 年东京奥运会及 2022 年北京冬奥会有望带来新一波运动热潮。从 2008 年北京奥运会经验来看, 大型赛事的举办能够推动体育消费的增长, 运动服饰行业 08 年的超过 30% 的高速增长就很大程度源于奥运会赛事举办的刺激。因此在 2020 年东京奥运会及 2022 年北京冬奥会即将举办的环境下, 国内体育服饰增长有望进一步加快。

2.3. 行业竞争格局集中, 国货品牌冉冉升起

2.3.1 全球运动服饰市场龙头强势, 集中趋势愈显

国际运动服饰市场行业集中度高, 高端品牌占领市场。由于强调产品品质、品牌及功能性, 运动服饰行业格局较其他服装子行业更为集中, 并且 2013 年至 2018 年间, 运动服饰行业全球主要市场的集中度仍在不断攀升, CR10 从 13 年的 43.25% 上升 5.6pct 至 48.86%, 龙头企业占据大量市场份额。Nike 及 adidas 领先地位稳固, 从最新 18 年情况来看, 二者市占率合计接近 30%。

表 3: 全球主要市场运动服饰行业市场份额高度集中

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
CR3	30.69%	31.41%	32.36%	32.89%	33.29%	33.53%
CR5	35.32%	36.49%	38.26%	39.04%	39.35%	39.72%
CR10	43.25%	45.15%	47.32%	48.07%	48.27%	48.86%

数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究 (注: 全球主要市场包括中国大陆、日本、韩国、台湾、香港、美国、英国市场)

表 4: 2013-2018 年国际市场龙头公司市占率情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Nike Inc	18.11%	19.30%	20.33%	20.42%	19.93%	19.33%
adidas Group	8.22%	7.59%	7.74%	8.50%	9.68%	10.62%
VF Corp	4.35%	4.52%	4.30%	3.97%	3.68%	3.58%
Skechers USA Inc	1.74%	2.00%	2.48%	2.60%	2.84%	3.14%
Anta (China) Co Ltd	1.31%	1.56%	1.86%	2.08%	2.36%	3.05%
Under Armour Inc	2.55%	2.99%	3.42%	3.55%	3.22%	2.94%
New Balance Athletic Shoe Inc	1.91%	2.09%	2.17%	2.21%	2.11%	1.91%
Columbia Sportswear Co	1.59%	1.74%	1.74%	1.64%	1.51%	1.54%
Puma SE	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.38%
Asics Corp	2.09%	2.04%	2.00%	1.81%	1.61%	1.36%

数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

2.3.2 行业集中度高, 龙头份额持续提升

运动服饰行业格局集中, 品牌格局呈现金字塔型结构。从时间角度看, 中国运动服饰市场 CR5 从 2016 年的 54.9% 提升至 2018 年的 61.5%, 头部公司市场份额仍在不断提升, 呈现强者恒强的趋势。从品牌来看, 呈现金字塔型结构, Adidas、Nike 等国外品牌占据高端市场, 国内品牌受众众多居于大众低端市场, 其中安踏、李宁、特步等国内运动龙头占据中端运动消费市场, 渠道重点布局于二三线城市。

表 5: 我国运动服饰行业市场份额持续向龙头集中

	2016	2017	2018
CR3	42.80%	48.90%	49.60%
CR5	54.90%	58.20%	61.50%
CR10	72.10%	73.00%	78.50%

数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

2.3.3 国产品牌恢复生机, 消费升级趋势下迎来机会

国货受关注度逐渐提升, 国产品牌有望获得市场机会。瑞士信贷 2018 年新兴消费者调查显示, 购买国货对当地消费者来说更能凸显时尚; 以及根据腾讯 00 后研究报告 (2018), 千禧一代重视个人的购物体验, 而不再仅仅只注重国外品牌。由此可见国内消费者对体育用品的偏好正在经历从追求国外品牌到注重性能、体验的重要转变。在此影响下, 运动服饰及鞋类市场主要国产品牌市场份额均成上升态势, 2013-2018 年运动服饰国产 CR3 从 17.8% 上升至 21.8%, 鞋类市场国产品牌 CR3 从 3.8% 快速提升至 7.1%, 反映出国产体育品牌对市场影响力的逐步提升。未来这一新的消费趋势将有望给国产运动品牌提供更有利的发展机会。

图 13: 运动服饰主要国产品牌不断成长



数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

图 14: 鞋类主要国产品牌份额逐渐提升



数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

3. 三年改革成效显著, 科研渠道宣传多方位边际改善

3.1. 产品研发宣传围绕品牌形象转变, 抓铁有痕, 踏石留印

3.1.1 专注跑鞋领域, 提升产品科技含量

以跑鞋为核心, 形成五大产品系列。公司立志于成为中国跑者的首选品牌, 产品研发更加着重于跑步用品及相关配套, 全方位满足不同专业程度的跑者在鞋履及衣着上的功能需要。主打跑鞋共分为减震旋科技、柔立方科技、驭光科技、动力巢科技和气能环科技五大产品系列, 利用独家专利技术, 为跑者提供舒适跑步体验。公司为专业跑者开发“竞速”系列跑鞋。其中, “竞速 160”跑鞋的重量仅 160 克, 针对专业精英跑者设计; “竞训 300”跑鞋则强化了减震功能, 并防止过度外翻。此外公司还积极推出新款联名款鞋履, 与 Smiley 推出联名板鞋, 与孩之宝推出刀锋 II 变形金刚联名 AG 足球鞋, 充分利用知名 IP 的号召力增强产品吸引力。

功能性体育用品与生活产品丰富产品种类。公司的产品主要分为功能性体育产品和生活产品两大类。功能性体育用品中除了核心产品跑鞋之外, 还覆盖羽绒服/棉服、运动 T 恤、运动裤装和综训类产品等。生活产品与国际运动休闲风接轨, 按照风格划分为都市、街头、活力三大系列, 引领潮流, 彰显个性, 符合年轻消费者时尚品味。

加大运动科技研发投入, 形成自身独有技术优势。一直以来公司重视新技术的研发与创新, 早在 2015 年便建立了运动科学与工程实验室。该实验室开展的跑者测试计划, 通过对志愿跑者的步伐姿态、鞋底缓震等数据的收集, 形成跑者大数据库, 助力鞋履科技研发。公司积极投入研发费用, 研发费用由 2014 年的 1.08 亿元提升至 2018 年的 1.66 亿元, 研发费用占收入比重也由 2.2% 稳步提升至 2.6%。伴随对于科研的不断支持, 公司产品科技含量显著提升, 研发投入产出比持续改善。

表 6: 研发费用投入逐年提升

	2014	2015	2016	2017	2018
研发费用 (亿元)	1.075	1.213	1.382	1.434	1.663
yoy		12.84%	13.93%	3.76%	15.97%
研发费用率	2.2%	2.3%	2.6%	2.8%	2.6%

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

完备鞋履科技体系, 提升服装科技含量, 全方位提升使用体验。公司目前的鞋履科技分为“舒适易跑”“动力畅跑”“竞速快跑”三大领域, 分别针对运动中追求舒适感的跑者、运动中追求功能感和舒适感俱佳的跑者、寻求高性能跑鞋的跑者。公司的五大跑鞋产品系列即对应着五大产品科技。此外, 公司还与国际知名供应商精诚合作, 开发新型专业原材料, 全方位提升产品科技含量, 提升鞋履产品用户体验。例如, 公司与陶氏化学公司开发的 Softpad 科技使鞋垫更贴合脚型, 与 3M 公司合作研发的新雪丽高效暖绒使得冬季鞋履产品更加轻便保暖, 等等。公司服装科技领域已形成由 XTEP-DRY、XTEP-COOL、XTEP-WARM、XTEP-COMFORT、XTEP-SHIELD 和 XTEP-STRONGER 构建而成的全方位体系, 全面提升服装的速干、恒温、防护和解乏性能。

表 7: 主要鞋履科技

名称	动力巢	减震旋	柔立方	聚能弹
标志				
功能	在吸震的同时储存回弹能量实现缓震, 优化跑者脚感	通过特步独有的 DNA 无限循环镂空结构实现减震回弹, 使跑者更加舒适	利用立方体模块和记忆体材料增强鞋底缓震能力	由高弹 TPU 组合形成的储能材料, 增强鞋底弹性
名称	透气网	气能环	Softpad	新雪丽
标志				
功能	使用一片式立体双层编织工艺, 网孔分布充分考虑运动受力, 充分贴合脚面, 增强透气性能	通过对气囊形状的改良, 使得气囊系统更好地发挥减震功效	记忆材料可以根据每个跑者的不同脚型调整适应, 增强贴合感	可以使得冬季产品更加轻便保暖

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

表 8: 主要服装科技

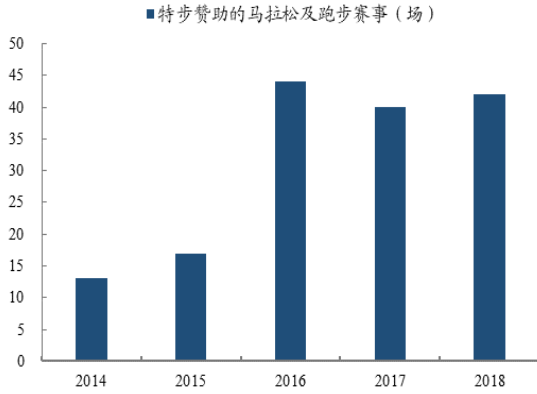
名称	XTEP-DRY	XTEP-COOL	XTEP-WARM
标志			
功能	通过改进纱线及编制排列, 达到速干效果, 快速排汗	材料纤维中附着凉感木糖醇, 提高散热速度, 带来持久冰感体验	陶瓷印花科技吸收反射人体远红外线, 无缝充绒工艺+挡板式聚热结构以及中空纤维技术形成空气层可提升冬季产品保温性能
名称	XTEP-COMFORT	XTEP-SHIELD	XTEP-STRONGER
标志			
功能	Sorona 面料的引进、X-S.E.T.运动弹性科技和无缝一体工艺的应用, 提升面料弹性, 降低运动摩擦	面料中的助剂可有效抵御紫外线, 面料上的图层可以达到防水透湿的功效	面料可释放有益负离子, 缓解运动疲劳

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

3.1.2 打造专业跑步形象, 聚焦年轻消费群体, 加大海内外品牌宣传力度

赞助马拉松赛事, 树立“中国跑者的首选品牌”形象。公司的战略定位由“针对中国大众市场的时尚体育用品品牌”转变为“中国跑者的首选品牌”, 品牌形象更加清晰, 目标客户更加鲜明。公司在过去四年中蝉联中国赞助马拉松赛事最多的体育用品品牌, 于 2018 年赞助的 42 场马拉松赛事的总参与人数达到了约 70 万人, 在京沪穗厦等地举办的国际级别马拉松中的市场份额超过 10%, 稳居国内品牌翘楚。其中第三届“特步 321 跑步节”共计获得 3.3 亿次在线广告点击量以及 3 亿次微博阅读量。公司还在 2016 年成立了跑步俱乐部。截止目前, 特步跑步俱乐部拥有逾 12 万成员, 组织了上千次跑步活动, 建设了超过 20km 的跑道, 覆盖了京宁厦苏等城市, 并计划扩展到武汉、青岛等中国其他重要城市。通过一系列专门针对于跑步运动的宣传营销, 公司成功树立专业跑步品牌形象, 使得消费者在选购的时候能够在第一时间联想到特步品牌。

图 15: 公司赞助多场马拉松及跑步赛事



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 16: 公司在全国多地成立跑步俱乐部



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

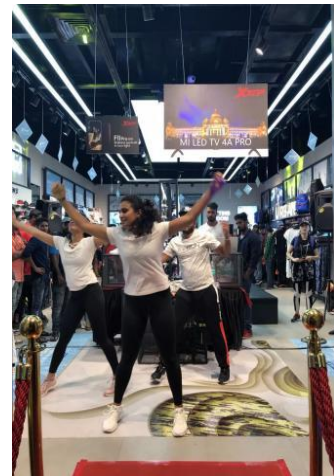
紧跟年轻消费群体的潮流, 潮流明星+专业运动员代言, 赞助娱乐节目。公司一直坚持从品牌定位和理念出发, 和具有良好形象与品格、正能量的艺人达成深度合作, 更好地与年轻消费群体互动、沟通, 传达品牌年轻、时尚、运动、正能量的态度与文化。在代言人方面, 特步旗下有林更新、赵丽颖、景甜、乐华七子等新生代偶像以及谢震业、陈定、舍甫琴科等田径、足球体坛明星为产品代言, 积极树立年轻人的认同感和品牌专业形象。近期公司积极开展娱乐营销, 为《中国新说唱》提供赞助, 其主持人和嘉宾亦在多期节目中身着特步产品出镜。公司通过代言赞助等一系列营销组合, 向消费者传递品牌年轻化潮流化的信号, 吸引新生代消费者。

图 17: 赞助“中国新说唱”



数据来源: 公司年报

图 18: 公司在班加罗尔开设新店



数据来源: 志象网

积极拓展海外市场, 加速走出去步伐。公司自 2017 年起开始逐步拓展海外市场, 至现在足迹已遍布南亚、东南亚、中东和中亚的十余个国家。自 2018 年 11 月其至今, 短短 7 个月, 特步已在印度班加罗尔开设 7 家门店, 并计划在今年新增 2 家。而在沙特, 公司也已布局十家门店。公司采用渠道先行, 营销跟进的方式进行海外市场开拓, 深入不同国家和地区, 真正弄清楚当地消费者的需求, 挖掘潜在市场。

3.2. 供应链模式更加灵活，引流效应改变自产比率

改革发货机制，注重终端反馈，降低库存风险，保持终端健康库存水平。公司过去沿用传统的一批次发货模式。终端经销商因不知道产品需求，订货数量不匹配，从而面临较大的库存风险。自今年起公司实行新的批发模式：将一份订单按 4:3:3 分三批次发货，最后一批发货与否视第一批销售情况而定。这样的发货机制可以使发货量根据终端经销商反馈进行调整，降低其库存风险。公司设置的补单率在 10% 左右，可以在满足公司原材料采购规模效益的同时满足经销商可能的补货需求。

自产外包相结合，高科技产品和补单自产为主，产能限制导致自产比略有下降。从生产方式的角度，公司的产品主要分为自产和外包两种模式。对于科技含量较高、生产要求严格的商品，公司往往选择自产，主要以鞋类占多数，其中 2018 年鞋履自产比例达到 46%。外包产品则相对生产流程较为简单，多为服装。此外由于补单产品具有时间限制，供货周期较短，外包难以满足快速反应要求，因而补单产品通常会选择由公司自产。由于公司近年来推出的“爆款”产品带来引流效应，带动技术含量低的普通款产品销量迅猛上升，外加目前公司的自有产能利用率接近 100%，产能高负荷运转，全公司自产占比逐步呈现下降趋势。

表 9: 鞋履自产占比高于服装

	2014	2015	2016	2017	2018
鞋履	58%	57%	55%	50%	46%
服装	15%	14%	15%	15%	13%

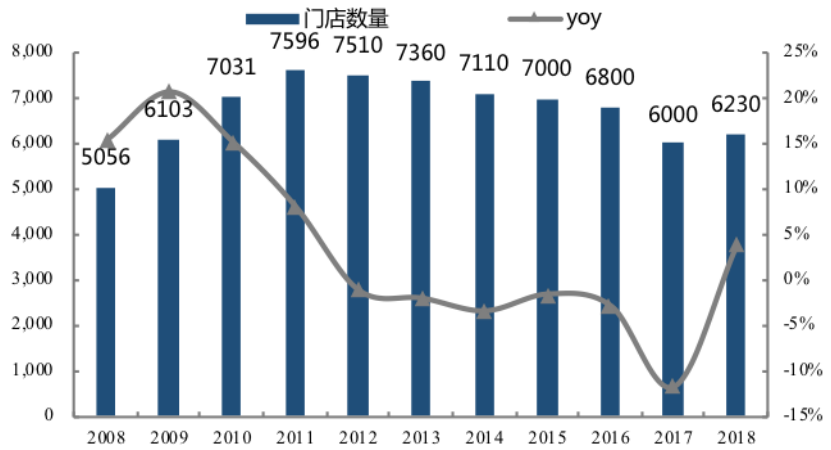
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

3.3. 线上线下双管齐下进行渠道扩张

3.3.1 线下扁平化改革成效显著，店铺精细化管理提升店效

六年来渠道数量首扩张，优化结构布局更为合理。截至 2018 年 12 月 31 日，特步在国内外市场零售门店为 6230 家，同比增长 3.83%。经历 2012-2017 年的 6 年调整期，公司 2018 年实现门店数量正增长，于中国净开店约 200 家，集中在二三线城市。除集团直营的 6 家特步跑步俱乐部外，独家总代理商数目稳定在 40 家左右，直营 60% 左右的店铺总数，其余 40% 则由代理商授权加盟商管理，帮助代理商在其资源匮乏的城市拓展销售渠道。目前公司现有渠道中约 1500 家为购物中心店，占比 25% 左右，新开设的门店主要位于购物中心等新兴业态。伴随未来公司门店持续开设，购物中心渠道占比将进一步提升，渠道结构调整优化将持续进行。

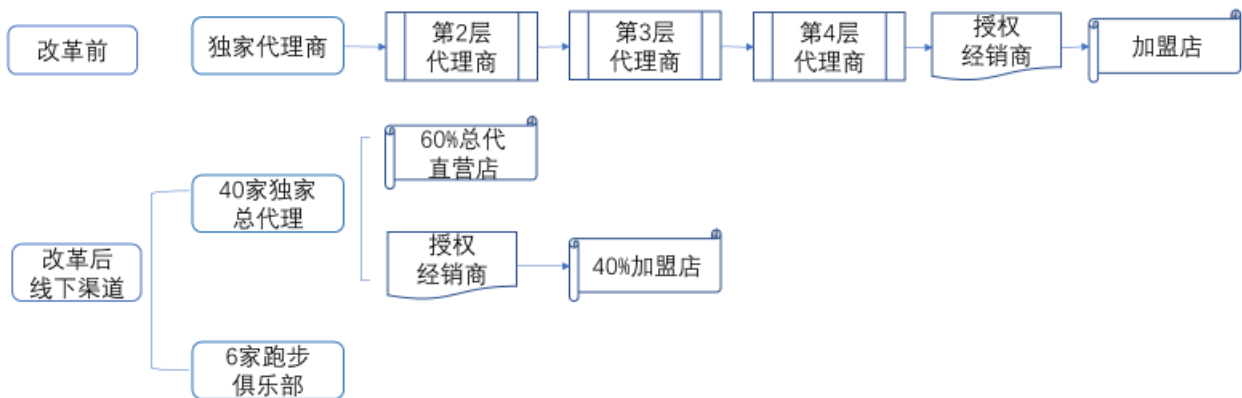
图 19: 2008-2018 年公司门店数量先调整后恢复



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

渠道扁平化转型完美收官, 全面精准掌控零售渠道。为了更加及时地掌控终端的供销情况, 提高管理效率, 公司在 2015-2017 年间推进渠道扁平化改革, 从批发转零售, 从原有的多层级分销模式转化成仅有独家代理及其下一层加盟商的扁平化模式。为实现渠道扁平化, 公司减少分销层级, 将分销渠道的层级由多层减至两层, 同时鼓励经销商开设自营门店, 优化新兴渠道结构。通过零售渠道扁平化改革, 公司全面掌控了整个零售经营。分销渠道的扁平化使店铺更易管理, 增加了透明度, 降低了存货风险, 提高了分销商的营运效率及盈利能力。

图 20: 公司线下渠道扁平化改革



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

ERP 系统全覆盖, 实现店铺精细化管理。公司在整个零售网络覆盖了企业资源规划系统 (ERP), 并配备专业的大数据专业团队实时监测店况以制定和引导一系列的业务战略, 包括设立精准折扣和存货水平, 指引店铺商品分类和展示, 制定准确产品订购指引等。对于新开立的店铺, 公司统一的专业零售管理团队将基于大数据分析, 提供关于店铺位置及布

局、统一吊牌价、产品订购指引、折扣幅度、所有店内员工的培训等相关决策的建议。

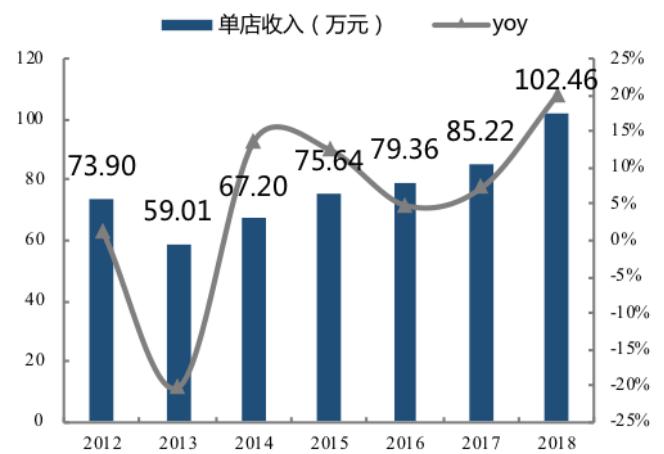
门店形象升级提升店效，旗舰店带来新零售体验。2018 年公司渠道升级投入达到 1.41 亿元，对于营业超过 8 年、达到一定销售 KPI 的经销商给予门店补贴，鼓励其在购物中心渠道开设门店。截至 2018 年，75% 的零售店已改装为国际化运动风格布局，升级为新店铺布局的零售店建筑总面积平均超过 100 平方米。目前公司店铺月均销售在 15-16 万元，随着店面升级进行，单店面积扩大，有效增大店铺客流量和提高商品连单率，新装修店铺店效得到显著提升，高于现有水平。同时，公司积极探索以客户为中心的新零售营销思路，在旗舰店开展新举措和新主题。例如，消费者可以在不同的天气及地形仿真环境下试用产品，体验基于云数据的智能推荐等，享受电子商务与实体店联系的全渠道零售的便利。

图 21：公司新门店形象



数据来源：公司公告

图 22：公司单店年收入提升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.3.2 O2O 模式推动存货共享，线上线下深度合作实现共赢

电商收入快速增长，销售占比提升。公司借助互联网平台获取流量和客户，促进电商渠道快速成长，线上成为分销商的重要渠道资源。2018 年电子商务业务不断壮大，占公司业务总收入的 20% 以上。产品于 2018 年蝉联天猫跑鞋和休闲鞋类别销量第一，并在双十一实现约 50% 同比增长。

表 10：电商收入占比不断提升

年份	电商收入占比
2014	单位数
2015	低双位数
2016	高百分之十几
2017	逾 20%
2018	超过 20%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

线上线下融合，O2O 模式实现存货共享。作为中国首批与独家总代理商开展 O2O 业务的体育品牌之一，公司内积极推动存货共享。公司当季产品中 60% 属于电商专供款，主要覆盖四五六线城市，与实体店出售产品有别，从而弥补市场空白，协调线下总代理商与集团间的利益冲突；剩余 40% 产品采用 O2O 模式，线上线下同步发行，并设定统一的价格和促销，公司以特步自营方式在线上挂卖，订单由附近的总代理商发货，收入由二者分成，为代理商提供了额外的销售渠道，避免线上线下渠道资源的争夺。O2O 模式实现线上线下存货共享，不仅能促进爆款流通，降低库存，而且能有效缩短送货时间，提升消费者购物体验。此外，线上电商平台也是清理过季存货的重要渠道。O2O 模式创造双赢，全渠道零售使集团在品牌和促销方面产生协同效应。截至 2018 年，O2O 系统已全面覆盖独家总代理商直营的零售网络。

4. 收购+合资进军高端市场，多品牌运营初具雏形

4.1. 成立合资公司，试水高端市场

合资运营户外品牌 Merrell 和高端跑步领导者 Saucony。2019 年 3 月 4 日，公司与合作伙伴 Wolverine 集团签订协议，双方各注资人民币 1.55 亿元成立合资公司，在大陆及港澳地区开展 Merrell（迈乐）和 Saucony（圣康尼）品牌的开发和营销。Wolverine 集团专注于高端休闲、功能性户外的运动鞋服和童装，销售遍及 200 个国家和地区。Merrell 和 Saucony 是其旗下知名品牌。其中 Merrell 为最受欢迎的全球户外生活品牌之一，因其高质量及尖端科技深受赞赏。凭借卓越的设计、质量、耐穿性、功能性及舒适性，Merrell 为消费者提供最佳户外活动体验。Saucony 依赖专业质量及高端科技跻身全球四大知名跑鞋品牌。品牌以专业及业余跑者为目标客户群体，产品设计创新及强大的功能性均围绕跑步者的切实需求，为跑者提供最大的舒适度及保护性，引领创新市场。

图 23：迈乐户外运动鞋和圣康尼跑鞋



数据来源：天猫官方旗舰店，国泰君安证券研究

试水高端市场，多品牌运营初步尝试。合资公司独立于特步和 Wolverine 运营，计划开店将集中在大陆一线城市的购物中心内，并且扩展在香港和澳门的渠道数量。Merrell 和 Saucony 品牌与公司现有商品形成高度互补。在中国跑步及户外市场蓬勃发展的时期，两大合资品牌将充分利用特步的强大分销网络和供应链方面的规模优势，快速提升知名度，跻身高端运动户外一线品牌行列。未来 Merrell 和 Saucony 将陆续推出更加契合中国人需求的产品。合资运营作为特步多品牌运营的尝试，将给予公司多元化的产品组合，成为进军多品牌组合集团战略定位的关键环节。

4.2. 收购 E-land 子公司，配股有效降低成本

配股募资收购新品牌。2019 年 5 月，公司与 E-Land World (韩国) 达成协议，出资 2.6 亿美元(约合 17.5 亿人民币)收购 E-LAND Footwear USA Holdings Inc.全部股份，预计不晚于七月底前完成收购交割。针对此次收购，公司采用配股的方式募集所需资金。于 2019 年 4 月 10 日完成配股认购，按配售价每股 5.56 港元发行 2.47 亿股新认购股份(占该公布日期已发行股份总数约 9.92%)。

虽然目前公司账面资金充裕，但是由于销售收入主要来自于内地，货币资金多为人民币，在境外收购时受到外汇管制等多因素影响。而债务融资会给公司带来利息费用，从而对净利润造成冲击。综合多方面考虑，公司选择股权融资，降低成本。另外一方面，备足资金为收购品牌后续开新店做准备。

收购对价合理，盈利能力有待释放。根据已经公布的收购对价，收购估值对应 2018 年约为 1.24 倍市销率。从 2018 年财务数据来看，K-Swiss 的收入占比为 52%，Palladium 为 37%，剩余部分来自 Supra 等其他品牌。鉴于公司收购的主要关注点在于 K-Swiss 和 Palladium，仅考虑这两个品牌，收购对价 2018 年市销率仅为 1.39 倍，整体估值处于合理区间。由于被收购公司亏损逐年收窄，K-Swiss 和 Palladium 逐渐开始盈利，2018 年亏损主要受到其他品牌和商誉减值拖累。目前商誉减值风险基本已经释放完毕，未来减值压力较小。从短期看，即使被收购标的延续亏损，其收入规模占公司已有营收比例较小，对净利润影响有限。从长远看，收购品牌加入会带来公司收入增长，盈利能力的提升。

表 11: E-land footwear 财务状况

单位: 美元	2017 年 12 月 31 日 (经美国会计准则下审核)	2018 年 12 月 31 日 (未经审核)
净资产		7783.60 万
营业收入	2.06 亿	2.10 亿
经调整 EBITDA	-1242.20 万	166.80 万
税前净利润	-3258.60 万	-1432.40 万
税后净利润	-3251.90 万	-1485.00 万

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 12: 被收购公司子品牌盈利情况

单位: 美元	2017 年 (未经审核)				2018 年 (未经审核)			
	K-Swiss	Palladium	其他	总计	K-Swiss	Palladium	其他	总计
营业收入	9750.80 万	7104.70 万	3751.10 万	2.06 亿	1.09 亿	7790.70 万	2285.90 万	2.10 亿
EBITDA	-550.00 万	-107.40 万	-584.80 万	-1242.2 万	251.50 万	337.60 万	-422.30 万	166.80 万

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

4.3. 多品牌策略进入关键阶段,协同效应值得期待

4.3.1 引入国际知名品牌,丰富多品牌矩阵

E-Land Footwear 旗下有五个主要品牌。我们认为公司收购的主要目的在于 K-Swiss 和 Palladium, 未来对收购的品牌或采用不同的运营策略。

大力整合资源、品牌设计、市场开发,助力 K-Swiss 把握高端运动市场契机。K-Swiss 是传统运动鞋履品牌,于 1966 年在加利福尼亚州创立,定位运动时尚,致力提供高性能休闲及健身产品,满足世界级运动员及潮流达人追求高性能的需求。K-Swiss 过去业务主要在北美,截止目前在香港和台湾分别拥有自营店 7 家和 33 家。此前 K-Swiss 被收购后,由于 E-LAND 对其关注不够,投入较少,并且剥离优质资源,导致其逐渐没落。未来 K-Swiss 将作为公司重点战略推广方向。通过加大研发费用投入,强化资源整合与市场推广,利用特步庞大的销售网络帮助其开拓中国市场。目前品牌总部设计团队位于洛杉矶,公司计划将其部分移至香港,进一步缩减费用。凭借品牌深厚的历史底蕴,叠加开发针对中国市场的高适销性产品,K-Swiss 未来复苏可期。

Palladium 保留原有团队,独立自主运营。始于 1947 年法国的 Palladium,现为全球最知名的军靴品牌之一。这一品牌目前遍及全球超过 80 多个国家和地区。2018 年末在中国有 150 家店,全部由韩国 E-LAND 独家营运。目前 Palladium 品牌产品定位准确,经营状况良好,收购后仍将保留原有的创始团队继续任职,公司给予品牌充分的独立自主性。未来 Palladium 品牌也将加大中国市场的渠道开拓力度,进一步提升市场份额。

4.3.2 多品牌梯队搭建中,持续打开未来增长想象空间

多品牌层次明晰,有望成为业绩新动力。从合资运营 Merrell 和 Saucony,到收购 K-Swiss 及 Palladium,公司的多品牌矩阵打造逐步加速。未来针对一二线城市的中高端运动市场,公司将用国际品牌去占领份额,面向三四线城市和追求高性价比的消费者,则通过主品牌特步去俘获。对于长远规划明确,公司内部品牌和价格梯队层次逐渐形成。多品牌各自独特的定位将和主品牌组合高度互补,分别占据相应的细分市场,有望形成业绩驱动的接力梯队。

寻求国际合作机会,打开想象空间。公司立志从原有的单一品牌转型为多品牌组合运动集团,积极寻求国际品牌的合作机会。我们认为合资和并购只是多品牌运营的开端而非终点,未来或许还有更高频次和更多形式的合作机会,以丰富产品组合,通过规模化和内部协同效应迅速扩大收入规模,提高市场影响力。

5. 营收增长加速,净利润大幅改善

业绩改善,营收增速提升明显。2008-2011 年,随着体育服饰行业的快速发展及奥运赛事的成功举办,特步营收增速较快。2012-2013 年,体育用品行业整体下滑,公司进入门店缩减状态,2013 年销售收入同比下降 21.75%。此后业绩开始筑底回升。2014-2015 年营业收入增幅均维持在 10%左右。公司在 2015 年实行了“特步 3+”的变革战略,围绕品牌定位、产品及渠道三大主题进行了结构性调整。2017 年,公司营收达到

51.13 亿元, 同比下降 5.25%, 调整期给公司带来了短暂的业绩阵痛。2018 年是三年改革的收官之年, 变革给特步带来了新的增长点, 实现营业收入 63.83 亿元, 同比增长 24.83%, 营收增速明显提升, 改革成效逐步显现。

表 13: 2018 公司营业收入增长显著

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	28.67	35.45	44.57	55.4	55.5	43.43	47.78	52.95	53.97	51.13	63.83
yoy	110.06%	23.65%	25.72%	24.29%	0.19%	-21.75%	10.01%	10.83%	1.92%	-5.25%	24.83%
毛利率	37.12%	39.14%	40.65%	40.75%	40.68%	40.24%	40.75%	42.24%	43.20%	43.98%	44.31%
同比变动 (pct)		2.02	1.51	0.10	-0.07	-0.44	0.51	1.49	0.96	0.69	0.42

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

品牌优势突出, 毛利率逐步提升。2008 年以来, 公司销售毛利率稳中有升。仅在 2012-2013 年行业不景气的大环境下, 毛利率略有下滑, 之后盈利能力逐步提升。2018 年整体毛利率稳中有升, 增加 0.42pct 至 44.31%。主要由于毛利率较高的功能性跑鞋畅销, 带动公司销售盈利水平攀升。同时, 公司对于渠道存货管控到位, 不存在压货现象, 未来库存清理压力较小。

服装收入提高, 鞋履毛利率连续攀升。分产品看, 在公司主要的三大类别中, 鞋履和服装为主要收入构成, 配饰一直以来占比较小。2018 年鞋履和服装分别占比 61.5% 和 36.4%, 相比 2017 年, 鞋履占比稍有下滑, 服装份额提高 2pct。从毛利率上看, 伴随多项高科技加持, 公司主要产品竞争力提升, 尤其是鞋履的毛利率连续五年呈增长趋势。

表 14: 鞋履收入占比较高, 毛利率提升

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017	2018	
鞋履	收入	3042.9	3258.1	3525.4	3257.8	3925.0
	占比	63.7%	61.5%	65.3%	63.7%	61.5%
	毛利率	42.1%	43.8%	44.0%	45.0%	45.6%
服装	收入	1687.5	1926.6	1764.8	1759.4	2326.9
	占比	35.3%	36.4%	32.7%	34.4%	36.4%
	毛利率	38.5%	39.7%	41.7%	42.2%	42.6%
配饰	收入	47.2	110.4	106.4	96.2	131.3
	占比	1.0%	2.1%	2.0%	1.9%	2.1%
	毛利率	36.9%	39.7%	41.0%	39.2%	35.6%

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

加大营销宣传和门店升级, 销售费用略有提升。销售费用率方面, 2013 年前公司销售费用率基本维持在 13% 左右的水平。2014 起, 公司战略转型, 加大宣传, 广告费用率相对较高, 拉升了销售费用。2016 年销售费用率下降主要系广告及推广费用减少所致。2017 年公司签约新代言人, 开展娱乐营销, 赞助马拉松赛事等, 销售费用率较 2016 年提升 3pct 至 17.78%。2018 年销售费用率为 21.21%, 主要系增加了门店升级 1.41 亿元支出。伴随渠道调整逐步到位, 预计未来公司销售费用率将得到改善。

管理费用率下行。管理费用率方面，2017 年由于受到一次性回购渠道库存 1.21 亿元和员工股份奖励成本 4540 万元等非经常性因素影响，管理费用率提升至 14.96%。2018 年管理费用率下降至 9.74%，主要系上一季度的应收账款减值于 2018 年拨回。

表 15: 公司 2018 年管理费用率有所改善

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售费用 (亿元)	3.51	5.23	6.2	7.34	7.39	5.95	7.99	9.83	8.51	9.11	13.57
销售费用率	12.22%	14.73%	13.88%	13.23%	13.31%	13.69%	16.70%	18.55%	15.76%	17.78%	21.21%
管理费用 (亿元)	1.28	1.74	2.29	3.21	4.55	4.16	4.88	4.78	6.62	7.67	6.22
管理费用率	4.47%	4.90%	5.13%	5.78%	8.20%	9.56%	10.21%	9.02%	12.26%	14.96%	9.74%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

多因素推动 2018 年净利润大幅增长。2017 年公司实现净利润 4.46 亿元，同比下降 22.68%，，主要由于公司在 2017 年一次性回购存货，导致亏损 1.21 亿元。若排除此项损失影响，公司 2017 年净利润为 5.67 亿元，基本与上年同期持平。2018 年，公司战略转型成功后，销售向好，盈利能力提升，叠加政府补贴及理财利息收入等收益增加幅度较大，实现净利润 6.70 亿元，同比增长 60.86%。

表 16: 公司 2018 年净利润显著增加

单位: 亿元	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
净利润	5.08	6.48	8.14	9.65	8.07	6.03	4.86	6.37	5.73	4.46	6.70
yoy	129.03%	27.42%	25.66%	18.77%	-16.18%	-25.19%	-21.12%	30.25%	-15.22%	-22.68%	60.86%
净利率	17.72%	18.23%	18.23%	17.40%	14.54%	13.88%	10.16%	12.01%	10.61%	8.71%	10.47%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究。

营运能力保持稳健。截止 2018 年末，公司的存货约为 8.36 亿元，存货周转天数同比增加 6 天达到 80 天。存货的增加主要是由于季节存货增加，零售渠道对公司产品的积极响应，增加了补货订单。应收账款天数大幅减少 25 天至 105 天，公司回款能力增强，资金运转流畅。整体营运能力稳中向好。

表 17: 应收账款周转大幅改善，存货周转天数略增

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
存货 (亿元)	2.88	2.66	4.63	6.72	5.83	5.37	5.69	3.98	4.60	7.18	8.36
应收账款 (亿元)	6.49	6.02	10.70	17.39	14.57	15.36	19.14	22.73	25.11	23.79	28.43
存货周转天数 (天)	48	46	50	62	69	78	70	57	50	74	80
应收账款周转天数 (天)	48	53	50	63	73	91	100	115	133	130	105

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

6. 盈利预测

销售收入: 在终端门店方面, 公司渠道调整告一段落, 2018 年开始恢复净增长, 加大购物中心等新业态开店力度, 预计未来仍将保持较快的拓展速度, 2019-2021 年净开店 275/220/165 家, 总渠道数量达到 6505/6725/6890 家。受益于大数据开店指引, 门店面积扩大, 渠道形象升级, 预计单店效益将有较为显著的提升, 店均收入将达到 91.80/100.98/109.06 万元。整体线下收入 2019-2021 年分别为 59.72、67.91、75.14 亿元, 同比增长 17%、14%、11%。线上方面, 伴随公司产品力增强, 高性价比产品获得消费者认可, O2O 模式打造线上线下载利益共同体, 电商收入占比不断提升, 预计 2019-2021 年销售规模达到 16.60、21.24、26.55 亿, 同比增长 30%/28%/25%。综上, 预计公司 2019-2021 年整体销售收入为 76.31/89.15/101.70 亿, 同比增长 20%、17%、14%。

毛利率: 鉴于公司不断加大科研和设计投入, 产品形象年轻化, 适销性提升, 整体折扣率下降, 规模效应有效节省成本, 叠加中高端产品的陆续推出, 未来三年毛利率将逐步攀升, 分别达到 44.65%、44.70%、44.86%。

费用率: 预计未来销售费用基本稳定在 21% 左右的水平, 管理费用率受 2018 年应收账款减值拨回影响, 2019 年同比略有上升, 随后逐步改善, 未来三年分别为 10.0%、9.8%、9.5%。

综上, 我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 76.31/89.15/101.70 亿人民币, 同比增长 20%、17%、14%, 净利润分别为 7.93/9.41/11.03 亿人民币, 增速达到 21%、19%、17%。

7. 风险提示

- 1、新品牌运作不及预期:** 公司近期开展多品牌运营尝试, 新品牌未来发展和推广具有较大不确定性, 对公司业绩具有一定的干扰。
- 2、电商销售不及预期:** 公司电商收入占比不断提升, 传统电商平台受到社交电商冲击, 流量有所分散, 将对公司线上业务产生一定影响。
- 3、运动行业消费放缓:** 若整体宏观经济增长放缓, 社会消费品零售及服装销售承压, 导致运动服饰消费不景气, 则将影响公司销售增长。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		