

## 深耕跑步领域，多品牌战略值得期待



### 核心观点

- 特步是国内第三大运动服饰品牌，深耕跑步领域。公司创办于1987年，起步于出口业务。2001年中国申奥成功，同年“特步”品牌成立。2008年，公司于香港上市。公司目前拥有三大业务线，分别为大众运动（特步）、时尚运动（K-Swiss和Palladium）和专业运动（Saucony和Merrell），2019年收入占比分别为94.18%、5.69%和0.12%。
- 2015-2017年的三年变革确立了特步中长期的发展战略，帮助公司在2018-2019年实现业绩快速增长，同时也为2019年开启的多品牌战略打下坚实基础。零售管理方面，公司采用扁平化管理，全面提高线上线下零售能力；品牌营销方面，品牌定位由“时尚运动”转变为“运动时尚”，强化运动属性；产品创新方面，公司加大对功能性产品投入力度，重新梳理和优化运动生活产品系列。
- 我们认为，公司未来有两大看点。1) 主品牌增长稳健，为公司整体发展奠定基石。我们预计主品牌未来三年将保持双位数左右收入增长，开店方面：门店扩张预计每年净开100-200家左右；店效方面：受益于门店面积的扩大、渠道位置的优化、跑步品类的差异化和篮球品类的横向扩张等因素推动，店效水平仍然有提升空间；线上方面：特步于2019年起对线上战略进行调整，未来表现值得期待。2) 四大新品牌齐头并进，开启公司多品牌、国际化新征程。无论是大中华区合资的Saucony和Merrell品牌，还是全资收购的K-Swiss和Palladium品牌，公司未来的战略重点都是中国市场的发展，并且坚持线上线下同步发展的思路。我们认为，四个新品牌除了在未来会给公司带来新增收入和盈利外，对于丰富整个公司的品牌矩阵，提升集团的品牌调性，发挥在研发、渠道和供应链方面等的协同效应还有很大的提升空间。

### 财务预测与投资建议

- 我们预测公司2020-2022年的每股收益分别为0.18元、0.22元和0.26元，参考可比公司估值，给予公司2021年13倍的市盈率，对应目标价为3.15港币（2.86人民币），首次给予公司“增持”评级。

**风险提示：**海外疫情对K-Swiss和Palladium海外业务的冲击，国内疫情的反复，国内运动服饰行业竞争加剧，商誉和无形资产减值风险。

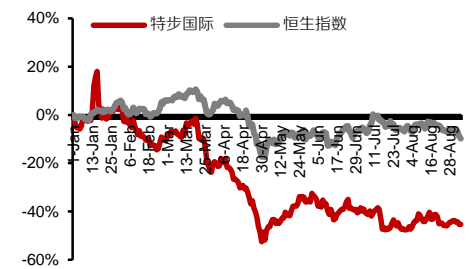
公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,383	8,183	8,318	9,521	10,694
同比增长	24.8%	28.2%	1.7%	14.5%	12.3%
营业利润（百万元）	1,044	1,234	850	950	1,108
同比增长	44.1%	18.2%	-31.1%	11.7%	16.6%
归属母公司净利润（百万元）	657	728	442	552	664
同比增长	60.9%	10.8%	-39.2%	24.7%	20.3%
每股收益（元）	0.26	0.29	0.18	0.22	0.26
毛利率	44.3%	43.4%	40.8%	41.1%	41.4%
净利率	10.3%	8.9%	5.3%	5.8%	6.2%
净资产收益率	12.3%	10.6%	6.2%	7.5%	8.6%
市盈率（倍）	8.1	7.3	12.0	9.6	8.0
市净率（倍）	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价（2020年9月24日）	2.29 港币
目标价格	3.15 港币
52周最高价/最低价	5.0/2.0 港币
总股本/流通H股（万股）	251,944
H股市值（百万元港币）	5,870
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2020年09月25日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.9	-6.1	-9.3	-45.4
相对表现	1.1	1.0	-4.6	-35.7
恒生指数	-4.0	-7.1	-4.7	-9.7



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 施红梅  
021-63325888\*6076  
shihongmei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860511010001

**证券分析师** 赵越峰  
021-63325888\*7507  
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860513060001

**联系人** 朱炎  
021-63325888\*6107  
zhuyan3@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

特步国际：深耕跑步领域的国内第三大运动服饰品牌 .....	5
股价复盘：三年改革后市场认可度提升，2020 年受疫情影响短暂承压 .....	9
2015-2017 三年战略变革夯实公司基本面 .....	10
零售管理：扁平化管理，全面提高线上线下零售能力 .....	10
品牌营销：品牌定位由“时尚运动”转变为“运动时尚”，增强运动属性 .....	12
产品创新：加大对功能性产品投入力度，重新梳理运动生活产品系列 .....	15
未来两大投资看点 .....	17
主品牌：深耕跑步赛道实现差异化竞争，儿童和篮球业务贡献业务增量 .....	17
新品牌：多品牌国际化开启特步集团发展新征程 .....	20
联手 Wolverine 集团开展 Saucony 和 Merrell 大中华区业务 .....	20
收购 K-Swiss 和 Palladium 树立全球化多品牌体育用品公司形象 .....	23
盈利预测与投资建议 .....	27
盈利预测 .....	27
投资建议 .....	28
风险提示 .....	28

## 图表目录

图 1: 公司营业收入及增速 (百万元)	6
图 2: 公司归母净利润及增速 (百万元)	6
图 3: 公司毛利率变化	6
图 4: 公司归母净利率变化	6
图 5: 营业收入按业务拆分 (2019)	7
图 6: 特步品牌销售渠道拆分 (2019)	7
图 7: 公司股权架构图 (截至 2020H1)	8
图 8: 特步总市值走势 (十亿人民币)	9
图 9: 特步当年 PE 走势	10
图 10: 公司扁平化零售渠道 (2016 年)	11
图 11: 更新后终端门店形象 (2017 年)	11
图 12: 特步儿童门店数量	11
图 13: 公司广告及推广费用及增速 (百万元)	12
图 14: 公司广告及推广费用率	12
图 15: 公司研发费用及增速 (百万元)	16
图 16: 公司研发费用率	16
图 17: 全国马拉松赛事数量 (认证赛事+规模赛事)	18
图 18: 公司重要马拉松赛事和跑步活动参与人数 (万人)	19
图 19: 公司赞助马拉松赛事数量	19
图 20: 林书豪与特步签约发布会	19
图 21: 林书豪同款战靴篮球鞋	19
图 22: Wolverine 集团营业收入及增速 (百万美元)	20
图 23: Wolverine 集团归母净利润及增速 (百万美元)	20
图 24: Merrell 天猫旗舰店价格带分布 (元, 截至 2020 年 9 月)	21
图 25: Merrell 天猫旗舰店产品数量 (截至 2020 年 9 月)	21
图 26: Merrell 天猫旗舰店产品和价格展示 (截至 2020 年 9 月)	21
图 27: Saucony 天猫旗舰店价格带分布 (元, 截至 2020 年 9 月)	22
图 28: Saucony 天猫旗舰店产品数量 (截至 2020 年 9 月)	22
图 29: Saucony 天猫旗舰店产品和价格展示	22
图 30: K-Swiss 营业收入变化 (百万美元)	24
图 31: K-Swiss 美国官网价格带分布 (美元, 截至 2020 年 9 月)	24
图 32: K-Swiss 美国官网产品数量 (截至 2020 年 9 月)	24
图 33: K-Swiss 美国官网产品和价格展示 (美元, 截至 2020 年 9 月)	25

图 34: Palladium 营业收入变化 (百万美元) .....	25
图 35: Palladium 官网价格带分布 (元, 截至 2020 年 9 月) .....	26
图 36: Palladium 天猫旗舰店产品数量 (截至 2020 年 9 月) .....	26
图 37: Palladium 天猫旗舰店产品和价格展示 (元) .....	26
表 1: 公司大事记 .....	5
表 2: 公司执行董事 (2019 年底) .....	8
表 3: 特步线上渠道收入占比 .....	12
表 4: 公司马拉松赞助赛事明细 (2019) .....	13
表 5: 公司体育合作代言人展示 .....	14
表 6: 公司娱乐合作代言人展示 .....	14
表 7: 公司合作综艺展示 .....	15
表 8: 特步跑鞋科技介绍 (2020H1) .....	16
表 9: 特步服装科技介绍 (2020H1) .....	16
表 10: 特步主品牌和特步儿童开店情况 .....	17
表 11: 合营公司对特步报表影响 .....	22
表 12: E-land 旗下品牌财务表现 (千美元) .....	23
表 13: 行业可比公司估值 (港币, 截至 2020 年 9 月 23 日) .....	28

## 特步国际：深耕跑步领域的国内第三大运动服饰品牌

特步是国内第三大运动服饰品牌，深耕跑步领域。公司创办于1987年，前身是“福建三兴体育用品公司”，起步于出口业务，产品销往40多个国家和地区。2001年中国申奥成功，同年“特步”品牌成立。2008年，公司于香港市场上市。2015年特步启动三年变革，提出了以消费者为核心的“3+”战略，即“产品+”、“体育+”、“互联网+”。2019年，特步开启多品牌战略，3月与Wolverine公司成立合资公司，在大中华区开展Saucony及Merrell品牌的运营，8月完成收购K-Swiss和Palladium品牌，开启国际化发展之路。

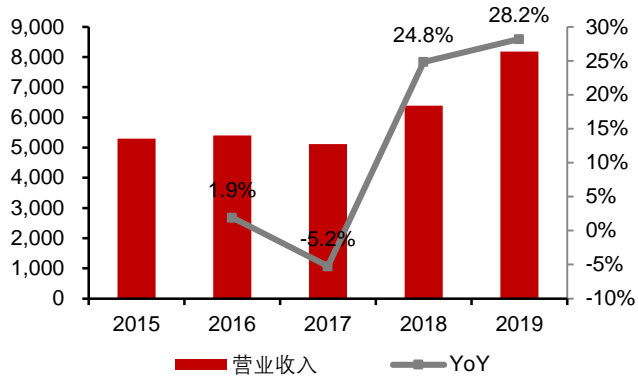
表1：公司大事记

年份	大事件	描述
1987	“三兴”创办	1987年，丁水波创办了“福建三兴体育用品公司”。在成立后的十几年，“三兴”从乡镇小厂发展成行业领头羊，把产品卖到了俄罗斯、迪拜、美国、智利、西班牙等40世界多个国家和地区，成为当时行业的“外销王”。这也为后来特步几十年快速健康的发展奠定了基础。
2001	“特步”诞生	2001年中国申奥成功，同年“特步”品牌成立。同年特步通过娱乐营销，邀请娱乐明星代言，取得良好效果，奠定了特步娱乐时尚的品牌属性。
2008	特步香港上市	2005年开始，特步大规模推进改制上市，进一步明晰产权关系，规范纳税行为，淡化原有家族式管理的痕迹，大力引进高素质人才。2008年6月3日，特步在香港联交所上市。
2015	特步启动三年变革	2015年，特步启动三年转型变革，提出了以消费者为核心的“3+”战略。
2019	特步开启多品牌 国际化发展之路	2019年3月，特步与Wolverine公司成立合资公司，共同在中国内地、香港及澳门开展Saucony(索康尼)及Merrell(迈乐)品牌旗下鞋履、服装及配饰的开发、营销及分销。8月，特步完成收购“K-Swiss”(盖世威)和“Palladium”(帕拉丁)两个品牌。

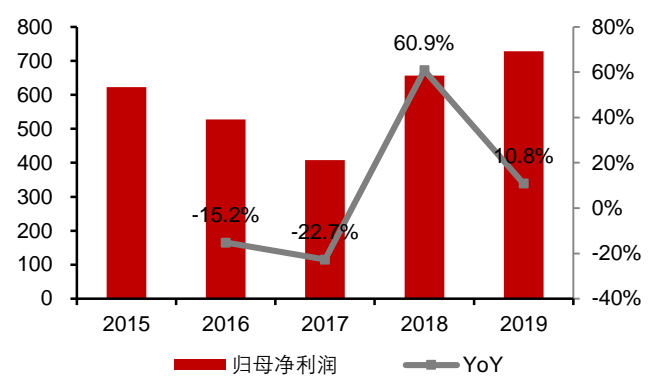
数据来源：公司公告，东方证券研究所

特步在2018年完成三年变革后，营业收入和净利润均实现反弹。2018年，公司的营业收入和净利润增速均实现同比转正，分别为24.8%和60.9%，2019年公司延续增长趋势，营业收入和净利润分别达到81.83亿元和7.28亿元，同比增长28.2%和10.8%，若剔除2019年收购KSGB带来1亿左右一次性费用，归母净利润同比增长达26%。从毛利率来看，2015-2018年公司毛利率稳步提升，从2015年的42.2%提升至2018年的44.3%，2019年毛利率同比小幅下滑0.9pcts至43.4%，主要系收购新品牌、低毛利的线上业务及童装收入占比增加所致。从归母净利率来看，较为稳定，近三年维持在8%-10%的区间内。

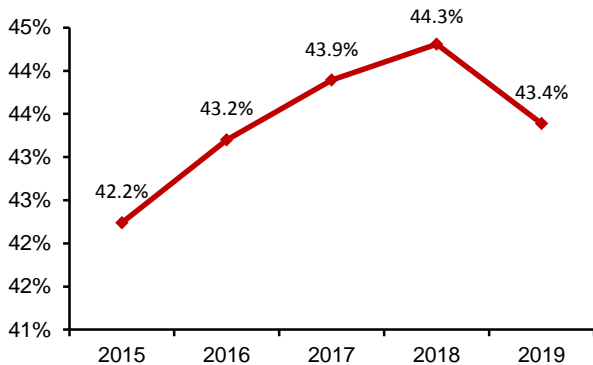
2020H1受疫情影响，公司实现营业收入37亿元，同比增长10%，实现归母净利润2.48亿元，同比下滑47%。若剔除并表影响，主品牌收入下滑4.6%，营业利润下滑23.2%。

**图 1：公司营业收入及增速（百万元）**


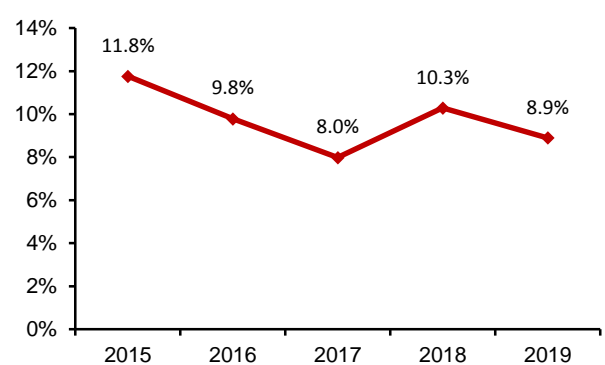
数据来源：公司年报，东方证券研究所

**图 2：公司归母净利润及增速（百万元）**


数据来源：公司年报，东方证券研究所

**图 3：公司毛利率变化**


数据来源：公司年报，东方证券研究所

**图 4：公司归母净利率变化**


数据来源：公司年报，东方证券研究所

公司目前拥有三大业务线，分别为大众运动、时尚运动和专业运动，2019 年收入占比分别为 94.2%、5.7%和 0.1%，具体如下：

### 1) 大众运动（特步主品牌）

特步主品牌是中国跑者的首选品牌之一，多次蝉联中国内地国家级马拉松国内品牌第一，全国品牌第四的地位，为大众市场提供高性价比的专业运动产品，分渠道来看：

**线下：**2019 年约占特步主品牌收入的 80%，截至 2020H1，中国内地及海外共 6,124 家门店，其中约 60% 的门店由特步集团 40 家独家总代理商直营，负责新店开业后的相关资本开支。另一方面，关于店铺选址及设计布局、统一吊牌价、产品订购控制、折扣幅度的指引及员工培训均由特步集团的专业零售管理团队提供。

**线上：**2019 年约占特步主品牌收入的 20%，产品主要分为线上特供产品和 O2O 销售产品，其中 O2O 模式下，公司与独家代理商实现存货共享，消费者订购的产品由其附近的总代理商送出，确保迅速到货。

### 2) 时尚运动（K-Swiss+Palladium 品牌，全球运营）

**K-Swiss** 是美国老牌网球鞋品牌，1996 年创立于美国加州，主要于北美、欧洲和亚太区从事批发业务，2019 年后逐步将业务重心转移至包括中国内地在内的亚太区，未来将在国内一线城市开设全新独立店。截至 2020H1，K-Swiss 在亚太区共有 42 家直营店。

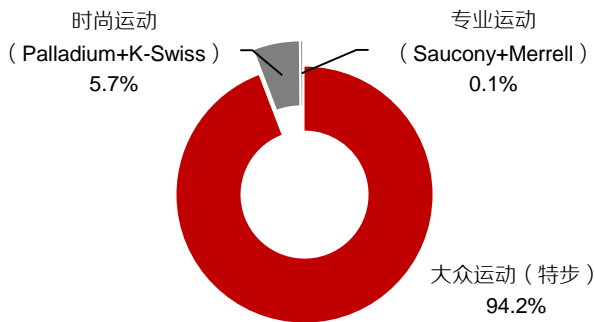
**Palladium** 是法国经典的帆布鞋品牌，1947 年创立于法国，目前拥有广泛的分销网络，覆盖中国内地、亚太区、欧洲、中东及北美，业务重心在亚太区。截至 2020H1，Palladium 在亚太区及欧洲分别有 31 及 3 家直营店。

### 3) 专业运动 (Saucony+Merrell 品牌，大中华区运营)

**Saucony** 是全球四大慢跑鞋品牌之一，创立于 1898 年。2019 年 7 月开设天猫旗舰店。2020 年 6 月，Saucony 在上海正大广场盛大开幕，以“跑者的头等舱”全新品牌定位亮相，计划于 2020 年内开设超过 30 家实体店，截至 2020H1，Saucony 在国内的一二线城市中共有 12 家店铺。

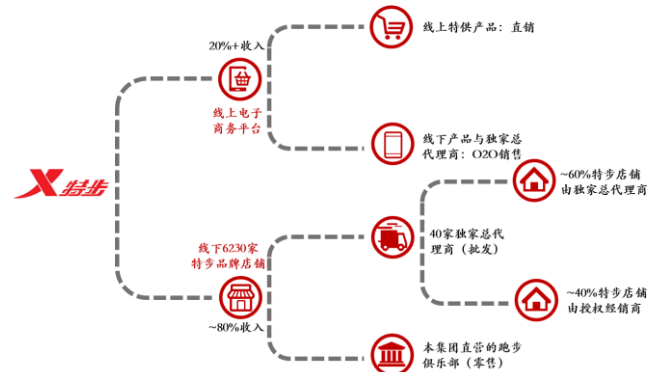
**Merrell** 是专业户外运动装备品牌，创立于 1981 年。2020 年 3 月开设天猫旗舰店。2020 年 4 月和 7 月开设了两家位于北京的直营店，2020 年下半年将开设更多门店。

图 5：营业收入按业务拆分 (2019)



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 6：特步品牌销售渠道拆分 (2019)



数据来源：公司年报，东方证券研究所

丁氏家族通过家族信托等方式控制公司 50%以上股权，创始人丁水波、丁美清和丁明忠（三人是兄弟姐妹关系）通过 UBS 家族信托间接控制特步国际约 52%的股份，此外丁水波还直接持有 2.42%的公司股份，且股份数逐年增加，主要系丁水波在二级市场主动增持所致，体现了他对公司未来发展的信心。

丁水波、丁美清和丁明忠分别负责公司的整体企业战略、产品设计开发及供应链业务和配饰业务，此外公司引入外部优秀高管担任公司核心职位，例如特步主品牌事业部 CEO 李冠仪曾供职于 Adidas、ESPRIT 等公司，新品牌事业部 CEO 袁卫东曾供职于上海庄辰、Nike、贵人鸟等公司，电商总经理黄惠华曾就职于贵人鸟电商事业部、阿里巴巴集团。

**图 7：公司股权架构图（截至 2020H1）**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**表 2：公司执行董事（2019 年底）**

名字	年龄	职位	主要经历
丁水波	49	创始人、主席兼行政总裁	负责公司整体企业战略
丁美清	47	集团副总裁	管理产品设计开发及供应链业务
丁明忠	43	集团副总裁	管理集团的配饰业务
杨鹭彬	42	CFO	负责公司整体财务及秘书事宜
李冠仪		特步主品牌事业部 CEO	2014 年加入特步，曾供职于 Adidas、ESPRIT 等公司
袁卫东		新品牌事业部 CEO	2019 年加入特步，曾供职于上海庄辰、Nike、贵人鸟等公司
黄惠华		电商总经理	2018 年加入特步，曾就职于贵人鸟电商事业部、阿里巴巴集团

数据来源：公司公告，东方证券研究所

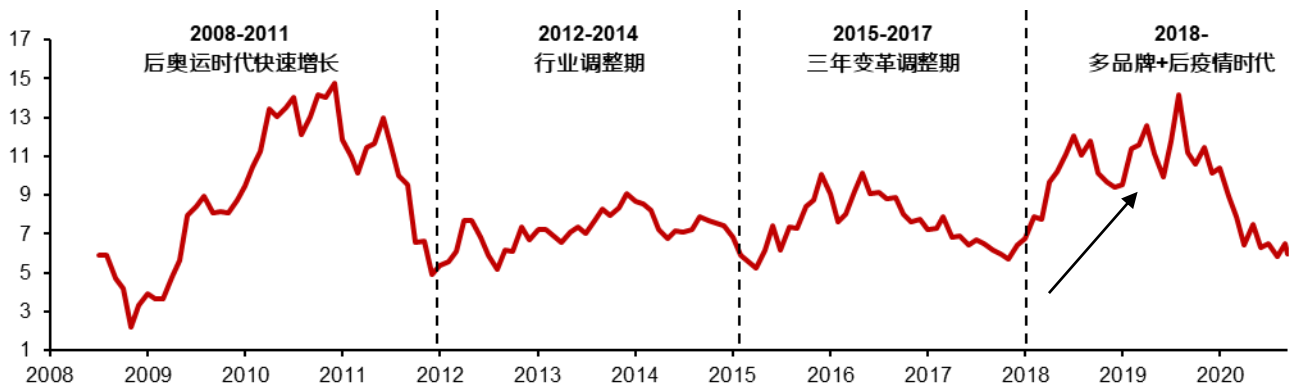


## 股价复盘：三年改革后市场认可度提升，2020 年受疫情影响短暂承压

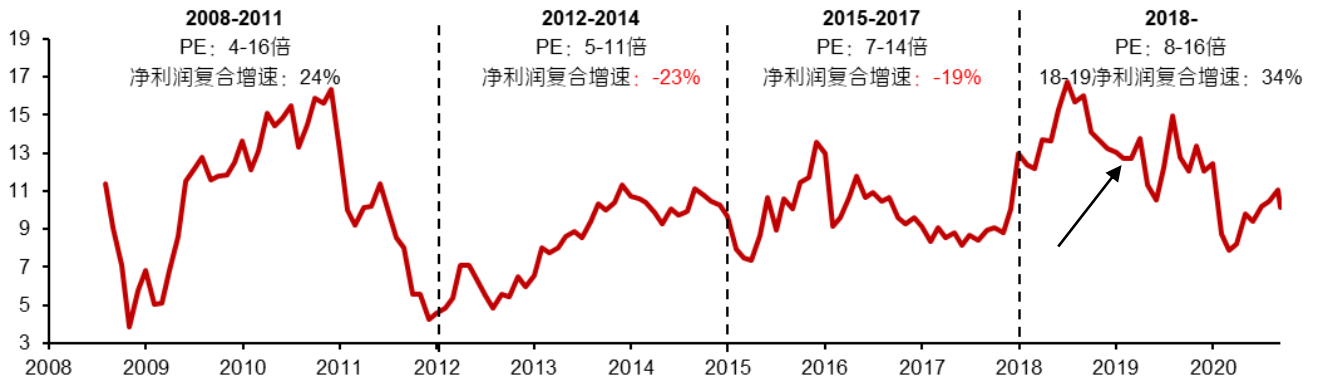
回顾特步的发展历程和市值走势，大致可以分为四个阶段：

- 1) 2008-2011 年 (4-16 倍 PE)：后奥运时代快速增长期。**受金融危机影响，特步 2008 年估值和市值一路下探，但此后受益于奥运会引发的运动热潮，公司的线下门店快速扩张，从而实现销售收入的快速增长，2008 年公司营业收入和净利润增速分别为 110%和 129%，2009-2011 年仍然维持 20%+的复合增速，行业的高景气也使公司的估值水平快速提升，最高到 16 倍。
- 2) 2012-2014 年 (5-11 倍 PE)：行业调整期。**运动服饰行业在 2012-2014 年进入调整阶段，本土龙头企业均遭遇了严重的库存问题，过去粗放式的发展模式已走到终点。受此影响，公司也经历了艰难调整，净利润增速下滑严重，估值也维持在 5-11 倍的低位。
- 3) 2015-2017 年 (5-11 倍 PE)：三年战略变革调整期。**特步从零售管理、品牌营销和产品创新三个方面进行了彻底的改革，公司的零售能力和运营效率得到了明显提升，但受制于业绩表现，估值水平并未出现明显的提升。
- 4) 2018 年- (8-16 倍 PE)：多品牌+后疫情时代。**随着三年变革的完成，公司的业绩在 2018 和 2019 年实现了释放，两年净利润复合增速高达 34%，带动估值中枢缓步上升，2019 年后公司通过收购 K-Swiss 和 Palladium，并且与 Wolverine 公司成立合资公司在大中华区运营 Saucony 和 Merrell 品牌全面实施多品牌战略。但是 2020 年后受全球疫情影响，短期面临经营挑战，导致公司的估值和市值表现面临压力，我们认为随着主品牌终端表现的企稳以及多品牌战略的逐步推进，未来估值水平有望逐步修复。

图 8：特步总市值走势（十亿人民币）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

**图 9：特步当年 PE 走势**


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

## 2015-2017 三年战略变革夯实公司基本面

2015 年起，特步开展为期三年的战略变革，主要涉及零售管理、品牌营销和产品创新三大方面，并且提出了以消费者为核心的“3+”战略，即“产品+”、“体育+”、“互联网+”，与行业头部公司安踏和李宁分别在 12-14 年和 15 年后的零售导向改革类似。我们认为特步改革的核心为：1) 全面提升公司综合零售能力；2) 从产品和营销两方面加强品牌的运动属性。

我们认为，三年的改革基本确立了特步中长期的发展战略，夯实了基本面，帮助特步在 2018 和 2019 年实现收入和净利润的快速增长（两年收入增速分别为 24.8% 和 28.2%，归母净利润增速分别为 60.9% 和 10.8%），也为 2019 年开启的多品牌战略打下了坚实基础。

### 零售管理：扁平化管理，全面提高线上线零售能力

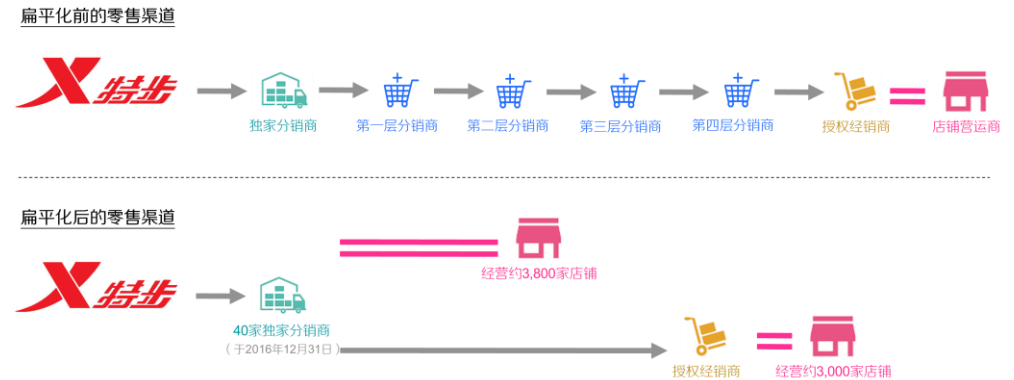
线下渠道方面，完成从“分销渠道管理者”到“零售网络管理者”角色的转变。2015 年起，特步对零售渠道进行了大刀阔斧的改革，扁平化传统零售渠道，具体举措如下：

1) **大幅削减经销层级**。公司将分销层级由多层减至 2 层，40 家独家分销商的直营店占特步店铺总数 60% 以上，变革后分销商能够更好地掌握终端零售水平，并且能降低多层授权经销商造成的潜在库存风险。

2) **公司直接掌控零售运营**。2016 年底，公司建立了由 1,000 多名专业人员组成的团队，直接确定店铺位置及陈列、统一零售吊牌价，制定严格的产品订购指引和折扣管理办法（根据零售店级别确定），并对所有零售店员工进行培训，代理商则负责其直营店的大部分资本投资。

在此过程中，公司自愿为独家代理商延长应收账款信贷期保证其平稳过渡。由于总代理商负责承担直营店的大部分资本费用，因此公司通过延长账期向其提供帮助。截至 2017 年底，独家代理商直营店的开店已阶段性完成，因此应收账款信贷期已经调回合约内注明的 120 天。

**图 10：公司扁平化零售渠道（2016 年）**



数据来源：公司年报，东方证券研究所

除此之外，特步针对零售渠道还做出了以下系列改革：

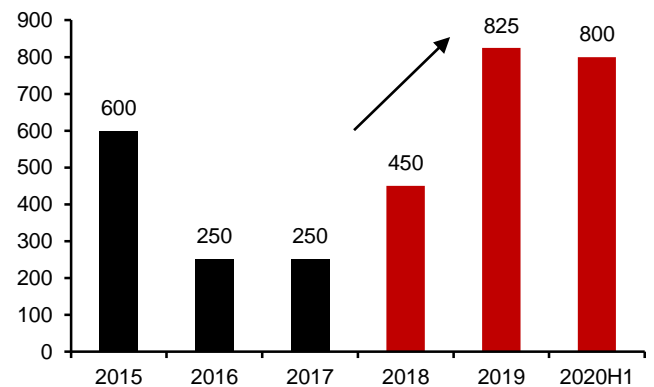
- 1) 完善部署零售管理系统，快速感知终端零售变化。**截至 2017 年底，公司的企业资源规划系统（零售管理系统）已全面覆盖特步店铺网络，能够实时查看各店铺的销售进度、存货水平、折扣幅度及销售效率。公司同步建立了一支由大数据专家组成的专业团队，不仅负责监管各店铺的业务活动，并且分析所收集的数据以协助制定产品订购指南、店面陈列及未来产品方向。
- 2) 提升终端门店形象，突出产品跑步属性。**截至 2017 年底，特步的店面形象已升级为国际化“6s”运动风格店铺设计，强调特步产品专注于跑步。与此同时，公司通过实体的特步零售学院、详尽的店内指导手册及内部零售管理 APP “超级导购” 内的视频及文章，对店铺员工进行统一培训，使消费者服务标准化，截至 2017 年底，APP 已覆盖 85% 的店铺和 22,000 名员工。
- 3) 重组优化特步儿童，着眼长远发展。**特步儿童部门于 2016 年和 2017 年经历了重大调整，公司已重新部署特步儿童与特步成人部门资源，全面整合运营管理、品牌推广、新产品研发、材料采购及生产、零售管理系统及零售网络。从门店数量来看，2017 年后特步儿童的门店数量从 250 家扩展至 2020 年的 825 家（2020H1 受疫情影响净关店 25 家）。

**图 11：更新后终端门店形象（2017 年）**



数据来源：公司年报，东方证券研究所

**图 12：特步儿童门店数量**



数据来源：公司年报，东方证券研究所

线上渠道方面，公司利用 O2O 模式实现全渠道零售。2016 年底，公司成为国内首批联手独家总代理商使用 O2O 模式的体育品牌之一，有效协调了与线下总代理商之间的利益。线上销售的产品由以下两部分组成：

1) 线上专供款产品（2017 年约占 50%，2020 年上升至 60%），专供款有生产速度快、供应链灵活、周转迅速等优点，部分受线上欢迎的专供款之后会在实体店出售。

2) O2O 产品（2017 年约占 50%，2020 年下降至 40%），O2O 模式下，公司与独家代理商实现存货共享，消费者订购的产品由其附近的总代理商送出，确保迅速到货。公司可在线上 and 线下同时发布新品，并为相同产品设定统一的价格和促销期，同时电商平台也可为线下滞销的产品举办促销活动，清理库存。

表 3：特步线上渠道收入占比

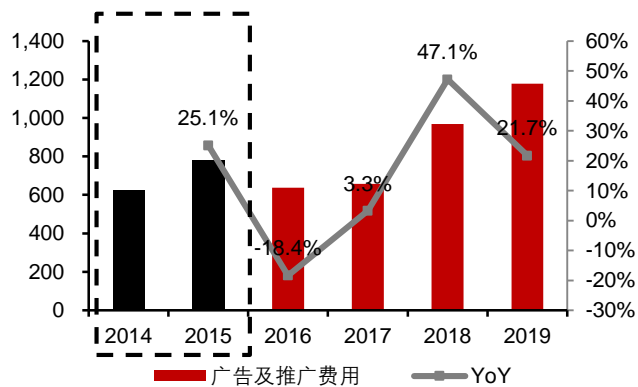
	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
线上渠道收入比重	低双位数	未披露	20%+	20%+	20%+	20%+

数据来源：公司年报，东方证券研究所

## 品牌营销：品牌定位由“时尚运动”转变为“运动时尚”，增强运动属性

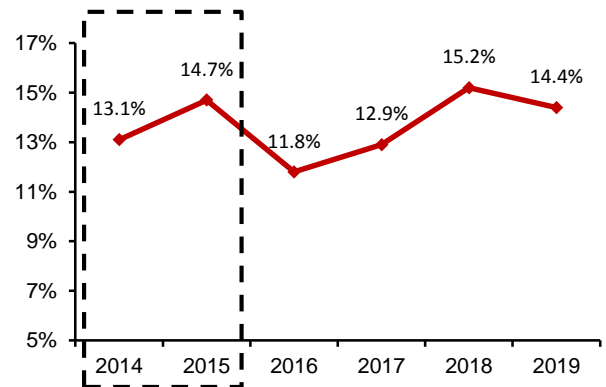
2014 年公司重新定位特步品牌，由“时尚运动”转变为“运动时尚”，营销资源也逐步向体育倾斜。2014 和 2015 年公司广告及推广费用维持相对高位，收入占比分别为 13.1% 和 14.7%，主要原因系特步在这两年加大体育方面的营销投入力度，以跑步运动为切入点，加深特步专业体育品牌的烙印。另一方面，娱乐营销是公司的传统强项，特步是国内首创娱乐明星担任代言人的体育品牌，公司在巩固自身优势的同时也紧抓市场热点，频繁与流量明星和热门综艺展开合作。

图 13：公司广告及推广费用及增速（百万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 14：公司广告及推广费用率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 体育营销：通过大量赛事赞助、明星代言和线下活动引领跑步风尚

公司不断巩固“中国跑者的首选品牌”的地位，对跑步优先分配体育营销资源，具体做法包括：

**1) 赞助马拉松等跑步赛事：**截至 2017 年底，公司赞助了在北京、天津、重庆、厦门等主要城市举办的 29 场重要马拉松赛事以及 11 项其他跑步活动，包括 10 场与腾讯合作举办的特步企鹅跑活动以及特步 321 跑步节，不计 321 跑步节，40 场赛事的总参加人数超高 67 万人（2019 年已上升至 80 万人）。其中特步 321 跑步节已经成为中国跑者的年度盛会，公司利用线上直播和线下活动等渠道实现与终端消费者的触达，2017 年，公司 321 跑步节产生的电商收入同比翻番，单日销售额是年日均销售收入的三倍。

**表 4：公司马拉松赞助赛事明细（2019）**

编号	活动名称	编号	活动名称	编号	活动名称
1	厦门马拉松	19	中国警察半程马拉松赛（晋江）	37	郑州马拉松
2	金门马拉松	20	贵阳国际马拉松	38	长城国际马拉松
3	特步 321 跑步节	21	特步企鹅跑——杭州站	39	越南河内世界遗产马拉松
4	南京浦口国际女子半马	22	特步企鹅跑——武汉站	40	长沙国际马拉松
5	武汉东湖樱花大学生半马	23	特步企鹅跑——长沙站	41	成都马拉松
6	重庆马拉松	24	特步企鹅跑——广州站	42	西安女子半程马拉松
7	中国郑开国际马拉松	25	特步企鹅跑——深圳站	43	泉城（济南）马拉松
8	武汉马拉松	26	特步企鹅跑——成都站	44	南京马拉松
9	北京国际长跑节	27	特步企鹅跑——厦门站	45	合肥国际马拉松
10	西安城墙国际半程马拉松赛	28	特步企鹅跑——苏州站	46	南昌马拉松
11	扬州鉴真半程马拉松赛	29	特步企鹅跑——昆明站	47	特步 2019 辣么美女子跑
12	长安大学城国际半程马拉松	30	太原国际马拉松	48	衢州马拉松
13	大学生路跑联赛—青海大学	31	雄安马拉松	49	厦门（海沧）国际半程马拉松
14	大学生路跑联赛—厦门大学	32	大学生路跑联赛——南开大学站	50	晋江国际马拉松
15	呼和浩特马拉松	33	沈阳国际马拉松	51	福州国际马拉松
16	长春国际马拉松	34	庐山国际山地半程马拉松赛	52	深圳国际马拉松
17	特步企鹅跑——上海站	35	辽宁凤城马拉松	53	长沙红色半程马拉松
18	大学生路跑联赛—吉林大学	36	衡水湖国际马拉松		

数据来源：公司年报，东方证券研究所

**2) 特跑族：**中国最大、最活跃的品牌跑圈，在全国各地的马拉松赛事中穿着特步品牌的产品，截至 2017 年底，特跑族在全国已有超过 5 万名会员（2018 年已超过 12 万），活动包括在微信及微博上分享自己的成功故事和产品体验，同时协助测试特步所研发的产品并作出反馈，确保有关产品上市时给用户带来的最佳体验。特步通过各类活动汇集跑者，例如提供所赞助马拉松赛事的参赛名额，配有专业教练的训练营和旨在通过跑步建立社群的“特跑汇”等。

**3) 体育明星代言人。**特步一直将顶尖中国田径运动员视为品牌专注跑步的最佳代言，近年来公司邀请的体育代言人包括林书豪、徐周政、蔡泽林、王镇等。

**表 5：公司体育合作代言人展示**

姓名	2015	2016	2017	2018	2019	介绍
弗莱德	✓					2014 年世界青年田径锦标赛男子 200 米金牌
谢震业	✓	✓	✓			2015 年世界田径锦标赛男子 4*100 米银牌，2016 年国际田联钻石联赛上海站 4x100 米金牌
陈定	✓	✓	✓			2012 年奥运会上，首次为中国夺得 20 公里竞走金牌
赵庆刚	✓	✓				2014 年仁川亚运会男子标枪冠军
舍普琴科		✓				乌克兰足球队总教练，曾在 2004 年当选欧洲足球先生
哈萨克斯坦国家田径队		✓	✓	✓		队中奥莉加·雷帕科娃是世界顶尖三级跳远运动员之一
王镇			✓			2016 年奥运会男子 20 公里竞走金牌
蔡泽林			✓			2016 年奥运会男子 20 公里竞走银牌
许周政				✓	✓	以 6.48 秒的成绩在 2018 年国家室内田径锦标赛男子 60 米决赛中夺得冠军
林书豪					✓	著名亚裔篮球运动员

数据来源：公司年报、东方证券研究所

**娱乐营销：持续更新明星代言人，综艺投入由电视冠名转向热门网综鞋服赞助**

公司积极更新明星代言人，打造品牌时尚形象。早在 2001 年，特步就邀请谢霆锋成为特步首位明星代言人，双方合作至今，谢霆锋更是于 2016 年升级为集团股东，实现更深层次的利益绑定。除此之外公司还紧跟市场热点，例如在电视剧《花千骨》热度提升后，邀请赵丽颖作为公司形象代言人，2018 年签下的乐华七子也凭借《偶像练习生》聚集的强大人气，拉近与年轻消费者的距离，传递特步年轻时尚的品牌形象。

**表 6：公司娱乐合作代言人展示**

姓名	2015	2016	2017	2018	2019	介绍
谢霆锋	✓	✓	✓	✓	✓	特步首位明星代言人，于 2016 年成为集团股东
李易峰	✓	✓				中国最具人气的年轻偶像之一
杜天皓	✓	✓				在台湾出生、于中国内地出名的年轻演员
林珍娜	✓					韩国歌手、演员及模特，为韩国女子组合 After School 成员
UNIQ	✓	✓				中韩五人男子组合，夺得酷音乐亚洲盛典年度最佳新人
赵丽颖		✓	✓	✓		中国最具人气的演员之一，曾主演电视剧《花千骨》
汪东城		✓	✓	✓	✓	台湾歌手、演员，曾身为前台湾男子团体飞轮海成员之一
林更新			✓	✓		中国最受欢迎的年轻演员之一，曾出演电视剧《步步惊心》
景甜					✓	中国内地人气女演员，曾主演魔幻片《长城》
乐华七子				✓	✓	七人新生代男团，曾参加《偶像练习生》

数据来源：公司年报、东方证券研究所

2016 年后公司改变投放策略，由电视冠名转向热门网综鞋服赞助。2015 年后公司改变了投放策略，减少了在电视台综艺的投放力度，转而尝试在热门网络综艺中进行鞋服植入。2018 年公司作为《中国新说唱》官方指定的运动品牌赞助商，导师 MC Hotdog 及部分选手都穿着了特步运动生活系列产品，并且推出多款联名鞋服，取得了很好的效果。2019 年，公司赞助了《这！就是街



舞》和《明日之子》等热门网综，节目中导师或选手穿着特步提供的潮服和训练服，极大增加了公司运动生活系列产品线的曝光度。

表 7：公司合作综艺展示

年份	电视节目	播放平台	介绍
2015	奔跑吧！兄弟	浙江卫视	竞技真人秀节目，以南韩 SBS 电视台的《Running Man》系列为蓝本
	极限勇士	江苏卫视	大型户外极限运动真人秀节目
	男生女生向前冲	安徽卫视	全民健身类节目，平均收视率保持同一时段收视率最高
	报告！教练	东方卫视	北京国家奥林匹克体育中心录制的体育娱乐节目
	天天向上	湖南卫视	由汪涵、欧弟、田源、钱枫及金恩圣主持，开播以来高居全国收视前十
	大手牵小手	中央电视台	国内顶尖少儿艺术团体的展示平台，由著名艺人与儿童一同表演
	梦想总动员	超过 30 个电视及网上视讯频道	特步与泉州功夫动漫联手打造的 3D 动画片系列
2016	全员加速中	湖南卫视和芒果 TV	宝境游戏节目，29 个主要省份同时段播出节目的收视排名中高居榜首
	321 动起来	湖南卫视和芒果 TV	邀请全国各地的明星教练分享锻炼技巧
	男生女生向前冲	安徽卫视	全民健身节目，其平均收视率保持同一时段收视率最高
	不一样的偶像	优酷土豆	大型原创网络综艺节目，以现场直播方式介绍多位网红
2018	中国新说唱	爱奇艺	华语青年说唱音乐系列节目
2019	这！就是街舞	优酷土豆	街舞选拔类真人秀
	明日之子	腾讯视频	未来音乐榜样类节目
	男生女生向前冲	安徽卫视	全民健身类节目

数据来源：公司年报，东方证券研究所

## 产品创新：加大对功能性产品投入力度，重新梳理运动生活产品系列

产品是公司变革“运动时尚”的最直接体现，特步产品在保留时尚设计的同时，更加注重产品的功能性。2017 年，公司保留约一半运动生活产品，其余为功能性体育产品（并未放弃作为最时尚体育品牌之一的优势），并且在两个产品类别中不断加快升级步伐。以下是公司在 2015-2017 年针对两个类别所做出的调整：

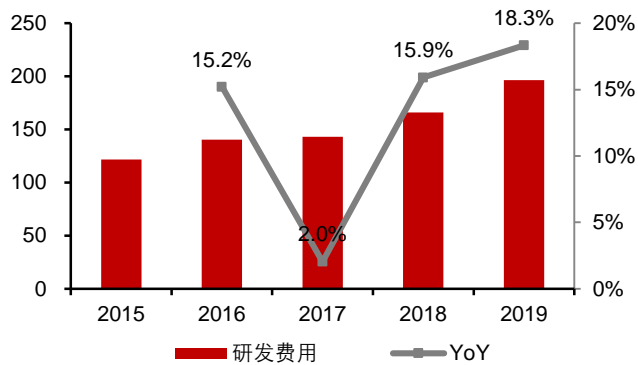
### 功能性体育产品

1) 组建专业设计团队，由具备多年顶尖体育品牌工作经验的国际设计团队领导。截至 2017 年底，研究团队由 20 多名研究人员构成，涵盖运动科学、设备、结构工程、面料鞋底化工等领域，并且采用全球领先的科研设备进行产品测试并研究不同类型跑者的脚型、体型及步态，产品帮助跑者在多项国内顶级马拉松中获得冠军。

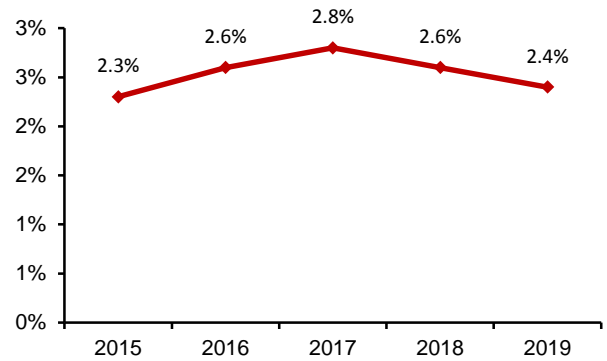
2) 与国际领先纤维材料开发商合作。公司与美国陶氏化学公司、3M 公司、英威达公司及日本东丽株式会社等国际领先的纤维材料开发商合作，共同开发纤维科技。

3) 针对跑步，推出竞速快跑、动力长跑和舒适易跑三个核心跑鞋系列。三个系列能够更好地帮助专业/高级跑者、普通跑者及入门跑者的不同需求。在跑步服装方面，公司融合不同科技，推出多个核心科技平台以应对跑者遇到的不同天气和运动状态。

2015-2019 年公司的研发费用率维持在 2%-3% 之间，2020H1 疫情期间在销售下滑的背景下，研发费用仍然实现同比增长 24%，研发费用率为 2.8%，体现了公司对研发的重视和投入。

**图 15: 公司研发费用及增速 (百万元)**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 16: 公司研发费用率**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**表 8: 特步跑鞋科技介绍 (2020H1)**

	竞速快跑	动力畅跑	舒适易跑
目标人群	专业、精英跑者	普通跑者	初级跑者
适合场合	适用于参加马拉松或铁人三项赛事，寻求高功能性跑鞋的跑者	适用于追求功能性和舒适感俱佳的跑者	适用于运动中重视舒适感的跑者
科技	竞速 160、竞训 300	动力巢、减震旋、透气网、特步气能环科技	特步柔立方、聚能弹、Softpad (与陶氏合作)、新雪丽 (与 3M 合作)
产品展示			

数据来源：公司年报，东方证券研究所

**表 9: 特步服装科技介绍 (2020H1)**

释冰科技	酷干科技	热能科技	XTEP-SHIELD	XTEP-COMFORT
------	------	------	-------------	--------------

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



主要功效	助力运动，冰感酷爽	助力运动，畅快干爽	助力运动，持续保暖	助力运动全方位防护	提升运动舒适性
科技特性	创新丝绸感物料，纳入快速散热技术，提供冰感体验	速干棉，透气排汗，让运动更舒适干爽	特殊保暖材质有效吸收并反射人体的远红外线，提高保暖性能；将空气保留在夹层中，达到保暖且不易变形的效果	防水功效让运动员在潮湿环境下享受干爽舒适；抗紫外线功效为肌肤带来安全屏障	独特空间立体结构，保持衣物持久；精选独特植物纤维，具有良好回弹性和天然吸汗排干功能

数据来源：公司年报，东方证券研究所

### 运动生活产品

1) 重新划分产品系列，调整为都市、街头、活力三个系列。2017年，公司逐步取消了运动生活类产品按年龄划分的方式（针对年轻消费者分为校园及都市两个系列休闲服装），取而代之的是，2018年起按风格划分为都市、街头和活力三个系列，每个系列都迎合了不同的风格需求及更宽的消费年龄段，加强对低线城市的渗透。

3) 与第三方知名IP合作。公司与世界级的品牌娱乐公司孩之宝合作，在产品上使用变形金刚元素，于2017年6月推出特步刀锋二代×变形金刚联名限量款足球鞋、变形金刚运动生活系列产品。此外在2017年四季度，公司与Smiley公司合作推出联名款Smiley鞋。

## 未来两大投资看点

### 主品牌：深耕跑步赛道实现差异化竞争，儿童和篮球业务贡献业务增量

我们预计，主品牌未来三年预计能实现双位数左右的年收入复合增长，分线上和线下来看，主要驱动因素如下：

#### 线下渠道：

**驱动因素 1：门店的稳健扩张。**在疫情逐步平息的情况下，我们预计2021年起受特步儿童驱动，特步主品牌每年净开100-200家门店。

公司经过2015-2017年三年变革后，2018和2019年特步主品牌分别净开店230家和149家，主要由特步儿童带动。2020年受疫情影响开店节奏放缓，上半年净关店255家，我们预计特步全年门店数量将维持在6,000家左右。展望未来，我们预计2021年后随着疫情的好转，开店节奏有望恢复，每年净开店有望维持在100-200家（同样主要由特步儿童带动），同比增长约2%-3%。

表 10：特步主品牌和特步儿童开店情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
特步主品牌（包括儿童）						
门店数	7,000	6,800	6,000	6,230	6,379	6,124
净开店		-200	-800	230	149	-255

YoY		-3%	-12%	4%	2%	
特步儿童						
门店数	600	250	250	450	825	800
净开店		-350	0	200	375	-25
YoY		-58%	0%	80%	83%	

数据来源：公司公告，东方证券研究所

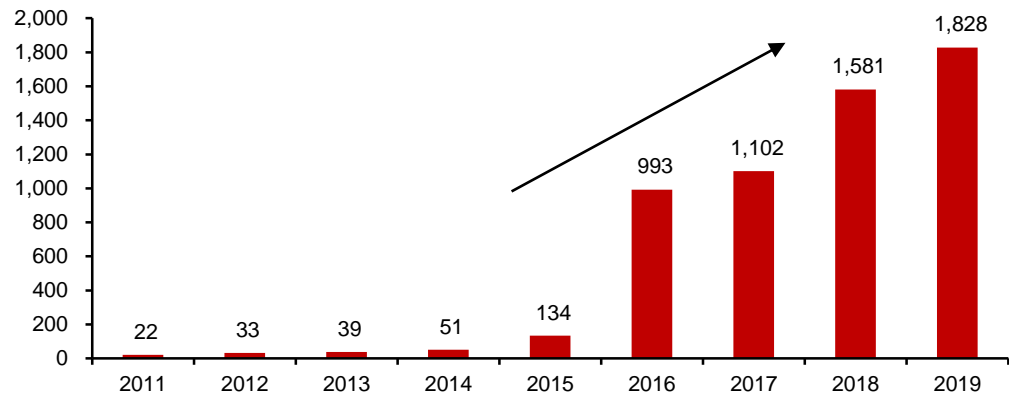
## 驱动因素 2：店效提升

**1) 门店面积的扩大和优化：**截至 2019 年底，特步店铺平均总建筑面积超过 110 平方米，其中 90% 的店铺已改装为国际化运动风格布局，相比 2018 年有大幅提升（平均总建筑面积为 100 平方米，75% 的店铺已改装）。目前公司在进行店铺结构的优化调整，逐步关闭 4-5 线城市的店铺，并在 2-3 线城市开大店，我们认为，随着公司的门店面积的增加，渠道区域的优化，叠加门店布局陈列和零售能力的改善，未来店效仍然有提升空间。

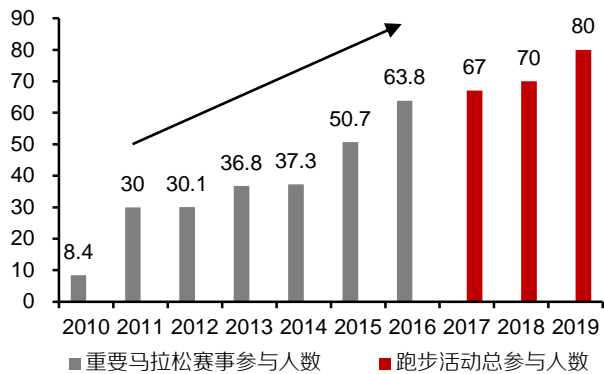
**2) 跑步品类的差异化竞争：**2015 年后，随着国内人们对于运动和健康的重视程度的持续提升，国内马拉松赛事呈现井喷式发展，参考日美国际经验，跑步运动的普及与经济发展阶段相关，1970 年代，美国和日本的人均 GDP 先后突破 5,000 美元，基本在同一时期迎来了跑步运动的普及，而中国于 2011 年左右人均 GDP 也到达了 5,000 美元。

特步在 2010 年左右对跑步品类进行了前瞻性的布局，如前所述，在营销方面，公司逐年加大对重大马拉松和跑步赛事的赞助力度，产品方面，公司也加大了对功能性产品的投入，重点关注跑步品类。参考国际经验，我们认为国内的跑步和马拉松运动普及程度远未触及天花板，特步在过去几年率先抢占了部分消费者的心智，未来仍然有巨大的发展机遇。

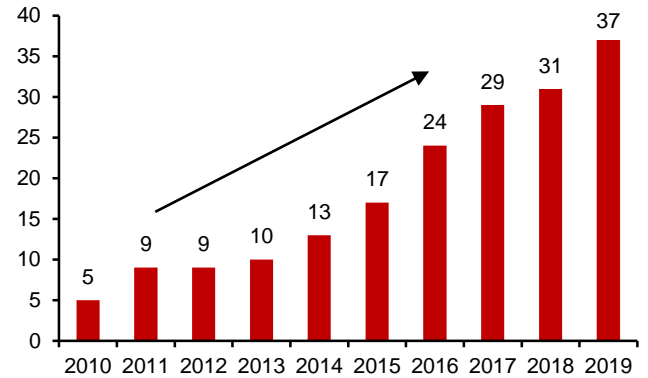
图 17：全国马拉松赛事数量（认证赛事+规模赛事）



数据来源：中国马拉松蓝皮书，东方证券研究所

**图 18：公司重要马拉松赛事和跑步活动参与人数（万人）**


数据来源：公司年报，东方证券研究所

**图 19：公司赞助马拉松赛事数量**


数据来源：公司年报，东方证券研究所

**3) 篮球品类扩张。**2019年8月，公司聘请著名亚裔篮球运动员林书豪为特步品牌代言人，并共同发布“篮球产品共创计划”开发篮球和休闲产品，此外全新的签名篮球鞋将于2020年下半年发布。2020上半年疫情期间，每周五林书豪都会在公众号上推出一系列线上篮球训练课程，拉近与年轻消费者的距离。

我们认为，鉴于林书豪在年轻篮球爱好者中的巨大影响力，配合后续推出的新系列产品，特步有望切入篮球新市场，贡献一定的收入增量。2020H1 篮球类产品已同比增长 300%-400%，销售占比也在稳步提升（2020H1 占比为个位数）。

**图 20：林书豪与特步签约发布会**


数据来源：特步，东方证券研究所

**图 21：林书豪同款战靴篮球鞋**


数据来源：天猫旗舰店，东方证券研究所

### 线上渠道：

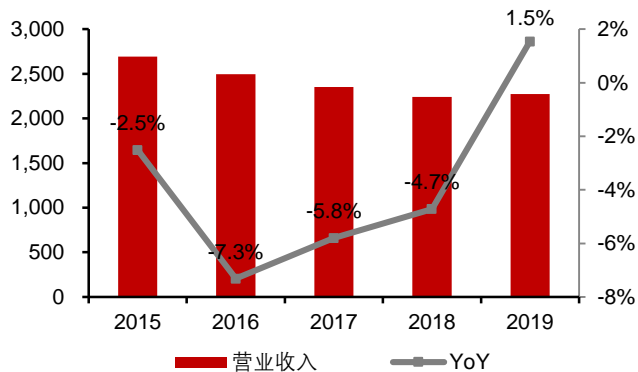
公司目前线上渠道收入占比在 20%+左右，2019 年起特步对电商渠道进行调整，包括：1) 唯品会和拼多多：明确定位为去库存渠道；2) 天猫：随着特步品牌力的提升，更多将天猫定位为提升品牌和塑造品牌的平台，并且减少低价、低端产品的销售，天猫在线上的收入占比已从过去的 9 成降低到 6 成左右，随着公司逐步加大对电商渠道的投入，未来的发展值得期待。

## 新品牌：多品牌国际化开启特步集团发展新征程

### 联手 Wolverine 集团开展 Saucony 和 Merrell 大中华区业务

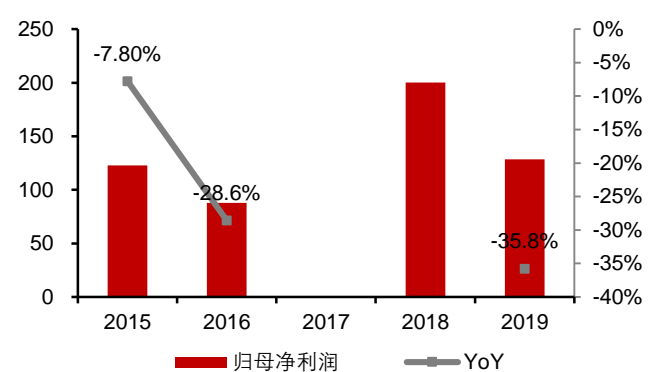
2019年3月，特步与Wolverine集团共同设立合资公司经营Merrell和Saucony品牌，运营范围包括中国内地、香港和澳门地区。Wolverine集团是国际知名的鞋服集团，旗下拥有12个历史悠久的知名品牌，包括Bates、Cat、Chaco、Hush Puppies、Saucony、Merrell等，产品在全球170多个国家均有销售。Wolverine目前在纽交所上市交易，从业绩表现来看，公司最近几年收入和利润表现均较为低迷，2019年销售收入为22.74亿美元，同比微增1.54%，净利润为1.29亿美元，同比下滑35.8%。

图 22: Wolverine 集团营业收入及增速 (百万美元)



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 23: Wolverine 集团归母净利润及增速 (百万美元)

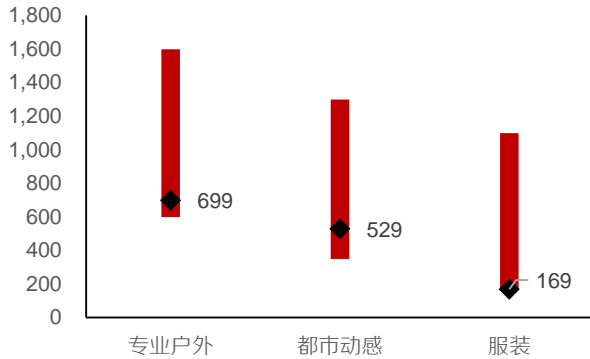


数据来源：公司年报，东方证券研究所

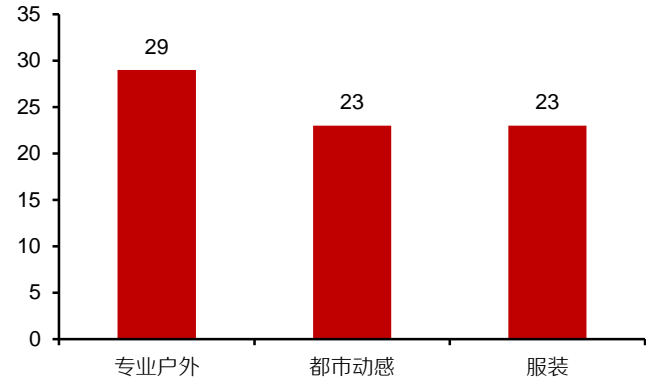
#### 分品牌来看：

Merrell 是专业户外运动装备品牌，创立于 1981 年，产品遍及 133 个国家，品类涉及专业户外、都市动感和服装，产品坚持四大核心优势：舒适、耐用、设计新颖、功能多样，2004 年，Merrell 被《体育用品情报》评为值得购买的户外鞋履品牌。截至 2020H1，Merrell 品牌的最新运营情况如下：

- 1) 线上：2020 年 3 月已推出天猫旗舰店，从第三方手中收回运营权。目前天猫在售的专业户外、都市动感和服装品类的价位段分别为 599-1,599 元、349-1,299 元和 169-1,099 元，其中专业户外产品数量最多，达到 29 个。
- 2) 线下：2020 年 4 月和 7 月已分别开设位于北京的直营店，2020 年下半年将开设更多门店，预计将开设 20-30 家。

**图 24: Merrell 天猫旗舰店价格带分布 (元, 截至 2020 年 9 月)**


数据来源：天猫旗舰店，东方证券研究所。注：红色线条代表品类价格带，黑色标记代表最畅销产品价格

**图 25: Merrell 天猫旗舰店产品数量 (截至 2020 年 9 月)**


数据来源：天猫旗舰店，东方证券研究所

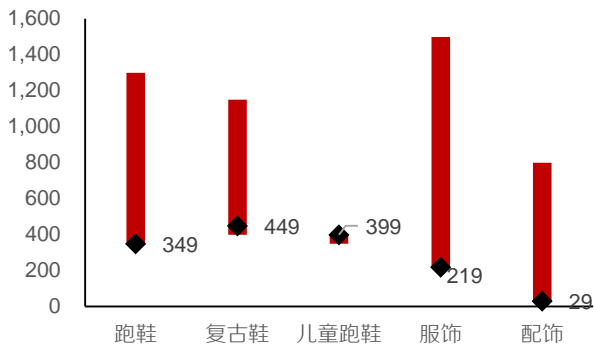
**图 26: Merrell 天猫旗舰店产品和价格展示 (截至 2020 年 9 月)**


数据来源：天猫旗舰店，东方证券研究所

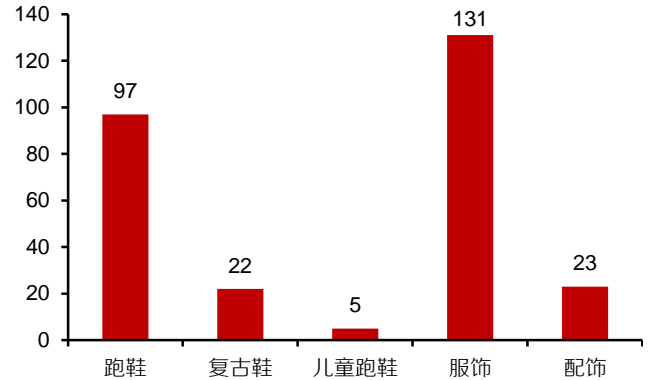
Saucony 是全球四大慢跑鞋品牌之一，创立于 1898 年，自创立之初就专注于跑步运动，旗下 Kinvara, Ride 等经典系列屡屡被评为美国《跑步世界》编辑之选，品类涉及男女跑鞋、男女复古鞋、儿童跑鞋、男女服饰和配饰等。截至 2020H1，Saucony 品牌的最新运营情况如下：

1) 线上：2019 年 7 月已推出天猫旗舰店。目前天猫在售的跑鞋、复古鞋、儿童跑鞋、服饰、配饰品类的价位段分别为 349-1,299 元、399-1,149 元、349-399 元、219-1,499 元和 29-799 元，其中服饰类产品数量最多，合计 131 个，其次为跑鞋，合计 97 个。

2) 线下：2020 年 6 月，Saucony 在上海正大广场盛大开幕，以“跑者的头等舱”全新品牌定位亮相，截至上半年在国内一二线城市已有 12 家店铺。

**图 27: Saucony 天猫旗舰店价格带分布 (元, 截至 2020 年 9 月)**


数据来源: 天猫旗舰店, 东方证券研究所。注: 红色线条代表品类价格带, 黑色标记代表最畅销产品价格

**图 28: Saucony 天猫旗舰店产品数量 (截至 2020 年 9 月)**


数据来源: 天猫旗舰店, 东方证券研究所

**图 29: Saucony 天猫旗舰店产品和价格展示**

价格	¥ 1299	¥ 1149	¥ 399	¥ 1499	¥ 799
					
<b>Endorphin 碳板跑鞋</b>	<b>Grid Web 老爹鞋</b>	<b>游隼10 越野跑童鞋</b>	<b>乐趣跑系列 男子防风衣</b>	<b>双肩运动背包</b>	
<b>S20597</b>	<b>S70466</b>	<b>SK262439</b>	<b>380029110261</b>	<b>380937100006</b>	
<b>跑鞋系列</b>	<b>复古鞋系列</b>	<b>儿童跑鞋系列</b>	<b>服饰系列</b>	<b>配饰系列</b>	

数据来源: 天猫, 东方证券研究所

展望未来, 公司对两品牌在开店节奏和产品研发的规划如下:

**1) 开店节奏方面:** 我们预计 2020 年两品牌将合计开店 30-50 家, 2021 年后逐步加快开店进程, 2021 和 2022 年分别预计开店 100-200 家和 200-300 家, 如果经营情况符合预期, 预计 2022 年将实现盈亏平衡, 甚至产生小幅利润贡献。

**2) 产品研发方面:** 公司将增加产品 SKU, 进一步拉宽产品价格带。除了海外经典款之外 (1,000 元以上), 公司还会针对中国市场推出平价款产品 (500-800 元左右), 销售占比预计在 70% 左右。合营公司方面, Wolverine 会在产品设计、技术方面做出相应投入, 但是整体仍然由特步集团主导和运营。

**表 11: 合营公司对特步报表影响**

年份	开店规划	对特步净利润的影响
2019	不开店	约 1,000-2,000 万的损失



2020	两品牌合计开店 30-50 家	约 3,000-4,000 万的损失
2021	两品牌合计开店 100-200 家	亏损幅度有望收窄
2022	两品牌合计开店 200-300 家	实现盈亏平衡，可能小幅利润贡献

数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 收购 K-Swiss 和 Palladium 树立全球化多品牌体育用品公司形象

2019 年 5 月 2 日，特步计划以 2.6 亿美金（约 17.5 亿人民币）收购 E-land USA 旗下三个知名品牌 K-Swiss、Palladium，Supra（包括两个子品牌 PLDM 和 KR3W）。2018 年，三个品牌合计收入为 2.1 亿美元，收购价格对比 2018 年的收入仅为 1.24 倍，对价较为合理。

2019 年 8 月 1 日收购完成后，特步立即进行架构重组，包括：

1) 终止运营 Supra 业务：2019 年对特步报表产生约 1 个亿的亏损，其中 3,000-4,000 万用于法律、财务、核数师等费用，其余用于架构重组，包括人力、存货减值等。

2) 重塑 K-Swiss 品牌，通过线上线下的方式加快 K-Swiss 和 Palladium 品牌在亚太区特别是中国市场的发展。2020 年受海外疫情的影响，预计 K-Swiss 和 Palladium 两个品牌的经营会带来一定的亏损。但后续疫情正常化以后，预计 Palladium 的正常经营利润基本能覆盖 K-Swiss 品牌重塑过程中的投入成本和费用，两个品牌合计经营有望在 2021 年实现盈亏平衡。2021 年后，公司将进一步投入更多资源，实现门店的快速扩张。另一方面，公司将对标国内外优秀品牌，实现品牌和产品的重塑，改造后的 K-Swiss 将对标 Champion 和 FILA 品牌，改造后的 Palladium 将对标 Vans 品牌。

表 12: E-land 旗下品牌财务表现（千美元）

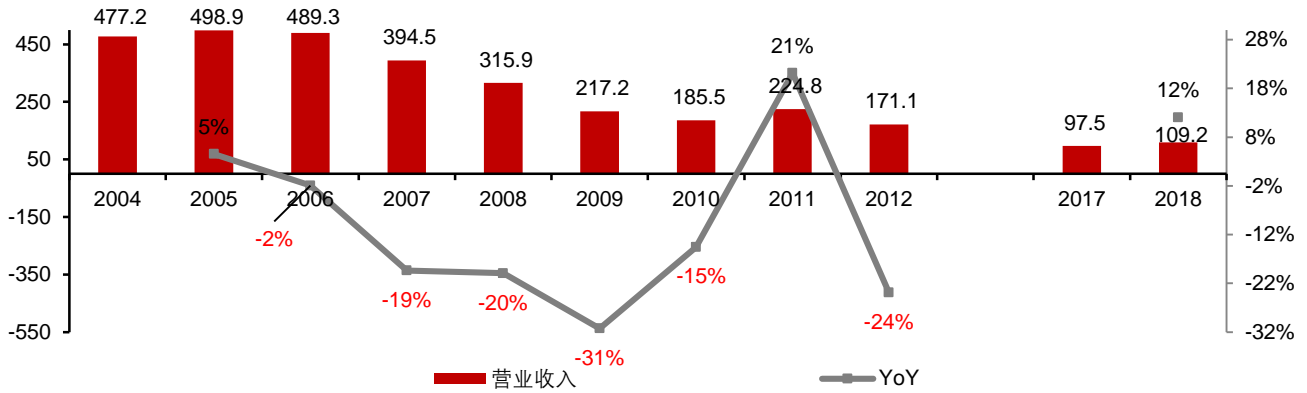
年份	品牌	收入	调整后 EBITDA
2018	K-Swiss	109,240	2,515
	Palladium	77,907	3,376
	Supra	22,859	-4,223
	合计	210,006	1,668
2017	K-Swiss	97,508	-5,500
	Palladium	71,407	-1,074
	Supra	37,511	-5,848
	合计	206,066	-12,422

数据来源：公司公告，东方证券研究所

K-Swiss 是美国老牌网球鞋品牌，但近年经营一直较为低迷。回顾历史，2005 年 K-Swiss 达到了营业收入的最高峰 4.99 亿美元，随后公司业绩低迷，连续出现负增长，直到被 Eland 收购之前

的 2012 年，收入萎缩至 1.71 亿美元，约为 2005 年的 35% 左右。被 Eland 收购后，K-Swiss 业绩不见起色，2017 和 2018 年，K-Swiss 收入仅为 0.98 和 1.09 亿美元

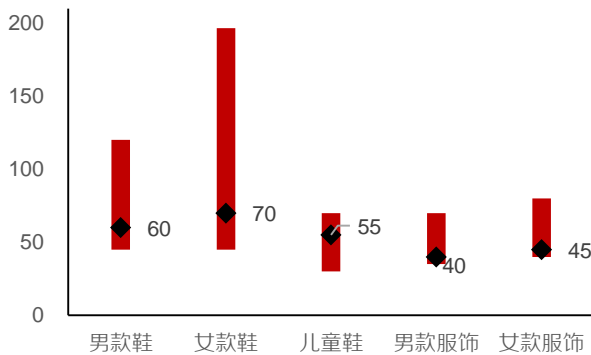
图 30: K-Swiss 营业收入变化 (百万美元)



数据来源: Bloomberg, 公司公告, 东方证券研究所

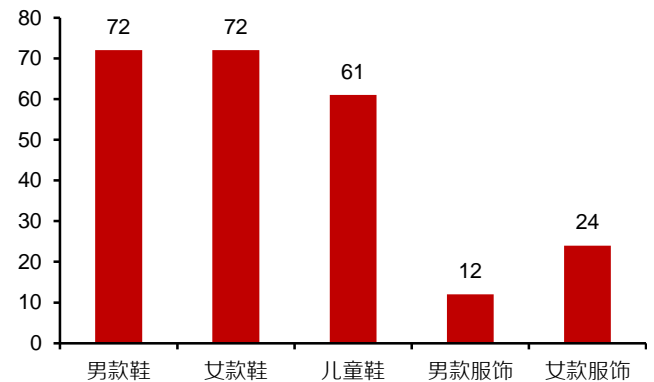
特步收购后将至少投入两年时间对 K-Swiss 进行品牌重塑，未来战略对标 Champion 和 FILA 品牌。重塑范围包括市场运营、品牌定位、供应链管理等，同时 K-Swiss 的品牌重心将转移至亚太区特别是中国内地，预计在 2021 年底或 2022 年初，特步将在中国内地开设出第一家实体自营店铺。

图 31: K-Swiss 美国官网价格带分布 (美元, 截至 2020 年 9 月)



数据来源: K-Swiss 美国官网, 东方证券研究所, 注: 红色线条代表品类价格带, 黑色标记代表最畅销产品价格

图 32: K-Swiss 美国官网产品数量 (截至 2020 年 9 月)



数据来源: K-Swiss 美国官网, 东方证券研究所



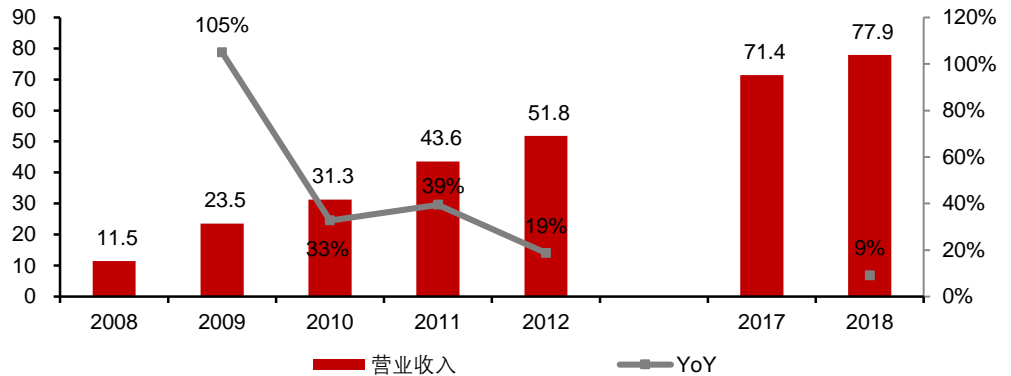
图 33: K-Swiss 美国官网产品和价格展示 (美元, 截至 2020 年 9 月)

\$120	\$197	\$70	\$70	\$80
				
Hypercourt 网球鞋 06615049M	经典休闲女鞋 95044101M	Hypercourt 网球童鞋 86613102M	Hypercourt 网球运动裤 102341400	网球运动针织衫 192380697
男款鞋系列	女款鞋系列	儿童鞋系列	男款配饰系列	女款配饰系列

数据来源: K-Swiss 美国官网, 东方证券研究所

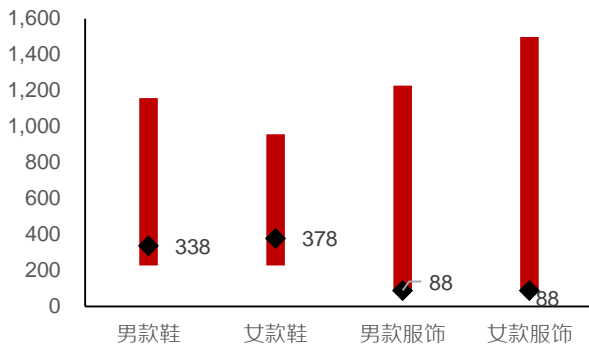
**Palladium 是法国经典的帆布鞋品牌，目前品牌仍然处于上升阶段。**回顾历史，Palladium 的营业收入自 2008 年起基本每年都维持正增长，2018 年 Palladium 的收入为 7,791 万美元，同比仍然增长 9%，并且该品牌盈利情况良好，2018 年的调整后 EBITDA 达到 3,376 万美元。

图 34: Palladium 营业收入变化 (百万美元)

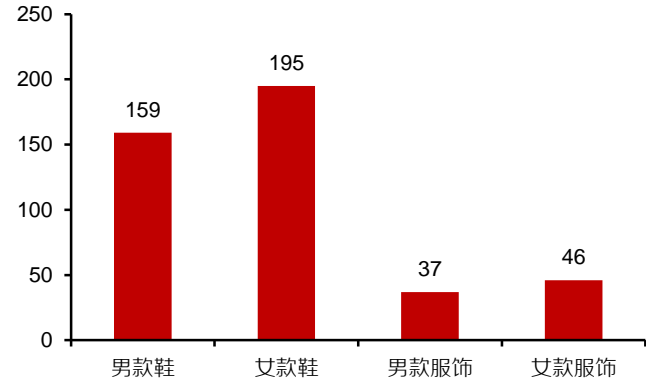


数据来源: Bloomberg, 公司公告, 东方证券研究所

特步未来除了保持 Palladium 品牌海外市场分销业务的稳步发展以外，将重点发力其亚太特别是中国市场。Palladium 在中国的知名度较高，天猫旗舰店中的产品数量丰富，男款和女款鞋的产品数量分别达到了 159 和 195 款，特步将利用自身资源帮助 Palladium 在国内持续深耕，预计 2020 年，Palladium 将在国内开 30-50 家实体自营店铺，明年可能扩张至 100-200 家。

**图 35: Palladium 官网价格带分布 (元, 截至 2020 年 9 月)**


数据来源: 天猫旗舰店, 东方证券研究所。注: 红色线条代表品类价格带, 黑色标记代表最畅销产品价格

**图 36: Palladium 天猫旗舰店产品数量 (截至 2020 年 9 月)**


数据来源: 天猫旗舰店, 东方证券研究所

**图 37: Palladium 天猫旗舰店产品和价格展示 (元)**

¥ 1158	¥ 1228	¥ 958	¥ 1498
			
<b>联名款高帮休闲鞋</b>	<b>两面穿连帽风衣</b>	<b>翻帮皮靴</b>	<b>中长款迷彩羽绒服</b>
<u>76084</u>	<u>PDJA84T09M</u>	<u>93080</u>	<u>PDNP84V16F</u>
男鞋系列	男款服饰系列	女鞋系列	女款服饰系列

数据来源: 天猫旗舰店, 东方证券研究所

需要重点指出的是, 我们认为无论是大中华区合资的 Saucony 和 Merrell 品牌, 还是全资收购的 K-Swiss 和 Palladium 品牌, 公司未来的战略重点都是中国市场的发展, 并且坚持线上线下同步发展的思路。我们认为四个新品牌未来除了会给公司带来新增收入和盈利之外, 对于丰富整个公司的品牌矩阵, 提升集团的品牌调性, 发挥在研发、渠道和供应链等多个方面的协同效应还有很大的提升空间。新品牌未来的发展壮大对公司中长期增长和估值提升都有深远的意义。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

#### 1、收入

- a) 大众运动：预计未来三年净开店数量为-300、200 和 180 家，2020 年受疫情影响导致净关店，2021 和 2022 年开店节奏有望恢复，主要受特步童装开店拉动。预计未来三年综合店效分别提升 1%、10%和 8%。
- b) 时尚运动：预计未来三年增速为 75%、20%和 20%。特步于 2019 年 8 月完成收购 Palladium+K-Swiss 品牌，由于 2019 年基数低因此 2020 年增速较快。
- c) 专业运动：预计未来三年增速为 400%、50%和 50%，由于特步 2019 年 3 月成立合营公司经营 Saucony 和 Merrell 品牌，由于 2019 年基数低因此 2020 年增速较快。

#### 2、毛利率：

- a) 大众运动：预计未来三年毛利率为 40.9%、41%和 41.1%，特步将在今年下半年推出更多平价产品，因此 2020 和 2021 年的毛利率相比 2019 年有所下降，2022 年毛利率将同比小幅提升。
- b) 时尚运动：预计未来三年毛利率为 39.7%、41.9%和 43.9%。
- c) 专业运动：预计未来三年毛利率为 39 %、41.2%和 43.2%。

#### 3、费用率：

- a) 销售费用率：预计未来三年销售费用率为 21.4%、21.1%和 21%，2020 年受疫情影响销售费用率同比上升，未来两年受益于经营杠杆，销售费用率将逐年下降。
- b) 管理费用率：预计未来三年管理费用率为 13.5%、13%和 12.9%。2020 年由于新品牌开支增加、研发费用增加、应收账款减值增加等原因导致管理费用率同比上升，未来两年受益于收入的快速增长，管理费用率将逐年下降。

收入分类预测表（百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>收入拆分</b>					
大众运动（特步）	6,383.2	7,706.7	7,452.2	8,467.1	9,406.6
YoY	0%	21%	-3%	14%	11%
时尚运动（Palladium+K-Swiss）	-	465.9	815.3	978.4	1,174.1
YoY	0%	0%	75%	20%	20%
专业运动（Saucony+Merrell）	-	10.1	50.5	75.8	113.6
YoY	0%	0%	400%	50%	50%
<b>收入合计</b>	<b>6,383.2</b>	<b>8,182.7</b>	<b>8,318.0</b>	<b>9,521.2</b>	<b>10,694.3</b>
YoY	0%	28%	2%	14%	12%

### 毛利率拆分

大众运动（特步）	44.3%	43.8%	40.9%	41.0%	41.1%
YoY	0.4%	-0.5%	-2.9%	0.1%	0.1%
时尚运动（Palladium+K-Swiss）		36.7%	39.7%	41.9%	43.9%
YoY			3%	2%	2%
专业运动（Saucony+Merrell）		43.2%	39.0%	41.2%	43.2%
YoY			-4%	2%	2%
<b>综合毛利率</b>	<b>44.3%</b>	<b>43.4%</b>	<b>40.8%</b>	<b>41.1%</b>	<b>41.4%</b>
YoY		-0.9%	-2.6%	0.3%	0.3%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

我们预测公司 2020-2022 年的每股收益分别为 0.18 元、0.22 元和 0.26 元，参考可比公司估值，给予公司 2021 年 13 倍的市盈率，对应目标价为 3.15 港币（2.86 人民币），首次给予公司“增持”评级。

表 13：行业可比公司估值（港币，截至 2020 年 9 月 24 日）

公司名称	公司代码	每股收益（港币）				市盈率			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
361 度	1361.HK	0.1	0.2	0.2	0.3	5	5	4	4
安踏	2020HKEQUITY	2.3	2.2	3.3	4.2	40	35	23	18
中国动向	3818HKEQUITY	0.1	0.1	0.1	0.1	14	12	10	9
Footlocker	FLUSEQUITY	38.6	13.2	29.8	32.0	13	20	9	8
宝胜国际	3813HKEQUITY	0.2	0.1	0.2	0.3	20	21	8	6
滔博	6110HKEQUITY	0.5	0.4	0.6	0.7	21	22	17	14
JDSports	JDSports		2.0	3.6	4.2		35	20	17
调整后平均							<b>22</b>	<b>13</b>	<b>11</b>

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

## 风险提示

### （1）海外疫情对 K-Swiss 和 Palladium 海外业务的冲击

特步于 2019 年全资收购 K-Swiss 和 Palladium 品牌，其中两品牌有相当部分的业务位于海外市场，若海外疫情发生反复，预计将对特步报表带来不利影响。

### （2）国内疫情的反复

若国内疫情反复，将极大影响线下进店的客流量，同时也会对消费心理产生负面影响。

### **（3）国内运动服饰行业竞争加剧**

国内市场头部品牌如李宁、安踏、耐克、阿迪达斯将在未来竞争加剧，有可能对公司业绩产生不利影响。

### **（4）商誉和无形资产减值风险**

2019 年由于收购新品牌，公司报表新增 8.1 亿无形资产和 8.3 亿商誉，如果新品牌发展不顺利，未来不排除有大幅减值风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,381	4,487	4,159	4,761	5,347	营业收入	6,383	8,183	8,318	9,521	10,694
存货	836	1,046	1,384	895	1,650	营业成本	-3,555	-4,632	-4,927	-5,609	-6,264
应收账款	1,953	2,596	2,949	3,002	3,479	毛利	2,828	3,550	3,391	3,912	4,430
预付款项	727	818	823	926	1,038	销售费用	-1,357	-1,718	-1,780	-2,009	-2,246
其他	162	319	246	293	312	管理费用	-622	-906	-1,123	-1,238	-1,380
<b>流动资产合计</b>	<b>8,060</b>	<b>9,266</b>	<b>9,561</b>	<b>9,878</b>	<b>11,826</b>	其他收入	196	308	363	285	303
固定资产	641	662	673	690	713	营业利润	1,044	1,234	850	950	1,108
有使用权资产	-	356	356	356	356	财务成本净额	-68	-111	-111	-62	-63
无形资产	8	810	806	802	798	应占联营公司损益	0	-2	-13	-5	0
商誉	-	834	834	834	834	除税前溢利	976	1,121	727	884	1,045
其他	490	395	393	403	414	所得税	-306	-390	-276	-327	-381
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,139</b>	<b>3,057</b>	<b>3,062</b>	<b>3,085</b>	<b>3,115</b>	净利润(含少数股东权益)	670	731	450	557	664
<b>资产总计</b>	<b>9,199</b>	<b>12,323</b>	<b>12,622</b>	<b>12,963</b>	<b>14,941</b>	净利润(不含少数股东权益)	657	728	442	552	664
短期借款	1,483	1,086	1,105	1,308	2,225	少数股东损益	13	4	8	5	0
应付账款	879	1,420	1,353	1,292	1,679	其他综合收益	-78	64	0	0	0
租赁负债	0	69	69	69	69	综合收益总额	592	795	450	557	664
应付税项	54	115	115	115	115	综合收益总额(母公司)	579	791	442	552	664
其他	862	981	1,099	1,017	1,360	综合收益总额(少数股东)	13	4	8	5	0
<b>流动负债合计</b>	<b>3,278</b>	<b>3,671</b>	<b>3,742</b>	<b>3,801</b>	<b>5,448</b>	每股收益	0.26	0.29	0.18	0.22	0.26
递延所得税负债	107	280	280	280	280						
长期借款	461	1,269	1,269	1,269	1,269						
其他	22	142	142	142	142						
<b>非流动负债合计</b>	<b>590</b>	<b>1,691</b>	<b>1,691</b>	<b>1,691</b>	<b>1,691</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3,868</b>	<b>5,362</b>	<b>5,433</b>	<b>5,492</b>	<b>7,139</b>						
股本	20	22	22	22	22						
储备	5,306	6,868	7,090	7,365	7,697						
少数股东权益	5	70	78	83	83						
<b>股东权益合计</b>	<b>5,331</b>	<b>6,960</b>	<b>7,189</b>	<b>7,470</b>	<b>7,802</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,199</b>	<b>12,323</b>	<b>12,622</b>	<b>12,963</b>	<b>14,941</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润	656.5	727.7	442.4	551.8	663.6
折旧摊销	85.7	136.5	97.2	105.1	113.9
营运资金变动	-421.6	-484.2	-571.5	128.5	-646.8
财务费用	68.1	110.9	110.9	61.6	62.7
其它	-234.3	287.3	-	-	-
<b>经营活动现金流</b>	<b>154</b>	<b>778</b>	<b>79</b>	<b>847</b>	<b>193</b>
资本支出	-75	-923	-101	-116	-130
于联营公司之权益	0	-39	0	0	0
其他	-207	-1,082	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-281</b>	<b>-2,045</b>	<b>-101</b>	<b>-116</b>	<b>-130</b>
股本	0.2	2.3	-	-	-
借款	94	411	19	203	917
其他	-605	626	-324	-332	-394
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-511</b>	<b>1,039</b>	<b>-305</b>	<b>-130</b>	<b>523</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>-637</b>	<b>-227</b>	<b>-328</b>	<b>602</b>	<b>587</b>

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	24.8%	28.2%	1.7%	14.5%	12.3%
营业利润	44.1%	18.2%	-31.1%	11.7%	16.6%
归属于母公司净利润	60.9%	10.8%	-39.2%	24.7%	20.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	44.3%	43.4%	40.8%	41.1%	41.4%
归母净利率	10.3%	8.9%	5.3%	5.8%	6.2%
ROE	12.3%	10.6%	6.2%	7.5%	8.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.0%	43.5%	43.0%	42.4%	47.8%
流动比率	2.46	2.52	2.56	2.60	2.17
速动比率	2.20	2.24	2.19	2.36	1.87
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.5	3.6	3.0	3.2	3.3
存货周转率	4.6	4.9	4.1	4.9	4.9
总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.26	0.29	0.18	0.22	0.26
每股经营现金流	0.06	0.31	0.03	0.34	0.08
每股净资产	2.12	2.76	2.85	2.97	3.10
<b>估值比率</b>					
市盈率	8.1	7.3	12.0	9.6	8.0
市净率	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7

现金净增加额	EV/EBIT
602	

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

