

方正证券研究所证券研究报告

特步国际(01368)

公司研究

纺织服装行业

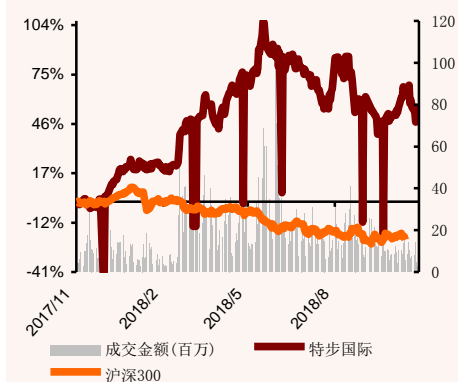
公司深度报告

2018.12.11/推荐(首次)

首席分析师 丰毅  
执业证书编号: S1220518070001  
E-mail fengyi@foundersc.com

联系人: 王佳敏  
E-mail: wangjiamin@foundersc.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

特步国际是国内一线运动品牌, 2017 年公司营收、归母净利润分别达 51.27、4.08 亿元, 同比降 5.05%、22.68%, 三年复合增速分别为 2.36%、-5.13%。公司线上业务快速发展, 2017 年以来主品牌同店持续增长, 2018 年起业绩恢复明显, 2018H1 营收、归母净利润增速分别达 18.53%、20.90%。

公司: 产品力持续提升, 内生增长亮眼

(1) 品牌: 公司产品定位大众消费市场, 涵盖跑步、综训、篮球、足球 4 大领域。主品牌 2015 年重新定位专业运动时尚品牌, 童装品牌经历重组后望在产品、生产方面与成人品牌形成协同。

(2) 研发: 研发投入行业领先, 成立国内首个跑步实验室、合作全球优秀供应商开发产品持续提升产品科技含量。2017 年特步蝉联国内三大马拉松赛事跑者所着跑鞋国内品牌第一, 2018H1 推出销量百万爆款跑鞋并获上半年天猫跑鞋销量冠军, 产品实力不断得到验证。

(3) 渠道: 2018H1 主品牌门店数量达 6035 家, 2018 年起门店数量实现正增。2014 年起整体同店增速高于渠道增速, 成为收入增长主要来源。三年扁平化改革后公司参与管理的独家代理直营店数量占门店总数 60%, 坪效提升超 10%。2018H1 线上收入占比超 20%, 增速超 30%, 通过推行 O2O 模式公司与线下总代理存货贡献形成双赢。(4) 营销: 体育+娱乐双轨驱动, 2015 年起蝉联中国赞助马拉松赛事最多的体育品牌, 签约人气艺人林更新、赵丽颖、乐华七子等、赞助热门综艺《中国新说唱》品牌影响力持续提升。(5) 供应链: 推拉式生产结合打造柔性供应链, 2016-2017 年电商 25 天翻单周期双 11 期间缩短至 5-7 天, 翻单量占比达 80%。合作顺丰提高电商产品配送效率, 调整配货模式降低渠道库存风险。

行业: 品牌分化加剧, 人均消费提升空间大

(1) 空间广: 体育行业整体规模超万亿, 预计 2025 年产值达 5 万亿元。(2) 品牌分化: 国际龙头持续挤占国内品牌市场份额, 低线市场竞争更加激烈, 产品力、品牌力优势明显的龙头强者恒强。(3) 人均体育消费潜力大: 2017 年国内人均运动鞋服消费 22.7 美元, 仅为美国 7%, 提升空间大; 人均运动鞋服消费增速近 4 年维持 10% 左右较高增速, 提升潜力足。

竞争比较: 安踏规模效率领先, 特步业绩、营运效率提升明显

(1) 国际比较: 量: NIKE 规模、运营效率最高, 特步净利率领先。NIKE 收入最高, 全球市占率居首, 运营效率最高; ADIDAS 盈利强劲, 毛利率领先, 直营店数、收入占比最高。与国际品牌相比, 公司因产品定价较低毛利率略低于国际品牌平均水平, 净利率领先, 营运天数与国际品牌相比差距仍存。

**质:ADIDAS 产品覆盖全面,NIKE 体育营销资源数量领先。**ADIDAS 产品覆盖 12 大运动领域,数量最多;NIKE 体育赞助球队、球星数量最多,知名度最高,娱乐明星代言人人气、影响力领先。与国际品牌相比,公司在营销、投入、品牌影响力方面还有较大提升空间。

**(2) 国内比较:量:业绩、营运效率提升快。**①内资第四大运动品牌,收入、利润规模位居行业第一梯队。②收入、归母净利润增速 2018 起快速提升,增速行业领先。③毛利率长期看稳中有升、净利率望迎弹性。④存货周转指标仅次安踏位居行业第二,应收账款周转天数提升明显。⑤主品牌同店增速领先且持续提升。**质:广告研发投入领先,娱乐营销资源丰富。**①品牌影响力排名逐年提升,消费者认可度高;②广告投入费用率领先,研发费用率逐年提升。

**经验借鉴: NIKE、ADIDAS 产品科技持续升级,营销资源广泛**

**(1) NIKE** 是全球运动龙头,2017 年在全球市场市占率运动达 18.1%。公司以代理 tiger 牌运动鞋起家,早期通过华夫跑鞋、AIR 气垫技术打开市场,通过持续创新、成功营销、全球化、高效供应链管理实现经营规模增长和效率壁垒提升,2018 财年公司营收达 363.97 亿美元,1981-2018 年复合增速达 12.55%。

**(2) ADIDAS** 是全球第二大运动品牌,2017 年全球市占率 9.8%。1954 年德国队身着 ADIDAS 足球鞋获得世界杯冠军使公司声名大噪。80 年代后期因管理失衡、股权易手公司陷入经营困境被 NIKE 超越,近年通过管理结构调整、专业与时尚产品并进、成功体育营销、全球化扩张、供应链优化实现业绩稳健提升,2017 年营收达 212.18 亿欧元,1997-2017 年复合增速达 10.08%。

**投资建议:** 预计 2018/2019/2020 年公司归母净利润分别为 6.17/7.19/8.44 亿元,同比增速在 51.26%/16.52%/17.36%,对应 EPS 为 0.28/0.32/0.38 元/股,对应 P/E 为 13.26/11.38/9.69,首次覆盖,给予“推荐”评级。

**风险提示:** (1) 经济下行超预期; (2) 主品牌销售低于预期; (3) 电商业务发展不及预期; (4) 特步儿童或未来新品牌拓展不及预期。

#### 盈利预测:

单位/百万	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	5113	6124	7187	8384
(+/-) (%)	-5.25	19.76	17.37	16.64
归母净利润	408	617	719	844
(+/-) (%)	-22.68	51.26	16.52	17.36
EPS(元)	0.18	0.28	0.32	0.38
P/E	20.05	13.26	11.38	9.69

数据来源: Wind, 方正证券研究所

## 目录

1	简介：体育时尚领军者，业绩迎弹性	7
1.1	公司股权集中，实控人增持彰显信心	7
1.2	业绩迎拐点，营运效率提升	10
2	公司：产品实力不断认证，渠道改革成效显著	14
2.1	持续研发+外部合作持续提升产品竞争力	14
2.2	精细化零售管理带动销售业绩提升	19
2.3	体育+娱乐营销双轨驱动持续提升品牌影响力	24
2.4	精益化生产、配货模式调整提升供应链效率	26
3	行业：品牌分化加剧，人均体育消费提升潜力足	27
3.1	行业广阔，内资品牌分化加剧	27
3.2	国际比较：NIKE 规模居首，UA 直营布局领先	29
3.3	国内比较：安踏规模效率领先，特步业绩、营运效率提升快	33
3.4	经验借鉴：NIKE、ADIDAS 产品科技持续升级，营销资源广泛	40
4	盈利预测	55
5	投资建议	56
6	风险提示	56

## 图表目录

图表 1:	特步国际股权结构 .....	7
图表 2:	股份奖励计划授出情况 .....	8
图表 3:	公司发展历程 .....	10
图表 4:	公司历史股价及 PE .....	10
图表 5:	2008 年至今公司营收及增速 .....	11
图表 6:	2008 年至今公司分产品收入及增速 .....	11
图表 7:	2008 年至今公司分品类销售占比 .....	11
图表 8:	2017 年公司分系列收入占比 .....	11
图表 9:	2017 年公司分渠道收入占比 .....	12
图表 10:	2008 年至今公司归母净利润及增速 .....	12
图表 11:	2008 年至今公司毛利率及净利率 .....	12
图表 12:	2008 年至今公司三费率 .....	12
图表 13:	2008 年至今广告宣传研发员工成本费率 .....	13
图表 14:	2008 年至今公司存货金额及增速 .....	13
图表 15:	2008 年至今公司存货周转天数 .....	13
图表 16:	2008 年至今公司应收账款及增速 .....	14
图表 17:	2008 年至今公司应收账款周转天数 .....	14
图表 18:	2012 年至今应收账款减值准备 .....	14
图表 19:	2008 年至今经营性现金流 .....	14
图表 20:	2008 年至今公司净利润现金比率 .....	14
图表 21:	2008 年至今 ROE 变化 .....	14
图表 22:	公司旗下品牌及产品介绍 .....	15
图表 23:	2012 年至今公司研发支出 .....	15
图表 24:	陈定体验 3D 动作捕捉系统测试 .....	16
图表 25:	蔡泽林进行足部压力测试 .....	16
图表 26:	公司主要产品研发伙伴 .....	16
图表 27:	公司跑鞋及服装科技 .....	17
图表 28:	主要品牌主打跑鞋产品售价 .....	17
图表 29:	天猫商城销量最高跑鞋售价 .....	17
图表 30:	特步 X SMILEY 联名产品 .....	18
图表 31:	特步 X 《中国新说唱》联名产品 .....	18
图表 32:	特步儿童鞋服零售额及增速 .....	19
图表 33:	特步儿童国内童装鞋服市场市占率变化 .....	19
图表 34:	特步儿童渠道数量及单店零售数据 .....	19
图表 35:	改革前后公司渠道结构比较 .....	20
图表 36:	公司渠道改革前后比较 .....	20
图表 37:	特步新体育形象店外观 .....	21
图表 38:	特步新体育形象店内饰 .....	21
图表 39:	2008 年至今公司主品牌渠道数量变化 .....	21
图表 40:	2008 年至今公司平均店效变化 .....	22
图表 41:	2008 年至今渠道增速与同店增速变化 .....	22
图表 42:	O2O 推行前后公司电商销售模式比较 .....	23
图表 43:	2014 年至今特步电商收入 .....	23
图表 44:	双十一特步天猫销售情况 .....	23
图表 45:	2014-2018 年天猫双 11 运动品牌销售排名 .....	24
图表 46:	特步 X 腾讯“321”跑步节 .....	24

图表 47:	特步“特跑族”俱乐部.....	24
图表 48:	公司现任娱乐明星代言人.....	25
图表 49:	公司现任体育明星代言人.....	26
图表 50:	国内运动鞋服市场整体规模.....	27
图表 51:	国家体育产业发展规划.....	27
图表 52:	2008-2017 年国内运动鞋服 CR10.....	27
图表 53:	国内鞋服 CR10 及内资 CR4 市占率变化.....	27
图表 54:	2007-2017 年国内运动鞋服 CR10 变化 (%).....	28
图表 55:	2017 年中美人均运动鞋服消费对比.....	28
图表 56:	中美人均运动鞋服消费金额增速.....	28
图表 57:	2010-2017 年国内马拉松赛事数目.....	29
图表 58:	2011-2017 年国内马拉松赛事参赛人数.....	29
图表 59:	美国运动发展历史简介.....	29
图表 60:	2017 年全球运动前七大品牌财务数据.....	31
图表 61:	全球运动前七大品牌产品覆盖领域.....	32
图表 62:	全球前 7 大运动品牌主要代言人及体育赞助.....	33
图表 63:	世界前 7 大运动品牌 Google 搜索热度.....	33
图表 64:	国内运动发展历史简介.....	34
图表 65:	2017 年同业收入规模及增速对比.....	34
图表 66:	2017 年同业净利润规模及增速对比.....	34
图表 67:	2017 年同业毛利率对比.....	35
图表 68:	2017 年同业净利率对比.....	35
图表 69:	2017 年同业公司营运能力对比.....	35
图表 70:	2008-2018H1 同业渠道数量对比.....	36
图表 71:	2017 年同业分渠道数量及收入.....	36
图表 72:	2015Q1 至今同业同店增速比较.....	37
图表 73:	2017 年同业电商收入及占比对比.....	37
图表 74:	2018 年国内运动鞋服品牌力指数排名.....	38
图表 75:	国内运动品牌产品覆盖领域.....	38
图表 76:	2013-2017 年同业研发费用率比较.....	39
图表 77:	2013-2017 年同业广告宣传费率比较.....	39
图表 78:	同业专利数量比较.....	39
图表 79:	2017 年国内运动品牌宣传推广比较.....	40
图表 80:	NIKE 公司历史营收及净利润.....	40
图表 81:	NIKE 品牌 logo 演化.....	41
图表 82:	NIKE 近 20 年有效专利变化趋势.....	43
图表 83:	NIKE 近 20 年鞋类专利变化趋势.....	43
图表 84:	NIKE AIR 气垫技术发展.....	44
图表 85:	NIKE AIR 其他中底技术发展.....	44
图表 86:	NIKE AIR 鞋面技术发展.....	45
图表 87:	NIKE 营销费用变化.....	46
图表 88:	NIKE 点击率最高广告 Unlimited You.....	46
图表 89:	NIKE 分销售模式收入及增速.....	46
图表 90:	NIKE 分销售模式收入占比.....	46
图表 91:	NIKE 直营门店店效及增速.....	46
图表 92:	NIKE 分地区营业收入 (百万美元).....	47
图表 93:	NIKE 分地区营收增速.....	47

图表 94:	NIKE 电商收入及增速 .....	47
图表 95:	NIKE 电商收入占比 .....	47
图表 97:	阿迪达斯历史业绩 .....	48
图表 98:	阿迪达斯早期电影赞助 .....	49
图表 99:	阿迪达斯 logo 变化历史 .....	50
图表 100:	阿迪达斯旗下品牌历史变化 .....	51
图表 101:	阿迪达斯历史研发费用及费率 .....	52
图表 102:	阿迪达斯历代创新产品 .....	52
图表 103:	1997-2017 年阿迪达斯营销费用及费率 .....	53
图表 104:	Unleash Your Creativity 女性营销活动 .....	53
图表 105:	ADIDAS 分渠道收入及增速 .....	53
图表 106:	ADIDAS 分渠道收入占比 .....	53
图表 107:	2009-2014 年 ADIDAS 直营店效 .....	54
图表 108:	1996-2017 年分地区收入及占比 .....	54
图表 109:	1996-2017 年分地区收入增速 .....	54
图表 110:	阿迪达斯 SpeedFactory 自动化工厂 .....	55
图表 111:	特步国际收入拆分 .....	55
图表 112:	同业公司估值比较 .....	56



## 1 简介：体育时尚领军者，业绩迎弹性

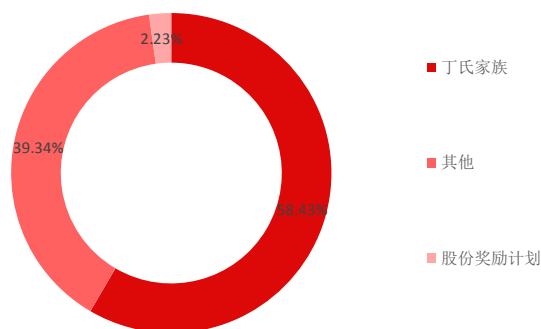
特步国际是国内一线运动品牌，经过 2015-2017 年三年渠道改革和品牌转型 2018 年起营收、业绩加速复苏，营运效率持续提升。三年转型收官，公司开始尝试多品牌战略，打造未来营收新增点。

短期看，公司经历三年战略、渠道等转型变革业绩增速及质量逐步回升，叠加 2017 一次性回购库存等因素造成的业绩低基数，短期公司业绩增长无虞。长期看，我国运动市场空间、人均运动鞋服消费仍有较大提升空间，运动鞋服市场高度集中，国内外龙头品牌对中小品牌“挤出效应”明显，海外品牌阿迪、耐克、国内品牌安踏、李宁、特步、361 度形成的运动品牌第一梯队发展稳定，特步依靠跑鞋领域产品科技、品牌、营销优势，望进一步夯实国内跑鞋第一品牌地位，并伴随未来多品牌布局望打开新的成长空间。

### 1.1 公司股权集中，实控人增持彰显信心

丁氏家族合计持股 58.43%，股权集中。截止 2018 年 6 月 30 日，丁氏家族（董事长丁水波先生、副总裁丁美清女士及副总裁丁明忠先生及其家族成员）通过家族信托共持公司股份 58.43%，股权集中度高。

图表1：特步国际股权结构



资料来源：公司公告，方正证券研究所

**实控人多次增持彰显信心。**2017 年 12 月至今，公司实控人之一兼董事长丁水波先生共 22 次增持公司股票，累计增持占公司总股本 0.78% 的 1759.65 万股，增持金额合计 7130.72 亿港元，增持均价 4.05 港元/股。2017 年 12 月、2018 年 4-6 月两段集中增持期丁水波先生分别增持 698.30、1061.35 万股，合计增持金额 2039.43、5091.29 万元，增持均价 2.92、4.80 港元/股。

**大额股份奖励计划鼓舞员工士气。**2014 年 8 月 1 日推出第一次股份奖励计划，授出股份数量不超过总股本 5%，参与人员包括雇员、行政人员、高级人员及董事，有效期 10 年。2015 年公司以 1.53 亿港元购入 5000 万股（平均成交价 3.052 港元/股），2017 年 1 月 10 日全部授出，并分 5 次发放。

图表2： 股份奖励计划授出情况

授出日期	奖励股份 (万股)	占授出股份比重 (%)	发放日期	授出价格 (元)
2017年1月10日	500	10	2018年1月10日	3.21
2017年1月10日	750	15	2019年1月10日	3.21
2017年1月10日	1000	20	2020年1月10日	3.21
2017年1月10日	1000	20	2021年1月10日	3.21
2017年1月10日	1750	35	2022年1月10日	3.21

资料来源：公司公告，方正证券研究所

公司发展历程可大致划分为四个阶段。

**初创期 (1987-2001 年)：OEM 起家，成为海外鞋业销量冠军**

创始人丁水波 1987 年创办三兴制鞋工艺厂，因产品品质优价廉，市场迅速扩大到全国各大城市，至 1990 年产值超 3000 万元。

1991 年公司申请注册中外合资企业三兴鞋服有限公司为国际知名品牌和客商贴牌生产运动鞋。至 1994 年产值达 8000 万元，产品远销 40 多个国家和地区。1999 年“三兴”成为国内海外鞋业销量冠军，在美国、西班牙等地设有公司，在晋江有 45 家代工厂。

1997 年公司引进鞋底生产配套机械及电脑绣花等现代化设备，初步形成了一条龙生产体系。1999 年成立泉州市三兴体育用品有限公司，拥有员工近 4000 人，针车流水线 35 条，成型流水线 8 条，并配有实验室、绣花、高频、印刷、复合、鞋底、模具等部门或分厂，年生产能力达 600 万双，已具备现代化、规范化经营实力。

**快速发展阶段 (2002-2011 年)：转型 OBM，打造国内第一运动时尚品牌**

**娱乐明星+娱乐节目+体育赛事快速提升品牌影响力。**

2002 年公司创立了国内第一家时尚运动品牌——特步，同年花费 470 万元签约谢霆锋作为品牌代言人，首创国内娱乐明星代言体育用品的营销模式。签约第二年谢霆锋代言的“风火鞋”单品销量创下 120 万销量神话，海报、CD 及签名画册全国几度断货，2002 年签约 TWINS、BOYZ，2007 年签约潘玮柏、蔡依林，组成国内运动品牌最豪华偶像明星代言阵容。

节目赞助方面，品牌冠名湖南卫视天天向上、东南卫视劲爆音乐榜等全国收视排名前列的娱乐节目，扩大品牌知名度。

体育营销方面，2010 年获第十届全运会独家赞助权，北京奥运会期间公司投资 1 亿元广告费用，8 月 9 日至 24 日期间特步广告合计在央视播出 524 次，平均每天 32 次多平均每天每小时 1 次多。

**外销转内销，扩充产品线。**公司逐步降低 OEM 业务比重，至 2008 年上市前 OEM 收入占比已降至 7.8%。2003 年公司扩充服装生产线，2003 年订货会服装销量仅 1 万件，2008 年增长至 3000 余万件，销售额占比 47%。2006 年代理美国迪士尼、西班牙运动品牌柯林，2007 年开拓跑步系列产品。

**渠道快速扩张。**公司销售模式以批发为主，2007 年分销商收入贡



献达 93.3%。2008 年公司新开门店 1047 家，为上市以来门店拓展最高年份。2007-2011 年年均拓店 737 家，超过上市以来年均数量 126 家。

**业绩、市占率双升。**2011 年营收公司营收、净利润 55.48、9.67 亿元，达上市以来峰值，2008-2011 年复合增速分别达 24.60%、23.89%。2011 年行业市占率较 2008 年上升 2.3pct 至 6.8%，国内第 5，内资第 3。

**调整阶段 (2012-2014 年)：削减订单降低库存，多途径为经销商提供支持**

**自发削减订单降低存货风险。**2012 年行业体育用品步入调整期，库存高企、订单增速下滑，各大运动品牌纷纷通过降低折扣、开设打折店、回购等方式清理过剩库存。为降低存货风险，公司自发性削减订货会订单。

**提升折扣率、延长收款期为经销商提供最大支持。**为支持经销商及零售商业运营，公司将批发折扣率从 2012 年的 60% 提升至 2013 年的 62%，同时公司审慎延长应收贸易款项的还款期。

**产品组合多元化，满足不同消费需求。**2012 年公司推出特步儿童系列，增设「潮酷鞋」系列，与漫威合作顺势推出「蜘蛛侠」及「复仇者联盟」跨品牌系列，大幅度扩展独特风格兼具舒适特色的「X-TOP」及「X-Girls」都市系列。

**门店数量持续下滑。**2012-2014 年公司分别净关店 86、150、250 家。2014 年门店总数较 2012 年净关 486 家至 7110 家。

**经营业绩、市占率下滑。**2014 年公司实现营收、净利润 47.81、4.78 亿元，2012-2014 年复合增速分别为 -7.20%、-23.18%。2014 年公司在运动鞋服整体市场市占率较 2011 年下降 1.1pct 至 5.7%，市场排名保持稳定。

**战略变革阶段 (2015 年-至今)：品牌转型，渠道扁平化**

2015 年，公司从时尚运动用品品牌转型为体育时尚品牌，并进行渠道扁平化调整。同年引入「3+」战略：

**产品+：**从按科技分类方式调整至以客为先的产品分类，鞋类产品按跑者使用频率分为竞速快跑等三大级别，服装产品推出酷干科技等六大技术平台。在目前产品线机场上，未来继续拓展、新增综训、户外及瑜伽领域产品。

**体育+：**通过赞助及举办多类型跑步活动扩大品牌影响力，2017 年特步蝉联中国赞助最多马拉松赛事的体育用品品牌。

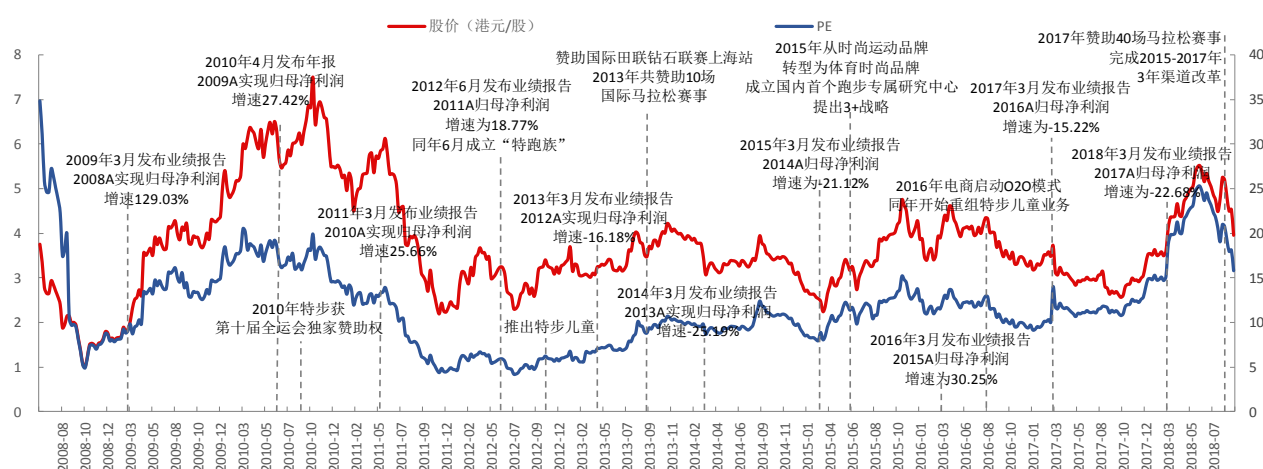
**互联网+：**线下实体店推出智能零售及电子支付系统，电商方面继续推行 O2O 模式。至 2018H1 电商收入占比已超 20%，O2O 共享存货占比约 50%，2018H1 O2O 覆盖总代理商达 60%。

图表3：公司发展历程



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表4：公司历史股价及 PE



资料来源：公司公告，方正证券研究所

## 1.2 业绩迎拐点，营运效率提升

**营收增速提升明显。**2017、2018H1 公司营收同比增-5.05%、18.53%至 51.27、27.46 亿元。2017H2 收入跌幅为 2.1%，较 2017H1 8.8%的跌幅收窄，2018 以来营收持续回暖，零售折扣维持 7.5-8 折水平。

**长期看，2012-2014 年运动用品行业进入调整期，受行业需求下滑，库存高企影响公司营收 2012 年起下滑，2014 年起恢复。**2015 年起进行渠道扁平化改革，2015-2017 年净关店超过 1000 家，影响整体营收复苏表现。

**短期看，线下同店增速提升，线上电商高成长。**2018Q1、Q2、Q3 同店增速分别为低双、中双、中双位数，同店增速较上年明显提升，2018H1 电商收入占比超 20%，零售端增速超 40%，预计收入端维持 30%以上增速高成长。

**分产品看：产品结构保持稳定。**2017 年鞋、服装、配饰收入占比分别为 63.72%、34.40%、1.88%，较 2014 年提升 0.03pct、-0.93pct、0.89pct，长期看收入结构稳定。2018H1 鞋、服装、配饰同比增 15.24%、24.24%、16.00%，占比分别为 64.82%、33.05%、2.13%，占比较去年同期提升-1.60%、1.64%、-0.04%，更多服装产品成套设计及销售提升连带率（目前连带率约 2）致服装收入占比提升。

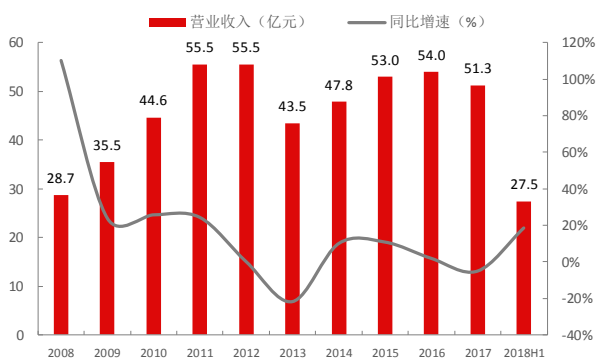
研究源于数据 10 研究创造价值

**分系列看：功能性、生活休闲产品收入贡献平衡。**2017 年休闲时尚、专业运动系列各占收入比重约 50%，专业运动系列中，跑步、综训产品合计占比 85%-90%，篮球、足球占比 5%-10%。

**分渠道看：电商收入贡献提升，同店成为线下增长主因。**2017 年线上、线下收入分别约 10、41 亿元，占比约 20%、80%，2018H1 电商占比超 20%，较 2014 年单位数占比提升超 10pct，对收入贡献进一步提升。2014 年起同店增速超过渠道增速成为收入增长的主要来源，2018 在渠道重回拓展轨道背景下望继续带动营收维持景气回升。

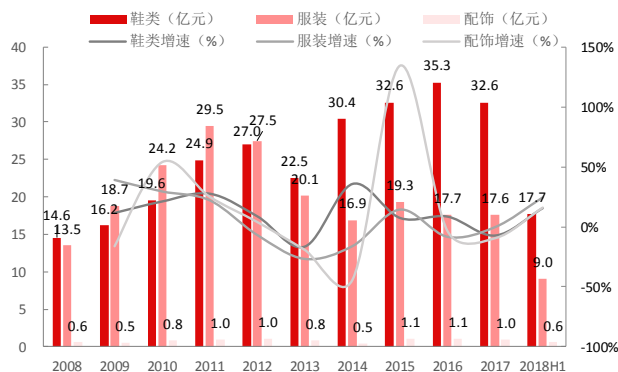
**归母净利润增速触底回升。**短期看，2017、2018H1 公司归母净利润同比增-22.68%、20.90%至 4.08、3.75 亿元。2017 年因一次性回购存货亏损 1.21 亿元影响致净利润降幅较大，剔除该影响后 2017 年净利润约 5.29 亿元，较 2016 年同比增 0.21%。长期看，归母净利润 2012-2017 年复合增速为-12.81%，低于同期营收增速 11.23pct。

图表5： 2008 年至今公司营收及增速



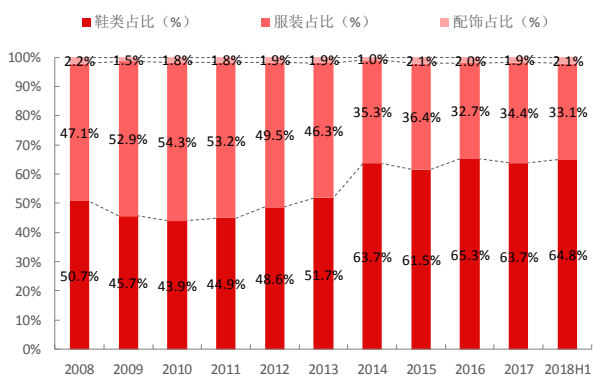
资料来源：WIND，方正证券研究所

图表6： 2008 年至今公司分产品收入及增速



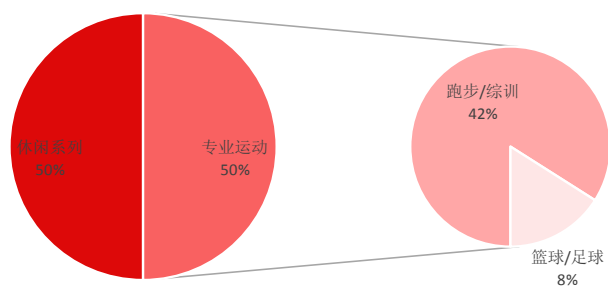
资料来源：WIND，方正证券研究所

图表7： 2008 年至今公司分品类销售占比



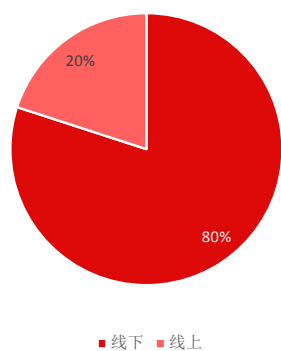
资料来源：WIND，方正证券研究所

图表8： 2017 年公司分系列收入占比



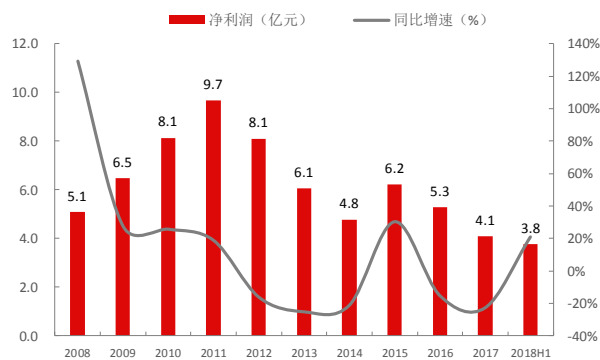
资料来源：WIND，方正证券研究所

图表9： 2017 年公司分渠道收入占比



资料来源：WIND，方正证券研究所

图表10： 2008 年至今公司归母净利润及增速



资料来源：WIND，方正证券研究所

**毛利率长期稳升，短期受补单影响略降。**短期看，2017、2018H1 毛利率同比提升 0.69pct、-0.23pct 至 43.89%、43.72%，受 2018Q1 补单增加（补单产品的采购、制造成本高于期货产品）影响毛利率略降。**长期看**，受毛利较高的电商销售占比提升带动，毛利率稳步提升，2017 年毛利率较 2013 年提升 3.65pct。

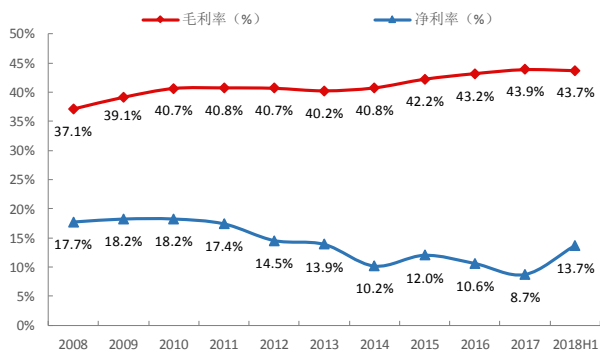
**销售费用率、财务费用率提升，管理费用率下行。**

**销售费用率方面**，2017 年销售费用率较 2012 年提升 4.47pct 至 17.78%，其中广告费用率提升 1.5pct 至 12.3%。2014-2015 年因转变为专业体育品牌广告费用率相对较高，2015 年 7 月结束天天向上节目冠名致 2016 年费率下降。签约新代言人、赞助中国新说唱等因素致 2018H1 广告费用率同比增 0.1pct，预计全年维持 11%-13%指引。

**管理费用率方面**，2017 年管理费用率较 2012 年提升 6.76pct 至 14.96%，其中员工成本费用率提升 3.5pct 至 10.6%，研发费用率提升 1.1pct 至 2.8%。2017 年受回购渠道库存 1.21 亿元、员工股份奖励成本 4540 万元、存货计提 2600 万元等非经常性因素影响管理费用率提升 2.69pct。2018H1 管理费用率同比降 1.05pct 至 9.61%。

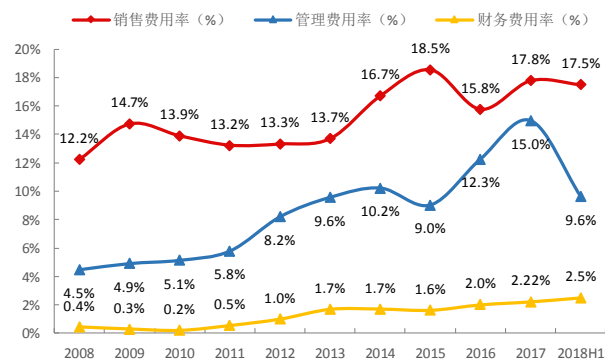
**财务费用率方面**，2017 年财务费用率较 2012 年提升 1.22pct 至 2.22%，2018H1 同比提升 0.69pct 至 2.50%。

图表11： 2008 年至今公司毛利率及净利率



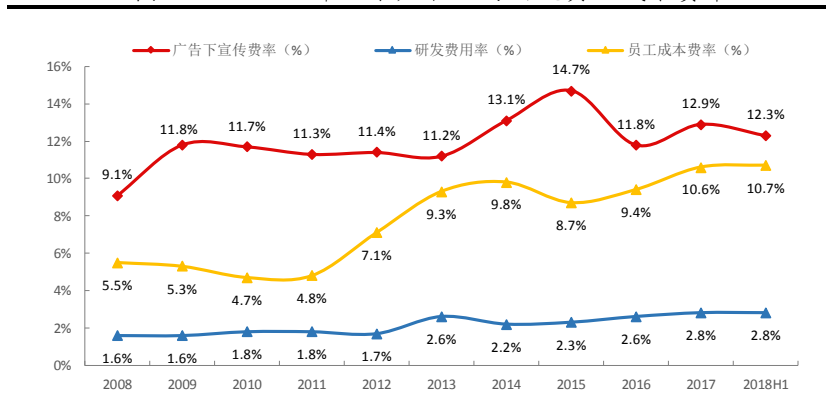
资料来源：WIND，方正证券研究所

图表12： 2008 年至今公司三费率



资料来源：WIND，方正证券研究所

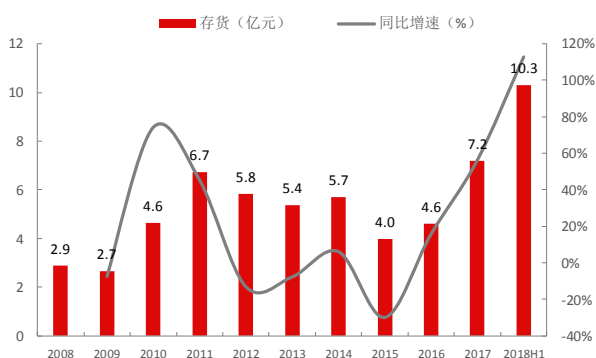
图表13: 2008年至今广告宣传研发员工成本费率



资料来源: WIND, 方正证券研究所

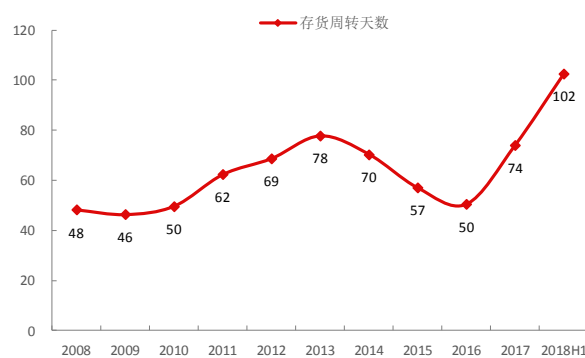
**受补单影响存货提升, 整体库存维持健康水平。**2012-2014 行业低谷期公司通过减少订单降低渠道存货风险致 2011 年起存货金额整体向下。2017 年末、2018 年 6 月两次大额补单致报告期存货金额出现同比提升 56.09%、112.60% (两批货品已于 2018 年 1 月、2018 年 7 月交付门店)。2017Q4 起渠道库存整体维持 4 个月的低水平, 反映经销商销售情况良好。

图表14: 2008年至今公司存货金额及增速



资料来源: WIND, 方正证券研究所

图表15: 2008年至今公司存货周转天数

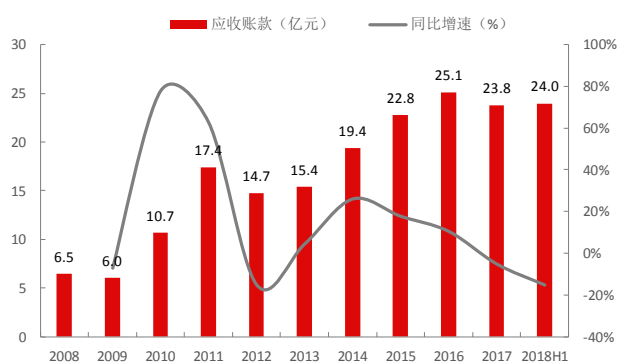


资料来源: WIND, 方正证券研究所

**应收账款周转持续改善。**2012-2014 年受行业低迷影响应收账款周转天数持续上升, 2015-2017 年渠道扁平化改革期给予经销商应一定信贷支持致应收账款周转天数继续上行。随渠道改革收官, 2017 下半年起公司逐步撤回对其总代理商暂时性支持。2018H1 应收账款周转天数同比降 57 天至 116 天。

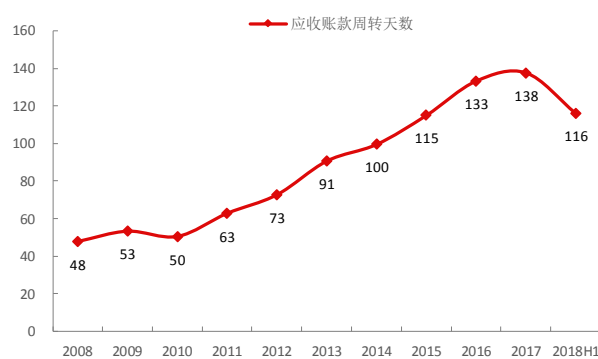
**收益质量望迎弹性。**①**净利润现金比率 (经营现金流量净额 / 净利润):** 2018H1 比率下滑至 0.60 主要系存货金额大幅提升 (主要系 6 月补货订单量较大) 致经营现金流净额小于净利润。②**ROE:** 2011 年起公司 ROE 受整体业绩下滑影响持续下滑, 2018H1 降幅收窄, 随业绩触底反弹, ROE 望逐步回升。

图表16: 2008年至今公司应收账款及增速



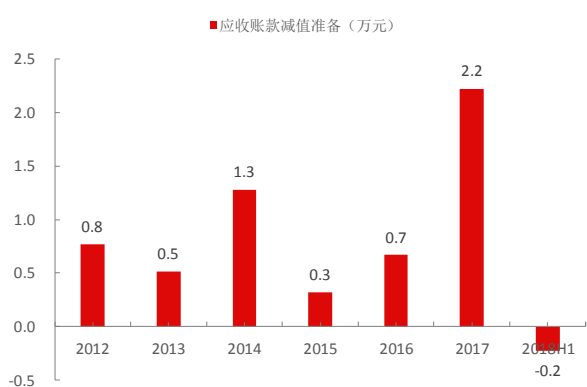
资料来源: WIND, 方正证券研究所

图表17: 2008年至今公司应收账款周转天数



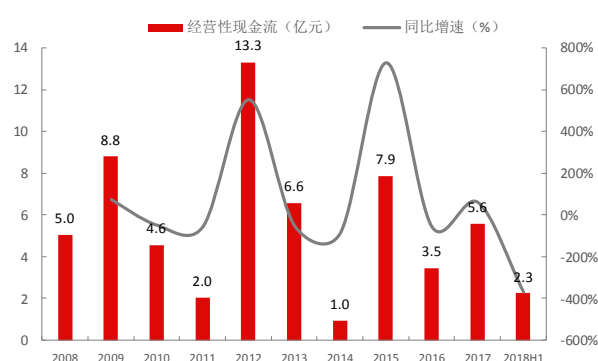
资料来源: WIND, 方正证券研究所

图表18: 2012年至今应收账款减值准备



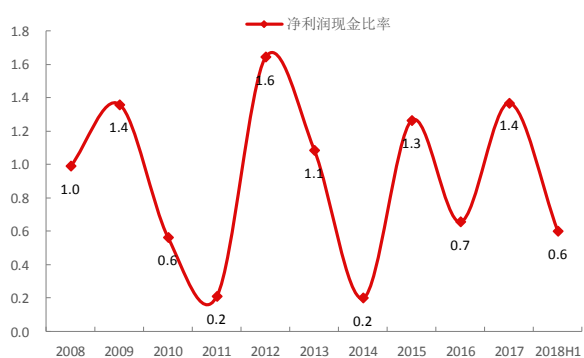
资料来源: WIND, 方正证券研究所

图表19: 2008年至今经营性现金流



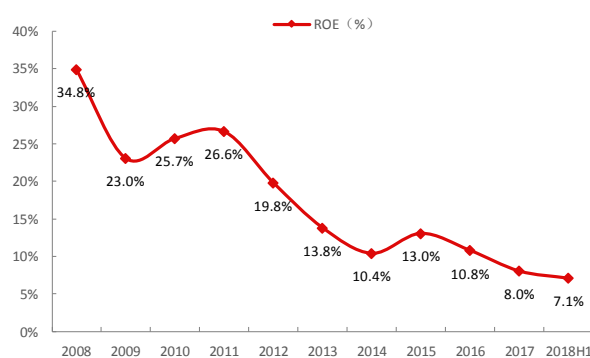
资料来源: WIND, 方正证券研究所

图表20: 2008年至今公司净利润现金比率



资料来源: WIND, 方正证券研究所

图表21: 2008年至今ROE变化



资料来源: WIND, 方正证券研究所

## 2 公司: 产品实力不断认证, 渠道改革成效显著

### 2.1 持续研发+外部合作持续提升产品竞争力

特步品牌成立于2002年,2008-2017年市占率稳居国内前10。2015年公司进行品牌重塑,定位从时尚运动品牌转变为体育时尚品牌,以“成为跑者首选品牌”为目标,形成以跑步为核心的专业运动及运动生活为主的两大产品系列,产品覆盖跑步、综训、篮球、足球4大运动领域。



图表22: 公司旗下品牌及产品介绍

产品系列	专业运动	生活休闲	儿童
Logo			
产品形象			
成立时间	2002	2016	2012
设立方式	自设	自设	自设
产品简介	以跑步产品为核心，跑鞋产品分为竞速快跑、动力畅跑、舒适易跑三大系列，服装科技整合至六大科技平台，应对跑者遇到不同天气及运动状态	鞋面、服装采用 π 标识，2017 年逐步取消按年龄划分产品，转变为按风格划分为都市、街头、活力三大系列，侧重与 IP、明星推出联名合作款	2016-2017 年重新部署儿童业务战略，整合与成人产品、经销商资源，同时与变形金刚等知名合作推出联名设计款
渠道数量	6035 家独立门店		250 个销售点（大部分为店中店）
产品定位	大众	大众	大众

资料来源：公司公告，方正证券研究所

**(1) 功能性产品：持续研发创新，致力成为“跑者首选品牌”。**

**研发持续投入。**2017 年公司研发费用约 1.44 亿元，同比增 2.26%，2012-2017 年复合增速 8.75%。2017 年研发费用率达 2.8%，较 2014 年提升 0.6pct，研发投入水平位居行业前列。

图表23: 2012 年至今公司研发支出

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
研发费用 (亿元)	0.94	1.13	1.05	1.22	1.40	1.44	0.77
同比增速 (%)	--	19.71	-6.91	15.85	15.21	2.26	18.53
研发费率 (%)	1.7	2.6	2.2	2.3	2.6	2.8	2.8
同比提升 (pct)	--	0.90	-0.40	0.10	0.30	0.20	0.00

资料来源：公司公告，方正证券研究所

**深耕跑步领域，成立专属跑步研究中心。**2017 年 3 月公司启动国内首个跑步专属研究中心，目前研究团队共 40 余人，研究领域涵盖运动科学、设计、结构工程、面料与鞋底化工等。

研发中心拥有三维测力台、3D 动作捕捉系统、足底压力鞋垫、高速摄像等精密仪器，涵盖世界顶级跑道蒙多、常规塑胶跑道等 6 种类型赛道，启用电影《阿凡达》使用高速摄像机迭代产品、红外分析仪在内的各种高科技仪器，并以此获得跑步步态、关节受力情况、减震缓震需求等数据。

实验对室中国不同类型跑者的脚型、体型及步态进行测算研究，谢震业、陈定和蔡泽林三位顶尖田径选手也在此进行各项运动科学研究测试，帮助公司研发顶尖运动员和大众跑者都能受益的高科技跑鞋。

图表24: 陈定体验 3D 动作捕捉系统测试



资料来源: 澎湃网, 方正证券研究所

图表25: 蔡泽林进行足部压力测试



资料来源: 澎湃网, 方正证券研究所

**合作全球顶级供应商, 提升产品科技含量。**公司与全球纤维材料科技巨头陶氏化学、3M、英伟达合作及 UNIQLO 长期面料合作伙伴日本东丽株式会社展开科研合作, 共同开发了柔软垫、“新雪丽”等高性能产品, 不断提升产品科技含量。

图表26: 公司主要产品研发伙伴

合作商	Logo	成立时间	简介	合作项目
陶氏化学		1897 年	世界第二大化工企业, 在 35 个国家运营 188 个生产基地, 产品达 5000 多种。1990 年开始做鞋类高性能材料的开发和研究工作, 合作伙伴有特步、七波辉等运动品牌	提供 VORALAST-聚氨酯记忆材料技术, 共同打造技术含量高的柔软垫
3M		1902 年	全球性多元化科技企业, 美国道-琼斯 30 种工业成分指数成份之一, 在 70 多个国家和地区有相应的研发和生产基地, 目前掌握高效暖绒技术、丹尼尔中空纤维技术, 反光条技术等, 拥有 3M 安全鞋自主研发产品	为冬季鞋类引进 3M“新雪丽”保暖材料
英威达		1940 年	全球最大、最富有经验的综合纤维、面料及表面涂层的生产商及经销商, 业务遍布六洲。现已拥有 700 个申请中或已授予的美国专利, 目前合作品牌包括彪马、特步	运用 thermolite 中空纤维科技, 提高运动服饰的保温排汗功能
东丽株式会社		1926 年	世界著名以有机合成、生物化学为核心技术的高科技跨国企业, 在全球 19 个国家和地区拥有 200 家附属和相关企业。东丽公司也是世界上唯一一家具有 RO、NF、UF、MF、纤维滤布系列膜技术研发与向市场提供全系列商业化膜产品的膜厂家。合作伙伴有德国汉斯希尔、优衣库等	为运动服提供 Miracle Air 特殊面料、CHAMELEOID MESH 变色网面

资料来源: 公司公告, 公司官网, 方正证券研究所

**三大核心产品+六大科技平台满足不同消费需求。**2017 年公司改变传统以科技划分产品方式, 将跑鞋产品根据跑者需求分为竞速快跑、动力畅跑及舒适易跑三大产品系列, 分别满足马拉松跑者、常规跑者、入门级跑者选购需求。服装方面打造六大核心科技平台, 即酷乾科技、释冰科技、热能科技、XTEP-SHIELD、XTEP-COMFORT 及 XTEPSTRONGER, 以应对跑者对不同天气的穿着需求。

图表27: 公司跑鞋及服装科技

### 鞋履科技

**竞速快跑**

專業/精英跑者

適用於參加馬拉松或鐵人三項賽事，尋求高功能性跑鞋的跑者

**動力暢跑**

普通跑者

適用於追求功能性和舒適感俱佳的跑者

**舒適易跑**

初級跑者

適用於運動中重視舒適感的跑者

**竞速160跑鞋**

中國最輕的跑鞋之一，僅重160克，具有超強減震性，專為精英/精英跑者設計

**競戰300跑鞋**

鞋底使用兩層材料，利用果凍層對跑鞋的前掌和後跟部位減震區增加緩震，後跟採用TPU提升穩定支撐和防止過度外翻

**Dynamic Form 動力美**

應用全新第四代超軟回彈配方，回彈的同時提供回彈能力，實現全能緩震

**AIR 氣流系統 COMFORT**

採用一片式立體雙層運動工程，前後運動受力部位分布不同網孔，提升透氣性同時充分貼合腳面，讓跑步更加輕鬆舒適

**COEFFICIENT**

使用立方體網塊支撐足部和地面的壓力，並採用記憶型材料增加緩震性

**Softpad**

特步與陶氏化學公司合作研發的一層多鞋墊技術，採用全新記憶材料全方位貼合支撐腳型，帶來記憶者絕佳的舒適感

**ENERGETEX**

由高彈TPU膠粒和粒子組合而成，能吸收和釋放更多的運動能量，讓跑步更輕鬆

**NITE 夜視科技**

採用反光及發光材料提高昏暗環境下的可見度，從而提高夜間戶外運動的安全性

**REACTIVE COIL**

利用特步品牌DNA無限循環彈簧結構實現形變及恢復的過程，達到減震回彈的效果

**AIR MEGA**

應用真實系統彈簧結構，帶來全方位柔軟緩震

**3M Thinsulate**

來自3M公司的「新雪麗™」材料，讓冬季產品更輕便保暖

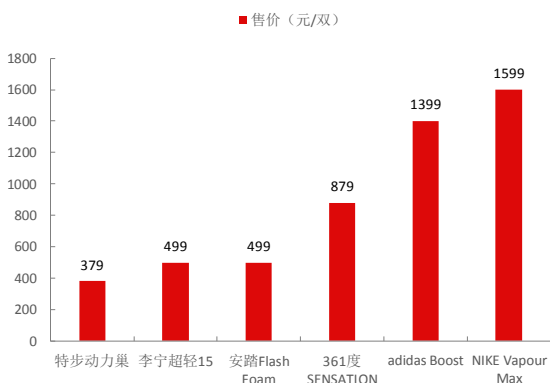
### 服裝科技

<p><b>XTEP-DRY</b></p> <p><b>離乾2代</b></p> <p>通過特殊紗線及編織排列，使肌膚表面水分迅速吸收並轉移至面料表面，繼而蒸發於空氣中，達到瞬吸秒乾</p>	<p><b>XTEP-COOL</b></p> <p><b>極地冰絲</b></p> <p>創新絲綢感材料，納入疾速傳熱與散熱技術，提供冰感舒適</p> <p><b>冰感纖維</b></p> <p>將涼感木醋醇附著在纖維中形成特殊紗線，提升纖維在與肌膚接觸時的散熱速度，於運動過程中帶來持久冰感</p>
<p><b>XTEP-WARM</b></p> <p><b>遠紅外升温</b></p> <p>應用陶瓷印花科技有效吸收並反射人體的遠紅外線，保持體溫的同時提高保暖性能</p> <p><b>原熱暖</b></p> <p>全新的纖維式聚熱結構，應用無縫非織工藝避免熱量從針孔處流失，提升保暖功效</p> <p><b>Thermolite®</b></p> <p>來自美國威達公司(屬 KoSa 旗下)的填充棉材料，應用超細中空纖維科技形成空氣層，以保護及隔絕外界冷空氣，使身體保持溫暖乾爽</p>	<p><b>XTEP-COMFORT</b></p> <p><b>美國杜邦™ Sorona® 面料</b></p> <p>質輕柔軟，富有良好的彈性及回復性能</p> <p><b>「X.S.E.T. 特步運動彈性科技」</b></p> <p>運用高彈纖維，幫助運動員在運動中自由伸展，特別應用於室內綜合訓練系列</p> <p><b>「魚鱗一體工藝」</b></p> <p>在專業運動服裝中引入無縫針織技術，降低運動過程中產生的摩擦</p>
<p><b>XTEP-SHIELD</b></p> <p><b>抗UV</b></p> <p>纖維面料中的防劑，可保護穿著者於戶外運動中抵抗有害紫外線輻射的侵擾</p> <p><b>防水風暴</b></p> <p>面料上的特殊塗層，有助於抵禦水的侵襲，同時促進蒸氣及水汽排出，令身體保持乾爽舒適</p>	<p><b>XTEP-STRONGER</b></p> <p><b>取能科技</b></p> <p>釋放有益負離子以緩解運動疲乏，有助於在專業運動中獲取更多能量</p>

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

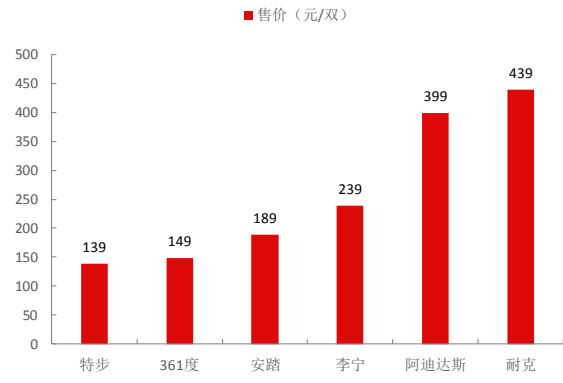
**产品性价比优势明显。**对比主要运动品牌主打跑鞋产品的线下销售正价，特步售价 379 元/双的动力巢跑鞋销售价格最低。从天猫近 1 月销量最高的跑鞋售价看，特步跑鞋仍低于其他同业，产品性价比优势明显。

图表28: 主要品牌主打跑鞋产品售价



资料来源: 淘数据, 方正证券研究所

图表29: 天猫商城销量最高跑鞋售价



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

**产品实力不断获消费者认证。**线下方面，悦跑圈数据显示，特步在 2017 年三大马拉松赛事中 3 小时内完成全程马拉松的参与者所著跑鞋榜中的市场份额位列国内同业第一。在 2018 年重庆马拉松及 2017 年北京马拉松及广州马拉松的跑鞋榜中位居所有体育品牌第四，



市场份额分别为 15.1%、10.5%及 9.1%。线上方面，2018 年 1、3-8 月特步跑鞋线上位居天猫品牌销量最高品牌（2 月排名第 2），销售额排名保持在行业第 3-4 名。

2018 年公司自主开发爆款跑鞋“减震旋”，鞋面采用弹性透气编织，结合中空回旋中底设计使跑鞋兼具透气、良好减震回弹和轻便三大特性。3 月末公司通过官博发布 321 跑步节晚会现场明星减震旋上脚照片，借跑步节热度及明星效应带动跑鞋首次曝光流量，后通过科技解读视频和 GIF 创意海报展示亮点，增加产品科技背书。凭出色产品设计及特色市场宣传，“减震旋”自 3 月上市以来销量突破 100 万双，成为 2002 年“风火鞋”后销量再次突破百万双的明星单品。

## （2）生活休闲系列：产品重划分，面向更广阔消费群体

运动生活类鞋履产品大多归入特步“π 系列”，鞋面采用“π”标志，非特步传统“X”标志。2018 上半年，公司改变运动生活产品的划分方式，从按年龄划分产品种类转变为按风格划分为三个不同系列：都市、街头、活力。随消费者时尚感愈趋个性化，每个系列都迎合更宽泛年龄段消费者对穿着风格不同需求。

新品设计方面，公司持续加强与明星、知名 IP 合作，推出赵丽颖、林更新、汪东城、谢霆锋、乐华七子 NEXT 同款产品，跨界合作 SIMLEY、《中国新说唱》等 IP 推出联名产品，持续打造消费热点。

图表30：特步 X SMILEY 联名产品



资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表31：特步 X 《中国新说唱》联名产品



资料来源：公司官网，方正证券研究所

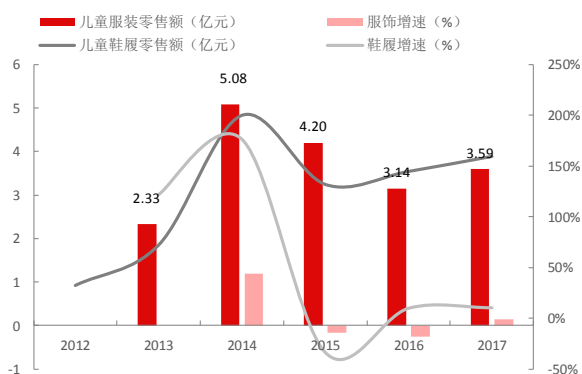
## （3）特步儿童：业务重组后望重回增长轨道

2012 年公司推出特步儿童品牌，大部分儿童产品通过店中店模式在成人品牌门店分区销售。预计受成人装关闭经营不善门店及部分产品质量问题影响，儿童业务销售情况自 2015 年起出现下滑。

2016-2017 年公司对特步儿童进行业务重组。一方面，重塑产品线，新的儿童产品将更为接近特步成人运动生活产品，增加成人与儿童商品的交叉销售并提供亲子装；另一方面，材料采购及生产将与成人产品相配合，从而减少成本及生产时间。

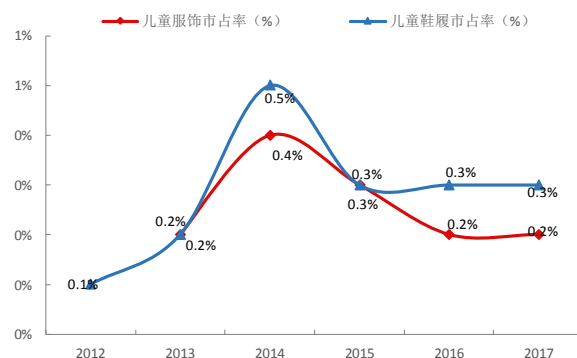
另外，公司加强品牌推广宣传，2018 年与变形金刚 5 IP 合作举办亲子观影活动，赞助央视少儿频道《大手牵小手，我要上央视》节目，赞助杭州等多地亲子马拉松，不断扩大品牌曝光度及影响力。

图表32: 特步儿童鞋服零售额及增速



资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

图表33: 特步儿童国内童装鞋服市场市占率变化



资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

图表34: 特步儿童渠道数量及单店零售数据

	2013	2014	2015	2016	2017
销售点 (个)	300	500	600	250	250
净增 (个)	--	200	100	-350	0
零售额 (亿元)	3.05	7.08	5.52	4.59	5.19
店均零售额 (万元/个)	101.72	141.65	92.01	183.60	207.47
同比 (%)	--	39.26%	-35.04%	99.54%	13.00%

资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

## 2.2 精细化零售管理带动销售业绩提升

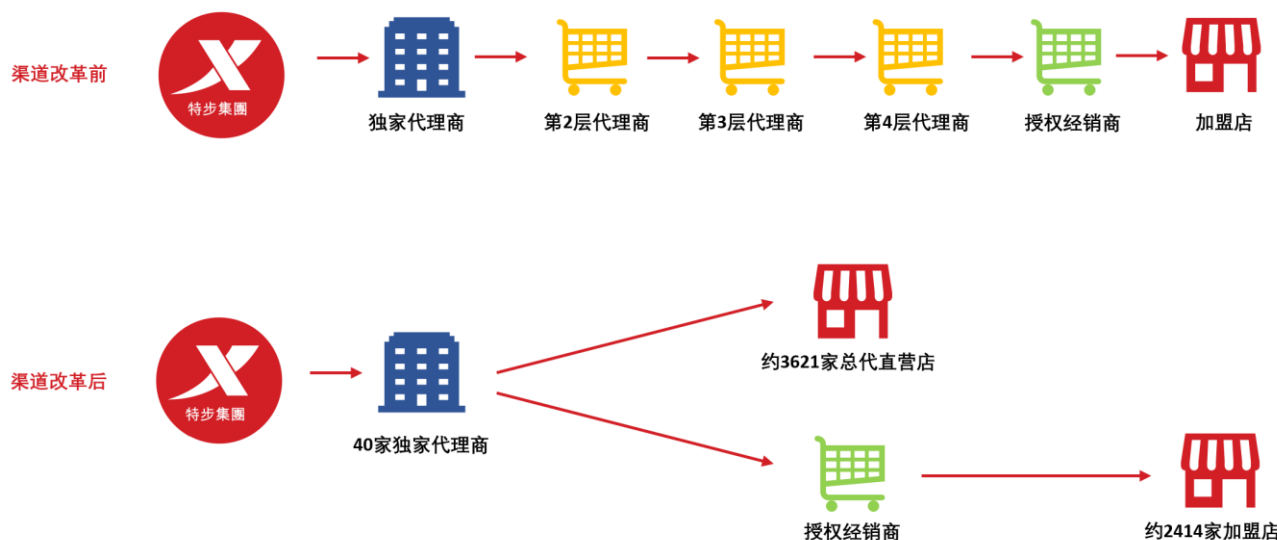
### (1) 分销渠道扁平化提升运营管理效益

**渠道结构方面**, 2015年前, 公司采用层层批发的销售模式, 产品先通过多级分销商销售给授权经销商, 再由授权经销商出售给消费者。2015年后公司将渠道精简为两层, 至2018H1 分销商直接拥有的零售店数量占门店总数 60%以上, 增加了管理透明度且降低大量且分散多层授权经销造成的存货风险。

**渠道管理方面**, 2015年前, 公司作为生产者和批发商不参与零售管理。2015年后, 公司在商品订购方面为总代理提供订货指引, 并负责总代直营门店店铺陈列、产品订购指引、员工培训等大部分零售决策, 总代理则负责大部分资本投资, 改革后的独家总代直营店坪效已提升逾 10%。

**IT 系统建设方面**, 公司 ERP 系统已实现店铺网络全面覆盖, 并已建立一支由大数据专家组成的专业团队, 通过数据分析为各店铺设定折扣范围, 指导店员更改店内产品展示, 为总代提供产品订购指引, 并发现潜在更受欢迎产品, 进一步提升门店管理效率。

图表35： 改革前后公司渠道结构比较



资料来源：公司公告，方正证券研究所

**门店形象升级、导购培训提升消费购物体验。**

终端店铺形象方面，公司持续将零售门店形象统一升级至 6s 代新运动形象店，截止 2018H1，改造门店数量占总门店数量 65%。新运动形象增加了店铺客流，提高连带率，坪效较尚未装修店铺高 10%以上。

终端人员培训方面，公司通过实体特步零售学院、店内指导手册及零售管理 APP“超级导购”视频、文章为店铺员工提供统一培训。截止 2018H1，APP 已覆盖 85%店铺和 2.2 万名员工。另外，公司零售团队也通过不定时抽查店铺确保有关要求是否被有效执行，确保终端消费服务质量。

图表36： 公司渠道改革前后比较

	渠道改革前	渠道改革后
渠道结构	独家分销商+3层分销商+1层经销商	1层独家总代理商+1层经销商（加盟店）
分销商数量	2014年28家	2017年40家
渠道管理	侧重分销渠道管理：商品生产及批发	侧重零售渠道管理：建立1000多名专业人员团队直接管理6000家门店构成的零售网络；决定店铺位置及陈列，统一零售吊牌价，制定产品订购指引，根据零售店级别制定折扣范围，对所有零售店员工进行培训
门店选址	绝大部分为街边店	提高购物中心店占比，目前街边店数占比80%，购物中心店占15%-20%
信息化建设	--	ERP系统全面覆盖：实现实时查看各店铺销售进度、存货水平、折扣幅度及销售效率 内部零售管理APP超级导购：提供店铺员工统一培训，覆盖逾85%店铺、超过2.2万名员工

资料来源：公司公告，方正证券研究所

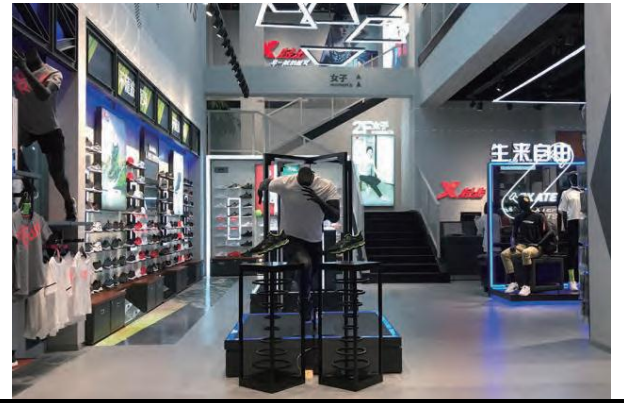


图表37: 特步新体育形象店外观



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

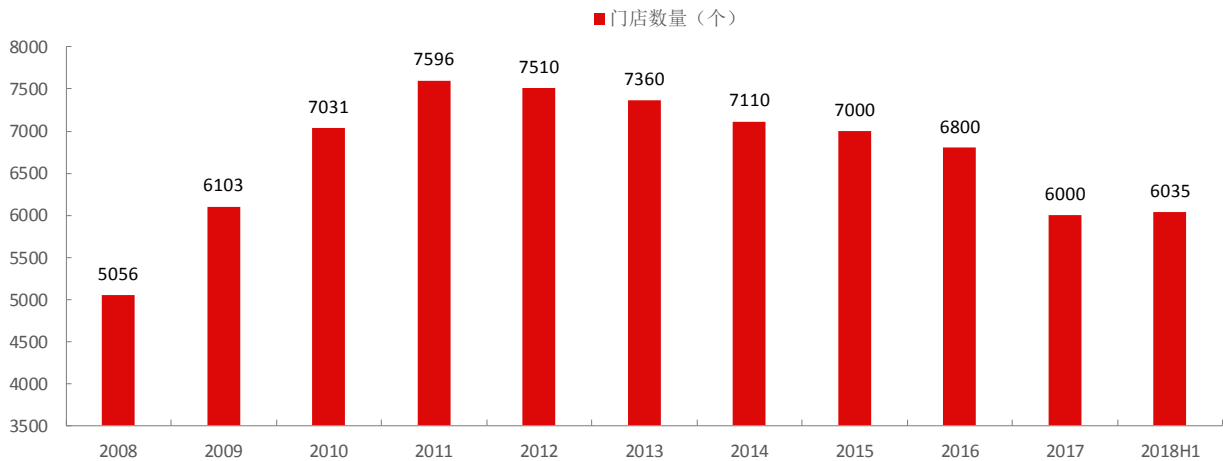
图表38: 特步新体育形象店内饰



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

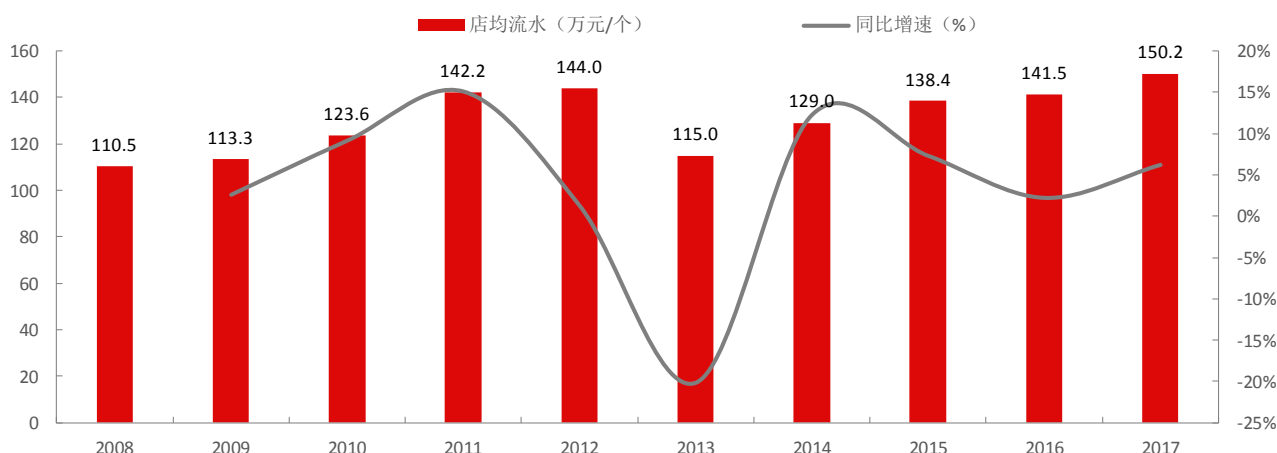
**三年渠道调整收官, 同店成为增长主要来源。**经过 2015-2017 年三年渠道改革, 公司逐步关闭低效益店铺, 提升购物中心与大店铺数量。从店数看, 经历 6 年关店期, 2018 年起开店数恢复正增长。至 2018H1 公司门店数量达 6035 家, 较年初增长 35 家。购物中心与百货店门店占比超过 10%, 预计未来将进一步提升。新开店面积持续提升, 2018 年以来整体零售面积扩张速度超过店铺数目增长。从店效看, 2014 年起门店流水增速由负转正, 2017 年店效达 150.22 万元/个, 较 2014 年提升 16.41%, 2014 年后同店增速高于渠道拓展速度, 成为业绩增长主要来源。

图表39: 2008 年至今公司主品牌渠道数量变化



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表40： 2008 年至今公司平均门店流水变化



注：店均流水=零售流水/门店数量 零售流水=批发收入/提货折扣 X 终端折扣+电商直营

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表41： 2008 年至今渠道增速与同店增速变化



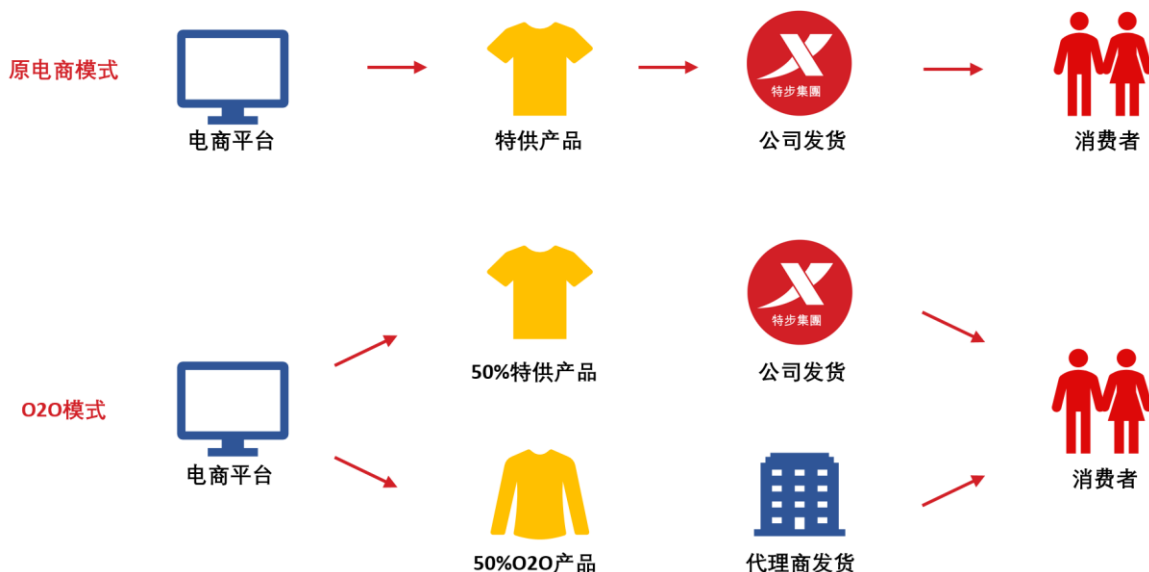
注：同店增速=(1+收入增速)/(1+渠道增速)-1

资料来源：公司公告，方正证券研究所

**O2O 模式顺利推行，与独家代理形成共赢。**公司电商渠道最早主要用于消化过季存货，2016 年起推出 O2O 模式，成为国内首批联手独家总代理使用 O2O 模式的体育品牌之一，至 2018H1，O2O 系统已覆盖 60% 以上零售网络，电商团队人数超过 400 人。

公司电商平台产品持平近一半为 O2O 系统产品，另一半则为线上特供品，公司将 O2O 定义为存货共享，电商预备存货较少，O2O 产品销售主要依赖实体零售渠道存货。消费者订购的产品由附近代理商发出，确保迅速到货，避免与总代理利益竞争同时提高线下库存流转效率。

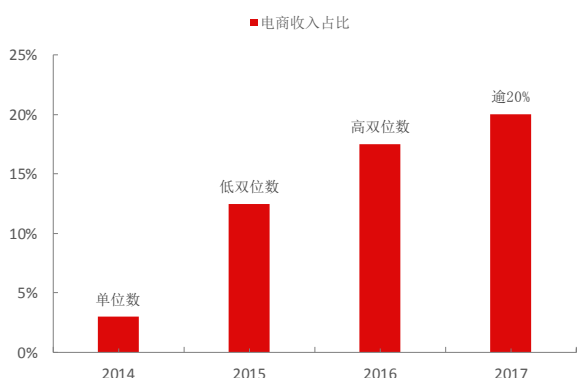
图表42: O2O 推行前后公司电商销售模式比较



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

**线上电商业务表现亮眼。**从销售看,2017 年公司线上收入约 10.25 亿元, 占总收入比重约 20%, 2018H1 收入占比超 20%, 增速超 30% 继续维持高增。2017 年双 11 公司位列运动户外行业品牌销售额第 8, 内资品牌第 3, 2018 年双 11 GMV 增速超 80%, 仍维持亮眼表现。从销量看, 2017 上半年特步在天猫及京东均创下运动鞋类别最高销量, 2018 年 3-7 月连续蝉联跑鞋销量第一。

图表43: 2014 年至今特步电商收入



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

图表44: 双十一特步天猫销售情况

年份	GMV (亿元)	同比增速 (%)
2015	过亿	--
2016	1.13	--
2017	2.07	83%
2018	全网 3.85 (线上 3.1)	86%

资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

图表45: 2014-2018年天猫双11运动品牌销售排名

	2014	2015	2016	2017	2018
1	耐克	耐克	耐克	耐克	耐克
2	阿迪	NB	阿迪	阿迪	阿迪
3	NB	李宁	NB	安踏	安踏
4	李宁	阿迪	李宁	NB	李宁
5	特步	特步	安踏	李宁	斐乐
6	安踏	安踏	--	斯凯奇	彪马
7	乔丹	鸿星尔克	--	彪马	NB
8	匡威	乔丹	--	特步	斯凯奇
9	鸿星尔克	361	--	UA	匡威
10	阿斯克斯	斯凯奇	--	骆驼	特步

注: 2014-2016年排名为运动鞋品类排名, 2017-2018年排名为运动户外品类排名

资料来源: 亿邦动力网, 方正证券研究所

## 2.3 体育+娱乐营销双轨驱动持续提升品牌影响力

### (1) 体育营销: 优先分配跑步营销资源, 扩大跑步领域品牌影响力

**赛事活动方面**, 2016年至今连续3年在3月21日举办特步“321”跑步节, 2017年第三届跑步节共吸引约2000万人参与, 节日期间所产生电商收入较2016年翻倍增长, 单日销售额为年日均销售3倍。除自行举办赛事外, 公司还通过马拉松赛事赞助直接接触目标消费者。至2017年末, 公司赞助北京、天津、厦门等主要城市举办的29场重要马拉松赛事及11项跑步活动, 40场赛事参加人数超过67万人。2018年上半年, 特步赞助了14场跑步赛事, 其中包括8场重要马拉松, 总参与人数超过28万人。

**俱乐部活动方面**, 2012年公司创办“特跑族”——特步品牌专属跑者俱乐部, 目前发展会员超过5万人, 是国内规模最大的品牌跑步俱乐部。俱乐部活动涵盖大型特跑汇、中型特训营和小型特跑日, 俱乐部成员同时协助测试特步新研发产品并给予反馈。跑步俱乐部成员在专业跑鞋上消费是普通消费者10倍。2017年公司在长沙、合肥、南京先后建立特跑俱乐部, 继续提升品牌消费粘性。

图表46: 特步 X 腾讯“321”跑步节



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

图表47: 特步“特跑族”俱乐部



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所



**(2) 娱乐营销：签约当红艺人+赞助热门综艺提升品牌形象**

**赞助方面**，2017 年公司主办首届“特步热炼工场”（一项包含滑板比赛、街头篮球及笼式足球的街头体育赛事），为期两天的活动吸引超过 100 万人参加，提高了在消费者心中特步品牌街头时尚的形象及网络媒体曝光率。2018 年，公司赞助首集播放量即过亿的网络综艺节目《中国新说唱》，进一步扩大品牌影响力。

**代言方面**，公司选择国内顶尖田径运动员作为专业运动系列品牌形象代言人，前后签约 2017 年田联钻石联赛夺得 4X100 接力冠军的谢震业，2012 伦敦奥运会夺得 20km 竞走金牌的陈定，奥运奖牌得主王镇、蔡泽林，持续打造专业运动品牌形象。

除代言超过 16 年的谢霆锋外，公司 2016 年签约前偶像组合飞轮海成员汪东城；2017 年相继签约人气明星赵丽颖、林更新，两位代言人的同款小白鞋在 2017 年“双 11”线上销量超过 15 万双。2018 签约网络总播放量为 30.6 亿次的《偶像练习生》出道的新晋偶像“乐华七子 NEXT”，吸引大量 90 后及 00 后消费者关注。

图表48： 公司现任娱乐明星代言人

代言人	谢霆锋	汪东城	赵丽颖	林更新	乐华七子
代言形象					
签约时间	2002 年	2016	2016	2017	2018
简介	特步首位明星代言人，2011 年获香港电影金像奖最佳男主角《中国新歌声》比赛中担任明星评委，国内人气再次高涨，于 2016 年 7 月成为集团股东	台湾歌手、演员，因身为前台湾男子团体飞轮海成员之一而为人熟知。他的百度百科页面浏览次数超过 1700 万次，官方微博账号有超过 1600 万名粉丝关注	中国最具人气的女演员之一，演出的所有电视剧累计网络播放量于 2016 年已经达到 1000 亿次，故获得「千亿女王」之称	中国最受欢迎的年轻演员之一，2017 年，与赵丽颖搭档出演《楚乔传》中的男女主角，广受欢迎。该剧为中国第一部网上传播量突破 429 亿的电视剧	通过爱奇艺真人秀《偶像练习生》为大众熟知，每期节目播放量均超 2 亿次，每位成员粉丝基础庞大，微博粉丝均达百万

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表49： 公司现任体育明星代言人

代言人	谢震业	陈定	蔡泽林	王镇	哈萨克斯坦田径队
代言形象					
签约时间	2015	2015	2017	2017	2016
简介	曾打破第十五届国际田联田径锦标赛 4 x100 米接力赛亚洲队伍所创最佳记录。	2012 年奥运会上为中国夺得首个 20 公里竞走金牌，亦成为第二位获得田径项目奥运金牌的中国男运动员。	2014 年国际田径联合会竞走世界杯男子 20 公里竞走比赛和 2016 年奥运会的男子 20 公里竞走比赛亚军。	在 2014 年仁川亚运会 20 公里竞走、2016 年奥运会男子 20 公里竞走金牌得主，2012 年奥运会获得 20 公里竞走铜牌。	队伍中奥莉加雷帕科娃是世界顶尖三级跳远运动员之一，在 2016 年奥运会上夺得铜牌。

资料来源：公司公告，方正证券研究所

## 2.4 精益化生产、配货模式调整提升供应链效率

**精益化生产管理、合作一体化供应商，缩短生产周期。**

生产模式方面，自产与外包相结合，2018H1 公司鞋、服自产比例分别为 52%、11%，较 2012 年提升 1pct、-4pct。推行“C2B2C+C2B2C”推拉结合的柔性供应链建设方案，通过消费者调研、品牌商开发设计、小批量生产、试销，再进行加单、翻单或改款在生产初期避免了大量滞销品生产。

生产管理方面，公司 2007 年组建信息中心，通过上线生产管理系统、改革一线员工工时、推行精益生产线提高生产效率。

供应商方面，运动鞋制造工序共 200 余道，为减少生产周转时间，公司尽量选择具备大底、外鞋供应能力，能够提供生产加工一条龙服务能力工厂。

2017 年公司产品整体补单比例 10%，预计 2018 年超 10%。2017 年电商快速翻单系统 25 天翻单周期在双 11 期间缩短到 5-7 天，翻单占到订单 80%。

**携手顺丰缩短产品配送效率。**线下方面，公司在福建、安徽广东设有 3 大仓储中心，代理商从仓储中心提货后自行选择物流方式并承担物流费用。线上方面，2015 年 7 月与国内快递巨头顺丰签订战略合作协议，利用顺丰全国占地超 100 万平米大型仓储空间提高电商产品配送效率。

**调整配货模式降低渠道库存水平。**公司原先货品配送按 100% 订货数量发货，目前变更为每季产品分三批次发货，每季 1、2、3 月份分别发货 40%、30%、30%。第 3 个月产品根据第 1 个月的销量灵活生产配送，降低渠道库存滞销风险。

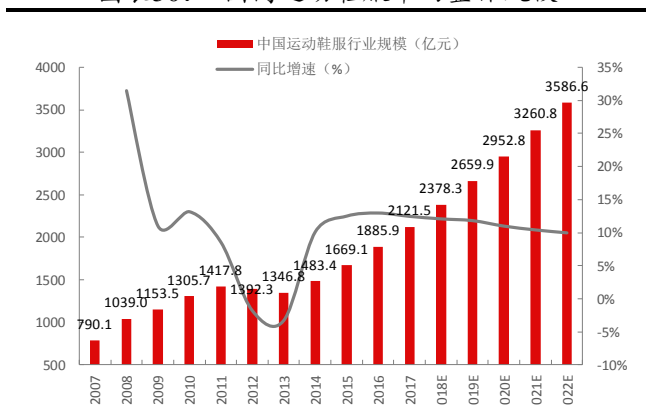


### 3 行业：品牌分化加剧，人均体育消费提升潜力足

#### 3.1 行业广阔，内资品牌分化加剧

体育行业规模超万亿，多项政策引导产业发展。2017 年我国运动鞋服市场规模达 2121.50 亿元，同比增长 12.5%，Euroonitor 预计我国运动鞋服 2022 年望达 3586.60 亿元，2018-2022 年复合增速 11.07%，超鞋服市场整体增速 8.06pct。国内体育健身市场总规模近 1.5 万亿，其中体育产品和装备占比近 70%。根据国务院 46 号文件规划，2025 年体育人口将突破 5 亿，对应行业总产值突破 5 万亿，GDP 占比突破 2%。

图表50：国内运动鞋服市场整体规模



资料来源：易凯资本，方正证券研究所

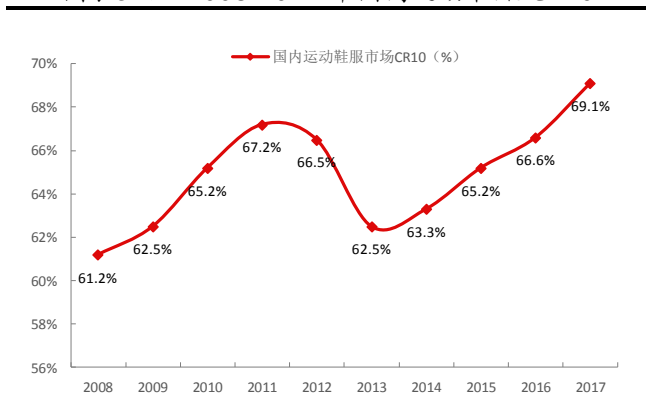
图表51：国家体育产业发展规划

	2010	2015	2025E
体育人口 (亿人)	3.5	4.0	5
体育行业总产值 (万亿元)	0.22	1.7	5
体育行业 GDP 占比	0.5%	0.7%	>2%
体育服务业占比	12.4%	21.00%	>30.0%

资料来源：中国政府网，方正证券研究所

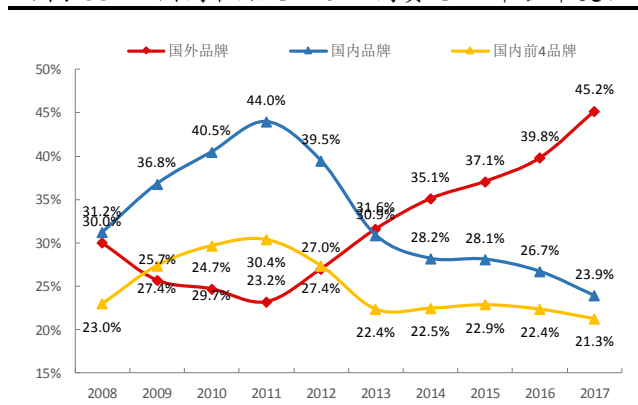
运动服饰行业集中度较高，市场份额进一步向海外龙头集中，安踏相关品牌逆势提升市占率。(1) 运动服饰集中度高，竞争激烈。2017 我国运动品牌 CR10 达 69%，同时 34 个品牌占据了我国运动市场近 90% 的市场份额，其中海外品牌达 25 个。(2) 海外品牌市占率高于国内品牌。2011 起海外品牌 CR10 触底反弹，同时国内品牌 CR10 持续减少，自 2013 年起海外品牌 CR10 超过国内品牌，2017 年海外品牌 CR10 达 45.2%，约为国内品牌的 2 倍。(3) 内资 CR4 市占率保持相对稳定。2014 年起在其他内资品牌市占率仍下滑情况下内资第一梯队企业除了在 2011-2013 行业整体承压是业绩下滑外，2013 起市占率保持相对稳定，2017 年内资 CR4 达 23.9%。海外品牌 2013 年起持续吞噬的市场份额主要来自中小企业。

图表52：2008-2017 年国内运动鞋服 CR10



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

图表53：国内鞋服 CR10 及内资 CR4 市占率变化



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

图表54： 2007-2017 年国内运动鞋服 CR10 变化 (%)

排名	2008 年市占率		2009 年市占率		2010 年市占率		2011 年市占率		2012 年市占率	
1	Nike	13.4	Nike	11.9	Nike	11.3	Nike	12.5	Nike	13.7
2	ADIDAS	12.9	Li Ning	9.8	Li Ning	9.7	ADIDAS	10.7	ADIDAS	13.3
3	Li Ning	9	ADIDAS	9.7	ADIDAS	9.5	Anta	9.1	Anta	8.8
4	Anta	5.8	Anta	7	Anta	8.2	Li Ning	8.2	Xtep	7
5	Xtep	4.5	361	5.4	361	6	Xtep	6.8	Li Ning	5.9
6	361	3.7	Xtep	5.2	Xtep	5.8	361	6.3	361	5.7
7	Kappa	3.7	Kappa	4.1	Peak	4.7	Peak	4.7	Erke	3.6
8	Erke	2.8	Peak	3.9	Kappa	3.9	Xidelong	3.5	Guirenniao	3
9	Peak	2.7	Xidelong	2.8	Xidelong	3.2	Erke	3	Peak	2.9
10	Xidelong	2.7	Erke	2.7	Erke	2.9	Qiaodan	2.4	Xidelong	2.6
	合计	61.2	合计	62.5	合计	65.2	合计	67.2	合计	66.5

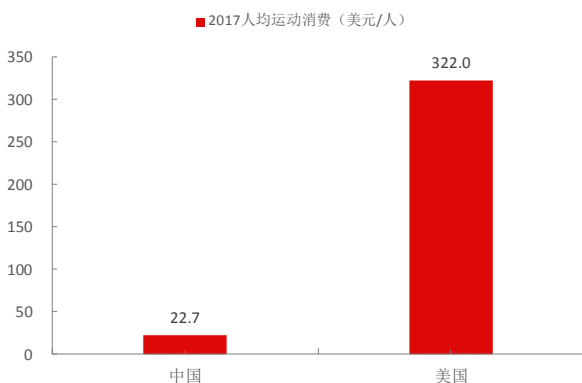
排名	2013 年市占率		2014 年市占率		2015 年市占率		2016 年市占率		2017 年市占率	
1	ADIDAS	15	ADIDAS	14.8	Nike	15.5	Nike	17	ADIDAS	19.8
2	Nike	14	Nike	14.3	ADIDAS	15.3	ADIDAS	16.3	Nike	16.8
3	Anta	7.6	Anta	7.5	Anta	7.8	Anta	7.9	Anta	8
4	Xtep	5.5	Xtep	5.7	Xtep	5.5	Li Ning	5.4	Li Ning	5.3
5	Li Ning	5.1	Li Ning	5.2	Li Ning	5.4	Xtep	4.9	361	4
6	361	4.2	361	4.1	361	4.2	361	4.2	Xtep	4
7	Erke	3.4	New Balance	3.6	New Balance	3.9	New Balance	4.1	New Balance	3.4
8	Guirenniao	2.6	Erke	3.4	Erke	2.9	Converse	2.4	Skechers	2.8
9	New Balance	2.6	Converse	2.4	Converse	2.4	Erke	2.4	Fila	2.6
10	Peak	2.5	Peak	2.3	Peak	2.3	FILA	2	Converse	2.4
	合计	62.5	合计	63.3	合计	65.2	合计	66.6	合计	69.1

注：Euromonitor 统计口径存在一定误差，我们预测 2017 年公司市占率超过 4%

资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

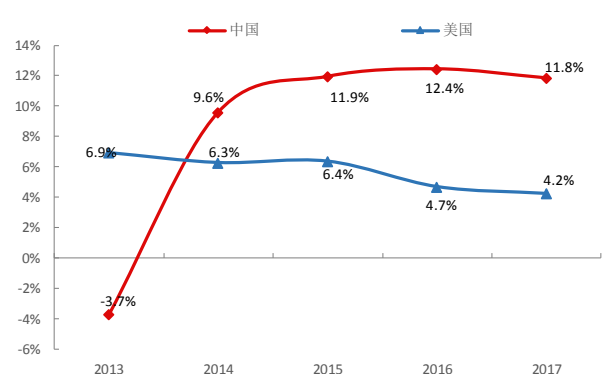
人均体育消费金额提升空间大。2017 年中、美两国人均运动鞋服消费额分别 22.7、322.0 美元，我国人均体育消费额仅为美国 7%，提升空间大。2017 年国内人均运动鞋服消费增速为 11.8%，高出美国 7.6pct，近 4 年保持 10%左右较快增长水平。随人均收入水平提升，人均运动消费水平望继续维持较快增长。

图表55： 2017 年中美人均运动鞋服消费对比



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

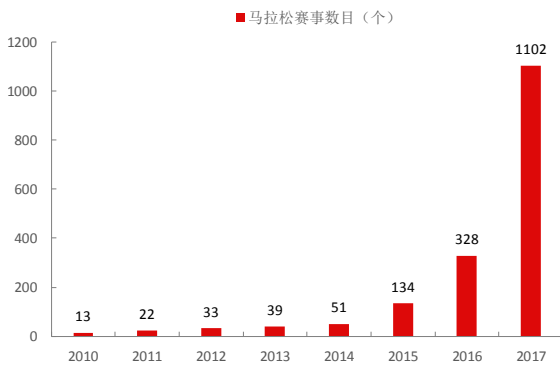
图表56： 中美人均运动鞋服消费金额增速



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

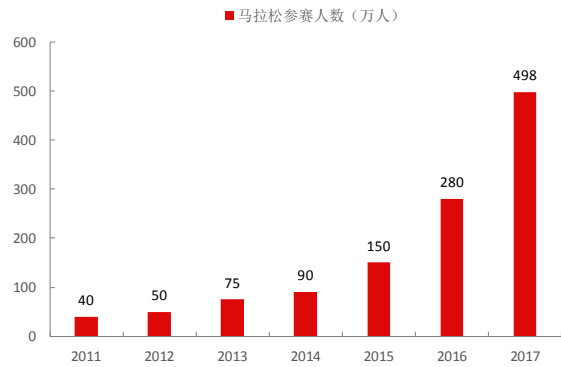
马拉松产业规模达 700 亿元，全民跑步热度日益提升。(1) 马拉松产业快速发展。田协数据显示，2017 年国内马拉松产业总规模达 700 亿元，同比增速 20%。(2) 马拉松赛事数量井喷式爆发。2017 年国内规模 800 人以上的马拉松赛事共 1102 个，参赛人数达 498 万人，分别较 2015 年提升约 8、3 倍。(3) 跑步参与人数大幅提升。乐视体育 2017 年调查数据显示 73% 的跑友跑龄在 3 年内，侧面反映近 3 年跑步参与度的快速提升。

图表57： 2010-2017 年国内马拉松赛事数目



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

图表58： 2011-2017 年国内马拉松赛事参赛人数



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

### 3.2 国际比较：NIKE 规模居首，UA 直营布局领先

美国体育行业已有 200 余年发展历史，目前已进入行业成熟期，研究美国运动品牌对理解国内体育发展前景具有重要参考意义。在此我们选取比较分析的主要为全球市占率前七大品牌，分别为 NIKE、ADIDAS、Under Armour、Puma、Asics、New Balance、Skechers。

图表59： 美国运动发展历史简介



资料来源：公司官网，方正证券研究所

### (1) 简介：NIKE 市占率第一，UA 份额提升最快

**NIKE** 创立于 1972 年，90 年代通过 AIR 气垫鞋迅速占领美国本土市场成为本土第一大运动品牌。后期通过持续的技术创新及成功行销策略，公司稳居全球运动龙头地位，2017 年实现收入 363.97 亿美元，全球市占率达 15.2%。

**ADIDAS** 成立于 1949 年，1954 年世界杯德国队穿着阿迪达斯足球鞋赢得世界杯冠军使公司声名大噪，70 年代成功开拓美国市场成为 80 年代世界第一大运动品牌。80 年代后期因错失“慢跑热”及经营管理问题市占率下滑被 NIKE 反超。近年通过 yeezy 及 boost 系列运动鞋连续创造消费热点，2017 年实现收入 253.36 亿美元，全球市占率 9.8%。

**Under Armour** 成立于 1996 年，以研发透气舒适的功能性紧身运动衣和橄榄球装备起家，2017 年紧身运动服收入占比高达 66%。此外，公司运动产品逐步向运动鞋、太阳眼镜等运动装备拓展，2015 年超过 ADIDAS 成为美国第二大运动品牌。2017 年实现收入 49.77 亿美元，市占率达 2.2%，较 2008 年提升 1.7%，为前十大运动品牌中市占率上升最快品牌。

**Puma** 成立于 1948 年，由达斯勒兄弟分家后创立（阿道夫创立 ADIDAS），2007 年被奢侈品集团 Kering 收购后因业绩平平几度传出将被 Kering 抛售。2014 年 Rihanna 担任品牌创意总监后推出 Fenty、Basket Heart 系列使品牌人气大幅回升，2017 年个人产品线为公司贡献增长率约 7%。2017 年品牌实现收入 46.32 亿美元，市占率 1.9%。

**Asics** 成立于 1977 年，原身为 1949 年的日本运动品牌商 Onitsuka Tiger，公司以跑鞋起家，1964 年东京奥运会穿着 Tiger 跑鞋的运动员共获 46 块奖牌。如今 Onitsuka Tiger 主要往休闲潮牌方向发展，Asics 则沿袭专业跑鞋定位。2017 年 Asics 母公司 Onitsuka Tiger 实现收入 35.44 亿美元，全球市占率为 1.6%。

**New Balance** 成立于 1906 年，早年以生产脚弓支撑器和矫正鞋为主，50 年代开始生产专业运动鞋，70 年代起致力高科技功能材质开发，与其他品牌不同，公司提供三种宽型鞋型，定位注重舒适度的跑者。通过产品线精简、提供多款配色及热门韩剧植入，New Balance 作为潮流休闲鞋在亚洲大热。2017 年全球市占率达 1.4%，市占率较 2008 年提升 0.5%，仅次 Under Armour。

**Skechers** 成立于 1992 年，以男士工装靴起家，2009 年公司通过塑身鞋系列和修身鞋系列进入健身市场，2009-2010 年签约美国偶像冠军 David Cook 和时尚名媛金卡戴珊作为代言人。2016 年推出 D'Lites 2 复古时尚运动鞋并签约亚洲偶像团体 EXO 进行推广。旗下健步鞋、跑步鞋、复古鞋满足可不同消费者需求，2016 年一季度超过 ADIDAS 成为美国第二大运动品牌。

### (2) 比较：ADIDAS 覆盖全面，NIKE 营销优势明显

### 量：NIKE 经营规模、运营效率第一，ADIDAS 直营布局领先

收入结构方面，Asics 鞋类产品收入行业最高，占比达 83.32%，ADIDAS 服饰收入占比达 36.66%，行业第一，Under Armour 配件类占比达 10.94%，超过其他同业企业。特步鞋服收入占比分别为 63.51%、34.30%，与 ADIDAS 产品结构最接近。

盈利能力方面，从毛利率看，ADIDAS 2015 年以来毛利率快速提升，2017 年较 2 年前提升 2.1pct 至 50.45%，因直营收入占比高，毛利率行业最高。NIKE 毛利率行业最低，2015-2016 年维持在 46% 左右，2017 年下滑至 43.84%。特步因产品定位大众消费市场，毛利率低于国际品牌平均水平。

从净利率看，Skechers 2017 年净利率为 5.65%，行业最高，Asics 净利率仅 3.18%，行业最低。NIKE 因 2017 年美国特朗普税改下海外利润一次性缴税致税收支出同增 270%，净利率同比下调 7.03pct 至 5.31%。特步净利率 8.71%，具有明显优势。

营运效率方面，NIKE 2017 年存货周转天数仅为 94 天，行业最低，因直营占比较低，存货周转快于同样全球运营的 ADIDAS。特步因经营范围仅限本国，存货周转天数快于全球经营的国际品牌。Skechers 应收账款周转天数行业最低，特步因 2015-2017 年渠道改革给予总代一定账期支持致应收账款周转天数较高，2018 年将总代应收账款期调回 120 天后周转情况将逐步好转。

渠道方面，国际主要运动品牌销售模式以分销为主，直营为辅。ADIDAS 直营店数最多，Under Armour 直营收入占比达 36.46%，收入占比最高。Asics 直营门店、收入占比行业最低。相比较，特步虽采用分销模式，但通过独家代理商参与 60% 门店经营管理。

图表60： 2017 年全球运动前七大品牌财务数据

	Nike	ADIDAS	UA	Puma	Asics	Skechers	特步
成立时间	1972	1948	1996	1948	1977	1992	2002
国家	美国	德国	美国	德国	日本	美国	中国
市占率	15.2	9.8	2.2	1.9	1.6	1.4	--
市占率排名	1	2	3	4	5	7	--
营收(亿美元)	363.97	253.36	49.77	46.32	35.44	41.64	7.85
净利润(亿美元)	19.33	13.11	-0.48	1.51	1.15	1.79	0.62
鞋类收入占比	61.18%	58.57%	66.05%	47.70%	83.32%	--	63.52%
服装收入占比	29.50%	36.66%	23.01%	54.90%	11.97%	--	34.30%
配件收入占比	9.33%	4.77%	10.94%	17.40%	4.71%	--	2.08%
毛利率	43.84%	50.45%	44.99%	47.25%	45.81%	46.56%	43.89%
净利率	5.31%	5.19%	-0.97%	3.26%	3.18%	5.65%	8.71%
研发费(亿美元)	--	2.23	--	0.53	0.39	0.19	0.22
广告费(亿美元)	33.41	25.91	5.65	2.17	--	2.60	0.95
研发费率	--	0.88%	--	1.15%	1.10%	0.45%	2.8%
广告费率	9.18%	10.23%	11.35%	--	--	6.25%	12.9%
直营店(个)	1142	2588	--	703	876	645	3600
分销店(个)	--	150000	--	--	--	1663	2400



直营销售(亿美元)	90.82	63.65+	17.42	10.76	7.61	11.85	--
分销销售(亿美元)	230.78	127.31+	30.36	35.67	27.83	29.79	--
直营收入占比	28.24%	30%+	36.46%	23.23%	21.47%	28.44%	--
分销收入占比	63.41%	60%+	61.00%	77.01%	78.53%	71.54%	--
存货周转(天)	94	128	136	124	145	127	74
应收账款周转(天)	35	38	45	--	62	32	138
营业周期(天)	126	166	181	--	207	159	212

资料来源：公司公告，方正证券研究所

### 质：NIKE 营销投入领先，品牌关注度全球居首

产品方面，从覆盖领域看，ADIDAS 除跑步、综训等大众运动产品外，还拥有排球、拳击等专业运动产品线，覆盖运动领域达 13 个，产品范围最广。Under Armour、Skechers 产品线仅 4 个，经营范围较专一，特步旗下各品牌覆盖产品主要专注于跑步、综训，属于专业型体育服饰品牌，与 Asics、Skechers 类似。

图表61：全球运动前七大品牌产品覆盖领域

品牌	Nike	ADIDAS	UA	Puma	Asics	NB	Skechers	特步
综训	√	√	√	√	√	√	√	√
跑步	√	√	√	√	√	√	√	√
篮球	√	√	√	√				√
足球	√	√	√	√		√		√
高尔夫	√	√		√			√	
网球	√	√			√			
时尚休闲	√	√		√		√	√	√
瑜伽	√	√						
户外		√				√		
滑雪		√						
排球		√			√			
拳击		√						
曲棍球		√				√		
摩托				√				
棒球					√			
摔跤					√			

资料来源：公司公告，方正证券研究所

费用方面，从研发投入看，2017 年 Puma 研发费用率达 1.15%，ADIDAS 研发费用达 2.23 亿美元，行业领先。特步研发费用率达 2.8%，远超海外龙头平均水平。从广告投入看，2017 年 Under Armour 广告费用率达 11.35%，NIKE 广告费用达 33.41 亿美元，位居行业前列。特步广告宣传费率为 12.9%，领先于其他国际品牌。

从营销资源看，体育营销方面，NIKE 在足球、篮球领域赞助明星、球队数量及质量均高于同业企业，特步与国际巨头存一定差距。娱乐营销方面，NIKE、ADIDAS、PUMA 代言人知名度及微博粉丝数量最高，Under Armour、Skechers、New Balance 位居第二梯队，特步体育资源

主要集中于马拉松赛事，2016 年推出足球产品线、目前暂无篮球鞋产品，因此在足球、篮球领域品牌影响力和营销资源有限。

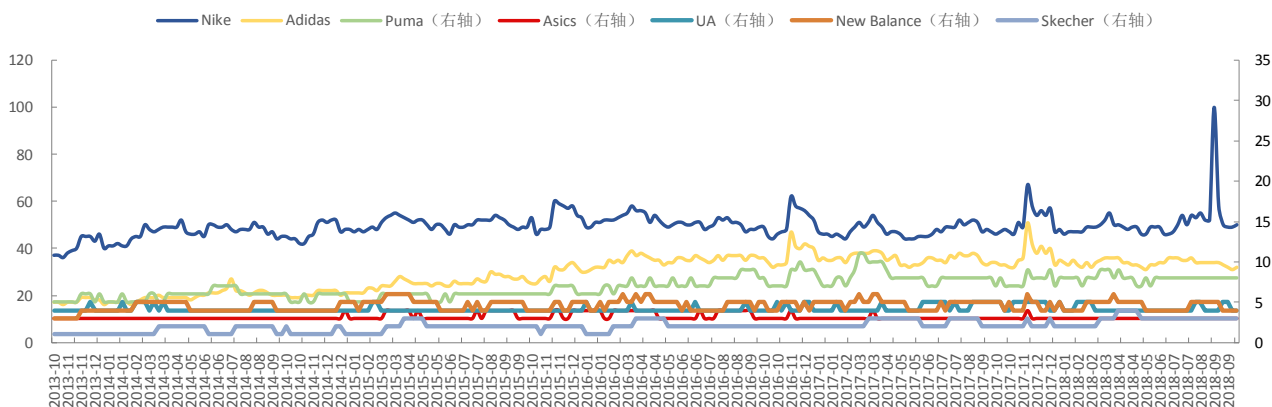
图表62：全球前 7 大运动品牌主要代言人及体育赞助

	Nike	ADIDAS	UA	Puma	Asics	NB	Skechers	特步
<b>NBA 球星代言</b>	勒布朗·詹姆斯 凯文·杜兰特 科比布·莱恩特 凯里·欧文 拉塞尔·威斯布鲁克 卡梅隆·安东尼	詹姆斯·哈登 德里克·罗斯 达米恩·利拉德	斯蒂芬·库里	特雷·杨	--	--	--	--
<b>足球队赞助</b>	欧冠：赞助队达 3 只， 包括前三中的 2 队 英超：4 只 德甲：6 只	欧冠：赞助队 5 只， 包括皇马 英超：3 只 德甲：3 只	英超：1 只	欧冠：1 只 英超：5 只 德甲：2 只	--	欧冠：2 只 英超：1 只	--	中国、香港明星足球队
<b>国内明星代言</b>	王俊凯、周冬雨	鹿晗、杨幂、易烊千玺	长泽雅美、张蓝心	杨洋、刘昊然、李现、古力娜扎	吉克隽逸、李宇春	吴磊	唐嫣、李易峰、黄子韬	赵丽颖、林更新、谢霆锋、汪东城、王镇、蔡泽林

资料来源：公司公告，方正证券研究所

从品牌关注度看，NIKE 全球搜索热度近 5 年稳居全球首位，ADIDAS 受 yeezy 带动 2015 年下半年起热度逐步回升，现位居全球第二。特步全球搜索热度小于 1，与国际品牌相比国际知名度仍存较大差距。

图表63：世界前 7 大运动品牌 Google 搜索热度

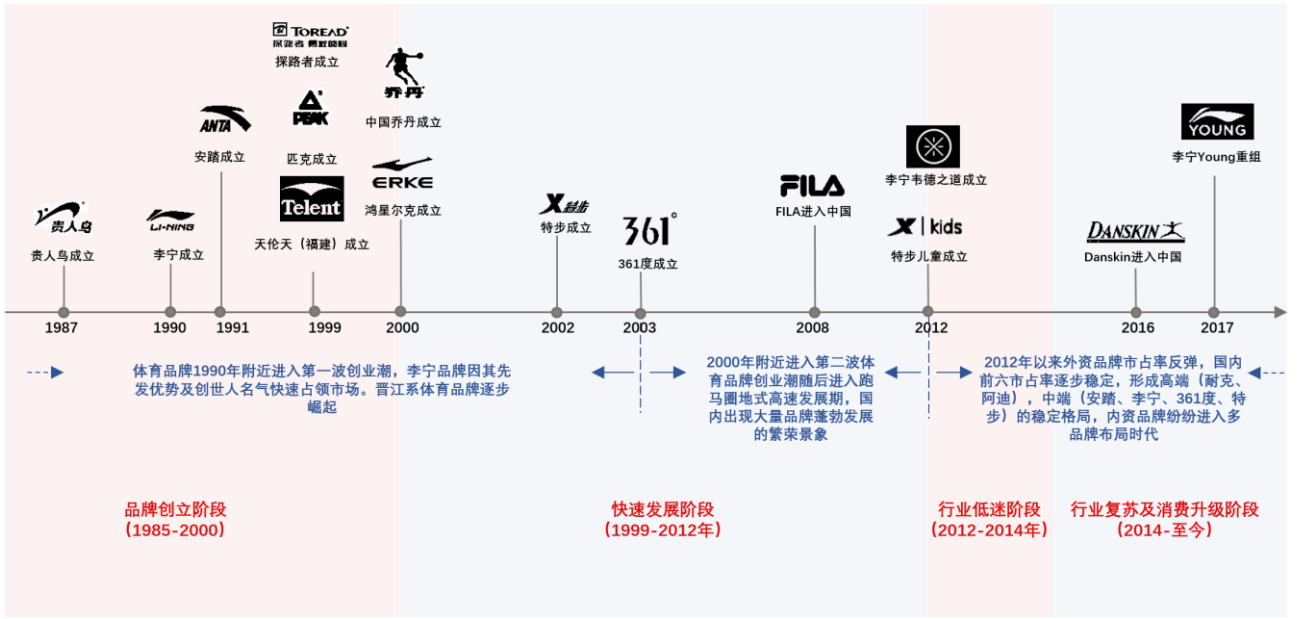


资料来源：Google，方正证券研究所

### 3.3 国内比较：安踏规模效率领先，特步业绩、营运效率提升快

特步国际产品定位专业体育时尚品牌。我们所选的竞争对手主要包括港股上市公司安踏、李宁、361 度、中国动向及 A 股上市的贵人鸟。

图表64: 国内运动发展历史简介



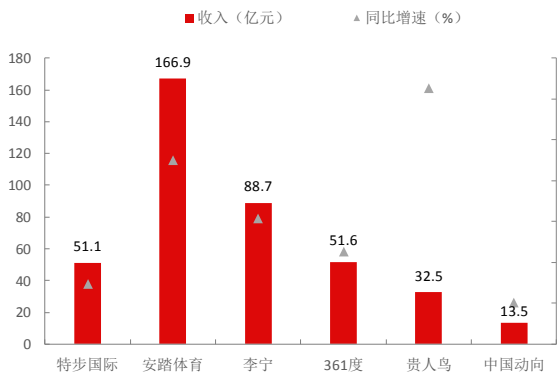
资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

(1) 量: 安踏规模效率居首, 特步 2018 起业绩加速回暖

收入、净利润规模安踏居首, 特步 2018 起恢复明显。规模方面, 从收入看, 2012 年安踏超越李宁成为国内第一大运动品牌后营收规模一直保持内资第一。特步 2017 年收入规模与 361 度接近, 位居行业第四。从归母净利润看, 安踏归母净利润位居行业第一, 中国动向受益金融投资收益位居行业第二, 特步受 2017 年一次性回购库存亏损 1.2 亿元影响归母净利润较 2016 年继续下滑, 规模位居行业第五。

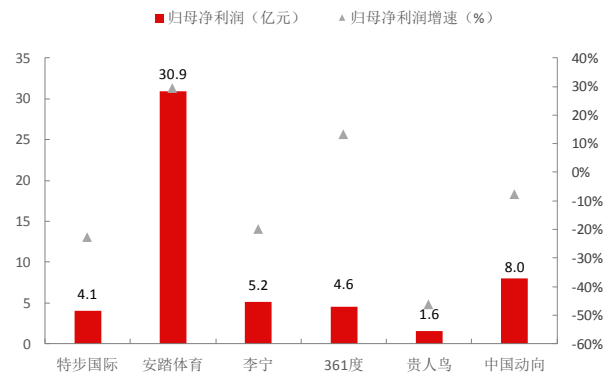
增速方面, 从收入看, 贵人鸟 2017 年在主品牌收入下滑的情况下合并杰之行、名鞋库仍实现收入同比增长 42.70%, 位居行业第一。特步经历 2015-2017 年渠道改革, 2018H1 实现营收增速 18.53%, 高于其他同业。从归母净利润看, 安踏位居行业第一, 特步因库存回购等因素净利润增速下滑明显。

图表65: 2017 年同业收入规模及增速对比



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表66: 2017 年同业净利润规模及增速对比

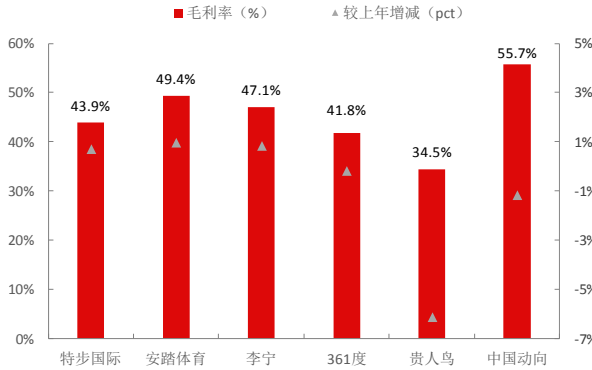


资料来源: Wind, 方正证券研究所

中国动向盈利能力最高, 特步毛利率较为稳定。从毛利率看, 中国动向因旗下代理品牌 Kappa 定位高毛利率最高, 特步近 2 年毛利率较为稳定, 平均维持在 43.5% 左右。从净利率看, 中国动向代理业务

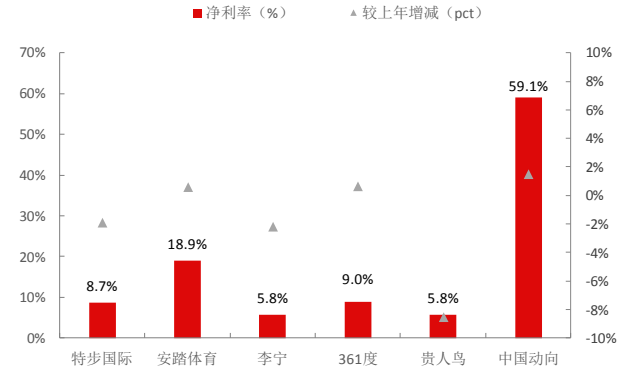
虽分销等支出较大，但因金融投资高收益，2017 年整体净利率高达 59.06%，位居行业第一。特步因库存回购等因素净利率较上年下降 1.90pct 至 8.71%，2018 起恢复明显，2018H1 实现净利率 13.68%。

图表67： 2017 年同业毛利率对比



资料来源：Wind，方正证券研究所

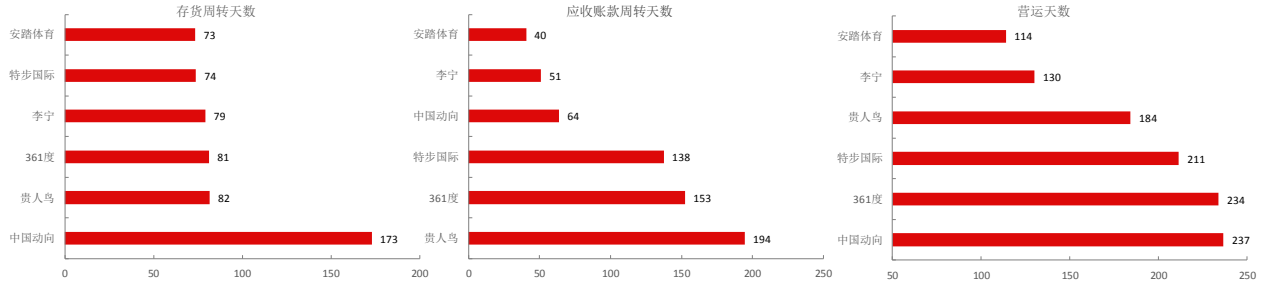
图表68： 2017 年同业净利率对比



资料来源：Wind，方正证券研究所

安踏营运效率最高，特步存货周转水平位居行业前列。2017 年安踏存货、应收账款周转效率行业最高，整体营运天数最短。特步存货周转天数仅次安踏位居行业第二，2018 年公司撤回对部分总代自愿性支持后应收账款周转天数进一步降至 116 天。

图表69： 2017 年同业公司营运能力对比



资料来源：WIND，方正证券研究所

安踏店数居首，特步门店总数 2018 起恢复正增长。2012-2015 年行业调整期间安踏等 5 家企业共关店 7791 家，特步经历调整期最长，2012-2017 年关店总数 1596 家，李宁经历关店调整期最短关店总数最多，2012-2014 年共关店 2629 家。从渠道数量看，2010 年安踏超过李宁成为国内门店数量的国内品牌，至今仍保持渠道数量优势。特步经历 6 年门店总数下滑，于 2018 年恢复门店总数正增长。

安踏平均店效领先，特步店效仍存提升空间。安踏通过旗下 FILA 品牌拓展直营店带动直营收入比例上升，平均店效行业第一。特步平均店效低于同业，近年通过独家代理商直营店参与 60% 门店管理，未来门店运营效率仍有提升空间。

图表70： 2008-2018H1 同业渠道数量对比

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
<b>特步国际</b>	<b>5056</b>	<b>6103</b>	<b>7031</b>	<b>7596</b>	<b>7510</b>	<b>7360</b>	<b>7110</b>	<b>7000</b>	<b>6800</b>	<b>6000</b>	<b>6035</b>
较年初净增	--	1047	928	565	-86	-150	-250	-110	-200	-800	35
同比 (%)	--	20.71%	15.21%	8.04%	-1.13%	-2.00%	-3.40%	-1.55%	-2.86%	-11.76%	0.58%
<b>李宁</b>	<b>6245</b>	<b>7249</b>	<b>7915</b>	<b>8255</b>	<b>6434</b>	<b>5915</b>	<b>5626</b>	<b>6133</b>	<b>6169</b>	<b>6262</b>	<b>6898</b>
较年初净增	--	1004	666	340	-1821	-519	-289	507	36	93	636
同比 (%)	--	16.08%	9.19%	4.30%	-22.06%	-8.07%	-4.89%	9.01%	0.59%	1.51%	10.16%
<b>安踏体育</b>	<b>5781</b>	<b>6879</b>	<b>8681</b>	<b>9517</b>	<b>9208</b>	<b>9054</b>	<b>9369</b>	<b>9080</b>	<b>9668</b>	<b>10617</b>	<b>11296</b>
较年初净增	--	1098	1802	836	-309	-154	315	-289	588	949	679
同比 (%)	--	18.99%	26.20%	9.63%	-3.25%	-1.67%	3.48%	-3.08%	6.48%	9.82%	6.40%
<b>361度</b>	<b>4632</b>	<b>6055</b>	<b>7263</b>	<b>7865</b>	<b>8082</b>	<b>7299</b>	<b>7319</b>	<b>7208</b>	<b>6357</b>	<b>5808</b>	<b>5604</b>
较年初净增	--	1423	1208	602	217	-783	20	-111	-851	-549	-204
同比 (%)	--	30.72%	19.95%	8.29%	2.76%	-9.69%	0.27%	-1.52%	-11.81%	-8.64%	-3.51%
<b>贵人鸟</b>	--	--	<b>4027</b>	<b>4027</b>	<b>5400</b>	<b>5560</b>	<b>5026</b>	<b>4465</b>	<b>4106</b>	<b>3730</b>	<b>3862</b>
较年初净增	--	--	--	--	1373	160	-534	-561	-359	-376	132
同比 (%)	--	--	--	--	34.09%	2.96%	-9.60%	-11.16%	-8.04%	-9.16%	3.54%
<b>中国动向</b>	<b>2808</b>	<b>3511</b>	<b>3751</b>	<b>3119</b>	<b>2009</b>	<b>1183</b>	<b>1210</b>	<b>1267</b>	<b>1563</b>	<b>1487</b>	<b>1439</b>
较年初净增	--	703	240	-632	-1110	-826	27	57	296	-76	-48
同比 (%)	--	25.04%	6.84%	-16.85%	-35.59%	-41.11%	2.28%	4.71%	23.36%	-4.86%	-3.23%

注：标红为门店净增年份，标蓝为门店净减少年份

资料来源：WIND，方正证券研究所

图表71： 2017年同业分渠道数量及收入

	特步国际	李宁	361度	安踏	贵人鸟	中国动向
直营店 (个)	6000	1541	--	869	216	515
加盟店 (个)	--	4721	5808	9748	3844	972
直营店占比 (%)	--	24.61%	--	8.18%	5.32%	34.63%
加盟店占比 (%)	100%	75.39%	100%	91.82%	94.68%	65.37%
直营收入 (亿元)	--	27.24	--	50.07	7.25	5.10
加盟收入 (亿元)	--	42.42	--	116.85	1.20	3.83
直营收入占比 (%)	--	39.11%	--	30.00%	85.85%	57.11%
加盟收入占比 (%)	--	60.89%	--	70.00%	14.15%	42.89%
直营店效 (万元/个)	--	176.79	--	576.18	335.81	99.03
加盟店效 (万元/个)	85.22	89.85	88.81	119.87	--	39.40
平均店效 (万元/个)	85.22	141.71	88.81	157.22	87.19	90.96

注：店效=渠道收入/门店数量

贵人鸟品牌运营模式主要为批发，加盟店销售收入情况无法统计

资料来源：WIND，方正证券研究所

特步同店增速位居行业前列，安踏零售增长领先。从已披露同店增速的企业数据看，特步 2017 年以来同店增速持续提升，2018Q3 实现中双位数增长，增速位居行业前列。



图表72: 2015Q1 至今同业同店增速比较

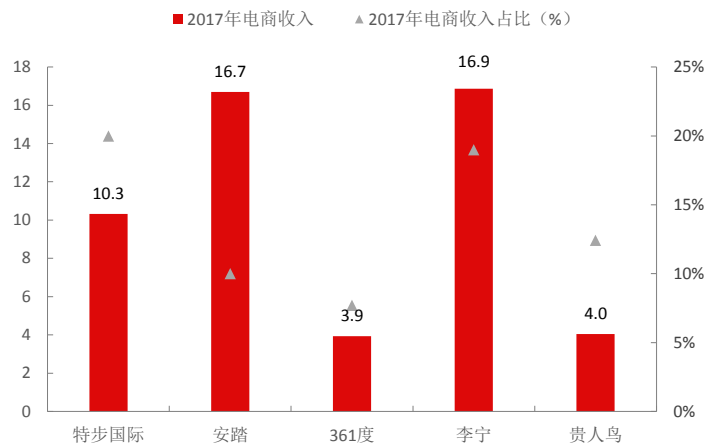
	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
<b>特步</b>															
平均	持平	高单	高单	中单	中单	中单	中单	中单	低单	中单	中单	高单	低双	中双	中双
<b>安踏</b>															
安踏	高单	高单	高单	高单	中单	高单	双位	高双	低双	20-30%	中双	20-25%	20%-25%	低双	中双
非安踏	--	--	--	--	--	--	60-70%	50-60%	40-50%	50-60%	40-50%	85-90%	80%-85%	90-95%	90-95%
<b>李宁</b>															
零售	中单	高双	中单		低单	中单	低单		负中单		负中单		低双		高单
批发	中单	高单	低单	H1 低单	低单	--	低单	整体加速	负中单	H1 中单	负中单	整体中单	中单	H1 高单	高单
电商	--	--	100%+		60-70%	--	80-90%		50-60%		30-40%		30-40%		30-40%
<b>361度</b>															
361度	6.3%	7.2%	8.1%	7.9%	7.2%	7.0%	7.3%	7.5%	7.0%	高单	高单	高单	高单	高单	中单
童装	7.0%	8.0%	8.4%	8.2%	7.5%	7.3%	7.3%	7.7%	7.4%	高单	高单	高单	高单	低双	低双
ONE WAY	--	--	--	--	--	--	--	--	--	高单	高双	高单	低双	高单	--

注: 标黄为零售增速, 其他为同店增速

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

特步电商收入占比最高, 绝对值李宁、安踏领先。从收入占比看, 2017 年特步线上收入占比近 20%, 位居行业首位。从绝对值看, 李宁、安踏 2017 年线上收入约 17 亿元, 领先其他同业企业。

图表73: 2017 年同业电商收入及占比对比



资料来源: WIND, 方正证券研究所

(2) 质: 特步跑步产品认可度高, 娱乐营销资源丰富

特步是鞋服领域品牌力指数提升最快的品牌之一。特步在 2018 年国内运动服装、运动鞋品牌力指数分别为 315.3、322.5, 分别位居行业第 7 位, 较 2012 年分别提升 2 名, 和 361 度为内资品牌力提升最快的两个品牌。

图表74： 2018年国内运动鞋服品牌力指数排名

运动服装品牌					运动鞋品牌				
排名	较 2012 年	品牌	发源地	C-BPI 分数	排名	较 2012 年	品牌	发源地	C-BPI 分数
1	+2	耐克	美国	514.1	1	持平	耐克	美国	572.5
2	-1	李宁	广东	514.0	2	持平	阿迪达斯	德国	453.5
3	-1	阿迪达斯	德国	467.4	3	持平	李宁	广东	431.2
4	+3	361 度	福建	345.3	4	持平	安踏	福建	359.6
5	1	乔丹	福建	332.7	5	+2	361 度	福建	340.9
6	-1	安踏	福建	319.1	6	持平	乔丹	福建	334.2
<b>7</b>	<b>2</b>	<b>特步</b>	<b>福建</b>	<b>315.3</b>	<b>7</b>	<b>+2</b>	<b>特步</b>	<b>福建</b>	<b>322.5</b>
8	-4	Kappa	意大利	308.9	8	-4	Kappa	意大利	280.6
9	2	鸿星尔克	福建	272.6	9	新晋	New Balance	美国	273.7
10	新晋	三叶草	上海	269.2	10	持平	匡威	美国	262.9
11	新晋	New Balance	美国	253.5	11	新晋	彪马	德国	259.9
12	-4	贵人鸟	福建	242.2	12	持平	匹克	福建	254.3
13	持平	彪马	德国	234.6	13	-2	鸿星尔克	福建	245.6
14	-2	匡威	美国	224.4	14	+1	回力	上海	244.2
15	-5	匹克	福建	209.9	15	-2	贵人鸟	福建	239.9

资料来源：Chnbrand，方正证券研究所

李宁品牌覆盖最广，特步业务较为专一。多数企业旗下品牌合计覆盖运动领域基本在 7 个及以上，特步深耕跑步领域，产品线较专一。从拓展方式看，除 361 度旗下品牌均为自设外，李宁、安踏、中国动向通过收购、合资等方式扩充品牌矩阵。

图表75： 国内运动品牌产品覆盖领域

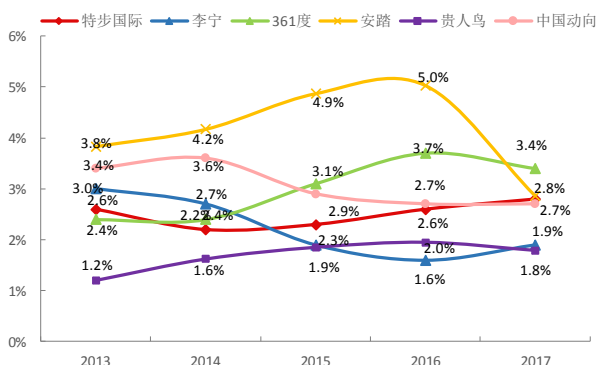
品牌	特步国际	安踏	李宁	361 度	中国动向	贵人鸟
综训	√	√	√	√	√	√
跑步	√	√	√	√		√
篮球	√	√	√	√		√
足球	√	√	√	√		
高尔夫		√			√	
网球		√				
乒乓球			√			
时尚休闲	√	√	√	√	√	√
瑜伽		√	√			
户外		√	√	√	√	
游泳				√		
潜水					√	
自行车		√				
羽毛球			√			

资料来源：Chnbrand，方正证券研究所

特步广告宣传费率最高，研发费率逐年提升。从广告投入看，特步国际 2017 年广告费率达 12.9%，高于其他同业企业，绝对值安踏最高。从研发投入看，361 度研发费用率最高，特步自 2015 年起研发费

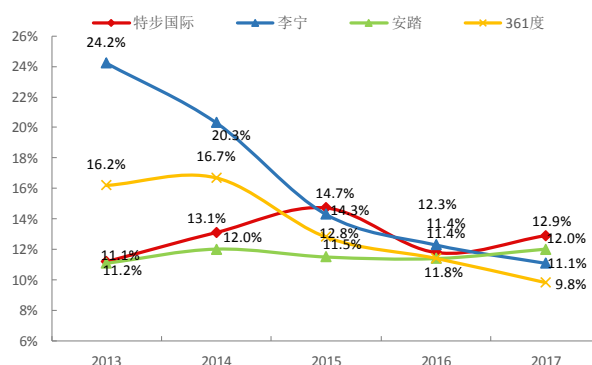
用率回升。从研发成果看，安踏专利数量达 902 个，行业最高，特步专利数达 396 个，处于行业平均水平。

图表76： 2013-2017 年同业研发费用率比较



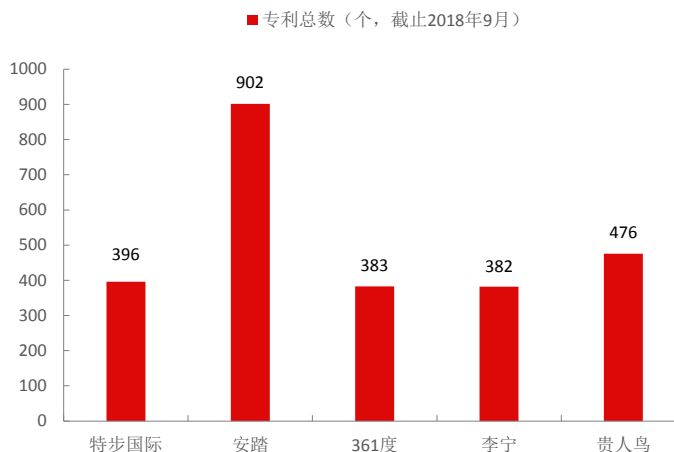
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表77： 2013-2017 年同业广告宣传费率比较



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表78： 同业专利数量比较



资料来源：国家专利局，方正证券研究所

特步体育资源集中于跑步领域，娱乐营销资源质优。体育营销方面，特步体育资源向马拉松赛事倾斜，2017 年共赞助 40 场跑步赛，赛事总参赛人员超过 67 万。安踏赞助奥运队伍最多，李宁赞助奥运代表队平均金牌数量领先。娱乐营销方面，特步、安踏明星代言人数最多，李宁无娱乐明星代言。

图表79: 2017年国内运动品牌宣传推广比较

主要营销代言	特步	李宁	安踏	361度
赞助赛事	2017年赞助40场跑步赛事并连续第三年蝉联中国赞助最多马拉松赛事的赞助商	CBA 2012-2027年15个赛季装备赞助商	2009-2022年中国奥委会合作伙伴, 独家赞助中国代表团奥运冠军领奖服	2016年里约奥运会及残奥会官方品牌供应商
赞助奥运队	--	射击、羽毛球、跳水、乒乓球4只金牌梦之队	水上运动、冬季运动、拳击跆拳道运动、体操运动、举摔柔运动五大运动管理中心旗下24支中国国家队	--
NBA球鞋代言	--	德怀恩·韦德 CJ-迈尔勒姆	克莱·汤普森 凯文·加内特 拉简·隆多	斯蒂芬·马布里
其他运动代言	谢震业、陈定、蔡泽林	马龙、丁宁	张继科、刘诗雯	孙杨、叶诗文
娱乐明星代言	谢霆锋、赵丽颖、林更新、汪东城、乐华七子	--	张俪 (主品牌)、高圆圆、陈坤、ChrisEvan、王源 (FILA)	魏晨

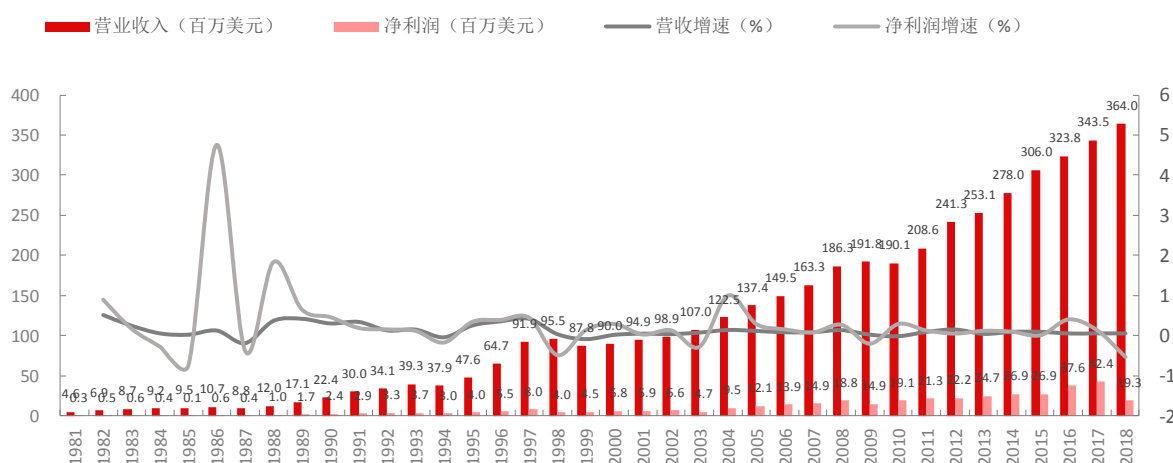
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

### 3.4 经验借鉴: NIKE、ADIDAS 产品科技持续升级, 营销资源广泛

#### (1) NIKE: 全球运动龙头, 持续创新打造核心竞争优势

NIKE 是全球运动龙头, 早期通过华夫底跑鞋和气囊技术快速打开市场, 后期通过持续科技创新和成功体育行销发展成为世界第一运动品牌。2017年实现营收、净利润 343.50、42.40 亿美元, 市值达 1020.51 亿美元, 在全球运动鞋服市场市占率达 15.2%。

图表80: NIKE 公司历史营收及净利润



资料来源: WIND, 方正证券研究所

公司发展历程可大致划分为 4 个阶段:

**初创期 (1964-1971 年): 代理虎牌运动鞋起步**

1964 年公司前身“蓝带体育用品公司”成立, 与 Onitsuka Tiger 合作代理日本虎牌 (Tiger) 运动鞋。1966 年为 Onitsuka Tiger 设计软

尼龙非传统皮革的 Cortez 运动鞋成为 Tiger 旗下最畅销的鞋款。

1969 年日本方面开始寻找更大批发商，1971 年公司中止与 Onitsuka Tiger 合作，采用当地女学生为公司设计的 Swoosh 标志，开始以独立商标销售产品。

图表81： NIKE 品牌 logo 演化



资料来源：WIND，方正证券研究所

### 成长期（1972-1989 年）：OEM 转型 OBM，持续技术创新快速抢占市场

1972 年 NIKE 公司正式成立。

产品方面，1974 年公司推出 The Waffle Trainer，很快成为美国最畅销训练鞋，1979 年空气气垫 Air 技术首次运用在 Tailwind 跑鞋上，1982 年推出 Air Force 1 首款气垫篮球鞋。1980 年公司在美国运动鞋市占率达 50%。除鞋类产品外，公司积极拓宽其他产品线，1979 年第一条服装生产线上马，1985 年推出第一双高尔夫球鞋。

80 年代中期，慢跑热衰退，有氧运动兴起，锐步率先抓住年轻族群追求运动时尚的消费需求，以设计感十足的产品占领先机，1987 年以 9.91 亿美元销售额、30% 的市占率成为美国第一大运动品牌，NIKE 则以 5.97 亿美元及 18% 的市占率屈居第二。

蒙受剧烈竞争打击期间，公司确立新产品研发设计的策略主调，1987 年推出 Air Max 首款可视气垫运动鞋后，1992-1998 年相继推出 180 度、270 度、前掌、全掌、可调节气垫鞋，进一步升级气垫技术。

营销方面，1984 年公司独居慧眼签约篮球运动员迈克尔乔丹，并推出 Air Jordan 系列篮球鞋，推出第一年即创造 2 亿美元收入。随乔丹成为世界顶级球星，Air Jordan 成为耐克销售最大推动力之一。1986 年前，公司一直采用杂志作为主要广告媒体，推出以 The Beatles 《Revolution》作为背景音乐的创意电视广告后，电视广告逐步成为公司最大推广平台。

渠道方面，公司 1981 年第一个海外总部在荷兰阿姆斯特丹成立，同年成立耐克日本公司，通过为中国男篮、女篮提供运动鞋服，开始在中国市场的宣传。

生产方面，70 年代初公司已建立海外生产运作模式，1972 年与日本签订合同正式生产 NIKE 运动鞋。随后几年随日本人力成本攀升，公司 1975 年将生产线转移至人力成本更低的韩国与台湾。



1989年，公司实现收入17.11亿美元，1981-1989年年均复合增速达17.91%，美国市场市占率达30%，成为美国第一大运动品牌，同期锐步、阿迪达斯市占率分别为20%、2.9%。

### 快速发展期（1990-2015年）全球化与体育营销下攀上高峰

**品牌方面**，公司的品牌扩张策略进退结合。继1988年首次收购高档鞋类公司Cole Haan后，公司1994年收购冰球设备制造商Bauer Hockey。2002年收购冲浪服饰公司Hurley International。2003年收购匡威。2004年收购联盟运动服饰品牌Starter和英国足球品牌Umbro。为重新专注其核心业务线，公司2007年起逐步剥离部分子公司，至2017年公司仅保留匡威和Hurley两个已收购的子品牌。

**渠道方面**，通过80-90年代的全球渠道扩张，公司1994-1997年全球运动鞋市场市占率升幅超过10pct至35%，同时期ADIDAS、锐步市占率保持平稳。2003年耐克国际市场销售首次超过美国本土。

**营销方面**，1996年公司签约当时最被看好的高尔夫新秀老虎伍兹，2000年随老虎伍兹连续夺得四大锦标赛冠军，公司逐步建立在高尔夫运动领域地位。1996年公司与巴西足球签下2-4亿美元10年合同，创下世界足坛最高价码记录。

2015年公司实现营收306.01亿美元，1990-2015年年均复合增速10.15%，2015年公司在美国运动鞋服市场市占率达19.3%，超出第二名ADIDAS 3.8个百分点。

### 战略重新布局阶段（2016-至今）：“三双”目标+“贴近消费需求”战略起航

2016Q1以来公司期货订单增速放缓，受订贷影响2016Q3起营收出现下滑。从外部环境看，Under Armour发力，阿迪达斯逐渐走出低谷；另一方面运动行业越发复杂，优衣库、Zara等品牌纷纷推出运动休闲产品抢占市场份额。从内部看，公司篮球鞋销售额大跌20%，连续第二年下滑，ADIDAS的篮球鞋销售额则同比大涨40%。由于线上竞争激烈，耐克线下分销商美国“体育权威公司”和City Sports先后申请破产，渠道库存均出现问题。

为提振销售，2017年公司提出Consumer Direct Offense全新战略，将未来重心放在10个国家12个城市上，以数字化为导向，为消费者提供更快捷、更人性化服务，并计划将业务部分由6个精简为4个，在全球裁员2%，裁减25%球鞋款式。同时提出“Triple Double 三双”：双倍创新、双倍速度和双倍直接联系。

2018财年公司实现收入363.97亿美元，2016-2018年营收复合增速为6.03%，2017年美国市场市占率较2015年下滑2.9pct至42.7%，同期阿迪达斯增长2.9pct至9.0%。

**我们认为，NIKE的成功主要源于1>持续创新打造的产品优势；2>成功体育营销；3>全球化扩张；4>高效供应链管理。**

### 1>持续研发创新打造核心竞争优势

公司自成立以来一直注重产品科技创新,1980 年在新罕布什尔州埃克赛特镇设立研究实验室,集中科技开发者、设计师、材料学家等各领域人士集中力量研究开发新技术。公司还设置了研究委员会和顾客委员会邀请运动员、教练、足科医生共同商讨产品方案,另外通过并购合作等方式获得外部技术。如并购美国专业气囊用材料制造商 Tetra。

从专利数量看,1997-2016 年公司专利数量整体逐年稳步递增,2004-2014 年加大专利申请量,同时期营收规模也出现较大幅度扩张。虽然自 2014 年公司减少专利申请总量,但是鞋类专利申请量还继续维持的较高水平,公司在鞋类产品开发的技术优势仍然处于世界领先地位。

图表82: NIKE 近 20 年有效专利变化趋势



资料来源: 中一联合知识产权, 方正证券研究所

图表83: NIKE 近 20 年鞋类专利变化趋势



资料来源: 中一联合知识产权, 方正证券研究所

从产品看, 1979 年的 Tailwind 密封 AIR 气垫到 2017 年仅鞋面和中底组成的可视全掌气垫 Vapor Max, 再到 2017 年对抗 ADIDAS 的 React 泡棉缓震材料, 中底技术持续推陈出新。从 1997 年推出一次成型的 Foamposite、2008 年推出强支撑的 Flywire, 再到 2013 一体化针织材料 Flyknit, 公司在鞋面科技上也引领行业的研发潮流。

图表84: NIKE AIR 气垫技术发展



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表85: NIKE AIR 其他中底技术发展

时间	泡沫技术	简介
1974	EVA	EVA 是被广泛使用的中底材料 优势: 柔软、有弹性、价格低廉。
1993	Phylon	Phylon 是二次 EVA 发泡材料, 工艺稍复杂, 作为 Nike 的一项专利技术, 应用于大部分 Nike 篮球鞋中底。 优势: 质地轻、弹性好、缓震和稳定性强 劣势: 价格略高。
2000	Shox	Shox 是氨基甲酸乙基泡沫材料柱体, 作为最初运用在篮球鞋上的技术, ”。 优势: 弹性好 劣势: 对膝盖创伤极大
2005	Phylite	Phylite 由 60%的 Phylon 和 40%的橡胶制成, 是一种主要用于注塑的材料。 优势: 轻量、灵活、易弯曲 劣势: 耐久性差
2006	Cushlon	Cushlon 也是 Phylon 和橡胶的混合物, 但橡胶的成分非常少。常见的跑鞋主要有 Pegasus 和 Vomero 这两种。 优势: 轻量化、回弹性高 劣势: 应用不广泛
2008	Lunarlon	Lunarlon 是 EVA 和丁腈橡胶 (Nitril Rubber, NBR) 混合物, 它比 EVA 和 Phylon 轻 30%。 优势: 通过传导冲击波让整个足部平均分担冲击力 劣势: 耐久性差, 不能单独使用, 因此它需要处在一个载体 (Phylite 或 Phylon) 中。
2017	React	React 技术采用全新化工配方制成, 但其本质依旧是泡棉。 优势: 非常轻, 缓冲力、支撑能力强
2017	Pebax	优势: 全新泡棉缓震科技, 能量回馈率高达 85%

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表86: NIKE AIR 鞋面技术发展

时间	鞋面技术	简介
1997	Foamposite	FOAMPOSITE (发泡材料) 一次成型鞋面技术。 优势: 包裹性和支撑性好, 稳定性强
2008	Flywire	Flywire(“飞线”), 鞋面厚度不到 1 毫米, 而且只依靠细线支撑, 形同赤足的程度, 从而使制鞋方法发生了改变。 优势: 高强度纤维, 比钢铁的韧性强 5 倍 减震性好和极轻 (小于 100 克)。
2010	Hyperfuse	布网、TPU、皮革三合一热压。 优势: 鞋面轻韧, 透气性 革新的编织网眼材料。
2012	Engineered Mesh	优势: 极致轻盈、360 度全方位透气性 柔韧性好, 创造出贴合的脚感。
2012	Flyknit	Flynit 号称用一根聚酯纱线 (涤纶) 编织而成, 浑然一体。 优势: 轻质, 柔软性好, 更加贴合脚面 劣势: 支撑度待提升

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

## 2>成功的体育营销扩大品牌影响力

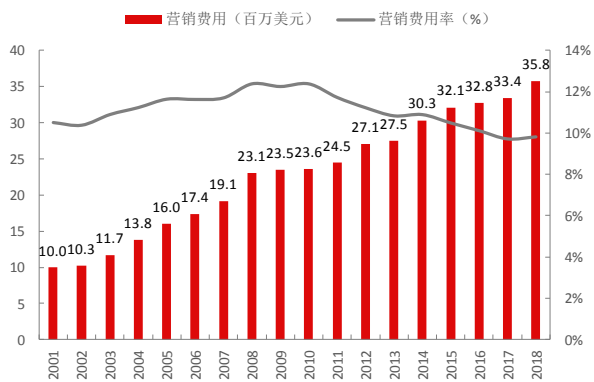
**营销投入方面**, 公司广告营销费用率一直维持在 10% 的较高水平, 2018 年营销费用达 35.77 亿美元, 2001-2018 年广告宣传费用年均复合增长 7.80%。

**广告宣传方面**, NIKE 并不仅做简单产品宣传, 而是抓住购买产品背后是人们渴望寻找坚毅与拼搏的情感需求, 1986 年通过 The Beatles Revolution 背景音乐的广告曲采用“离经叛道”宣传形式强化沟通, 通过乔丹等名人的偶像崇拜建立品牌忠诚, 在广告中进行准确而有力的情感输出。

**代言人方面**, 与其他运动品牌签约大牌运动明星不同, 公司更看重挑选未来潜力新星。为挖掘潜力运动明星, 公司成立由退役运动员和体育领域经营丰富的人士组成体育市场部, 在运动员成名之前就与其签约。迈克尔乔丹、科比、林书豪, 老虎伍兹, 费德勒, 都是公司挖掘的体育巨星。

**赛事赞助方面**, 与阿迪达斯签约成为赛事官方合作伙伴取得曝光度的策略不同, 公司与奥运会参赛协会签署合作协议, 为运动员提供专属比赛装备。虽然运动员身着赞助服装登上领奖台, 但比赛镜头回放时 NIKE 的品牌宣传更能产生视觉冲击的效果。

图表87: NIKE 营销费用变化



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表88: NIKE 点击率最高广告 Unlimited You

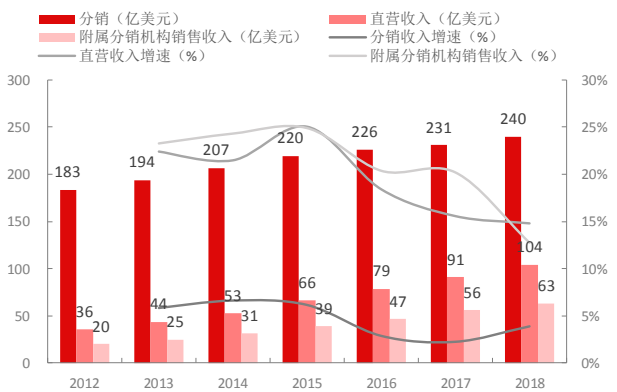


资料来源: Wind, 方正证券研究所

### 3>分销模式、全球化经营扩大收入规模

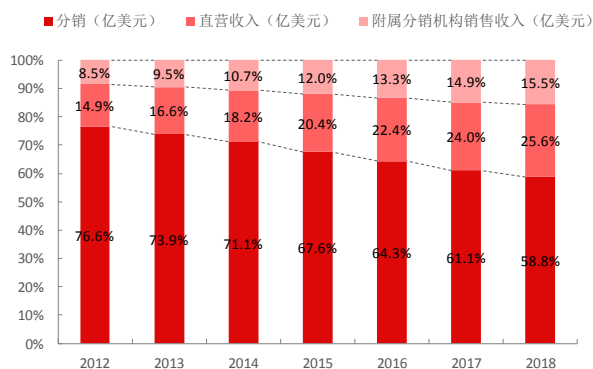
分销模式下渠道快速拓展, 直营占比逐年提升。公司销售模式分为分销、直营、面向消费者的批发业务三种, 公司直营门店数量仅 1182 个, 全球渠道扩张主要通过分销模式。2018 年公司三种模式收入分别为 239.97、10.43、6.33 亿美元, 分销模式为公司最主要的销售来源, 直营占比较 2012 年提升 10.70pct 至 25.60%。

图表89: NIKE 分销售模式收入及增速



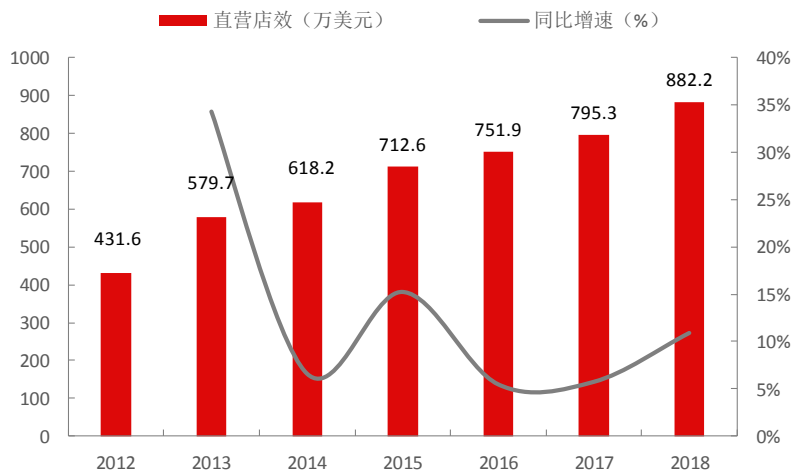
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表90: NIKE 分销售模式收入占比



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表91: NIKE 直营门店店效及增速

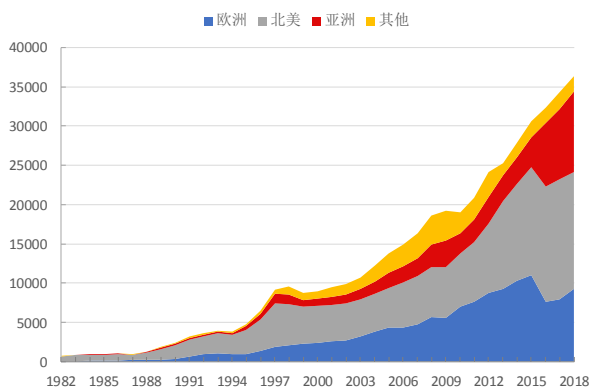


资料来源: 公司公告, 方正证券研究所



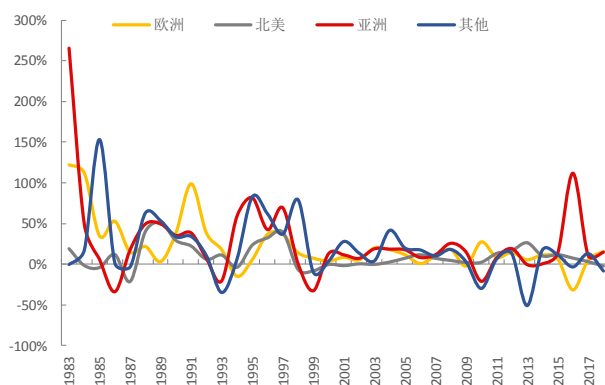
**国际业务重要性日益提升。**1981 年公司在荷兰阿姆斯特丹设立第一家海外子公司开启国际化进程。2003 年国际销售收入首超国内，至 2018 年海外收入占比已达 59.19%，较 1988 年前提升 34.07pct。分地区看，亚洲地区收入持续保持快速增长，成为公司收入增量的主要驱动。

图表92: NIKE 分地区营业收入 (百万美元)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

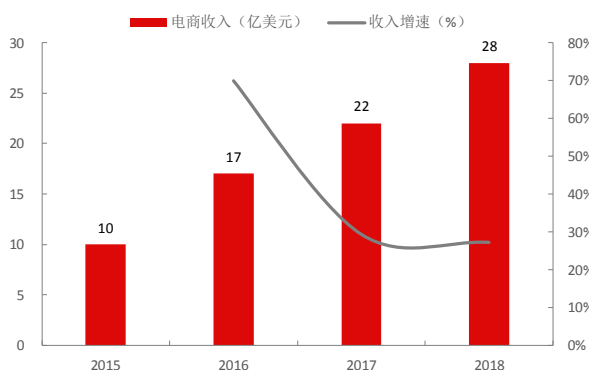
图表93: NIKE 分地区营收增速



资料来源: Wind, 方正证券研究所

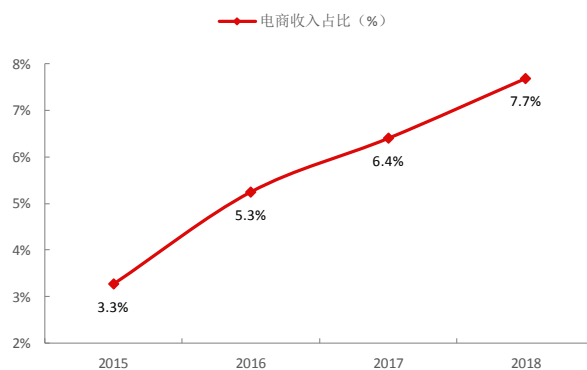
**电商收入贡献持续增长。**2018 年公司线上收入已达 28 亿美元，同比增长 27.27%，占总收入比重达 7.69%，CEO Mark Parker 预计未来五年电商业务未来 5 年收入占比提升至 15%-30%。

图表94: NIKE 电商收入及增速



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表95: NIKE 电商收入占比



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

#### 4>轻资产运营模式及高效供应链管理构筑效率壁垒

**生产方面**，公司上世纪 70 年代起已开始生产外包，随各地区生产成本变化，公司合作地区也不断变化，70 年代主要生产地为日本，其后是韩国、台湾，后转移至大陆。90 年代，公司逐步将生产转移至劳动力更为廉价的越南等东南亚国家。

1999 年起，公司开始启用电子数据交换 EDI 方式与供应商联系，将交货周期从 180 天缩短至 90 天，此外还投资 5 亿美元建设具备快反能力的供应链系统，全球 600 家以上的接包商库房都安装有公司的信息控制控制系统，接总部可同步获悉厂商的品种和存货，从而提高订单安排及生产效率。

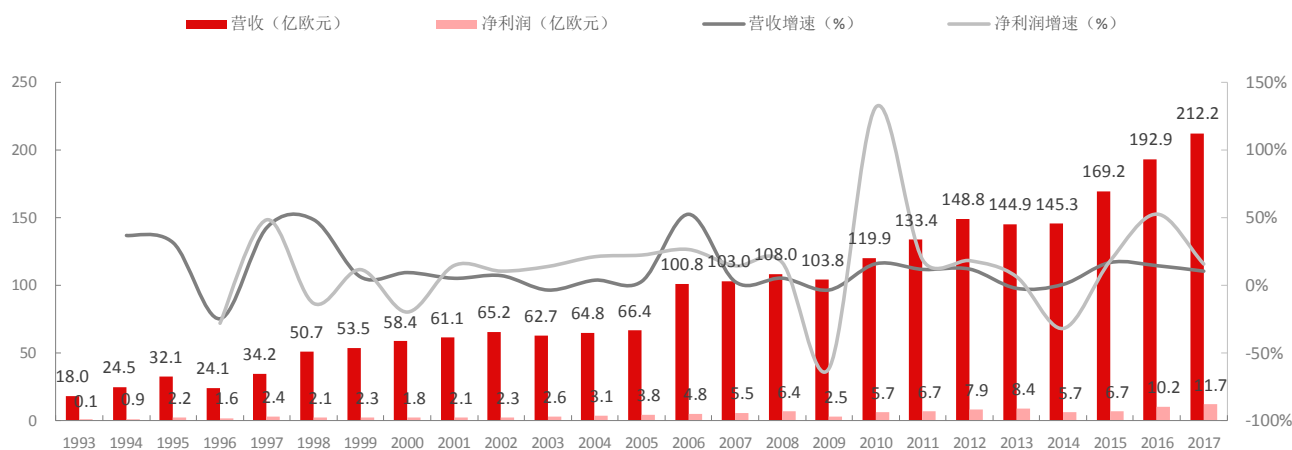
**物流方面**，公司在美国本土拥有 7 大物流配送中心，2 个自有、3 个租赁，剩余 2 个为第三方代运营。美国外共设 62 个物流配送中心，其中比利时拉克达尔、中国太仓、日本富仓、韩国仁川为四大海外最重要的自有物流中心。

物流中心投产后公司还通过升级扩建不断提升其运营效率。1983 年建成的 280 万平方英尺美国孟菲斯配送中心通过 WMS 系统及自动化设备升级后吞吐量从 10 万件/小时提高至 25 万件/小时。亚洲最大物流中心江苏太仓 20 万平方米配送中心于 2017 年启动扩建，计划新增 6 万平方米，引入高科技分拣设备和输送系统、仓库管理系统，进一步提升物流配送效率。

## (2) ADIDAS：国际运动巨头，专业竞技与运动时尚并驱

ADIDAS 是全球第二大运动品牌，早期凭出色产品设计、成功体育营销成为全球最大运动龙头，80 年代后半期经历运营挫折后通过管理变革、供应链优化、革命性产品研发等一系列举措公司重回国际一线行列。2017 年实现营收、净利润 212.18、11.73 亿欧元，市值达 350.12 亿欧元，全球市占率达 9.8%。

图表97：阿迪达斯历史业绩



资料来源：WIND，方正证券研究所

### 公司成立至今主要经历 5 个发展阶段：

#### 1949-1954 年 起步期：品牌初创，扬名世界杯

创始人阿道夫·阿迪·达斯勒与哥哥鲁道夫散伙后创立 ADIDAS 品牌(鲁道夫创立 PUMA)，鞋面条纹原为提供鞋面更好支撑设计，1949 年正式成为品牌标志。1954 年世界杯公司为德国队赞助可替换鞋钉的 weltmeister 足球鞋，德国队夺冠后公司足球鞋一举成名。

#### 1955-1986 年 高速成长期：侧重专业竞技，体育营销大获成功

**营销方面**，侧重建立品牌与顶尖竞技运动联系，1956 年墨尔本奥运会免费为运动员提供专业球鞋，20 世纪 60 年代为穿着自己品牌的运动员支付报酬，1970 年起成为国际足联指定用球赞助商，被称为体育营销之父的长子霍斯特 1982 年创立 ISL 营销公司，负责世界杯、夏冬两季奥运会营销权，极大增加品牌曝光度。

**产品方面**，1963 年推出历史最畅销产品之一 Stan Smith 网球鞋，

1979 年全球最畅销的足球鞋"Copa Mundial"上市。20 世纪 70 年代中期美国慢跑热盛行，而公司产品忽视正在兴起的跑步市场，在美国跑步领域的市场份额迅速被耐克追赶。

**业绩方面**，1980 年公司销售额达 10 亿美元，独占美国运动鞋市场 80%份额。

#### 1987-1993 年 发展瓶颈期：股权易手，管理动荡

**生产方面**，业内多数厂商将生产基地转移至远东地区，耐克 1971 年起运动鞋一直由亚洲生产基地供应，而阿迪达斯生产仍集中在人力成本较高的欧洲，生产成本高于同业。

**管理方面**，长子霍斯特在法国管理的分公司与其姐妹管理的总部为争取经销商相争相互压价，下属部门门派分立，形成内部恶性竞争。物流外包造成订单不能及时处理，工作效率低下问题。

霍斯特 1987 年逝世，1989 年公司濒临破产，经历塔皮、彭顿、里昂信贷银行三次易手，最后被克蕾斯蒂·图雷斯及好友罗伯特·路易斯-德雷福斯收购。

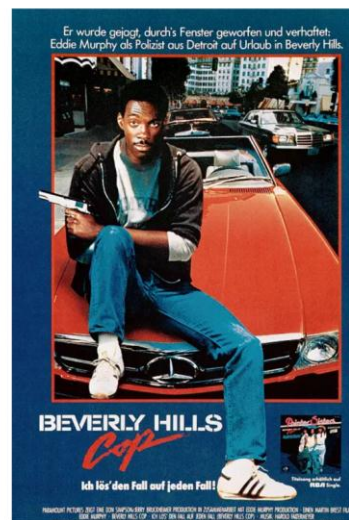
**营销方面**，公司因业绩下滑，预算缩减，年均仅投放 1 个电视广告（同期 NIKE 数量约 50 个）。通过为电影片场免费提供服装赞助成功植入《比弗利超级警探》、《海滩护卫队》等电影。

**业绩方面**，1990 年阿迪达斯在美国运动鞋市场份额仅 2.9%，较 10 年前下降近 77%，1991-1992 年在德国市场份额下降 6%至 34%。

图表 98： 阿迪达斯早期电影赞助



《Goodfellas》1990



《Beverly Hills Cop 3》1994

资料来源：公司公告，方正证券研究所

#### 1994-2014 年 经营成熟期：管理变革，品牌多元

**管理方面**，改革公司文化，提倡管理层开放亲和，变英语而非德语为正式办公语言。1990 年前后引入飞人乔丹的幕后策划人耐克前雇员斯特拉塞尔及其好友摩尔，重新规划发展战略，2014 年再次引入耐克 Lunar Force 等产品的设计师丹尼斯·德科维克、马克·麦那和马可·多尔斯。

**品牌方面**，1994 年三角标全面接替三叶草旧标，1995-2012 年通过收购、自设共新增 Reebok 等 9 个子品牌，品牌矩阵不断扩充。

**产品方面**，1991 年推出 Equipment 专业运动系列，2000 年设立经典传承部门负责 Stan Smith、Rekord 等经典产品销售，将复古与时尚结合。

**营销方面**，改变营销策略，设定广告诉求对象为 14-21 岁青年。业绩回暖后营销全方位并重，1996-1998 年签约贝克汉姆、齐达内，邀请当红明星代言，并与奥运会、世界杯等重要全球赛事保持合作。

**业绩方面**，1994 年公司收入重回 1988 年水平，净利润反弹。1994-2014 年公司收入实现 10.82% 的复合增长。

图表99：阿迪达斯 logo 变化历史



资料来源：公司公告，方正证券研究所

### 2015-至今 专注核心主业，“立新战略”起航

2015 年推出“Creating the New”5 年发展战略，以速度（对消费者需求快速响应）、城市（重点城市资源投入）、开源（邀运动员/消费者/企业伙伴参与品牌建设）为核心。




**产品方面**，为更专注于足球、跑步、女子、儿童和运动经典系列五大产品线，2016 年起逐步出售旗下非核心业务。

**供应链方面**，公司建立设计-运输 45 天快速上市新标准，以满足快速变化的市场需求，2015 年设立首个自动化工厂，对未来技术进行实验和探索。

**营销方面**，2017 年宣布放弃电视广告营销，将重点放在数字化渠道上以吸引年轻消费者。

**业绩方面**，2016 年以 52.25% 的净利润增速成为全美增长最快的运动品牌，2015-2017 年公司在美、中、日三国运动鞋服市场市占率分别提升 4.5%、1.6%、0.9%，同期 NIKE 增长-1.1%、1.3%、-0.9%。

图表100: 阿迪达斯旗下品牌历史变化

品牌	创立时间	创立方式	出售时间	简介
	1949	自设	--	专业运动系列, 提供专业运动装备和大众运动产品
	1996	自设	--	运动经典系列, 大量运用 20 世纪 40 年代到 80 年代的元素作为设计灵感
	1998	自设	--	销售高尔夫球杆、服饰
	2002	自设	--	运动休闲系列, 针对 14-19 岁年轻消费者
	2002	自设	--	由世界顶级设计师山本耀司担任创意总监与 ADIDAS 合作的高端运动时尚品牌
	2005	收购	--	1895 年成立, 美国健身品牌, 主营鞋类、服饰、配件、装备
	2011	收购	--	1985 年成立, 主营攀岩鞋及其他户外登山装备
	2007	收购	2016	1904 年成立, 产品主打经典复古风格的球队帽饰和复刻版经典球衣, 拥有 NBA 和 NFL 等主要美国体育联盟的服装生产许可
	1998	合并	2005	全球户外运动品牌, 设计制造各类顶级专业的鞋类、服装、背包及各类滑雪器材
	1998	收购	2017	1979 年创立, 业界领先的高尔夫装备生产商
	2008	收购	2017	1987 年成立, 提供时尚、舒适的男女高尔夫球及休闲便服系列
	2012	收购	2017	1987 年成立, 设计、生产、销售以球杆和附件为主的相关高尔夫产品
	2005	收购	2015	1971 年成立, 主打时尚, 商务, 休闲, 正装皮鞋的舒适鞋履, 2004 年被锐步收购, 随 2005 年锐步被阿迪达斯收购
	2005	收购	2017	1899 年成立, 世界最大冰球装备商之一, 2004 年被锐步收购, 随着 2005 年锐步被阿迪达斯收购

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

**我们认为, 公司经历危机仍能绝处逢生再创销售辉煌主要系 1>持续研发创新; 2>成功体育营销; 3>全球化扩展; 4>供应链优化。**

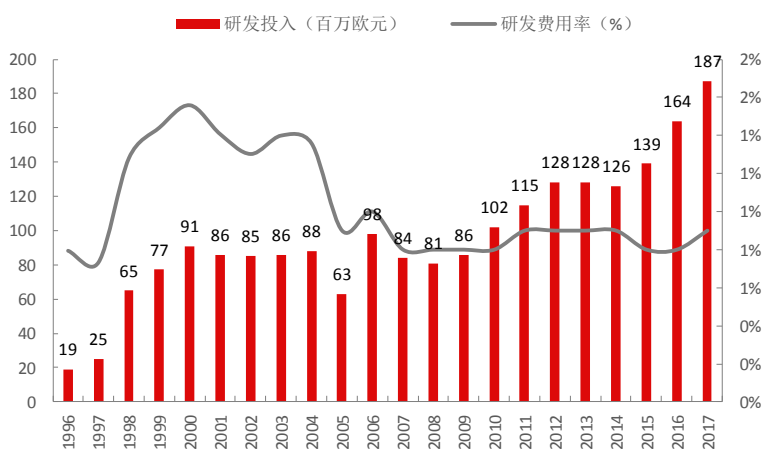
#### 1>创新研发打造核心竞争力

创始人本身专注产品创新, 个人曾获得 700 余项专利, 在早期制鞋工艺中实现许多技术突破, 1954 年推出德国夺冠所穿着的旋转嵌入式螺钉设计足球鞋, 1968 年专门为背越式跳高发明者 Dick Fosbury 研制跳高技术运动鞋, 同年成为世界首家采用聚酯类凸粒鞋底的运动鞋厂商, 产品技术创新成为品牌初创期开拓市场、提高品牌知名度的主要因素。



成为世界运动巨头后，公司依旧保持对技术研发的高投入。从研发费用看，2017 年研发投入 1.87 亿欧元，1996-2017 年均复合增速 11.47%。近 10 年研发费用率维持在 0.9% 左右，2016 年起提速。从研发产品看，2002 年推出首个在运动鞋上应用 360 度透气技术 Climacool 跑鞋；2004 再次革命性地推出具备耐磨、抗温、吸震的“A3 Ultra Ride 跑鞋”；同年推出 ClimaCool 系列透气运动鞋；2005 年推出世界第一双芯片智能运动鞋。2013 年推出 boost 跑鞋，2015 年 Ultra Boost 位居 2016 年全球球鞋销量之首。

图表101： 阿迪达斯历史研发费用及费率



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表102： 阿迪达斯历代创新产品



资料来源：公司公告，方正证券研究所

## 2>体育营销成功打开世界市场

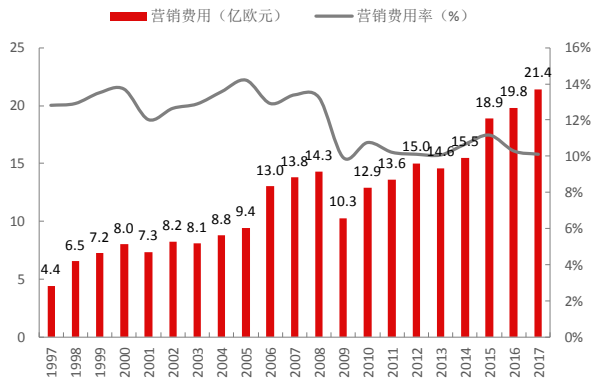
**赞助国际赛事，扩大全球影响力。**第二代掌门人霍斯特 60 年代率先将体育品牌与大型赛事联系起来，阿迪达斯成为第一家向运动员免费赠送运动鞋，与运动队伍签订长期球鞋供应合同的公司。1969 年墨西哥奥运会 85%、1972 年世界杯 80%的运动员身着阿迪达斯品牌，1982 年霍斯特创立 ISL 公司市场控制世界杯、夏冬两季奥运会营销权。

研究源于数据 52 研究创造价值

**携手运动娱乐明星，树立专业形象、打造潮流爆款。**一方面，公司始终坚持邀请体育名人代言，通过签约贝克汉姆、齐达内、科比、麦迪等全球体育明星，将运动员品牌偏好渗透到普通健身人群中，打造专业竞技形象。另一方面，签约当红明星，并结合“意见领袖”影响力和人为稀缺的“饥饿营销”，通过打造 NMD、Yeezy 系列等时尚爆款产品。

**重点布局数字化渠道及女性消费市场。**公司立新战略将重点与社交大 V 合作加大与年轻消费者接触。随运动健身风潮在女性消费者中兴起，2012 年以来公司发 Unleash Your Creativity 等围绕女性运动展开的营销。2016 年，阿迪达斯超越 NIKE 成为中国女性最偏好的运动品牌。

图表103： 1997-2017年阿迪达斯营销费用及费率



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表104： Unleash Your Creativity 女性营销活动

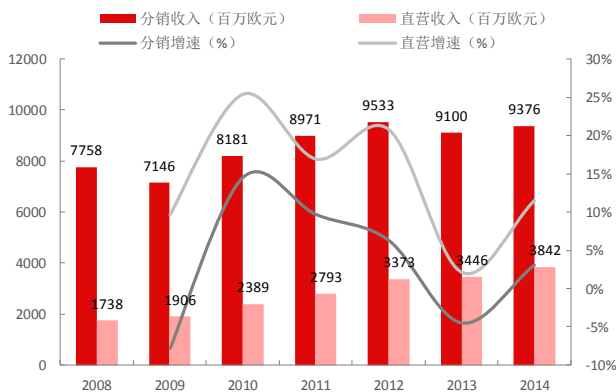


资料来源：Wind，方正证券研究所

### 3>分销模式、全球扩张下收入规模快速扩张

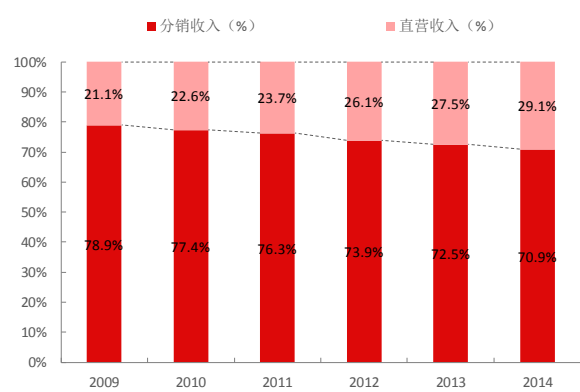
**分销模式实现渠道快速下沉。**公司销售模式主要分为直营、分销，分销门店包含特许经营店和分销店。2017 年直营、特许经营、分销门店数量分别为 2588、13000、150000 家，2014 年分销、直营收入占比分别为 70.93%、29.07%，通过分销模式公司实现经营规模快速扩张。

图表105： ADIDAS 分渠道收入及增速



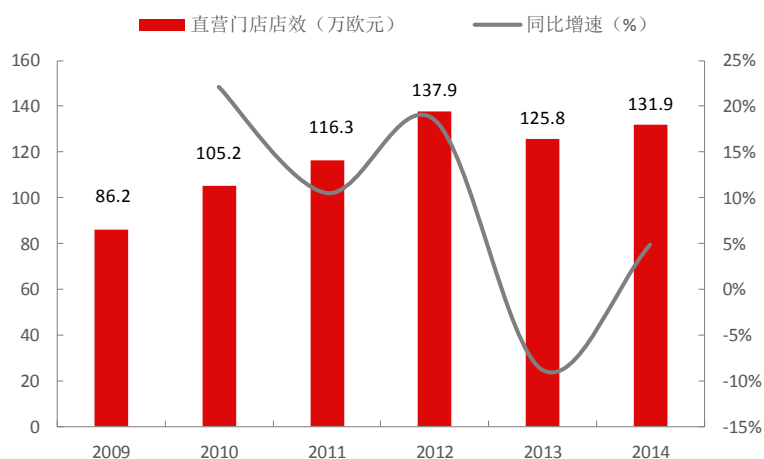
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表106： ADIDAS 分渠道收入占比



资料来源：公司公告，方正证券研究所

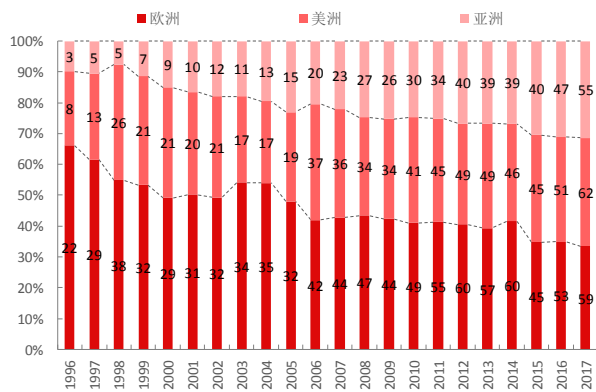
图表107： 2009-2014年ADIDAS直营店效



资料来源：公司公告，方正证券研究所

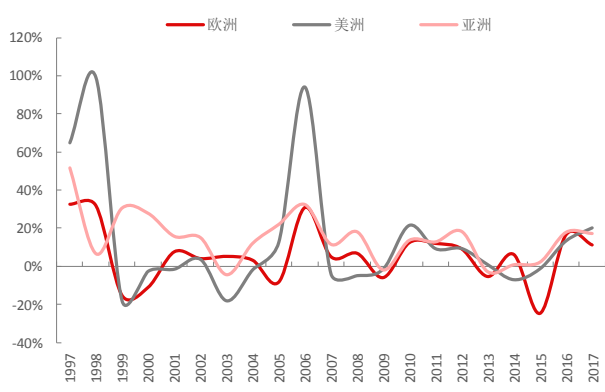
国际业务贡献主要营收，亚洲市场快速增长。60年代公司率先法国成立分公司开展欧洲其他地区业务，70-80年代重点布局美国市场，成为当时市占率最高运动品牌，2003年成立子公司重点开拓亚洲市场。2006年起其他地区收入超过欧洲本土市场成为最大收入来源，其中增速最快的亚洲市场收入占比从2006年的15%提升10.94pct至25.94%。

图表108： 1996-2017年分地区收入及占比



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表109： 1996-2017年分地区收入增速



资料来源：Wind，方正证券研究所

#### 4>供应链持续优化升级

**生产方面**，80年代初公司大部分生产仍在欧洲完成，后期逐步将生产中心从欧洲转移至生产成本更低的亚洲，至2017年近100%生产已外包给独立第三方，欧洲的供应商占91%。2015年在德国建立面积4600平方米的SpeedFactory自动化工厂，仅保留160个技术岗位，2018年在美国开设第二家占地6874平米的自动化工厂，雇员仅150人，至2020年两座工厂计划合计产量达100万双（目前公司年产量约3亿双）。

**物流方面**，早期公司倾向外包物流以减少运营成本，1996年将美国配送业务外包给UPS；1997年与CALIBER物流公司合作将其在美国Spartanburg工厂配送业务外包给CALIBER。2006年收购锐步后公司投入超2000万英镑建立3.25万平米曼彻斯特Trafford配送中心逐

步自建物流网络。2012 年至今共新增 9 个物流中心，今明两年公司将继续优化配送网络，扩建升级德国、俄罗斯等 7 个物流中心，并计划在英国新增电商配送中心，加大北美西海岸物流投入。

图表110： 阿迪达斯 SpeedFactory 自动化工厂



资料来源：公司公告，方正证券研究所

## 4 盈利预测

### 1、收入端

线下方面，我们预计 2018/2019/2020 年主品牌总代直营店净增门店 140/120/120 家，加盟店净增 100/100/100 家，儿童销售点净增 150/100/100 家，线下整体增速为 16.04%/14.62%/13.34%，线上整体增速为 30.00%/25.00%/25.00%。2018/2019/2020 年整体收入增速为 19.43%/17.37%/16.64%。

### 2、盈利端

预计 2018/2019/2020 年线下毛利率分别为 43.66%/43.69%/43.72%，线上毛利率分别为 44.50%/44.50%/44.50%，2018/2019/2020 年公司整体毛利率分别为 43.88%/43.92%/43.96%。

图表111： 特步国际收入拆分

	2017	2018E	2019E	2020E
<b>收入</b>				
线下同比 (%)	-12.98%	16.04%	14.62%	13.34%
净开店 (个)				
总代直营店	-4	140	120	120
加盟店	-796	100	100	100
儿童销售点	0	150	100	100
<b>电商</b>				
收入同比 (%)	30.00%	30.00%	25.00%	25.00%
<b>毛利率</b>				
线下	43.74%	43.66%	43.69%	43.72%
线上	44.50%	44.50%	44.50%	44.50%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

## 5 投资建议

运动服饰因其一定的必选属性在消费下行周期表现稳健，主要龙头 2018 前三季度业绩稳定。公司在 2015 战略转型后，产品、营销、渠道改革效果显著，跑鞋市场龙头地位进一步夯实。

预计 2018/2019/2020 年公司归母净利润分别为 6.17/ 7.19/8.44 亿元，同比增速在 51.26%/16.52%/17.36%，对应 EPS 为 0.28/0.32/0.38 元/股，对应 P/E 为 13.26/11.38/9.69，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表112： 同业公司估值比较

证券简称	总市值	净利润增速			P/E		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
安踏体育	850.74	29.83%	24.61%	21.81%	21.22	17.03	13.98
李宁	166.71	35.61%	36.41%	24.61%	23.86	17.49	14.04
361 度	33.62	10.25%	12.02%	6.38%	6.68	5.96	5.60
中国动向	64.15	-5.30%	1.57%	-1.16%	8.42	8.29	8.39
贵人鸟	41.49	-53.59%	4.11%	27.63%	56.83	54.59	42.77
行业平均	231.34	3.36%	15.74%	15.86%	23.40	20.67	16.96
特步国际	81.83	51.26%	16.52%	17.36%	13.26	11.38	9.69

注：特步国际、安踏体育、李宁为预测数据，其他公司数据来自 WIND 一致预测

资料来源：WIND，方正证券研究所

## 6 风险提示

(1) 经济下行超预期：消费仍处下行趋势中，若人均收入增速持续向下、社零、百货数据持续向下，将对公司营收产生显著影响。

(2) 改革效果低于预期：公司渠道扁平化改革、线上 O2O 等改革进入尾声，改革需求代理商的高度参与，弱改革效果低于预期，将对公司业绩产生影响。

(3) 电商业务发展不及预期：电商收入占比近 20%，2018 以来主流电商平台受拼多多分流影响显著，若未来主流电商平台客流出现波动将对特步业绩产生影响。

(4) 儿童或新品牌业务拓展不及预期。若公司儿童业务整合效果不及预期，或即将实施的多品牌战略发展不及预期，将对公司未来发展造成一定影响。



## 附录：公司财务预测表

单位：百万元

利润表					资产负债表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5113.43	6123.64	7187.43	8383.76	流动资产	7881.81	8613.44	9218.92	9888.56
营业成本	2868.95	3428.57	4023.23	4690.82	货币资金	3832.27	3460.50	3780.10	3820.38
毛利	2244.49	2695.07	3164.20	3692.93	应收账款	1719.01	2197.80	2343.30	2779.27
其他收入及损益	158.32	161.11	163.00	163.45	存货	717.85	1249.31	1333.73	1400.82
销售费用	911.45	1027.55	1214.68	1406.79	非流动资产	1051.90	1073.18	1112.83	1132.22
管理费用	766.84	822.40	948.74	1089.89	固定资产净值	645.93	669.89	687.68	699.05
营业利润	724.51	1006.23	1163.78	1359.70	无形资产	7.52	8.85	10.97	13.16
应占共同控制实体/联	0.00	0.00	0.00	0.00	可供出售金融资产	92.00	93.21	102.41	104.84
财务费用	53.80	57.34	58.12	62.07	资产总计	8933.71	9686.62	10331.7	11020.7
税前利润	670.71	948.89	1105.66	1297.63	流动负债	2488.83	3279.44	3546.02	3728.88
所得税	224.36	273.76	318.98	374.37	短期借款	830.87	1287.59	1411.46	1411.46
净利润(含少数股东权	446.35	675.14	786.68	923.26	应付账款	1027.71	1324.46	1432.93	1580.74
净利润(不含少数股东	408.14	617.34	719.33	844.22	其他应付款	564.62	601.17	628.29	668.28
净利率	0.08	0.10	0.10	0.10	非流动负债	1116.27	832.08	772.99	779.44
总股本(摊薄,百万股)	2223.19	2242.58	2242.58	2242.58	长期借款	1019.16	733.97	678.21	678.21
摊薄每股收益(元/股)	0.18	0.28	0.32	0.38	负债总计	3605.10	4111.52	4319.01	4508.32
据最新股本调整后 EPS	0.18	0.28	0.32	0.38	归属母公司股东权益	5220.87	5409.53	5779.99	6200.54
基于调整后 EPS 的 PE	20.05	13.26	11.38	9.69	少数股东权益	107.74	165.54	232.89	311.93
					总权益	5328.61	5575.07	6012.88	6512.47
现金流量表					财务指标				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	558.12	525.21	721.46	607.38	总资产周转率	0.60	0.66	0.72	0.79
净利润	408.14	617.34	719.33	844.22	应收账款周转率	2.81	3.13	3.17	3.27
折旧及摊销	77.92	80.22	92.97	106.31	应付账款周转率	5.32	5.21	5.21	5.56
营运资金变动	-119.01	-151.39	-97.95	-338.20	每股收益	0.18	0.28	0.32	0.38
投资活动现金流	275.10	-23.01	-45.12	-56.16	每股净资产	2.40	2.49	2.68	2.90
融资活动现金流	153.82	-873.97	-356.74	-510.95	P/E	20.05	13.26	11.38	9.69
经营活动现金流净额	558.12	525.21	721.46	607.38	P/B	1.52	1.47	1.36	1.26
现金流净额	987.04	-371.77	319.60	40.27					
期末现金及等价物	3832	3461	3780	3820					

数据来源: wind 方正证券研究所

## 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, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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, 本公司的董事、高级职员或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为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com