

安踏体育(2020.HK)
“多品牌”、“全球化”策略持续推进，长期高质量增长可期
投资要点：

安踏主品牌 DTC 转型成效显著，单店盈利能力持续提升：安踏主品牌 2020 年 8 月开始向 DTC 模式转型，截止 2022 年底，安踏从原本主品牌经销商收购并转为自营的门店以及按照其 DTC 模式运营标准运营的加盟店已分别达到 3,651 家及 3,549 家，合共占比约为 75%。随着门店转化持续推进，安踏主品牌 DTC 门店效率、产品效率及盈利能力明显提升，平均单店收入以及税前利润分别由 2020 年约 154 万元以及 44.3 万元增长至 2022 年约 292 万元以及 62.3 万元。

FILA 品牌将迈向“高质量增长”新阶段：安踏旗下 FILA 品牌近年来一直在专业运动领域加大布局力度，于 2018 年推出了 FILA ATHLETICS 系列，进一步丰富专业运动属性的产品线。其中，FILA 品牌持续聚焦三大菁英运动，包括高尔夫、网球及跑步功能性产品的细分领域，从而于消费者心目中建立既时尚且专业的运动形象，带动专业运动产品收入占比有所提升。随着国内疫情放开后稳健恢复，FILA 品牌今年首两季零售金额已恢复增长，预期今年业绩在产品升级、库存去化以及渠道优化等措施的支持下有望实现高质量增长。

迪桑特及可隆品牌销售维持强劲增长势头：受益于国内冰雪运动热度在 2022 年北京冬奥带动下不断走高以及疫情促使户外运动兴起，安踏旗下迪桑特及可隆品牌近年收入持续呈高速增长态势。安踏旗下其他品牌(包括迪桑特及可隆)收入由 2018 年约 12.8 亿元上升至 2022 年约 44.1 亿元，期间年复合增长率约 36.2%。此外，安踏旗下其他品牌今年首两季零售金额也已恢复高速增长，同比增长逾 70%。

收购 AMER SPORTS，加速全球化布局：凭借 2019 年对 AMER 集团的收购，安踏已加速其国际化进程，同时也进一步延伸其产业链布局。AMER 集团近年业绩逆势扩张，收入由 2020 年约 167.0 亿元增长至 2022 年约 240.3 亿元；同期盈利能力也显著改善，并在 2022 年实现由亏转盈。随着 AMER 集团继续加强中国、北美以及欧洲三大市场业务拓展，预期安踏对 AMER 集团定下的“五个十亿欧元目标”将可在 2025 年如期实现，对安踏未来业绩将产生正面作用。

盈利预测与投资建议：我们首次覆盖安踏体育(2020.HK)，预期公司于 2023 至 2025 财年的利润分别约为 104.0 亿元、121.9 亿元和 140.3 亿元，同比增长约 26.1%、17.2%和 15.1%。根据现金流折现估值模型之测算，我们给予安踏体育 112.8 港元的目标价，对应 2023 至 2025 财年之预测市盈率分别约 28.3 倍、24.1 倍和 21.0 倍。基于目标价较 7 月 24 日收市价 81.65 港元有约 38.1% 的上涨空间，因而给予公司“买入”评级。

财务摘要：

单位：亿元人民币	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	355.1	493.3	536.5	606.7	692.4	768.3
毛利	206.5	304.0	323.2	371.7	428.0	478.4
经营利润	91.5	109.9	112.3	135.6	158.3	181.0
利润	55.7	82.2	82.5	104.0	121.9	140.3

报告日期：2023-7-25
首次覆盖
投资评级：
买入
基本数据

所属板块	体育服饰
最新价	81.65 港元
市值	2,312.84 亿港元
52 周区间	67.85-125.3 港元
3 个月日均成交量	6.73 百万股
主要股东持股比例	55.5%

 数据来源：公司公告、Bloomberg、WIND
 注：截止 2023 年 7 月 24 日

一年行情图


数据来源：Bloomberg

分析员

姓名：高景东

中央编号：AYP093

电话：+852-2501 1037

电邮：tony.ko@ssif.com.hk

目录

1.公司概况	3
1.1 公司简介	3
1.2 发展沿革	3
1.3 股权结构	4
2.竞争优势与投资亮点	5
2.1 优化组织架构，推进多品牌、全球化战略落地.....	5
2.2 主品牌 DTC 转型成效显著，单店盈利能力持续提升.....	6
2.3 FILA 品牌将迈向“高质量增长”新阶段.....	10
2.4 迪桑特及可隆品牌销售维持强劲增长势头	16
2.5 收购 AMER SPORTS，加速全球化布局.....	18
3.盈利预测与投资建议	24
4.风险因素	26
5.财务报表摘要	27

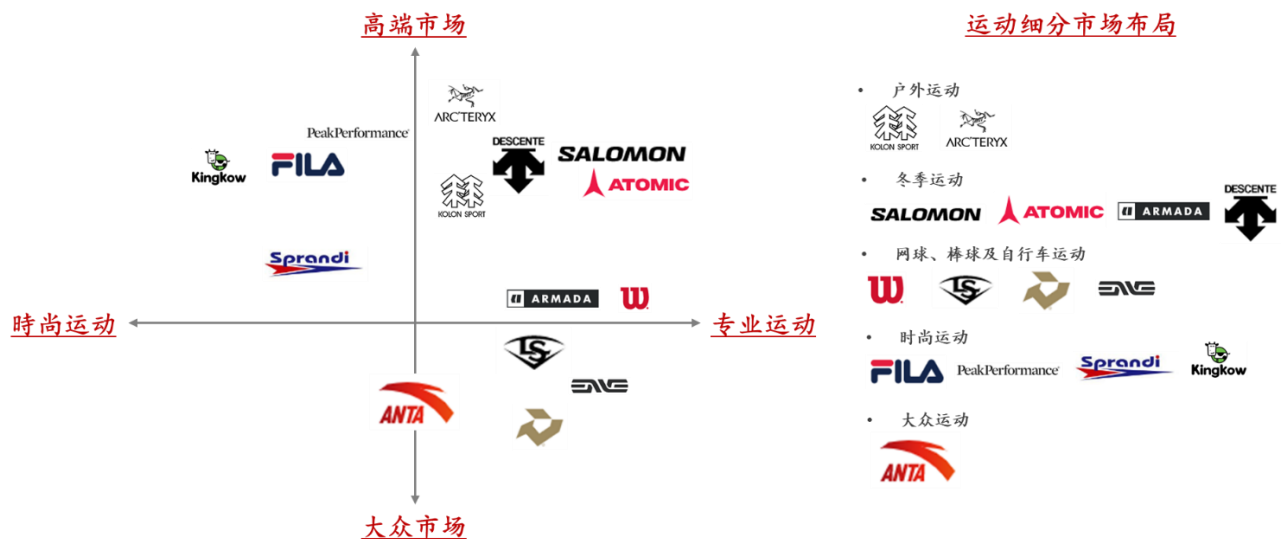
1. 公司概况

1.1 公司简介

安踏体育用品有限公司（以下简称“安踏”）是一家全球体育用品公司。安踏主要从事设计、研发、制造、营销及销售体育用品，透过多元化的品牌组合，包括安踏、FILA、DESCENTE 及 KOLON SPORT 向中国消费者提供专业的体育用品，包括运动鞋、服装及配饰。

安踏组成投资者财团于 2019 年成功收购国际运动品牌集团 AMER SPORTS，拥有国际认可品牌包括 Arc’ teryx、Salomon 及 Wilson 等。

图表 1：安踏旗下主要品牌矩阵展示图



数据来源：各公司官网、山证国际研究部整理

1.2 发展沿革

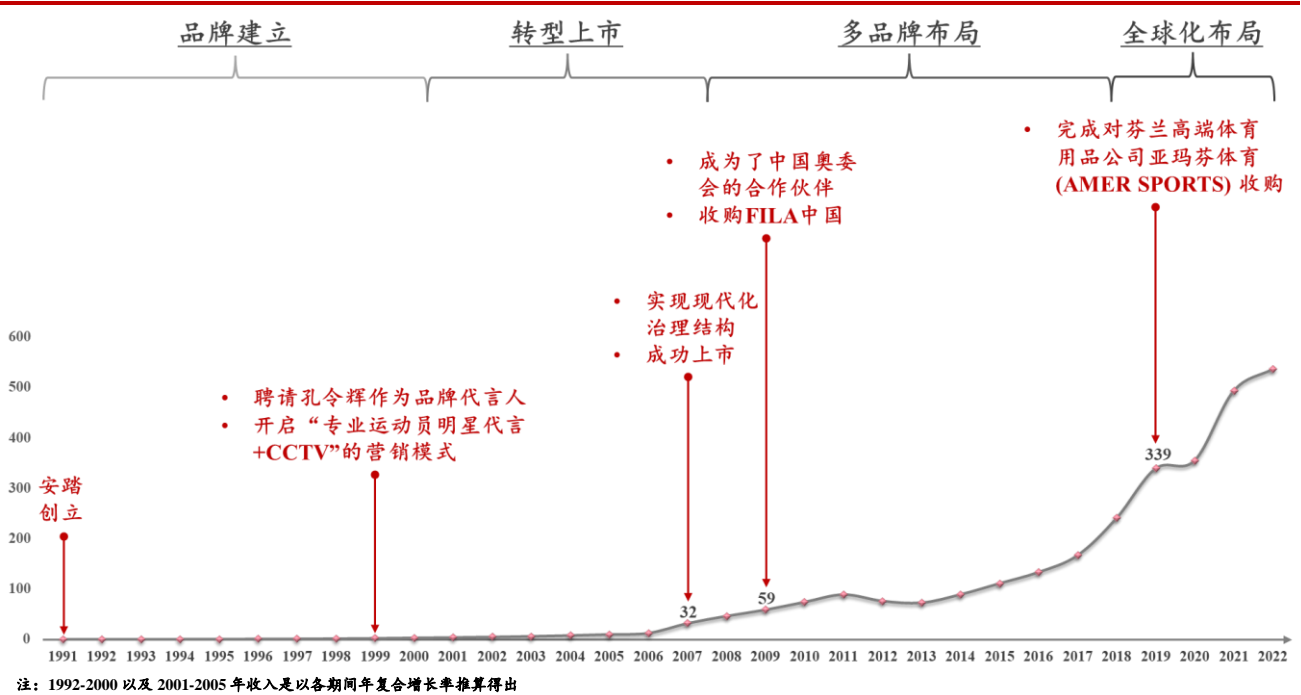
安踏的发展大致上可以分为四个阶段。阶段一：安踏于 1991 年成立。1999 年，公司聘请当时乒乓球世界冠军孔令辉先生作为品牌代言人，并推出“我选择，我喜欢”品牌宣传口号，在国内率先开创了“体育明星+央视”的营销模式。随着 2000 年悉尼奥运会孔令辉先生获胜后，安踏品牌也获得大幅度提升，并拉动销售强劲增长，收入迅速破亿。

阶段二：2007 年，安踏完成一系列重组并成功赴港上市，正式由家族企业转变为具有现代化治理结构之公众公司。

阶段三：2009 年，安踏开始成为中国奥委会官方合作伙伴，标志着安踏的奥运营销正式启动。同年，公司收购 FILA 中国，由“单品牌”向“多品牌”经营的战略转型。

阶段四：2019 年，安踏组成投资者财团成功收购国际运动品牌集团 AMER SPORTS，开启全球化布局。公司 2021 年提出“单聚焦、多品牌、全球化”的新十年战略，未来致力成为世界领先的多品牌体育用品集团。

图表 2：安踏发展沿革以及收入(亿元人民币)对比图

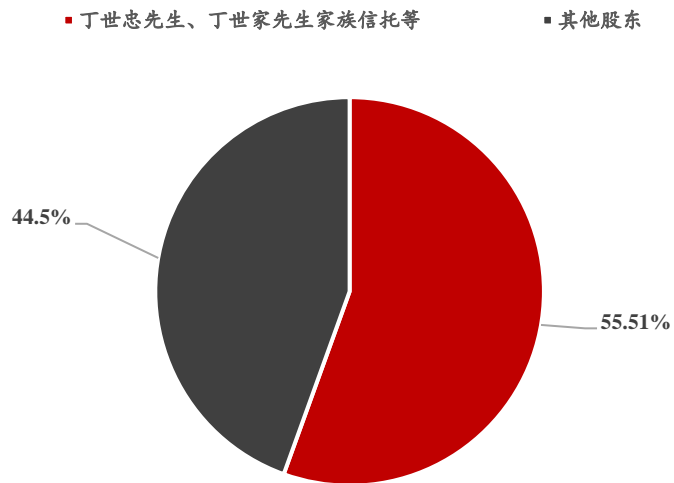


数据来源：公司公告、演示材料以及官网、中央电视台、WIND、山证国际研究部整理

1.3 股权结构

安踏主要股东包括丁世忠先生、丁世家先生家族信托等目前持股合共约 15.7 亿股，持股比率约为 55.5%。

图表 3：安踏最新股权结构展示图



注：安踏于 2023 年 4 月 27 日完成最新配股后持股比例

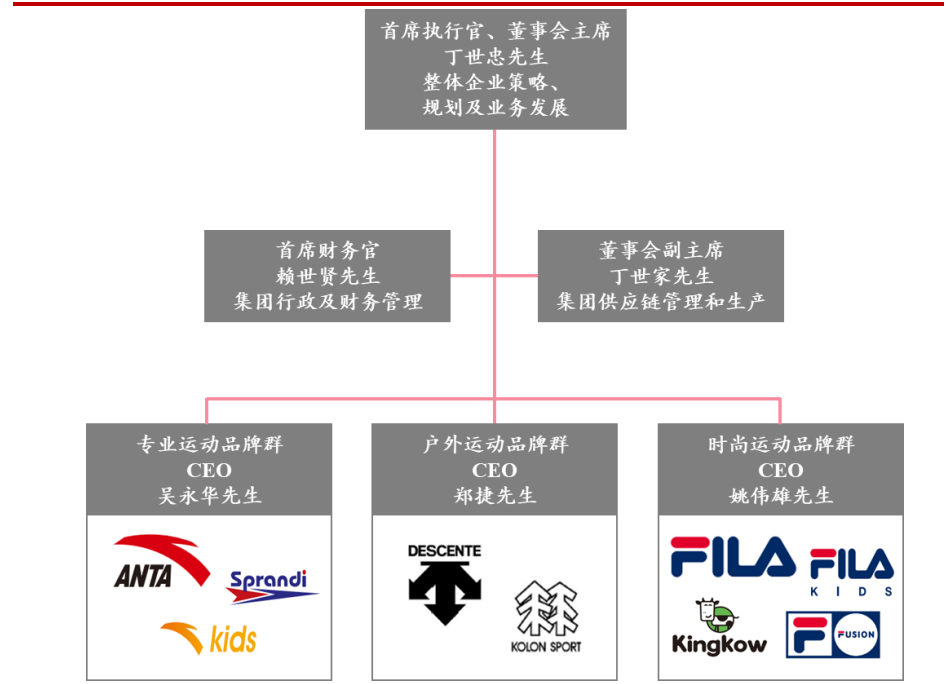
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

2. 竞争优势与投资亮点

2.1 优化组织架构，推进多品牌、全球化战略落地

安踏自 2007 年上市以来，主要对公司组织架构进行了两次调整。2019 年 1 月，公司把旗下品牌以“品类”划分成三大品牌事业群，分别为专业运动、时尚运动、户外运动，藉以加强各事业群的品牌间协同效应。

图表 4：安踏 2019 年调整后之管理层分工展示图



数据来源：公司公告、演示材料以及各品牌官网、公开信息、山证国际研究部整理

安踏于 2021 年提出了“单聚焦、多品牌、全球化”的新十年战略，以多品牌矩阵满足多样化消费者需求，助力实现长期高质量增长。

图表 5：安踏于 2021 年提出的“单聚焦、多品牌、全球化”新十年战略简介图



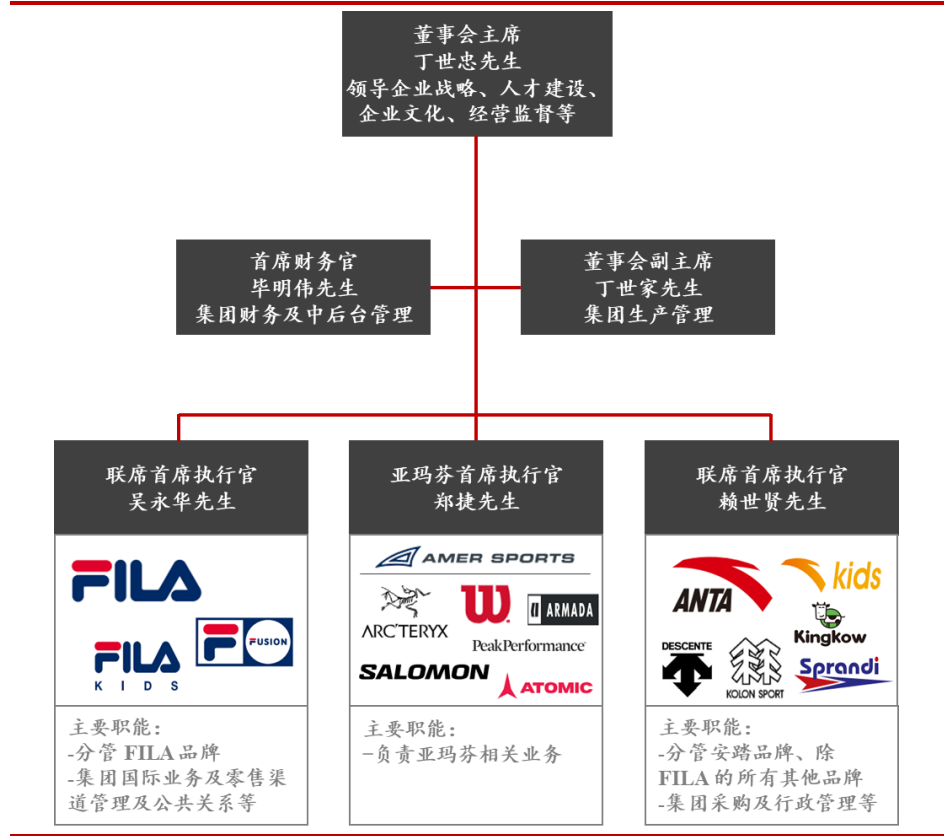
数据来源：公司公告、演示材料以及各品牌官网、公开信息、山证国际研究部整理

为了更有效推进“多品牌”、“全球化”战略落地，安踏于今年1月再度对其管理层分工作出调整。

公司通过是次管理层职能调整，实现董事会主席及 CEO 由不同高管担任，完善公司企业管治，并推进公司“多品牌、全球化”战略更有效落地，支持公司进一步发展。再者，公司也将通过相关职能调整而强化人才梯队建设，提升公司整体管理效率。

新的管理层分工有利于加强亚玛芬集团的全球化布局，尤其在中国市场拓展方面，以实现“五个十亿欧元目标”，同时也为亚玛芬集团独立上市做好充足准备。

图表 6：安踏 2023 年调整后之管理层分工展示图



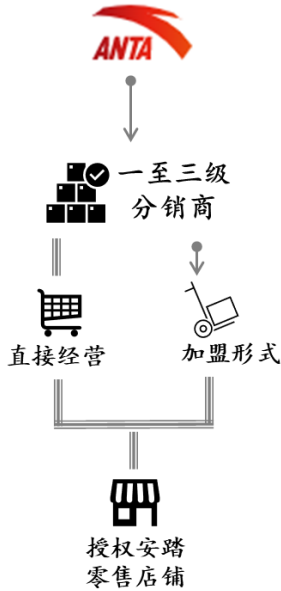
数据来源：公司公告、演示材料以及各品牌官网、公开信息、山证国际研究部整理

2.2 主品牌 DTC 转型成效显著，单店盈利能力持续提升

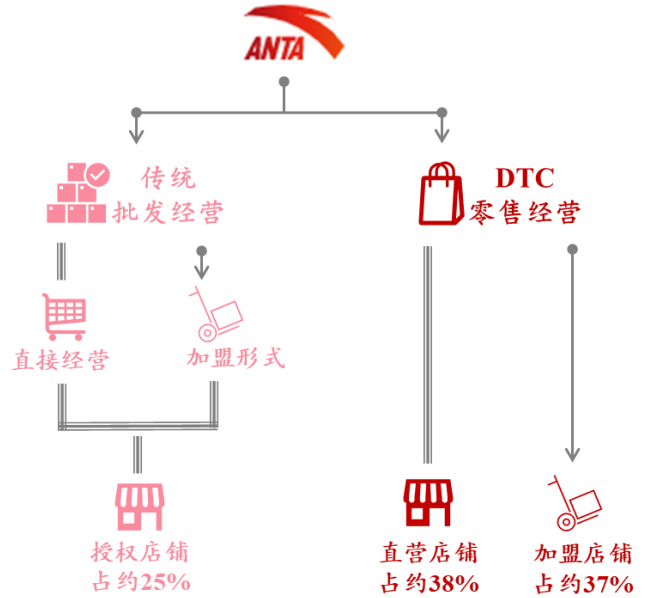
在自身发展需求和疫情推动下，安踏 2020 年 8 月开始由原本的“批发”模式向直面消费者(Direct-to-Consumer “DTC”)模式转型。安踏 DTC 模式转型主要以“直营+加盟”混合经营方式分阶段进行。

图表 7: 安踏主品牌 DTC 模式转型前、后之零售渠道(店铺占比是以 2022 年底之数据计算)展示图

DTC模式转型前的零售渠道



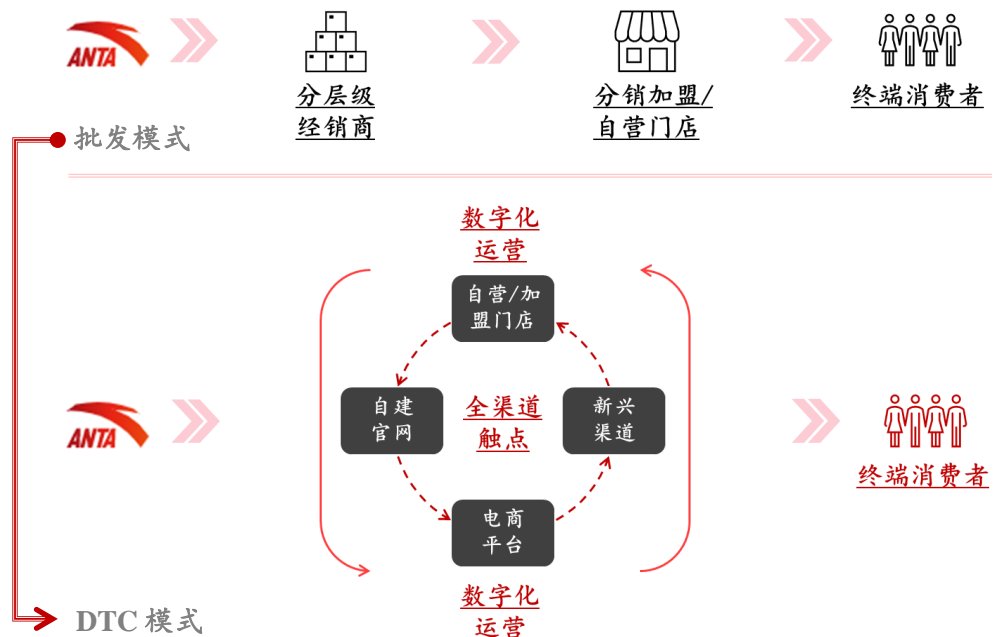
DTC模式转型后的零售渠道



数据来源: 公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

相较安踏主品牌原本采用的“分销”模式，DTC 模式不但可以精简其零售渠道及增强渠道管控能力，也可以透过打通自营门店、加盟店、电商、官网等线上、线下零售渠道，实现安踏主品牌的全渠道布局。

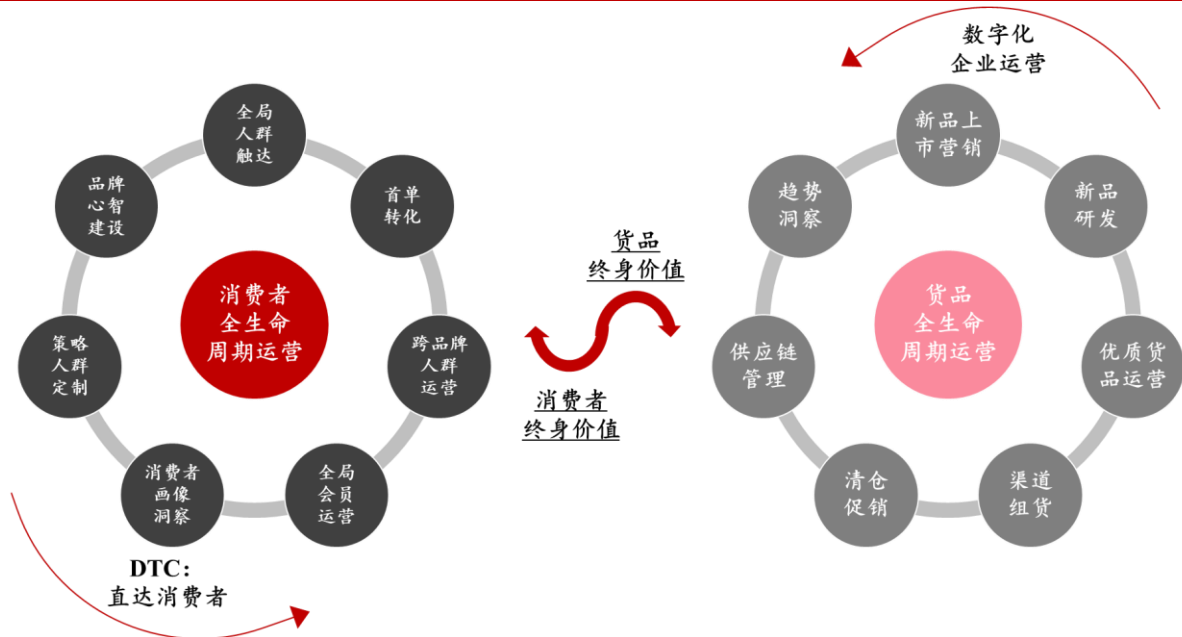
图表 8: 安踏主品牌原先批发模式与 DTC 模式对比图



数据来源: 公司公告、天猫、KEARNEY、山证国际研究部整理

通过结合 DTC 转型计划、渠道升级以及数字化赋能，公司能以全渠道直接触达消费者，可因应市场需求变化迅速对产品、营销、地区差异性消费习惯及消费体验进行调整，实现产品融入消费客群生活场景，明显提升其复购率、消费黏性以及品牌忠诚度。

图 9：DTC 模式提升消费者以及货品全生命周期运营能力展示图

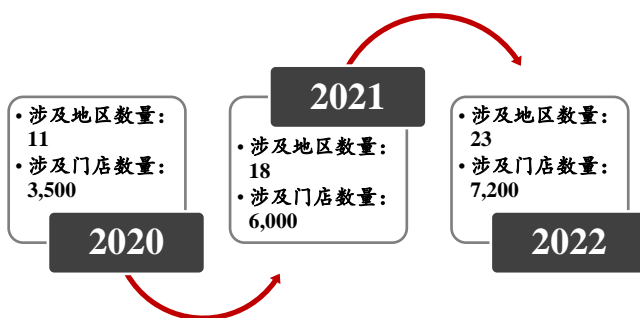


数据来源：天猫、KEARNEY、山证国际研究部整理

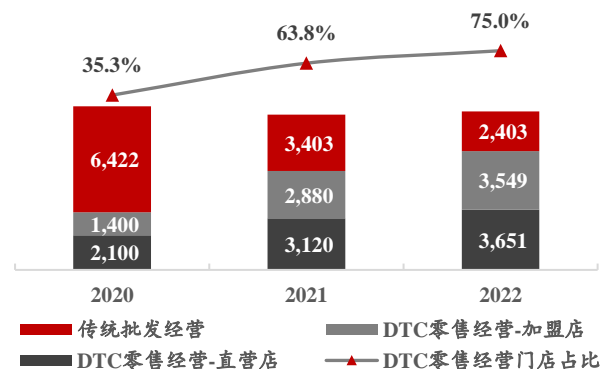
安踏近年持续深入推进 DTC 转型计划，进展相当顺利。截止 2022 年底，除了保留部分经销商以传统批发模式经营的 2,403 家门店之外，安踏从原本主品牌经销商收购并转为自营的门店以及按照其 DTC 模式运营标准运营的加盟店已分别达到 3,651 家及 3,549 家，合共占比约为 75%。

图 10：安踏主品牌 DTC 改革计划进展以及按批发、零售经营方式之门店数量分布情况

安踏主品牌近年 DTC 调整涉及地区以及门店数量(家)



安踏主品牌按经营方式划分之门店数量分布情况



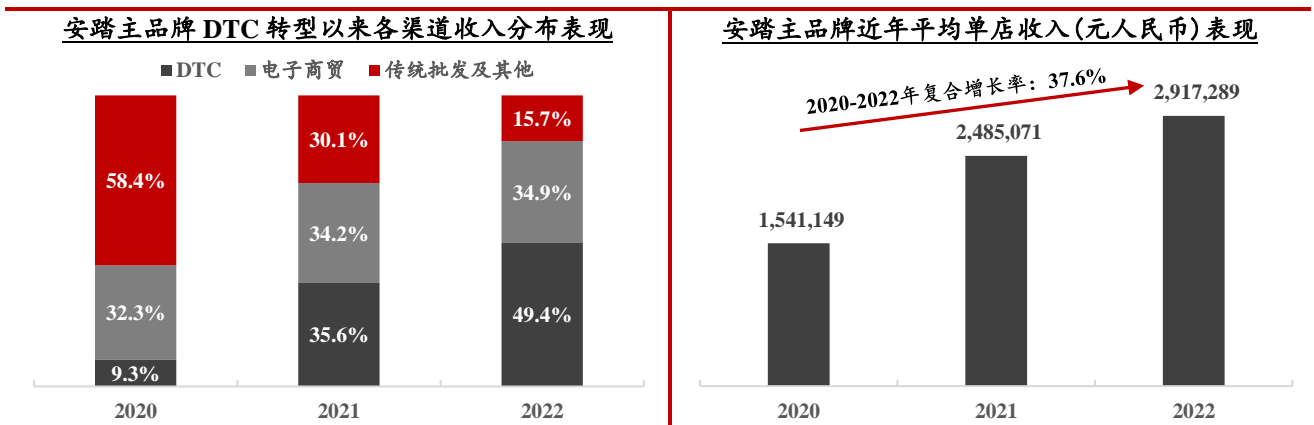
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

随着门店转化持续推进，安踏近年对主品牌的战略已聚焦在提升DTC门店效率、产品效率及盈利能力。

其中，安踏主品牌 DTC 零售以及线上渠道收入占比持续提升，分别由2020年约9.3%以及32.3%提升至2022年约49.4%以及34.9%。

受益于DTC渠道收入(按照零售流水计算)显著提升，安踏主品牌平均单店收入也由2020年约154万元增长至2022年约292万元，期间年复合增长率约为37.6%。

图表 11：安踏主品牌 DTC 转型以来各渠道收入分布、平均单店收入表现

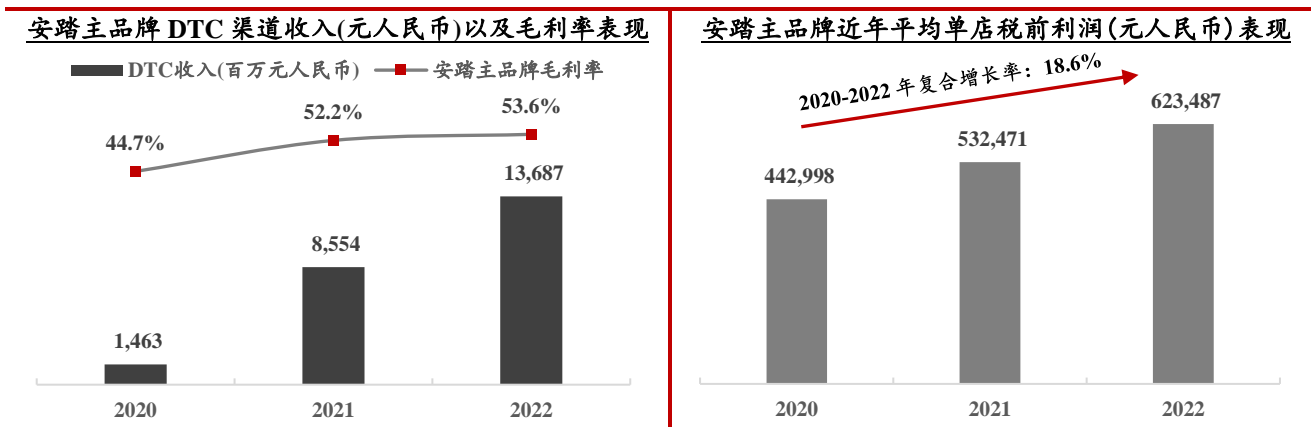


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

毛利率方面，安踏主品牌也受益于 DTC 渠道收入提升由 2020 年约 44.7% 明显改善至 2022 年约 53.6%。

此外，安踏主品牌平均单店税前利润也在 DTC 渠道转型以来持续提高，由 2020 年约 44.3 万元增长至 2022 年约 62.3 万元，期间年复合增长率约为 18.6%。

图表 12：安踏主品牌近年 DTC 渠道收入、毛利率以及平均单店税前利润表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2.3 FILA 品牌将迈向“高质量增长”新阶段

2.3.1 聚焦具潜力的产品系列，积极开拓专业运动市场

安踏于 2009 年完成收购 FILA 中国区业务后，对 FILA 策略性重新定位为高端“时尚运动”品牌。随后，安踏对 FILA 的市场营销、销售渠道和产品设计等进行调整以及优化，FILA 品牌近十年业务得以快速发展。

图表 13：安踏旗下 FILA 品牌之业务发展简介图



数据来源：公司公告、公司演示材料以及官网、山证国际研究部整理

营销布局方面，FILA 品牌自 2013 年起改为以娱乐时尚明星为主的推广方式，有效挖掘国内 25 至 45 岁中产阶层的受众资源。

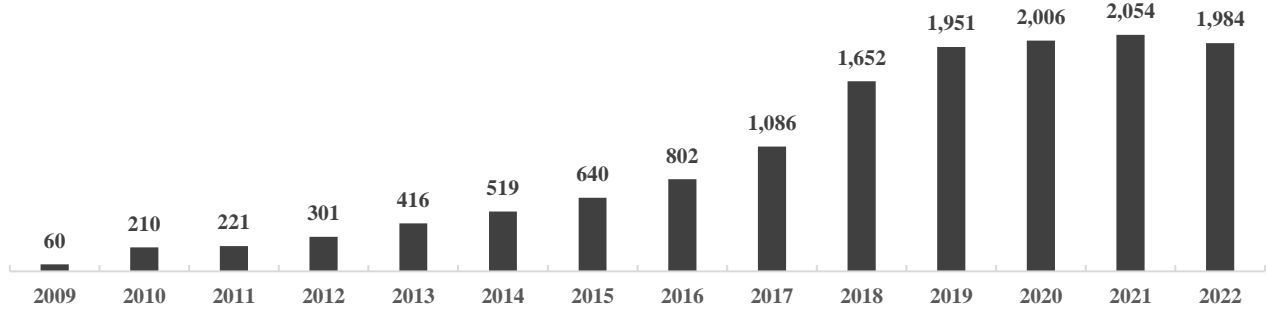
图表 14：安踏旗下 FILA 品牌近十年部分签约/曾经签约之品牌代言人展示图



数据来源：公司公告、公司演示材料以及官网、山证国际研究部整理

渠道方面，安踏在收购 FILA 中国后将门店经营全面转为直营模式，并实现了从总部到零售端的扁平化管理。FILA 品牌门店数量由 2009 年的 60 家一直上升至 2021 年的 2,054 家，2022 年则主动调整门店至 1,984 家。

图表 15：安踏旗下 FILA 品牌门店数量(家)展示图



数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

产品方面，FILA 品牌 2012 年以来开始与 Anna Sui 等著名服装设计师合作，推出多个跨界系列时尚元素为主的产品，以拓宽产品组合。

为了抓住 2016-2018 年市场流行的 80 年代复古风潮，FILA 在 1998 年推出的 Disruptor 鞋款的基础下，于 2018 年推出了 Disruptor II “老爹鞋”。由于当时该款鞋型的新颖性，FILA 的“老爹鞋”一经推出便成为彼时的爆款产品，Footwear News 更把它评选为“2018 年年度鞋款”。此后，FILA 又推出“猫爪系列”、“鱼刺系列”等类似鞋款，驱动鞋类产品销售增长。

图表 16：安踏旗下 FILA 品牌推出的部分鞋类产品展示图



数据来源：公司公告、公司演示材料以及官网、京东网站、山证国际研究部整理

FILA 品牌目前已经完成了多品牌线、多场景，多年龄段布局，共拥有三个子品牌，分别是核心品牌 FILA(针对 25 岁至 45 岁)、潮流品牌 FILA FUSION(针对 15 岁至 25 岁)以及儿童品牌 FILA Kids(针对 3 岁至 15 岁)。

除了在“老爹鞋”等时尚运动品类发力之外，FILA 品牌近年在专业运动领域也有不少布局，于 2018 年推出了 FILA ATHLETICS 系列，进一步丰富专业运动属性的产品线。

其中，FILA 品牌近年持续聚焦三大菁英运动，包括高尔夫、网球及跑步功能性产品的细分领域，从而于消费者心目中建立既时尚且专业的运动形象，带动专业运动产品收入占比有所提升。

图表 17：安踏旗下 FILA 品牌各年龄段服饰展示图



数据来源：公司公告、公司演示材料以及官网、山证国际研究部整理

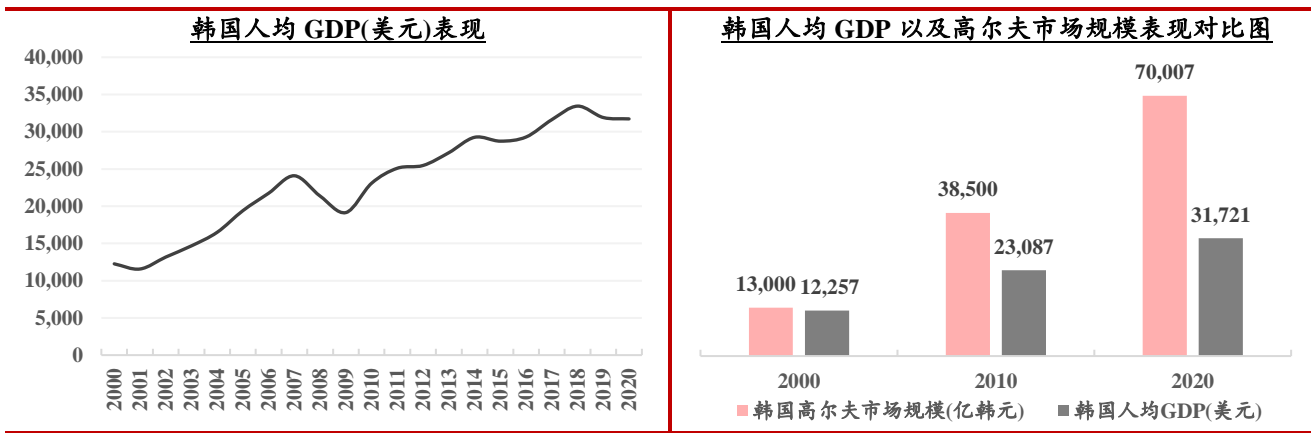
以高尔夫运动产品线布局为例，FILA 在 2022 年成立高尔夫事业部后推出全新系列品牌 FILA GOLF，并开始与观澜湖合作，于国内的高端球场开设全新 FILA GOLF 独立店。品牌又建立 FILA GOLF 新星团，携手中国高尔夫领军人物、资深教练以及新生代菁英球员进行宣传，举行不同的大师课及球场活动，建立菁英社群，接触更多核心的高尔夫消费群。

今年 4 月，FILA GOLF 再下一城，携手英国豪华高性能超级跑车 McLaren 迈凯伦汽车推出跨界联名高尔夫服饰及装备。FILA GOLF 汲取迈凯伦车身碳纤维科技元素，将超轻量碳纤维运用于时装工艺中，极大减轻装备重量，助力高尔夫选手和爱好者提升挥杆速度。此外，FILA

GOLF 系列服饰也搭载全球唯一解决黑色面料吸热问题 COLDBLACK 冷黑科技，有效减少 58%出汗量，阻隔 30 摄氏度热能传导，持久凉感，加强高尔夫球消费者整体运动体验。

长期以来，高尔夫一直被视为一项精英运动，与一个国家经济发展水平和中高等收入人群数量呈现强关联性。根据亚洲日报引述《休闲白皮书 2021》的数据显示，韩国高尔夫市场规模在该国人均 GDP 突破 12,000 美元后发展明显加快，市场规模由 2000 年约 1.3 万亿韩元增长逾 5 倍至 2020 年约 7.0 万亿韩元。

图表 18：韩国人均 GDP 以及高尔夫市场规模表现

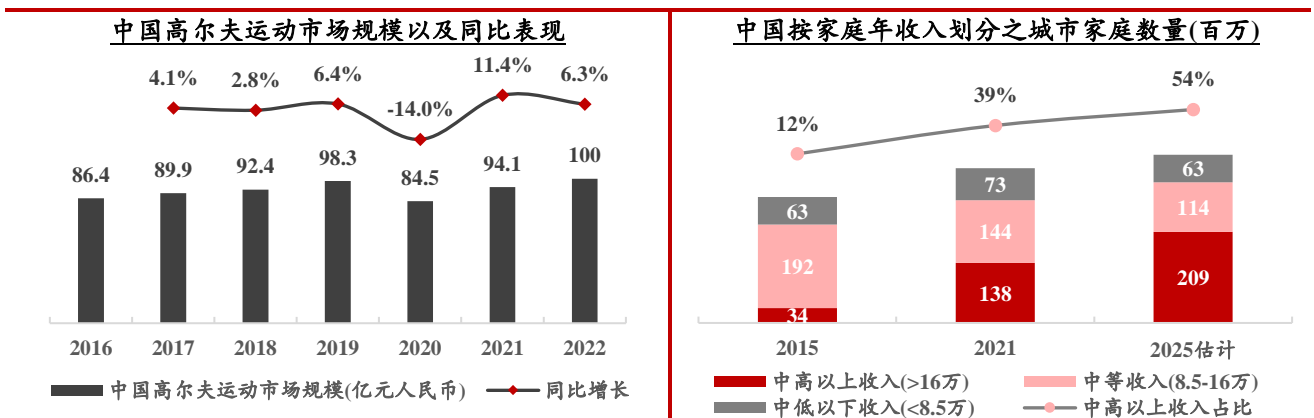


数据来源：《休闲白皮书 2021》、亚洲日报、WIND、山证国际研究部整理

2016 年，高尔夫球运动重新被列入奥运会体育项目，国家随后对于高尔夫运动定向为鼓励项目，并连续出台了多项政策，支持高尔夫运动的健康发展。叠加在中高收入人群提升等利好因素的带动下，我国高尔夫运动市场规模由 2016 年约 86.4 亿元上升至 2022 年约 100 亿元。

随着国内中高收入人群持续上升，有望进一步拉动高尔夫服饰的消费需求，利好 FILA GOLF 未来业务发展。

图表 19：中国高尔夫运动市场规模、同比表现以及中国按家庭年收入划分之城市家庭数量展示图

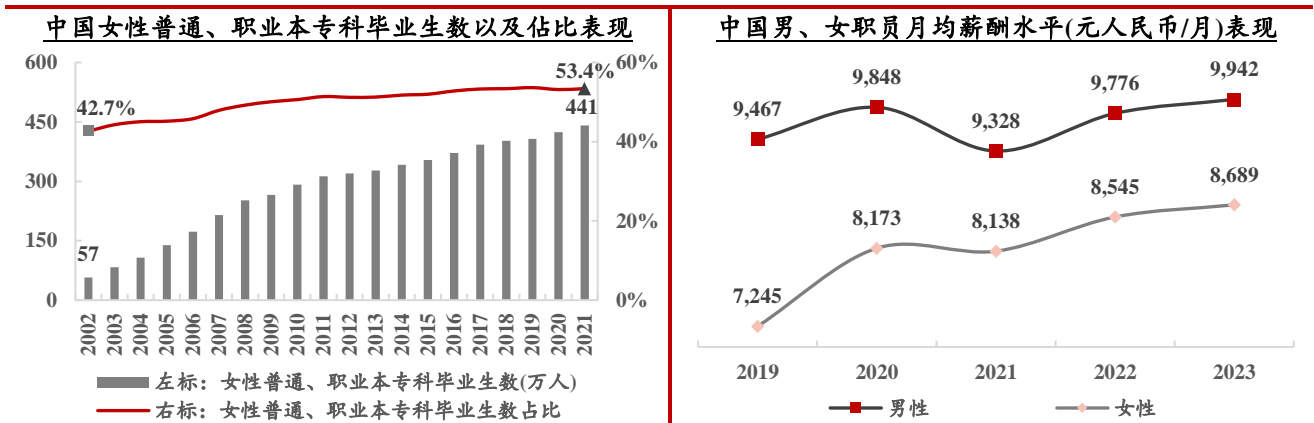


数据来源：观研天下、McKinsey & Company、山证国际研究部整理

此外，FILA 品牌近年在女性健身领域也有战略性的布局，于 2022 年签约著名女演员张钧宁为 FILA 品牌代言人，持续推广“FILA 拿铁女孩”高颜时尚健身的形象，同时也显示 FILA 品牌对国内女性市场的重视程度不断增强。

随着教育水平以及经济收入的持续提高，女性正逐渐成为中国消费市场的主力军，围绕女性产生的“她经济”也正在强劲崛起。根据埃森哲的数据显示，中国目前拥有近 4 亿年龄在 20 岁-60 岁的女性消费者，她们每年掌握的消费支出高达 10 万亿元。

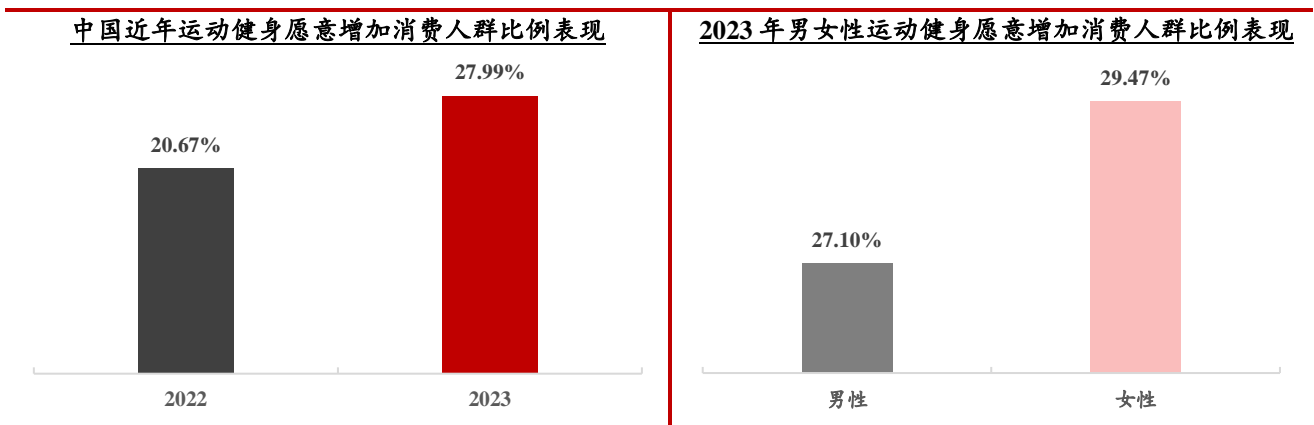
图表 20：中国女性普通、职业本专科毕业生数、占比以及男、女职员月均薪酬水平



数据来源：教育部、智联招聘、山证国际研究部整理

作为新时代的女性，她们更为独立自主、更关注自身的健康、更愿意提升生活品质。根据央视财经全国性的调查结果显示，今年愿意增加运动健身消费人群比例约为 27.99%，较 2022 年约 20.67% 提升约 7.32 个百分点。其中，愿意增加运动健身的女性消费人群比例约为 29.47%，高于男性的约 27.10%。

图表 21：中国近年运动健身愿意增加消费人群比例以及男女性相关比例表现

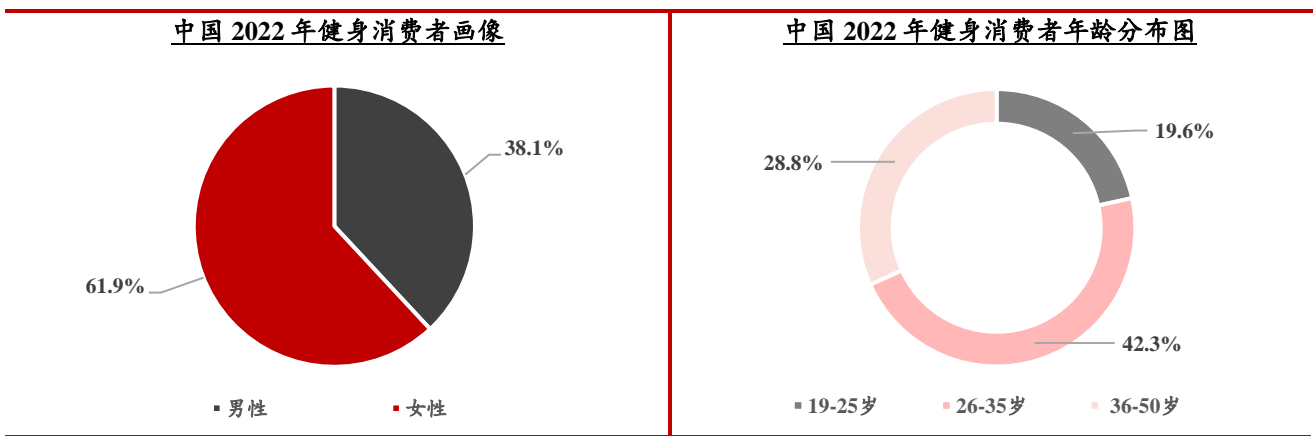


数据来源：央视财经、山证国际研究部整理

根据三体云动数据中心的的数据显示，2022年国内女性健身消费者占比高达约61.9%。以健身消费者的年龄分布而言，26至35岁年龄段消费者占比最高，约达42.3%。这正好印证“FILA拿铁女孩”计划已抓住了25至35岁女性健身消费者崛起所带来的市场机遇。

在强调时尚设计的同时，FILA推出的“拿铁女孩”服装在功能性方面也发挥作用。相关服装面料采用了SORONA®纤维，其卓越的弹性和回复性能给消费者穿着时带来持久的舒适性，吸湿排汗性还能让面料保持透气和干爽，避免了女性运动大汗淋漓后，衣服紧贴的尴尬。此外，相关布料也加入COMFI-SHIELD抗紫外线功能，更能迎合女性户外运动的需求。

图表 22：中国 2022 年健身消费者画像以及健身消费者年龄分布图

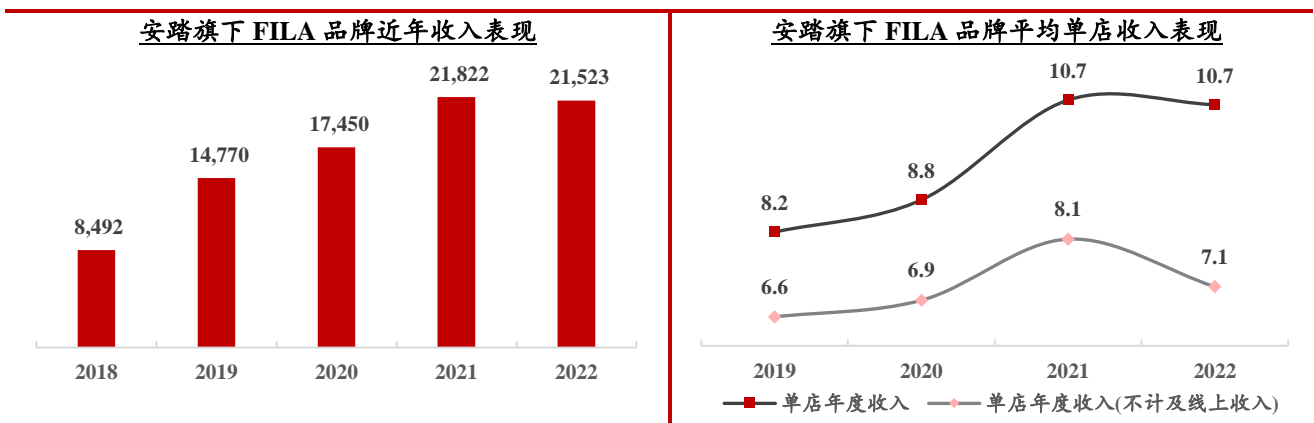


数据来源：三体云动数据中心、山证国际研究部整理

2.3.2 从“高速增长”到“高质量增长”过渡

安踏旗下 FILA 品牌 2022 年收入在近年连续高增长后同比出现下降。其中，FILA 品牌收入由 2018 年约 84.9 亿元增长至 2021 年约 218.2 亿元，期间年复合增长率约达 37.0%。受疫情闭店、优化销售网络以及单店收入下降等影响，FILA 品牌 2022 年收入同比下降约 1.4% 至 215.2 亿元。

图表 23：安踏旗下 FILA 品牌收入以及平均单店收入表现(百万元人民币)

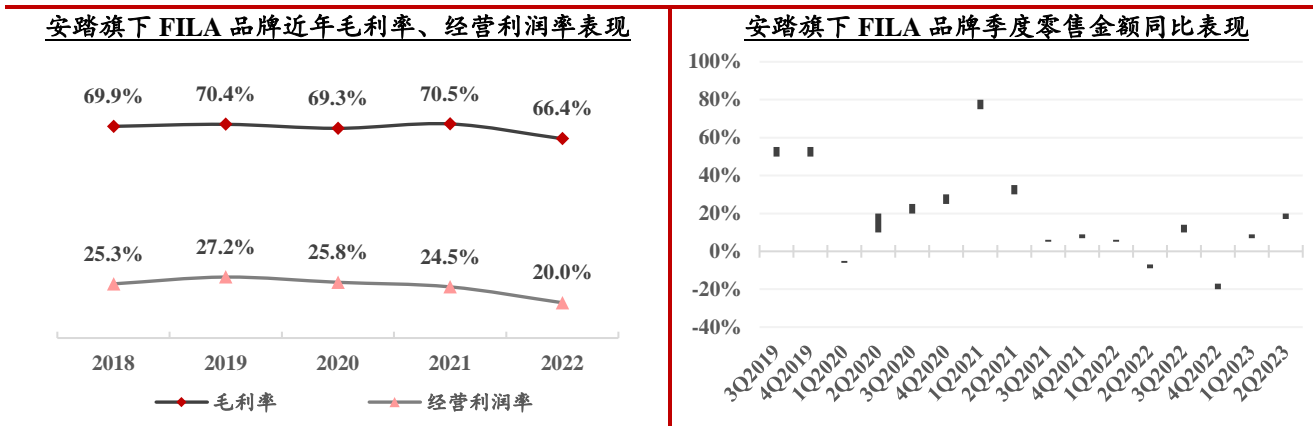


数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

此外，FILA 品牌 2022 年毛利率以及经营利润率也分别下降至约 66.4% 以及 20.0%。

随着国内疫情放开后稳健恢复，FILA 品牌今年首两季零售金额已恢复增长，预期今年业绩在产品升级、库存去化以及渠道优化等措施的支持下有望实现高质量增长。

图表 24：安踏旗下 FILA 品牌近年毛利率、经营利润率以及季度零售金额同比表现



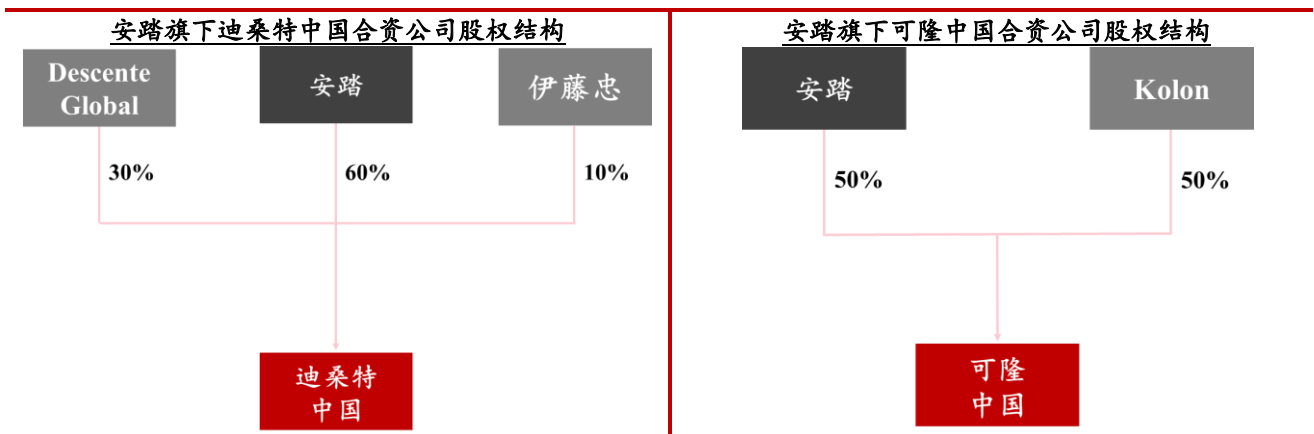
数据来源：公司公告、公司演示材料、WIND、山证国际研究部整理

2.4 迪桑特及可隆品牌销售维持强劲增长势头

安踏于 2016 年、2017 年分别与迪桑特及伊藤忠、可隆组成合资公司，开始对国内冬季运动以及户外运动细分市场进行布局。

迪桑特品牌近年持续丰富其专业滑雪产品矩阵，强化消费者品牌心智，进一步提升于高端滑雪领域的专业形象，专业冰雪服饰及高单价商品销售实现强劲增长。可隆品牌则透过与电子商贸平台合作而触达更多消费人群，电子商贸业务录得强劲增长，于线上平台的户外品牌排名亦显著提升。

图表 25：安踏旗下迪桑特中国以及可隆中国合资公司股权结构图



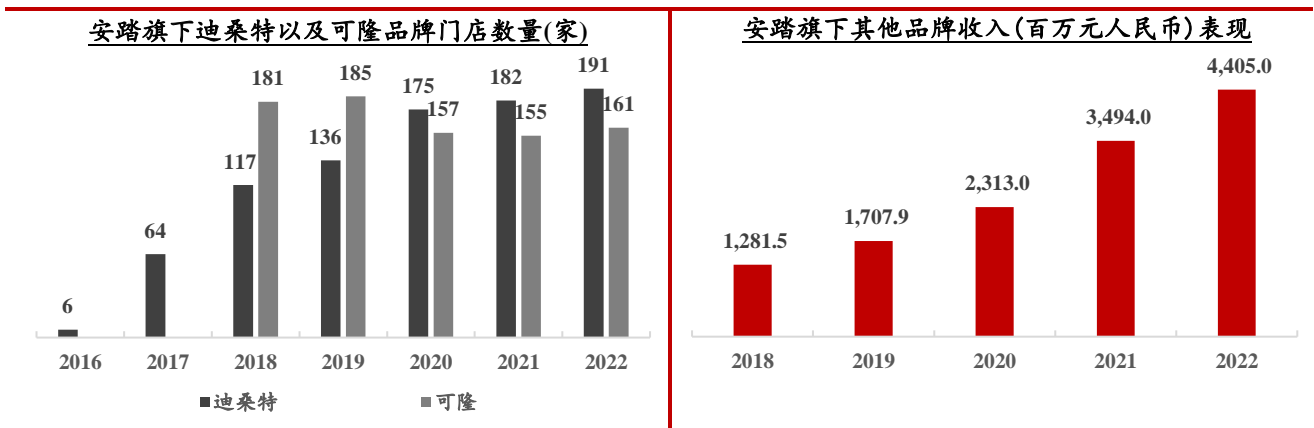
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

受益于国内冰雪运动热度在 2022 年北京冬奥带动下不断走高以及疫情促使户外运动兴起，迪桑特及可隆品牌近年收入持续呈高速增长态势。

此外，迪桑特及可隆品牌销售网络近年并没有明显扩大(门店数量基本维持在不足 200 家)，主要是以提高单店营运效率以及线上销售表现，驱动整体销售以及收入增长。

安踏旗下其他品牌(包括迪桑特及可隆品牌)收入因此由 2018 年约 12.8 亿元上升至 2022 年约 44.1 亿元，期间年复合增长率约 36.2%。

图表 26：安踏旗下迪桑特、可隆品牌门店数量以及其他品牌收入表现

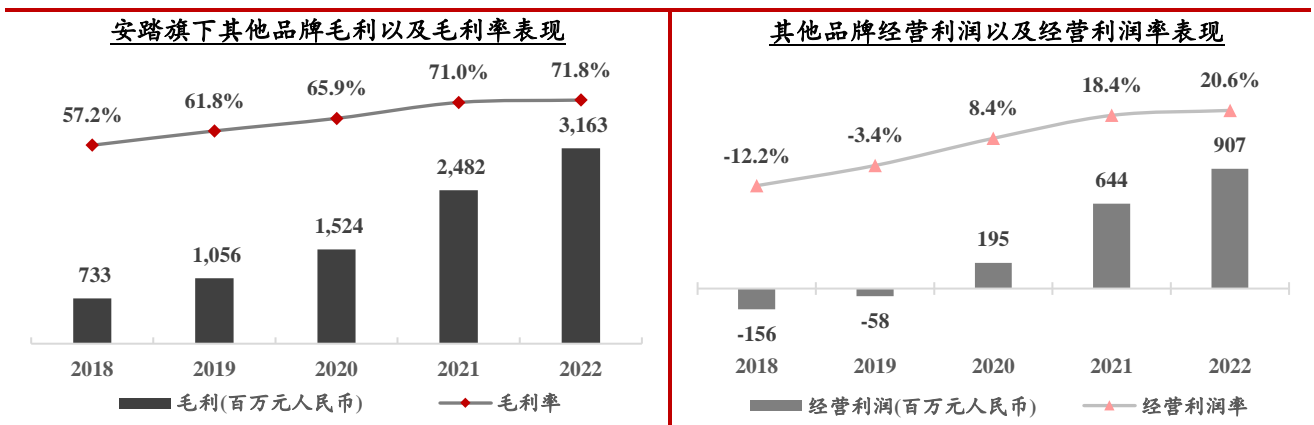


数据来源：公司公告、公司演示材料、WIND、山证国际研究部整理

安踏旗下其他品牌近年毛利也持续提升，由 2018 年约 7.3 亿元上升至 2022 年约 31.6 亿元。同期毛利率亦由约 57.2% 持续改善至约 71.8%。

安踏旗下其他品牌于 2020 年在经营层面成功实现由亏转盈，随后持续提升至 2022 年约 9.1 亿元。经营利润率也因此由 2018 年-12.2% 显著改善至 2022 年约 20.6%。

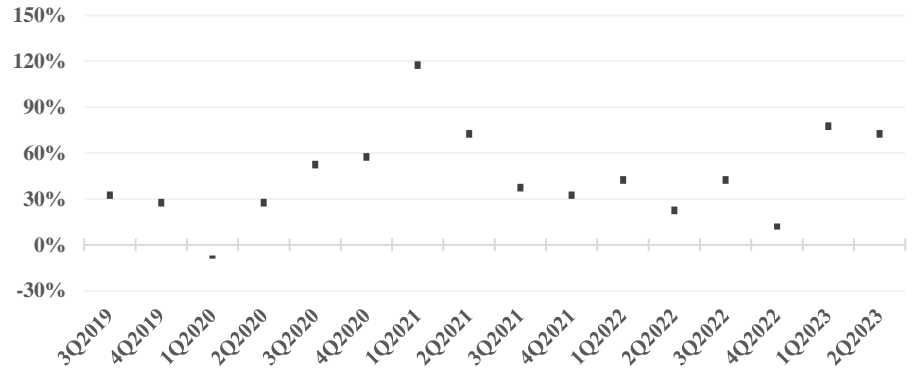
图表 27：安踏旗下其他品牌近年毛利、经营利润以及相关利润率表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、WIND、山证国际研究部整理

此外，安踏旗下其他品牌今年首两季零售金额同比也已恢复高速增长(70%以上)。随着冰雪运动以及户外运动人群渗透率持续提升，相关运动装备需求有望持续提高，有利于迪桑特及可隆品牌未来业绩表现。

图表 28：安踏旗下其他品牌季度零售金额同比表现



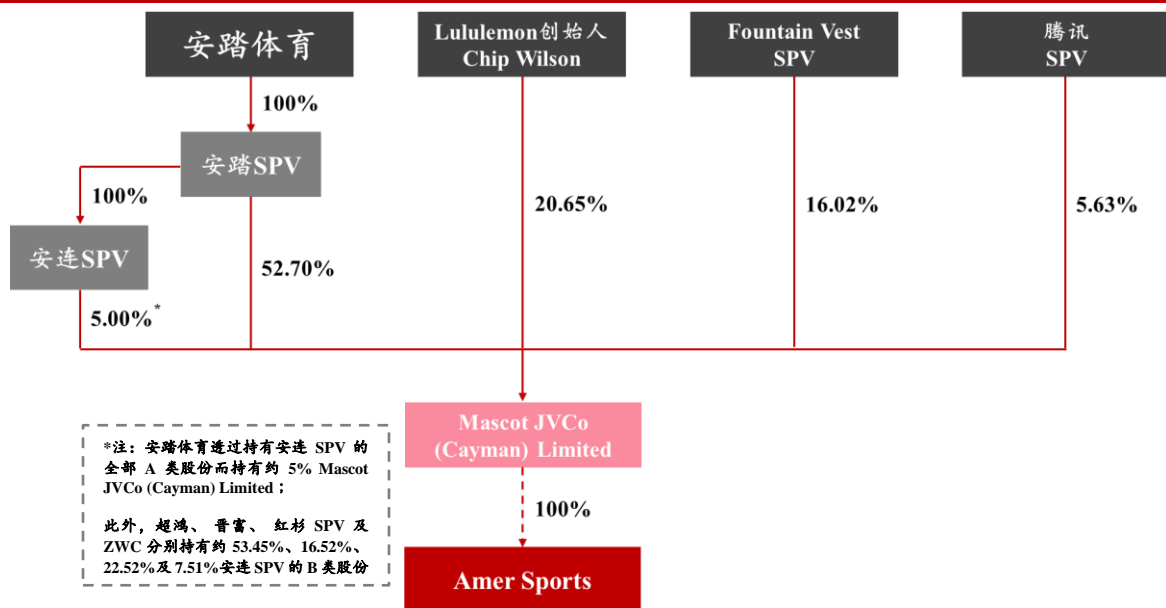
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

2.5 收购 AMER SPORTS，加速全球化布局

2.5.1 收购 AMER SPORTS，进一步延伸产业链布局

2019年，安踏联合Lululemon的创始人Chip Wilson、腾讯等财团斥资约46亿欧元，完成对亚玛芬体育(AMER SPORTS)的收购。安踏目前持股比例约达57.7%，当中有5%是透过持有安连SPV的全部A类股份所持有，只有投票权，但并没有经济利益所得权。

图表 29：安踏旗下 AMER SPORTS 的股权架构图



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

凭借对 AMER 集团的收购，安踏已加速其国际化进程，同时也进一步延伸其产业链布局。

从运动品类划分，AMER 集团旗下的品牌大致上可以分为四大类别，包括以始祖鸟(Arcteryx)为主的户外运动品牌、以萨洛蒙(Salomon)为主的冬季运动品牌群、以威尔逊(Wilson)为主的网球、棒球类运动品牌群以及自行车运动相关的品牌 ENVE。

此外，AMER 集团旗下多个品牌在各自所属细分市场均是全球领导者。其中，萨洛蒙、威尔逊在 2019 年越野跑及装备、球类(网球，棒球，足球)细分市场全球排名第一；而始祖鸟则在超高端户外服装全球排名第二。

图表 30：安踏旗下 AMER SPORTS 所经营主要品牌简介

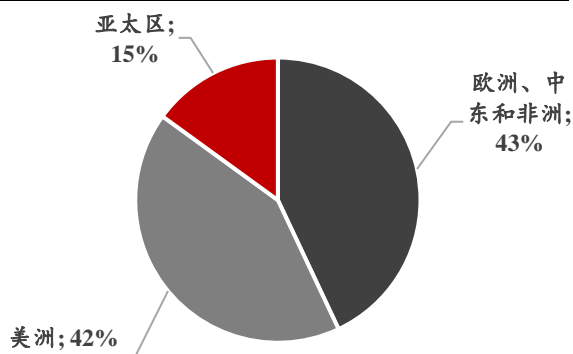


数据来源：公司公告及演示材料、各公司网站、山证国际研究部整理

在安踏收购之前，AMER 集团 2018 年收入约达 28 亿欧元。其中，欧洲等地区、美洲、亚太区收入占比分别约为 43%、42% 以及 15%。

图表 31：2018 年 AMER 集团经营概要

2018 年 AMER 集团按地区划分之销售金额分布图



2018 年 AMER 集团主要经营表现

销售额：

• 28 亿欧元

中国市场销售占比：

• ~5%

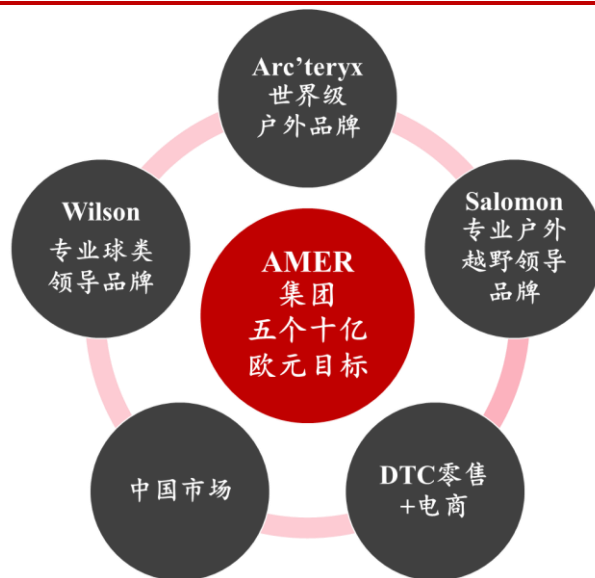
销售网络：

• 以批发为主

数据来源：公司演示材料、山证国际研究部整理

收购完成后，安踏对 AMER 集团业务进行了重新梳理，确立了增长计划，并提出了以“5个10亿欧元”为目标的五年发展计划，即将始祖鸟、萨洛蒙、威尔逊三大品牌分别打造成为收入达“10 亿欧元”级别的品牌；此外，中国市场和 DTC 零售模式的收入贡献也分别实现 10 亿欧元。

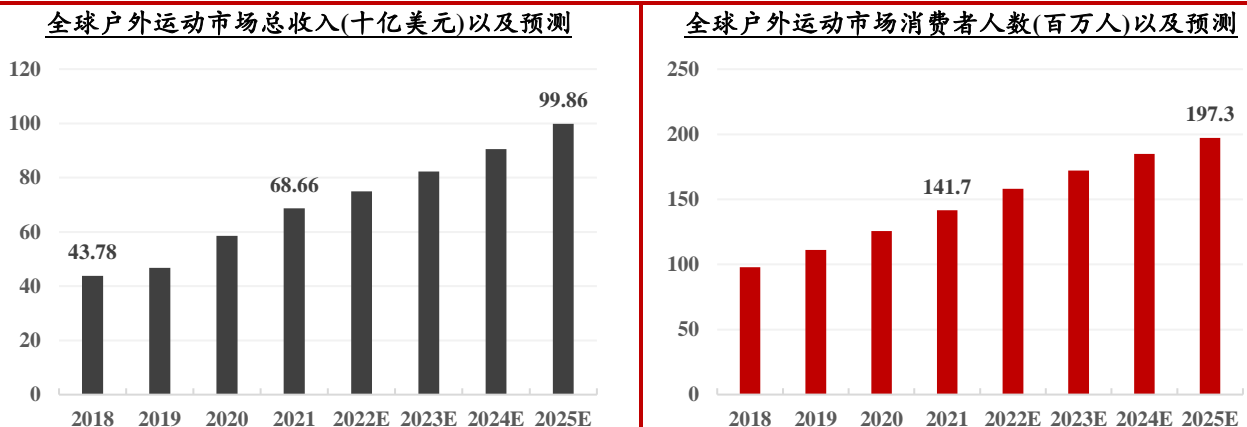
图表 32：安踏就 AMER 集团经营而设置之“五个十亿欧元目标”简介



数据来源：公司演示材料、山证国际研究部整理

近年来，疫情加深全球人们参与户外运动的热情，带动了各类户外运动装备的销售增长。根据 Shoptline 引述 Statista 数据显示，全球户外运动市场消费者人数由 2018 约 9,790 万人上升至 2021 年约 1.42 亿人，并预期在 2025 年将进一步提升至约 1.97 亿人。全球户外运动市场总收入也因此由 2018 年约 437.8 亿美元上升至 2021 年 686.6 亿美元，并预期到 2025 年将达约 998.6 亿美元。

图表 33：全球户外运动市场总收入、消费者人数以及预测表现

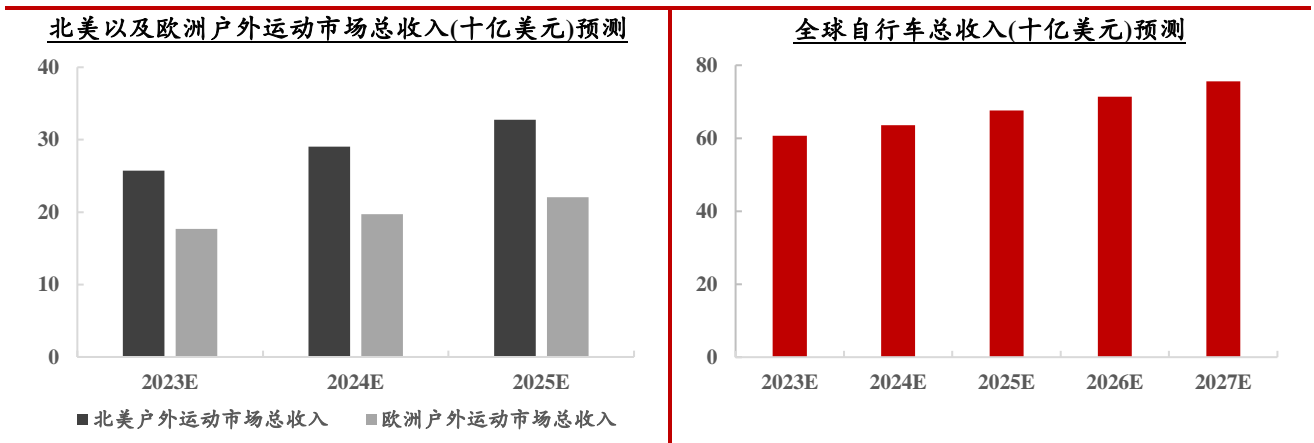


数据来源：Shoptline、Statista、山证国际研究部整理

其中，2023 年至 2025 年北美以及欧洲户外运动市场总收入有望维持较快增长势头，期间年复合增长率分别约达 12.8% 以及 11.7%。

此外，2023 年至 2027 年全球自行车总收入也将保持稳健增长，期间年复合增长率约为 5.6%。

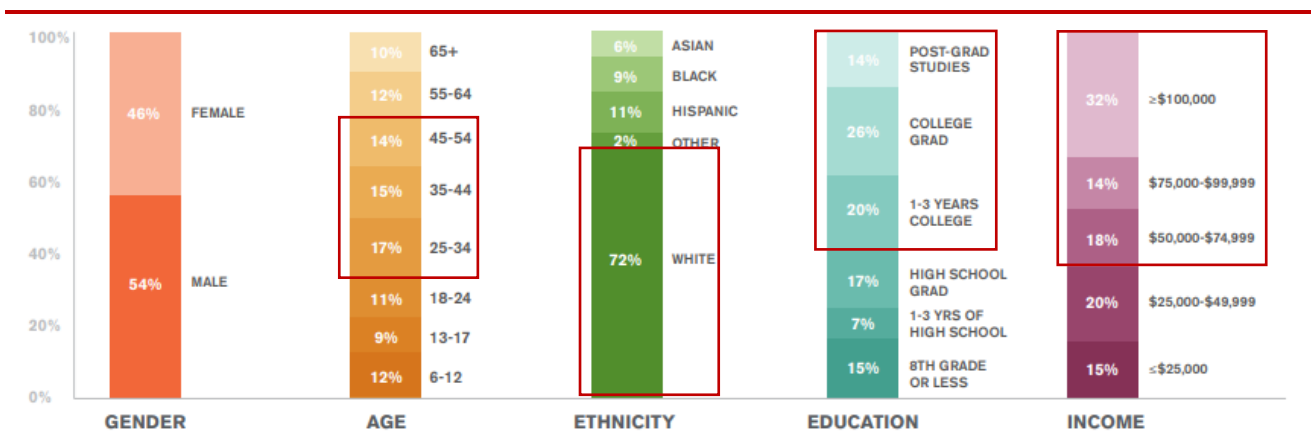
图表 34：北美以及欧洲户外运动市场总收入、全球自行车总收入以及预测表现



数据来源：Shoptline、Statista、山证国际研究部整理

根据 Outdoor Foundation 的数据显示，美国户外运动参与者以受高学历、中高收入群体的白人群体为主。此外，Shoptline 也在报告中提到，中产白人是美国户外运动的基本盘。他们在挑选户外运动用品更看重品牌、更注重故事和创意，对价格的承受能力也更高，购买力更强。

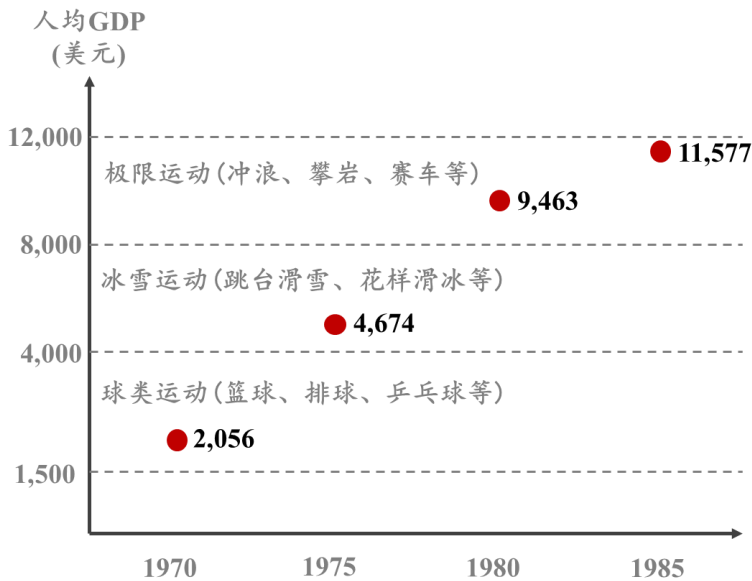
图表 35：美国户外运动参与者分析(2020 年)



数据来源：Outdoor Foundation、山证国际研究部整理

根据天猫以及 KEARNEY 的报告所示，随着日本 60-70 年代人均 GDP 的高速增长，中产阶级不断壮大，小众、专业运动得以逐渐普及。细分运动项目则由传统球类运动向冰雪、极限运动等新兴体育运动扩张。

图表 36: 日本人均 GDP 与运动类型变化(1970 年-1985 年)



- 人均GDP达到较高水平
- 运动形式进一步细分, 冲浪、攀岩等小众运动开始逐步走近大众

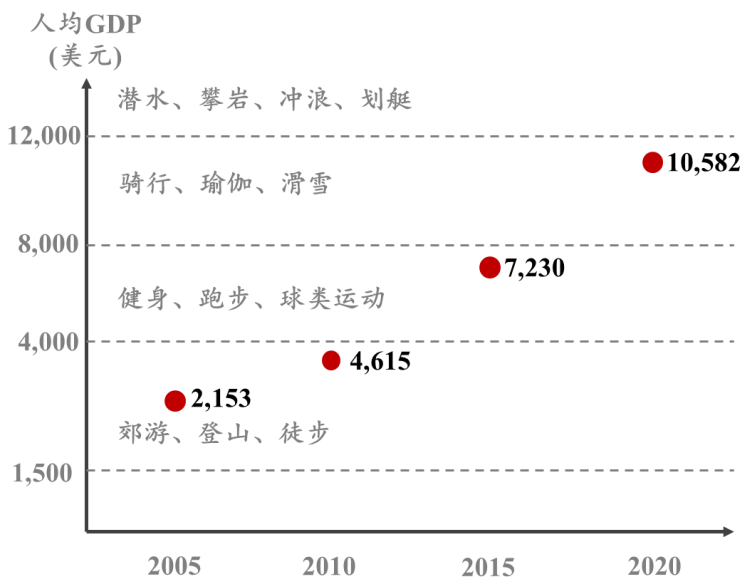
- 人均GDP达到中等水平
- 大众的体育需求逐渐丰富, 冰雪等更具专业性的运动得到发展

- 人均GDP较低
- 体育运动形式局限于对场地、装备要求较低的大众类运动

数据来源: 天猫、KEARNEY、山证国际研究部整理

参照日本的运动产业发展规律, 细分运动品类的发展与经济增长相关。2021 年, 我国人均 GDP 已突破 12,000 美元, 中产阶级的迅速崛起都正在促进大众运动户外需求细化升级, 目前相对小众而又带有高端属性的滑雪、潜水、冲浪等户外运动项目热度显著提升。

图表 37: 中国人均 GDP 与运动类型变化(2005 年-2020 年)



- 人均GDP达到较高水平
- 运动形式进一步细分, 骑行、瑜伽等小众运动开始逐步走近大众

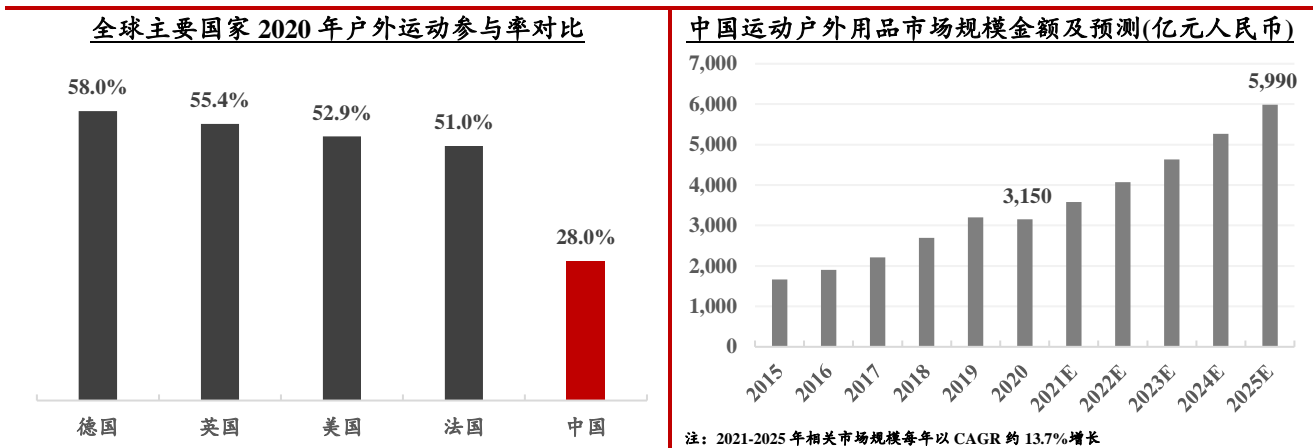
- 人均GDP达到中等水平
- 大众的体育需求逐渐丰富, 健身跑步、球类运动等更具专业性的运动得到发展

- 人均GDP较低
- 体育运动形式局限于对场地、装备要求较低的郊游、登山等运动

数据来源: 天猫、KEARNEY、山证国际研究部整理

相对已发展国家，我国当前户外运动参与度仍然处于较低水平，市场发展空间巨大。根据天猫、KEARNEY 的数据显示，中国运动户外用品市场规模金额将由 2020 年约 3,150 亿元持续上升至 2025 年约 5,990 亿元。这对于 AMER 集团重点拓展中国市场而言是有力的支撑。

图表 38：全球主要国家 2020 年户外运动参与率对比、中国运动户外用品市场规模金额及预测表现



数据来源：观研天下、天猫、KEARNEY、山证国际研究部整理

当前，我国户外用品行业呈现出金字塔的竞争格局，高端市场几乎被国外一线品牌垄断，AMER 集团旗下顶级户外品牌始祖鸟也占据一席之地。

根据胡润发布的《2023 胡润至尚优品—中国高净值人群品牌倾向报告》所示，始祖鸟以及萨洛蒙分别被选为 2023 年度中国高净值人士最青睐的户外运动服饰品牌以及最青睐的双板滑雪装备品牌第一名。

随着国内居民在疫情后对健康意识增强和消费力提升，户外运动消费者的需求将愈发多元和精细化。品牌定位为超高端的始祖鸟以及高端滑雪等专业运动的萨洛蒙将可受益，有利于 AMER 集团未来国内业务表现。

图表 39：中国户外用品品牌竞争格局展示图



数据来源：华经产业研究、各公司网站、京东网站、公开资讯、山证国际研究部整理

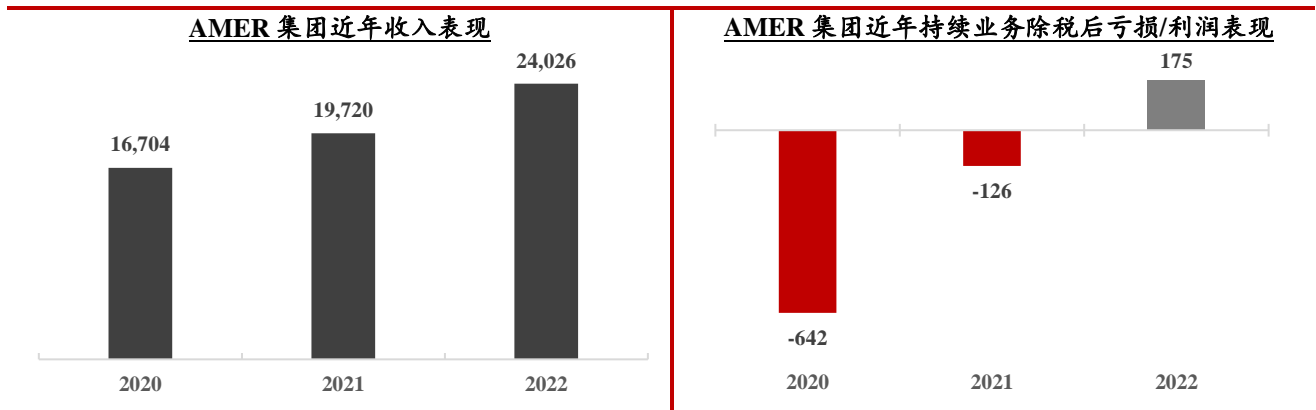
2.5.2 向实现“五个十亿欧元目标”进发

在安踏收购后，AMER 集团近年业绩在疫情影响下仍实现逆势扩张，收入由 2020 年约 167.0 亿元增长至 2022 年约 240.3 亿元，年复合增长率为 19.9%。其中，萨洛蒙品牌 2022 年收入贡献已经突破 10 亿欧元，而始祖鸟以及威尔逊则也已超越 9 亿欧元。中国市场同期收入约为 5 亿欧元，收入占比也由收购前的约 5% 上升至约 15%。

此外，AMER 集团同期盈利能力也显著改善，并在 2022 年实现由亏转盈，持续业务除税后利润约达 1.75 亿元。

随着 AMER 集团继续加强中国、北美以及欧洲三大市场业务拓展，叠加各品牌在细分领域有望保持领先地位，预期安踏对 AMER 集团定下的“五个十亿欧元目标”将可在 2025 年如期实现，对安踏未来业绩将产生正面作用。

图表 40：安踏旗下 AMER 集团近年收入以及持续业务除税后亏损/利润表现(百万元人民币)



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

3. 盈利预测与投资建议

安踏体育现金流折现估值财务模型：

财务模型构架简介：我们利用现金流折现估值财务模型为安踏体育进行估值，并将财务模型预测分为三个阶段，分别是第一阶段(2023-2025 年)：高速增长期；第二阶段(2026-2035 年)：中等增长期；以及第三阶段(2035 年以后)：平稳增长期。

第一阶段(2023-2025 年)收入预测及主要明细假设：

(1) 安踏主品牌：安踏主品牌 2023 年将持续深化 DTC 转型，主要以提升单店营运效率以及盈利能力为主，预计安踏大货以及儿童 2023-2025 年各自每年净新开 100-200 家门店，单店收入将在产品升级，整体营运效率提升等拉动下延续上升趋势。

此外，公司近日已与美国篮球球星 Kyrie Irving 正式签约，双方将开启全新的商业合作模式，打造专属个人产品线。预计首款专属球鞋将于今年年底或 2024 年首季度发布，完整的全系列产品线也将同步上市，叠加公司近期增添多名优秀设计师，预期相关因素将驱动安踏主品牌篮球品类未来销售增长。

预期安踏主品牌收入将由 2022 年约 277 亿元上升至 2025 年约 369 亿元，期间年复合增长率约为 10.0%。

受益于 DTC 转型下自营门店比例持续提升、库存管理优化、品牌升级等，预期主品牌毛利率将由 2022 年 53.6% 持续改善至 2025 年约 54.5%。

(2) FILA 品牌：安踏旗下 FILA 品牌 2023 年将持续推进“顶级商品、顶级品牌、顶级渠道”的战略落地，以优化其销售网络以及拓宽运动属性产品线等为主。预期 FILA 品牌 2023-2025 年销售门店数量大致维持在 2,000 家左右，并持续针对店铺位置、店铺面积等作出调整及优化。

叠加线上新兴渠道拓展持续带动销售增长，预期 FILA 品牌收入将由 2022 年约 215 亿元上升至 2025 年约 296 亿元，期间年复合增长率约 11.2%。

受益于产品升级、渠道及库存管理优化等因素，预期 FILA 品牌毛利率将由 2022 年约 66.4% 持续改善至 2025 年约 68.5%。

图表 41：主要指标表现和预测

门店数量(家)	2022	2023E	2024E	2025E
安踏主品牌	9,603	10,003	10,203	10,383
大众市场	6,924	7,124	7,224	7,304
安踏儿童	2,679	2,879	2,979	3,079
FILA品牌	1,984	1,990	2,010	2,030
其他品牌	352	450	470	490
迪桑特	191	200	210	220
可隆	161	250	260	270
收入表现(百万元人民币)	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	53,651	60,666	69,236	76,830
同比增长	8.8%	13.1%	14.1%	11.0%
安踏主品牌收入	27,723	30,550	33,959	36,929
同比增长	15.5%	10.2%	11.2%	8.7%
FILA品牌收入	21,523	24,392	27,044	29,558
同比增长	-1.4%	13.3%	10.9%	9.3%
其他品牌收入	4,405	5,724	8,234	10,343
同比增长	26.1%	29.9%	43.9%	25.6%
毛利率表现	2022	2023E	2024E	2025E
整体毛利率	60.2%	61.3%	61.8%	62.3%
安踏主品牌毛利率	53.6%	53.9%	54.2%	54.5%
FILA品牌毛利率	66.4%	68.0%	68.3%	68.5%
其他品牌毛利率	71.8%	71.9%	72.0%	72.2%
利润表现(百万元人民币)	2022	2023E	2024E	2025E
利润总额	8,245	10,400	12,190	14,028
同比增长	0.3%	26.1%	17.2%	15.1%
利润率	15.4%	17.1%	17.6%	18.3%

数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理以及预测

(3) 迪桑特及可隆品牌：安踏旗下迪桑特及可隆品牌将持续受益于冰雪运动以及户外运动人群渗透率提升等，预期两品牌门店数量分别由 2022 年 191 家及 161 持续上升至 2025 年 220 及 270 家。

预期其他品牌(包括迪桑特及可隆品牌)收入将由 2022 年约 44 亿元上升至 2025 年约 103 亿元，期间年复合增长率约为 32.9%。预期其他品牌毛利率将由 2022 年约 71.8% 持续改善至 2025 年约 72.2%。

(4) 利润率：预期安踏集团 2023 年利润率将由 2022 年约 15.4% 上升至约 17.1%。随后，其利润率将在 2024-2025 年分别进一步上升至约 17.6% 和 18.3%。

第二阶段(2026-2035 年)自由现金流增长率：根据《体育强国建设纲要》所提及的要求，到 2035 年，我国全民健身更亲民、更便利、更普及，经常参加体育锻炼人数比例达到 45% 以上，人均体育场地面积达到 2.5 平方米，将有利体育服饰龙头企业未来业务发展前景，叠加对安踏持续落实“单聚焦、多品牌、全球化”的新十年战略驱动业务持续增长的考虑，预期安踏体育自由现金流在同期年复合增长率将达约 8%。

第三阶段(2035 年后)自由现金流增长率：公司在 2035 年后将处于长期业务增长期，每年自由现金流将以约 3% 增长，接近已发达国家的长期经济增长率。

其他重要数据：(i)公司融资结构不会出现明显改变；(ii)无风险利率：约 2.6%；(iii)WACC：约 9.1%。

结论：

我们首次覆盖安踏体育(2020.HK)，预期公司于 2023 至 2025 财年的利润分别约为 104.0 亿元、121.9 亿元和 140.3 亿元，同比增长约 26.1%、17.2% 和 15.1%。

根据现金流折现估值模型之测算，我们给予安踏体育 112.8 港元的目标价，对应 2023 至 2025 财年之预测市盈率分别约 28.3 倍、24.1 倍和 21.0 倍。基于目标价较 7 月 24 日收市价 81.65 港元有约 38.1% 的上涨空间，因而给予公司“买入”评级。

图表 42：同业比较

公司名称	估值表现						2022年业绩表现			
	总市值 (亿港元)	市盈率 PE(TTM) (倍)	市销率 PS(TTM) (倍)	3年平均 PE(TTM) (倍)	3年平均 PS(TTM) (倍)	2023年 预测PE (倍)	2023年 预测PEG	收入同比增长率 (%)	毛利率 (%)	盈利率 (%)
安踏体育(2020.HK)	2,312.8	27.2	3.8	42.1	6.2	20.5	0.8	8.9	60.2	15.4
李宁公司(2331.HK)	1,042.6	22.9	3.6	53.9	7.4	19.5	1.0	14.8	48.4	15.6
特步国际(1368.HK)	197.4	19.1	1.4	26.2	2.0	15.8	0.7	29.1	40.9	7.0
361度(1361.HK)	82.1	9.8	1.0	10.0	0.9	8.3	0.4	17.6	40.5	11.5

* (1) 市场数据是 2023 年 7 月 24 日收市价；(2) 安踏体育预测数据由山证国际预测；(3) 其他公司预测是由 WIND 统计一致预期

数据来源：WIND、公司公告、山证国际研究部整理

4. 风险因素

- (1) 全球经济表现不及预期，消费需求明显下降；
- (2) 业务经营表现不及预期；
- (3) 其他系统风险等。

财务报表摘要

损益表						资产负债表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	49,328	53,651	60,666	69,236	76,830	非流动资产					
同比变化%	38.9%	8.8%	13.1%	14.1%	11.0%	物业、机器及设备	2,853	3,716	4,852	6,091	7,462
销售成本	(18,924)	(21,333)	(23,498)	(26,436)	(28,989)	无形资产	1,531	1,480	1,425	1,367	1,308
毛利	30,404	32,318	37,169	42,801	47,841	其他非流动资产	18,382	21,403	25,810	25,987	27,548
毛利率	61.6%	60.2%	61.3%	61.8%	62.3%	流动资产	22,766	26,599	32,087	33,445	36,318
经销开支	(17,753)	(19,629)	(21,397)	(24,309)	(26,633)	存货	7,644	8,490	8,505	10,760	10,525
行政开支	(2,928)	(3,587)	(4,125)	(4,847)	(5,532)	应收贸易款项及应收票据	3,296	2,978	6,662	5,099	8,794
其他收入及其他收益-净额	1,266	2,128	1,913	2,183	2,423	现金及等同现金项目	17,592	17,378	34,527	43,769	53,087
经营利润	10,989	11,230	13,560	15,828	18,100	其他流动资产	11,370	13,750	13,750	13,750	13,750
经营利润率	22.3%	20.9%	22.4%	22.9%	23.6%	总资产	39,902	42,596	63,445	73,378	86,156
财务成本净额	332	97	102	102	102	流动负债	62,668	69,195	95,532	106,823	122,474
应占共同控制实体损益	(81)	28	204	323	502	应付贸易款项及应付票据	3,146	2,750	4,074	3,458	4,643
除税前溢利	11,240	11,355	13,866	16,253	18,704	短期借款	1,748	12,198	12,198	12,198	12,198
所得税开支	(3,021)	(3,110)	(3,467)	(4,063)	(4,676)	其他流动负债	11,049	11,259	17,169	19,857	23,315
利润	8,219	8,245	10,400	12,190	14,028	非流动负债	15,943	26,207	33,441	35,513	40,155
股东应占利润	7,720	7,590	9,568	11,215	12,906	长期借款	11,425	492	492	492	492
同比变化	47.6%	-1.7%	26.1%	17.2%	15.1%	其他非流动负债	3,637	4,657	5,942	6,311	7,136
股东应占盈利率	15.7%	14.1%	15.8%	16.2%	16.8%	权益	15,062	5,149	6,434	6,803	7,628
非控股股东应占盈利	499	655	832	975	1,122	公司拥有人应占权益	28,923	34,400	51,386	59,260	68,323
股息	(3,524)	(2,919)	(3,681)	(4,315)	(4,966)	非控股权益	2,740	3,439	4,271	5,246	6,368
派息比率	-42.9%	-35.4%	-35.4%	-35.4%	-35.4%	权益总额	31,663	37,839	55,657	64,507	74,691
						负债及权益总额	62,668	69,195	95,532	106,823	122,474
						主要财务比率					
						单位: 百万元人民币					
						2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
除税前溢利	11,240	11,355	13,866	16,253	18,704	盈利能力					
折旧及摊销	3,266	4,464	4,651	4,786	4,644	毛利率	61.6%	60.2%	61.3%	61.8%	62.3%
其他	314	478	(102)	(102)	(102)	盈利率	16.7%	15.4%	17.1%	17.6%	18.3%
营运资本变动前的经营现金流量	14,820	16,297	18,415	20,937	23,246	ROE	28.6%	23.7%	22.2%	20.3%	20.2%
营运资本变动	(282)	(1,104)	(2,376)	(1,306)	(2,277)	营运表现					
已付所得税	(2,677)	(3,046)	(3,467)	(4,063)	(4,676)	经销开支/收入	-36.0%	-36.6%	-35.3%	-35.1%	-34.7%
经营活动现金流	11,861	12,147	12,573	15,567	16,293	行政开支/收入	-5.9%	-6.7%	-6.8%	-7.0%	-7.2%
购买物业及设备	(779)	(974)	(1,800)	(1,800)	(1,800)	有效税率	-26.9%	-27.4%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
其他投资活动现金流	(3,890)	(3,800)	0	0	0	存货周转天数	127	130	132	133	134
投资活动现金流	(4,669)	(4,774)	(1,800)	(1,800)	(1,800)	应收款项周转天数	26	27	29	31	33
银行融资所得净款	-196	-1,403	0	0	0	应付款项周转天数	53	55	53	52	51
已付股息	(2,411)	(3,752)	(3,681)	(4,315)	(4,966)	现金周转天数	100	102	108	112	116
配售及新股、可换股债券发行所得款	0	0	10,268	0	0	财务状况					
其他融资活动现金流	(2,340)	(2,686)	(210)	(210)	(210)	流动比率	250%	163%	190%	207%	215%
融资活动现金流	(4,947)	(7,841)	6,376	(4,525)	(5,176)	速动比率	202%	130%	164%	176%	188%
现金及现金等物净值	2,245	(468)	17,149	9,242	9,317	总负债/总权益	98%	83%	72%	66%	64%
其他影响	24	254	0	0	0	资产周转率	132%	81%	74%	68%	67%
期初现金及现金等物	15,323	17,592	17,378	34,527	43,769						
期末现金及现金等物	17,592	17,378	34,527	43,769	53,087						

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理和预测

投资评级定义

买入	预期股价在未来 12 个月上升 15% 以上
持有	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15% 以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 15% 以上

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其联系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；
- 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

山证国际

香港金钟夏悃道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>