

从估值角度看李宁和安踏的中长期投资价值

疫情过后，市场较为关注行业整体的复苏以及短期线下数据的变化。本篇报告希望能够跳出短期数据，从更加长期的维度，详细探讨两公司的估值驱动因素、差异点、中期估值中枢和投资价值等市场热点问题，为投资者提供新的视角。

核心观点

- 回顾李宁和安踏的历史估值走势，我们发现 2019 年起两家公司估值中枢均有一个较大幅度的提升，但是提升的逻辑存在差异：**（1）李宁估值提升的主逻辑是“盈利能力修复+国潮推动下的收入高增”**。从自身历史均值比较、同行竞争对手对比两个维度切入，我们预计未来李宁有超过 4 pct 的盈利能力提升空间。关于国潮，我们认为在目前的宏观局势和主力消费人群迭代之下，国潮极有可能会在消费领域长期存在，公司估值的驱动力将延续。**（2）安踏估值提升的主逻辑是多品牌、国际化策略不断得到验证，特别是 FILA 收入持续超越市场预期**。展望未来，我们认为受益于低效门店的改善、鞋品类占比提升、门店的适度扩张和多系列延展等因素，未来 FILA 业绩不排除仍有超预期的可能。另外，尽管市场目前担心海外疫情的短期冲击和中国市场的培育时间，但我们认为，Amer 旗下众多优质品牌的稀缺性叠加公司优异的多品牌运营能力，中期 Amer 会给公司带来明显的价值提升。
- 为什么李宁的短期估值比安踏高？**我们认为主要有两点原因：1、李宁盈利能力提升的确定性较高，PE 隐含了对下一年增长的预期，根据 Bloomberg 数据，2018 年后，李宁下一年的远期 PE 与安踏的当年 PE 重合程度高；2、李宁品牌辨识度高，在国内同行中相对更注重原创，具有一定稀缺性。
- 李宁和安踏中期合理的估值中枢在哪里？**我们认为，国内运动服饰行业的竞争格局已初步向国外市场靠拢，拥有真正品牌力的公司最终将脱颖而出并享受估值溢价。国内头部企业中安踏和李宁是唯一真正实现品牌升级的运动服饰公司，其中安踏靠外延并购、多品牌国际化实现品牌升级，李宁本身的品牌辨识度较高，同时依靠内生培育“中国李宁”品牌不断提升品牌影响力。我们预计未来李宁、安踏的估值体系有望从目前的 PEG 逐步向耐克阿迪的 PB-ROE 切换，中长期有望分别维持在 25-30 倍和 20-25 倍的估值水平。
- 展望未来，如何看待李宁和安踏的中长期投资价值？**综合考虑行业整体增速、竞争格局、公司未来规划和历史复合增速等因素，我们从 PE 估值和净利润增速两个维度切入做一个大致测算，初步结论如下：**李宁**：PE 估值方面，2024 年预计维持在 25-30X 左右；净利润增速方面，2019-2024 年复合增速约为 24%；**安踏**：PE 估值方面，2024 年安踏、FILA 和 Amer 的分别维持在 20-25X、25-30X 和 22-28X，净利润增速方面，2019-2024 年复合增速约为 17%。

投资建议与投资标的

- 我们持续看好运动服饰行业的高景气度，以及龙头企业李宁和安踏的长期成长空间，推荐李宁(02331，买入)、安踏体育(02020，买入)，建议关注滔搏(06110，增持)、申洲国际(02313，买入)。

风险提示

- 经济减速对运动服饰零售的可能影响；海内外疫情二次爆发的风险；国际并购和多品牌发展的管理挑战和财务波动；李宁安踏未来业绩不及预期的风险；



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

纺织服装行业

报告发布日期

2020 年 06 月 02 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

证券分析师

赵越峰

021-63325888*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

联系人

朱炎

021-63325888*6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

5 月行业零售延续回暖势头，下半年龙头公司有望接近常态增长： 2020-06-01

618 大促力度加大，有望进一步拉动 Q2 消费的回暖： 2020-05-25

4 月可选消费环比继续改善，化妆品单月增 2020-05-18

速转正：

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

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

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

目 录

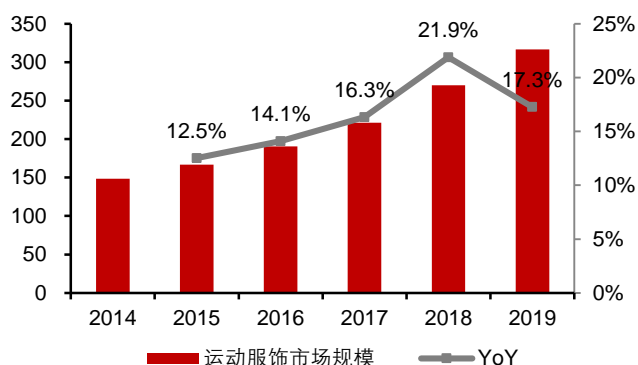
透视李宁和安踏的历史估值逻辑.....	4
李宁估值提升的主逻辑：盈利能力修复+国潮助推下的收入高增	5
1、李宁盈利能力提升还有多少空间？提升的来源是什么？	6
2、国潮兴起的原因是什么？还能持续多久？	9
安踏估值提升的主逻辑：多品牌、国际化策略持续得到验证	10
1、FILA 持续超预期的原因？	11
2、如何看待 Amer Sports 的价值？	13
为何李宁的短期估值比安踏高？	15
李宁盈利能力提升确定性较高， PE 隐含了对下一年增长的预期	15
李宁品牌辨识度高，具有一定的原创稀缺性	16
对标海外龙头，李宁安踏中期合理的估值中枢在哪里？	17
为什么李宁安踏可对标耐克阿迪等海外龙头？	17
李宁安踏的中长期估值中枢在哪里？	18
展望未来，如何看待李宁和安踏的中长期投资价值？	20
风险提示	22

图表目录

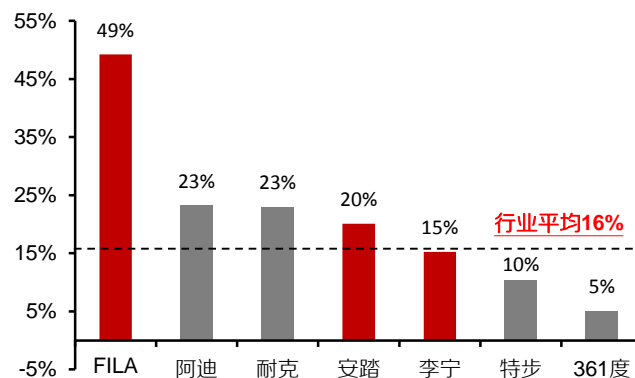
图 1: 运动服饰行业景气度 (十亿元)	4
图 2: 各运动品牌 2014-2019 复合增速比较	4
图 3: 运动服饰产业链不同环节公司估值差异	5
图 4: 李宁估值走势 (当年 PE)	6
图 5: 李宁营业利润率走势	7
图 6: 头部运动服饰公司营业利润率比较	8
图 7: 哪个年龄段的人最关注中国品牌	10
图 8: 运动服饰品类中国内品牌支持比例 (2019)	10
图 9: 安踏估值走势 (2007-2020 年 4 月)	11
图 10: 安踏估值走势 (2019-2020 年 4 月)	11
图 11: Amer Sports 营业收入拆分 (2018)	13
图 12: Amer Sports EBIT 按季度拆分 (百万欧元)	13
图 13: Amer 未来业务转型规划	14
图 14: FILA 和迪桑特门店数变化	15
图 15: 迪桑特、始祖鸟和 FILA 的价位段比较(2020 年 5 月).....	15
图 16: VF PE 估值趋势和品牌收购历史	15
图 17: 李宁和安踏 PE 水平比较	16
图 18: 李宁登陆国际时装周概览 (2018 年 2 月至 2019 年 6 月)	17
图 19: 中国运动服饰行业竞争格局演变	18
图 20: 阿迪达斯当年 PE 和 ROE 走势	19
图 21: 耐克当年 PE 和 ROE 走势	19
表 1: 按性质列示之开支对比 (各项开支占当年收入比重)	8
表 2: 各电商平台国潮相关活动汇总	9
表 3: FILA 场景革命 (2017)	12
表 4: 李宁 2024 年远期 PE 和净利润测算	20
表 5: 安踏 2024 年远期 PE 和净利润测算	21

受益于运动服饰赛道的高景气度和强者愈强的特征，近年来龙头公司李宁和安踏在资本市场中的关注度很高。根据前瞻产业信息网数据，运动服饰行业过去五年的复合增速为 16%，大幅领先服装行业整体增速。另一方面，各个品牌间表现分化明显，国内品牌公司中 FILA、李宁和安踏零售表现更好，而二线品牌特步和 361 则大幅跑输行业。

疫情过后，市场较为关注行业整体的复苏情况，以及短期线下数据的变化。本篇报告希望能够跳出短期数据，从更加长期的维度，详细探讨两公司的估值驱动因素、差异点、中期估值中枢和投资价值等市场热点问题，为投资者提供新的视角。

图 1：运动服饰行业景气度（十亿元）


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

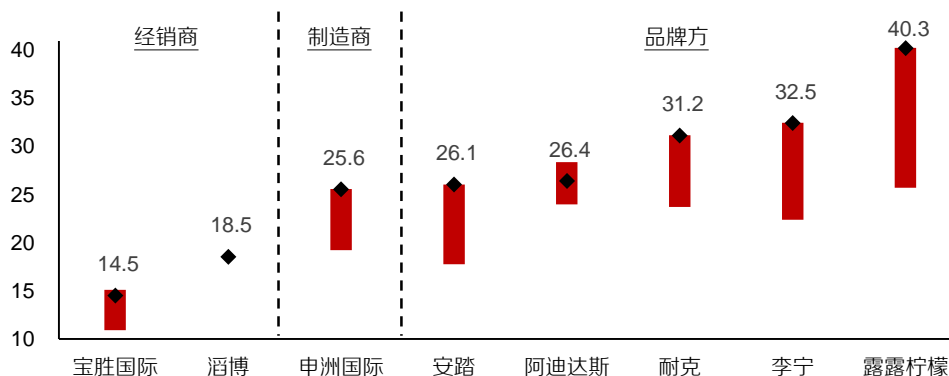
图 2：各运动品牌 2014-2019 复合增速比较


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

透视李宁和安踏的历史估值逻辑

我们在产业链的上、中、下游分别选取了若干有代表性的龙头公司：上游选取申洲国际，中游选取耐克、阿迪达斯、露露柠檬、李宁和安踏，下游选取滔博和宝胜国际，通过比较估值水平的差异，我们发现中游品牌方估值>上游供应商估值>下游经销商估值。我们认为，体育产业链不同环节中，龙头公司的估值差异主要由议价能力的强弱决定，品牌方在产业链中议价能力最强，因此投资者更愿意给高估值。另一方面，各个品牌公司估值的高低与预期净利润增速、品牌力、公司治理等众多因素相关。本章我们将详细梳理李宁和安踏的历史估值逻辑，并且在最后针对两者的估值差异给出我们的观点。

图 3：运动服饰产业链不同环节公司估值差异



数据来源：wind，东方证券研究所，注：红色柱子为 2015—2019 年的变化区间，黑色标记为 2019 年值

李宁估值提升的主逻辑：盈利能力修复+国潮助推下的收入高增

回顾李宁上市以来的 PE 走势，我们以 2019 年为界大致分为两个阶段：

1) 2019 年前：剔除 2008-2009 年金融危机和 2013-2015 年亏损的两个时间段，李宁的估值中枢基本维持在 10-30 倍区间内，具体来看：

2010 年前后和 2016-2018 年（20-30 倍估值）：

2010 年前后：受益于后奥运时代线下门店的快速扩张，2010 年前几个季度净利润增速均超过 30%，市场对于李宁未来预期表现过于乐观，给予较高估值水平；

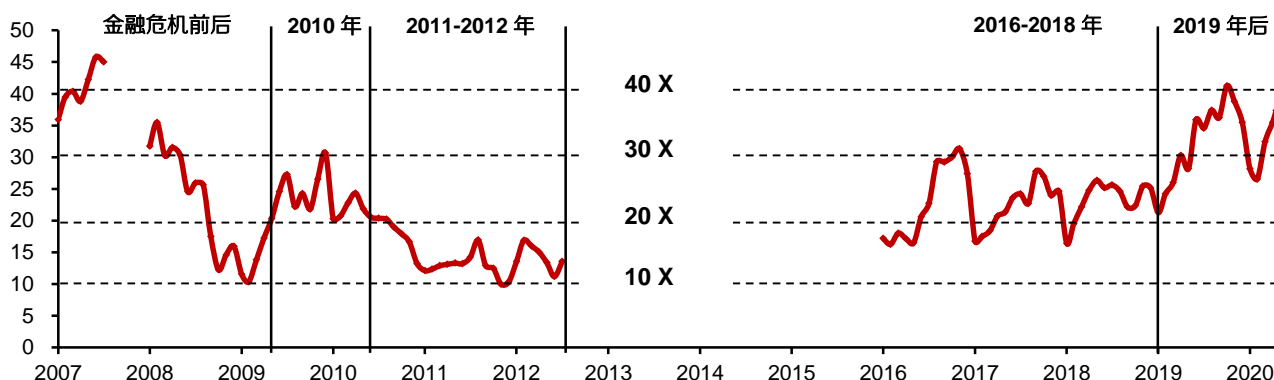
2016-2018 年：创始人李宁回归后公司实现困境反转，净利润率修复逻辑清晰，给予较高估值水平；

2011-2012 年（10-20 倍估值）：市场观察到公司渠道库存高企，并且行业有可能陷入大幅衰退，估值水平被大幅下调。

2) 2019 年后：李宁的估值中枢大幅提升，上移至 30-40 倍，我们认为，估值上移的原因不仅有 2019 年净利润增长超预期（净利润率修复逻辑，扣除一次性费用同比增长 77%）和整体行业景气度上升等因素，更重要的是国潮之下以“中国李宁”引领的品牌力提升和电商的助推所带来的更多想象空间。

因此，我们认为李宁未来的估值走势主要取决于“盈利能力修复”和“国潮助推下的收入高增”这两个逻辑的可持续性，下文将进行详细讨论。

图 4：李宁估值走势（当年 PE）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所，注：已剔除异常值

1、李宁盈利能力提升还有多少空间？提升的来源是什么？

首先来看“盈利能力修复”逻辑，为了剔除营业外收支等其他因素的干扰，我们选取了营业利润率作为主要衡量指标。投资者最为关心的是，在过去几年盈利能力已经有所修复的背景下，未来究竟还有多少提升空间？为了解答这个问题，我们团队分别从自身历史均值比较、同行竞争对手对比两个维度切入，粗略预计未来仍然有超过 4 pct 的提升空间，具体分析如下：

1) 与自身历史均值相比，营业利润率预计有超过 4 pct 的上升空间

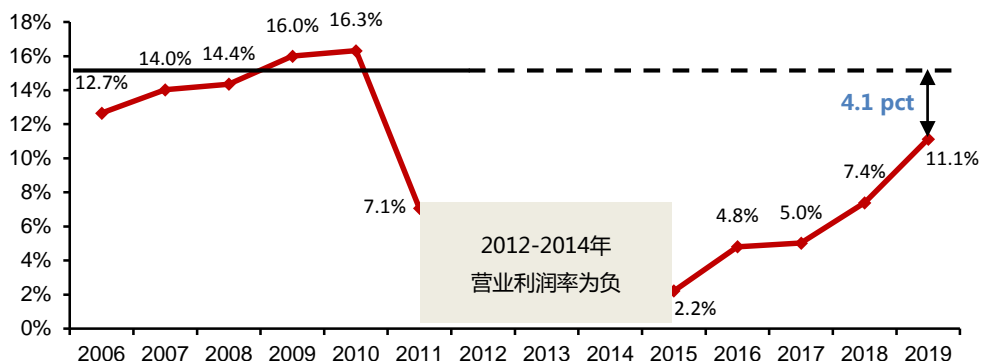
上市后，李宁的营业利润率的走势可划分为三个阶段：

快速发展期（2006-2010 年）：受益于 2008 年创始人李宁在北京奥运会上的高调曝光，公司通过线下门店扩张实现了收入和利润的高速增长，这个阶段也是李宁发展最为迅速的时期之一，2006-2010 年李宁的营业利润率均值约为 15.2%，为历史高点；

衰退期（2011-2014 年）：2010 年后行业进入衰退模式，李宁受到严重影响，巨额的存货减值使得李宁 2011 年的营业利润率迅速下滑至 7.1%，2012-2014 年的营业利润率甚至下滑至负数；

困境反转期（2015 年后）：随着创始人李宁的介入，公司实现困境反转，营业利润率逐年回升，2019 年已提升至 11.1%。

我们认为，随着李宁管理团队的日益强化和内部效率的不断优化，未来仍然有机会到达 2006-2010 年阶段的营业利润率的高点（均值 15.2%），相比 2019 年仍然有超过 4 pct 的上升空间。

图 5：李宁营业利润率走势


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

2）与同行竞争对手相比，营业利润率预计也有超过 4 pct 的上升空间

从国内品牌来看，综合经营环境和李宁类似，可比性较强

安踏：由于其铁军文化和过硬的管理能力（体现在对经销商的控制力度上），安踏的营业利润率处于所有海内外对标品牌的最高位，2019 年营业利润率为 25.6%，近四年的基本稳定在 23.6%-25.6% 的优异水平；

特步和 361：国内二线品牌，2019 年平均营业利润率约 14.8% 左右。

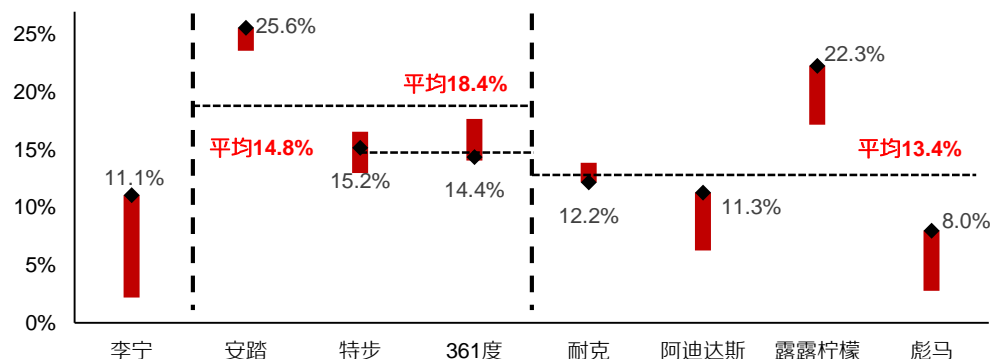
从国际品牌来看，运营区域和经营模式和李宁有差别，可比性不强

耐克、阿迪达斯和彪马：从运营区域角度，耐克、阿迪和彪马均为全球化运营，费用率水平相对较高，平均营业利润率水平在 11% 上下，而李宁主要在中国区单一区域经营，两者可比性较弱。从经营模式角度，三品牌和李宁均采用直营+经销的混合经营模式。

露露柠檬：从运营区域角度，露露柠檬的主要经营地区在美国和加拿大，与李宁中国区的单一区域经营模式类似。但是经营模式角度来看差异较大，露露柠檬的直营比重非常高，而李宁采取直营+经销的混合经营模式。从业绩来看，露露柠檬凭借其超高的单店运营效率，营业利润率高达 22.3%，接近安踏的利润率水平。

经上述分析，我们认为国内品牌更加适合作为对标对象，剔除安踏后（超高营业利润较难超越），特步和 361 的平均营业利润率约为 14.8%，而李宁作为行业龙头，未来可达到的营业利润率有望不低于这个水平，中期预计还有超过 4 pct 的上升空间。

图 6：头部运动服饰公司营业利润率比较



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所，注：红色柱子为 2015—2019 年的变化区间，黑色标记为 2019 年值

根据我们的跟踪了解，李宁公司近年来也一直将盈利能力提升作为主要的经营目标之一。从财务指标拆分看，我们认为公司有望在“广告及市场推广开支”、“员工成本开支”和“运输及物流开支”等方面继续发力，提升整体运营效率，具体来看：

1) 广告及市场推广开支：李宁自身的品牌力本身辨识度就较高，此外“中国李宁”带来的国潮热度以口碑营销为主，并通过新社交媒体等方式形成裂变，因此相对于竞争对手而言，李宁不需要投入过多的广告营销费用。虽然过去几年，广告及市场推广开支占收入比重已呈现下降趋势，但是我们认为仍有精简空间；

2) 员工成本开支和运输及物流开支：我们认为，新 CEO 高坂武史有望复制在优衣库期任职期间积累的零售和供应链管理的成功经验，提升集团整体的员工效率，减少供应链端的不必要开支。

表 1：按性质列示之开支对比（各项开支占当年收入比重）

开支性质	2010	2015	2019
于销售成本确认为开支之存货成本	49.7%	53.5%	49.3%
广告及市场推广开支	15.1%	14.3%	9.6%
员工成本开支、包括董事薪酬	7.5%	9.9%	10.9%
运输及物流开支	1.6%	3.6%	3.6%
研究及产品开发开支	2.6%	1.9%	2.6%
物业、机器及设备折旧	1.2%	2.6%	3%
其他	7.5%	12%	10.5%
开支合计	85.2%	97.7%	89.6%
隐含利润率	14.8%	2.3%	10.4%

数据来源：公司年报，东方证券研究所，“其他”科目占比较高，部分原因是由于会计准则和费用分类方法调整导致

2、国潮兴起的原因是什么？还能持续多久？

2018年2月，李宁首次亮相国际时装周，推出引领国潮风尚的“中国李宁”品牌，获得了巨大成功。尽管李宁在参加时装周前准备过程仓促，时间紧凑，但效果大超预期，此后两年“中国李宁”的品牌表现一路高歌猛进，成为国货品牌营销的经典案例。

市场认为，中国李宁和国潮风尚的兴起紧密相关，因此投资者最关心的是：国潮兴起的原因是什么？未来能够持续多久时间？基于这些问题，我们对国潮现象看法如下：

1、本土品牌自身的快速成长是国潮兴起的“前提”

我们认为本土品牌自身的成长体现在三个方面，首先是产品质量的提升，国内品牌经过 20-30 年的发展已经逐步摆脱产品质量差、山寨等标签，龙头品牌拥有高效的供应链体系，部分产品的生产工艺已经达到国际领先水平，并且已经逐步获得了主流消费者的认可。**其次是营销手段的升级加快了对消费者的触达**，我们认为，近几年小红书、抖音和电商平台的快速发展不仅丰富了品牌企业的营销玩法，更重要的是能快速触达消费者，与目标人群直接沟通对话，电商平台方面也主动迎合这一趋势，2019 年后密集开展国潮相关活动，占领消费者心智。**最后是品牌力的建设和完善**，由李宁领衔的众多国内品牌已逐步从卖货思维转变为以消费者为中心的品牌思维，配合强大的研发能力和稳定的产品能力，进行品牌升级，争夺消费市场的话语权。

表 2：各电商平台国潮相关活动汇总

电商平台	活动	日期
淘宝/天猫	国货大赏	2020 年 5 月
	国货正当潮	2020 年 5 月
	国货正当时	2019 年 10 月
	国潮来了	2018 年 5 月
	国品计划	2017 年
京东	底蕴京艳，国妆回潮	2019 年 5 月
	国妆京艳，不涂不潮	2019 年 9 月
	国货当潮	2019 年 11 月
苏宁易购	国潮嘉年华	2019 年 10 月
	国潮 GO5G 秀	2019 年 9 月
拼多多	美好生活·中国造	2020 年 5 月
	国潮上新日	2020 年 5 月

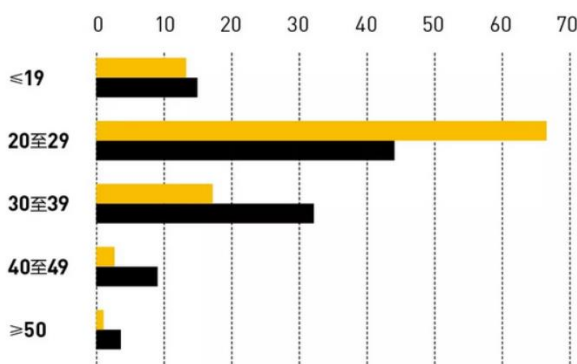
数据来源：各主流电商平台，东方证券研究所

2、90 后和 00 后开放、独立的消费观念形成是国潮兴起的“助力”

随着 90 后和 00 后逐步成为国内市场消费主力，与老一代消费者最为不同的特点是：**现在的年轻人身上已经看不到以往国人对海外品牌的盲目迷恋，他们更为开放和包容，同时敢于尝鲜、追求个性化和自我表达**，这都给了不断成长的本土品牌与外资品牌平等竞争的机会，如前文所述，随着本土品牌产品质量、营销能力和品牌力的不断提升，本土品牌在中国市场的主场优势将逐渐扩大。根据人民网研究院的数据，20-29 岁年龄段的人群对中国品牌关注度最高，对比 2009 年明显提升。

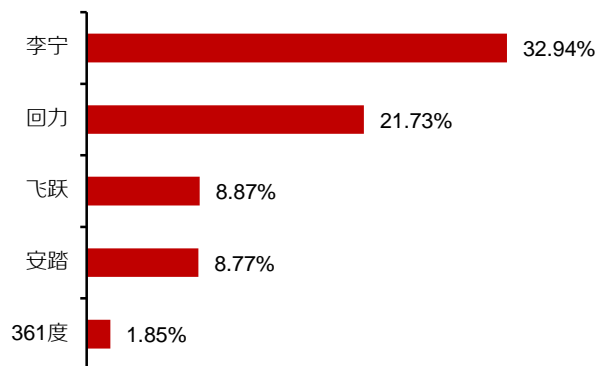
此外，根据第一财经的报告，运动服饰行业的本土品牌中，消费者对李宁品牌的支持比例最高，已取得先发优势。

图 7：哪个年龄段的人最关注中国品牌



数据来源：人民网研究院，东方证券研究所，黄色柱子代表 2019 年关注度，黑色柱子代表 2009 年关注度

图 8：运动服饰品类中国内品牌支持比例（2019）



数据来源：第一财经，东方证券研究所

3、国力提升带来的民族自信是国潮兴起的“核心驱动力”，也是未来国潮能否存续的关键

中国经济的快速腾飞提升的不仅是民众的生活水平，更是中国人的自信心和自豪感，由此带来的身份认同感将直接反映在消费倾向上，最典型的例子就是中国李宁设计中的汉字元素，而过去的服装设计大家一般将英语字母元素视作为潮流。另一方面，无论是中美贸易战、全球范围内的民族主义还是新冠疫情导致的逆全球化，从某种意义上都将直接或间接提升国内消费者的民族自豪感和身份认同感。我们认为以上这些现象将持续较长一段时间，这就意味着国潮风尚很难在短期逆转，并且极有可能长期存在。因此，具备较强国潮属性的中国李宁将进一步提升李宁的整体品牌影响力，从而持续拉动销售快速增长。

安踏估值提升的主逻辑：多品牌、国际化策略持续得到验证

回顾安踏上市以来的 PE 走势，我们同样以 2019 年为界分为两个阶段

1) 2019 年前：除金融危机外，PE 估值与净利润预期增速较为一致：

2011-2012 年（5-15 倍估值）：由于行业衰退，安踏估值同样受到大幅下调；

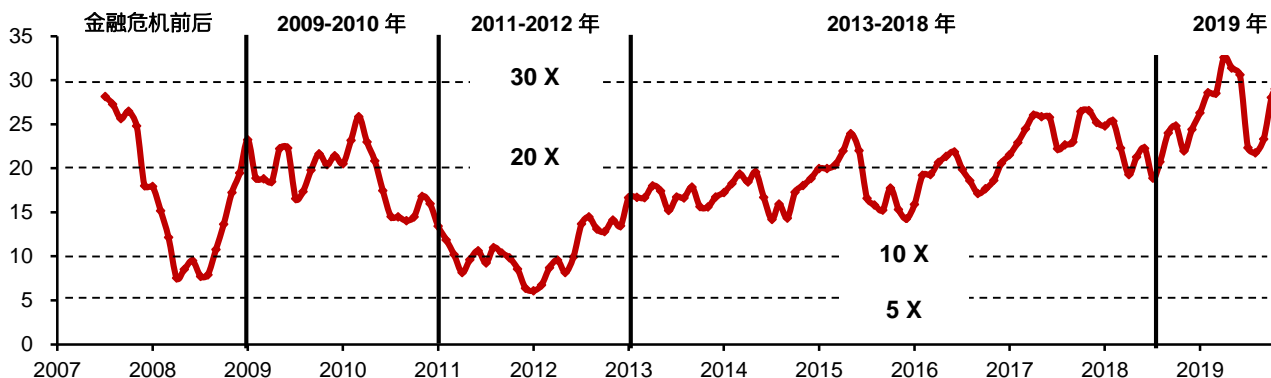
2009-2010 年和 2013-2018 年（15-25 倍估值）：估值与净利润预期增速波动一致。

2) 2019 年后安踏的估值水平有明显提升，年中最高甚至突破 30，我们认为多品牌、国际化策略的成功，特别是 FILA 品牌表现持续超出市场预期是主要原因之一：

具体来看，根据 Bloomberg 数据，公司 2019 年当年 PE 从 1 月底的 18.9 倍，逐步提升至 10 月底的最高值 23.6 倍，最终年底维持在 30.6 倍。结合公司的历史业绩发布公告来看，我们认为 PE 的提升主要由公司经营业绩不断超出市场预期的表现而拉动（主品牌保持较快增长、FILA 持续超预期、迪桑特渐成气候）。2020 年前 3 月由于疫情的影响公司估值重回低位（21-23 倍），4 月估

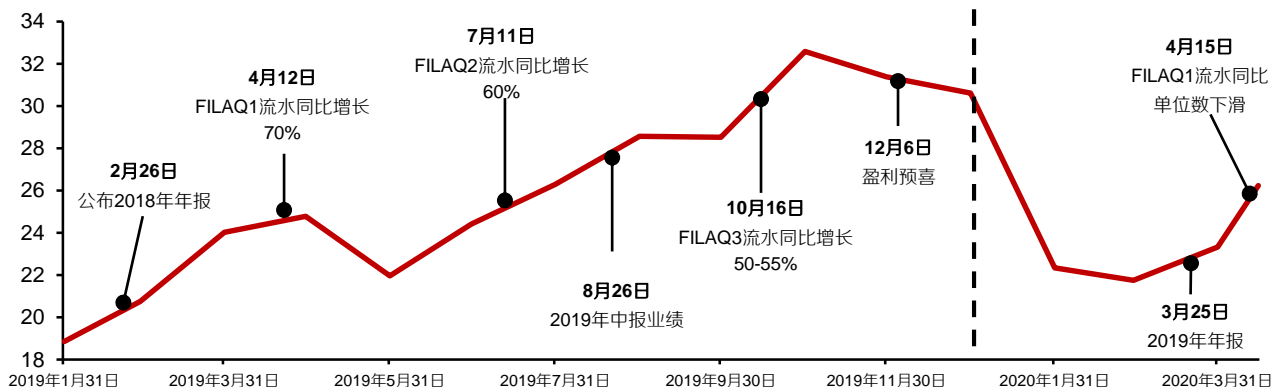
值水平伴随行业复苏已有明显上行。而草根调研显示，疫情后期 FILA 的恢复明显好于同行，有望带动公司整体估值走出类似 2019 年的上升走势。

图 9：安踏估值走势（2007-2020 年 4 月）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 10：安踏估值走势（2019-2020 年 4 月）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

1、FILA 持续超预期的原因？

2015 年后，FILA 在行业内一骑绝尘，超高的零售增速不断刷新大家对于运动时尚品牌的认知，我们认为主要有以下 3 点原因：

原因 1：精准定位 25-35 岁人群运动时尚需求，有效填补了当时国内运动时尚品类的市场空白；
FILA 拥有品牌时尚化基因，早在 1970 年代，当时 FILA 代言人比约·伯格就已开启网球运动服饰的时尚变革，2010 年后运动时尚品类有巨大的市场空白，FILA 服饰凭借面料技术提升了穿着舒适度，拓展了品牌除运动外的空间和穿着场景，获得了国内一二线城市消费者的认可。

原因 2：通过各种营销手段扩大市场影响力和覆盖人群，总结下来主要有三个方面：

a) FILA 通过“多场景打造”适应消费环境变化，扩大品牌触达人群并提升品牌影响力。在品牌定位获得成功后，FILA 通过“多场景打造”等手段最大化地延长了品牌流行寿命。2017 年，时任 FILA 总裁姚伟雄曾分享 FILA 的场景革命可分为四项具体做法，分别为：产品即场景、跨界即链接、分享即获取和流行即流量，通过对品牌场景的挖掘以及对产品线的扩充，不断扩大产品的受众面和影响力，此举也进一步加强了 FILA 品牌对于流行时尚的把控能力。

表 3：FILA 场景革命（2017）

具体做法	描述
产品即场景	通过不同系列的产品，打造不同的生活场景，从儿童到中年，从运动到休闲，构建相对完整的意式优雅生活场景。
跨界即链接	将跨界作为 FILA 各条产品线的常规组合，寻找任何与 FILA 品牌 DNA 相近的企业并产生触点，从而获取更多客户，也通过跨界合作，提升品牌溢价。
分享即获取	在共享经济下，资源越用越有价值，分享就是获取；将 VIP 作为战略资源进行管理，不断优化 VIP 服务，通过对 VIP 的分享，获取更多的客户，也获得更好的口碑传播。
流行即流量	FILA 在中国市场的成功重要因素之一是时尚定位，流行即流量，流行即可以产生话题，FILA 要通过不断的话题引爆去获得更多的线下客流及线上流量，从而实现品牌的不断引爆。

数据来源：iziRetail 逸芮，东方证券研究所

b) FILA 通过跨界联名款制造热点并巩固时尚基因。FILA 已合作过品牌包括美国时装品牌“staple”和香港知名时尚品牌“b+ab”等，已合作过的知名合作设计师包括 Anna Sui、吴季刚、Ginny Hilfiger、林能平等，其中吴季刚已连续合作超过 4 年，Ginny Hilfiger 的合作也超过了 3 年，与知名设计师的稳定合作保证了品牌内涵的稳定性和延续性。

c) FILA 多个品牌系列的发布助力场景革命的顺利实施，使得品牌价值最大程度变现。安踏收购 FILA 品牌后经过 4-5 年的调整，终端流水呈现高速增长。2015 年起，在主品牌影响力日益强大的基础上，公司连续发布子品牌 FILA KIDS 和 FILA FUSION，拓展了从儿童、到青年和到成人的细分市场，满足消费者的不同需求，同时为品牌中长期的发展打开了更大的空间。2018 年 8 月，FILA 发布 FILA ATHLETICS 打造高端专业运动子品牌，定位年轻人群，专注于网球、高尔夫等多种个人专项运动产品的销售。

原因 3：管理层的超强执行力和狼性文化。尽管 FILA 整体的品牌运营与安踏各品牌保持相对独立，但内部仍呈现公司较为进取的文化和考核激励机制，对品牌的发展也起到了十分重要的推动作用。

展望未来，除上述三点外，我们认为 FILA 未来增长驱动力还包括：1）低效门店的改善，2019 年 FILA 的店效在 80 万元左右，但是仍然有 40% 的店铺在 50 万以下，这将是未来 FILA 门店整合和调整重心；2）加大鞋品类的占比，目前 FILA 的鞋品类占比仅有 20%，与安踏主品牌和李宁相比仍然有较大空间，未来占比提升后将有效贡献客单价和连带率的提升。因此，我们认为 FILA 还远未到天花板，伴随着门店的适度扩张（5-10%）和同店较快增长，未来业绩不排除仍然有超预期的可能。

2、如何看待 Amer Sports 的价值？

回顾 FILA 成功的历史和正在冉冉兴起的迪桑特品牌，安踏公司多品牌国际化的运营能力已经得到充分证明；展望未来，2019 年安踏通过杠杆收购 Amer Sports 后，如何对这块业务进行估值持续成为市场讨论的焦点。与市场部分观点不同，我们认为 **Amer Sports** 的价值并没有完全体现于当前的市值中，但是在中长期维度将给安踏带来估值溢价。

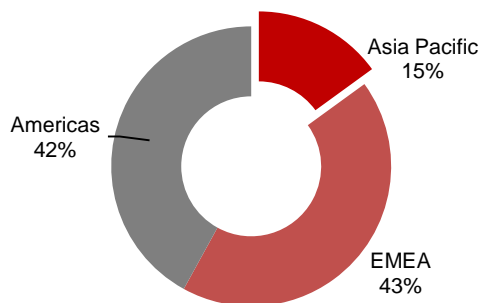
我们认为，短期来看，资本市场由于以下两大主要因素没有将 **Amer** 的价值反映在股价之中：

原因 1：担心海外疫情的不确定性

从 2018 年的收入结构来看，Amer Sports 的主要收入来源为美洲和欧洲市场（目前疫情最严重），占比分别为 42% 和 43%，而亚太地区仅占 15%。分季度 EBIT 结构来看，Q2 是 Amer Sports 的传统销售淡季，对全年 EBIT 贡献较小。

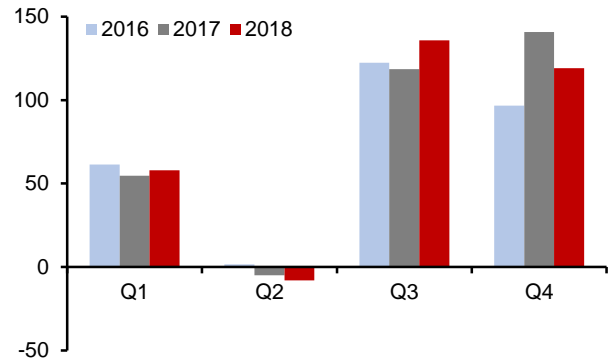
由于海外市场疫情防控的不确定性仍然较大，因此较难准确估计 Amer Sports 2020 全年的预期收入和利润，我们认为 7 月是重要的观察节点，如果海外疫情在 7 月前得到有效控制，则对 Amer Sports 全年的收入利润影响较为可控。我们认为，由于疫情影响叠加未来发展的不确定性，市场短期更加担心 Amer Sports 可能的大幅亏损对盈利造成的拖累，因此还未把并购 Amer Sports 后产生的长期协同效应溢价体现在股价中。

图 11：Amer Sports 营业收入拆分（2018）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 12：Amer Sports EBIT 按季度拆分（百万欧元）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

原因 2：具备最大潜力的中国市场仍需要时间的培育

根据安踏和 Amer 在 2019 年 12 月的发布会，未来 4-5 年，Amer 将专注于三个方面：大品牌：将始祖鸟、萨洛蒙和威尔逊品牌发展成“十亿欧元品牌”，聚焦鞋服品类，品类占比将从 40% 提升至 50%；大渠道：加速布局 DTC（直接面向消费者），发展成“10 亿+欧元渠道”，全球直营门店数量增长将超过 2 倍，全球电商年复合增长将达到 30-40%，收入占比从 11% 提升至 30%；大国家：中国市场销售额增长达 4 倍以上，自营门店数量增长达 5-8 倍，收入占比从 5% 提升至 15%，美国市场增长约 50%。

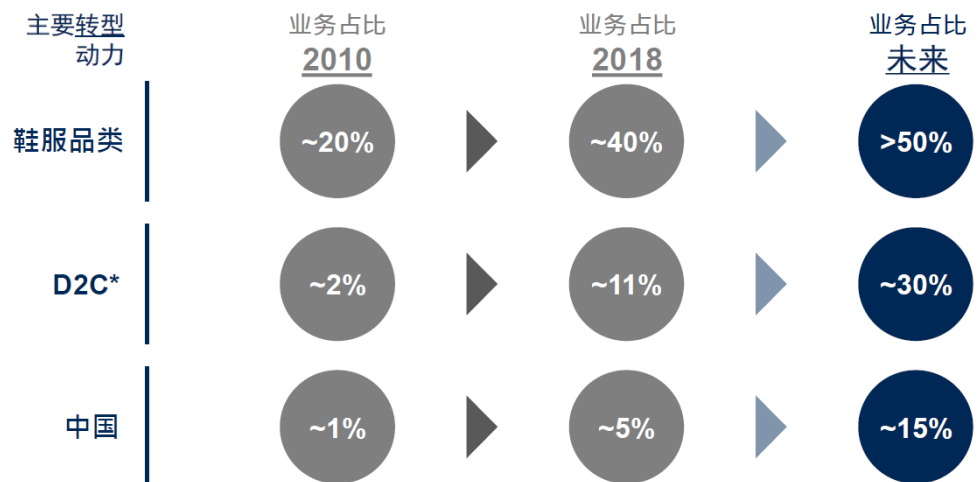
公司目标规划 Amer 未来 4-5 年收入复合增速达 10%-15%，利润增速将高于收入增速，我们认为，如果不考虑疫情影响，该目标能否达到取决于中国市场的表现，主要驱动力为：

a) 始祖鸟和萨洛蒙的门店快速扩张。通过分析 Amer 旗下的核心品牌，并结合未来安踏聚焦鞋服的战略，我们认为始祖鸟和萨洛蒙将是安踏未来在中国的核心聚焦品牌。截至 2019 年底，两品牌的门店数仅有 100 家左右，对比竞争对手 Columbia、The North Face 来看，门店数量差距较大，通过产业调研，我们预计两品牌的中期渠道数量有 3 倍以上的拓展空间。

b) 加盟转直营，复制 FILA 运营经验。安踏是行业内极少数能够同时运营多个百亿级别品牌的公司，这些年来 FILA 和迪桑特的成功已充分证明了安踏运营中高端品牌的实力，我们认为安踏能够将相关经验、能力和资源等移植和共享至 Amer 旗下核心品牌，包括现有的渠道资源、后台 IT 系统、物流体系等。

c) 手握多个优质品牌，提升渠道溢价能力。过去几年服装行业的渠道结构发生了明显变化，即商场和购物中心的门店比重上升，而传统的街边店铺比重则下滑。由于优质渠道资源的稀缺性，商场和购物中心的议价能力普遍较强，甚至能直接决定品牌的准入、租金和位置。安踏目前手握 FILA、始祖鸟、萨罗蒙等优质品牌资源，在入驻商场时可进行打包谈判，在租金、位置等方面争取到更多的利益。

图 13: Amer 未来业务转型规划



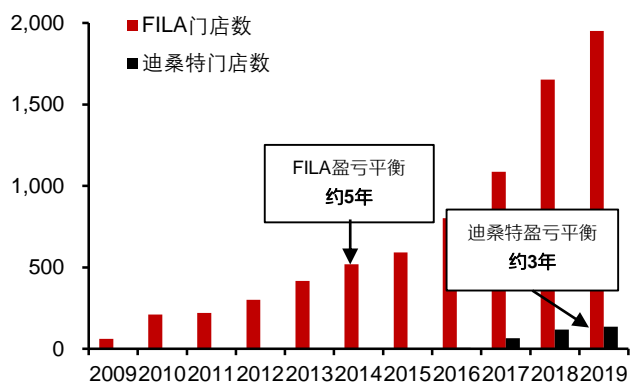
数据来源：公司公告，东方证券研究所

从收入和盈利端角度，我们对中短期 Amer Sports 表现的分析如下：

1) 收入端：2022 年冬奥会是门店扩张的重要契机。冬奥会与 Amer 旗下产品的契合度较高，参考安踏过往对奥运会的赞助历史，我们预计在冬奥会前后安踏必然会加大营销投入预算，同时 2022 年前始祖鸟和萨罗蒙的门店也将实现加速扩张。

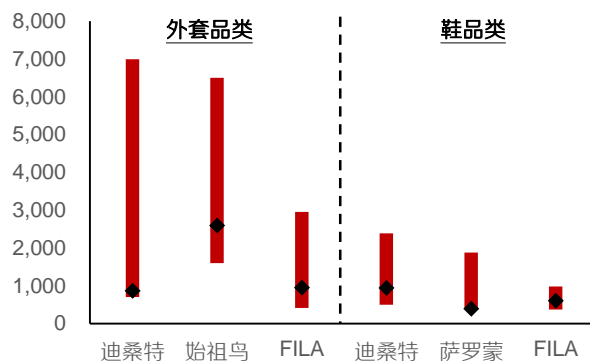
2) 盈利端：迪桑特的发展状况可以部分作为始祖鸟和萨罗蒙的前瞻观测指标。我们认为在安踏众多品牌中，迪桑特与 Amer 旗下品牌可比性最强，从价位带来看，迪桑特外套品类的价格区间与始祖鸟相近，而鞋品类的价格区间与萨罗蒙相近。从产品品类来看，迪桑特主打滑雪类产品，和始祖鸟和萨洛蒙一样同属较为小众的运动细分市场。从迪桑特的表现来看，从 2016 年收购后算起，安踏花费了约 3 年时间进行梳理，最终于 2019 年年中实现盈亏平衡，因此，我们预计始祖鸟和萨洛蒙在中国的新开门店，可能需要 2-3 年时间实现盈亏平衡（2023-2024 年），然后才能在后续年份对安踏的报表产生正向贡献。

图 14: FILA 和迪桑特门店数变化



数据来源: 公司年报, 东方证券研究所

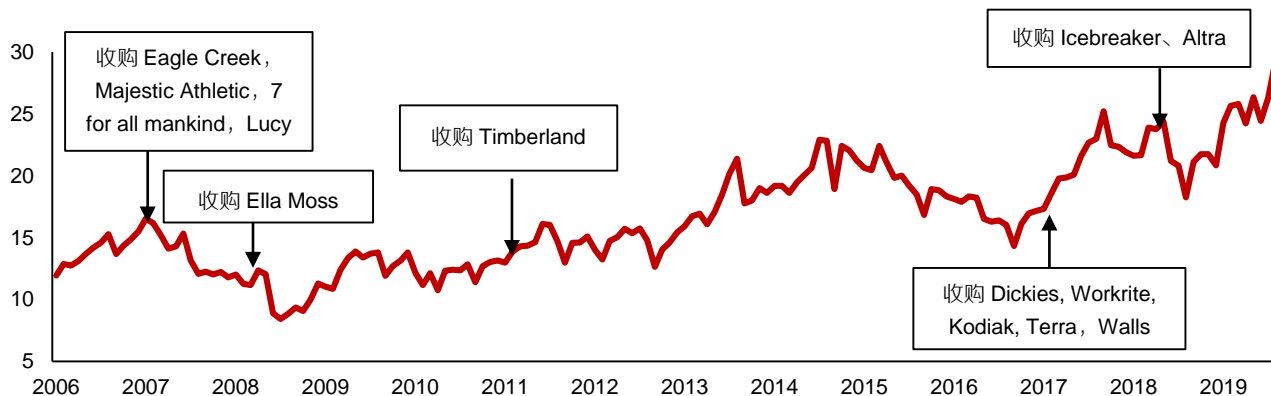
图 15: 迪桑特、始祖鸟和 FILA 的价位段比较(2020 年 5 月)



数据来源: 天猫, 东方证券研究所, 注: 鞋类不包括拖鞋, 红色柱子代表品类中的最高价和最低价范围, 黑点表示销量最多产品的价格

借鉴全球运动休闲巨头 VF 公司多品牌的发展历程, 我们认为 Amer Sports 旗下的优质稀缺多品牌将给安踏带来远期估值溢价。我们认为, 在运动服饰乃至整个服装赛道中, 多品牌运营成功的企业是极为稀缺的标的, 从 VF 的估值走势来看, 市场愿意给多品牌运营能力出色的公司额外的估值溢价。我们认为, 随着 Amer Sports 在中国区的逐步发力, 市场将进一步提升对安踏多品牌、国际化运营能力的认可, 估值水平也有望得到再次提高。

图 16: VF PE 估值趋势和品牌收购历史



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

为何李宁的短期估值比安踏高?

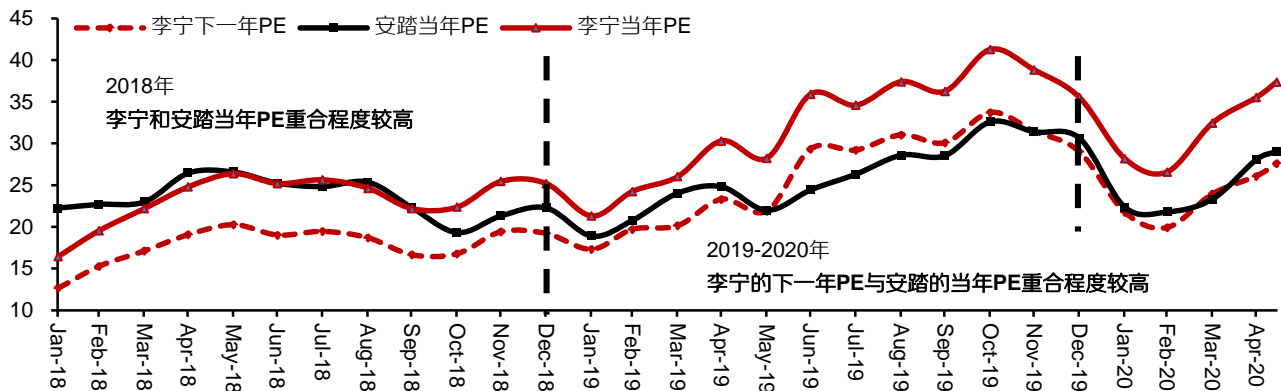
李宁盈利能力提升确定性较高, PE 隐含了对下一年增长的预期

如上文所述, 2015 年后李宁利润率水平提升逻辑清晰, 展望未来, 无论是和自己比还是和同行比, 在未来几年不犯大错的前提下, 4 pct 左右的利润率提升空间是真实存在且可能达到的。此外, 近两年公司管理层持续聚焦盈利能力提升, 在 2020 年疫情期期间, 全年净利润仍锚定 1-1.5% 的提升

目标。我们认为，正是因为净利润提升的相对确定性，使得投资者能往后“多看一年”，即当前的 PE 估值隐含了对下一年增长的预期。

具体来看，根据 Bloomberg 一致预期，2018 年李宁安踏的当年 PE 重合程度较高，基本都在 25 倍左右，从 2018 年后期开始至今，李宁当年 PE 不断提升，李宁下一年的 PE 与安踏的当年 PE 重合程度高，侧面证明了李宁比安踏的投资者“多看一年”的观点。

图 17：李宁和安踏 PE 水平比较



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

李宁品牌辨识度高，具有一定的原创稀缺性

在国内品牌中，公司更为注重原创和设计师文化，品牌辨识度高，在设计研发的能力相对更为突出。公司从创立之初就非常重视原创设计，创始人李宁始终认为原创是值得坚守和奋斗的事业。在公司成立 8 年后的 1998 年，就已建立了中国第一家服装与鞋产品设计开发中心，率先成为自主开发的中国体育用品公司，此后公司陆续在香港、波特兰、北京等地成立设计研发中心，夯实产品设计研发能力。因此，我们认为李宁在时装周中呈现的惊艳产品并不是一蹴而就的，而是源自于公司长期对原创设计的坚持和沉淀，帮助李宁在国潮崛起的风潮中把握先机。

另一方面，李宁品牌极具底蕴和内涵，在国内品牌中具有稀缺性。公司创始人李宁创造了世界体操史上的神话，先后摘取十四项世界冠军，赢得一百多枚金牌，1990 年，李宁退役后创立了以他本人命名的体育用品公司，长期霸占国内运动服饰第一品牌。2008 年，李宁作为北京奥运会最后一棒火炬手，空中漫步绕鸟巢一周点燃圣火，成为一代人的记忆，品牌底蕴深厚。

图 18：李宁登陆国际时装周概览（2018 年 2 月至 2019 年 6 月）



数据来源：网络图片，东方证券研究所

对标海外龙头，李宁安踏中期合理的估值中枢在哪里？

为什么李宁安踏可对标耐克阿迪等海外龙头？

我们认为，在国内品牌中，李宁安踏最有可能成为中国版的耐克或阿迪达斯，为了论证这个观点，本篇报告以行业结构的变迁为切入角度，回顾了运动服饰行业的发展历程，总结出运动服饰行业的三个发展阶段：

1、完全竞争市场（1990-2010 年）：

2010 年前的 20 年是运动服饰行业发展的黄金时代，参与者以晋江系公司为主（前身为耐克阿迪的代工厂），市场整体处于充分竞争时期。虽然行业整体仍然在起步阶段，但需求端非常旺盛，产品供不应求。在此阶段，我们认为公司能脱颖而出的关键在于全国性的营销广告和渠道布局，具体来看，一方面，各公司通过大手笔营销投入触达消费者心智，典型案例如安踏于 1999 年邀请乒乓球运动员孔令辉作为品牌代言人，配合“我选择，我喜欢”为口号的央视广告，迅速在全国打响知名度，公司当年付出的 380 万费用（其中代言费 80 万，广告费 300 万）带来了巨大的商业回报，并获得了同行的认可和效仿。另一方面，各公司通过快速扩张线下渠道方便消费者购买，行业发展迅速进入快车道。指标方面需密切关注公司营销费用、杠杆率和周转率等。

2、完全竞争向龙头市场过渡（2010-2018 年）：

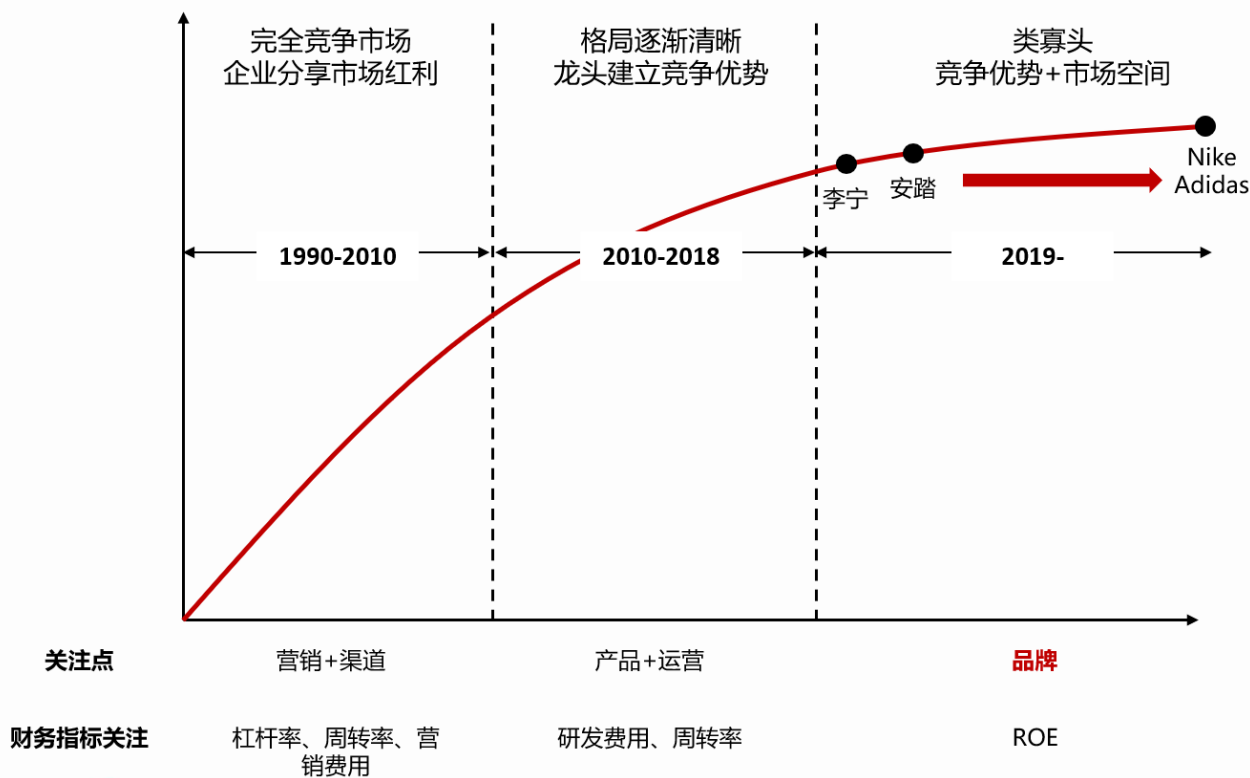
2010 年后行业经历了巨震，2010 年-2012 年本土龙头企业由于奥运后扩张过度，经历了库存危机，另一方面电商和快时尚品牌的冲击也加剧了衰退幅度。当行业走出衰退后，众多中小品牌被市场出清，头部效应非常明显，行业前四名耐克、阿迪达斯、李宁和安踏的市场份额迅速扩大，市场结构初步从完全竞争向寡头市场演变。在此阶段，2010 年前的市场玩法已经不再奏效，只有专注于做产品（代表企业李宁）和零售运营（代表企业安踏）的公司才能在行业衰退中胜出，指标方面需要密切关注研发费用、周转率等。

3、类寡头市场（2019 年-）：

2019 年后寡头市场初步形成，随着收入规模的扩大，国内头部品牌耐克、阿迪达斯、安踏和李宁在品牌和运营方面的护城河已初步形成（国内品牌市占率 Top 4），随着头部效应的加剧，二三线品牌追赶可能性进一步降低。

我们认为，国内市场的竞争格局已初步向国外市场靠拢，长期来看拥有真正品牌力的公司将最终胜出并获得估值溢价。国内头部企业中安踏和李宁是唯一真正实现品牌升级的运动服饰公司，其中安踏靠外延并购实现品牌升级（包括 FILA、迪桑特、始祖鸟和萨罗蒙），李宁本身的品牌辨识度就较高，并且依靠内生培育中国李宁品牌，抓住追求国潮的年轻人，实现品牌升级。从这个角度来看，如果发展势头能够延续，安踏和李宁最有可能成为中国的耐克和阿迪达斯。

图 19：中国运动服饰行业竞争格局演变



数据来源：东方证券研究所绘制

李宁安踏的中长期估值中枢在哪里？

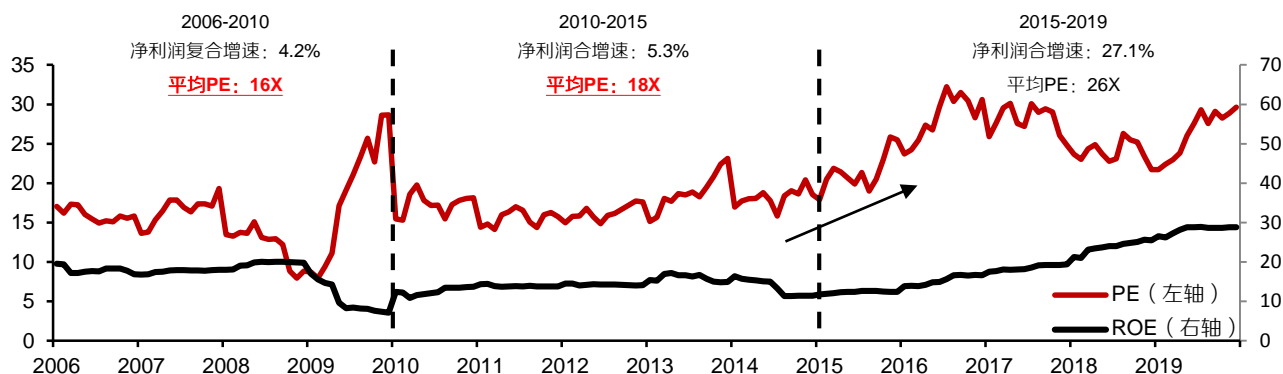
回顾耐克和阿迪达斯过去 15 年的 PE 走势和净利润增速，我们发现在绝大多数时期，净利润增速均低于当年的 PE 水平，从全球市场看，类似耐克阿迪这种成熟企业的估值并不适用传统的 PEG 框架，而更加契合 PB-ROE 框架，它们能获得高估值的可能原因如下：

- 1) 投资者愿意给市场竞争格局好、增长确定性高、竞争优势明显的行业龙头更高的估值溢价；
- 2) 耐克阿迪采取稳定分红回购的经营模式，由于成熟企业的外延并购和扩大产能的需求较少，因此分红、回购能提升账面资金的回报率水平，最大化股东和投资者利益。当耐克和阿迪达斯在 2015 年和 2016 年公布了回购计划后，ROE 在之后几年持续提升，拉动整体估值中枢上移。

反观李宁安踏，两公司近几年的净利润增速仍然大幅高于 PE，投资者的估值体系仍然以 PEG 为主。随着国内市场竞争格局的日益清晰，我们认为它们在估值层面也将逐渐向耐克阿迪靠拢。特别

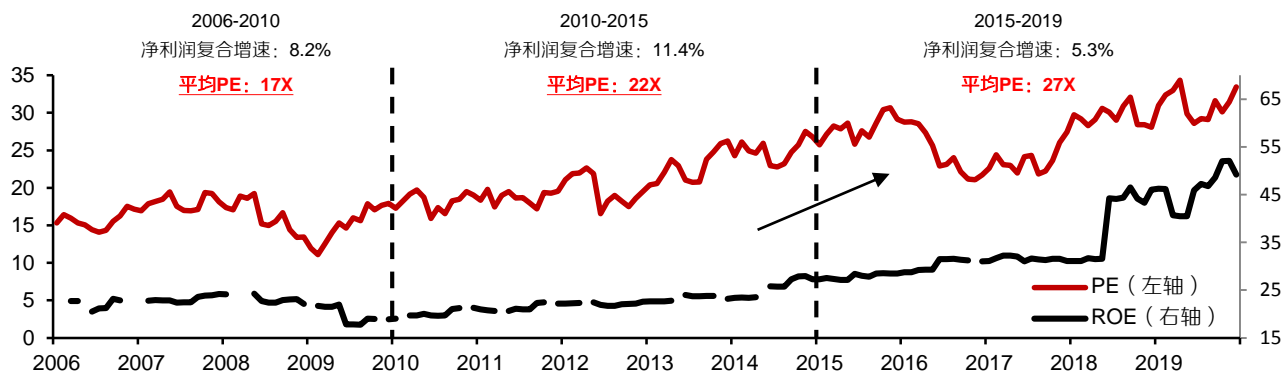
是 3-5 年后李宁安踏市场地位进一步巩固（伴随规模效应后的净利润增速逐步放缓），市场对两家公司的估值体系有望逐步从 PEG 切换至 PB-ROE。参考耐克和阿迪，李宁和安踏品牌的中长期估值水平预计不会出现大幅下滑，李宁有望维持在 25-30 倍的估值水平，安踏有望维持在 20-25 倍的估值水平（其中主品牌 20-25X，FILA 品牌 25-30X，Amer 旗下品牌 22-28X）。

图 20：阿迪达斯当年 PE 和 ROE 走势



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 21：耐克当年 PE 和 ROE 走势



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

展望未来，如何看待李宁和安踏的中长期投资价值？

市场中大部分投资者均认可李宁安踏未来的发展潜力，但是缺乏较为定量的讨论，本文尝试结合行业整体增速、竞争格局、公司未来规划和历史复合增速等因素，我们从 PE 估值和净利润增速两个维度切入做一个大致测算，具体如下：

李宁：

PE 估值：2024 年维持在 25-30X 左右

如前文所述，李宁中长期估值水平仍能有所支撑，但由于净利率提升逻辑已初步兑现，因此市盈率略微下滑至 25-30X；

净利润增速：2019-2024 年复合增速约为 24%

假设 1：未来五年收入复合增速为 14%，计算可得 2024 年收入预计为 270 亿；

假设 2：净利率提升逻辑兑现，2024 年净利率预计为 13.5%。

表 4：李宁 2024 年远期 PE 和净利润测算

	2019	2024E	说明
PE 估值假设：			
市盈率	32X	25-30X	如前文所述，中长期估值水平仍能有所支撑，但由于净利率提升逻辑已兑现，因此市盈率下降至 25-30X
净利润增速假设：			
李宁总收入	139 亿	270 亿	假定收入复合增速为 14%
净利率	9.1%	13.5%	净利率提升逻辑初步兑现（保守情形）
净利润	12.7 亿	36.4 亿	预计净利润年复合增速为 24%

数据来源：公司年报，东方证券研究所，2019 年净利润为扣除一次性与经营无关费用后的核心净利润

安踏：

PE 估值：2024 年安踏、FILA 和 Amer 的分别维持在 20-25X、25-30X 和 22-28X

如前文所述，中长期估值水平仍能有所支撑，暂不考虑多品牌运营对估值中枢的提升；

净利润增速：2019-2024 年复合增速约为 17%

假设 1：假定安踏主品牌和 FILA 未来五年收入复合增速分别为 9%和 18%，计算可得 2024 年收入预计为 269 亿和 413 亿；

假设 2：为计算简单起见，假定安踏和 FILA 净利率逐步趋同，2024 年净利率取 2017-2019 三年平均值；

假设 3：Amer Sports 贡献：根据五年规划推断（包括未来五年收入年复合增速为 10%-15%，息税前利润率 10%+，并且已考虑 PPA 和贷款费用），Amer Sports 在 2024 年约能贡献净利润 10 亿；

假设 4：迪桑特、可隆等品牌由于体量较小，暂不考虑这些品牌对市值的贡献。

表 5：安踏 2024 年远期 PE 和净利润测算

	2019	2024E	说明
PE 估值假设：			
安踏主品牌 PE	26X	20-25X	如前文所述，中长期估值水平仍能有所支撑
FILA 品牌 PE		25-30X	如前文所述，中长期估值水平仍能有所支撑
Amer 综合市盈率		22-28X	Amer 旗下优质品牌稀缺性较强
净利润增速假设：			
安踏主品牌收入	175 亿	269 亿	假定收入复合增速为 9%
FILA 收入	148 亿	413 亿	假定收入复合增速为 18%
综合净利率	16.6%	17.1%	2024 年净利率取 2017-2019 三年平均值，假定安踏和 FILA 净利率相同
安踏主品牌净利润		46 亿	
FILA 品牌净利润		59 亿	
Amer 贡献净利润		10 亿	根据五年规划推断（已考虑 PPA 和贷款费用）
净利润	53 亿	115 亿	预计净利润年复合增速为 17%

数据来源：公司年报，东方证券研究所

风险提示

（1）经济减速对运动服饰零售的可能影响：

经济减速将导致人均可支配收入增速下滑，会对品牌服装等可选消费品的销售造成不利影响。

（2）海内外疫情二次爆发的风险：

随着海内外国家逐步开始复工复产，不排除疫情可能会二次爆发，对品牌方业绩造成负面影响。

（3）国际并购和多品牌发展的管理挑战和财务波动：

安踏过去十年收购了众多优质品牌包括 FILA、迪桑特、可隆、Amer Sports 等，由于中西方文化和制度差异，可能对日常管理造成挑战，从而对安踏中短期业绩造成影响。

（4）李宁安踏未来业绩不及预期的风险：

文中对李宁安踏的中长期投资价值仅作为理论测算，未来收入和净利润增速与多因素相关，不确定性较大，存在不及预期的风险。此外，PE 估值可能会由于公司业绩不及预期和市场风格切换等因素而大幅下滑。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

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

投资评级和相关定义

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

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

免责声明

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

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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

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

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

