

安踏体育 (02020.HK)

集团化运营模式成熟，多品牌赋能长期增长

2023年1-2月份终端销售环比稳健复苏，同比增速在高基数上有所波动，全年来看消费复苏态势明显，安踏体育作为行业龙头之一，短期流水稳健增长，同时营运质量健康，2023年我们预计公司营收增长16%左右，利润率改善明显，本次报告旨在对公司投资价值以及长期驱动力进行分析。

安踏品牌：品牌向上推进中，同时DTC渠道效率有望逐步提升。2022年安踏品牌营收同比增长15%至277亿元，2018-2022年CAGR为18%。我们认为当前时点安踏正处于品牌向上过程，一方面安踏长期担任奥运会合作伙伴为品牌以及产品专业属性背书，同时强化与年轻消费者群体的联系提升品牌渗透率。在渠道方面，2020年品牌开启DTC转型计划，强化对于渠道的控制，以提升和改善零售效率，2022年DTC/电商/传统批发渠道收入占比分别为49%/35%/16%，混合运营模式门店数量超过7000家，我们认为随着消费环境稳定，经营效率提升，DTC渠道零售效率有望逐步提升。

Fila品牌：品类结构优化效果显著，进入高质量增长通道。2022年Fila品牌营收同比下滑1%至215亿元，2018-2022年CAGR为26%。我们认为当前Fila已经进入高质量增长阶段，渠道数量整体基本保持稳定（截止2022年Fila拥有线下门店1984家，比年初净关70家），品牌聚焦店效提升，通过“开大店关小店”优化店铺形象，同时在产品结构中拓展专业运动品类，强化对于网球、高尔夫、健身、瑜伽等小众运动的布局，通过产品结构的持续优化带动店效提升。

其他品牌：细分赛道景气度高，迪桑特和可隆体育高速增长。2022年公司其他品牌营收同比增长26%至44亿元，近两年在露营、徒步、滑雪等户外运动热潮的推动下，Kolon和迪桑特迎来黄金发展阶段，后续线下驱动仍将通过产品以及品牌影响力的提升驱动店效增长。

合营公司 Amer：合营公司发展顺利，“5个10亿欧元”计划加速推进。2022年合营公司AS Holding营收同比增长21.8%至240亿元人民币，全年公司分占合营公司盈利约2800万元，此前公司针对亚玛芬发展提出“5个10亿欧元”的计划，力争2024年Arc'teryx始祖鸟、Wilson威尔森、Salomon萨罗蒙、中国市场、DTC渠道分别实现10亿欧元的销售额，当前随着国际经济形势趋稳，公司将加速推进“5个10亿欧元”目标的实现。

盈利预测与投资建议：公司作为全球运动鞋服龙头之一，旗下多品牌布局成果显著，我们预计公司2023-2025年营业收入分别为622.62/727.61/833.41亿元，同比增长16%/16.9%/14.5%，归母净利润为95.53/114.41/136.84亿元，同比增长25.9%/19.8%/19.6%，现价对应2023/24年PE为27/23倍，维持“买入”评级。

风险提示：门店拓展与整改力度不及预期，消费环境复苏不及预期，多品牌运营及海外业务开展存在不确定性，人民币汇率变动带来业绩波动。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	49,328	53,651	62,262	72,761	83,341
增长率 yoy (%)	38.9	8.8	16.0	16.9	14.5
归母净利润（百万元）	7,720	7,590	9,553	11,441	13,684
增长率 yoy (%)	49.6	-1.7	25.9	19.8	19.6
EPS 最新摊薄（元/股）	2.84	2.80	3.52	4.22	5.04
净资产收益率 (%)	26.0	21.8	23.4	24.1	24.6
P/E（倍）	33.7	34.3	27.2	22.7	19.0
P/B（倍）	8.2	6.9	5.9	5.0	4.3

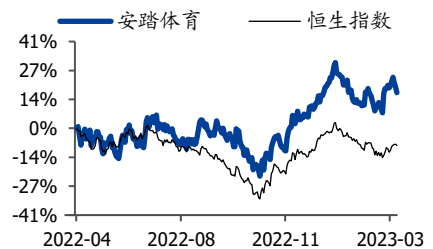
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2023年4月4日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	服装
前次评级	买入
4月4日收盘价(港元)	109.50
总市值(百万港元)	297,141.77
总股本(百万股)	2,713.62
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	5.70

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

研究助理 侯子夜

执业证书编号：S0680121070015

邮箱：houziye@gszq.com

研究助理 王佳伟

执业证书编号：S0680122060018

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《安踏体育 (02020.HK)：渠道库存健康，2023年增长可期》2023-03-22
- 《安踏体育 (02020.HK)：执行董事职能调整，管理体系进一步优化》2023-01-18
- 《安踏体育 (02020.HK)：2022Q4 流水波动，健康营运，2023 待复苏》2023-01-12

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	39902	42596	46260	53440	50479
现金	17592	17378	20471	24949	18851
应收账款及票据	3296	2978	4347	4748	5057
其他应收款	3280	2111	4115	3969	5291
衍生金融工具及短投	7748	10923	7988	8886	9266
存货	7644	8490	8817	10361	11427
其他流动资产	342	716	522	527	588
非流动资产	22766	26599	27158	28964	30421
权益性投资	9027	9343	9343	9343	9343
固定资产	3779	4774	5458	6122	6661
无形资产	6730	8114	9023	9863	10634
其他非流动资产	3230	4368	3334	3636	3783
资产总计	62668	69195	73418	82405	80900
流动负债	15943	26207	26328	27721	17285
短期借款	1748	12198	12198	12918	1580
应付账款及票据	3146	2750	3091	3621	4513
其他流动负债	11049	11259	11039	11181	11193
非流动负债	15062	5149	2695	3009	3233
长期借款	11425	492	394	295	197
其他非流动负债	3637	4657	2301	2714	3036
负债合计	31005	31356	29023	30730	20518
股本	261	262	262	262	262
股本溢价	4648	4681	4681	4681	4681
留存收益	24014	27942	33674	39967	47493
归属母公司股东权益	28923	34400	40132	46424	53951
少数股东权益	2740	3439	4263	5251	6432
负债和股东权益	62668	69195	73418	82405	80900

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	11861	12147	10853	11585	13649
净利润	7720	7590	10377	12428	14865
折旧摊销	3266	4464	991	1180	1374
财务费用	51	-98	433	377	44
投资损失	0	0	-150	-170	-200
营运资金变动	-282	-1598	-548	-2030	-2233
其他经营现金流	1106	1789	-250	-200	-200
投资活动现金流	-4669	-4774	-1150	-2617	-2431
资本支出	-1493	-1736	-3949	-1091	-988
长期投资	-3233	-3043	-991	-1180	-1374
其他投资现金流	57	5	3791	-345	-69
筹资活动现金流	-4947	-7841	-6611	-4491	-17316
短期借款	0	0	-433	343	-11382
长期借款	-2833	-4041	-98	-98	-98
股本增加	0	0	0	0	0
支付股利	-2411	-3752	-3821	-5149	-6158
其他筹资现金流	297	-48	-2258	413	322
现金净增加额	2245	-468	3093	4477	-6098

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	49328	53651	62262	72761	83341
营业成本	18924	21333	23364	26849	30503
其他经营费用	0	0	1557	1674	1917
销售费用	17753	19629	22227	26048	29419
管理费用	2928	3587	2241	2474	2834
财务费用	51	-98	433	377	44
利息收入	392	609	378	454	438
其他非经营性损益	376	-37	250	200	200
投资净收益	-81	28	150	170	200
营业利润	10074	9387	12839	15709	19025
其他收益及亏损	1166	1968	1280	1200	1200
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	11240	11355	14119	16909	20225
所得税	3021	3110	3741	4481	5360
净利润	8219	8245	10377	12428	14865
少数股东损益	499	655	824	987	1181
归属母公司净利润	7720	7590	9553	11441	13684
EBITDA	14557	15721	15543	18466	21642
EPS (元)	2.84	2.80	3.52	4.22	5.04

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	38.9	8.8	16.0	16.9	14.5
营业利润(%)	48.5	-6.8	36.8	22.4	21.1
归属于母公司净利润(%)	49.6	-1.7	25.9	19.8	19.6
获利能力					
毛利率(%)	61.6	60.2	62.5	63.1	63.4
净利率(%)	15.7	14.1	15.3	15.7	16.4
ROE(%)	26.0	21.8	23.4	24.1	24.6
ROIC(%)	18.1	15.8	19.4	20.3	25.3
偿债能力					
资产负债率(%)	49.5	45.3	39.5	37.3	25.4
净负债比率(%)	42.4	36.9	19.3	11.2	2.8
流动比率	2.5	1.6	1.8	1.9	2.9
速动比率	2.0	1.3	1.4	1.6	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	14.0	17.1	17.0	16.0	17.0
应付账款周转率	6.9	7.2	8.0	8.0	7.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.84	2.80	3.52	4.22	5.04
每股经营现金流(最新摊薄)	4.37	4.48	4.00	4.27	5.03
每股净资产(最新摊薄)	11.67	13.94	16.36	19.04	22.25
估值比率					
P/E	33.7	34.3	27.2	22.7	19.0
P/B	8.2	6.9	5.9	5.0	4.3
EV/EBITDA	18.0	16.8	16.7	13.9	11.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 4 日收盘价

内容目录

1.公司近况：销售复苏，库存改善.....	5
1.1 基本面：销售复苏态势显现，营运健康.....	5
1.2 估值分析：看好后续业绩驱动股价增长.....	6
2.战略回顾：管理架构完善，全球化战略推进.....	7
2.1 股权以及管理层架构：家族控股，管理层经验丰富.....	7
2.2 战略回顾：当前进入“单聚焦、多品牌、全球化”发展阶段.....	8
3.如何看待安踏体育长期竞争力？.....	11
3.1 安踏：品牌向上过程中，DTC 渠道效率有望逐步提升.....	11
3.1.1 品牌端：产品升级+大声量营销以提升品牌影响力.....	11
3.1.2 渠道端：线下 DTC 转型+门店结构优化，线上快速增长.....	15
3.2Fila：品类结构优化效果显著，渠道结构优化稳步推进.....	17
3.2.1 产品端：丰富品类结构优化，提升专业运动/鞋类占比.....	18
3.2.2 渠道端：线下提质增效，线上发力抖音直播业务.....	19
3.3 迪桑特和 Kolon：细分赛道景气度高，品牌市占率逐步提升.....	20
3.4Amer：加速推进 5 个十亿欧元计划.....	23
4.盈利预测与投资建议.....	24
5.风险提示.....	27

图表目录

图表 1：2021-2022 年各品牌流水增速（%）.....	5
图表 2：公司总市值及 Best 市盈率（亿元）.....	6
图表 3：安踏体育股权结构（%）.....	7
图表 4：公司管理层.....	7
图表 5：2008-2013 年公司营收以及业绩表现（亿元，%）.....	8
图表 6：2008-2013 年公司毛利率以及归母净利率（%）.....	8
图表 7：安踏体育平台化管理架构.....	8
图表 8：2014-2018 年公司营收以及业绩表现（亿元，%）.....	9
图表 9：2014-2018 年公司毛利率以及归母净利率（%）.....	9
图表 10：安踏体育事业部管理架构.....	9
图表 11：2019-2022 年公司营收以及业绩表现（亿元，%）.....	10
图表 12：2019-2022 年公司毛利率以及归母净利率（%）.....	10
图表 13：2018-2022 年安踏品牌营收及增速（百万元，%）.....	11
图表 14：2018-2022 年安踏品牌毛利率和经营溢利率（%）.....	11
图表 15：安踏跑鞋矩阵，数据截止 2023 年 2 月份.....	12
图表 16：安踏篮球鞋矩阵，时间截止 2022 年 2 月.....	12
图表 17：安踏儿童重点科技.....	13
图表 18：安踏为东京奥运会以及北京冬奥会打造冠军龙服.....	13
图表 19：安踏国旗款产品.....	14
图表 20：安踏冠军跑鞋.....	14
图表 21：安踏代言人白敬亭参加安踏活动.....	14
图表 22：安踏要疯 5.0 赛事露出.....	15
图表 23：安踏品牌分渠道营收表现（百万元，%）.....	15

图表 24: 安踏线下渠道门店数量 (家)	16
图表 25: 安踏混合运营模式门店数量占比及占比 (家, %)	16
图表 26: 安踏品牌 DTC 业务营收及占比 (百万元, %)	16
图表 27: 安踏电商业务表现 (百万元, %)	17
图表 28: 安踏抖音、小程序以及天猫平台	17
图表 29: 2018-2022 年 Fila 品牌营收及增速 (百万元, %)	17
图表 30: 2018-2022 年 Fila 品牌毛利率和经营溢利率 (%)	17
图表 31: Fila Golf 产品图	18
图表 32: Fila 线下门店开展 Glam-Fitness 健身社群活动	19
图表 33: Fila 代言人张钧甯穿着 Fila 女子健身产品	19
图表 34: Fila Kids	19
图表 35: Fila Fusion	19
图表 36: Fila 广州一号店铺	20
图表 37: Fila 门店数量 (家, 含 Fusion 和 Kids)	20
图表 38: Fila 抖音直播间	20
图表 39: 刘畊宏穿着 Fila	20
图表 40: 2018-2022 年公司其他品牌营收表现 (百万元, %)	21
图表 41: 2018-2022 年公司其他品牌毛利率/经营溢利率 (%)	21
图表 42: 迪桑特 DELTA LD 跑鞋, 缓震出色且方便穿脱, 适合铁三	21
图表 43: 迪桑特产品定价 (元)	21
图表 44: 可隆产品图	22
图表 45: 可隆产品定价 (元)	22
图表 46: 迪桑特代言人彭于晏、陈伟霆	22
图表 47: 可隆代言人刘诗诗、陈坤	22
图表 48: 迪桑特和 Kolon 门店数量 (家)	23
图表 49: 合营公司 AS Holdings 营收表现 (百万元)	24
图表 50: 安踏分占合营合营公司亏损 (百万元)	24
图表 51: 安踏体育营收拆分 (亿元, %)	25
图表 52: 公司利润率拆分 (%)	26
图表 53: 绝对估值法 (港元)	26
图表 54: 可比公司估值表	26

1. 公司近况：销售复苏，库存改善

1.1 基本面：销售复苏态势显现，营运健康

2022 年受消费环境波动影响，运动鞋服板块整体销售波动。安踏/Fila/其他品牌全年流水同比分别增长低单位数/下滑低单位数/增长 20-25%，安踏体育公司营收/业绩同比 +8.8%/-1.7%至 537/76 亿元，2023 年随着消费复苏趋势显现，同时公司库存层面健康，我们判断 2023 年公司有望实现亮眼增长。

- **零售层面：1) 安踏品牌：**2022 全年安踏品牌流水同比增长低单位数，在波动的环境下仍然实现稳健的增长，分季度来看 Q1/Q2/Q3/Q4 安踏品牌流水同比分别增长 10%-20%高段/下滑中单位数/增长中单位数/下滑高单位数；库存方面，我们预计截止 Q4 末安踏品牌库销比大约在 5+，基本保持稳定，进入 2023 年随着公司库存去化的逐步推进，我们预计目前安踏库销比比在 4-5 之间；**2) Fila 品牌：**2022 全年 Fila 品牌流水同比下滑低单位数，我们判断其下滑原因主要系 2022 高线城市客流受消费环境波动影响相对较大，分季度来看 Q1/Q2/Q3/Q4 Fila 品牌流水同比分别增长中单位数/下滑高单位数/增长 10%-20%低段/下滑 10%-20%低段；库存方面，我们预计截止 Q4 末 Fila 品牌库销比在 6 左右，进入 2023 年后，随着消费的逐步改善，Fila 库销比预计降至 4-5 之间；**3) 其他品牌：**迪桑特和 Kolon 体量目前仍然较小，同时年内滑雪、露营等户外运动发展火热，2022 年其他品牌流水同比实现 20%-25% 的亮眼增长。
- **报表层面：**2022 财年安踏体育营收同比增长 8.8%至 537 亿元，业绩同比下滑 1.7%至 76 亿元，受直营渠道折扣加深以及费用支出相对较大影响，受折扣加深和成本增加影响，毛利率/净利率同比分别-1.4/-1.5pct 至 60.2%/14.1%。

图表 1: 2021-2022 年各品牌流水增速 (%)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022A
安踏品牌	40-45%	35-40%	10-20%低段	10~20%中段	10-20%高段	中单位数下滑	中单位数	下滑高单位数	低单位数
Fila 品牌	75-80%	30-35%	中单位数	高单位数	中单位数	高单位数下滑	10-20%低段	下滑 10-20%低段	下滑低单位数
其他品牌	115-120%	70-75%	35-40%	30~35%	40-45%	20-25%	40-45%	10-20%低段	20-25%

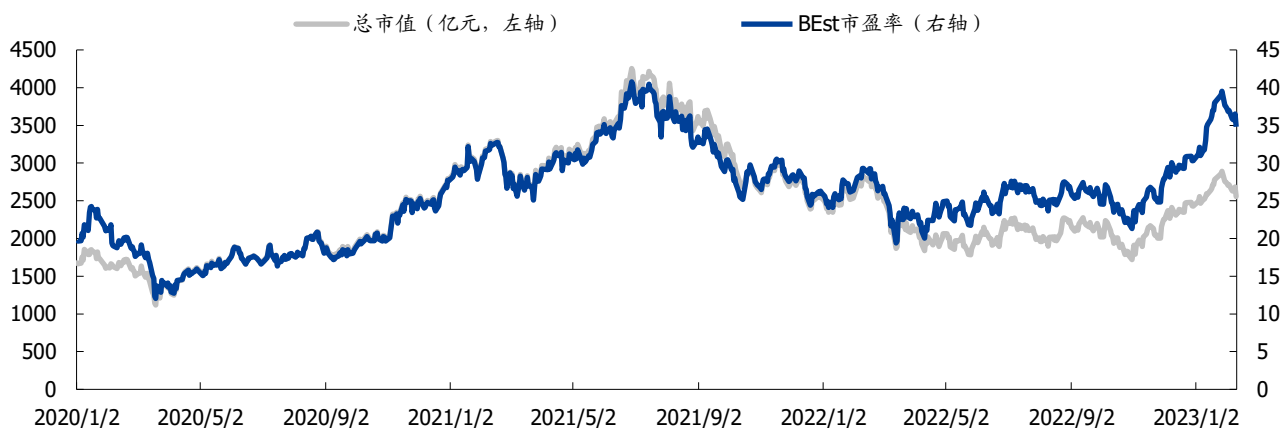
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2023 年我们预计公司收入增长 15%+，业绩增长 25%左右。进入 2023 年受益于客流改善以及假日消费刺激，运动板块终端流水环比改善明显，当前消费向好趋势明显，同时居民运动鞋服消费需求整体仍然较高。展望 2023 年 Q1，我们预计安踏品牌/FILA 品牌均实现正增长，我们看好 2023 年公司销售表现，考虑到基数效应后，我们判断公司收入的明显增长或将在 2023 年下半年体现出来，同时考虑到直营渠道折扣收窄以及费用率的降低，我们预计利润率或有提升，业绩增速在 25%左右。

1.2 估值分析：看好后续业绩驱动股价增长

2023 消费环境持续向好，同时业绩预期有望持续走高。我们对公司过去 3 年估值以及股价走势进行复盘，目前估值水平略高于过去 3 年平均水平，后续我们判断公司投资价值主要来源于消费环境复苏态势下，业绩有望实现超预期增长。

图表 2：公司总市值及 Best 市盈率（亿元）



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

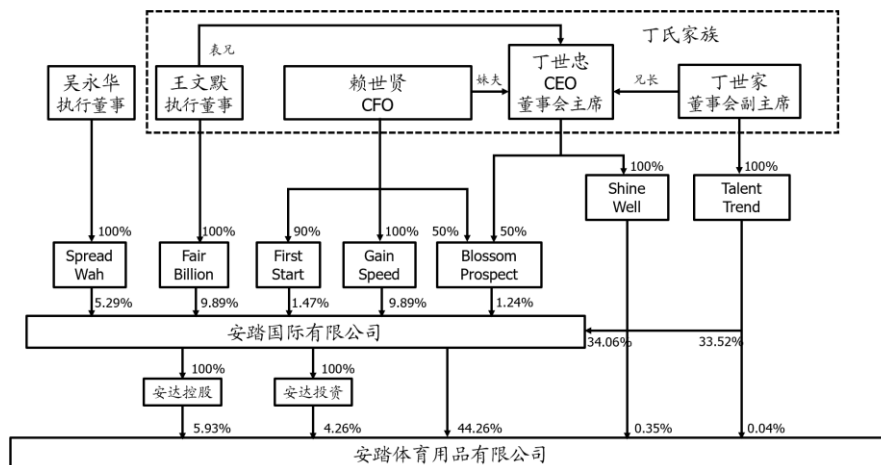
- **2020 年：**消费环境波动致使股价短期承压，后随着消费环境走强，股价反弹。2020 年初国内消费环境波动，公司终端销售受到影响致使股价下行，后随着国内消费复苏，市场预期回升带动股价表现回暖。
- **2021 年 3 月-7 月：“新疆棉”事件暴发，公司估值中枢上移。**2021 年 3 月新疆棉事件暴发，本土运动品牌公司流水增速亮眼，同时“新疆棉”事件为本土运动品牌提供发展契机，本土运动公司长期增长空间打开，估值中枢上移。
- **2021 年 8 月-2022 年 10 月：宏观环境低迷，市场情绪低迷。**2021 年下半年开始，新疆棉对于消费的影响逐步减弱，同时宏观环境低迷，公司短期流水以及业绩预期受到影响；同时在悲观环境下，市场情绪极度低迷，公司估值从高位回落。
- **2022 年 11 月至今：消费环境向好态势明确，估值回升。**公司估值自 2022 年 10 月触底后开始反弹，后续我们判断随着环境向好，公司业绩表现存在超预期空间。

2. 战略回顾：管理架构完善，全球化战略推进

2.1 股权以及管理层架构：家族控股，管理层经验丰富

安踏体育由丁世忠和丁世家先生及其两者家庭成员控制，股权结构稳定。截至 2022 年 6 月 30 日，安踏体育用品有限公司最大股东为安踏国际有限公司，直接+间接持股比例合计 54.45%，安踏体育采取家族控股方式，股权结构稳定，同时家族式管理提升公司经营效率以及经营稳定性。

图表 3：安踏体育股权结构（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2023 年 1 月公司发布执行董事管理职能调整公告，管理体系优化。自 2 月 1 日起丁世忠先生不再担任公司首席执行官，赖世贤与吴永华先生担任联席 CEO，其中吴总分管 Fila 品牌、赖总分管安踏以及其他品牌，郑捷先生继续担任亚玛芬 CEO。

图表 4：公司管理层

职务	主要职责
丁世忠先生 董事会主席、执行董事	在本集团企业战略、人才建设、企业文化、经营监督等事项上发挥核心领导作用，并直接管理本集团内部审计与监察职能及收购合并事宜。
丁世家先生 董事会副主席、执行董事	负责管理本集团生产职能。
赖世贤先生 执行董事、联席首席执行官	分管安踏品牌、除 Fila 品牌以外的所有其他品牌、集团采购以及集团的若干职能（包括人力资源、法务、投资者关系及行政管理等）。
吴永华先生 执行董事、联席首席执行官	负责 Fila 品牌管理、集团国际业务及集团若干职能（包括零售渠道管理及公共关系等）。
郑捷先生 执行董事、Amer Sports 首席执行官	负责 Amer Sports 相关业务。
毕明伟先生 执行董事、首席财务官	负责本集团的财务管理职能及若干中后台职能（包括业务流程管理及物流管理等）。

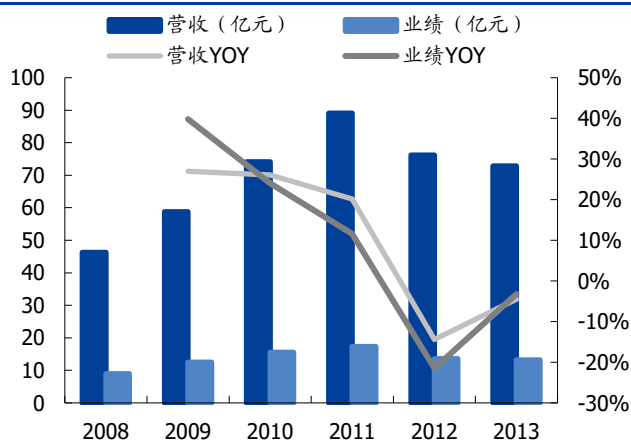
资料来源：品牌官网，国盛证券研究所

2.2 战略回顾：当前进入“单聚焦、多品牌、全球化”发展阶段

回顾公司过往，我们认为整体可以分为三个重要阶段：1) 2007-2013 年：2007 年公司上市快速发展，后面对行业性的库存危机，安踏品牌实施零售改革率先走出泥潭；2) 2014 年至 2018 年：在收购 Fila 之后，公司陆续收购 Sprandi、Descente、Kingkow 以及 Kolon Sport，逐步成长为多品牌集团，实施事业部管理架构；3) 2019 年至今：收购 Amer 开启全球化发展道路，管理架构由此前的事业部转变为平台化模式。

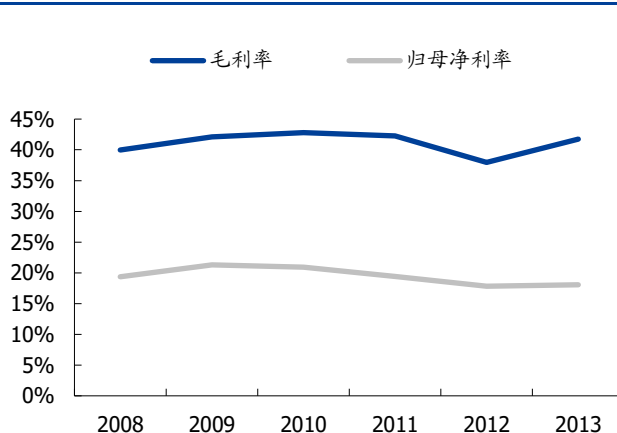
2007-2013 年：零售改革奠定安踏品牌增长基础。由于前期的粗放式扩张，2011 年运动鞋服行业受到沉重打击，渠道库存堆积，终端零售效率低下，在该背景下 2012 年公司收入/业绩下滑 14%/21%。面对业绩困境，公司在行业内率先开启零售改革，将销售重点从批发端转移至门店终端，改革后安踏集团财务指标快速恢复，并且超越行业平均水平，零售导向思维的建立为后续零售品牌的管理打下良好的基础。

图表 5：2008-2013 年公司营收以及业绩表现（亿元，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

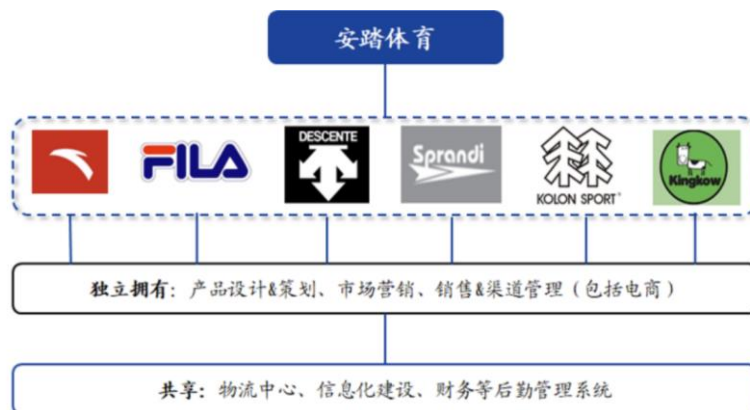
图表 6：2008-2013 年公司毛利率以及归母净利率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

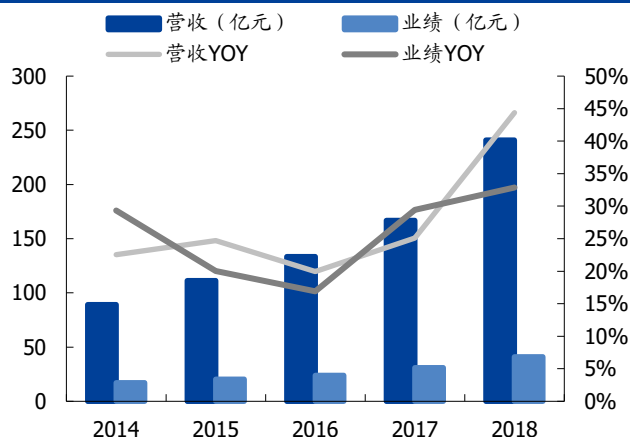
2014 年至 2018 年：实施“单聚焦、多品牌、全渠道”的发展战略，采用事业部制度进行多品牌管理，公司业绩规模快速扩张。2009 年公司收购 Fila，标志着多品牌战略的开端，后陆续收购 Sprandi、Descente、Kingkow 以及 Kolon Sport，公司逐步发展成为多品牌集团。在管理架构上，公司采用事业部制度进行多品牌运作，各个事业部分别负责各自品牌的研发设计、订货、电商运营，公司为各个事业部提供法务、信息、物流等综合性支持工作。

图表 7：安踏体育平台化管理架构



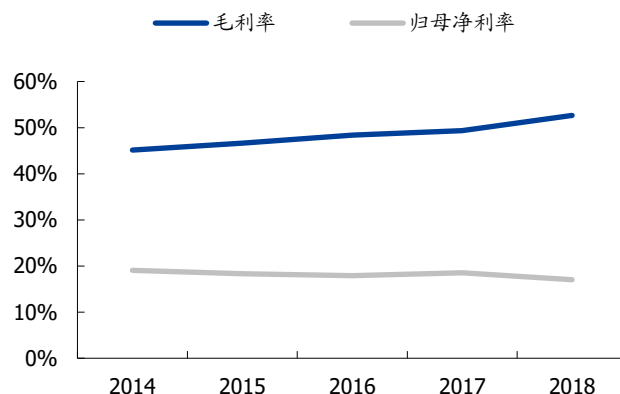
资料来源：国盛证券研究所绘制

图表 8: 2014-2018 年公司营收以及业绩表现 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

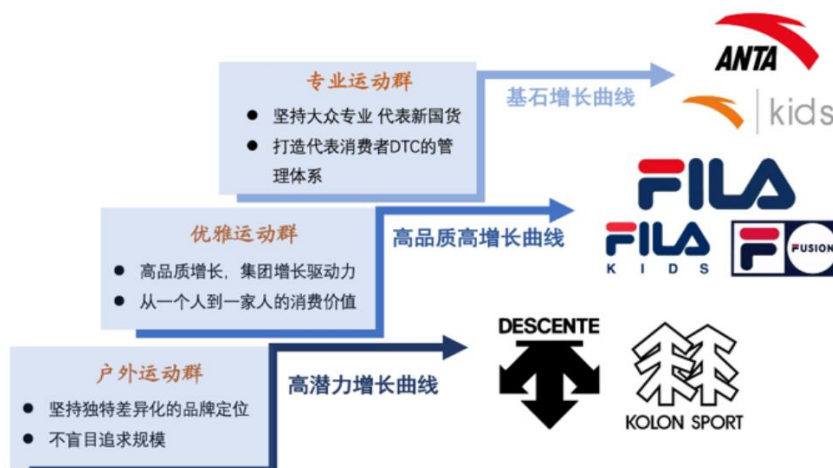
图表 9: 2014-2018 年公司毛利率以及归母净利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019 年至今: 进入“单聚焦、多品牌、全球化”发展阶段, 平台化管理架构赋能效率提升, 公司进入全新十年。2018 年安踏体育收购国际运动品牌集团 Amer, 集团下管品牌超过 20 个, 为提升管理效率, 充分发挥各品牌之间的协同功能, 公司将原有的事业部制转化为平台化管理架构, 成立专业运动品牌群(安踏、安踏儿童)、时尚运动品牌群(Fila 及其子系列)和户外运动品牌群(Descente、Kolon Sport、Amer), 各品牌事业群都有相应的设计、品牌、营销等职能; 同时为了支撑各品牌群发展, 公司搭建零售平台、供应链平台(鞋服采购和生产)以及职能平台(IT、财务、人力、研发等)。随着 Amer 运作的不断推进, 2021 年公司发布 2030 年发布新的十年长期战略规划, 此次新十年战略规划公司明确下一步的发展目标, 将“单聚焦、多品牌、全渠道”升级为“单聚焦、多品牌、全球化”。

图表 10: 安踏体育事业部管理架构

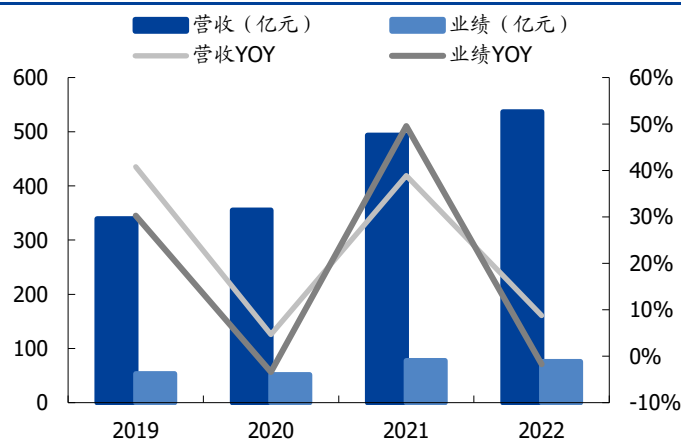


资料来源: 国盛证券研究所绘制

- **“单聚焦” & “多品牌”:** 公司作为多品牌运动集团, 依托旗下专业运动、时尚运动、户外运动矩阵, 持续聚焦运动鞋服赛道。同时充分发挥多品牌矩阵协同效应, 扎实深耕, 满足消费者多元化的运动需求。公司 2020 年提出多品牌发展曲线, 即以主品牌安踏为核心的“大众、专业、新国货”的基石增长曲线, 以 Fila 优雅运动为核心的高品质高增长曲线, 以 Descente 等国际户外品牌为核心的高潜力增长曲线。公司致力于 2030 年斐乐中国、迪桑特中国、可隆体育中国成为各自全球标杆市场。

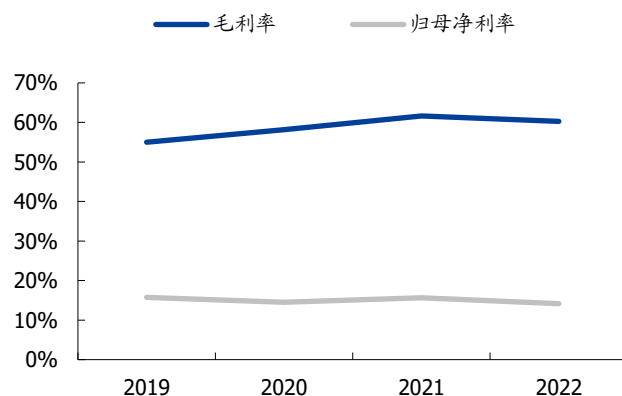
- “全渠道”转向“全球化”：这一转变标志着公司未来将深度参与全球运动市场竞争。根据公司披露，主品牌安踏将在新的发展时期逐步开拓国际市场，让安踏品牌代表中国品牌走向世界；与此同时 Amer 也将新的全球化征程中扮演更重要角色。2019 年在收购 Amer 后，公司针对其发展提出“5 个 10 亿欧元”的计划，即力争 2024 年 Arc'teryx 始祖鸟、Wilson 威尔森、Salomon 萨罗蒙、中国市场、DTC 渠道分别实现 10 亿欧元的销售额，后由于全球经济形势低迷，各方面的业务拓展短暂放缓，现随着全球形式趋稳，公司将加速推进 5 个 10 亿欧元目标的实现，并全力帮助 Amer 成为全球运动品牌的领导者。

图表 11: 2019-2022 年公司营收以及业绩表现（亿元，%）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 2019-2022 年公司毛利率以及归母净利率 (%)



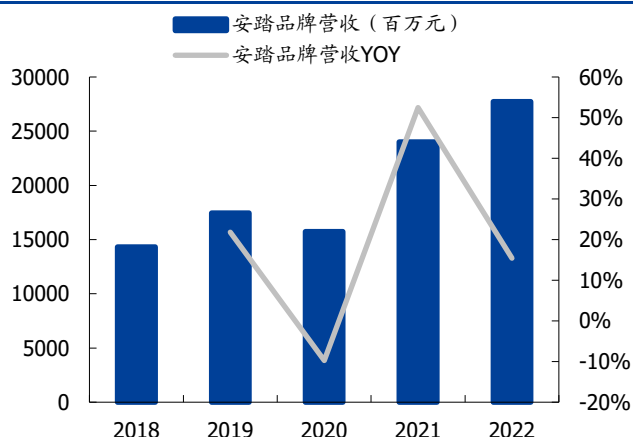
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.如何看待安踏体育长期竞争力？

3.1 安踏：品牌向上过程中，DTC 渠道效率有望逐步提升

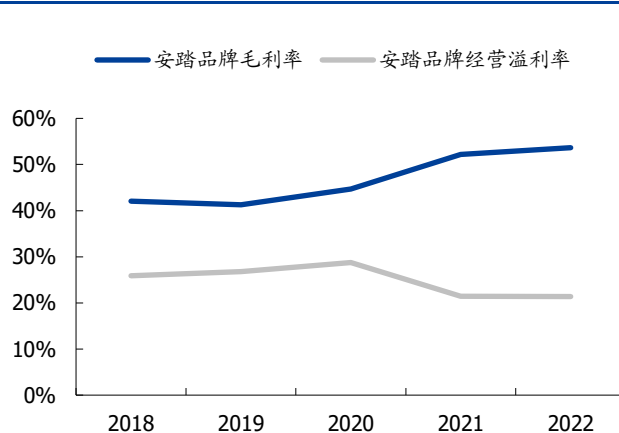
定位专业运动，公司基石品牌。2022 年安踏品牌实现营收 277.23 亿元，同比增长 15%，占集团营收比重为 51.7%，利润率层面，受 DTC 转型影响安踏品牌毛利率同比提升 1.5pct 至 53.6%，经营溢利率同比基本持平为 21.4%，安踏作为公司的支柱品牌，定位于专业运动，2021 年提出“品牌向上、专业为本”的赢领计划，为公司长期增长奠定基础。

图表 13：2018-2022 年安踏品牌营收及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 14：2018-2022 年安踏品牌毛利率和经营溢利率（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.1.1 品牌端：产品升级+大声量营销以提升品牌影响力

公司升级产品科技，为品牌向上提供依托。

作为专业性运动品牌，公司高度重视研发创新，目前安踏在中国、美国、日本、韩国、意大利等国家建立了设计研发中心，同时深化和清华大学等高校、研发机构以及优质供应商的合作，持续推动产品突破，过去 10 年公司研发费用支出占营收比重始终保持在 2.5% 左右。在产品应用方面，目前安踏主打跑步、篮球这两大最能体现品牌专业度的核心品类，逐步构建产品家族矩阵。

➤ **跑鞋：**跑鞋矩阵逐步形成，当前主力价格带集中在 300-500 元之间，后续产品升级有望推动价格带上移。安踏跑鞋按照功能划分可以分为轻质减负、稳定支撑、缓震回弹、提速变速以及极限竞速五大系列，在不同的价格带消费者可以根据自己的需求进行产品选择，根据天猫旗舰店数据，目前安踏跑鞋 SKU 多集中在 300-500 元之间。随着品牌研发实力的提升，系列产品也在进行更新迭代，驱动销售单价增长，公司预计到 2025 年安踏品牌跑鞋销量从 2000 万双提升至 4000 万双。

图表 15: 安踏跑鞋矩阵, 数据截止 2023 年 2 月份

价格带	商品	定价 (元)	重点科技	主打功能	跑者类型
300-500	能量环	339	aloop 能量环结构缓震	缓震回弹	0-5Km
	绵绵弹 2	399	Viger Foam 泡棉	缓震回弹	0-5Km
	柔软柱	399	柔软柱结构缓震	缓震回弹	0-5Km
	毒刺 4	399	ashock lite 泡棉	缓震回弹	6-20km
	火星泡棉	439	火星泡棉	缓震回弹	6-20km
	氢跑 4.0	499	flash lite+火星泡棉	轻质减负	0-5Km
	羚跑 3	499	aflash form 泡棉	速度训练	6-20km
	火箭 4	499	aflash form+++泡棉	速度训练	6-20km
	柏油路霸	549	ETPU 中底布+50 度硬度 EVA 中底	稳定支撑	6-20km
600-700	C37 3.0	599	C37+氮科技双中底泡棉	缓震回弹	0-5Km
	弹力胶	599		缓震回弹	0-5Km
	C100	599	氮科技+H 型稳定片	缓震回弹	6-20km
	马赫 3	599	氮科技+go zone 助推器	速度训练	6-20km
	创跑 3.0	699	氮科技+碳管悬架中底	缓震回弹	6-20km
800+	C202 4	799	氮科技+X 型抗扭片	极限竞速	20Km+
	C202 GT2	999	双层氮科技+铲型碳板+CPU 耐磨大底	极限竞速	20Km+

资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所, 仅供参考

- **篮球鞋:** 篮球鞋分为 **400-600 元、800-1000 元** 价格带, **更强性能+内容打造驱动吊牌价提升**。目前品牌在售篮球鞋主要分为 400-600 元、800-1000 元两个价格带, 我们认为高价位带产品具有两大特点: 1) 产品性能更强, 800-1000 元价位带产品均搭载有安踏最新的科技“氮”以提升产品的缓震和回弹性能, 同时出于强化球鞋稳定性的考虑中底也普遍装置有抗扭片或者碳板; 2) 具有丰富的内容属性, GH3、KT8 是安踏分别为 NBA 球星海沃德、汤普森打造的个人签名鞋, 水花 4 是 KT 系列的支线, 狂潮 4 是安踏“要疯”赛事的 IP 产品。随着实战性能的提升, 以及更多具有浓厚内容属性的产品推出, 安踏预计到 **2025 年** 篮球鞋销量从 **600 万双** 提升至 **1200 万双**。

图表 16: 安踏篮球鞋矩阵, 时间截止 2022 年 2 月

价格带	商品	定价 (元)	重点科技	球员类型
400-600	神盾 1	399	后置半掌气垫	力量型球员
	轻骑兵 7	469	A-FlashBubble 中底	速度型球员
	水泥泡泡 2	549	A-FlashBubble 中底、Ashock 稳定系统	速度型球员
	见山 2	549	A-Flashedge 中底	全能型球员
	泡泡弹	599	A-FlashBubble 中底、水泥克星大底	速度型球员
	霸道	649	火星泡棉中底、Smart SAM 吸震模块、水泥克星大底	力量型球员
800-1000	GH3	799	Harness 鞋面锁定系统、A-FlashEdge 中底、前掌氮、抗扭片	速度型球员
	狂潮 4	799	动形线组鞋面、全掌氮、碳纤维抗扭片、水泥克星大底	速度型球员
	水花 4	799	前掌氮、抗扭片	速度型球员
	ZUP1	799	Harness Line 锁定系统、双层氮、碳纤维抗扭片	全能型球员
	KT8	999	3D 模压可变鞋帮、全掌氮、全掌异型碳板、抗扭片、Smart SAM 吸震模块	全能型球员

资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所, 仅供参考

- **安踏儿童具有先发优势，专业科技应用提升品牌竞争力。**安踏儿童创立于 2008 年，具有先发优势，同时品牌以专业运动为导向，主要产品聚焦跑步、篮球、足球品类，将成人科技应用在儿童产品中（例如专业儿童竞速跑鞋骇浪 PB，应用国家队同款氮科技），持续提升产品的功能以及保护属性。安踏将儿童跑鞋分为“潮跑（0-5KM）、校园跑（6-20KM）、专业竞速（20KM+）”三大类，将篮球鞋分为“室内保护（射手型球员）”室外突破（突破型球员）“两大类，不同类别搭载差异化的运动科技，产品矩阵清晰明确，满足儿童运动多样化需求。公司预计到 2021-2025 年儿童店效高速增长，线上业务占比超过 40%。

图表 17：安踏儿童重点科技

	科技	特性
服装科技	荷雨翼科技	面料具有一定的防水、防水性污渍，透湿性好，小朋友无惧风雨、不怕污渍，运动中保持干爽、舒适。
	三防科技	3-4 级防水，淋雨 30 秒面料表层不挂水珠，4 级防油，4-5 级防污。
	动型科技	采用 3D 立体组织结构编织面料，保持了柔软轻盈触感的同时又挺括有型。
鞋类科技	犟弹科技	专为儿童研发的犟弹科技材质，加持爬式橡胶，回弹度提升约 33%，柔软度提升约 20%。
	仿生足弓科技	在辅助支撑，有效防止扁平足的同时，帮助内侧纵弓形成。
	碳板科技	骇浪 PB 儿童竞速跑鞋专为青少年跑者量身定制轻质碳板，无需太大力量即可轻松驾驭，相应更迅猛。
配件科技	光变科技帽	专为儿童夏日防晒设计，室内无紫外线照射下，帽檐呈现较高透明度，室外强紫外线照射下，帽檐会迅速由浅色变为深色。
	凉感抗菌袜	采用薄荷纤维纺织成纱线，具有凉感抗菌双功能，凉感系数达到 0.21（标准是 0.15），抗菌等级达到最高 AAA 级。
	平衡减压书包	背负时，书包内置弹簧产生形变，重力下压，弹力上升，走跑间带动书包在背部上下弹动，而非把压力转移到腰背，双肩压感真正变轻。

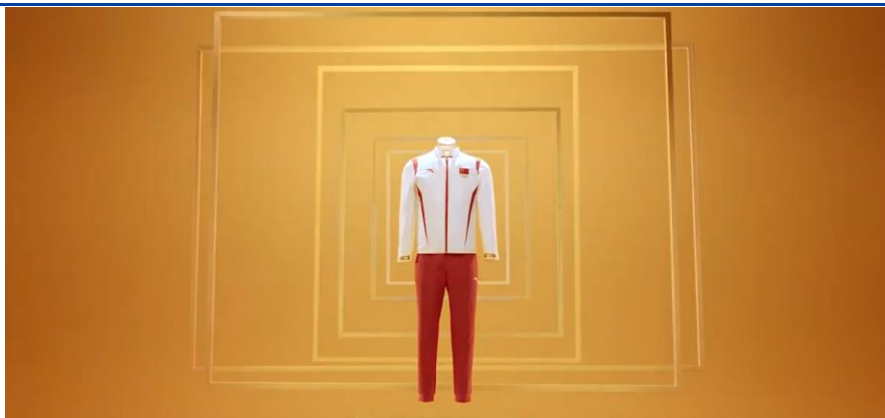
资料来源：天猫旗舰店，国盛证券研究所

顶级赛事合作，奥运科技和大众服饰相结合，推动品牌向上。

安踏自 2009 年开始成为中国奥委会合作伙伴，为国家队打造比赛装备以及领奖服，借助奥运周期提升品牌曝光，同时依托战略合作伙伴身份，安踏将奥运科技和大众穿着相结合，实现产品升级和品牌向上。

- **10 年奥运赞助史，品牌知名度持续提升。**2009 年安踏首次成为中国奥委会官方合作伙伴，2017 年成功续约并成为 2021 年东京奥运会以及 2022 年北京冬奥会官方合作伙伴，一系列举措下，“安踏”二字已经与“奥运”紧密联系在一起。

图表 18：安踏为东京奥运会以及北京冬奥会打造冠军龙服



资料来源：品牌微博，国盛证券研究所

- 凭借奥运身份，打造国旗款以及冠军系列鞋服，实现奥运科技大众化。公司凭借奥运会合作伙伴身份，逐步加强与奥运相关产品的打造，例如安踏×冬奥特许国旗款运动服饰，该系列产品打造将安踏和奥运深度绑定，极大的拉升了品牌调性，同时系列产品本身在面料以及版型上均体现安踏最强的实力，2021 年开始在原有国旗款的基础上，公司推出高端“冠军系列”以及“冠军店”，“冠军系列”既包含国旗款、也包含其他商务、休闲、专业运动品类。同时，安踏也在致力于将奥运选手装备科技应用在大众产品中，2022 年 8 月安踏推出“冠军跑鞋”，该鞋款以中国国家队运动员跑步训练用鞋为蓝本，应用氮科技和碳管悬架结构，缓震性能和稳定性能优越。

图表 19: 安踏国旗款产品



资料来源：品牌微博，国盛证券研究所

图表 20: 安踏冠军跑鞋



资料来源：品牌微博，国盛证券研究所

当前 Z 时代年轻消费群体成长在中国经济腾飞的阶段，对于民族品牌的认可度更高，趁此机会安踏通过品类拓展、针对性营销手段提升品牌在年轻消费群体中的渗透程度，占据年轻消费群体心智。

- 逐步丰富产品品类，推出滑板、街舞产品线。当前在篮球领域，安踏通过对汤普森系列的运营已经形成了领先行业的品牌力和产品力，在篮球爱好者中知名度和认可度高。近年随着滑板、街舞在年轻群体中的风靡，安踏逐步开始对相关领域进行布局，2022 年安踏推出“鳌跃”滑板鞋（售价 599 元），同时借助代言人王一博提升品牌在街舞圈中的曝光度。
- 打造完善的代言人矩阵，让年轻人代表品牌。目前安踏代言人矩阵包括谷爱凌、关晓彤、王一博、白敬亭等，代言人矩阵中既包括专业运动员，也拥有顶级流量爱豆，且均为年轻群体的关键意见领袖，借助代言人的影响力，安踏实现品牌焕新。

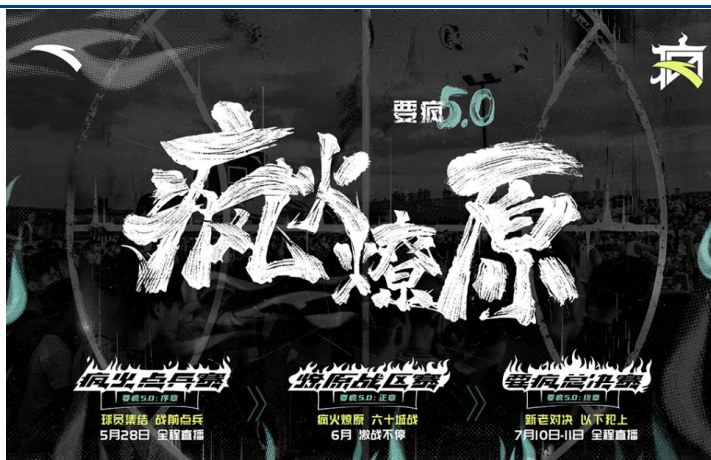
图表 21: 安踏代言人白敬亭参加安踏活动



资料来源：安踏微博，白敬亭工作室微博，国盛证券研究所

- 借助自有赛事，加强和年轻群体的互动。自 17 年开始安踏每年定期举办草根篮球赛事“要疯”，并为参赛选手提供产品支持，“要疯”赛事的举办为安踏提供了直接面对消费者的机会，通过该比赛提升安踏篮球在青少年、青年等多个年龄群体中的影响力，同时也让安踏更了解目标受众的需求，并在此基础上对产品进行革新。

图表 22: 安踏要疯 5.0 赛事露出



资料来源：安踏公众号，国盛证券研究所

3.1.2 渠道端：线下 DTC 转型+门店结构优化，线上快速增长

安踏品牌渠道结构均衡，未来以效率提升作为增长的核心动力。2022 年安踏品牌线下渠道整体营收占比在 65.1%，线上渠道营收占比为 34.9%。线下门店数量为 9603 家（成人门店 6924 家，儿童门店 2679 家）。从当前门店体量上看，我们认为目前安踏大货门店数量基本保持稳定，后续业务规模扩张主要来源于店效的提升。电商渠道发展较早，且保持较快的增速，熨平线下销售的波动。

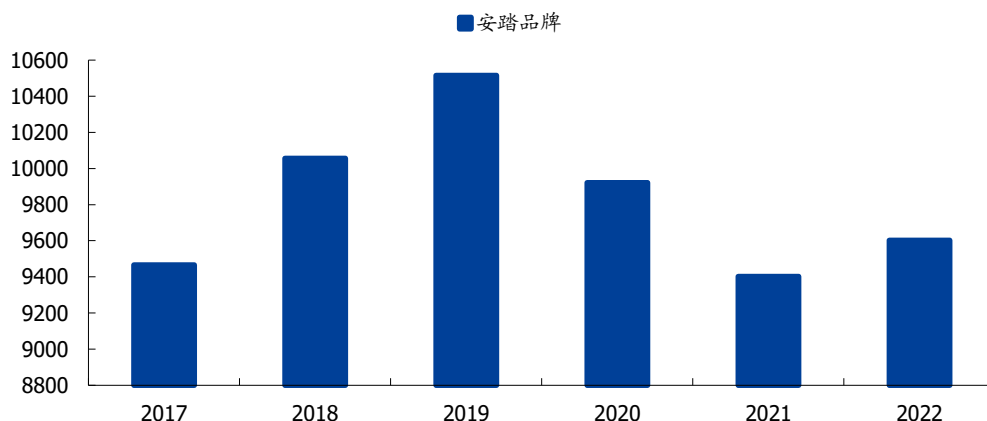
图表 23: 安踏品牌分渠道营收表现（百万元，%）

	2020H1		2020H2		2021H1			2021H2			2022H1			2022H2		
	营收	占比	营收	占比	营收	增速	占比	营收	增速	占比	营收	增速	占比	营收	增速	占比
DTC	-	-	1463	16%	3703	-	35%	4851	232%	36%	6640	79%	50%	7047	45%	49%
电商	2118	31%	2970	33%	3609	70%	34%	4612	55%	34%	4569	27%	34%	5108	11%	36%
传统批发及其他	4659	69%	4539	51%	3266	-30%	31%	3971	-13%	30%	2151	-34%	16%	2208	-44%	15%
合计	6777	100%	8972	100%	10578	56%	100%	13434	50%	100%	13360	26%	100%	14363	7%	100%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

线下渠道：DTC 转型以提升渠道效率，门店结构优化。2020 年开始公司推进渠道模式 DTC 转型，同时逐步提升高线城市以及购物中心门店数量占比。2022 年安踏品牌 DTC 营收同比增长 60%至 136.87 亿元，占比 49.4%，占比提升 13.8pct，线下门店数量为 9603 家（成人门店 6924 家，儿童门店 2679 家）。

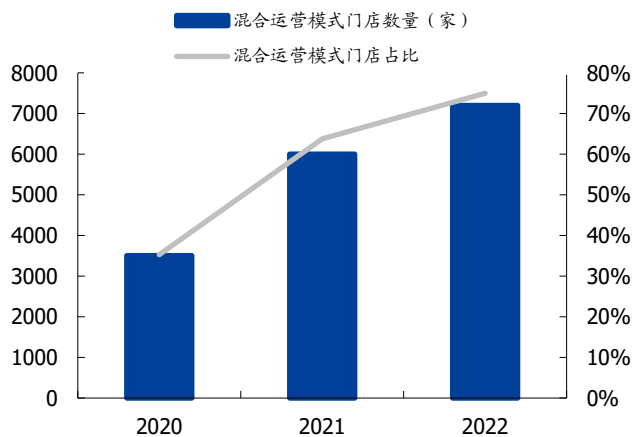
图表 24: 安踏线下渠道门店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

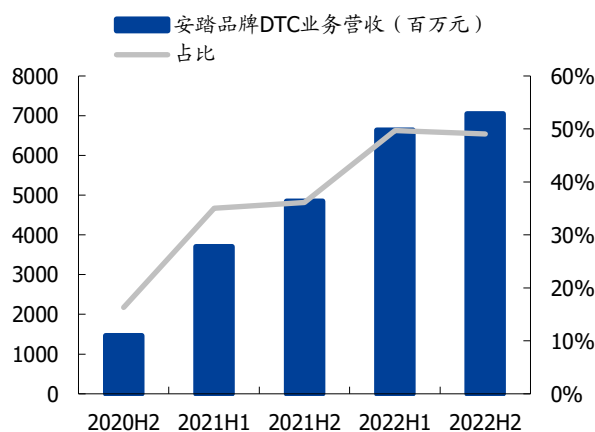
- **DTC 转型门店利润率仍有提升空间。**2020 年下半年开始, 安踏逐步推动线下门店 DTC 转型, 强化门店管控, 提升终端零售效率, 目前转型顺利, 根据公司披露截止 2022 年, 约有 7200 家门店采取混合营运模式, 其中安踏成人门店为 5100 家 (44% 公司直营, 56% 加盟商按照安踏标准营运), 安踏儿童门店为 2100 家 (67% 公司直营, 33% 加盟商安踏标准营运)。DTC 转型后公司对于门店货品掌控程度提升, 各类型门店之间货品调拨力度加大, 从而帮助安踏品牌在流水波动态势下仍保持健康的折扣水平。从绝对数量来看我们判断目前 DTC 门店数量基本稳定, 后续转型门店数量预计相对较少。然而从经营效率上来看, 过去两年门店各方面运营受到限制, 因此目前 DTC 门店利润率仍相对较低, 后续随着消费环境向好, 门店运营效率提升, 利润率仍存在提升空间。

图表 25: 安踏混合运营模式门店数量占比及占比 (家, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 安踏品牌 DTC 业务营收及占比 (百万元, %)

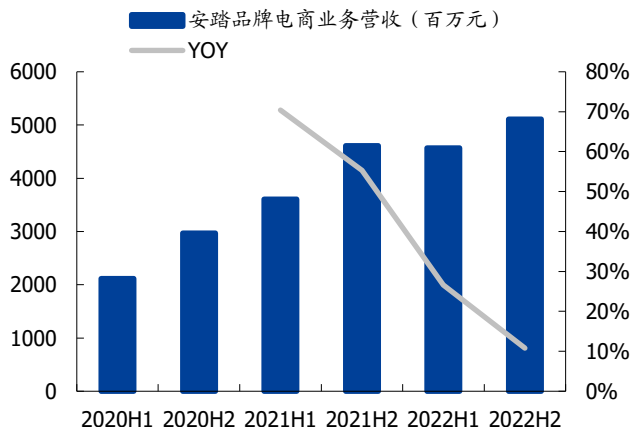


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **品牌加大对于高线城市以及购物中心布局力度, 升级门店形象, 实现调性提升。**对于门店开拓, 我们认为公司当前秉持着收缩低效店铺, 新开高质量大店的原则推进, 对于新开店布局上, 公司为逐步加大购物中心和高线城市的门店布局占比, 公司预计到 2025 年一至三线城市流水占比超过 50%, 购物中心店铺数量较 2021 年翻倍。同时针对现有位置的门店, 公司加大门店形象改善力度, 根据我们跟踪目前安踏已经在推进十代店铺建设。我们判断该门店结构以及形象的优化有助于安踏品牌调性的提升, 同时帮助品牌进一步向上覆盖高端消费群体, 带来增量销售。

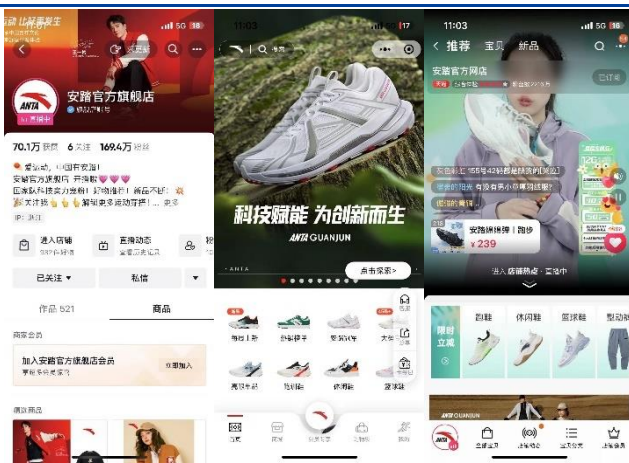
电商业务：对于利润率的重视程度得到提升，同时品牌加大对于新电商平台的布局和运作力度。2022 年安踏品牌电商业务营收同比增长 18%，保持快速增长势头，占比小幅提升 0.7pct 至 34.9%。我们认为下一阶段，安踏对待线上渠道的方向有两个：1) 注重电商渠道利润率的提升，目前电商平台仍以专供款为主，我们判断专供款比例后续有望下降，另外随着公司整体库存管控效率的提升，电商渠道折扣也有望收窄。2) 加大抖音、得物、官网等新平台的建设力度，借助直播业务赋能线上销售，同时通过小程序实现线下门店和线上销售的结合。

图表 27: 安踏电商业务表现 (百万元, %)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 28: 安踏抖音、小程序以及天猫平台

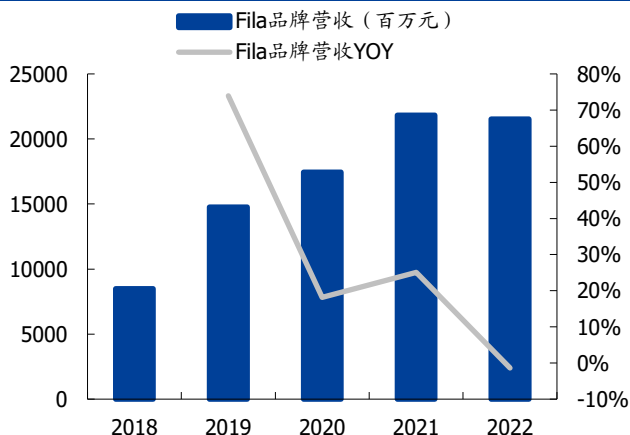


资料来源：抖音、小程序以及天猫平台旗舰店，国盛证券研究所

3.2 Fila: 品类结构优化效果显著，渠道结构优化稳步推进

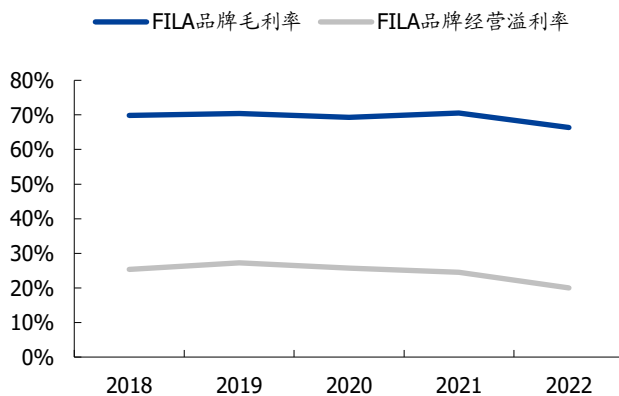
Fila 从高速增长阶段转向高质量增长阶段，后续品类结构+渠道效率优化持续推进。2022 年 Fila 营收同比下滑 1% 至 215.23 亿元，占公司营收比重为 40.1%，由于终端折扣的加深经营溢利率同比下滑 4.5pct 至 20%，我们判断目前 Fila 正从高速增长阶段转向高质量增长阶段，在之后的发展过程中 Fila 将继续坚持品牌高端定位，产品结构顺应消费需求的变化进行调整，同时线下渠道提质增效，线上业务快速增长。

图表 29: 2018-2022 年 Fila 品牌营收及增速 (百万元, %)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 30: 2018-2022 年 Fila 品牌毛利率和经营溢利率 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

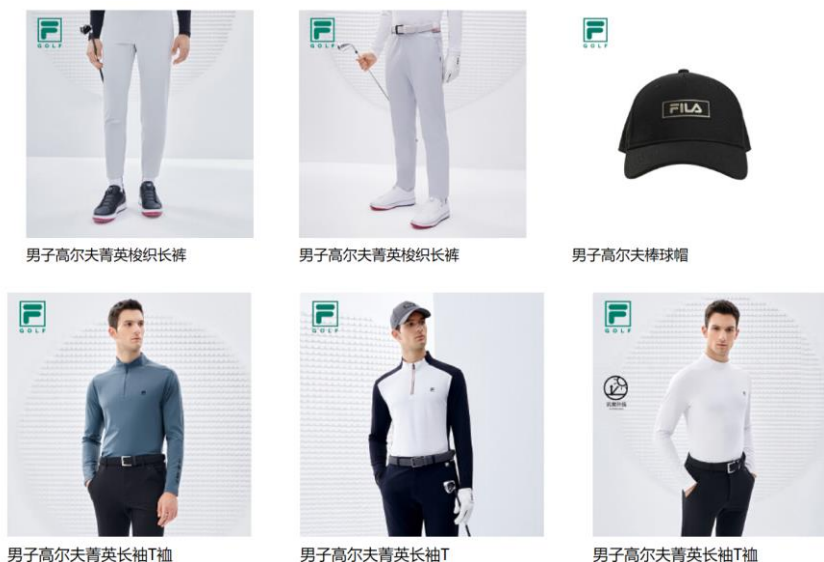
3.2.1 产品端：丰富品类结构优化，提升专业运动/鞋类占比

当前居民消费偏好转移，功能性专业运动产品受到青睐。在过去两年消费环境的波动态势下，居民消费需求崇尚实用以及功能性主义，反映在运动鞋服消费中，专业运动产品相较于运动生活类产品更加受到青睐，市场上以专业运动为主打的小众运动品牌，例如 Lululemon、昂跑、Hoka 发展迅速，在传统运动品牌中，主打功能性的鞋类产品相较于服装类产品，营收增速也更快。

Fila 立足高端定位，拓展专业运动品类，优化鞋服结构。我们认为目前 Fila 品牌力仍旧处于行业领先水平，从 2021 年起 Fila 着手对品类结构进行调整，从品牌基因中挖掘专业品类元素，强化对于网球、高尔夫、健身、瑜伽等小众运动的布局，同时在鞋服结构中适度增加鞋产品占比，根据我们跟踪鞋类产品实际销售表现优异。

- **高尔夫：签约高尔夫球员提升品牌影响力。**目前 Fila 高尔夫产品已经较为丰富，产品在部分大货旗舰店进行陈列，同时在高端高尔夫球场开设 Fila Golf 独立门店进行销售，根据品牌官网数据，Fila 高尔夫长裤定价在 1500 元人民币左右，长袖 Polo/针织衫定价在 1000-1500 元之间，整体处于行业内较高水平。在营销层面，2022 年 Fila Golf 携手中国高尔夫领军人物冯珊珊、国家级技术教练以及新生代菁英球员们成立新星菁英团，提升品牌在高尔夫领域的影响力。

图表 31: Fila Golf 产品图



资料来源：品牌官网，国盛证券研究所

- **女子健身：重视情感以及社群营销。**Fila 于 2018 年推出专业运动 Fila Athletics 支线，早期主推网球以及高尔夫运动服饰（现高尔夫已经归属于 Fila Golf），后丰富女子健身品类，2022 年 Fila 签约著名女演员张钧甯作为品牌代言人，借助其在社交平台上的影响力推广女子健身产品，随着新时代女性价值观的重塑，Fila 于网络上发起“Fila 拿铁女孩”计划，鼓励女性群体将运动作为一种生活方式，同女性消费者建立情感连接，同时 Fila 在线下门店开展一系列 Fila GLAM-FITNESS 健身社群活动，教授女子瑜伽课程，并鼓励更多的女性消费者加入“Fila 拿铁女孩”计划，强化品牌与客户之间的粘性，提升消费者忠诚度。

图表 32: Fila 线下门店开展 Glam-Fitness 健身社群活动



资料来源: 品牌微博, 国盛证券研究所

图表 33: Fila 代言人张钧甯穿着 Fila 女子健身产品



资料来源: 品牌微博, 国盛证券研究所

Fila Kids/Fusion 发展顺利, 贡献高增速。面对崛起的儿童和年轻消费市场, Fila 陆续推出 Fila Kids 和 Fila Fusion 系列, 提供高端童装和高端年轻潮流服装产品, 根据我们跟踪, 当前两个子系列产品表现优秀, 市场认可度和影响力不断提升, 通过产品的不断丰富 Fila 已经从一个人的品牌成长为影响一家人的品牌。

图表 34: Fila Kids



资料来源: 品牌微博, 国盛证券研究所

图表 35: Fila Fusion



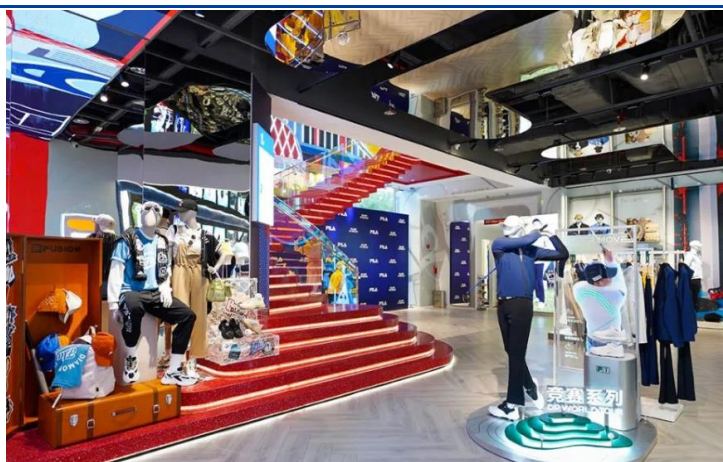
资料来源: 品牌微博, 国盛证券研究所

3.2.2 渠道端: 线下提质增效, 线上发力抖音直播业务

目前 **Fila** 整体处于渠道效率提升阶段。线下业务经过公司多年的扩张, 门店数量达到 2000 家, 为谋求长期持续健康增长, 公司着手进行门店优化; 同时品牌趁势大力发展抖音直播, 发展成果显著领先行业, 在线下客流波动的环境下, 助力门店销售。

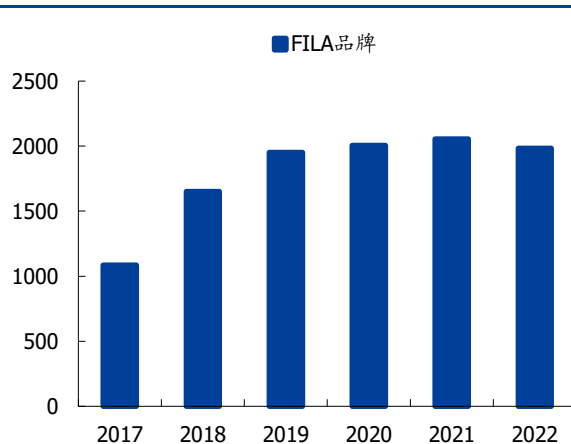
线下渠道聚焦效率优化, 整改低效门店。截止 2022 Fila 拥有线下门店 1984 家, 全年净关 70 家, 在经过长期的快速扩张后, 为了实现长期健康增长公司通过开大店关小店、更换位置、优化单店货品模型等方式对门店结构进行调整, 同时为顺应品牌曝光需要, 新开少量大面积集合店, 2022 年 2 月 Fila 大湾区首家全球全新概念店盛大启幕, 将广州传统文化和 Fila 意式优雅时尚融合碰撞, 开启全新艺术律动空间。店内分为专业运动区、时尚生活区、潮流运动区、童装高尔夫互动区等, 对于支线 Fila Kids 和 Fila Fusion, 我们认为目前门店数量相对来说仍然较少, 后续存在拓店空间。

图表 36: Fila 广州一号店



资料来源: 品牌公众号, 国盛证券研究所

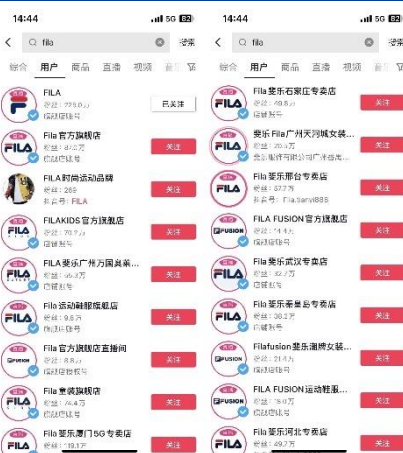
图表 37: Fila 门店数量 (家, 含 Fusion 和 Kids)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

线上业务发展速度迅速, 抖音电商成果显著。目前 Fila 在抖音平台上拥有众多企业账号, 其中大多数为门店运营的店播账号, 账号数量远多于其他运动品牌, 通过店播业务的拓展缓解线下门店客流波动; 同时 Fila 利用热点事件进行营销, 在 2022 年刘畊宏热盛行期间, Fila 成为首个和刘畊宏合作的运动品牌, 后者在直播中穿着 Fila 产品进行运动, 极大提升品牌影响力, 带货成果显著。

图表 38: Fila 抖音直播间



资料来源: 抖音, 国盛证券研究所

图表 39: 刘畊宏穿着 Fila

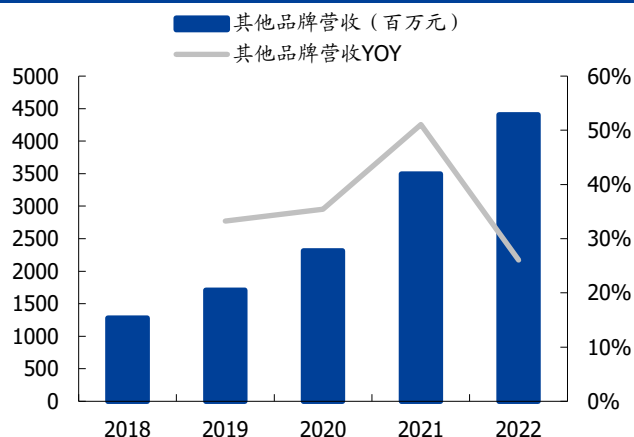


资料来源: 品牌公众号, 国盛证券研究所

3.3 迪桑特和 Kolon: 细分赛道景气度高, 品牌市占率逐步提升

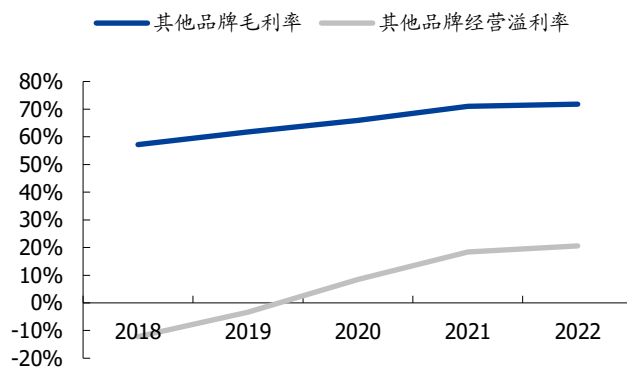
户外运动发展势头迅猛, 迪桑特和 Kolon 增速亮眼。户外运动具有一定的社交属性, 在快节奏的生活压力下, 户外运动通过换一种环境可以更好的释放压力, 同时当前短距离以及近郊的户外露营受到了越来越多的消费者青睐, 同时受冬奥会以及国家政策的鼓励, 冬季运动也逐渐被越来越多的消费者所接受。2022 年公司其他品牌(含迪桑特、可隆体育)营收同比增长 26%至 44.05 亿元, 占集团营收比重提升 1.1pct 至 8.2%, 毛利率同比提升 0.8pct 至 71.8%, 经营溢利率同比提升 2.2pct 至 20.6%。自 2020 年开始其他品牌分部贡献利润, 2020 年其他品牌分部实现经营溢利 1.95 亿元, 经营溢利率 8.4%, 后随着其他品牌营收规模的快速扩张以及品牌运营模式的成熟, 2022 年其他品牌分部实现经营溢利 9.07 亿元, 经营溢利率达到 20.6%, 提升明显。

图表 40: 2018-2022 年公司其他品牌营收表现 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: 2018-2022 年公司其他品牌毛利率/经营溢利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

在户外运动市场快速发展的当下, 消费者对于专业户外运动鞋服产品的需求与日俱增, 迪桑特和可隆作为头部品牌, 产品力和品牌力领先行业。

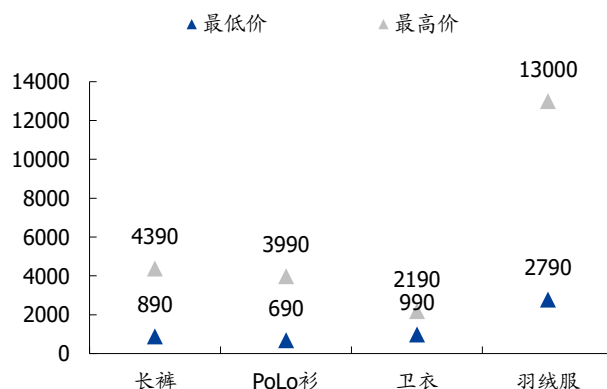
- 迪桑特主营滑雪、铁人三项、高尔夫以及综训品类, 高端科技赋能产品竞争力提升。迪桑特早期以滑雪服起家, 在品牌发展过程中多次对奥运会冰雪运动国家队进行赞助, 专业运动基因浓厚, 当前产品线涵盖滑雪、铁人三项、高尔夫、训练等运动板块, 同时设有日常商务通勤系列。在长期的发展过程中, 迪桑特积累了丰富的鞋服科技与工艺, 且品牌对于产品的质量要求严格, 最终产品舒适度以及功能性强, 帮助品牌奠定市场竞争基础。

图表 42: 迪桑特 DELTA LD 跑鞋, 缓震出色且方便穿脱, 适合铁三



资料来源: 品牌官网, 国盛证券研究所

图表 43: 迪桑特产品定价 (元)



资料来源: 品牌微信小程序官方商城, 国盛证券研究所

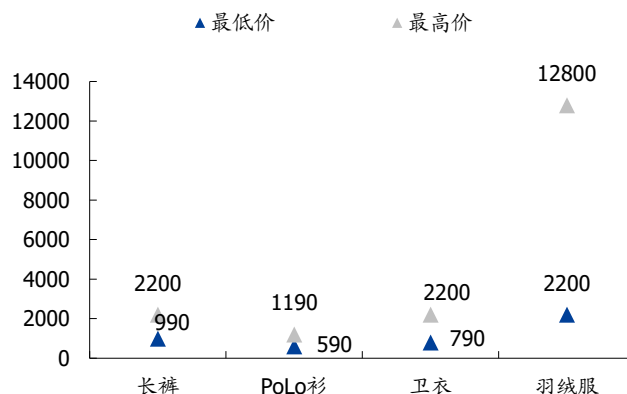
- 可隆产品主要应用于徒步、露营、登山等场景, 根据运动强度分为 **Lifestyle**、**Performance** 以及 **Extreme** 三大类。可隆早期主营登山装备, 目前可隆产品分为 Lifestyle、Performance 以及 Extreme 三条线, 其中 Performance 系列适用于徒步、露营、登山等主流的户外运动, 产品功能性强; Lifestyle 系列适合城市日常通勤以及近郊户外活动, 产品具有较强的潮流搭配属性; Extreme 系列适合极端气候和地理环境下的户外活动, 例如高山攀登、极限越野等。相较于硬核的户外装备品牌, 可隆在专业的防水、透气、耐磨等功能性之外, 产品设计优质还具有较强的潮流搭配属性, 消费者接受度高。

图表 44: 可隆产品图



资料来源: 品牌微博, 国盛证券研究所

图表 45: 可隆产品定价 (元)



资料来源: 品牌天猫旗舰店, 国盛证券研究所

公司重视品牌营销, 加强社群建设, 签约代言人展示品牌形象。正如前文所述, 当前户外运动的发展离不开其具有的社交属性, 因此迪桑特和 KOLON Sport 在进行品牌营销时, 着重于社群运营。可隆针对高端露营爱好者, 成立社群 KOLON ROAD LAB (可隆“路”营实验室), 并定期举办线下社群活动 (不限于露营), 2021 年 9 月可隆在深圳万象天地高街举办美好露营节, 让社群成员在城市中体验山野露营生活。迪桑特为运动爱好者和精英消费人群打造“行动家俱乐部”, “行动家俱乐部”将围绕滑雪、铁人三项、高尔夫三大运动定期举办健身课程和相关活动。在代言人签约方面, 可隆签约气质男星陈坤 (2020 年签约) 和刘诗诗 (2021 年签约) 做品牌代言人, 迪桑特签约彭于晏、陈伟霆, 突出品牌质感。

图表 46: 迪桑特代言人彭于晏、陈伟霆



资料来源: 品牌微博, 国盛证券研究所

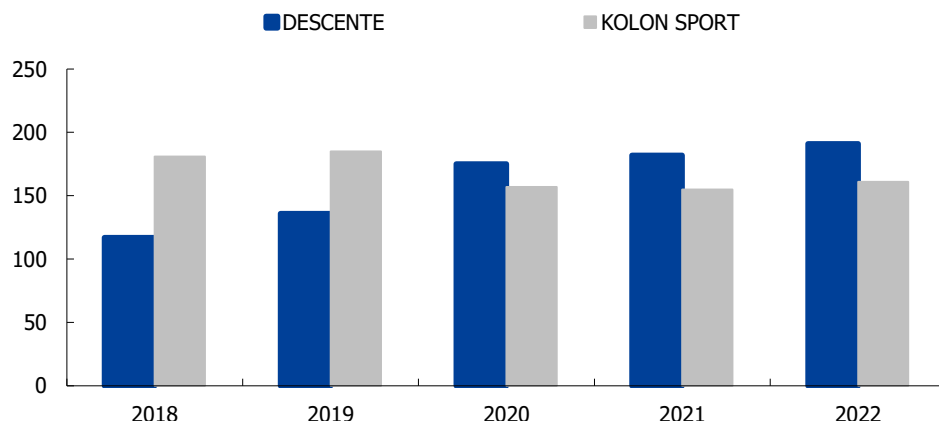
图表 47: 可隆代言人刘诗诗、陈坤



资料来源: 品牌微博, 国盛证券研究所

品牌渠道拓展相对谨慎, 重视单店建设。截止 2022 年末迪桑特和可隆体育门店数量分别为 191/161 家, 其中迪桑特净开 9 家店, 可隆净开 6 家店, 我们判断出于坚持品牌定位的考虑, 迪桑特和可隆的开店多集中在高线城市核心商圈, 且对于开店要求较高, 因此目前两个店铺数量相对较少。后续我们判断, 迪桑特和可隆在渠道拓展上将延续以往高标准路线, 绝对数量或保持小幅扩张, 公司或将更多的注意力集中在单店运营上, 包括门店形象建设、店铺社群维护等, 在产品设计持续强化的基础上, 店效提升将是推动品牌增长的源泉。

图表 48: 迪桑特和 Kolon 门店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.4 Amer: 加速推进 5 个十亿欧元计划

2019 收购 Amer 开启全球化发展道路, 提出五个十亿欧元计划。2019 年安踏体育协同方源资本、LuLulemon 创始人 Chip Wilson 以及腾讯所组成的财团实现对高端运动集团龙头 Amer Sports 的收购, 截至 2022 年末安踏体育持有合营公司 AS Holding (Amer Sports 为其全资子公司 52.7% 股权份额)。

针对公司未来的发展方向, 安踏集团和 Amer 共同制定更加明确和进取性的 5 个“10 亿欧元”计划。1) 打造以 Salomon、Arcteryx、Wilson 为首的重点品牌, 2024 年分别达到 10 亿欧元的销售额, 根据我们跟踪目前 Amer 在中国区发展顺利; 2) 凭借安踏体育的渠道和品牌管理优势加速对大中华区的拓展, 2024 年 Amer 中国地区销售额达到 10 亿欧元; 3) 零售模式上发展 DTC 和电商业务, 2024 年 DTC 业务销售额达到 10 亿欧元。

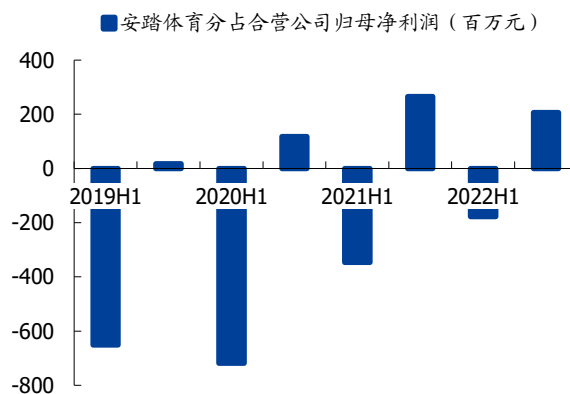
收购后盈利能力不断改善: 自 Amer 收购以来, 公司分担 Amer 亏损持续收窄, 2020 年 AS Holdings 实现营收 167.04 亿元, 公司全年分担合营公司亏损约 6.01 亿元, 到 2022 年 AS Holdings 实现营收 240.26 亿元, 对比 2020 年增长 44%, 同时合营公司开始贡献利润, 2022 年公司分占合营公司盈利约为 2800 万元, 剔除一次性非经营性项目的影响, 公司分占合营公司盈利约为 1.7 亿元。

图表 49: 合营公司 AS Holdings 营收表现 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 50: 安踏分占合营公司归母净亏损 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

收入端: 我们预计公司 **2023-2025** 年营业收入分别 **623/728/833** 亿元, 同比 **+16%/+17%/+15%**。具体增长动因我们认为主要来源于以下方面:

- **安踏品牌:** 我们预计安踏品牌 2023-2025 年营收同比+14%/+14%/+14%。当前时点安踏正处于品牌向上过程, 品牌影响力的提升叠加产品升级, 有望驱动销售量价齐升, 同时在线下渠道转型后, DTC 模式下商品销售效率也有望改善。安踏儿童作为行业领头羊, 在市场景气度高涨的背景下, 营收增速逐年提升。
- **Fila 品牌:** 我们预计 Fila 品牌 2023-2025 年营收同比+16%/+15%/+14%。当前 Fila 正从高速增长阶段转向高质量增长阶段, 渠道数量的扩张基本保持稳定, 品牌聚焦店效提升, 通过“开大店关小店”优化店铺形象, 同时在产品结构中拓展专业运动品类, 通过产品结构的持续优化带动店效提升, 电商平台在较低基数以及公司着力的培育下正处于快速增长阶段。
- **其他品牌:** 我们预计其他品牌 2023-2025 年营收同比+31%/+37%/+19%。目前冰雪、露营等户外运动正处于快速增长阶段, 迪桑特和可隆体育产品力领先, 同时品牌知名度高, 在公司高效的多品牌运营能力下, 我们预计未来三年营收仍将保持快速增长势头。

图表 51: 安踏体育营收拆分 (亿元, %)

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
安踏品牌	安踏线下	158	180	201	226	253
	YOY	47%	14%	12%	12%	26%
	安踏电商	82	97	115	135	160
	YOY	62%	18%	18%	18%	18%
	小计	240	277	316	361	413
	YOY	52%	15%	14%	14%	14%
Fila 品牌	Fila 线下	166	145	159	179	196
	YOY	24%	-13%	10%	13%	9%
	Fila 电商	52	71	90	108	131
	YOY	36%	35%	28%	20%	21%
	小计	218	215	249	288	327
	YOY	25%	-1%	16%	15%	14%
其他品牌	迪桑特	26	32	42	57	69
	YOY	64%	26%	30%	37%	20%
	可隆体育	7	9	13	19	22
	YOY	14%	27%	44%	41%	17%
	小计	36	44	58	79	94
	YOY	46%	21%	31%	37%	19%
营业总收入		494	537	623	728	833
YOY		39%	9%	16%	17%	15%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测

利润端: 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 95.53/114.41/136.84 亿元, 同比+26%/+20%/+20%, 归母净利率为 15.3%/15.7%/16.4%, 利润率提升的具体动因主要来源于:

- 毛利率:** 2022 年由于终端销售的不畅, 品牌终端折扣都有不同程度的加深, 后续随着宏观环境的持续向好, 以及公司库存管理能力的不断优化, 我们认为各品牌终端折扣仍存在提升的空间, 同时安踏/Fila 产品结构仍处于优化过程中, 产品结构改善有望驱动加价倍率改善, 同时公司对于供应链的重视也将带动生产效率升级。
- 费用率:** 为了持续保持大规模的品牌曝光(无论是体育赛事赞助还是品牌代言), 我们预计公司销售费用仍将保持快速增长, 考虑到收入规模扩张后的杠杆效应, 我们预计公司 2022-2024 年销售费用率分别为 35.7%/35.8%/35.3%, 管理费用率分别为 3.6%/3.4%/3.4%。

图表 52: 公司利润率拆分 (%)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	61.6%	60.2%	62.5%	63.1%	63.4%
销售费用率	36.0%	36.6%	35.7%	35.8%	35.3%
管理费用率	5.9%	6.7%	3.6%	3.4%	3.4%
归母净利率	15.7%	14.1%	15.3%	15.7%	16.4%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

绝对估值: 按照 DCM 模型 FCFF 估值法, 假设永续增长率为 2%、市场预期收益率为 7.5%、 β 值为 1.2, 加权平均资本成本 WACC 为 7.03%, 再针对加权平均资本成本和永续增长率进行敏感性分析, 测算得出目标价区间为 122.61-168.89 港元, 对应 23 年 PE 为 30-42 倍。

图表 53: 绝对估值法 (港元)

永续增长率 gWACC	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
4.37%	235.14	243.42	253.37	265.47	280.43	299.29	323.70	356.34	401.96	469.87	580.98
4.80%	206.60	212.82	220.20	229.06	239.83	253.15	269.94	291.67	320.73	361.35	421.80
5.28%	182.35	187.05	192.58	199.13	207.00	216.58	228.41	243.33	262.64	288.46	324.55
5.81%	161.58	165.15	169.32	174.22	180.03	187.01	195.49	205.99	219.22	236.33	259.22
6.39%	143.67	146.40	149.55	153.24	157.57	162.72	168.89	176.39	185.67	197.38	212.52
7.03%	128.14	130.22	132.63	135.42	138.67	142.49	147.03	152.47	159.10	167.28	177.61
7.74%	114.60	116.20	118.04	120.16	122.61	125.47	128.83	132.82	137.61	143.44	150.64
8.51%	102.75	103.99	105.39	107.00	108.86	111.01	113.52	116.47	119.97	124.17	129.28
9.36%	92.35	93.30	94.38	95.61	97.01	98.64	100.52	102.71	105.29	108.35	112.02
10.30%	83.18	83.91	84.74	85.68	86.75	87.98	89.39	91.03	92.94	95.19	97.85
11.33%	75.09	75.65	76.28	77.00	77.81	78.74	79.81	81.03	82.46	84.11	86.06

资料来源: 国盛证券研究所预测

相对估值: 当前公司股价对应 2023/2024 年 PE 分别为 27/23 倍, 我们认为公司作为行业龙头之一, 市占率领先且仍有望提升, 在运动赛道景气度持续高涨的背景下, 公司相对行业均值享有估值溢价。

投资建议: 公司作为全球运动鞋服龙头之一, 旗下多品牌布局成果显著, 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 622.62/727.61/833.41 亿元, 同比增长 16%/16.9%/14.5%, 归母净利润为 95.53/114.41/136.84 亿元, 同比增长 25.9%/19.8%/19.6%, 现价对应 2023/24 年 PE 为 27/23 倍, 维持“买入”评级。

图表 54: 可比公司估值表

	股价 (港元)	EPS (元)				PE			
	2023/4/4	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
李宁	58.05	1.54	1.89	2.27	2.73	33	27	22	19
特步国际	9.44	0.35	0.43	0.5	0.61	24	19	17	14
361 度	3.77	0.36	0.44	0.52	0.61	9	8	6	5
平均	-	-	-	-	-	22	18	15	13

资料来源: Wind, 李宁&特步国际数据为国盛证券研究所预测, 361 度数据为 Wind 一致预期

5.风险提示

门店拓展与整改力度不及预期。当前公司线下渠道处于优化升级过程中,新开高效大店,同时对原有低效门店进行整改与关停,我们判断诸类举措在推进过程中存在一定的不确定性,受消费环境、商业地产兴建等因素影响相对较大。

消费环境复苏不及预期。随着国内宏观环境向好,当前居民消费意愿正处于波动复苏过程中,然而考虑到全球经济政治环境仍存在不确定性,同时居民出于避险需求,消费意愿以及消费能力复苏速度或慢于预期,从而导致公司各品牌终端销售受阻。

多品牌运营及海外业务开展存在不确定性。目前公司旗下拥有安踏、Fila 等多个品牌,各个品牌定位不同,聚焦差异化的细分市场,多品牌运营对于公司管理、资金等多项能力提出了高要求。同时公司借由 Amer 加大对于国际市场的拓展力度,当前国际环境的不确定态势或对公司的海外业务运营提出挑战。

人民币汇率变动带来业绩波动。公司合资公司 Amer 以海外业务占主导,公司分担合营公司亏损或者盈利,因此人民币汇率的波动或将影响集团报表表现。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com