

安踏体育 (02020)

证券研究报告

2020年12月11日

迪桑特有望接力 FILA 成长，助力升级多品牌矩阵

80 余年挑战与创新，从滑雪起步，成为行业顶尖科技和卓越品质的代表品牌。

从 1935 年创立开始，半个多世纪以来，迪桑特始终处于技术发展前沿，克服众多挑战，不断推陈出新。在品牌形象打造、社群运营、销售渠道等方面具备核心优势。入华四年来，迪桑特（中国）门店从 1 家发展到 145 家，年营收从 0 做到接近 10 亿人民币，知名度不断提升，口碑日渐走高，有望成为安踏下一个发力点。

迪桑特的发展历程大致可分为四个阶段：1. 以滑雪起家，不断推出专业滑雪产品（1930-1979）；2. 锐意创新的黄金时代（1980-1999）；3. 聚焦高科技和经典设计（2000-2009）；4. 多系列全方位战略，开启发展新时代（2010 至今）。

迪桑特表现亮眼，业绩持续高增长。安踏 2020 年 Q3 零售额与同期相比取得低单位数正增长，其中 FILA 表现保持优异，同比增长 20-25%，其他品牌同比增长 50-55%，其中迪桑特表现尤为亮眼，Q3 同增接近 90%，自 2016 年迪桑特成为安踏旗下子品牌并开始进入中国市场以来，四年间，迪桑特（中国的）门店从 1 家增至 145 家，年营收从 0 增长到 10 亿人民币。

迪桑特将成为安踏集团矩阵中的另一主要增长点，并有望复制 FILA 的成功，以及于 2022 年北京冬奥委会和冬残奥委会前成为中国较成功的体育用品品牌之一。

小品牌撬动大市场，社群运营与全渠道并重

专业为主，技术制胜。迪桑特的发展和扩张离不开对品牌专业性的追求。迪桑特以生产专业滑雪设备出身，其滑雪服以专业闻名，不断融合多项高新技术，部分滑雪服的创新设计一度引领潮流，为后世滑雪服的标准奠定了基调。在各细分领域的激烈竞争中，迪桑特依旧凭借其独有的科技和工艺为产品创造出独特的商业价值。其面向普通大众的日常服饰也以打造高端、科技和专业为核心。

对话高端品牌，开发联名与新品，撬动大众市场。迪桑特以滑雪专业设备享誉市场，但其产业并未止步于滑雪。迪桑特的专业领域已经逐步延伸到骑行、综训和跑步，产品分为滑雪、综训和女子三大板块，并独立运营子品牌 DESCENTE GOLF。通过联名和新品开发、扩充品类，迪桑特逐渐跑入大众视野，以“运动”为支点，迪桑特正在“撬动”大众市场。

打造会员系统，建立忠实联系。除了通过产品打造品牌力，迪桑特加大了有关社群建设的投入，通过新会员发展计划，迪桑特用低成本建立起自己忠实的消费群体。

线下：抢占核心商圈，坪效驱动创新。迪桑特在市场布局上慎之又慎，考虑到城市的级别，商圈的契合度，入华四年，迪桑特仅开设了 145 家店面，且集中于一、二线城市核心商圈。

线上建立数字营销部门。迪桑特将线上旗舰店作为主要宣传阵地，输出宣传力度。

迪桑特有望延续 FILA 的业绩高增长

FILA 于一九一零年代在意大利创立。自 2009 年底收购 FILA 中国业务后，FILA 在中国定位为高端运动时尚服饰品牌。FILA 结合时尚及运动形象，其独特个性已吸引中国高端消费者的关注。此外 FILA 与全球知名的设计师进行跨界合作，为消费者带来独有的运动时尚体验。配合 FILA 的高端定位，FILA 店主要开设在一线及二线城市。通过分析安踏在 FILA 和迪桑特在品牌理念、渠道建设，营销推动等方面的战略计划和革新方式，我们有理由相

投资评级

| | |
|--------|--------------|
| 行业 | 非必需性消费/纺织及服饰 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 110.2 港元 |
| 目标价格 | 港元 |

基本数据

| | |
|--------------|--------------|
| 港股总股本(百万股) | 2,703.33 |
| 港股总市值(百万港元) | 297,906.86 |
| 每股净资产(港元) | 7.88 |
| 资产负债率(%) | 54.83 |
| 一年内最高/最低(港元) | 114.30/42.00 |

作者

| | |
|--|-----|
| 范张翔 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110518080004 fanzhangxiang@tfzq.com | |
| 孙海洋 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110518070004 sunhaiyang@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《安踏体育-公司点评:入选恒指成分股，跻身蓝筹增量资金进场》2020-11-16
- 《安踏体育-公司深度研究:渠道改革迎新，匠心铸就二次成长曲线》2020-09-25
- 《安踏体育-公司点评:20H1 业绩优于预期，DTC 渠道升级增厚未来业绩》2020-08-29

信迪桑特有望复制 FILA 的成功，成为安踏多品牌战略中下一匹黑马。

维持盈利预测，维持买入评级

我们考虑到未来亚玛芬在中国业务的快速增长以及国外业务疫情后恢复，ANTA 品牌 DTC 渠道升级完成后对公司零售收入提振以及利润端增厚作用，维持此前 2020H1 公司业绩点评盈利预期：预计公司 2020~2022 年主营业务总营收分别为 354.36/436.96/532.12 亿元，公司 2020~2022 年归母净利润分别为 56.91/81.86/103.64 亿元，对应 PE 为 42.85/29.80/23.53 倍。我们选取行业内可比上市公司李宁，其 2021 年 PE 为 44 倍，由此我们给予公司 2021 年 40-45 倍估值，对应目标价格区间为 121.2 元-136.35 元。

风险提示：新冠疫情大流行下，零售行业普遍面临冲击。全球经济状况可能对业务和财务状况造成不利影响，外汇政策风险，产品开发风险，市场竞争加剧的风险

内容目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1. 前言 | 5 |
| 1. 80 余年挑战与创新，迪桑特快速成长 | 5 |
| 1.1. 滑雪起步，成为顶尖科技和卓越品质的代表品牌 | 5 |
| 1.2. 迪桑特表现亮眼，业绩实现高速增长 | 8 |
| 2. 小品牌撬动大市场，社群运营与全渠道并重 | 10 |
| 2.1. 打造高端专业形象，进军大众市场 | 10 |
| 2.1.1. 专业为主，技术制胜 | 10 |
| 2.1.2. 对话高端品牌，开发联名与新品，撬动大众市场 | 11 |
| 2.2. 打造会员系统，建立忠实联系 | 12 |
| 2.3. 扎实渠道规划，线上线下并重 | 13 |
| 2.3.1. 线下抢占核心商圈，坪效驱动创新 | 13 |
| 2.3.2. 线上数字化营销部门 | 14 |
| 3. 迪桑特有望延续 FILA 的持续快速增长 | 14 |
| 3.1. 复盘 FILA 成长历程 | 14 |
| 3.2. 品牌、渠道、营销共同助力 | 15 |
| 4. 盈利预测及估值 | 16 |
| 5. 风险提示 | 17 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：迪桑特四大发展阶段 | 5 |
| 图 2：迪斯特商标 | 6 |
| 图 3：身穿 Kiryu 系列的日本国家队造型模特 | 6 |
| 图 4：S.I.O 理念 | 7 |
| 图 5：签约国际影星吴彦祖 | 7 |
| 图 6：迪桑特发展历程重要事件一览 | 7 |
| 图 7：迪桑特旗下系列一览 | 8 |
| 图 8：安踏 FY19H1、FY20H1 各品牌销售占比情况 | 9 |
| 图 9：FY2016-FY2020H1 迪桑特（中国）店铺数量（个） | 9 |
| 图 10：瑞士国家铁人三项队 | 11 |
| 图 11：铁人三项运动员 Nicola Spirig | 11 |
| 图 12：Asian Power 系列静态展 | 12 |
| 图 13：DSECENTE X ZUCCa | 12 |
| 图 14：迪桑特 2018 年平昌冬奥会组织会员观赛 | 13 |
| 图 15：迪桑特社群活动 | 13 |
| 图 16：DESCENTE BLANC 开幕 | 13 |
| 图 17：迪桑特创新陈列方式 | 13 |
| 图 18：FY2018-FY2020H1 安踏总收入、安踏主品牌、FILA 收入（亿元人名币） | 14 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 19: 安踏品牌矩阵..... | 16 |
| 图 20: 安踏、FILA、迪桑特线下实体店 (个) | 16 |
| 图 21: 公司盈利预测 (亿元) | 17 |
| 表 1: 迪桑特核心技术 | 10 |

1.前言

此前我们发布的安踏的深度报告，针对安踏 DTC 战略进行了分析，以及测算 DTC 对于公司未来业绩的影响。本篇报告我们希望针对近期表现优秀的迪桑特进行分析，对其发展和运营进行梳理。目前公司迪桑特的流水已经超过 10 亿的规模，我们认为迪桑特从滑雪起家，通过独特的社群运营和优秀的研发能力使得业绩得到快速发展，我们认为迪桑特有望能够延续 FILA 的高增长，助力公司升级多品牌矩阵。

1. 80 余年挑战与创新，迪桑特快速成长

1.1. 滑雪起步，成为顶尖科技和卓越品质的代表品牌

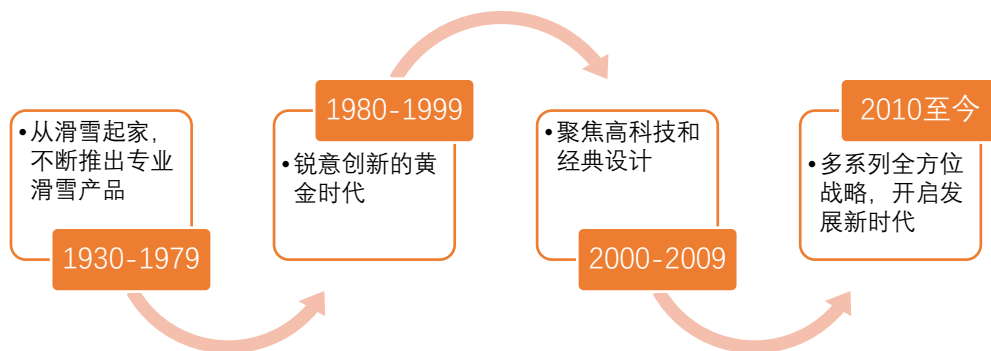
从 1935 年创立开始，半个多世纪以来，迪桑特始终处于技术发展前沿，克服众多挑战，不断推陈出新。在品牌形象打造、社群运营、销售渠道等方面具备核心优势。入华四年来，迪桑特（中国）门店从 1 家发展到 145 家，年营收从 0 做到接近 10 亿人民币，知名度不断提升，口碑日渐走高，有望成为安踏下一个发力点。

迪桑特 DESCENT 起源于日本，以专业滑雪装备出身，拥有 80 多年高性能体育用品生产经验，以行业顶尖科技、创新面料、卓越品质的体育服饰闻名于世。在发展历程中迪桑特以自身实力向运动员解读着其追求完美、不断精进、推陈出新、不惧挑战的品牌精神，受到滑雪爱好者的高度赞誉。2015 年在品牌诞生 80 周年之际，迪桑特旗下独立品牌 DESCENTE GOLF 品牌正式上线，2016 年迪桑特引入安踏打开中国市场。

迪桑特的发展历程大致可分为四个阶段：

1. 以滑雪起家，不断推出专业滑雪产品（1930-1979）；
2. 锐意创新的黄金时代（1980-1999）；
3. 聚焦高科技和经典设计（2000-2009）；
4. 多系列全方位战略，开启发展新时代（2010 至今）。

图 1：迪桑特四大发展阶段



资料来源：公司官网，天风证券研究所

● 以滑雪起家，不断推出专业滑雪产品（1930-1979）

迪桑特 DESCENTE 创立于 1935 年，品牌前身为石本男装零售店，由著名的日本企业家石本他家男（TAKEO ISHIMOTO）先生在日本大阪创办。1954 年迪桑特公司开始滑雪服研发

之旅，同时石本他家男先生邀请对滑雪服精辟的见地和创意的日本滑雪手 Kazuyoshi Nishimura 作为品牌顾问，基于 Kazuyoshi Nishimura 的理念，迪桑特反复试验，潜心研发，并最终在滑雪服领域打下坚实基础。Kazuyoshi Nishimura 对于卓越与完美的不懈追求，是迪桑特坚定不移地致力于打造优质产品的重要原因。

1961 年迪桑特的商标注册标志了迪桑特有限公司正式诞生，品牌箭头徽标代表着三种基本的滑雪技术“高速直线滑降”、“穿越”以及“侧滑”，象征着迪桑特勇敢无畏的精神-始终以精湛的制造工艺为立身之本，不断追求日本机能美学的简约、当代科技的创新设计。当前迪桑特的徽标样式“品质印记”采用于 1968 年。

1970 年迪桑特与 Hannes Keller 和 Hans Hess 建立合作关系。在双方紧密合作之下，迪桑特生产出全球首款立体剪裁的速降滑雪赛服，减少了服饰表面的皱褶不均以及空气阻力。1972 年，迪桑特开始注重潮流设计，委托 Kazumasa Nagai 为迪桑特滑雪服设计 Kiryu 系列（Kiryu 的字面意思为闪耀夺目、风驰电掣）。该设计也是当今著名型格派“Action Line”（运动线条）的始祖。

1974 年，迪桑特设计出了 Demopants（全称 demonstrator pant）滑雪裤款式，有效防止了冰雪进入滑雪靴，在提升滑雪裤整体的保暖性及运动灵活性的同时极具时尚气息。1979 年迪桑特推出“魔法运动套装”，使用了立体剪裁设计及扣件配饰的巧妙调整，在进一步减少空气阻力基础上增加了运动员的灵活性、可操作性。

图 2：迪斯特商标



资料来源：中国日报网，天风证券研究所

图 3：身穿 Kiryu 系列的日本国家队造型模特



资料来源：公司官网，天风证券研究所

● 锐意创新的黄金时代（1980-1999）

迪桑特的不断推陈出新获得了业界较大认可，从 1980 年美国速滑明星 Eric Heiden 在冬奥会获得五枚金牌，到 1981 年短跑健将艾福林阿什福德打破美女子室内 60 米跑记录，再到 1996 年正式成为加拿大国家速滑队装备赞助商，迪桑特不断创新改进的专业产品帮助无数运动员打破记录获得奖项。

同时，在此期间迪桑特又不断推出 Solar & 保暖夹克、Marithe+Francois Girbaud，拥有可

穿戴式加热系统的“Mobile Thermo”移动保暖夹克,实现了运动服装和电子产品相融合的创新理念,极大程度上提升了保暖性。

● 聚焦高科技与经典设计（2000-2009）

从2000年开始迪桑特的产品开始采用高科技材料,2000年推出的Titanium Thermo 夹克,引入了经特殊工艺加工制成的钛材质,在提供良好的保暖性的同时使其变得更加轻薄,次年迪桑特采用高科技纤维材质打造了超轻 EKS+Thermo 夹克,4年后迪桑特应用高科技绝缘材料研发出 Cosmic Thermo 太空保暖夹克。2008年迪桑特最著名的产品之一水沢羽绒服的问世,采用了全新的工艺流程,首次真正实现了羽绒服的防水性能。在半个多世纪的发展进程中,迪桑特一直走在技术前列,修建了一条稳固的产品护城河。

● 多系列全方位战略,开启发展新时代（2010至今）

从2011年推出的 ALLTERRAIN 高端机能系列开始,迪桑特长久以来对于特定高科技革新运动服饰的专业追求进入了一个全新的时代,迪桑特致力打造出集设计和功能性于一身的系列服饰,满足各细分市场消费者的需求,而 ALLTERRAIN 系列产品受到了广泛的认可并荣膺多项大奖。随后迪桑特的产品实现更多样化的发展,推出 Tough Polo 衬衫、Genome 高能紧身衣等创新产品。在品牌整个发展历程中,迪桑特致力于为运动员在专业领域提供一切有利保障。

2016年迪桑特成为安踏旗下子品牌并于同年在中国开设第一间零售店,并在此后四年内在华快速扩张,现已成为安踏旗下在 FILA 后具有很大发展潜力的子品牌。同时,迪桑特从2017年开始建立会员制度,促进与消费者间的互动,增加其忠诚度,这也成为未来品牌快速发展的支柱之一。在营销方面,迪桑特与吴彦祖、辛芷蕾等著名演员合作,实现旗下品牌的进一步推广。

图 4: S.I.O 理念



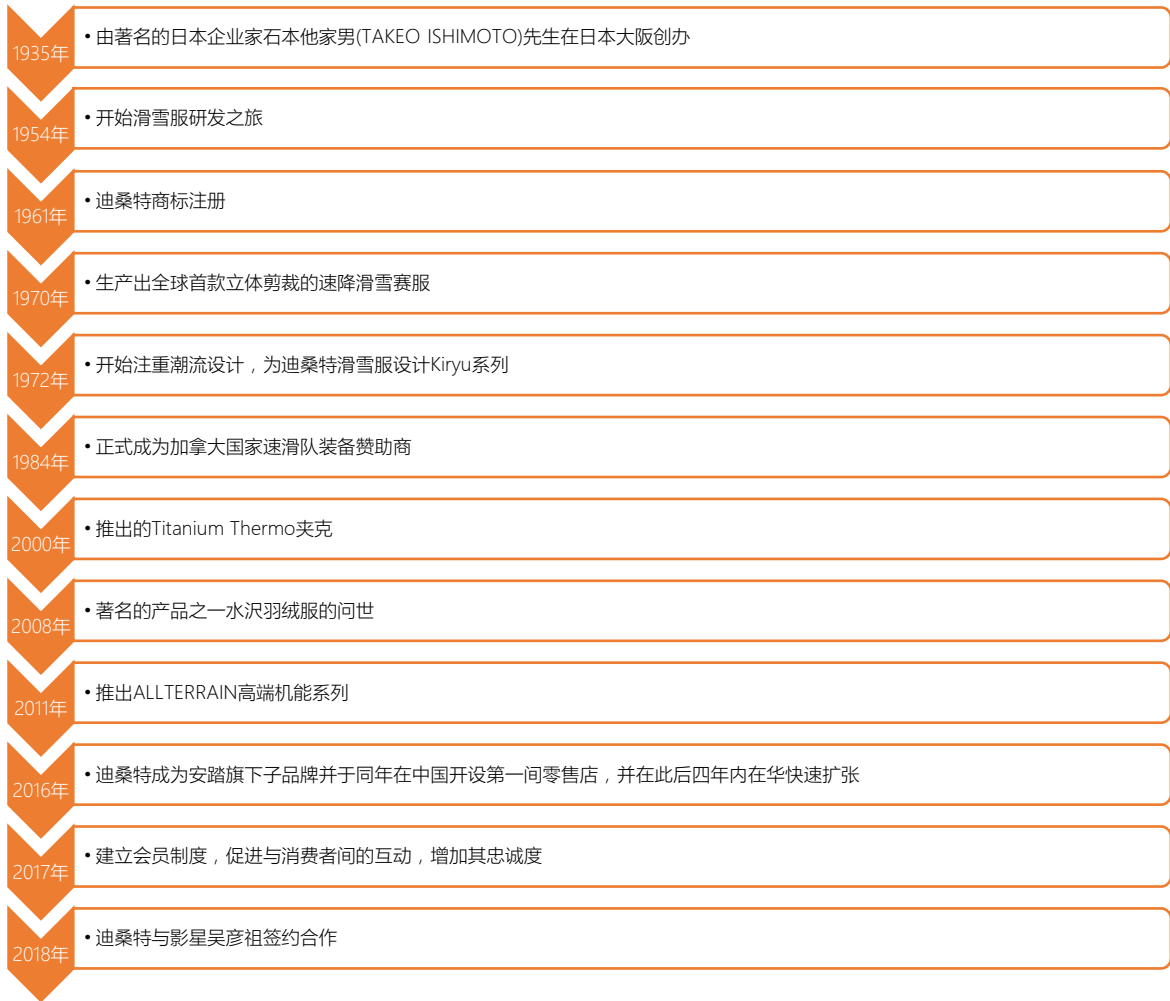
资料来源:公司官网,天风证券研究所

图 5: 签约国际影星吴彦祖



资料来源:公司年报,天风证券研究所

图 6: 迪桑特发展历程重要事件一览



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 迪桑特表现亮眼，业绩实现高速增长

迪桑特以专业滑雪设备出身，成长为业界知名高端专业运动品牌，其业务已经拓展到全球各地，目前在中国、英国、日本、韩国等多个主要城市都设有店铺。旗下有 SKI 滑雪系列、ALLTERRAIN 系列、TRAINING 综训系列、RUNNING 跑步系列、WOMENS LINE 女子系列以及 SPORTS TYLE 运动休闲系列。

SKI 滑雪系列注重自主研发科技与多重创新科技运用，整个系列防雪服在防水、保暖和灵活性上具有显著优势。ALLTERRAIN 系列秉持“设计性与功能性”兼具的理念，满足消费者在各种场景下的不同需求。TRAINING 综训系列以训练设备为主，针对不同运动人群提供不同强度的训练设备。RUNNING 跑步系列由来已久，该系列主张为各个年龄层的跑步爱好者们提供了多种场景的高性能跑步装备。WOMENS LINE 女子系列，为女性消费者，提供高品质，时尚风的运动设备和服装。SPORTS TYLE 运动休闲系列主要是针对年轻运动者推出的以时尚潮流为导向的运动产品。

图 7：迪桑特旗下系列一览



资料来源：公司官网，天风证券研究所

● FY2020 Q3 迪桑特表现超预期，充分备货以待 Q4 旺季

安踏 20Q3 零售额与同期相比取得低单位数正增长，其中 FILA 表现保持优异，同比增长 20-25%，其他品牌同比增长 50-55%，其中迪桑特表现较为亮眼，受益于线上线下全渠道整合、全球资源整合，会员营销以及与国际著名影星吴彦祖，中国著名演员辛芷蕾以及高尔夫运动员的李昊桐合作的整合营销等多方位战略手段，迪桑特表现超出预期。

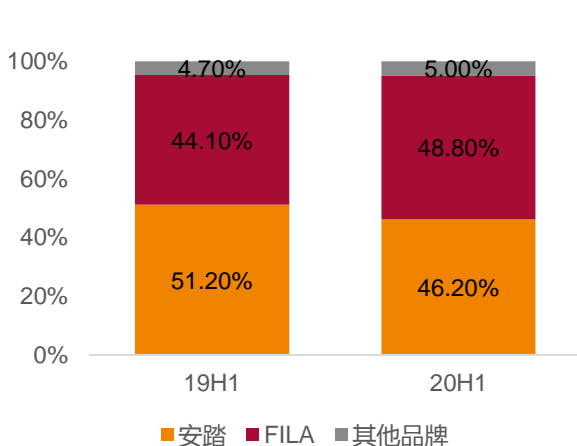
同时，迪桑特正以领先优势聚焦快速增长的冬季运动市场，努力抓住冬季运动服装的商机，冷冬、冬季延迟等利好因素的叠加有助于迪桑特迎来 Q4 销售旺季。

● 入华四年营收 10 亿，迪桑特未来可期

自 2016 年迪桑特成为安踏旗下子品牌并开始进入中国市场以来，四年间迪桑特(中国的)门店从 1 家增至 145 家，年营收从 0 增长到 10 亿人民币。迪桑特经过三年的零售渠道布局，在 2019 财年已经实现盈利，2019 年销售流水同比增长 75%，迪桑特已经在中国高端运动市场建立起认可度，并将继续扩大其在中国高品质运动服装市场的市场份额。

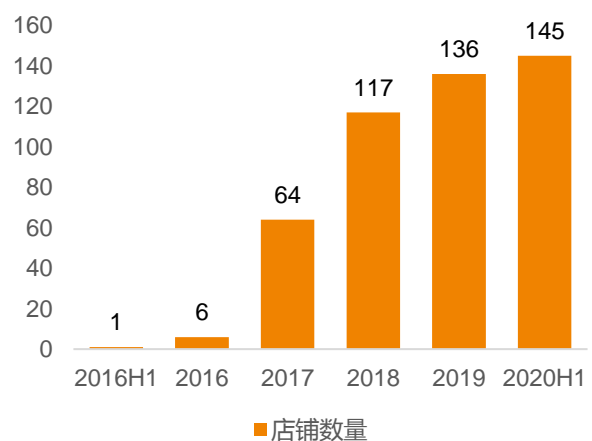
迪桑特已经成为安踏集团子品牌矩阵中的另一主要增长点，并有望复制 FILA 的成功，以及于 2022 年北京冬奥会和冬残奥委会前成为中国较成功的体育用品品牌之一。

图 8：安踏 FY19H1、FY20H1 各品牌销售占比情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 9：FY2016-FY2020H1 迪桑特(中国)店铺数量(个)



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2. 小品牌撬动大市场，社群运营与全渠道并重

2.1. 打造高端专业形象，进军大众市场

2.1.1. 专业为主，技术制胜

迪桑特的发展和扩张离不开对品牌专业性的追求。迪桑特以生产专业滑雪设备出身，其滑雪服以专业闻名，不断融合多项高新技术，部分滑雪服的创新设计一度引领潮流，为后世滑雪服的标准奠定了基调。

目前，迪桑特已经是瑞士、西班牙、加拿大、德国等众多欧美冰雪国家队的装备赞助商，和瑞士国家高山滑雪队已经合作超过 40 年。此外迪桑特在无缝热粘合、PARAHOOD 降落伞帽、Dualzip 三明治通风拉面系统、Block Fit Adjuster 颗粒调接扣等多种高端精尖技术的投入，也让其产品的价格在同类产品中一直处于中高级别。

在各细分领域的激烈竞争中，迪桑特依旧凭借其独有的科技和工艺为产品创造出独特的商业价值。其面向普通大众的服饰也以打造高端、科技和专业为核心。例如 2008 年诞生的“水沢羽绒服”，是迪桑特最高端的明星产品。该产品摒弃所有非必要元素，加入多项尖端技术，融合了大量专业知识和行业经验，打造出优质的品质与功能，连续 7 年获得 ISPO 大奖。

表 1：迪桑特核心技术

| 时间 | 技术/代表产品 | 介绍 |
|--------|---------------|---|
| 1953 年 | 奶油色的棒球制服 | 成功开发了采用棉布防缩技术，有着羊毛触感的奶油色棒球制服、运动短裤等。正当那时掀起了一股棒球热潮，该商品成了人气商品。 |
| 1979 年 | 速滑运动服 | [迪桑特]的速滑运动服多次登上了滑雪世界杯大会的表彰台，被选手们称之为 2 秒超速的“魔法运动服”，曾引起了轰动。将空气阻力降低至极限表面材质光滑及立体式裁剪设计成就了“魔法运动服” |
| 1988 年 | Solar a | 与 UNITIKA 株式会社共同开发蓄热纤维[Solar a]。将太阳光进行光热转换发挥良好保温性能具有突破性的技术，滑雪运动服采用了该技术 |
| 1992 年 | Strush SR | 从游艇的船底得到的灵感。发布了粘贴硅橡胶制的凹凸贴纸，具备减少水流阻力的泳衣（Strush SR）。世界上第一件纤维材质以外的泳衣。在巴塞罗那奥运会上提供给了日本代表选手（男子）及美国自行车运动小组等 |
| 1998 年 | DIMPLEX | 开发了衣服表面呈凹凸形状，有效控制高速滑行时乱气流的流向且可减少空气阻力的新面料 [DIMPLEX] |
| 2002 年 | Cocoon | 在盐湖城奥运会发表了与世界级设计师石冈瑛子共同研制开发的珍藏品。宛如丝蚕般包裹身体的设计为特色的[Cocoon]作为可提高运动员集中力的运动服，供应给了加拿大、瑞士、西班牙的滑雪队员。 |
| 2004 年 | Aile Bleue | [阿瑞娜]公布了从翠鸟身上得到灵感所设计的[Aile Bleue]。灵活发挥自然界生物的优点，根据[生物效仿]所开发的泳衣。在雅典奥运会上选手柴田亚子穿着这款泳衣参加了女子 800 米自由泳，夺得了金牌 |
| 2008 年 | 水沢运动服 | 开发了经过热压着加工技术制成的羽绒服。采用防止羽毛脱落新技术（缝制及热压着），同时采用了防水、透气的面料，保持穿着时的舒适性。通过生产工场的水沢工场（岩手县奥州市[旧：水沢市]）而命名。 |
| 2010 年 | Energy Return | 通过将材质的反弹力转换为动作能量，扩增运动员的力量，开发了提高性能的[Energy Return]。并在滑雪、雪橇比赛以及游泳、跑步各种赛服中也水平展开 |

| | | |
|--------|-----------|---|
| 2011 年 | Sunscreen | 利用反射太阳光的技术，开发了超强隔热效果的[Sunscreen]。通过提高热量源红外线的反射率，抑制衣服内的温度上升。另外，还具备保护皮肤的紫外线 UV 滤光功能，类似“穿着遮阳伞”的高性能面料。颇适合高尔夫及户外运动 |
| 2013 年 | DEODASH | 开发了适合运动的除臭功能素材[DEODASH]。可迅速彻底消除在运动时短时间内，大量出汗后导致汗臭原因的氨臭 |

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.1.2. 对话高端品牌，开发联名与新品，撬动大众市场

迪桑特以滑雪专业设备享誉市场，但其产业并未止步于滑雪。迪桑特的专业领域已经逐步延伸到骑行、综训和跑步，产品分为滑雪、综训和女子三大板块，并独立运营子品牌 DESCENTE GOLF。同时，迪桑特也未停止在铁人三项领域的探索，其中最著名的是与英国、瑞士和美国铁人三项队的合作，铁人三项奥运冠军 Nicola Spirig、世界冠军 Jesse Thomas 都是迪桑特赞助的专业运动员。

图 10：瑞士国家铁人三项队



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 11：铁人三项运动员 Nicola Spirig



资料来源：公司官网，天风证券研究所

此外，迪桑特凭借多年来形成的根据市场变化快速调整的能力，也让迪桑特更具市场辨识度和快反能力。迪桑特产品在天猫官方旗舰店中的销量不断上升，部分产品入选大牌运动羽绒服榜第四名，仅次于 FILAFUSION 旗下产品。

在小红书等社交种草平台上，潮流青年纷纷给迪桑特贴上“酷”、“轻”、“保暖”、“黑科技”、“明星同款”等标签，尽管购买理由各不相同，但是迪桑特已经凭借商品圈粉无数，即将到来的冬奥会也为品牌推广注入新的生命力。

与此同时，迪桑特不断寻找高契合品牌推出联名商品，继 2019 年携手中日韩年轻设计师品牌 ATTEMPT、HAN CHUL LEE、FOOT INDUSTRY 推出 ASIAN POWER 亚洲设计系列后，2020 年秋冬迪桑特选择联手日本服饰品牌 ZUCCa 推出女子联名系列。

而在 DIOR 迪奥于 2020 年 11 月 5 日发布的 2020 冬季男士滑雪限定系列中，也出现了迪桑特的身影，这也是奢侈品牌首次与迪桑特展开创意对话，一方面这意味着迪桑特一直定位的“高端专业运动精品”地位得到业界的肯定，有利于迪桑特未来进驻核心商圈且“楼

层向下走”的战略布局，另一方面，联名和对话都代表着迪桑特未来或将会通过这种途径来丰富品牌内涵，打造更“丰满”的品牌形象。通过联名和新品开发、扩充品类，迪桑特逐渐跑入大众视野，以“运动”为支点，迪桑特正在“撬动”大众市场。

图 12: Asian Power 系列静态展



资料来源：北青网，天风证券研究所

图 13: DSECENTE X ZUCCa



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.2. 打造会员系统，建立忠实联系

除了通过产品打造品牌力，迪桑特加大了有关社群建设的投入，通过新会员发展计划，迪桑特用低成本建立起自己忠实的消费群体。自 2017 年迪桑特在中国搭建会员系统以来，目前已有近 60 万会员，为了扩大会员 CRM 系统影响力，迪桑特打破了品牌界限，和奢侈品、美妆产业进行合作帮助相关品牌更好的进行消费者需求洞察，制定精准营销计划。

同时迪桑特已经完成了 CRM 系统 2.0 的更新，进一步提升了会员权益。未来迪桑特还将打通 ECRM，实现全域会员通，优化社群运营，聚焦与品牌文化的活动。可以说，完善的会员服务体系已经成为迪桑特在中国发展的根基。

● 高端会员用户成为天然 KOI

与传统广告营销不同，迪桑特的营销依靠“圈层文化”，高端会员的口碑营销和圈层推广极大程度上推动了迪桑特的发展。会员一方面对身边的人造成影响，向周围人群推广产品和品牌，形成“圈层裂变”，另一方面迪桑特邀请会员参与产品设计与研发，通过收集分析会员提出的意见，更好的满足消费者的需求，扩大市场份额。会员忠实度的建立有益于迪桑特增强客户权益，获取长期客户价值，也为未来会员增长和圈层裂变提供了动力。

● 社群活动成为线上、线下渠道纽带

迪桑特在不断提升会员权益的同时，也通过社群活动进行品牌推广。迪桑特每年都会为会员举办答谢宴，平日里也会在高端健身房举办瑜伽、跑步、骑行等活动，例如 2018 年平昌冬奥会迪桑特曾组织高端会员现场观赛，并参考这部分用户的需求和意见进行新品研发。同时，迪桑特先后与雪场、滑雪教练和高端健身房合作，通过滑雪、综训、健身等课程触达新用户。

在 2020 年疫情期间，迪桑特开启了超过 200 节线上健身课程，通过线上直播的方式与会员直接交流，提升客户粘性，为后期恢复打下了基础。社群活动的举办实现了线下门店和电商平台的联系，推动了消费者回归线下实体，体验品牌价值和运动乐趣，获取实地的体验经历。

图 14：迪桑特 2018 年平昌冬奥会组织会员观赛



资料来源：周末画报，天风证券研究所

图 15：迪桑特社群活动



资料来源：联商网，天风证券研究所

2.3. 扎实渠道规划，线上线下并重

2.3.1. 线下抢占核心商圈，坪效驱动创新

迪桑特在市场布局上考虑到城市的级别，商圈的契合度，入华四年迪桑特仅开设了 145 家店面，且集中于一、二线城市核心商圈。高端消费者的喜好特点、消费能力和购物方式符合迪桑特打造高端专业品牌的理念也决定了迪桑特门店选址策略。

迪桑特十分注重消费者线下体验，在展示商品价值的同时为消费者提供运动场景感。这一理念完美迎合了 Z 世代颠覆、打破和自我的创新需求。迪桑特改革了传统的零售陈列方式，给予消费者更多创新体验，通过创新陈列、场景打造和科技感设计，给消费者呈现出时间和空间移动的感觉，例如北京三里屯新开 DESCENTE BLANC 概念零售空间虽然仅有 295 平方米，却将展示、仓储和活动空间集于一体。门店充分利用层高，采用立体式陈列方式，配备 65 个移动升降陈列系统和 14 个在中国首创的可横向移动的储存柜，将传统隐藏的仓储空间置于天花板位置，同时在店内留出更多空间。

迪桑特通过极简工业美学的设计风格，将消费者关注点回归衣服本身，通过“留白”和高端机能 ALLTERRAIN 全地形系列、全新日系美学风格的 PAUSE 及 ddd 生活休闲系列的组合发售，来模糊传统科技运动服装和日常休闲服装的界限，为消费者创造出无限可能的个人风格。

图 16：DESCENTE BLANC 开幕

图 17：迪桑特创新陈列方式



资料来源：联商网，天风证券研究所



资料来源：联商网，天风证券研究所

2.3.2. 线上数字化营销部门

迪桑特一方面通过线下门店将产品、理念、场景感和体验感直接传递给消费者，另一方面将线上旗舰店作为主要宣传阵地，输出宣传力度。

迪桑特将电商部门打造成品牌的“数字营销部门”。与其他品牌直接将电商旗舰店交给外包公司不同，迪桑特亲自运营线上渠道，发布内容、传播信息均由品牌统一整合和输出，电商品牌的独特定位成为迪桑特触达全域消费者的重要通路。

在疫情影响下，与大多数运动品牌的天猫旗舰店采用折扣吸引消费者，利用电商直播间“用时间换低价”的促销方式不同，迪桑特一直保持线上线下同款同价，无论是平时还是在 618 和双 11 “消费狂欢节”时期都维持合理打折力度，保持品牌高端专业形象和品牌力。迪桑特的线上渠道并未成为“出卖单元”，而是做到了与品牌一体化联合输出。

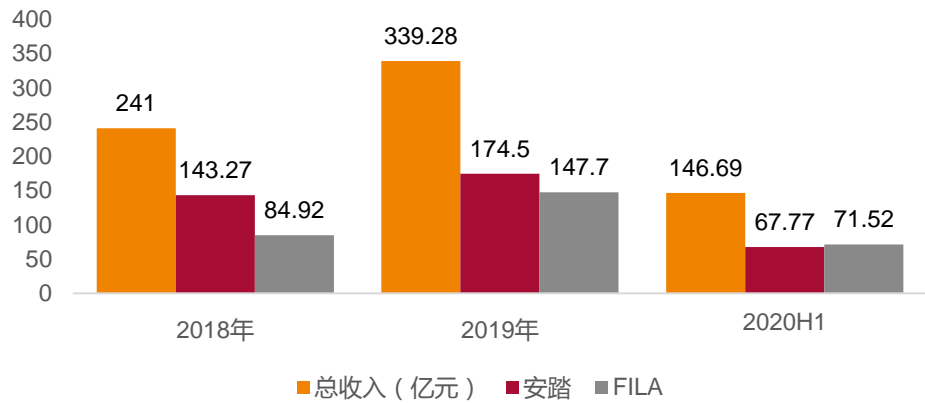
3. 迪桑特有望延续 FILA 的持续快速增长

3.1. 复盘 FILA 成长历程

FILA 于 1910 年在意大利创立。自 2009 年底 FILA 中国业务被安踏收购后，FILA 在中国定位为高端运动时尚服饰品牌。FILA 结合时尚及运动形象，其独特个性已吸引中国高端消费者的关注。此外 FILA 与全球知名的设计师进行跨界合作，为消费者带来独有的运动时尚体验。配合 FILA 的高端定位，FILA 店主要开设在一线及二线城市。

20H1 安踏营收 147 亿，同比减少 1%，而 FILA 营收首次超越安踏主品牌。安踏主品牌营收达 67.78 亿元，同比减少 10.7%，FILA 营收 71.52 亿元，同比增长 9.4%。

图 18：FY2018-FY2020H1 安踏总收入、安踏主品牌、FILA 收入（亿元人民币）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

安踏赋予 FILA 较强的品牌独立性与定位。收归安踏旗下后，得益于“运动休闲”的定位，明确高端时尚品牌理念，既能适应设计师改造，也能融合潮流元素，开启在中国市场的快速增长。FILA 由法国品牌 LACOSTE 中国前行政总裁姚伟雄带队组建全管理团队，并开始在产品、渠道、设计、营销等方面充分挖掘 FILA 运动时尚的核心定义。FILA 通过与安踏完全不同的品牌定位，覆盖安踏空白市场，同时具备意大利血统，巩固其高端市场定位，持续更新迭代强化时尚元素。

直营模式赢得快速增长，线上业务带动品牌发展。FILA 门店大多数为直营，，相较分销型模式具有更高毛利率，同时直营能实现物流总仓直接配货、补货以及调拨，有利于提高协同效益，加速在营收、利润等维度上已经追赶并超越主品牌。**此外安踏集团携手 IBM 进行数字化转型战略规划，推动各品牌电商发力，FILA 品牌线上增速全行业第一，全行业总业绩第五名。**

3.2. 品牌、渠道、营销共同助力

2016 年借鉴对 FILA 的收购思路，安踏出资 1.5 亿元参股 60%与迪桑特成立合资公司，独家运营大中华区品牌业务，现已实现盈利。同时，自 2019 年安踏开始强调品牌矩阵的“协同孵化”，通过分析安踏在 FILA 和迪桑特在品牌理念、渠道建设，营销推动等方面的战略计划和革新方式。我们有理由相信迪桑特有望复刻 FILA 的成功，成为安踏多品牌战略中下一匹黑马。

● 在品牌方面

安踏将旗下多个品牌分成三大事业群：专业运动品牌群，时尚运动品牌群和户外运动品牌群，以实现多品牌互相协同，覆盖空白市场，实现高速增长。其中 FILA 作为传承百年基因的高端运动时尚品牌，安踏着力打造了其“以运动引领时尚品味”的理念，推动 FILA 引领高端时尚运动市场。安踏现已完成对迪桑特的初步品牌重塑，未来安踏也将持续整合全球资源，实现迪桑特以科技面料引领独特版型的理念，持续提升品牌产品高端专业的品质，成为其行业领头品牌。

● 在渠道方面

安踏将持续优化网络，扩大品牌影响力。一方面安踏正在加快线上转型，增加电子商务贸易，各品牌电商渠道均呈现改善趋势，从天猫行业数据显示，安踏品牌位居中国品牌第一

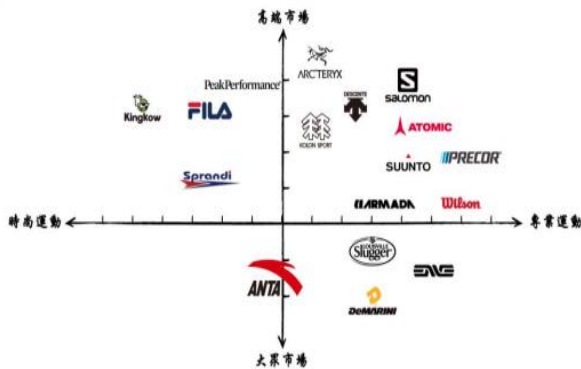
位，全行业第三位，整体电商发展增速超过 50%，其中 FILA 品牌线上增长强劲，实现线上进攻，在疫情影响下弥补了部分线下实体店关闭带来的不利影响。我们认为未来安踏在线上业务的投入也将有益于迪桑特发展。另一方面，随着安踏向直营模式转型，其建立的数字化运营系统提升了数据收集分析、商品配送等多方面的效率，这种直面消费者战略也将助力迪桑特未来发展。此外，安踏集团也坚持在运动服领域安踏、FILA 和迪桑特多品牌战略达成的所有价位全覆盖战略。

在线下实体店开设方面，公司预计未来安踏在中国大陆和海外的实体店将达到 9800-9900 家，其中 FILA 将到达 2000-2100 家。安踏计划迪桑特未来同 FILA 一样，维持高端产品理念，继续深入渗透中国大陆一、二线城市，立足核心商圈，着重于优越店端开设门店以提升品牌市场地位。这将进一步推动迪桑特线上和线下渠道配合发展，巩固核心竞争优势，实现持续增长。

● 在营销方面

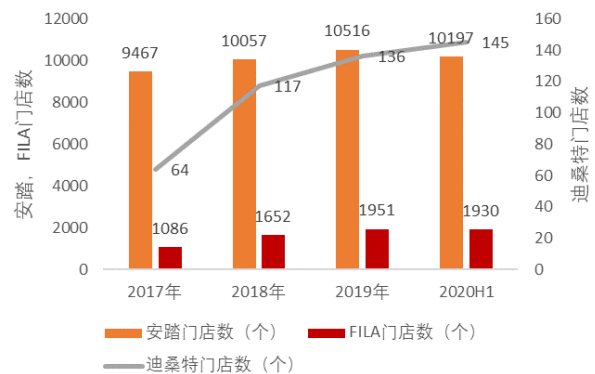
FILA 在高端时尚邻域一直持续深化与国内顶流明星的合作，不断进行跨界，旗下子品牌 FILAkids、FILA FUSION 等已经覆盖到整个家庭的消费群，其营销带来的优势在业绩上得到了充分体现。迪桑特也已于 2018 年开始和影星吴彦祖、著名演员辛芷蕾签约合作，推广品牌影响力，同时迪桑特也在不断推出多系列产品，从高端市场面向大众市场，研发具有特色和差异化的产品。随着未来联名产品的开发和品类的扩充，迪桑特的品牌内涵和形象将不断丰富，迪桑特也将迅速走进大众视野。

图 19：安踏品牌矩阵



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 20：安踏、FILA、迪桑特线下实体店（个）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

4. 盈利预测及估值

我们对公司主品牌 ANTA, FILA, 以及迪桑特等其他品牌 2020~2022 年经验状况作出以下假设：

1) DTC 改革总计 3500 家门店，其中公司将原有的分销门店转为直营门店共计 2100 家，预计 9 个月内完成渠道初步交接转换工作，其中 2020Q4、2021Q1 及 2021Q2 每季度分别完成 700 家门店转换，2020~2022 年底 ANTA 品牌直营、分销加盟门店分别为 1680/8120、3200/6800、3500/6500 家；直营门店平均店效为分销加盟店效的 1.89 (0.7/0.37) 倍，直营门店费用率假设为分销门店的 1.3 倍，销售费用率假设为 1.15 倍，由此拆分假设我们计算得到主品牌 ANTA2020~2022 年营收分别为 159.70、195.06、228.56 亿元，毛利率依据历史数据假设为 40.80%、44.65%、45%。

2) FILA 品牌整体增速较快我们假设未来每年会保持 200 家左右净增门店, 2020~2022 年门店数量分别为 2100、2300、2500 家, 年均店效保持平滑增长, 20~22 年分别为 844、949、1092 万元, 由此我们得到 FILA 品牌 2020~2022 年营收分别为 177.20、218.33、272.91 亿元, 经营利润率依据历史分别假设为 25.95%、26.50%、26.50%。

3) 迪桑特等其他品牌增速较快, 我们依据历史增速结合市场对于户外运动装备的需求快速增长趋势, 假设其他品牌 2020~2022 年营收分别为 17.46、23.58、30.65 亿元。

图 21: 公司盈利预测 (亿元)

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------------|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 安踏体育集团主业营收/亿元 | 241 | 339.27 | 354.36 | 436.96 | 532.12 |
| ANTA 品牌营收/亿元 | 143.27 | 174.50 | 159.70 | 195.06 | 228.56 |
| 门店总数 | 10057 | 10516 | 9805 | 9900 | 10000 |
| FILA 品牌营收/亿元 | 84.92 | 147.70 | 177.19 | 218.32 | 272.91 |
| 门店总数 | 1652 | 1951 | 2100 | 2300 | 2500 |
| 门店店效 | 0.0514 | 0.0757 | 0.0844 | 0.0949 | 0.1092 |
| 其他品牌营收/亿元 | 12.81 | 17.08 | 17.46 | 23.58 | 30.65 |
| 迪桑特 | 117 | 136 | 162 | 218.7 | 273.3 |
| 可隆 | 181 | 185 | 158 | 213.3 | 266.6 |
| 斯潘迪 | 104 | 114 | 110 | 148.5 | 185.6 |
| 小笑牛 | 77 | 41 | 40 | 54 | 67.5 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

维持“买入”评级, 长期投资逻辑不变, 继续推荐。我们考虑到未来亚玛芬在中国业务的快速增长以及国外业务疫情后恢复, ANTA 品牌 DTC 渠道升级完成后对公司零售收入提振以及利润端增厚作用, 维持此前盈利预测: 由以上假设, 我们预计公司 2020~2022 年主营业务总营收分别为 354.36/436.96/532.12 亿元, 同比增速分别为 4.45%、23.31%、21.78%; 公司 2020~2022 年归母净利润分别为 56.91/81.86/103.64 亿元, 同比增速分别为 6.5%、43.84%、26.60%。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.11/3.03/3.83 元, 对应 PE 为 42.85/29.80/23.53 倍。

我们选取行业内可比上市公司李宁, 其 2021 年 PE 为 44 倍, 由此我们给予公司 2021 年 40-45 倍估值, 对应目标价格区间为 121.2 元-136.35 元。

5. 风险提示

新冠疫情大流行下, 零售行业普遍面临冲击。如果疫情再度爆发, 全球经济和金融市场进一步恶化, 线下客流将持续减少, 消费者支出的减少和零售商对产品的订单减少可能导致产品需求减少、库存增加、收入减少、折扣增加和毛利率降低。

全球经济状况可能对业务和财务状况造成不利影响。疫情肆虐全球、地缘经济紧张加剧和油价下跌等问题令全球经济蒙上阴霾。

外汇政策风险。公司主要以人民币计价, 境外业务主要以外币计价, 会发生外汇的收付和外汇债权债务关系。目前人民币汇率是有管理的浮动汇率制度, 并且参考一篮子货币而进行调整。人民币兑换为外币的价格可能受市场波动影响, 并且受到世界经济及政治状况的影响。随着中美关系未来变化, 外汇政策的不确定逐渐增加。

产品开发风险。品牌聚焦高端体育用品业务, 所销售的产品具有一定的功能性与时尚性要求。消费者对面料和服装款式的偏好变化较快, 产品开发能力能否适应市场消费者偏好在

很大程度上决定产品的销售。

市场竞争加剧的风险。当前体育用品行业竞争持续加剧，中国本土产业规模日益扩大、产业集中度不断提高，同时国际品牌在国内扩张迅速加快，产业竞争已经由数量、价格竞争转向深加工、新技术、高附加值等方面的竞争。市场竞争进一步加剧，可能对未来收入及盈利能力产生一定程度的影响。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|---------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |