

# 安踏体育 (02020)

证券研究报告

2020年09月25日

## 渠道改革迎新生，匠心铸就二次成长曲线

运动行业传统渠道依赖分销批发模式，销售毛利率较低，渠道控制力受限

国内主流大众运动品牌线下渠道目前主要由自营门店，代理商/分销商以及次级加盟商等部分构成，传统线下渠道结构以福建鞋服品牌商习惯采用的“传统省代模式”为代表，即利用多层级分销加盟商快速占领线下市场，通过渠道让利维持品牌自身终端市场份额与渠道结构稳定。

分销商加盟商渠道集中在低线城市下沉渠道，传统省代模式能够短时间内通过分销商加盟商对区域内的影响力覆盖区域市场，节省品牌商总部底层渠道建设费用；

另一方面，分销商加盟商控制低线城市下沉市场，通过自身区域市场影响力形成较强议价能力，从而使品牌商总部整体渠道控制能力受限，对品牌商渠道调整升级构成严重阻力。

我们认为，传统省代模式自身缺陷在于分销商/加盟商与品牌商总部核心利益、经营目标及策略存在分歧：分销商/加盟商注重短期稳定的渠道盈利，而品牌商总部需要考虑品牌整体发展规划，品牌端产品端未来长期盈利能力。

**DTC 渠道赋能品牌多维对接客群，促进品牌客群融合，突破传统渠道瓶颈**

DTC 定义为“直面消费者渠道”，强调渠道去中间化，加强品牌产品端与目标客群之间的交流融合，并最终达到品牌产品融入客群日常生活场景的目标，DTC 渠道主要包含以下三个维度：

- 1) 渠道直连客群去中间化，提升公司渠道控制力；
- 2) 精准品牌数据管理，智能大数据处理分析助力品牌产品实时调整更新；
- 3) 高效对接消费生活场景，实现品牌融入消费者客群日常生活。

**ANTA 开启 DTC 时代，2025 年占比营收升至 70%，短期增收 20~30 亿**

ANTA 品牌自 2020 年 9 月起在全国 11 个省市地区开启直面消费者 DTC 经营模式，用以裁撤替换传统中间分销商渠道，打通线下“人、货、场”，纳入渠道升级范围的线下门店数量达到约 3500 家，其中 60% 门店将会由集团直营管理，40% 有加盟商按照 ANTA 品牌运营标准运营，我们认为公司未来整体年营业收入有望提升 20~30 亿元，归母净利润端有望增厚 2 亿元左右。

**多品牌策略持续推进高效覆盖细分，户外运动空间广阔助力未来业绩增厚**

户外运动市场空间广阔，消费升级、热门赛事催化、政策扶持背景下，行业基本面稳定向好，空间广阔。公司多品牌策略持续加码扩充户外专业运动业务，先后完成 KOLON、迪桑特、Amer Sports 等世界知名户外品牌并购吸收，未来有望成为继 FILA 成功孵化之后公司业绩增长新引擎。

**维持买入评级，长期投资逻辑不变，坚定推荐。**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 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，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 6.50%/43.84%/26.60%，EPS 为 2.11/3.03/3.83 元，对应 PE 为 32.68/22.72/17.95。

**风险提示：**DTC 渠道扩充进度不及预期等不确定性因素；后疫情时代运动行业市场需求疲软；原材料价格、人力成本上升；线下渠道扩充带来的运营风险等。

### 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 80.15 港元

目标价格 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股) 2,703.27

港股总市值(百万港元) 216,667.01

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) 88.15/42.00

### 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

- 1 《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
- 2 《安踏体育-公司点评:19 年业绩持续快速增长，长期投资逻辑不改，继续推荐》 2020-03-25
- 3 《安踏体育-公司点评:19Q4 暖冬背景下，业绩表现依旧靓丽，发行可转债降低财务费用》 2020-01-14

## 内容目录

1. 渠道调整贯穿发展，传统“传统省代模式”亟待调整 .....	4
1.1. 传统分销代理模式依赖分销商批发渠道，毛利率较低，渠道控制力受限 .....	4
1.2. FILA “全直营模式”经验积淀，培育品牌快反能力，增强渠道控制力 .....	6
1.3. DTC 模式包含多维度品牌对接消费者，有效突破传统渠道结构瓶颈 .....	7
2. ANTA 开启 DTC 升级，目标 2025 年 DTC 业绩占比提升至 70% .....	8
2.1. DTC 渠道模式获得市场青睐，已成为运动行业整体业绩新增长点： .....	8
2.2. DTC 渠道改革短期预计增厚 ANTA 品牌营收 20~30 亿 .....	9
3. 百年 FILA 成功孵化，匠心打造经验复刻，重铸运动时尚经典 .....	11
3.1. 意大利百年匠心品牌，经典款式设计频出，业绩起伏命运多舛 .....	11
3.2. 百丽国际急于切入运动赛道，品牌定位失误，品牌运营经验缺乏 .....	12
3.3. 安踏体育接手 FILA，推进“品牌营销+差异设计+细分覆盖”，顺应“运动时尚 X 消费升级” .....	13
4. 户外运动空间广阔，并购 Amer Sports 切入加速覆盖高端户外 .....	15
4.1. 户外活动种类多样，产业供应链辐射能力强，公司重视产品 .....	15
4.2. 目前我国户外运动仍处于成长期，市场发展水平较欧美发达国家市场较低 .....	16
4.3. 消费升级+政策扶持+热门赛事三重催化，核心户外运动空间广阔 .....	17
4.4. 重点聚焦鞋服+持续扩充 DTC 渠道，缔造“十亿欧元品牌”孵化摇篮 .....	19
5. 观点总结 .....	21
6. 盈利预测 .....	21
7. 风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1：以“传统省代模式”为代表的线下渠道结构示意图 .....	4
图 2：李宁直营加盟门店数量（家）变化及直营渠道占比 .....	5
图 3：李宁历史销售毛利率及费用率变化 .....	5
图 4：特步线下销售渠道结构示意图 .....	5
图 5：特步历史销售毛利率及销售费用率变化 .....	5
图 6：国产主要运动品牌销售毛利率数据对比 .....	6
图 7：国产主要运动品牌销售费率数据对比 .....	6
图 8：安踏旗下品牌销售毛利率对比(2018H1~2020H1) .....	7
图 9：安踏旗下品牌营业利润率对比(2018H1~2020H1) .....	7
图 10：FILA 在国内范围 2010 年以来线下门店数量（家）变化 .....	7
图 11：FILA 最新一代线下门店装修风格示意 .....	7
图 12：DTC 渠道运营模式层级目标示意图及与传统零售渠道，全直营渠道结构三维层级对应示意图 .....	8
图 13：NIKE 财年总营收（十亿美元）与 DTC 总营收（十亿美元）及同比增速、DTC 业务占比历史数据 .....	9
图 14：Amer Sports D2C 发展历史数据及未来规划 .....	9
图 15：DTC 渠道改革后对 ANTA 品牌渠道结构变化及售价折扣水平影响 .....	10

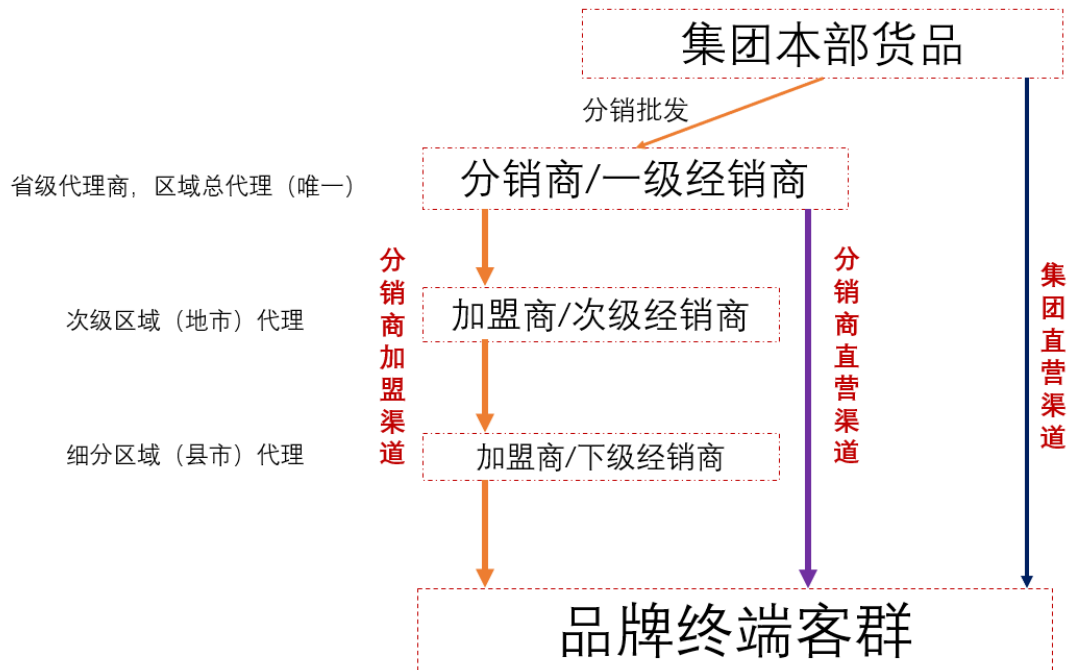
图 16: 1973 年伊信设计的 F-box FILA 经典 logo 与早期宣传海报	11
图 17: 网球球星比约·博格及当时明星款直条纹网球衫	11
图 18: FILA 品牌发展历史时间线 (1911~2009)	12
图 19: 百丽国际 2007-2013 年存货 (亿元) 与存货周转率 (次/年)	12
图 20: 人均衣着支出增速、门店数扩张速度及存货增速对比	12
图 21: FILA 跨界联名 IP 时间线示意图及简要介绍	13
图 22: FILA 不同类型明星代言阵容体现 FILA 产品三大特性品牌调性: 生活性、潮流性、运动性	14
图 23: 生活性、潮流性、运动性三元调性全对比, FILA “红白蓝” 优雅调性尽显, 产品风格迥异	14
图 24: FILA 旗下三大细分品牌主要客群、产品定位、产品风格	15
图 25: FILA 主要子品牌及其余系列对应细分市场覆盖示意图	15
图 26: 户外活动种类介绍	15
图 27: 户外市场新增价值沿产业链辐射作用示意图	16
图 28: 美国户外活动参与活动人数 (亿) 及参与活动人口比例 (%)	16
图 29: 国内户外市场产品品牌数量及品牌增长速率 (%)	16
图 30: 户外市场总零售、产品品牌数量、及单品牌平均销售额	17
图 31: 户外市场前十品牌及前五品牌集中度历史情况 (%)	17
图 32: 2013-2017 年中国户外用品品牌分布 (依据年出货额)	17
图 33: 2018 年中国户外市场不同规模品牌市场份额分布情况	17
图 34: 中国户外市场人口收入情况统计 (2018 年)	18
图 35: 2011~2020 年中国核心户外市场规模 (亿元) 及年增速 (%)	18
图 36: 中国户外市场四大细分品类定位示意图及各个细分品牌 2017 年市场规模 (单位: 人民币) 及所占整体市场份额	18
图 37: 2012-2019 年我国参与滑雪运动人数 (万人) 及年增速 (%)	19
图 38: 2012-2019 年我国滑雪场数量 (个) 变化及年增速 (%)	19
图 39: Amer Sports 品牌矩阵功能及市场定位示意图	19
图 40: Amer sports 营收及增长率 (百万欧元)	19
图 41: 2018 年并购完成时 Amer sports 股权结构示意图	19
图 42: 核心户外品牌及低端户外品牌定位排列示意图	20
图 43: 2018 年中国户外用品市场各品类产品占比	21
图 44: “10 亿欧元户外品牌” 具体发展指标一览	21
表 1: DTC 渠道改革营收盈利增厚作用估算	10
表 2: 三大 10 亿欧元目标品牌介绍	20

## 1. 渠道调整贯穿发展，传统“传统省代模式”亟待调整

### 1.1. 传统分销代理模式依赖分销商批发渠道，毛利率较低，渠道控制力受限

国内主流大众运动品牌线下渠道目前主要由自营门店，代理商/分销商以及次级加盟商等部分构成，传统线下渠道结构以传统鞋服品牌商习惯采用的“传统省代模式”为代表，即利用多层次分销加盟商快速占领线下市场，通过渠道让利维持品牌自身终端市场份额与渠道结构稳定。

图 1：以“传统省代模式”为代表的线下渠道结构示意图



资料来源：网易财经，新浪财经-中国经营报，新浪时尚-经济观察报，安踏天猫旗舰店及官方网店终端零售折扣数据，天风证券研究所

目前国产运动品牌线下渠道结构仍脱胎于“传统省代模式”，该模式在行业早期（1990s~2000s）为品牌商快速拓展占领市场，稳定品牌市场份额扎下了牢固的渠道基础；同时该模式自身固有缺陷十分明显：

- 1) 毛利率压缩，盈利能力受限：分销商加盟渠道以短期利润为经营驱动力，公司需要保证合理利润分配方案维持加盟商渠道运作，影响公司产品折扣水平、终端售价，进而毛利率、净利率等盈利能力指标；
- 2) 目标不一，战略分歧：分销商加盟商与公司利益目标不统一，分销商加盟商经营策略与公司战略产生分歧；
- 3) 分销加盟渠道快反能力弱：分销商加盟商渠道不利于品牌快反能力建设，加盟商订货风格转换较慢，需求较为固定，对市场动态潮流变化跟踪能力较弱。

同时，“福建省代模式”基于区域自身特点构建的较为稳定的渠道层级结构，低线城市特定区域内，分销商/加盟商对于渠道控制能力较强，使得部分省份代理、一级经销商有较强的议价权，渠道调整改革面临市场及费用方面的阻力；分销商/加盟商区域渠道控制能力强，短时间内可以对公司区域市场覆盖造成影响；公司在推行渠道调整改革初期费用投入（终端门店转让费用、区域市场覆盖转让费、存货回购费用等）相对较高，渠道调整面临资金方面的压力。

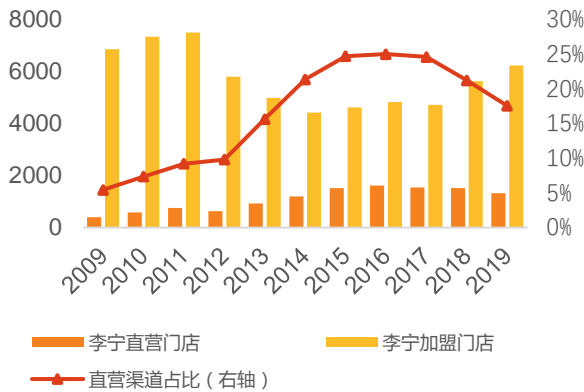
我们以李宁及特步国际为例对传统线下渠道架构进行分析：

李宁整体直营渠道发展经历了两个阶段：2009~2016 年加盟商门店数量有所缩减，直营门



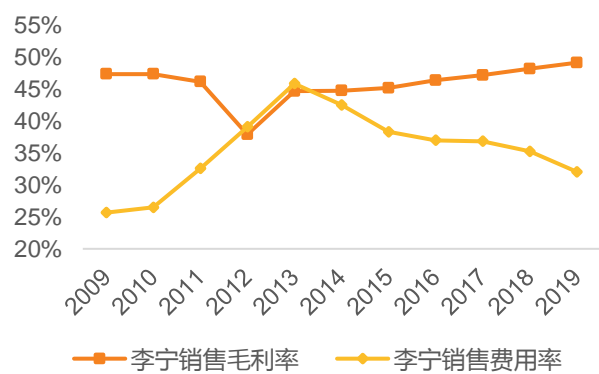
店占比逐年提升，由 5.45%提升至 25.02%；2017~2019 年公司采取加盟门店部分替代直营门店策略，直营门店比例有所下降。

图 2：李宁直营加盟门店数量（家）变化及直营渠道占比



资料来源：公司年报数据，天风证券研究所

图 3：李宁历史销售毛利率及费用率变化



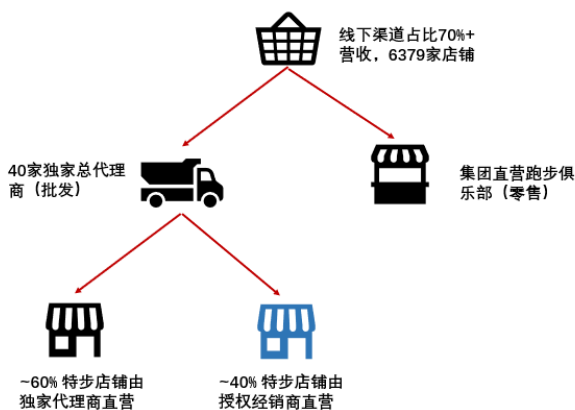
资料来源：wind 资讯，天风证券研究所

**李宁直营渠道占比与销售费率波动联系紧密：**2009~2016 年期间，李宁直营渠道占比持续上升，同时期销售费用率也出现同步快速增长，从 25.66%上升至 2016 年 36.96%；2016~2019 年，李宁直营渠道占比逐渐调整缩减，整体销售费用率呈稳步下降态势，由 2016 年末 36.96%逐步下滑至 2019 年末 32.03%。

**特步国际采用扁平化线下渠道结构，直营渠道占比低，毛利率行业内较低：**特步经过 40 家独家总代理商进行批发，60%门店交由独家代理商直接经营，剩余 40%线下门店皆由加盟商经营。这意味着特步品牌产品端直接对接独家代理商/分销商层级，整体商品终端销售售价受限。

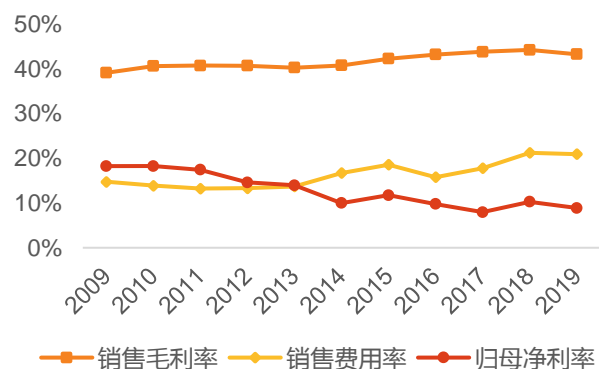
李宁 2016 年以来销售毛利率逐年稳步提升至 49%左右，而特步近年来维持 43%~44%线下销售毛利率，除去供应链管理效率差异、产品终端整体价格带差异等因素影响以外，我们认为李宁在销售毛利率方面的相对优势其中部分源自李宁拥有较高的直营门店占比。

图 4：特步线下销售渠道结构示意图



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 5：特步历史销售毛利率及销售费用率变化



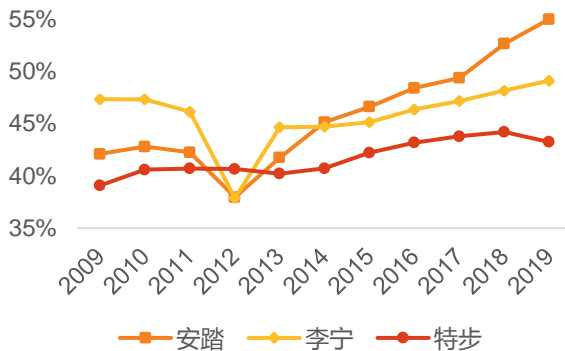
资料来源：wind 资讯，天风证券研究所

**我们认为直营门店相较分销商/加盟门店，能够绕过中间高折扣批发环节，以较高的终端零售价代替分销批发价格从而提升产品毛利率；同时直营渠道占比的提升带来日常门店维护费用、销售费用的提升，进而可能带动销售费用率上升。**

根据安踏体育年报及 DTC 渠道改革相关公告中信息，经归纳总结我们认为安踏主品牌 ANTA 采取与上述主流国产运动品牌类似的线下销售渠道，加盟渠道以分销商/一级经销商为核心，对接终端分销商经营门店和加盟商门店，同时公司拥有部分直营终端门店。安踏体育整体毛利率 2019 年末已经提升至 55.00%，同期特步国际整体毛利率为 43.24%，这主要得益于安踏品牌矩阵中 FILA 品牌销售毛利率维持在 70%以上，而同时期特步时尚运动品

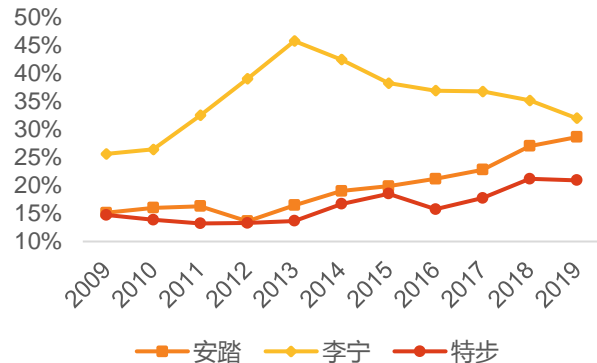
牌盖世威及专业运动品牌索康尼业务毛利率分别为 36.7%、43.2%。整体销售毛利率差异直观反映出安踏体育整体渠道端的相对优势：FILA 全直营渠道对公司盈利能力的提升以及直营渠道占比的提升带来盈利能力的提升。以 FILA 全直营运营经验为基础，安踏集团对主品牌线下门店汰换升级以及 DTC 改革计划的推进，直营占比呈逐渐提升态势。

图 6：国产主要运动品牌销售毛利率数据对比



资料来源：wind 资讯，天风证券研究所

图 7：国产主要运动品牌销售费率数据对比



资料来源：wind 资讯，天风证券研究所

安踏体育 2014 年以来毛利率水平优于李宁及特步，公司旗下 FILA 等品牌采用的全直营渠道运营模式保证了产品终端客单价，带动整体销售毛利率提升，同时直营门店比例提升影响销售费用端，安踏 2014 年销售费用率呈逐年上升趋势。

整体来看，国产运动品牌线下渠道中，分销商加盟渠道占据重要位置，对终端品牌商渠道控制能力有所削弱，同时给予分销商渠道较高折扣的批发供应价，一定程度上制约了产品整体销售毛利率的提升。

## 1.2. FILA “全直营模式”经验积淀，培育品牌快反能力，增强渠道控制力

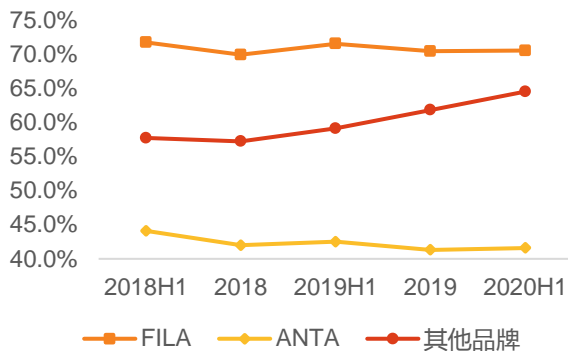
2009 年公司购入 FILA 中国业务运营初期，适逢 2011~2012 年中国鞋服全行业库存危机，全行业渠道过度扩张带来的产品滞销，库存压力增加等问题困扰着各大国产品牌厂商，其中分销商批发渠道与上游生产厂商与下游加盟商、终端消费客群之间信息交流效率低下是造成分销渠道滞销、库存压力增大的主要原因之一。2012 年，公司针对 FILA 业务展开全直营渠道改革，立足于品牌自身高端运动时尚品牌定位，直营渠道在确保 FILA 终端产品相对批发分销渠道较高售价的同时，提升 FILA 品牌形象管理、门店质量形象、终端售价折扣控制等运营效率，全直营渠道改革为日后 FILA 成功孵化奠定了坚实的基础：

1) 直营渠道有助于**加强公司渠道控制力**，FILA 品牌客单价区间较高，直营模式更适合公司有效管理终端产品折扣及售价水平；以传统分销商批发渠道运营此类高端运动时尚品牌，在进货量类似的情况下，**分销商会面临资金投入较大，运营风险控制等一系列问题**。FILA 高端运动时尚品牌形象需要较大众品牌更高的客单价格来维护，**直营渠道更有利于 FILA 终端门店销售价格、折扣水平的有效监控或及时调整**。

2) 直营渠道有利于**培养品牌快反能力**，为品牌与目标客群之间搭建了高效交流沟通桥梁，有利于 FILA 品牌针对市场潮流风向变化，及时调整产品设计及不同类型产品进货比例。

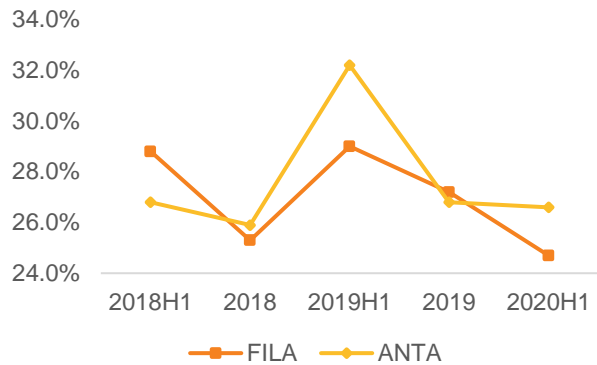
3) 直营渠道面临的主要问题是运营费用上升以及相应费用率潜在上升带来的压力，费用率上升问题可以通过安踏自身**高效费控能力**以及规模化运营带来的费控优势部分弥补。

图 8：安踏旗下品牌销售毛利率对比(2018H1~2020H1)



资料来源：公司年报，天风证券研究所；注：其他品牌包含迪桑特等 2015 年后相继并购的中小品牌。

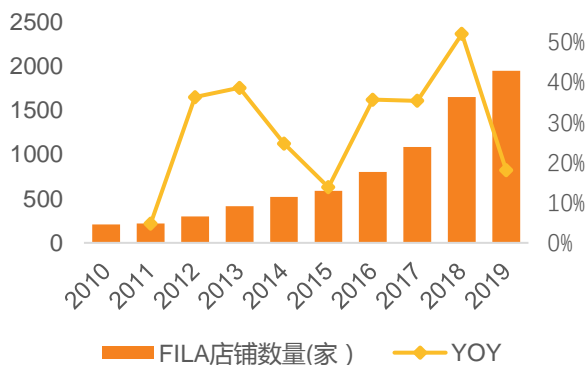
图 9：安踏旗下品牌营业利润率对比(2018H1~2020H1)



资料来源：公司年报，天风证券研究所

FILA 品牌销售毛利率普遍达到 70%~72%，较主品牌安踏、以及同行可比标的李宁、特步毛利率优势明显；高端运动时尚品牌定位带来的较高客单价定价区间，以及全直营渠道带来的零售价格及折扣水平控制推动 FILA 品牌整体奠定了产品毛利率优势。同时，从品牌营业利润端来看，FILA 营业利润率略低于公司主品牌 ANTA，维持在 25%左右，表明 FILA 品牌在营业费用支出方面还存在较大的改善空间。

图 10：FILA 在国内范围 2010 年以来线下门店数量（家）变化



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 11：FILA 最新一代线下门店装修风格示意



资料来源：搜狐时尚，天风证券研究所

### 1.3. DTC 模式包含多维度品牌对接消费者，有效突破传统渠道结构瓶颈

**FILA 全直营渠道运营费用率高企：**全直营渠道贴合 FILA 高端运动时尚品牌定位，通过直营渠道赋能 FILA 品牌，保证终端销售价格、折扣水平；另一方面，全直营渠道带来的营业费用率上涨，影响 FILA 品牌终端盈利能力：FILA 品牌毛利率可以维持在 70%，相比之下 ANTA 品牌毛利率仅为 42%左右，但是 FILA 在 2019 年末营业利润率与主品牌 ANTA 保持同一水平，均维持在 25%左右。

**Q1 疫情冲击下分销商加盟渠道存货积压等运营问题凸显：**公司 2020Q1 及 Q2 公布运营数据显示，ANTA 主品牌 Q1 零售额同比出现 20%~25%下滑，FILA 品牌零售额同比仅为中单位下跌，ANTA 主品牌在疫情冲击影响下线下零售端受到较大影响，线下门店客流减少，分销商及加盟商渠道存货积压情况加剧，为缓解分销商加盟商渠道库存压力，公司已经通过回购货品、奥莱店及线上折扣等方式协助消化积压库存（公司 8 月 25 日 DTC 改革公告中渠道收购款项 80%~90%均用于存货回购，分销商渠道库存压力亟待解决）。

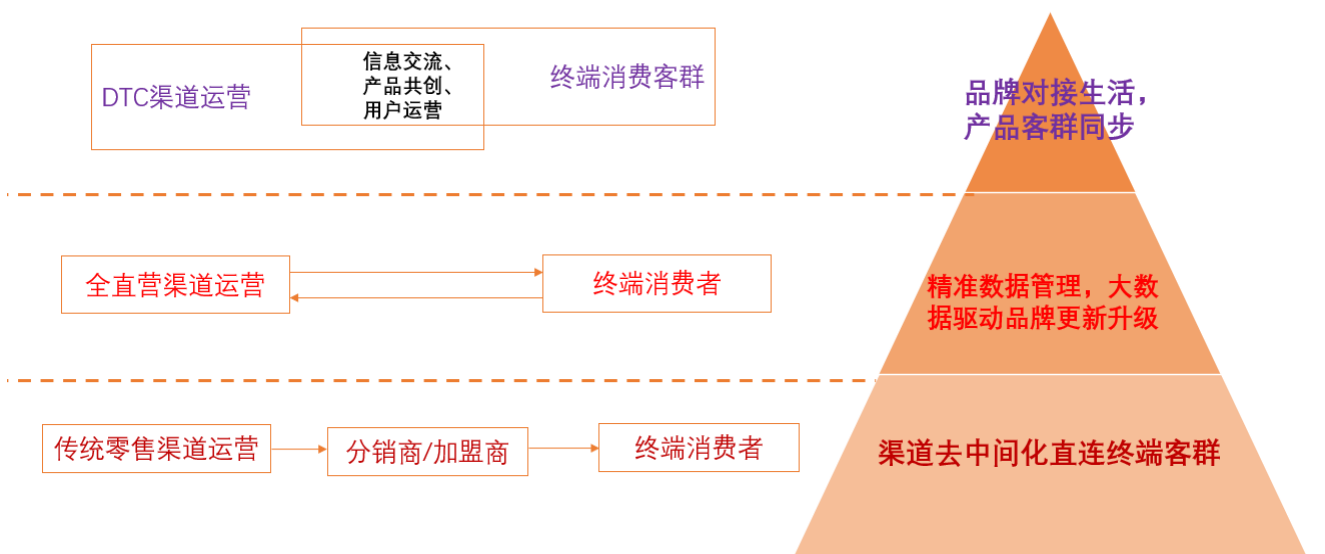
**DTC 渠道运营模式蕴含多维度“品牌直连消费者”，较全直营渠道模式更为立体全面：**

**DTC 渠道 Level I 渠道直连去中间化，提升渠道控制力**，DTC 渠道概念的初衷是围绕传统零售渠道中间分销商、加盟商层级进行精简优化，提升品牌渠道控制力，这也是目前运动品牌考虑渠道调整转型的直接原因，渠道控制能力的提升最终以盈利能力提升回馈公司。

**DTC 渠道 Level II 精准品牌数据管理，智能化大数据驱动品牌更新升级**，DTC 模式下品牌端、产品端与终端客群之间信息交流 1) 交换频率大幅提升，以往市场调研、调查问卷等传统信息数据收集方式已经无法满足需求；2) 数据覆盖范围大大扩充，涵盖品牌销量表现、市场流行趋势/需求变化方向、消费人群生活方式等多层次后台数据，公司结合行业前沿智能化大数据技术跟踪分析，可以实现高效把握市场动向，推动产品品牌端适时升级巩固竞争优势。

**DTC 渠道 Level III 高效对接消费生活场景，实现品牌融入消费者客群生活**，公司产品及品牌端与终端客群之间通过社交网络、品牌交流会、品牌社区等新兴渠道方式紧密相连，公司产品及品牌端以“提供生活便利，创造独特体验”为直接导向替代传统广告宣传模式，最终实现产品融入客群生活场景，实现客群与公司品牌共存，大幅提升客群复购率、消费黏性、品牌忠诚度。

图 12：DTC 渠道运营模式层级目标示意图及与传统零售渠道，全直营渠道结构三维层级对应示意图



资料来源：Forbes 杂志，news.vaimo.cn，天风证券研究所

**DTC 渠道兼顾渠道改革风险与收益，完善直营渠道改革：**全直营渠道模式带来的初期线下门店改装支出以及营业费用率上涨等因素影响，对于定位大众运动品牌的公司主品牌 ANTA 而言并非最佳选择；直面顾客性渠道（DTC）概念兼顾渠道费率上升潜在风险以及渠道控制力上升带来的好处，强调产品去掉中间环节（例如，分销商，中介商等），对终端消费者以柔性温和定价方式，让产品高效对接目标客群，提高公司产品端及品牌端与目标客群之间的信息交换效率，有效培养客户黏性与品牌忠实度。

## 2. ANTA 开启 DTC 升级, 目标 2025 年 DTC 业绩占比提升至 70%

### 2.1. DTC 渠道模式获得市场青睐，已成为运动行业整体业绩新增长点：

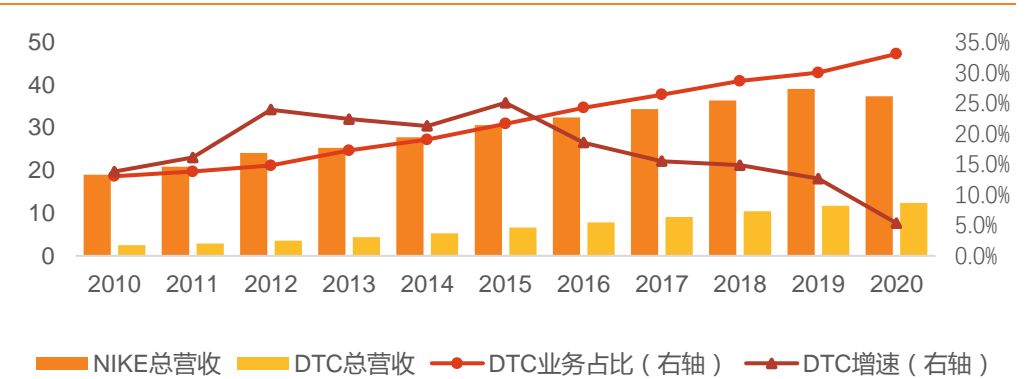
NIKE 于 2017 年 6 月推出 Consumer Direct Offense 策略，强调从“渠道架构、客群融入、流量数据管理”三个维度对品牌进行完善提升：

1) 渠道精简去中间化，对 NIKE 分销渠道合作商进行评估，逐步减少并逐渐剔除部分合作商(如亚马逊)，保留部分符合公司产品特点且提供特质化服务的渠道合作商如 Nordstorm；



- 2) 相继在全球区域重点城市开辟 NIKE LIVE 概念门店，扶持 NIKE 的品牌社区成长发展，为客群创独特使用体验；
- 3) 数控管理方面，利用现有数字化技术及移动终端设备，收集核心客群反馈信息以及市场风向潮流变化、客群潜在需求等相关信息，提高品牌与客群之间信息互动效率。

图 13: NIKE 财年总营收 (十亿美元) 与 DTC 总营收 (十亿美元) 及同比增速、DTC 业务占比历史数据

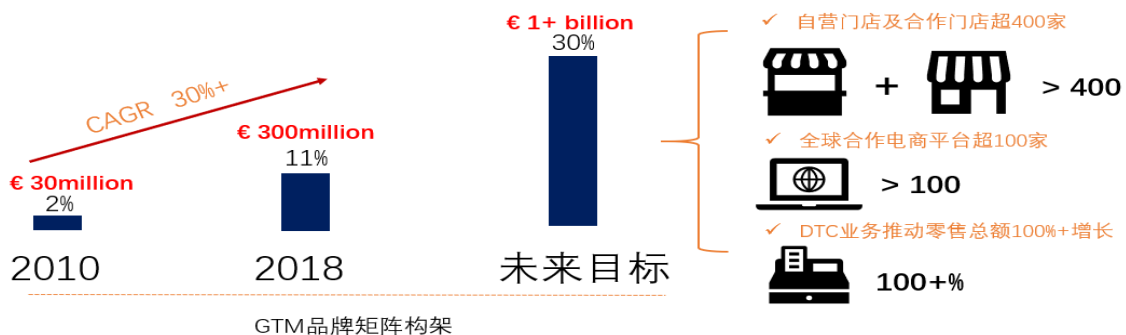


资料来源: statista.com, wind 资讯, 天风证券研究所

NIKE 19~20 财年整体业绩达到 374.03 亿美元，其中 DTC 业务 19~20 财年实现营收 123.8 亿美元，营收占比升至 33.1%，较 2011 财年占比 13.8% 实现持续稳步提升；NIKE 自 2010 财年以来，总营收平均复合增长率为 6.01%，同期 DTC 业务营收平均复合增长率达到 15.70%，DTC 业务营收同比增速远超整体业绩增速，DTC 业务已经成为 NIKE 业绩稳定增长新引擎。

除了头部运动品牌 NIKE 之外，新兴细分行业中 DTC 渠道运营模式已逐步实现推广应用，例如 Amer Sports 整体业务中 DTC 渠道业务已经成为未来业绩战略增长点。据公司提供的 2018 年财务分析报告数据，2010 年公司 DTC 业务营收占比仅仅为 2%，彼时 Amer Sports 整体业务来源主要来源于传统线下分销批发渠道；2018 年公司 DTC 业务营收占比快速上升至 11%。在 2019 年 Amer Sports 提出业务规划构想中，DTC 业务已经成为公司三大业务转型关键驱动力之一；公司借助 DTC 业务快速增长促进整体业绩增厚，计划未来 4~5 年内实现全球范围 Amer Sports 全品牌业绩实现同比 100%+ 增长，计划未来中长期将 DTC 业务营收占比提升至 30%。

图 14: Amer Sports D2C 发展历史数据及未来规划



资料来源: 安踏 2019 投资者交流活动资料, 天风证券研究所

## 2.2. DTC 渠道改革短期预计增厚 ANTA 品牌营收 20~30 亿

ANTA 品牌自 2020 年 9 月起在全国 11 个省市地区开启直面消费者 DTC 经营模式，用以裁撤替换传统中间分销商渠道，打通线下“人、货、场”，提升渠道运营管理效率并有效提升费控能力：标准化统一决策，有效提高商品周转效率及存货管理能力，并同时能高效衔接数字化智能运营技术，从终端零售价及费控能力提升两方面带动 ANTA 品牌产品毛利率的提升，并为公司未来集团业绩发掘新增长点。

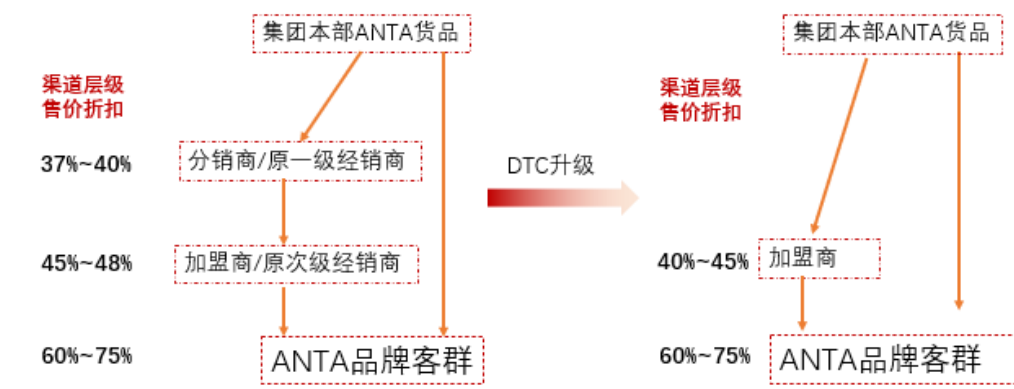
DTC 渠道升级产生短期费用开支较大，但未来有望增厚公司整体业绩

此次 DTC 渠道升级过程将会持续 6-9 个月,纳入渠道升级范围的线下门店数量达到约 3500 家,其中 60%门店将会由集团直营管理,40%有加盟商按照 ANTA 品牌运营标准运营,涉及交易总金额为 20 亿元,其中 80%~90%为原分销渠道回售货品款项,考虑到 ANTA 品牌完成 DTC 升级后,线下终端直营门店的增多以及产品售价、毛利率水平的提升,我们认为公司未来整体年营业收入有望提升 20~30 亿元,归母净利润端有望增厚 2 亿元左右,我们对此次 DTC 渠道改革对于公司营收及盈利端影响估算。

### DTC 渠道升级完成后对公司 2021 年营收及盈利预测估算及前提假设:

- 1) 为了方便进行预测,我们将费用端的不确定性以及门店数量改革完成后的不确定性都进行了简化处理,最终预测结果较实际情况偏高,可以用来预测增厚区间上限;
- 2) 销售价格同比增幅即为门店店效的增幅,ANTA 品牌终端销量短期内不会发生大幅波动;
- 3) DTC 渠道改革推进过程中,新增 2100 家直营门店与 1400 家加盟商门店数量保持稳定;
- 4) 参考历史安踏品牌各级渠道层级售价折扣,对折扣水平进行假设;且我们认定 DTC 升级前后门店面向客群售价均维持在 60%~75%,最终折中取 65%进行估算。
- 5) 净利润增厚估算参考 2019 年 ANTA 品牌 26.80%经营利润率及 2020 年 33.68%预测税率。

图 15: DTC 渠道改革后对 ANTA 品牌渠道结构变化及售价折扣水平影响



资料来源:网易财经,新浪财经-中国经营报,新浪时尚-经济观察报,安踏天猫官方旗舰店及安踏官方商城价格折扣数据,天风证券研究所

表 1: DTC 渠道改革营收盈利增厚作用估算

门店类别	门店数量(家)	原分销批发折扣价(%)	DTC 升级后售折扣价(%)	2019 年末平均店效(万元)	售价同比增幅(%)	2021 年末门店店效增加(万元)
DTC 升级直营	2100	37%	65%	165.94	75.68%	125.57
DTC 保留加盟	1400	37%	40%	165.94	16.22%	26.91
营收增厚预测(万元)						251709.43
经营利润增厚预测(万元)						32474.93
归母净利润增厚预测(万元)						21437.20

资料来源:公司年报数据,安踏 DTC 渠道升级公告数据,网易财经,新浪财经-中国经营报,新浪时尚-经济观察报,天风证券研究所,

注:1) 终端零售价格增幅估算时直接作为店效提升幅度,2) 渠道改革期间内,直营与保留加盟门店数量不会大幅波动或削减,3) 按照历史安踏品牌售价作为折扣水平。

4) 历史经营利润率大致为 20.50%~22.47%之间,考虑到新转换直营门店初期利润率较高线直营大型门店经营效率、客流之间的差距,我们需要适当下调新近转换门店经营利润率 7%~9% (二次销售回购分销渠道商品客观来说需要加大折扣,新近转换门店费控效率很难在短时间内达到原有直营较大门店水平)。

5) 分销直营门店升级速率为线性,即每个季度新增 700 家分销转直营门店,2020、2021Q1、2021Q2、2021 各期间未分销转直营门店累计分别为 700、1400、2100、2100;保留公司总部各期间未新增加盟门店数量 2020、2021Q1、2021Q2、2021 保留加盟门店累计为 500、1000、1400、1400。

6) 计算营业增厚作用使用期间内分销转直营/保留加盟各期间平均门店数量,2020、2021Q1、2021Q2、2021 各期间为 1050、1750、2100 家;保留加盟门店数量各期间内平均为 750、1200、1400 家。

据以上测算结果，我们预测 DTC 渠道升级可以实现增厚营收 20~30 亿元，增厚净利润端 2 亿元左右。

### 3. 百年 FILA 成功孵化，匠心打造经验复刻，重铸运动时尚经典

#### 3.1. 意大利百年匠心品牌，经典款式设计频出，业绩起伏命途多舛

**FILA 创业初期** FILA 品牌诞生于 1911 年意大利北部小镇 Biella，由当地 FILA 兄弟创立，创立伊始旨在利用当地常见原材料，糅合艺术与实用性，取材于阿尔卑斯山脉沿线简洁明亮美景，打造奢华织物产品，初次奠定了高雅奢华且注重实用性的品牌基调。随后 1923 年，正式成为针织衣物生产商并与当地企业合资成立 Magificio Biellese，FILA 产品首次成功跨越国境线。1942 年，FILA 再次完成扩张，与 Fratelli Fila 成功合并。

**华丽转型运动品牌** 1968 年，恩里科·弗朗基被聘为公司业务主管，在其任内，FILA 成功转型成为一家国际化运动装备品牌，实现了从创立初期纺织代工、内衣生产商向运动品牌的华丽转型。截止 1972 年，FILA 已经实现年销售额超过 10 亿拉尔，生产规模也达到空前规模，雇佣员工数量超过 250 人，拥有 Pier Luigi Rolando 领衔的设计师团队及 Alessandro Galliano 带队的工程师科研团队。1973 年，日本设计师伊信为 FILA 设计出“F-box”商标，以红蓝色代表地中海的阳光和海洋，成为品牌永恒经典商标。

**进军网球缔造经典** 作为彼时新兴运动品牌，FILA 将网球运动作为最加强自身品牌调性的首要目标市场，先后签约比约·博格，鲍里斯·贝克尔等一众网球球星，此后 FILA 经典的直条纹蓝白红配色网球衫开始活跃在世界重要网球赛场上，在世界运动品牌中占有一席之地。尔后 FILA 开启了“多元化”发展策略，借助网球运动给品牌带来的知名度提升，迅速将产品种类业务范围扩大至高尔夫、登山、滑雪、自行车等多项热门运动。

图 16: 1973 年伊信设计的 F-box FILA 经典 logo 与早期宣传海报



资料来源: fortressofsolitude.com, dfsglobal.cn, 天风证券研究所

图 17: 网球球星比约·博格及当时明星款直条纹网球衫



资料来源: Sports Illustrated Tennis, insidetennis.com, 天风证券研究所

**激烈竞争辗转沉浮** 成功凭借网球市场完成运动品牌转型后，80 年代~90 年代初期 FILA 在世界最大运动市场——美国市场的销售额及市场份额落后于 Reebok 和后起之秀 NIKE，为了扭转不利局面，针对新兴流行的篮球运动文化，1994 年公司宣布签约 NBA 球星格兰特·希尔，加强公司在篮球市场的宣传力度，提升品牌影响力应对新的运动潮流。2000 年代以来，产品销售额下滑，市场竞争加剧，管理层投资过剩，经营不善债台高筑，至 2003 年，FILA 以约 3.5 亿美元价格被出售给美国私募股权公司 Cerberus Capital Management，标志着 FILA 鼎盛时期在 2000 年代结束。

**股权更迭重组，百丽安踏先后介入** 私募股权接手后，FILA 并没有成功扭转业务下滑的颓势，2006 年 FILA 全球销售仅为 1 亿美元左右，而此前后起之秀当今运动巨头 NIKE 彼时明星代言费就高达 4.67 亿美元。2007 年，FILA 韩国以 4 亿美元代价收购 FILA 全球业务，公司总部移驻首尔。2007 年，百丽国际与 FILA 卢森堡签署合资协议，以 4800 万美元的代价取得合资企业 Full Prospect 85% 股权，并同时获得 FILA 中国地区业务经营权。百丽收购 FILA 中国业务后，其 FILA 相关业务录得连续两年亏损，FILA 中国业务于 2009 年以人民币 3.14



亿元被安踏体育收购，安踏迈出了多品牌战略尝试的重要步伐。

图 18: FILA 品牌发展历史时间线 (1911~2009)



资料来源: fortressolitude.com, maglificio maggia.it, Fratelli Fila Linkin, cultedge.com, insidetennis.com, styleguide.lefair.vn 等, 天风证券研究所整理绘图

### 3.2. 百丽国际急于切入运动赛道，品牌定位失误，品牌运营经验缺乏

产品定位失误，百丽国际主营女鞋制造销售及鞋类品牌代理销售，2006 年 7 月 1 日正式收购运动服饰经销业务，相较安踏、李宁、特步等早期创立的国产运动品牌而言，切入运动赛道时间较晚，业务集中在终端线下经销业务而非终端运动品牌，在 2007~2009 年期间始终维持在 35.6%~36.1% 较低水平，业务毛利率较低。FILA 在运动行业中定位运动时尚细分赛道，品牌自创立伊始就追求高雅清新的风格，产品多以简洁明亮的红白蓝主色调为主，百丽缺乏运动品牌整体运营经验，将 FILA 业务简单归类为“二类品牌”运动服饰业务，造成了品牌定位失误。

门店扩张过快，存货压力增大:百丽在 2008 年门店数量增速超出了国内市场需求增速，2008 年百丽运动服饰中二线品牌线下门店数量达到 1152 家,较 2007 年同期增加 36.65%，随后迎来 2009 年二线品牌线下门店数量大幅削减，2009 年净关店 458 家至 694 家；同时订货速率超过门店分销速率造成了一定的存货积压问题，2008 年百丽整体存货达到 42.29 亿元，较 2007 年同比增幅达到 85.35%。

图 19: 百丽国际 2007-2013 年存货 (亿元) 与存货周转率 (次/年)

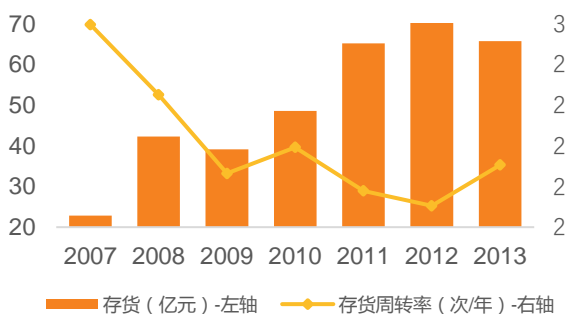
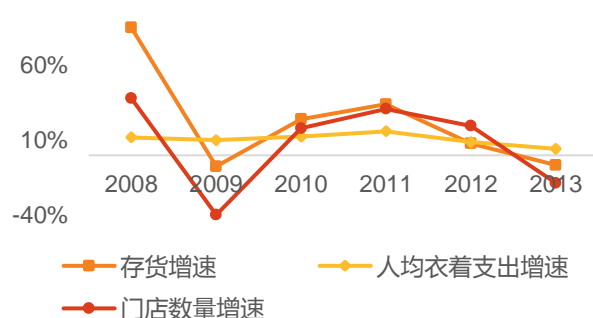


图 20: 人均衣着支出增速、门店数扩张速度及存货增速对比





资料来源：百丽国际年报，天风证券研究所

资料来源：百丽国际年报，WIND 资讯，天风证券研究所

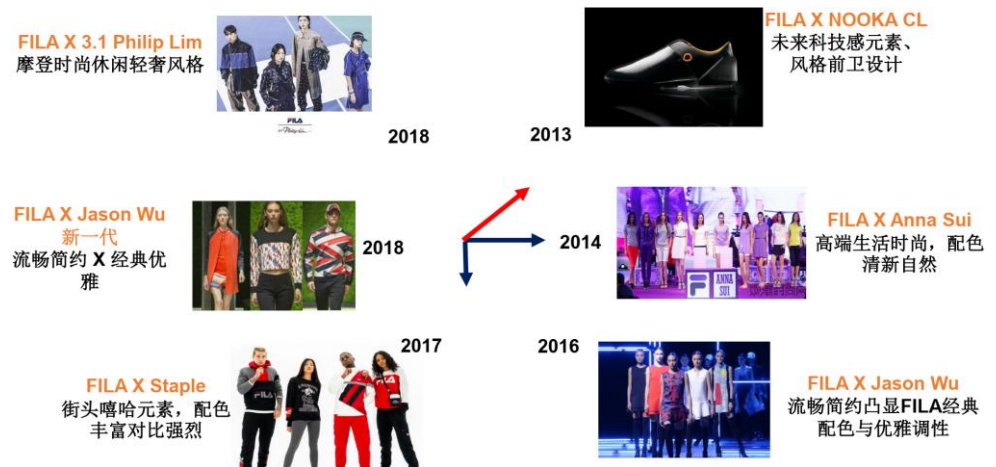
百丽对于国内运动市场发展预测过于乐观，市场规模增速预期过高，2007 年开始的金融危机对国际运动服饰供应链端、需求端的冲击影响客观存在。人均消费水平尚处于低位区间与 FILA 高端运动市场品牌调性之间存在一定的购买力差距：2007~2009 年百丽经营 FILA 中国业务期间，我国城镇人均年衣着支出分别达到 1042 元、1165 元及 1284 元，**整体来看期间人均消费水平较低，市场需求增速不及预期。**

### 3.3. 安踏体育接手 FILA，推进“品牌营销+差异设计+细分覆盖”，顺应“运动时尚 X 消费升级”

**品牌营销:跨界 IP 联名增强 FILA 高端优雅品牌调性，明星流量驱动**

安踏体育自 2009 年收购 FILA 中国业务以来,以**时尚潮牌 IP 跨界联名**等不同方式带动 FILA 品牌营销，强化自身高雅时尚的品牌调性。2013 年 FILA 业务首次实现与纽约 NOOKA 设计公司跨界联名合作，后者未来科技感元素配搭犀利的线条设计，与 FILA 自身高端品牌调性相结合。2017 年 FILA 再次实现潮流跨界合作，推出 Staple X FILA 跨界系列，通过糅合对比感强烈、色泽明亮等街头嘻哈设计元素，将街头潮流文化融入 FILA 品牌潮流基因之中，强化 FILA 自身潮的品牌调性。

图 21：FILA 跨界联名 IP 时间线示意图及简要介绍



资料来源：hypebeast.com, YOKA 时尚网, YOKA 男士网, kiks.com, flightclub.cn, Ladyface 时装网, 腾讯时尚, 天风证券研究所

与此同时，**知名时装设计师跨界联名 IP 合作**也在有序展开，FILA 与知名美籍华裔设计师 Jason Wu 联名合作，先后两次推出 Jason X FILA 系列，将其时装潮流设计与 FILA 运动元素有机结合，顺应当今国内市场运动潮流兴起的趋势。

公司同样致力于**将明星流量与知名潮流 IP 联名资源有效整合**，2014 年李敏镐阳光男神形象配搭 Anna Sui X FILA 潮流跨界联合系列登场，受到业界及粉丝群体广泛关注。Anna Sui 身为举世闻名的华裔时装设计师，被誉为时尚魔女，设计风格融合东西方文化，品牌受众广，她旗下品牌产品常年受到时尚人士热烈追捧，FILA 与 Anna Sui 的潮流跨界合作，可以借助 Anna Sui 独到的设计能力以及在时装潮流界强大影响力，加强品牌曝光度，吸引更多客群流量，加强自身高端运动时尚的品牌调性。

**高效的明星代言为 FILA 赢得了更多的客群流量，彰显生活、潮流、运动三元调性**

FILA 品牌明星代言策略方面，针对细分客群年龄层，**构建年轻化明星阵容**代替 FILA 传统专业运动球星路线。2013-2014 年，公司先后与知名影星舒淇、李敏镐签约代言合作，通过不同的明星特点展现 FILA 品牌不同层面的品牌调性。同时公司注重**跟踪明星流量动态及时更新 FILA 签约明星阵容**：2016-2017 年，高圆圆及美国队长扮演者 Chris Evan 分别签约加

盟 FILA 签约明星战队，分别以知性成熟女星及国际动作巨星的身份诠释 FILA 品牌的生活性及潮流性；2018 以来，黄景瑜、马思纯、蔡徐坤等一批 90 后公众热点鲜肉明星相继成为品牌形象代言人。

2017 年同期推出的 LOVE FILA 系列则是通过与前温网冠军玛丽恩·巴托丽回归 FILA 最初的网球运动经典风格，展现品牌内在的运动基因。多类型明星阵容有针对性地向广大客群展示 FILA 生活性、潮流性及运动性等多维度品牌调性，同时注重根据市场热度，明星流量动态更新阵容，高效的明星代言策略为 FILA 在国内市场的崛起奠定了坚实的基础。

图 22：FILA 不同类型明星代言阵容体现 FILA 产品三大特性品牌调性：生活性、潮流性、运动性



资料来源：公司年报，凤凰时尚，FILA\_FUSION 官方微博，fashiondigest.com 观潮时尚网，天风证券研究所

### 差异设计：融会安踏自身产品差异化策略，高端运动时尚赛道尽显产品独道设计

公司将主品牌 ANTA 差异化产品策略延伸至 FILA 品牌产品设计，坚持 FILA 品牌百年自有的高端优雅的产品风格，围绕产品“红白蓝”主色调及运动基因，沿生活、潮流、运动三个方向推行产品差异化策略：2014 年 Anna Sui X FILA 联名合作系列，借助 Anna Sui 在国际时装界地位与其独特的设计能力，主打“高端生活、优雅风格”产品路线，与国内其他类似定位产品风格迥异；2017 年 3.1 Philip Lim X FILA 系列，尝试赋予 FILA 品牌高端优雅的品牌调性都市个性、潮流轻奢的新内涵，在提升品牌曝光度的同时展现出 FILA 独特的设计风格；LOVE FILA 系列借用鲜艳、高辨识度颜色对比设计，基于 FILA 自有的网球运动基因，与众不同的高雅运动与时尚潮流的结合设计风格，赋予品牌运动属性新的定义。

图 23：生活性、潮流性、运动性三元调性全对比，FILA “红白蓝”优雅调性尽显，产品风格迥异



资料来源：Nike、Adidas、London Boy、Supreme 官网，什么值得买评测网等，天风证券研究所

### 细分覆盖：三大子品牌与众多产品系列有效覆盖各细分客群，高效对接多元化细分市场

FILA 分别于 2015 年 5 月、2018 年 6 月分离出童装品牌 FILA KIDS、年轻人潮流业务 FILA FUSION 以及 2018 年推出的高端专业运动品牌，FILA 基本完成了对童装、年轻潮流、运动需求三大主要细分市场的覆盖，同时推出迎合其余小众细分市场需求的 FILA Blue、FILA INTIMO 男士内衣系列、MODERN VINTAGE 复古经典系列等不同产品系列，实现了对运动潮流各细分市场的有机高效地覆盖。

图 24: FILA 旗下三大细分品牌主要客群、产品定位、产品风格



资料来源：公司年报，flightclub 中文网，网易体育，木村光希官博，天风证券研究所

图 25: FILA 主要子品牌及其余系列对应细分市场覆盖示意图



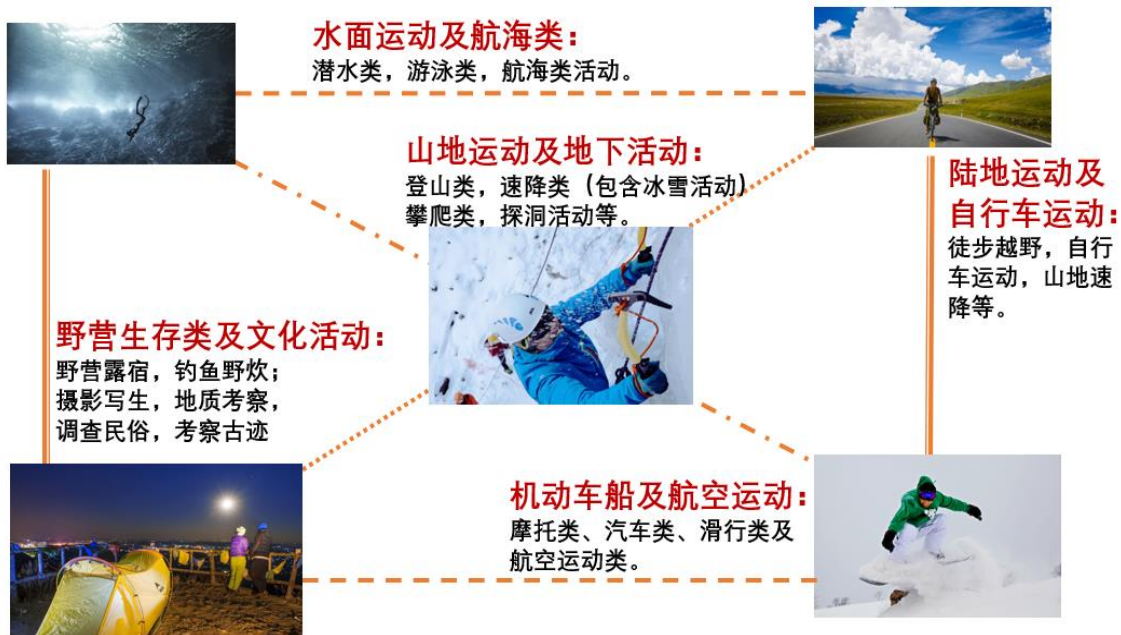
资料来源：hypebeast.com, sneakerfiles.com, art.cfw.cn, cafe.daum.net, www.51kids.com, chinapp.com, cultedge.com 等，天风证券研究所

## 4. 户外市场空间广阔，并购 Amer Sports 切入加速覆盖高端户外

### 4.1. 户外活动种类多样，产业供应链辐射能力强，公司重视产品

活动种类繁多，形式多种多样，包括但不限于登山攀岩等山地系运动，潜水垂钓赛艇水面水下运动，远足野营探险野外系运动。户外运动多元化带来配套装备多元化，各细分户外运动之间需求差异较为明显。

图 26: 户外活动种类介绍

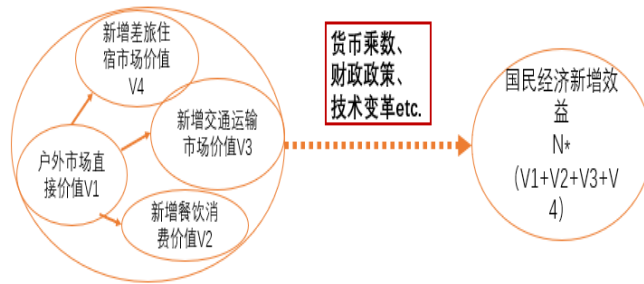


资料来源：8264.com，天风证券研究所

户外活动细分市场与其它关联行业通过关联产业链辐射串联能力强，以远足旅行为例，活动期间“衣食住行”所涵盖的不同维度需求，可以带动餐饮、住宿、交通运输等直接相关行业需求提升，最终户外活动通过产业链辐射产生的整体经济效益远超户外市场装备售卖带来的直接价值。



图 27：户外市场新增价值沿产业链辐射作用示意图

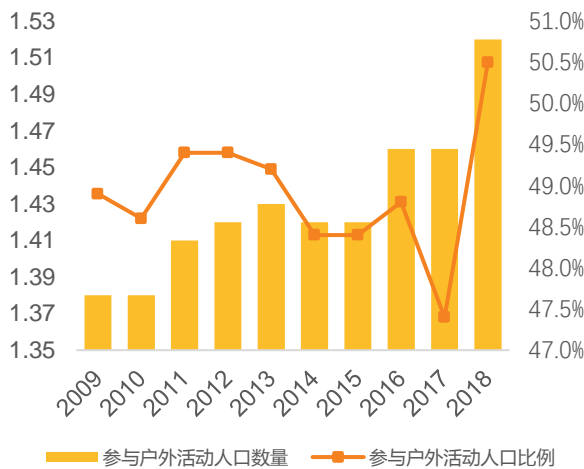


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

## 4.2. 目前我国户外市场仍处于成长期，市场发展水平较欧美发达国家市场较低

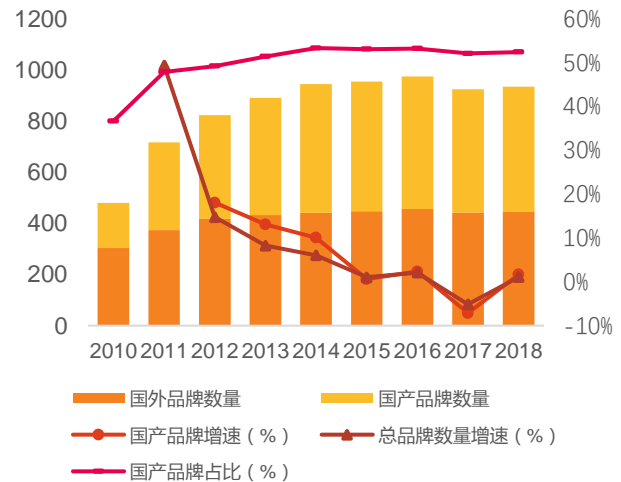
**户外市场尚未成熟，差距仍然显著：**我国户外市场目前仍然处于中期成长阶段，与欧美发达国家相比，我国户外活动人群参与度较低，人均户外运动消费水平仍然存在明显差距。以户外运动大国美国为例，据美国户外行业协会（OIA）报告数据显示，2007~2018 年全美参与户外活动人口比例维持在 48.4%~50.5%之间，2018 年 OIA 最新调查，1.52 亿美国公民每年至少参加一次户外活动，较上年同比上升 1.5%，而根据中国登山协会 2016 统计数据，中国当年约有 1.3 亿人开展户外活动，占总人口 9.39%，中美户外活动人口参与度差异明显，中国户外市场尚处于中期成长阶段。

图 28：美国户外活动参与人数（亿）及参与活动人口比例（%）



资料来源：美国户外行业协会（OIA）行业报告，天风证券研究所

图 29：国内户外市场产品品牌数量及品牌增长速率（%）

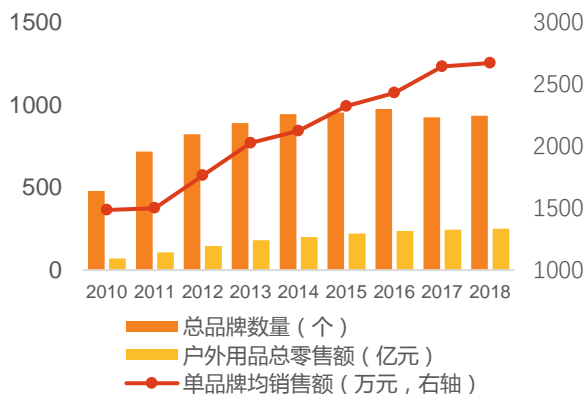


资料来源：中国产业信息网，中商情报网，天风证券研究所

**户外市场成长调整时期，国内户外市场国产品牌迅速扩容：**国内户外市场品牌数量在 2013~2016 年呈现出稳定上涨态势，随后随着户外市场品牌竞争加剧，2017~2018 年国内户外品牌总数有所回落，从 2016 年末 975 家历史峰值小幅降至 2018 年末 935 家，2010~2018 年期间内户外品牌数量整体复合增长率达到 8.69%。从国产品牌及国外品牌数量来看，2010 年以来国产户外品牌阵容迅速扩大，自 2010 年 176 家快速上升至 2018 年 490 家，期间复合平均增长率达到 13.65%，远高于同期国外户外品牌复合平均增速(4.88%)。市场品牌数量的迅速扩大，户外品牌竞争程度加剧，2013-2017 年单品牌平均销售额一改之前快速增长的态势，转而在 2100~2200 万元区间内波动下行，期间内行业规模增速开始逐步放缓，市场开始步入调整成长期。

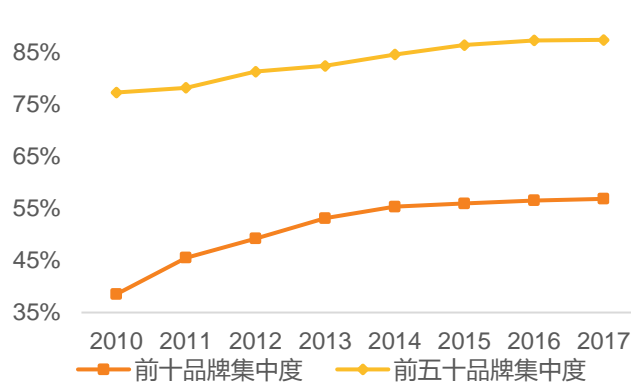


图 30：户外运动总零售、产品品牌数量、及单品牌平均销售额



资料来源：中国产业信息网，mai.huwai.com，天风证券研究所

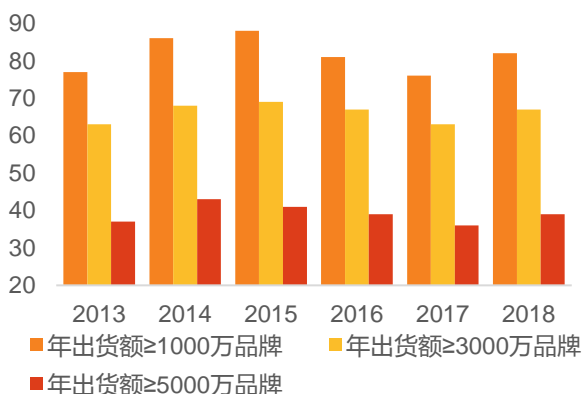
图 31：户外运动前十品牌及前五品牌集中度历史情况 (%)



资料来源：mai.huwai.com，天风证券研究所

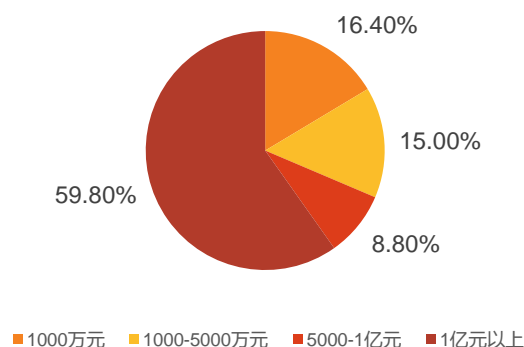
**产品需求多样化，品牌集中度持续提升：**户外运动进入调整期以后，行业整体品牌集中度进一步提升，据中商产业研究院数据统计，2015~2017 年期间，年出货额 1000 万元以上、3000 万元、5000 万元以上户外品牌数量分别减少了 13.64%、8.70%、12.20%。另一方面，行业马太效应更加明显，出货额 1 亿元以上的品牌市场份额达到 59.8%，同比增长 2.6 个百分点，户外运动正在逐步向头部品牌靠拢。

图 32：2013-2017 年中国户外用品品牌分布 (依据年出货额)



资料来源：中商产业研究院，中国产业信息网，天风证券研究所

图 33：2018 年中国户外运动不同规模品牌市场份额分布情况



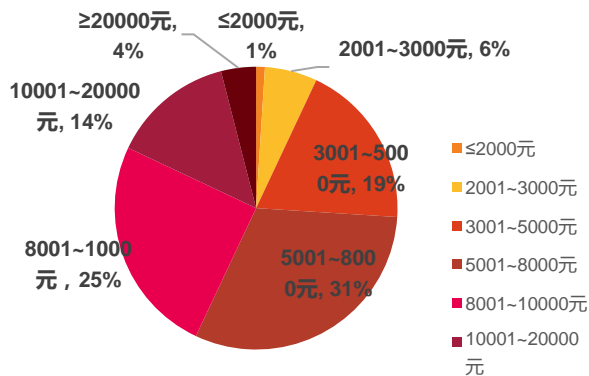
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

### 4.3. 消费升级+政策扶持+热门赛事三重催化，核心户外运动空间广阔

我国户外运动整体呈现稳步增长的态势，中研普华产业研究院行业报告数据显示，2016-2018 年中国户外行业整体市场规模分别达到 484 亿、504.2 亿、537 亿元人民币，户外运动整体 2016-2018 年三年复合增速为 5.33%，较运动市场增速更低，主要是因为户外运动较传统运动专业技能要求相对更高，且对活动装备的性能要求更加严格明确，例如慢跑爱好者只需要合适的跑鞋就可能获得良好的体验，但是登山远足、潜水这类户外运动则需要更多种类的专业器具装备加持，所以户外运动消费门槛更高。

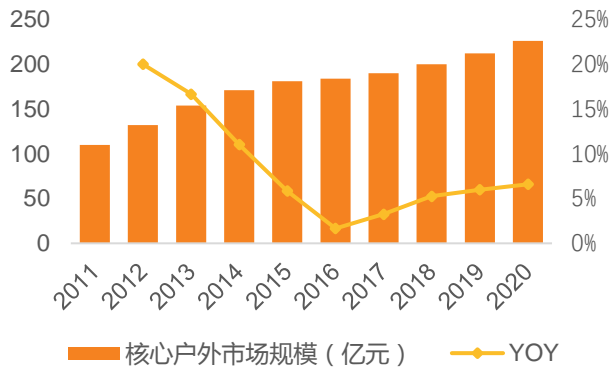
户外运动整体可以细分为低端户外运动、体育户外运动、休闲户外运动以及核心户外运动四大主要细分市场，相较于国内户外运动整体 5.33% 复合增速，核心户外运动在经历 2016 年仅 1.66% 谷底增速以后，2018 年核心户外运动增速回升至 5.26%，Amer Sports 专注于核心户外细分市场，向核心户外客群提供高性能专业户外运动装备，产品价格带、毛利率较其余细分相对较高，同时享受政策鼓励、消费升级等多长期重利好因素催化，未来市场发展空间广阔。

图 34：中国户外市场人口收入情况统计（2018 年）



资料来源：21 世纪经济报道，天风证券研究所

图 35：2011~2020 年中国核心户外市场规模（亿元）及年增速（%）



资料来源：COA《2017 年户外市场调查报告》，天风证券研究所

1) 消费升级：消费升级促进潜在户外消费群体、低端户外群体向核心户外市场转化，中国户外品牌联盟 COA2018 年发布的《中国户外用品市场 2017 年度调查报告》中，低端户外、体育户外、休闲户外及核心户外该年市场规模分别达到 138.7 亿元、86.1 亿元、89.1 亿元及 190.3 亿元，市场占比分别为 27%、17%、18%、38%，低端户外与核心户外细分市场占据较大比例。这些数据反映出我国低端户外市场客群群体仍然较为庞大，这类客群主要受制于运动专业技能及收入消费水平，倾向于高性价比、定位低端的户外品牌，例如迪卡侬旗下的 Quechua 及连锁超市中批量贩售的平价户外品牌。随着我国人均收入水平、可支配收入的不断提升，消费升级、需求升级的趋势等长期市场趋势的推动作用下，低端户外市场客群向核心户外客群转化过程会稳步持续进行。

图 36：中国户外市场四大细分品类定位示意图及各个细分品牌 2017 年市场规模（单位：人民币）及所占整体市场份额

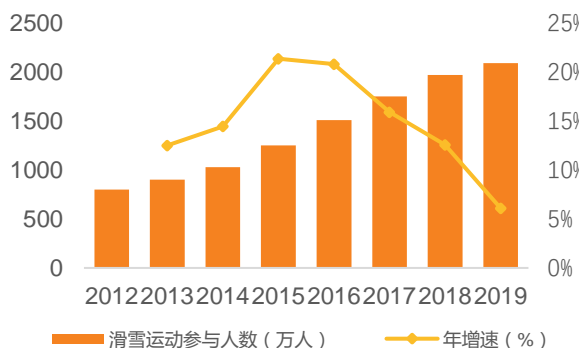


资料来源：迪卡侬、Jeep 户外、Adidas 及始祖鸟等官方网站，中国产业信息网，天风证券研究所

2) 政策扶持：中国政府 2015 年以来陆续推出一些列支持促进户外行业发展的相关文件政策，从《体育产业发展“十三五”规划》中“重点打造冰雪运动、山地运动、户外休闲运动、水上运动、航空活动等特色体育产业集聚区和产业带”，到 2016 年推出的《山地户外运动产业发展规划》强调支持培育高性能、专业化的知名户外品牌，提升自主研发、设计生产能力，户外产业在拓展市场需求、提升研发生产端等方面都受到国家政府相关部门政策的重视与扶持。

**3) 热门赛事:** 热门赛事直接促进户外活动宣传推广, 近年来 UCI 公路自行车世锦赛、2022 年北京冬奥会等焦点赛事, 为户外行业发展提供了良好的发展契机: 以冰雪类户外活动为例, 2018 年中国参加滑雪运动人次激增至 1970 万人次, 五年复合平均增长率达到 16.96%, 据智研咨询户外用品行业研报数据, 2020 年我国冰雪产业市场整体规模将达到 6000 亿元。

图 37: 2012-2019 年我国参与滑雪运动人数(万人)及年增速(%)



资料来源: 中国产业信息网, 天风证券研究所

图 38: 2012-2019 年我国滑雪场数量(个)变化及年增速(%)

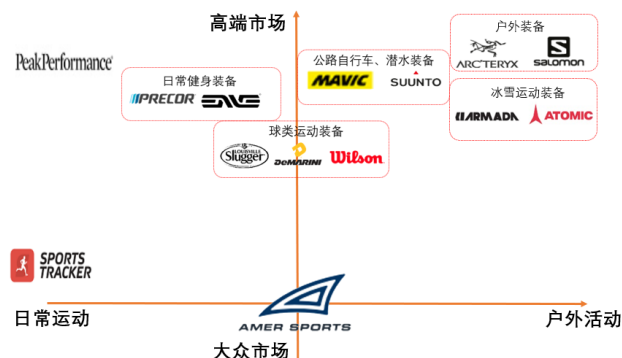


资料来源: 中国产业信息网, 天风证券研究所

#### 4.4. 重点聚焦鞋服+持续扩充 DTC 渠道, 缔造“十亿欧元品牌”孵化摇篮

Amer sports 创立于 1950 年, 是世界顶级体育器材品牌管理集团公司。不仅在美国、中国、英国、日本、芬兰、加拿大、法国等国家拥有全资子公司, 还拥有超过 10 个细分领域的高端龙头品牌, 均拥有独立运营团队。其中包括加拿大奢侈级户外装备品牌 Arc' teryx、法国山地户外越野品牌 Salomon、美国网球装备品牌 Wilson、奥地利滑雪装备品牌 Atomic、旗下自行车装备和服装品牌 Mavic、芬兰运动腕表等户外装备品牌 Suunto 和美国跑步机品牌 Precor 等。Amer sports 丰富的产品线超越了季节变化和运动潮流的涨落, 在全球市场中占据了稳定的领导地位。

图 39: Amer Sports 品牌矩阵功能及市场定位示意图

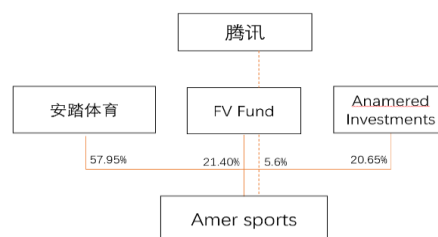


资料来源: 公司官网信息, 天风证券研究所

图 40: Amer sports 营收及增长率(百万欧元)



图 41: 2018 年并购完成时 Amer sports 股权结构示意图

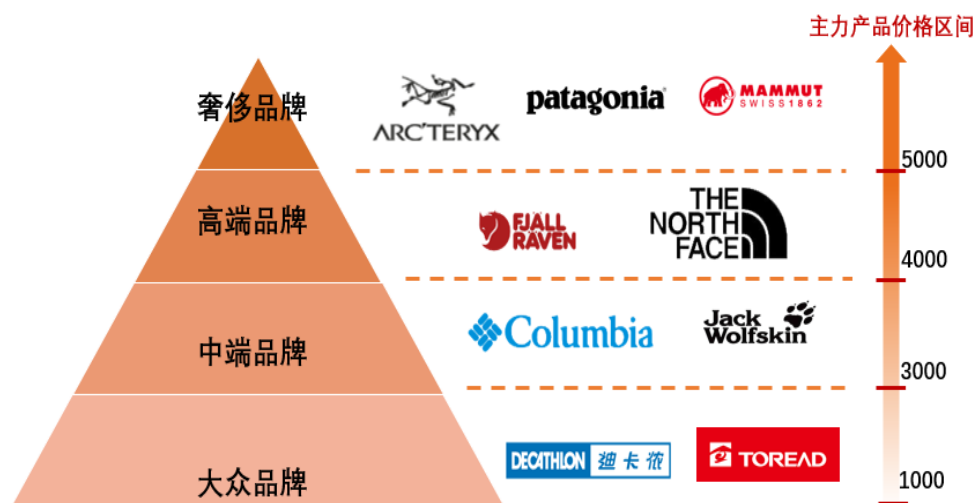


资料来源：Amer Sports 年度报告，wind 资讯，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

Amer Sports 将户外鞋服、DTC (direct to customer)、中国市场扩充作为近年来公司发展战略优先项，2018 年公开数据显示 Amer Sports 户外鞋服业务同比增长 10% 升至 11 亿欧元，旗下始祖鸟 (Arc'teryx)、萨洛蒙 (Salomon) 作为顶级户外运动品牌，融合顶级工艺与一流技术研发，位列世界顶级户外品牌之列，兼具专业性能与奢侈品牌调性。

图 42：核心户外品牌及低端户外品牌定位排列示意图



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

Amer Sports 近年来大力发展倡导的 DTC 运营模式，力求零售渠道实现完全自主运营，增强公司总部对产品定价区间、销售策略的控制能力，精简中间层级经销商加盟商，实时收集跟踪产品信息反馈，高效跟踪市场需求动态，这与安踏体育集团旗下 FILA 品牌全自营策略类似；同时 DTC 模式也包含线上直营渠道，2018 年公司线上渠道实现同比 28% 快速增长，线上网点数量增至 100 家以上。鉴于 FILA 在国内全自营改革的成功实施，D2C 模式在今后国内线上线下渠道推广会加速推进，未来公司中期 DTC 业务计划实现 10%-20% 平均复合增长率。

表 2：三大 10 亿欧元目标品牌介绍

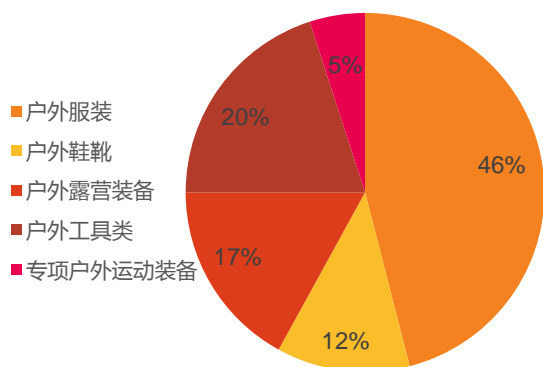
品牌名称	核心业务	品牌现状	发展计划
始祖鸟	专业户外鞋服	顶级专业户外鞋服、配件装备品牌	多生活场景鞋服品类拓展，拓宽目标客群
萨洛蒙	冬季户外装备	全场景户外装备，	户外鞋服拓品延伸
威尔逊	网球运动品牌	多种类球类装备，例如篮球、足球、棒球	拓展球类覆盖范围，增加鞋服产品占比

资料来源：公司官网，天风证券研究所

据中国产业信息网-智研咨询产业报告数据，目前国内户外市场消费品类中，户外鞋服占比居多数，2018 年户外鞋服市场占比达到 58%，**聚焦户外鞋服**，充分发挥 Amer Sports 旗下核心品牌始祖鸟、萨洛蒙高端专业产品性能优势，结合 DTC 渠道优势，快速扩大集团在国内高端户外装备市场份额，产品品类力争从 40% 提升至 50%，4-5 年内将三大核心品牌始祖鸟、萨洛蒙、威尔逊打造成为“10 亿欧元户外品牌”。同时渠道端，加速 DTC 模式在国内市场的拓展布局，始祖鸟和萨洛蒙两个核心品牌直营门店数量有望在 4-5 年内增长 2 倍以上，由 2019 年并购之初的 100 家拓展至 300 家左右。



图 43：2018 年中国户外用品市场各品类产品占比



资料来源：中国产业信息网-智研咨询研报，天风证券研究所

图 44：“10 亿欧元户外品牌” 具体发展指标一览

Amer Sports 优先发展项	2018年业绩 (亿欧元)	2018年同比增速YOY (%)	未来目标 CAGR (%)	业务2018年占年营收比例	业务未来目标占年营收比例
鞋服产品	11	10%	10%	40%	50%
D2C	3.3	20%	20%	10%	20%
中国市场	1.5	22%	20%+	6%	10%

资料来源：公司公告，新浪体育-北京商报，天风证券研究所

## 5. 观点总结

1) DTC 渠道模式摆脱以“传统省代模式”为代表传统分销代理模式的束缚，ANTA 直营门店数量占比提升，有利于提升品牌渠道控制力，绕过中间分销商层级，以终端零售价格代替分销批发价格提升产品销售毛利率。我们认为，公司借助此次 DTC 试点改革，有望提升 ANTA 品牌自身毛利率水平，2021 年开始为公司增厚营收 20~30 亿元，同时提升公司整体盈利能力。我们认为公司可能在此次 DTC 渠道改革基础上，继续推广 DTC 渠道模式全国市场内覆盖范围，未来公司整体营收及盈利水平有望保持高速增长。

2) 消费升级+政策扶持+热门赛事三重催化市场背景下，核心户外市场增量空间广阔，公司旗下 Amer Sports 聚焦核心户外，凭借高端专业户外运动细分品牌有望承接核心户外市场扩充红利，我们认为 Amer Sports 未来成功孵化，有望成为公司未来业绩增厚新引擎。

## 6. 盈利预测

维持买入评级，长期投资逻辑不变，坚定推荐。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，保持之前 2020H1 点评报告盈利预测，相较 2019 年年报点评我们对公司未来三年盈利预测水平适当提升，对公司盈利预测进行适当上调：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（2019 年年报点评原预测值为 56.51/72.37/87.35 亿元），同比增速分别为 6.50%/43.84%/26.60%，EPS 为 2.11/3.03/3.83 元，对应 PE 为 32.68/22.72/17.95。

## 7. 风险提示

1) DTC 渠道改革过程中的不确定性：DTC 渠道改革产生了初期费用投入，影响公司短期整体业绩及盈利指标；公司总部回购分销渠道存货短时间内会提升公司存货压力，且存货再销售、处理折扣较大，影响公司整体毛利率；剔除区域内分销渠道，同时将分销商直营门店转直营门店，短时间内店铺费用开支可能超出预期，使公司费用率上升。

2) 后疫情时代市场整体需求恢复不及预期，全球范围新冠疫情反复加剧风险抑制运动市场终端消费信心恢复，运动鞋服市场未来需求表现疲软。

3) 原材料（合成纤维、合成面料）价格波动以及人工成本波动上升影响公司产品营业成本。

4) 线下渠道快速扩充带来渠道运营风险，FILA、迪桑特品牌未来可能延续快速开店计划，新开门店店效可能不及预期，库存压力可能增大。

### 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