

为什么迪桑特在中国大获成功？

核心观点

- **成功的前提：强大的品牌力。**1) **悠久的历史**：迪桑特 (DESCENTE) 起源于日本，品牌历史长达 85 余年，主打滑雪用品。2016 年底安踏获得迪桑特中国业务经营权后，业绩表现持续超市场预期，2019 年底迪桑特实现盈亏平衡并且终端流水突破 10 亿元，2020 年疫情之下仍逆势快速增长。2) **中高端的品牌定位**：从安踏集团对旗下品牌的定位来看，迪桑特归属于高端市场和专业运动象限。中国区品牌代言人吴彦祖、辛芷蕾和李昊桐与迪桑特定位契合度高，能充分展现品牌高端、精英的形象。
- **成功的最关键因素：会员运营和商品力。**1) **会员营销系统层级分明，紧抓高净值用户群体**。根据草根调研，迪桑特中国已建立完善的会员系统 CRM，目前会员数超过 60 万人，分为普通会员、银卡、金卡、钻石卡和黑卡 5 个级别，针对钻石卡和黑卡的高端用户，迪桑特利用高质量的 VIP 专属活动深度绑定用户，营造高端用户的归属感，高端用户既是迪桑特的忠实消费者，又是品牌推广者。2) **商品兼具专业性和时尚性**。专业性方面，迪桑特始终与专业运动员保持紧密合作和沟通，多年积累的核心技术过硬，时尚性方面，迪桑特积极打造联名款丰富品牌内涵，2020 年，迪桑特首次与奢侈品牌合作，表明公司的高端运动定位已初步获得业内认可。
- **成功的助力：安踏集团的有效协同。**1) **渠道扩张**：迪桑特的开店选址主要以优质的商场和购物中心为主，楼层选择也尽量与轻奢品牌靠近。我们认为，FILA 在过去十年的门店扩张过程中已积累了丰富的渠道资源，随着安踏集团品牌矩阵的形成，公司可通过品牌组合方式打包进驻商场，对于高端商场的议价能力明显加强。2) **市场营销**：安踏已对冬季运动项目做了前瞻布局，迪桑特有望大幅受益于 2022 年北京冬奥会。此外，安踏也会与迪桑特共享代言人等其他市场资源，形成协同效应。3) **铁军文化**：安踏集团的企业文化独树一帜，自上而下执行效率极高，面对市场变化时，能做到快速反应并实现自我进化，这对迪桑特的经营管理和激励等都产生了深远影响。

财务预测与投资建议

- 我们复盘了迪桑特在中国获得成功的原因，看好安踏在中高端运动品牌领域的培育复制能力，同时也看好迪桑特后续的增长潜力，并对安踏旗下 Amer 业务的未来抱有积极期待。我们维持对安踏 2020-2022 年每股收益 1.97 元、2.73 元和 3.35 元的预测，参考可比公司估值，给予公司 2021 年 44 倍的 PE，对应目标价 142.2 港币（120.1 人民币），维持“买入”评级。

风险提示：国内外疫情的反复，回收经销商带来的短期业绩波动，市场竞争加剧

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	24,100	33,928	35,823	45,755	54,419
同比增长	44.4%	40.8%	5.6%	27.7%	18.9%
营业利润（百万元）	5,700	8,695	8,695	11,146	13,359
同比增长	42.9%	52.5%	0.0%	28.2%	19.9%
归属母公司净利润（百万元）	4,103	5,344	5,320	7,385	9,066
同比增长	32.9%	30.3%	-0.4%	38.8%	22.8%
每股收益（元）	1.52	1.98	1.97	2.73	3.35
毛利率	52.6%	55.0%	56.9%	59.5%	60.5%
净利率	17.0%	15.8%	14.9%	16.1%	16.7%
净资产收益率	24.8%	25.4%	21.4%	24.1%	24.3%
市盈率（倍）	72.1	55.3	55.6	40.0	32.6
市净率（倍）	17.9	14.0	11.9	9.7	7.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

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。

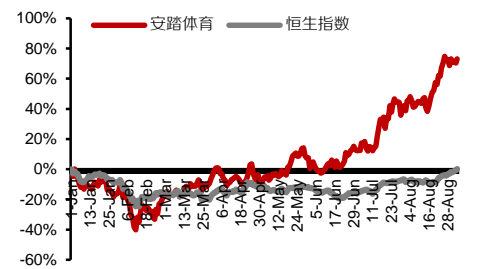


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2021年1月18日）	131.5 港币
目标价格	142.2 港币
52周最高价/最低价	132.8/45.4 港币
总股本/流通H股（万股）	270,333
H股市值（百万元港币）	355,488
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021年01月19日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.2	18.0	47.4	73.0
相对表现	-3.3	7.9	29.9	72.8
恒生指数	3.5	10.1	17.5	0.2



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

香港证监会牌照：BPU173

联系人

朱炎

021-63325888*6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

零售端逐季改善，主品牌 DTC 顺利推进： 2021-01-14

出售非核心品牌 Precor，聚焦 Amer+Sports 2020-12-22

中长期发展战略：

全渠道流水加速复苏，DTC 变革进展顺利： 2020-10-15

目 录

引言	4
成功的前提：强大的品牌力	4
品牌历史：80 余年老牌滑雪品牌，2017 年在中国市场开启新征程	4
品牌定位：中高端运动品牌，中国区代言人契合度高	6
成功的最关键因素：会员运营和商品力	7
会员营销：会员层级分明，紧抓高净值用户群体	7
普通会员：丰富的线上线下活动提升客户粘性	8
高级会员：既是消费者，又是品牌传播者	9
商品力：兼具专业性和时尚性	10
专业性：与运动员保持紧密沟通，核心技术过硬	10
时尚性：打造联名款丰富品牌内涵	12
成功的助力：安踏集团的有效协同	14
渠道扩张：FILA 先行渠道资源丰富，多品牌矩阵提升对高端商场议价能力	14
市场营销：前瞻布局冬季运动赛事，全方位扶持迪桑特品牌推广	16
铁军文化：企业文化独树一帜，助力迪桑特更进一步	17
投资建议	18
风险提示	19

图表目录

图 1: 迪桑特五大历史发展阶段.....	5
图 2: 迪桑特中国组织架构变迁.....	5
图 3: 迪桑特在安踏集团中的品牌定位.....	6
图 4: 迪桑特分品类 SKU 占比（以男款为例）.....	6
图 5: 迪桑特产品价格带分布（以男款为例）.....	6
图 6: 迪桑特中国区代言人.....	7
图 7: 迪桑特会员层级介绍.....	7
图 8: 迪桑特微信公众号、会员中心、微信商城展示.....	8
图 9: 迪桑特小程序组织的活动统计（2019-2020）.....	8
图 10: 张维维参与迪桑特高尔夫 VIP 尊享会.....	10
图 11: 迪桑特高端用户社群滑雪活动.....	10
图 12: 迪桑特分产品系列 SKU 数量对比.....	10
图 13: 迪桑特与 ATTEMPT 的联名款.....	13
图 14: 迪桑特与 Dior 的联名款.....	13
图 15: 迪桑特门店分布图（2020 底）.....	14
图 16: 迪桑特门店按进驻商场拆分（2020 底）.....	15
图 17: 安踏集团分品牌门店数量比较.....	15
图 18: 迪桑特分季度门店数变化.....	15
图 19: 安踏体育广告与宣传开支及占收入比重（十亿元）.....	16
图 20: 头部运动服饰品牌广告与宣传开支比较（十亿元，2019）.....	16
图 21: 张继科参与迪桑特厦门门店活动.....	17
图 22: 邹市明参与迪桑特上海门店活动.....	17
图 23: 安踏 2019 年度总结会.....	18
表 1: 2019-2020 年迪桑特线下活动统计.....	9
表 2: 迪桑特与运动员和专家保持紧密沟通.....	11
表 3: 迪桑特畅销款核心技术及简介.....	11
表 4: 迪桑特打造联名款历史.....	13
表 5: 穿着过迪桑特产品的明星整理（部分）.....	13
表 6: 安踏体育签约资源（截至 2021 年初）.....	16

引言

自 2016 年底安踏获得迪桑特中国业务经营权后，多年来经营表现持续超过市场预期，2019 年全年流水已突破 10 亿元，2020 年疫情之下仍保持快速增长（我们预计全年至少实现同比 30%+ 增长，Q4 同比 80%+ 增长）。本文通过深入的案头研究和分析，复盘了迪桑特在中国市场大获成功的原因。我们认为，安踏针对新品牌的孵化已形成了一套成熟的打法（FILA 和迪桑特都是非常好的证明），未来随着 Amer Sports 旗下优质品牌始祖鸟、萨洛蒙和威尔逊的发力，安踏集团的多品牌战略布局将更加完善，我们看好公司的中长期发展。

成功的前提：强大的品牌力

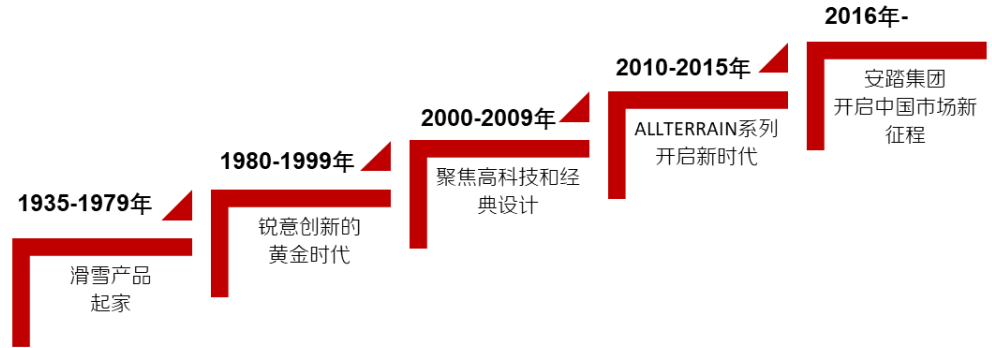
品牌历史：80 余年老牌滑雪品牌，2017 年在中国市场开启新征程

迪桑特起源于日本，主打滑雪用品，品牌历史长达 85 余年。公司创办于 1935 年，前身是由石本他家男创立的男装零售店。“DESCENTE”为法语词汇“滑降”，品牌箭头标识代表三种滑雪的基本技术，体现了品牌浓厚的滑雪基因。

回顾历史，公司分为 5 个主要发展阶段：

- 1) 滑雪产品起家 (1935-1979 年)：**1954 年，日本首位滑雪运动员 Kazuyoshi Nishimura 受邀担任品牌顾问，启动滑雪服产品的研发。1970 年，迪桑特与 Hannes Keller 和 Hans Hess 合作，生产出首款立体剪裁的速降滑雪赛服。迪桑特反复钻研、潜心研发，在滑雪领域打下了坚实的基础。
- 2) 锐意创新的黄金时代 (1980-1999 年)：**迪桑特已成为高性能运动服饰的领军者，多位知名运动员身穿迪桑特的运动服赢得冠军，1996 年更是成为加拿大国家速滑队装备赞助商。迪桑特相继推出多款创新型产品，例如 Solar α 保暖夹克、针织滑雪服、Mobile Thermo 移动保暖夹克等。
- 3) 聚焦高科技和经典设计 (2000-2009 年)：**在此期间，迪桑特持续推出重磅产品，例如 Titanium Thermo 夹克、EKS+ Thermo 夹克、Cosmic Thermo 太空保暖夹克和革命性服饰水沢羽绒服等。
- 4) ALLTERRAIN 系列开启新时代 (2010-2015 年)：**迪桑特于 2011 年推出 ALLTERRAIN 高端机能系列，体现出迪桑特对于特定高科技革新运动服饰的专业追求，广受各方专业人士认可。

图 1：迪桑特五大历史发展阶段



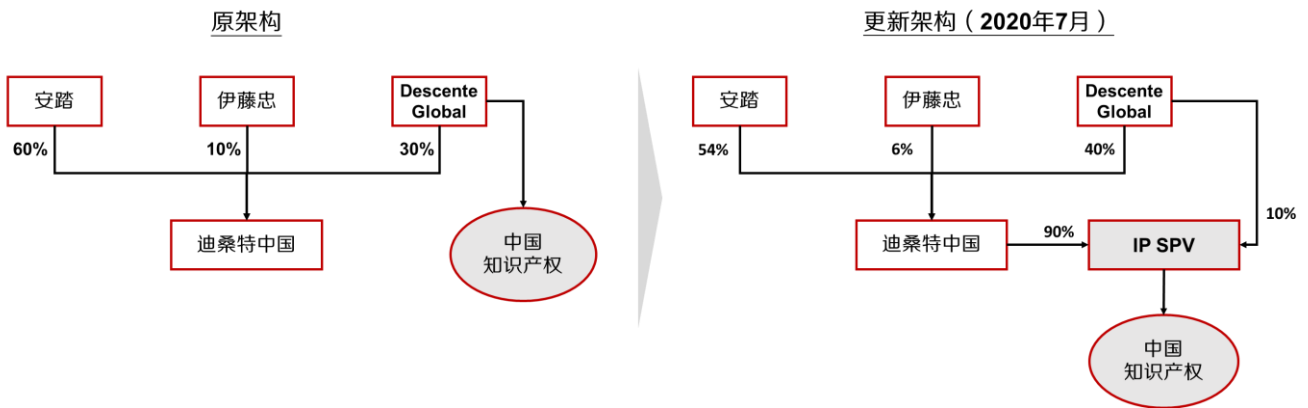
数据来源：公司官网，东方证券研究所

5) 安踏集团开启中国市场新征程 (2016-)

2016 年底，安踏获得迪桑特中国业务经营权，此后几年业绩表现持续超出市场预期。2016 年，安踏集团与 Descente Global、伊藤忠合作成立合资子公司经营中国区业务，经过多年的渠道布局和品牌塑造，截至 2019 年底，迪桑特中国首次实现盈亏平衡，门店数从 2016 年的 1 家扩张至 2019 年的 136 家，流水超过 10 亿元，已初步在高端户外运动市场中建立起知名度。2020 疫情也并未削弱迪桑特的高成长性，2020Q2-Q4 迪桑特的流水分别同比增长 60%+、90%+和 80%+，表现远超竞争对手。

2020 年 7 月，安踏就迪桑特中国组织架构进行调整，将原本归属于 Descente Global 的中国知识产权（商标权等）注入新实体 SPV 内，其中迪桑特中国和 Descente Global 分别拥有 90%和 10%的股权，另外迪桑特中国的股权架构也做了相应调整。我们认为，此次架构调整使得安踏与迪桑特中国的利益方向更加一致，对品牌的掌控力也将进一步增强，集团未来有望加大对迪桑特中国的资源倾斜和品牌投入。

图 2：迪桑特中国组织架构变迁

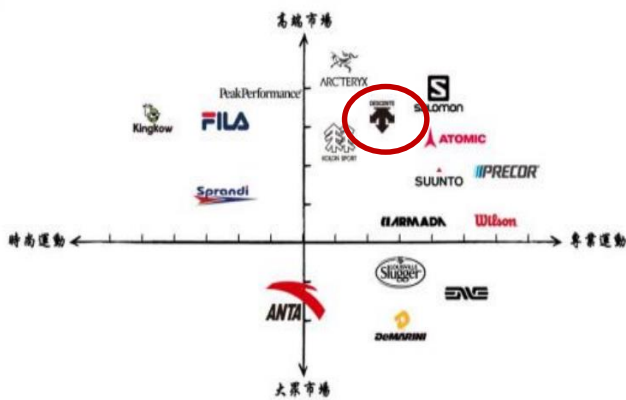


数据来源：公司公告，东方证券研究所

品牌定位：中高端运动品牌，中国区代言人契合度高

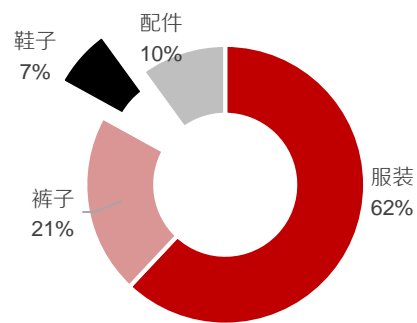
从安踏集团对旗下品牌的定位来看，迪桑特归属于高端市场和专业运动象限。迪桑特品牌定位于中高端，具体市场定位介于可隆与始祖鸟之间；专业性方面，迪桑特表现较为综合，稍弱于萨洛蒙、威尔逊等专业户外品牌。品类方面，迪桑特的强项在服饰品类，根据天猫旗舰店数据，以男款为例，服装和裤子的 SKU 数量占比高达 62% 和 21%，而鞋子仅为 7%。价方面，以男款为例，主打的羽绒服和滑雪服产品的价格带较宽，价格最高可达 1.5 万元，热销款售价也在 3,000 元左右，与迪桑特中高端品牌定位相符。

图 3：迪桑特在安踏集团中的品牌定位



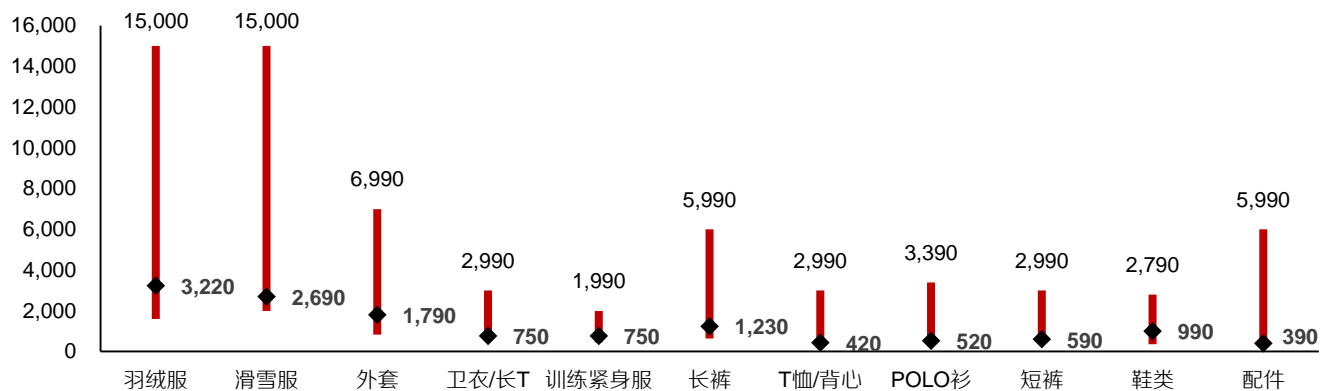
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：迪桑特分品类 SKU 占比（以男款为例）



数据来源：天猫旗舰店，东方证券研究所，注：数据截至至 1 月 16 日

图 5：迪桑特产品价格带分布（以男款为例）

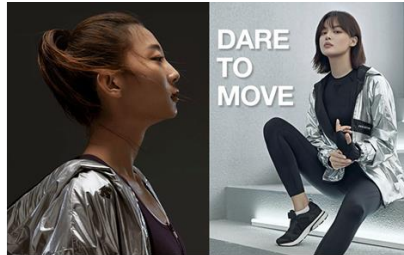


数据来源：天猫旗舰店，东方证券研究所，注：红色柱子为价格区间，黑点为销量最高的产品价格，注：数据截至至 1 月 16 日

中国区品牌代言人的选择与迪桑特定位契合度高，充分展现品牌高端、精英的形象。2018 年 6 月，吴彦祖成为中国区品牌代言人，同时也是旗下第一位华人代言人；2019 年 12 月，迪桑特与演员辛芷蕾合作，其以成熟精致女性形象诠释高端品牌调性；2020 年 1 月，迪桑特签约李昊桐成为高尔夫品牌大使，李昊桐不断刷新着中国球员在世界高尔夫领域的纪录，是第一位进入世界前五十的中国大陆球员。

图 6：迪桑特中国区代言人


2018年6月
 吴彦祖成为迪桑特中国区品牌
 代言人



2019年12月
 辛芷蕾成为迪桑特中国区品牌
 代言人



2020年1月
 李昊桐成为迪桑特高尔夫品牌
 大使

数据来源：公司官网，东方证券研究所

成功的最关键因素：会员运营和商品力

会员营销：会员层级分明，紧抓高净值用户群体

根据草根调研的结果，迪桑特的目标消费人群以 30-45 岁、事业成功的商业人士为主。这类人群的价格敏感度相对较低，更注重售前和售后的服务体验，迪桑特中国已建立完善的会员系统 CRM（2020 下半年升级至 CRM 系统 2.0），目前会员数超过 60 万人，分为普通会员、银卡、金卡、钻石卡和黑卡 5 个级别，其中黑卡和钻石卡门槛较高，黑卡需要在 1 年内消费 10 万元，钻石卡需要消费 3 万元；金卡和银卡是迪桑特的主力消费人群，金卡需要在 1 年内消费 6,000 元，银卡只需任意消费；普通卡门槛最低，仅需在微信公众号上免费注册即可。为方便起见，我们将黑卡和钻石卡划分为“高级会员”，金卡和银卡划分为“一般会员”，下文将进行详细分析讨论。

图 7：迪桑特会员层级介绍

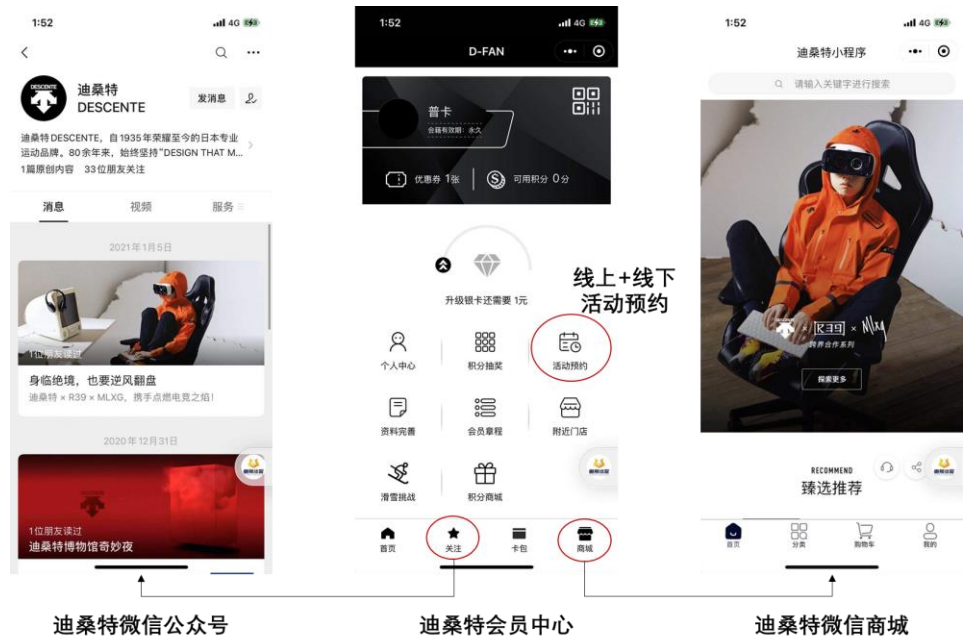
	会员等级	入会标准	积分累积标准	权益
高级会员	黑卡	10万	1元=2积分	D-Fan VIP 专属活动
	钻石卡	3万	1元=1.5积分	
一般会员	金卡	6,000元		生日券、升级礼品
	银卡	任意消费	1元=1积分	D-Fan会员健身课程和线下训练营兑换、品牌活动邀约、会员活动派对、限量版产品首发预定资格
入门会员	普通卡	注册即可	1元=1积分	产品活动及信息 入会礼（30元优惠券）

数据来源：迪桑特小程序，东方证券研究所，注：会员权益向上兼容

一般会员：丰富的线上线下活动提升客户粘性

经过多年的打磨，迪桑特在微信端形成了以会员中心、微信公众号和微信商城三个主要会员触达渠道，其中会员中心和微信商城分别于 2019 年 12 月和 2020 年 4 月上线，疫情期间由于线下门店关闭或限流，微信端小程序对产品销售、会员关系维护方面发挥了较大作用，另一方面，用户也可利用购物积分，直接在会员 centers 上进行线上线下的活动预约。

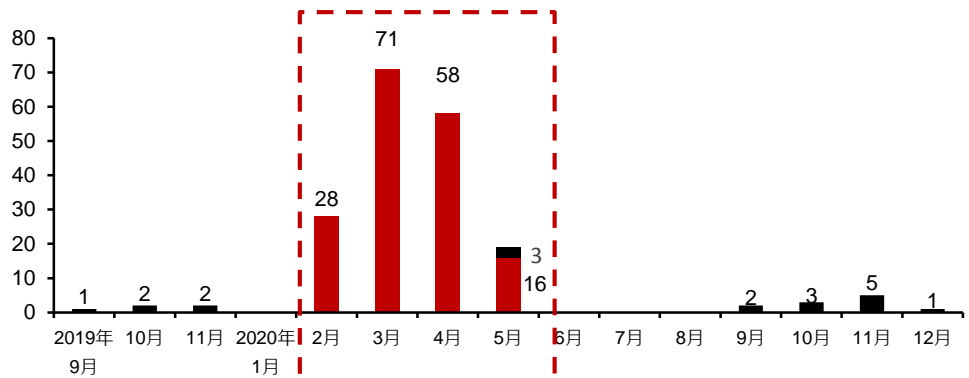
图 8：迪桑特微信公众号、会员中心、微信商城展示



数据来源：微信，东方证券研究所

线上活动方面，疫情期间迪桑特合作开发大量线上健身课程，保持与会员互动。除了迪桑特自己开发的线上课程外，公司还与 KH. TRAINING、青籁优体和 PURE FITNESS 等专业机构开展合作，根据迪桑特微信小程序统计，公司在 2020 年 2-5 月疫情期间合计推出超过 170 节抖音直播课程，为疫情后的快速复苏打下了坚实的基础。

图 9：迪桑特小程序组织的活动统计（2019-2020）



数据来源：迪桑特小程序，东方证券研究所，注：红色为线上活动，黑色为线下活动

线下活动方面，疫情后的活动频次和丰富程度逐步提升。从迪桑特小程序展示的数据来看，2020年5月疫情后，迪桑特线下活动逐步恢复，频次逐季提升，会员可在小程序中直接通过购物积分进行预约，活动内容主要包括健身、燃脂等多种类型，活动均在门店内进行。此外，迪桑特还会举办少量室外骑行、摄影、穿搭等课程，满足会员需求。

表 1：2019-2020 年迪桑特线下活动统计

地点	活动	日期	所需积分	具体地点
2020 年				
上海（8 节）	臀腿塑造	12 月 27 日	100	门店
	燃脂循环训练	10 月 25 日		
	高强度循环训练	10 月 18 日		
	秋日热“练”-柔韧伸展	9 月 26 日		
	秋日热“练”-深度伸展	9 月 12 日		
	臀腿塑造	5 月 31 日		
	HIIT 燃脂循环训练	5 月 30 日	300	室外
	都市骑遇+滑雪体验			
北京（5 节）	垫上普拉提	11 月 14 日	100	门店
	快乐的尊巴			
	TABATA-燃脂课程			
	摄影课程-滑雪怎么拍酷	11 月 8 日	300	周边
	穿搭课程-BLANC 怎么穿	11 月 7 日		
苏州（1 节）	燃脂循环训练	10 月 24 日	100	门店
2019 年				
南京（1 节）	HIT 无间歇有氧循环训练	11 月 23 日	100	门店
青岛（2 节）	极速美臀			
	核心肌群稳定性训练	10 月 26 日		
上海（2 节）	秋日燃脂派对	9 月 29 日		
	纤臂哑铃-紧致手臂			

数据来源：迪桑特小程序，东方证券研究所

高级会员：既是消费者，又是品牌传播者

迪桑特非常注重高端会员（即钻卡和黑卡）的用户体验，利用高质量的 VIP 专属活动深度绑定用户，营造高端用户的归属感。举例来看：

- 1) 2019 年 8 月：迪桑特在青岛举办高尔夫 VIP 尊享会，中国女子高尔夫运动员张维维出席，与会员积极互动并共进晚宴；
- 2) 2018 年 2 月：平昌冬奥会，迪桑特邀请 VIP 观看了 3,000 米短道速滑接力决赛以及高山滑雪比赛，并组织相关滑雪活动，提供首尔顶级酒店 Signiel Seoul 的住宿；
- 3) 2017 年初：迪桑特与松花湖滑雪场合作，邀请滑雪产品 VIP，各界嘉宾和主流传媒共同参与跨年滑雪之旅。除了品牌高层与 VIP 共进晚餐外，迪桑特更是邀请到滑雪空中技巧世锦赛冠军程爽为大家进行详细教学，同时法国著名涂鸦艺术家 CEET FOUAD 也受邀作为表演嘉宾。

图 10: 张维维参与迪桑特高尔夫 VIP 尊享会



数据来源: 珊珊体育, 东方证券研究所

图 11: 迪桑特高端用户社群滑雪活动



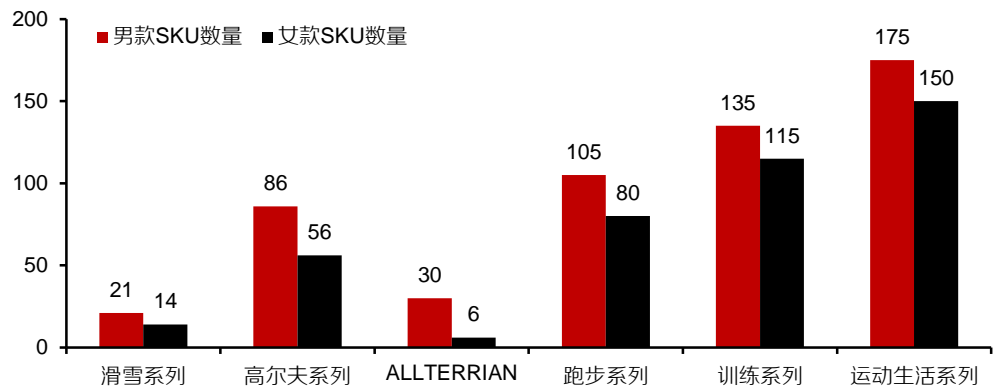
数据来源: 懒熊体育, 东方证券研究所

高端会员对迪桑特战略意义重大，他们不仅为品牌贡献了高销售，更承担了品牌的传播者或 KOL 的职责，高端会员会将自身的穿着和购物体验带给身边的人，让更多人了解或喜欢迪桑特品牌。另一方面，迪桑特也非常重视高端用户对产品、购物体验等方面的反馈，并将改进建议纳入产品设计、研发的流程中，形成良性互动。

商品力：兼具专业性和时尚性

按使用场景划分，迪桑特可分为 6 大产品系列，SKU 数量从高到低分别为运动生活系列、训练系列、跑步系列、高尔夫系列，ALLTERRAIN 系列和滑雪系列，其中男款 SKU 在各个系列中均高于女款，2019 年迪桑特引入代言人辛芷蕾后，对女性相关产品的推动和帮助明显，下文我们将从专业性和时尚性两个角度，寻找迪桑特品牌商品力的来源。

图 12: 迪桑特分产品系列 SKU 数量对比



数据来源: 迪桑特微信商城, 东方证券研究所, 注: 由于存在部分男女同款服饰, 因此整体 SKU 数量小于男女款合计数量

专业性：与运动员保持紧密沟通，核心技术过硬

从品牌历史来看，迪桑特始终与专业运动员保持紧密沟通和合作，不断提升产品专业性。70 年代至今，迪桑特与世界各顶级冰雪项目国家队及运动员保持长期合作关系，通过与运动员的直接沟通

不断夯实产品的专业性，运动明星身穿迪桑特比赛服夺冠的场景也极大增加了品牌的曝光度。

表 2：迪桑特与运动员和专家保持紧密沟通

年份	合作细节
1970	与瑞士的两位空气动力学专家 Hannes Keller 和 Hans Hess 建立合作关系，为了尽可能减少服饰表面的皱褶与不匀,以及减少空气阻力，迪桑特生产出全球首款立体剪裁的速降滑雪赛服。
1972	Kazumasa Nagai（1972 年札幌奥运会官方标志创作者）为迪桑特滑雪服设计新款式，推出 Kiryu 系列。
1974	设计了 Demopants(全称为:demonstrator pant) 滑雪裤款式。这款滑雪裤能够有效防止冰雪进入滑雪靴，提升了滑雪裤整体的保暖性；造型设计时尚,拉升了腿部线条，能够突显滑雪运动员的飒爽英姿，并且提高运动的自由灵活性。
1979	推出“魔法运动套装”。为了减少空气阻力和增加运动员的灵活性、可操作性，“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。
1980	美国速滑明星 Eric Heiden（1980 冬奥会五枚金牌获得者），身穿着迪桑特比赛服
1981	短跑健将艾福林阿什福德打破美女子室内 60 米跑记录，身着迪桑特连体比赛服
1984	美国篮球代表队勇夺洛杉矶奥运会男子冠军，身着迪桑特运动服
1986	Koichi Nakano 连续十届蝉联世界自行车锦标赛冠军，身穿迪桑特研发的自行车服装
2002	与服装大师 Eiko Ishioka 女士合作，推出“运动员基因组”设计。
2010	专为滑雪与速滑运动员量身打造的“E-liner”能量支持紧身衣

数据来源：消费日报网，东方证券研究所

从畅销款来看，产品核心技术拥有较强的科技感和实用性，是消费者选择购买的重要决策依据之一。以水沢羽绒服“登山者”为例，产品核心技术包括降落伞系统帽、光热转化和三明治通风拉链系统等，很好地解决了登山爱好者的痛点，水沢羽绒服所属的 ALLTERRAIN 系列连续 8 年荣获 ISPO 国际金奖，是迪桑特品牌匠人精神的充分体现，其他畅销品如 MOTION KNIT 系列、TOUGH T 和数字控温夹克产品技术辨识度高，实用性强。

表 3：迪桑特畅销款核心技术及简介

畅销款	核心技术	功能简介	产品图片
水沢羽绒服“登山者”	Pra-hood 降落伞系统帽	单手轻启，有效避免颈部雨水堆积	
	HEAT NAVI 光热转化	吸收红外线、紫外线转化成热能	

	<p>Dual zip 三明治通风拉链系统</p>	<p>前身双拉链间采用网眼布料，增强服饰的透气性，排除热量湿气</p>	
MOTION KNIT 系列	<p>Schematech “一体织”特殊编织技术</p>	<p>采用轻盈的纤维纱，满足轻量级柔软触感，贴合人体运动曲线</p>	
	<p>Super Sonic 热压贴合技术</p>	<p>热压贴合技术替代传统缝纫工艺，有效减少摩擦，提升舒适体验</p>	
TOUGH T	<p>黑科技面料 ‘TOUGH’</p>	<p>使用纳米级科技，将两种不同可拉伸聚酯纤维粘合而成的独特纱线织物，如棉般天然触感且富有弹性</p>	
数字控温夹克	<p>HEAT NAVI 保暖技术</p>	<p>通过快速充电的方式，将电能转化成热能，在极短时间内让衣服快速制热，并有逐级递增的三挡控温技术</p>	

数据来源：公司官网，东方证券研究所

时尚性：打造联名款丰富品牌内涵

2019 年起，迪桑特开启跨界合作推出联名款商品。2019 年 7 月，迪桑特与 BEACH-O-MATIC 联名合作，将滑雪、骑行、跑步、冲浪，这 4 项最具迪桑特特色的运动项目，用生动有趣的嬉皮风格人物插画形象表现出来，赋予品牌年轻活力的运动感。2019 年 10 月，迪桑特携手中日韩三国新生设计力量（独立设计品牌 ATTEMPT，新锐鞋履品牌 FOOT INDUSTRY 以及时装品牌 HAN CHUL LEE），共同推出“ASIAN POWER”亚洲设计力量系列。

2020 年，迪桑特首次与奢侈品牌合作，表明其高端运动的定位已初步获得业内认可。2020 年 11 月，迪桑特与 DIOR 联名，推出 2020 冬季男士滑雪限定系列，打造多款羽绒服、贴身夹克和裤装。**2021 年后，迪桑特不断扩展合作领域，**与电竞潮牌 R39 以及电竞选手 MLXG 打造三方联名限定系列，丰富迪桑特品牌的潮流与时尚属性。

表 4：迪桑特打造联名款历史

联名时间	领域	合作细节
2021 年 1 月 5 日	电竞	与电竞潮牌 R39 以及电竞选手 MLXG 打造三方联名限定系列
2020 年 11 月 18 日	奢侈品	与 DIOR 联名，推出迪奥男士滑雪限定系列
2020 年 10 月 9 日	时尚	与 ZUCCa 推出跨界合作系列(女子系列): 迪桑特的 from motion to emotion 以及 ZUCCa 上行合一的设计理念
2019 年 10 月 16 日		携手中日韩三国新生设计力量共同推出 ‘ASIAN POWER’ 亚洲设计力量系列
2019 年 7 月 4 日		推出 BEACH-O-MATIC 合作系列

数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 13：迪桑特与 ATTEMPT 的联名款


数据来源：联商网，东方证券研究所

图 14：迪桑特与 Dior 的联名款


数据来源：YOKA 时尚网，东方证券研究所

另一方面，迪桑特充满辨识度的产品设计和时尚属性，吸引了众多明星自发带货。迪桑特的产品（特别是羽绒服款）在明星穿搭中出镜率高，年龄跨度较大，吸引了包括王一博、王嘉尔、魏大勋、林志颖等明星带货，直接增强了品牌的曝光度。

表 5：穿着过迪桑特产品的明星整理（部分）

名字	年龄	领域
程潇	22	歌手、演员
王一博	23	歌手、演员、主持人、摩托车手
林彦俊（形象大使）	25	歌手
VAVA（说唱）	25	说唱歌手
王嘉尔	26	歌手、音乐人、主持人、设计师
许魏洲	26	歌手、演员
南柱赫（韩国）	26	演员、模特
胡一天	26	演员

黄景瑜	28	演员、模特
盛一伦	30	演员
沈梦辰	31	主持人、演员、模特
孟佳	31	歌手、演员、主持人
魏大勋	31	演员
阚清子	32	演员
郑元畅	38	歌手、演员、模特
蒋勤勤	45	演员
林志颖	46	演员、歌手、赛车手、企业家
刘畊宏	48	歌手、创作人、主持人、演员

数据来源：根据百度百科词条整理，东方证券研究所

成功的助力：安踏集团的有效协同

渠道扩张：FILA 先行渠道资源丰富，多品牌矩阵提升对高端商场议价能力

迪桑特门店主要集中在一二线城市以及东北滑雪场附近，截至 2020 年底，根据官网的数据，迪桑特共在中国大陆开设超过 170 家门店，从地区分布来看，北京门店开设数量最多，共 24 家，东北地区是主要的滑雪场所地，黑龙江、吉林和辽宁的门店数分别为 14、13 和 22 家，上海、山东和四川也分别有 18、12 和 11 家门店。南北地区的销售策略有所不同，北方更关注滑雪类和运动类产品，而南方地区时尚接受度较高，运动生活等系列产品销售情况优于北方地区。

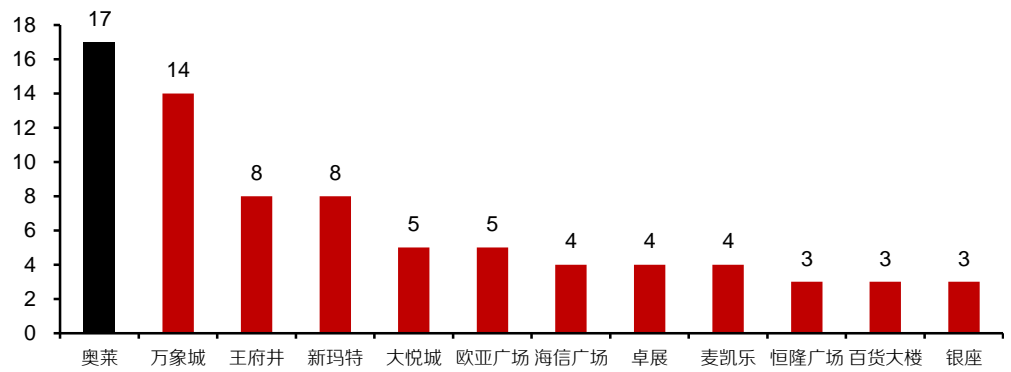
图 15：迪桑特门店分布图（2020 底）



数据来源：迪桑特官网，东方证券研究所。

迪桑特的开店选址主要以优质的商场和购物中心为主，根据草根调研的结果，迪桑特楼层选择尽量与轻奢品牌靠近。根据官网的数据，除奥莱外，万象城、王府井和新玛特商场为迪桑特主要选择的开店场所，分别开设了 14、8 和 8 家门店。迪桑特非常重视门店经营质量，密切关注月店效水平（30 万以下被定义为低效店）和售罄率等指标。此外，迪桑特在线下消费体验方面也在积极探索，2020 年 11 月，国内首个 DESCENTE BLANC 品牌概念零售空间入驻北京三里屯，通过悬挂的移动升降陈列系统，改变传统的服装陈列方式，同时辅以极简工业美学的设计风格，为顾客提供全新的消费体验。

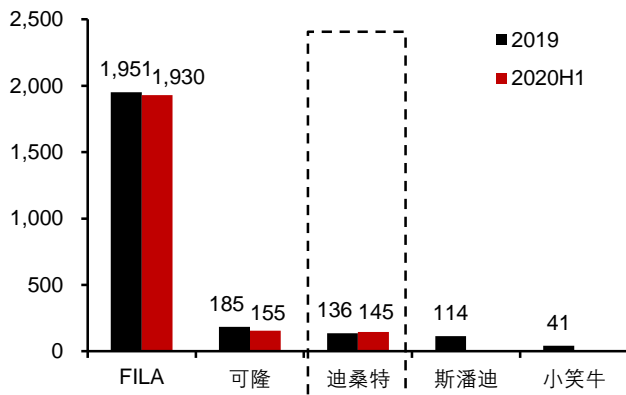
图 16：迪桑特门店进驻商场拆分（2020 底）



数据来源：迪桑特官网，东方证券研究所。注：仅列出超过 3 家迪桑特门店的商场

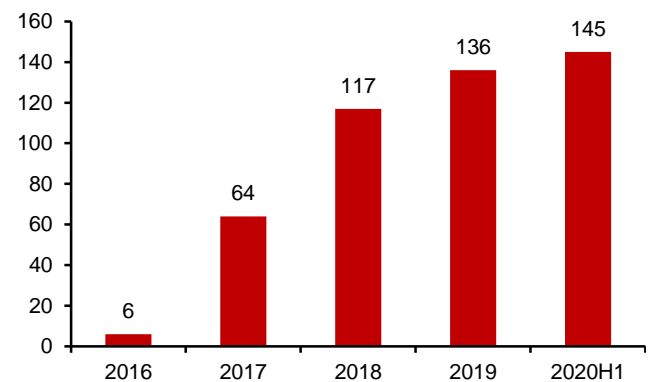
我们认为，安踏集团过去积累的丰富渠道资源，为迪桑特渠道的高质量扩张打下了坚实的基础。从安踏集团分品牌门店数量来看，截至 2020H1，FILA 门店数为 1,930 家，而同期迪桑特仅有 145 家，尽管品牌定位有所差异，但是我们认为两者在优质渠道的覆盖上有一定重合度，FILA 在过去十年的门店扩张过程中已积累了丰富渠道资源，方便迪桑特品牌快速对接。除了 FILA 之外，随着安踏集团品牌矩阵的形成，特别在 2019 年后始祖鸟、萨洛蒙等稀缺优质品牌的加入，公司可通过品牌组合方式打包进驻商场，对于高端商场的议价能力将进一步加强，因此在进驻条款、楼层选择、租金等方面也能拿到相对优惠的条件。

图 17：安踏集团分品牌门店数量比较



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 18：迪桑特分季度门店数变化

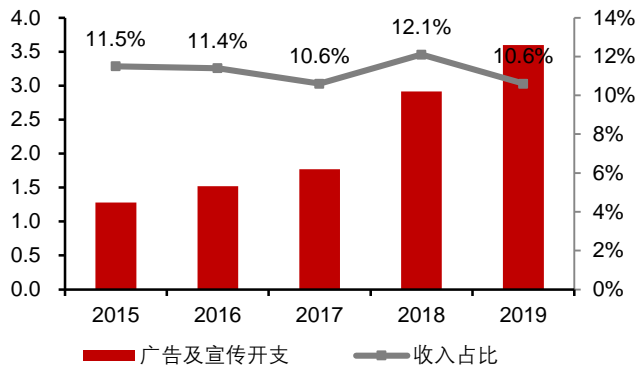


数据来源：公司年报，东方证券研究所

市场营销：前瞻布局冬季运动赛事，全方位扶持迪桑特品牌推广

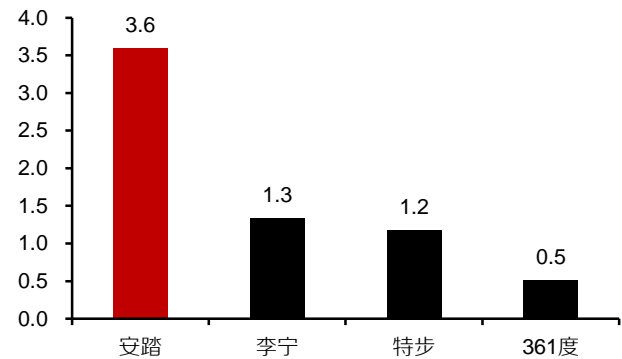
安踏在体育运动领域营销资源丰富，每年投入远超竞争对手。安踏的广告与宣传开支占收入比重常年维持在 10.5%-12% 左右，从绝对额来看，2019 年安踏广告与宣传开支约 36 亿元，是同期国内竞争对手如李宁、特步的 3 倍以上。安踏已对冬季运动项目做了前瞻布局，迪桑特有望大幅受益于 2022 年北京冬奥会。从已签约国家队资源来看，安踏在冬季赛事上已涵盖了大部分热门项目，例如短道速滑、速度滑冰、冰壶等，总计超过 16 支队伍，此外安踏也是 2018 平昌冬奥会和 2022 年北京冬奥会的主要赞助商，平昌奥运会期间安踏设计的白色羽绒服亮相开闭幕式，起到了非常好的宣传效果，期待 2022 年北京冬奥会的表现。

图 19：安踏体育广告与宣传开支及占收入比重（十亿元）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 20：头部运动服饰品牌广告与宣传开支比较（十亿元，2019）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

表 6：安踏体育签约资源（截至 2021 年初）

合作分类	明细
举摔项目国家队	中国举重队、中国摔跤队
体操项目国家队	中国体操队、中国蹦床队、中国艺术体操队
拳跆项目国家队	中国国家拳击队、中国国家跆拳道队、中国国家空手道队
冬季项目国家队	中国短道速滑队、中国速度滑冰队、中国冰壶队、中国花样滑冰队、中国冰球队、中国单板滑雪平行大回转队、单板滑雪大跳台、平面障碍技巧队、中国雪车队、中国雪橇队、中国钢架雪车队、中国越野滑雪队、中国高山滑雪队、中国自由式滑雪空中技巧队、加拿大自由式滑雪空中技巧队、加拿大自由式滑雪雪上技巧队
COC 赛事资源	2020 东京奥运会、2022 杭州亚运会、2018 雅加达亚运会、2024 巴黎奥运会 2018 平昌冬奥会、2022 北京冬奥会

数据来源：公司官网，东方证券研究所

此外，安踏也会与迪桑特共享代言人等其他市场资源，形成协同效应。2018年12月，安踏代言人张继科出席迪桑特厦门全新形象店开业，与现场上千名粉丝互动，并分享了自己20多年的运动挑战精神，2019和2020年，世界冠军邹市明分别参与沈阳和上海的门店活动，分享运动经历和产品试穿体验，这些活动均有效提升了迪桑特品牌的曝光度和活动参与度。

图 21：张继科参与迪桑特厦门门店活动



数据来源：厦门体育，东方证券研究所

图 22：邹市明参与迪桑特上海门店活动



数据来源：迪桑特微博，东方证券研究所

铁军文化：企业文化独树一帜，助力迪桑特更进一步

安踏集团企业文化特色鲜明，铁军文化深入人心。安踏的铁军文化在行业内独树一帜，根据安踏集团董事长丁世忠定义：“铁军文化就是有担当，高标准对标，不但能打胜仗，而且能够多次打胜仗”，安踏集团内部自上而下执行效率极高，因此在面对市场变化时，能做到快速反应，实现自我进化。以2020年疫情为例，公司面对突发情况快速成立“安踏集团防疫应急指挥部”，成员由董事会及集团高管组成，密切关注疫情发展，为减少疫情所带来的损失，公司迅速推出“全员零售”项目，有超过6万名员工及经销商伙伴参与，极大缓解了库存和销售压力。

我们认为，迪桑特中国作为安踏集团重点孵化的业务板块之一，深受铁军集团文化的积极影响，根据草根调研的结果，迪桑特在过去几年考核机制较为激进，考核内容全面，员工KPI挑战较大，但另一方面，目标完成后获得激励也相当丰厚，员工积极性由此被充分调动。

图 23：安踏 2019 年度总结会



数据来源：腾讯网，东方证券研究所

投资建议

我们复盘迪桑特在中国获得成功的原因，看好安踏在中高端运动品牌领域的培育复制能力，同时也看好迪桑特后续的增长潜力，并对安踏旗下 Amer 业务的未来抱有积极期待。我们维持对安踏 2020-2022 年每股收益 1.97 元、2.73 元和 3.35 元的预测，参考可比公司估值，给予公司 2021 年 44 倍的 PE，对应目标价 142.2 港币（120.1 人民币），维持“买入”评级。

表：行业可比公司估值

公司名称	公司代码	每股收益（港币）				市盈率			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
李宁	2331.HK	0.7	0.8	1.1	1.4	78	69	50	39
彪马	PUMA SE	15.5	5.1	18.5	24.8	213	165	46	34
耐克	NIKE US EQUITY	14.2	23.4	30.0	35.2	69	47	36	31
阿迪达斯	ADS GR EQUITY	85.1	20.7	81.8	101.1	122	134	34	27
露露柠檬	LULU US EQUITY	38.6	35.6	52.2	63.0	78	75	51	42
调整后平均							93	44	35

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所，耐克和露露柠檬选取的是财报数据，截止于 2021 年 1 月 18 日

风险提示

（1）国内外疫情的反复

疫情如果不能得到有效控制，将影响消费者收入水平和消费倾向，对公司业绩造成不利影响。

（2）回收经销商带来的短期业绩波动

安踏未来有望进一步提升主品牌直营比例，可能对终端销售造成暂时性的负面影响。

（3）市场竞争加剧

高端运动鞋服市场竞争非常激烈，终端时尚潮流和趋势变化较快，迪桑特的业绩可能会因此有所波动。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及等价物	10,091	12,603	17,623	25,609	27,019	营业收入	24,100	33,928	35,823	45,755	54,419
应收账款	2,505	3,896	4,064	5,110	5,981	营业成本	(11,413)	(15,269)	(15,429)	(18,511)	(21,469)
其他应收款	2,133	2,412	3,558	3,418	4,801	毛利	12,687	18,659	20,394	27,244	32,950
预付账款	0	0	0	0	0	其他收净额	760	1,070	1,197	1,197	1,197
存货	2,892	4,405	5,452	5,654	5,676	销售费用	(6,525)	(9,721)	(11,284)	(15,328)	(18,557)
其他	1,662	4	4	4	4	管理费用	(1,223)	(1,313)	(1,612)	(1,967)	(2,231)
流动资产合计	19,284	23,321	30,702	39,795	43,482	财务费用	68	(53)	(104)	(160)	(112)
合资公司投资	0	10,551	9,961	9,925	10,029	来自 Amer 损益	0	(633)	(590)	(36)	104
固定资产	1,787	2,148	2,165	2,240	2,350	除税前溢利	5,767	8,008	8,000	10,950	13,351
在建工程	749	421	421	421	421	所得税	(1,533)	(2,384)	(2,400)	(3,285)	(4,005)
预付账款	787.5	52.8	52.8	52.8	52.8	净利润(含少数股东权益)	4,234	5,624	5,600	7,665	9,345
无形资产	685	678	674	678	690	净利润	4,103	5,344	5,320	7,385	9,066
递延所得税资产	403	746	746	746	746	少数股东权益	131	280	280	280	280
其他	1,081	4,047	3,425	4,367	5,057	其他综合收益	389	25	0	0	0
非流动资产合计	5,090	17,898	16,698	17,684	18,599	综合收益总额(含少数股东权益)	4,623	5,649	5,600	7,665	9,345
资产总计	24,374	41,218	47,400	57,479	62,081	综合收益总额	4,491	5,369	5,320	7,385	9,066
短期借款	1,244	1,359	4,000	0	0	少数股东权益	131	280	280	280	280
应付账款	1,792	2,963	1,875	4,425	3,020	每股收益(元)	1.52	1.98	1.97	2.73	3.35
其他	4,512	8,090	6,083	11,379	10,227						
流动负债合计	7,548	12,412	11,959	15,805	13,248	主要财务比率					
长期借款	70	6,644	9,706	9,818	9,930		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
递延税项负债	236	1,102	820	1,247	1,560	成长能力					
非流动负债合计	306	7,746	10,526	11,066	11,491	营业收入	27.8%	69.1%	15.0%	21.3%	8.0%
负债合计	7,854	20,157	22,485	26,870	24,738	营业利润	42.9%	52.5%	0.0%	28.2%	19.9%
少数股东权益	743	979	1,162	1,344	1,527	归属于母公司净利润	32.9%	30.3%	-0.4%	38.8%	22.8%
股本	259	261	261	261	261	获利能力					
储备	15,518	19,821	23,493	29,004	35,555	毛利率	52.6%	55.0%	56.9%	59.5%	60.5%
股东权益合计	16,520	21,061	24,915	30,609	37,342	净利率	17.0%	15.8%	14.9%	16.1%	16.7%
负债和股东权益总计	24,374	41,218	47,400	57,479	62,081	ROE	24.8%	25.4%	21.4%	24.1%	24.3%
现金流量表											
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
净利润	4,103	5,344	5,320	7,385	9,066	资产负债率	32.2%	48.9%	47.4%	46.7%	39.8%
折旧摊销	4,394	6,765	6,567	8,944	10,917	净负债率	-53.1%	-21.8%	-15.7%	-51.6%	-45.8%
财务费用	(68)	53	104	160	112	流动比率	2.55	1.88	2.57	2.52	3.28
处置	49	292	378	317	416	速动比率	2.17	1.52	2.11	2.16	2.85
营运资金变动	418	1,049	(5,115)	6,225	(5,211)	营运能力					
其它	(4,458)	(6,019)	(4,730)	(7,350)	(9,169)	应收账款周转率	10.5	10.6	9.0	10.0	9.8
经营活动现金流	4,440	7,485	2,524	15,681	6,131	存货周转率	4.5	4.2	3.1	3.3	3.8
资本支出	(278)	(406)	(429)	(547)	(651)	总资产周转率	1.1	1.0	0.8	0.9	0.9
合资公司投资	0	(10,551)	590	36	(104)	每股指标(元)					
其他	(923)	(2,108)	(590)	(36)	104	每股收益	1.52	1.98	1.97	2.73	3.35
投资活动现金流	(1,201)	(13,065)	(428)	(547)	(651)	每股经营现金流	1.64	2.77	0.93	5.80	2.27
债权融资	1,166	6,689	5,704	(3,888)	112	每股净资产	6.11	7.79	9.22	11.32	13.81
其他	(2,302)	(2,019)	(2,779)	(3,260)	(4,183)	估值比率					
筹资活动现金流	(1,136)	4,670	2,924	(7,148)	(4,070)	市盈率	72.1	55.3	55.6	40.0	32.6
现金净增加额	2,102	(910)	5,021	7,986	1,409	市净率	17.9	14.0	11.9	9.7	7.9
现金净增加额						EV/EBIT					

资料来源：东方证券研究所

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