

安踏体育 (2020)

大国品牌，永不止步

——公司首次覆盖

	陈筱 (分析师)	陈融 (分析师)
	021-38675863	021-38675863
	chenxiao@gtjas.com	chenrong016553@gtjas.com
证书编号	S0880515040003	S0880518080002

本报告导读:

公司为国内运动鞋服领域绝对领导企业，品牌优势深厚、产品矩阵完善、营销管理出众。若成功收购 Amer Sports，公司将有望打开国际市场，进一步实现跨越式发展。

摘要:

- **首次覆盖，给予增持评级。**公司为运动鞋服领域的龙头，市占率位居国内品牌第一。随着政策大力支持和体育消费升级，国内体育用品行业进入黄金发展期，公司有望享受红利。预测 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.55/1.94/2.36 港元，给予目标价 45.44 港元，增持评级。
- **公司以“单聚焦、多品牌、全渠道”为战略核心，已成为国内运动鞋服领域当之无愧的龙头。**从 2009 年收购 FILA 在中国区的业务开始，公司接连收购 Sprandi、Kingkow、KOLON Sport 及 Descente 等国际知名品牌，探索出了一条中国品牌走向世界的新路径，并形成了横跨高中低端运动鞋服、儿童体育服饰、户外服饰、冰雪装备服饰等的多品牌产品矩阵。公司依托长久积累的多品牌运营经验以及体育资源优势，以运动鞋服的研发生产为核心，在外延并购、品牌推广和内部精细化管理三方面全方位推进，进而成为国内体育服饰龙头。
- **受益于体育人口不断增加，国内运动鞋服市场仍将保持高速增长，龙头品牌将继续扩大。**根据 Euromonitor 测算，运动鞋服行业规模预计未来 5 年增速仍然保持在 10% 以上，在北京冬奥会及杭州亚运会的催化下，到 2022 年中国的运动服市场将达到 3565 亿元。因而体育品牌的集中度非常之高。2012-2017 年我国运动鞋服行业 CR5 由 58.6% 升至 68.9%，由于体育用品消费用户一般会对特定品牌形成很高的粘性，我们认为龙头企业仍将强者恒强。
- **安踏与 Amer Sports 在产品价格、产品品类、产品区域方面天然匹配，双方的结合能最大化彼此的优势。**安踏已提出收购拥有 Wilson、Salomo 和户外装备之王始祖鸟 Arc'teryx 的 Amer Sports 集团。收购一旦完成，安踏将进一步完善产品矩阵并利用 Amer Sports 的品牌与技术优势占据户外与冰雪行业的制高点，一举成为国际顶级体育品牌。
- **风险提示:** 体育产业发展不达预期，外延并购不达预期风险。

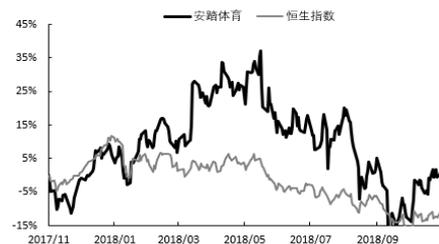
评级: 增持

当前价格 (港元): 37.75

2018.12.05

交易数据

52 周内股价区间 (港元)	30.30-48.4
当前股本 (百万股)	2685
当前市值 (百万港元)	95448



相关报告

体育产业: 《中产阶级强势崛起 体育消费加速升级》

2017.04.13

体育产业: 《北京冬奥全力筹备 冰雪运动快速升温》

2017.02.22

财务摘要 (百万港元)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	11320.17	13281.74	14922.17	19969.25	22208.22	27844.67	33455.37
(+/-)%	22.31	24.69	19.96	25.08	33.04	25.38	20.15
毛利润	2449.25	2941.98	3276.75	4221.60	2684.90	2684.90	2684.90
净利润	2155.37	2435.69	2666.88	3693.99	3696.36	4605.63	5613.92
(+/-)%	29.32	20.01	16.91	29.44	19.71	24.60	21.89
PE	20.45	24.72	23.78	35.68	25.82	20.72	17.00
PB	3.68	5.23	5.56	6.23	5.08	4.06	3.27

目录

1. 永不止步，铸就国内运动鞋服第一品牌.....	3
1.1. 深耕行业二十七年，厚积薄发成为绝对龙头.....	3
1.2. 拥抱资本市场，通过收购形成多品牌产品矩阵.....	4
1.3. 家族控股，决策力强，管理层稳定利于公司发展.....	5
1.4. 营收增长稳定，服装、鞋类依旧强势，销售模式多元.....	6
2. 体育产业进入黄金发展期，体育服饰潜力巨大.....	7
2.1. 行业现状：产业蓬勃发展，需求稳定增长.....	7
2.2. 行业展望：多重利好刺激，行业有望增长.....	10
2.2.1. 政策助力，全民体育扩大消费需求.....	10
2.2.2. 消费转型，体育用品市场出现新特征.....	11
2.2.3. 校园体育+大赛刺激，体育用品行业快速发展可期.....	14
2.3. 国外体育用品对标：Nike、adidas、VF 世界领先品牌.....	15
2.4. 国内运动用品对标：李宁、特步，积极探索、重装起航.....	18
3. 国际化步伐加速，有望晋升全球体育服饰龙头.....	20
3.1. 并购海外潜力企业，建立业务完整版图.....	21
3.2. 品牌效应强者恒强，体育营销扩大竞争优势.....	22
3.3. 零售管理+研发升级，巩固行业领先地位.....	24
4. 与 Amer Sports 天作之合，一举奠定国际龙头地位.....	26
4.1. 多个细分领域王者，品牌与技术优势突出.....	26
4.2. 营收总体增速放缓，线上业绩表现亮眼.....	29
4.3. 产品矩阵、供应链、销售渠道天然适配，协同性值得期待.....	30
4.3.1. 打开全球化战略突破口，品牌矩阵进一步完善.....	30
4.3.2. 供应链、零售渠道多端协同，国内市场更上一层楼.....	32
4.4. 通过运营 FILA，安踏已具备整合国际品牌的实力.....	34
5. 盈利预测与估值.....	35
6. 风险提示.....	36
6.1. 体育产业发展速度不达预期风险.....	36
6.2. 外延并购不达预期风险.....	37

1. 永不止步，铸就国内运动鞋服第一品牌

我们首次覆盖安踏体育 (2020.HK)，当前价格为 37.75 港元，目标价格为 45.44 港元，我们区别于市场的观点可归纳为以下三个方面：

市场普遍认为，体育用品行业整体竞争激烈对公司冲击极大，未来业绩不明朗。我们认为，受益于国内体育参与人群不断扩大、体育锻炼意识不断增强，运动鞋服行业未来几年规模仍将快速增长。根据 Euromonitor 测算，运动鞋服行业规模预计未来 5 年增速仍然保持在 10% 以上，在北京冬奥会及杭州亚运会的催化下，到 2022 年中国的运动服市场将达到 3565 亿元。与此同时，公司作为国内运动鞋服行业的绝对龙头，有望依托品牌积累进一步扩大领先优势。

市场普遍认为，在国际体育用品行业双寡头的情况下，国内生产厂商难以挑战现有市场格局。我们认为，公司以“单聚焦、多品牌、全渠道”为战略核心，不断通过收购海外企业的成长性业务扩大产品版图，力图由本土性的体育用品生产厂商转型为国际顶级运动鞋服品牌。不同于其他国内体育服饰品牌趋于颓势，安踏在过去 5 年的国内市场占有率稳定在 8% 左右，仅次于阿迪达斯和耐克，稳居第三位。而其他国内品牌市占率出现了不同程度的下滑。我们认为，在安踏收购 Amer Sports 之后，公司将进一步打造品牌优势与质量壁垒，挑战阿迪达斯和耐克的双寡头地位。

市场普遍认为，公司资本外延步伐过快，缺乏国际化运营经验，对收购 Amer Sports 的前景持观望态度。我们认为，公司在实施此项收购之前，已经拥有成功运营 FILA、Descente、Sprandi 等国外品牌的经验。公司一方面借鉴了 FILA 领先的设计理念，另一方面也利用自有渠道网络使 FILA 更深度地渗入中国市场，两者形成了完善的品牌矩阵与销售网络。我们相信，在收购 Amer Sports 之后，也将与现有品牌可以形成更强大的协同效应，复制之前收购 FILA 的成功。此次海外并购表明了公司向世界高端体育品牌进军战略，彰显了体育用品全领域布局的决心，未来值得期待。

1.1. 深耕行业二十七年，厚积薄发成为绝对龙头

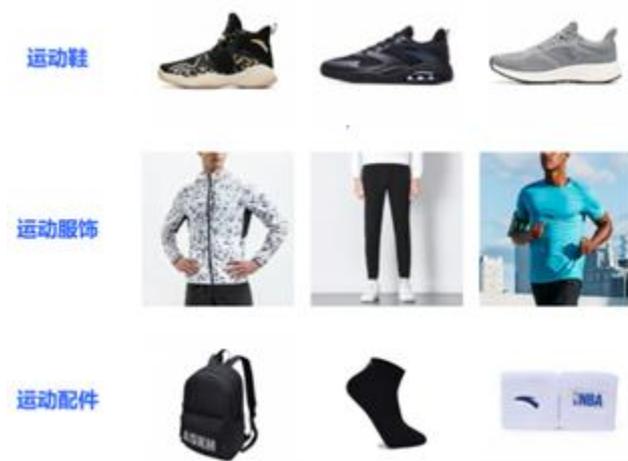
公司在发展历程中多次把握关键机遇，逐渐成为国内运动鞋服生产制造绝对龙头。公司主营业务包括主要设计、开发、制造及营销运动服饰，主要产品设计篮球、跑步、综训、户外休闲运动及配件等。公司在 27 年的发展历程中，逐渐从代工厂跨越到自有品牌（1.0 时代）、从一般品牌跨越到知名品牌（2.0 时代签约孔令辉为代言人）、从追随者跨越到领导者（3.0 时代零售改革）、从国内龙头跨越到国际品牌（4.0 时代）。公司先后获得“中国名牌产品”、“中国品质免检产品”等荣誉称号，连续两次成为中国奥委会合作伙伴，签约冬季运动管理中心、国家水上中心、国家跆拳道中心、体操运动中心、举摔柔运动中心等五大中心共 24 支国家队。随着公司提出收购 Amer Sports 以及 2022 年冬奥会的逐渐临近，公司将进入新的发展阶段。

表 1: 公司经历四阶段跨越式发展, 从普通的代工厂到国内名牌再到国际巨头

时间段	经历阶段	阶段简介
1991 年—1997 年	1.0 时代	1991 年公司在福建省晋江市成立。与众多晋江系的鞋厂一样, 公司起初主要承接海外品牌订单进行贴牌生产, 由此完成了原始的资金积累。公司利用原始资金扩大生产规模, 增强生产能力, 并积极打造自有品牌, 为自有品牌建立完整的分销渠道和销售网络, 与其他晋江系鞋厂形成差异化竞争。
1997 年—2013 年	2.0 时代	1997 年东南亚金融危机使得大量晋江系鞋厂倒闭, 公司依赖自有品牌生存下来, 并借此机会完成从订单加工到品牌批发的转型。并且重金投入品牌代言提升公司知名度: 1999 年重金聘请孔令辉做品牌代言, 巨资投放央视广告。在孔令辉 2000 年悉尼奥运会夺冠之后, 品牌知名度飞速上升。2001 年, 公司开始运动服装业务, 由单一品牌批发向综合体育用品生产上转型。2009 年公司签约成为中国奥委会合作伙伴
2013 年—2014 年	3.0 时代	后奥运时代, 粗放式发展使得行业进入寒冬, 运动鞋服库存积压严重。竞争对手纷纷缩减规模, 公司反其道而行之, 于 2013 年率先做出品牌零售的转型, 提出“品牌零售导向”策略, 推进精细化零售管理。公司一跃成为国内体育用品行业龙头。
2014 年—现在	4.0 时代	2014 年公司领跑体育用品行业之后, 创造性的提出“单聚焦、多品牌、全渠道”战略。通过海外收购、多品牌运营不断拓展自身业务版图, 力争从国内体育用品行业领军企业转型为国际顶尖中高端体育用品制造商。

资料来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

图 1: 公司主要产品包括运动鞋服及配件



资料来源: 公司官网

图 2: 邀请孔令辉代言极大提升公司品牌知名度



资料来源: 新浪体育

1.2. 拥抱资本市场, 通过收购形成多品牌产品矩阵

公司奉行“单聚焦、多品牌、全渠道”的策略, 通过并购形成高中低端运动鞋服、儿童体育用品及户外体育用品等的完善的产品矩阵。公司于 2007 年上市, 2018 年市值突破 1000 亿港元, 成为国内市值最大的体育行业公司。近几年公司通过合资设立、收购兼并, 不断拓展自己的业务版图, 借助收购的海外知名品牌提升品牌国际知名度, 积累国际化运营的经验, 逐渐从中国本土体育用品知名企业转型成为国际顶尖体育用品生产商。从 2009 年收购 FILA 在中国区的业务开始, 公司接连收购 Sprandi、Kingkow、KOLON Sport 及 Descente 等国际知名品牌, 探索出了一条中国品牌走向世界的新路径, 并形成了横跨高中低端运动鞋服、儿童体育服饰、户外服饰、冰雪装备服饰等的多品牌产品矩阵。

表 2: 安踏旗下品牌矩阵覆盖面广, 基本涵盖运动休闲各个品类的各个层次

品牌	产品定位	领域	人群	城市	线上价格区间 (元)	线下价格区间 (元)	收购日期	投资价格
安踏	中端	功能性体育用品	大众	三四线	98-798	239-799	—	—
FILA	中高端	时尚、运动	34-45 岁	一二线	369-1152	580-1280	2009.08	3.32 亿美元
DESCENTE	高端	滑雪、综合训练	25-35 岁	一二线	229-2989	350-6990	2016.02	1.5 亿美元
Kingkow	中低端	时尚休闲户外运动	大众	三四线	69-1499	169-2399	2017.10	6000 万港币
KOLON Sport	中高端	户外休闲文化	专业户外人群	一二线	110-2940	299-4200	2017.10	4000 万美元
Sprandi	中低端	儿童	0-12 岁	一二线	99-664	169-699	2015 年末	未披露

数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

1.3. 家族控股, 决策力强, 管理层稳定利于公司发展

公司实际控制人为丁氏家族, 丁世忠、丁世家兄弟持股 60% 以上, 在企业拥有绝对主导权。根据公司年报披露, 丁世忠持有公司 61.81% 股份, 丁世家持有公司 61.50% 股份, 其中两人为兄弟关系, 公司股权结构较为集中。目前丁世忠任董事会主席及首席执行官等职务, 丁世家任董事会副主席、执行董事。公司管理层多年未变, 治理结构稳定, 有利于公司保持一贯的经营政策和运营方针, 对公司的稳定发展起到关键性作用。

图 3: 公司股权结构集中

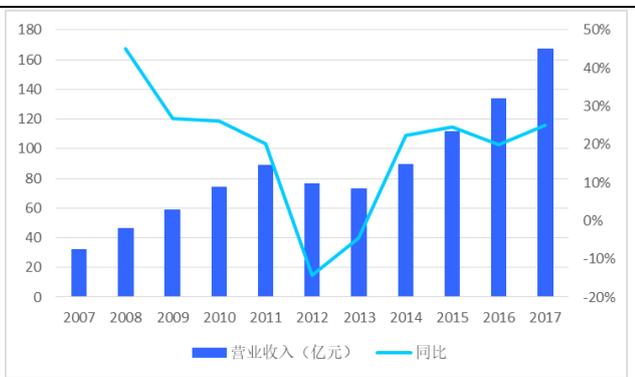


资料来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

1.4 营收增长稳定，服装、鞋类依旧强势，销售模式多元

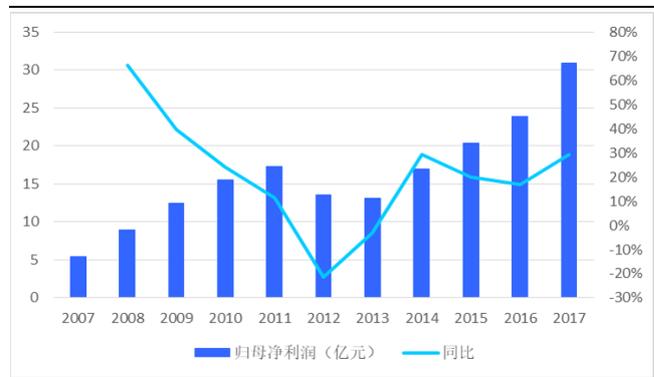
公司近四年营业收入、归母净利润均保持两位数增长。2017年，公司实现营收166.9亿元，其中运动服装销售收入占比达54.61%，运动鞋类销售收入占比达42.23%。2014年至2017年，公司营业收入分别同比增长24.60%、20.00%和25.10%，2017年实现归母净利润30.9亿元。2014年至2017年，公司归母净利润分别同比增长20.00%、16.90%和29.00%。过去三年公司营业收入及利润实现稳步增长，原因是公司利用多品牌战略加强对所有细分市场的渗透，尤其是FILA品牌近年的强势表现成为了安踏业绩增长的最强动力。公司基于对中国市场的分析，发现中国市场消费者对运动用品的偏好较为独特，消费者对于运动时装的偏好增加，在追求功能性的同时对于差异化高端化的体育用品需求变多，并且着力打造高效的供应链和分销网络，公司业绩快速增长。

图 4：2007—2017 年公司营业收入迅速增长



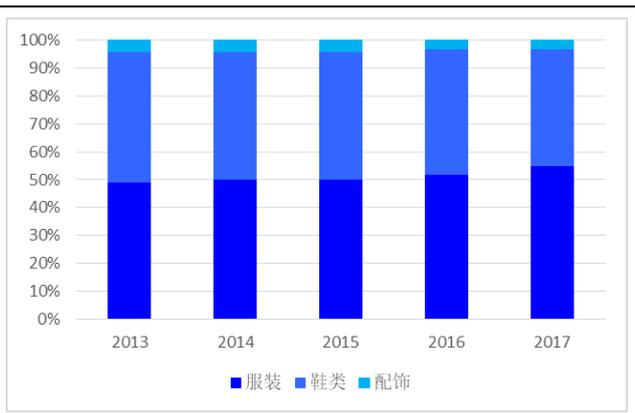
资料来源：公司财报，国泰君安证券研究

图 5：2007—2017 年公司净利润迅速增长



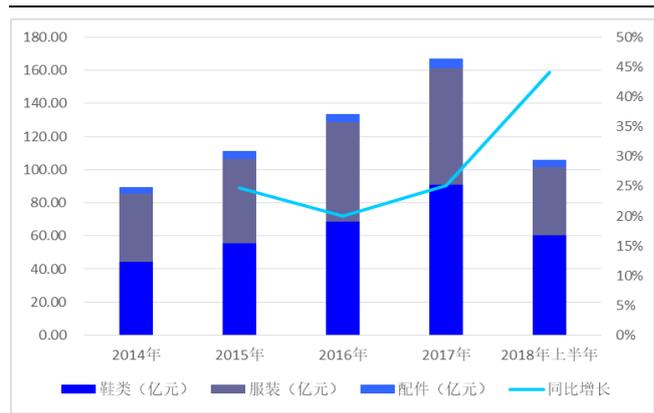
资料来源：公司财报，国泰君安证券研究

图 6：公司鞋类、服装收入占公司收入的绝大部分



资料来源：公司财报，国泰君安证券研究

图 7：2014 年以后公司鞋类、服装收入增长迅速

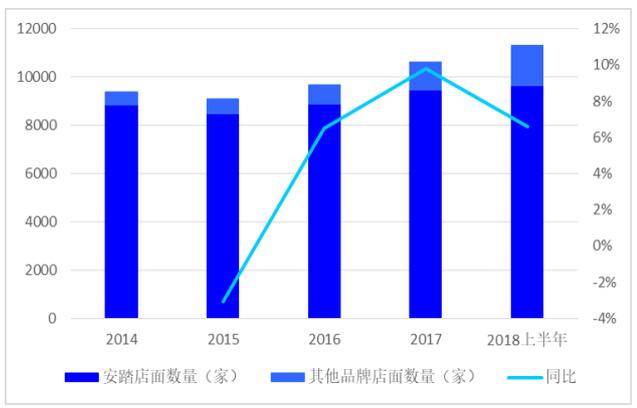


资料来源：公司财报，国泰君安证券研究

公司贯彻以零售为导向的策略，建立多元化的分销网络，在不断变化的市场中改进零售商的竞争力、店效及反应能力。公司已经建立了覆盖全国的分销网络，在二三线城市创造了具有竞争力的优势。大多数的公司商店以街铺的形式运营，但是公司也主动扩展在大型购物中心及百货商场的店铺布局。在2018年的上半年，公司继续提升零售管理，推出第八代门店，为顾客提供最新的订造服务和更完善的购物体验。目前公司的零售渠道已经覆盖了网点、街铺、店中店和奥特莱斯，庞大的分销网

络对公司的销售起到直接的促进作用。截止 2018 年 6 月，公司所有品牌零售店达到 11316 家，其中主要品牌安踏（包含安踏儿童）零售店达到 9650 家，其门店数量在行业内遥遥领先其他竞争对手。

图 8：2015 年以后安踏店面数量增长迅速



资料来源：公司财报，国泰君安证券研究

图 9：安踏旗下品牌店铺增速稳定 (单位：家)

品牌名称	2016 年	2017 年	2018 年 H1	2018 年目标
安踏	8860	9467	9650	9700-9800
FILA	802	1086	1248	1400-1500
DESCENTE	6	64	85	100-110
KOLON SPORT	—	—	189	200-210
Kingkow	—	—	63	60-70
Sprandi	—	—	81	>100

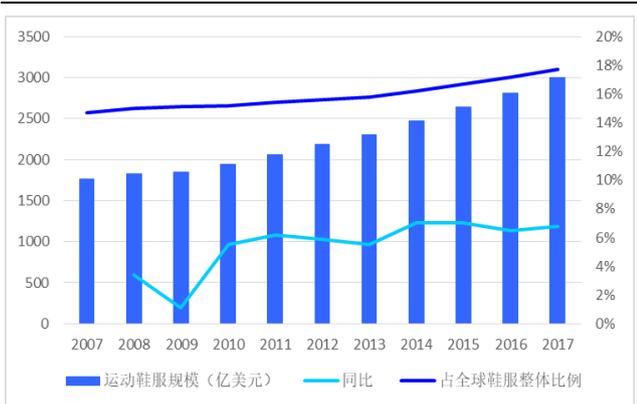
资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

2. 体育产业进入黄金发展期，体育服饰潜力巨大

2.1. 行业现状：产业蓬勃发展，需求稳定增长

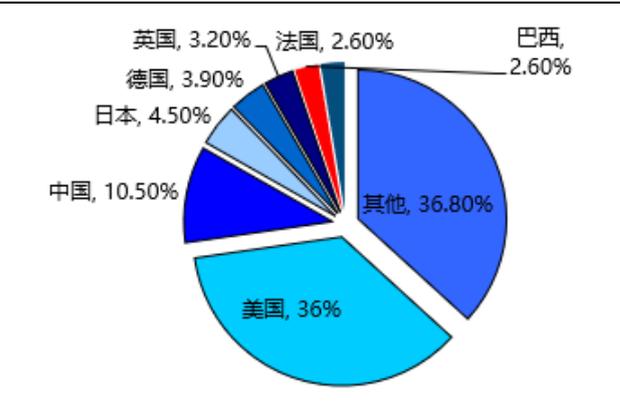
行业规模：随着中国等新兴市场崛起，世界运动鞋服行业呈现向上发展趋势。Euromonitor 数据显示，2017 年世界运动鞋服市场规模为 3001.5 亿美元，同比增长 6.80%，占全球鞋服行业整体比例的 17.70%。受益于庞大的体育消费人群，美国依旧为全球运动鞋服行业最大市场，规模达 1081.45 亿美元，占全球运动鞋服市场总规模的 36%。中国位居第二，占全球运动鞋服市场总规模的 10.50%。日本、德国、英国、美日德英四国的合计占比达 50.2%，发达国家仍为全球运动鞋服主要消费群体。但主要的增长源来自于新兴国家，印度 2007-2017 年运动鞋服规模复合增速高达 22.89%，中国、俄罗斯和巴西 CAGR 分别达到 10.38%、9.28%、7.62%，而英美日法德等发达国家 CAGR 基本在 5% 以下。这与新兴国家居民收入增加、运动意识提升、品牌化需求逐渐养成息息相关，同时中国（2008 年奥运会）、俄罗斯（2014 年冬奥会）、巴西（2014 年世界杯、2016 年奥运会）的举办也极大地提振了居民的体育消费热情。

图 10：全球运动鞋服市场规模增速稳定



资料来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

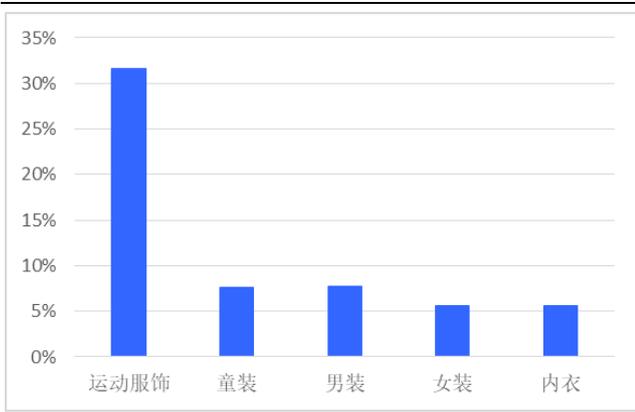
图 11：美国、中国市场占据行业半壁江山



资料来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

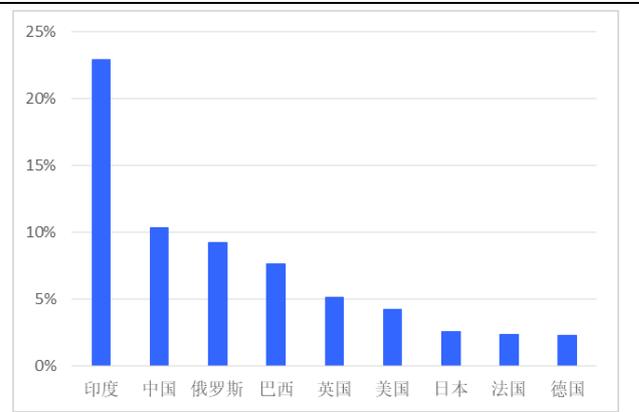
行业格局：品牌效应明显，龙头公司强者恒强，市占率不断提升。不同于时尚品牌，体育用品的消费者一般是有一种需求性、专门性，用户一般会对特定品牌形成很高的粘性，因而体育品牌的集中度非常之高。体育品牌的地位一旦形成之后，不是短短几年就能撼动的。80年代，Nike和篮球明星乔丹推出“Air Jordan”系列，5年内销售额从8亿美元增长到40亿美元。截至2018年7月，Nike共推出了32代的Air Jordan球鞋，成为篮球鞋领域的第一选择。从美国市场来看，虽然人口及可支配收入增长缓慢，但过去10年中CR5的运动鞋服公司充分享受了行业增长的红利，行业CR5在2008年总体市占率为25.1%，至2017年CR5提升至34.1%。龙头公司方面，2010-2017年，耐克北美市场销售额从67亿美金持续成长至152亿，同期阿迪达斯从32亿美金上升至50亿。

图 12: 2017 年全球运动服饰 CR5 显著高于其他服装品类，集中度高



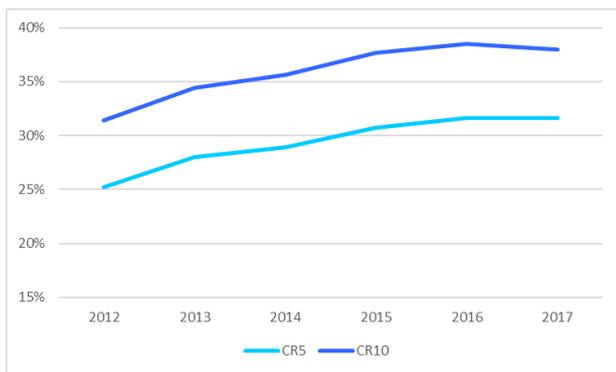
数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

图 13: 2007—2017 年各地区运动鞋服规模 CAGR: 发展中国家运动鞋服增速高于发达国家



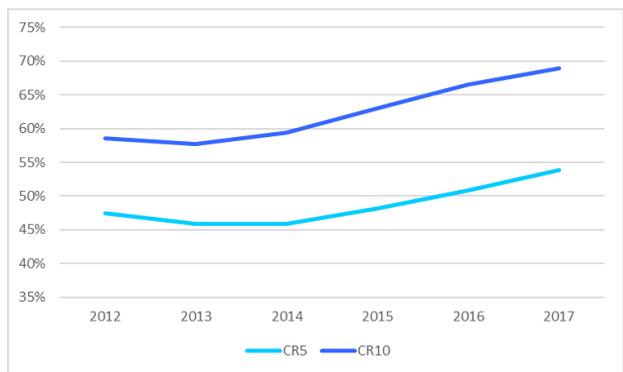
数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

图 14: 2012-2017 年全球运动品牌集中度提升



资料来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

图 15: 2012-2017 年我国运动鞋服行业集中度提升

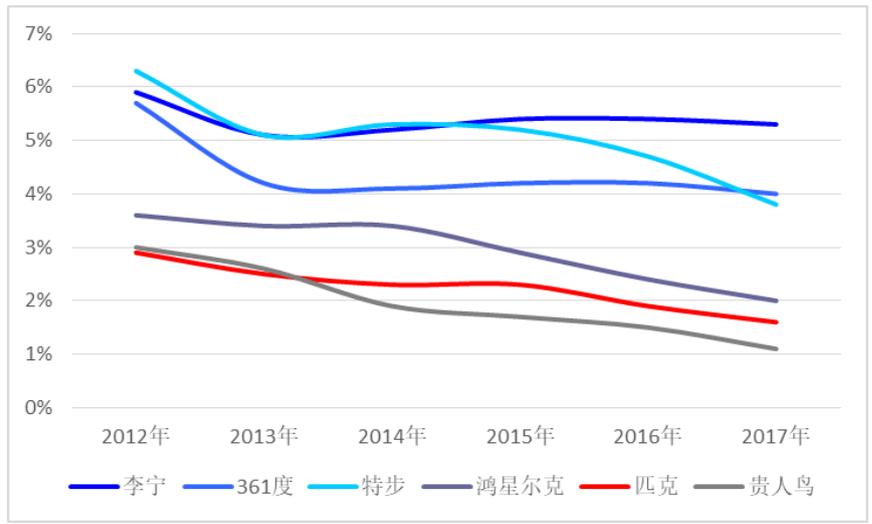


资料来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

而在中国市场，运动鞋服行业集中度亦显著高于其他鞋服品类，国外品牌市占率不断提升。且经历了后奥运时代的行业整合后，行业集中度上升趋势更甚于国际运动行业。2012-2017年，我国运动鞋服行业CR5由58.6%升至68.9%，CR10由47.4%升至53.9%。阿迪达斯与耐克竞争激烈，占据了市占率的前两名。在国内品牌中，安踏在中国地区的收入从2010年的74亿人民币上升至2017年的167亿人民币。除了安踏市占率维持在8%之外，其他品牌市占率都出现了不同程度的下滑。我们

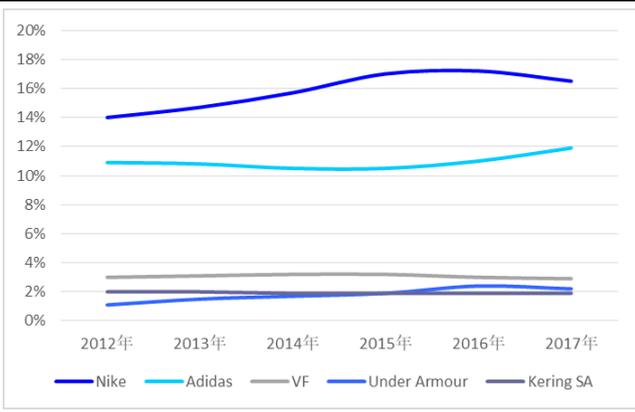
认为，这与消费升级环境下，消费者倾向于选择名牌产品的需求相关。

图 16: 除安踏之外，其余本土品牌市占率均有不同程度的下滑



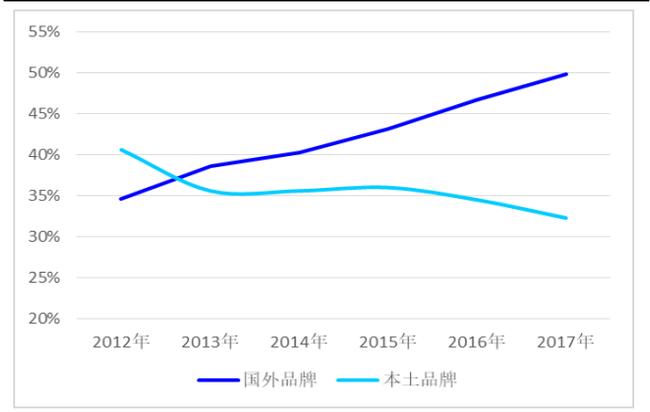
数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

图 17: 2012-2017 全球 TOP5: 阿迪耐克遥遥领先



资料来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

图 18: 2012-2017 年国内品牌市占率下滑

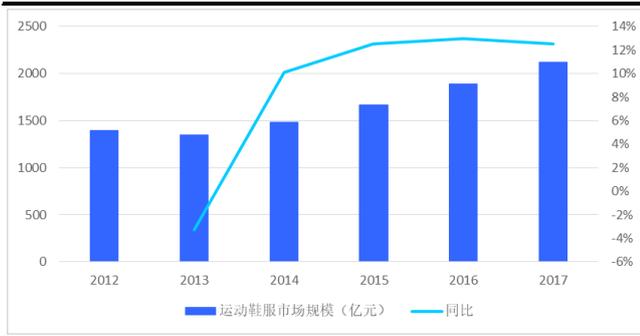


资料来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

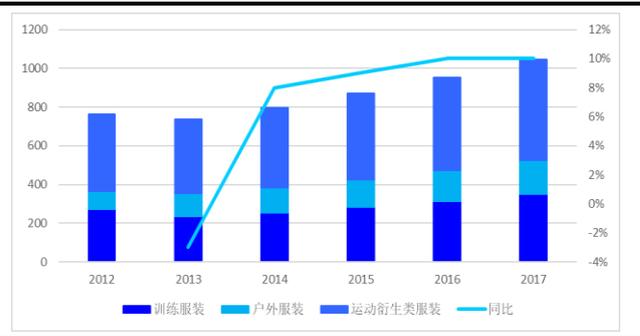
经历 2012 年行业整合之后，国内运动鞋服市场一直保持两位数高增长，已成为世界第二大运动鞋服市场。我国体育用品行业在经历北京奥运会前粗犷式的发展之后，出现了生产过剩、库存积压等问题。在经历过 2012、2013 年的行业整合之后，2013 年至 2017 年我国运动鞋服行业环比增长 12.03%，呈现出极为良好的发展态势。运动服装市场环比增长 9.12%，在 2017 年达到 1045 亿元的市场规模；运动鞋市场环比增长 15.29%，在 2017 年达到 1076 亿元的市场规模。但国内二线品牌市占率有所下降，近年来并未显示出较好的竞争优势，而国际以及国内一线运动品牌增速提升明显，将成为行业发展红利的受益者。在政策支持和消费升级的大背景下，我国体育用品行业迸发出勃勃生机。根据《2017 年中国居民消费发展报告》，体育娱乐用品消费增长 15.6%（2016 年为 13.9%），高出社会消费品零售总额增速 5.4 个百分点，消费升级态势尤为明显。

图 19: 2012 年后我国运动鞋服市场规模逐年上升

图 20: 2012-2017 年我国运动服装市场结构

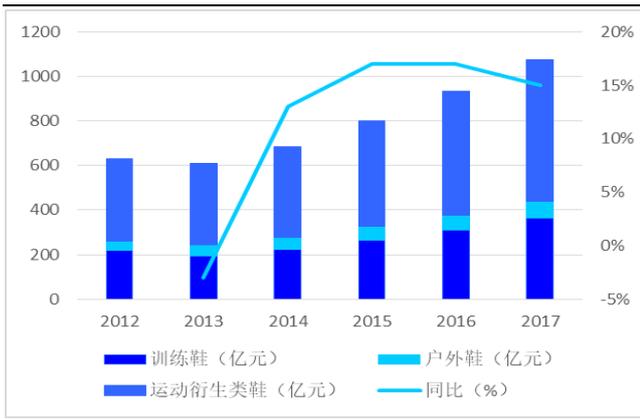


资料来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究



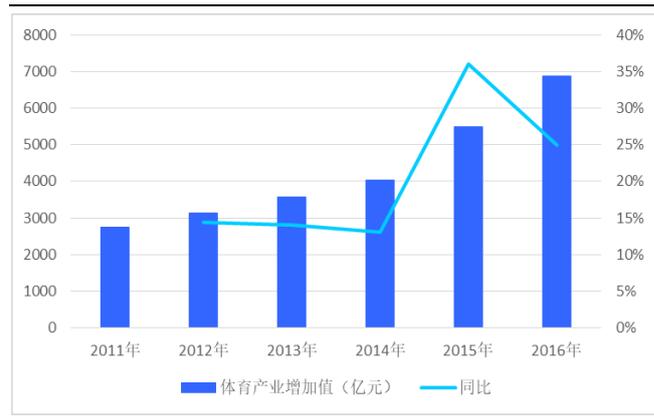
资料来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

图 21: 2012-2017 年我国运动鞋市场结构



资料来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

图 22: 2011 年来我国体育产业增加值不断上升



资料来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

2.2. 行业展望: 多重利好刺激, 行业有望增长

根据懒熊体育数据, 2014 年中国的人均运动鞋购买量为 0.5 双, 消费额为 16.9 美元, 同期美国人均购买量为 4 双, 消费额为 284.9 美元。随着消费升级和人均收入持续提升, 运动鞋服市场拥有巨大上升空间。Euromonitor 预测未来五年内, 运动鞋服将加速增长, 与童装一起构成未来国内鞋服领域两大增长引擎。根据 Euromonitor 测算, 2017 年全国运动鞋服市场规模 2121.48 亿元, 2017-2022 年 CAGR 将达到 10.9%, 2022 年中国的运动服市场将达到 3565 亿元。

2.2.1. 政策助力, 全民体育扩大消费需求

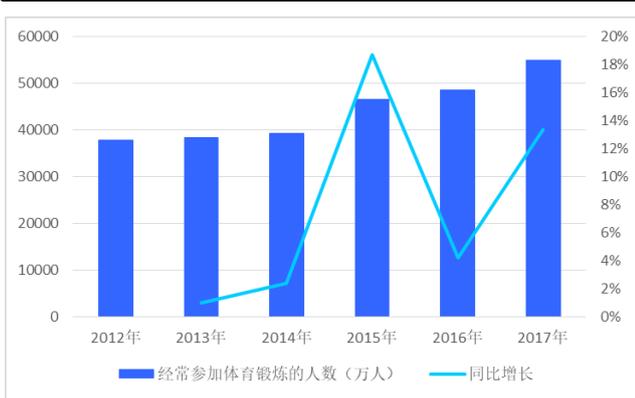
产业利好政策密集出台, 全民体育上升为国家战略。2014 年以来, 国家各部委联合密集发布了多项支持体育产业发展的文件, 政策环境持续改善, 并汇聚各种有利因素, 不仅明确阐释体育用品向服务驱动转型升级的战略方向, 更为拓展细分市场空间、撬动更多存量资源创造了良好条件。懒熊体育数据显示, 2012 年到 2017 年, 我国经常参加体育锻炼的人数由 3.79 亿人增长到 5.5 亿人, 体育产业总产值占 GDP 的比重由 0.6% 增长到 1.0%, 体育产业在我国国民经济中的地位愈显重要。根据国务院《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》, 2025 年我国体育产业总规模将超过 5 万亿, 经常参加体育锻炼的人数达到 5 亿, 未来庞大的消费市场将成为推动我国体育用品行业发展的关键力量。

表 3: 2014 年以来有利于体育产业发展的政策密集出台

时间	发文部门	政策名称	重要内容
2014年10月	国务院办公厅	《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	到2025年,基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系,体育产业总规模超过5万亿元,成为推动经济社会持续发展的重要力量。
2015年11月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》	以举办2022年冬奥会为契机,全面提升冰雪运动普及度和产业发展水平。大力普及健身跑、自行车、登山等运动项目,带动大众化体育运动发展。推动专业赛事发展,打造一批国际性、区域性品牌赛事
2016年6月	国务院办公厅	《国务院关于印发全民健身计划(2016—2020年)的通知》	到2020年每周参加一次及以上的体育锻炼人数达到7亿、经常参加体育锻炼的人数达到4.35亿、体育消费总规模达到1.5万亿
2016年9月	国务院办公厅	《国务院关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	到2025年,基本形成布局合理、功能完善、门类齐全的健身休闲产业发展格局,同其他产业融合发展更为紧密,健身休闲产业总规模达到3万亿元。
2016年10月	中共中央 国务院办公厅	《中共中央 国务院印发“健康中国2030”规划纲要》	到2030年,促进全民健康的制度体系更加完善,健康产业繁荣发展,主要健康指标进入高收入国家行列。到2050年,建成与社会主义现代化国家相适应的健康国家。
2017年7月	国家发改委等 九部委	《支持社会力量举办马拉松、自行车等大型群众性体育赛事行动方案(2017年)》	在相关政策措施的推动下,社会力量举办大型群众性体育赛事积极性显著提高,市场机制更加完善,发展环境不断优化,相关消费需求愈加旺盛,服务质量和水平明显提高,业态融合发展趋势更加明显。
2018年10月	国务院办公厅	《完善促进消费体制机制实施方案(2018—2020年)》	加快制定赛事审批取消后的服务管理办法,推进体育赛事制播分离,引入体育赛事转播竞争机制。积极培育冰雪运动、山地户外运动等体育消费新业态。

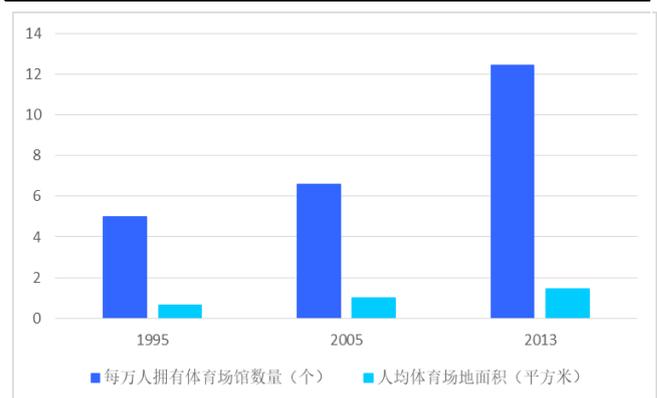
数据来源:国家体育总局,懒熊体育,国泰君安证券研究

图 23: 近年来我国体育人口不断上升



数据来源: 中商产业研究院, 国泰君安证券研究

图 24: 我国体育设施逐渐完善, 提供物质基础



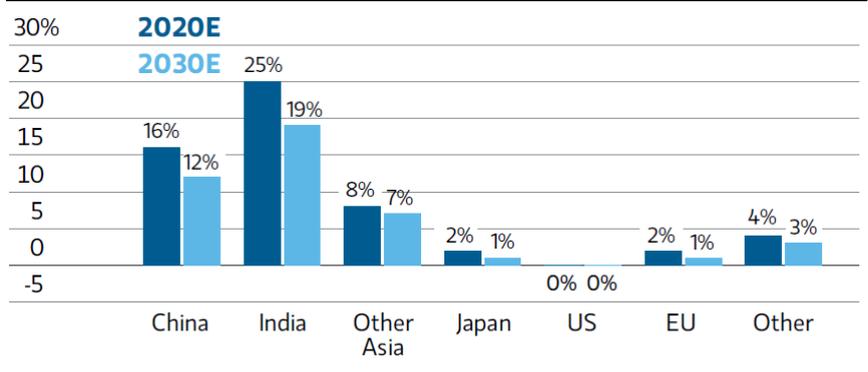
资料来源: 国家体育总局, 国泰君安证券研究

2.2.2. 消费转型, 体育用品市场出现新特征

中产阶级逐渐形成新型消费文化, 成为消费主力。在现代商业社会中, 消费已经不仅是一种经济实用的过程, 更是一种涉及到价值符号与象征的社会文化活动。在全球化的背景下, 这种外来的消费主义文化影响着中国新生的中产阶级, 新的消费文化正在中国形成, 而中产阶级成为中国新消费文化的引导主体。根据摩根斯坦利 (Morgan Stanley) 的预测, 以 2009 年为基数, 到 2020 年中国中产阶级消费的 CAGR 将高达 16%, 到

2030 年 CAGR 达 12%。我国中产阶级消费将长期保持强劲增长。

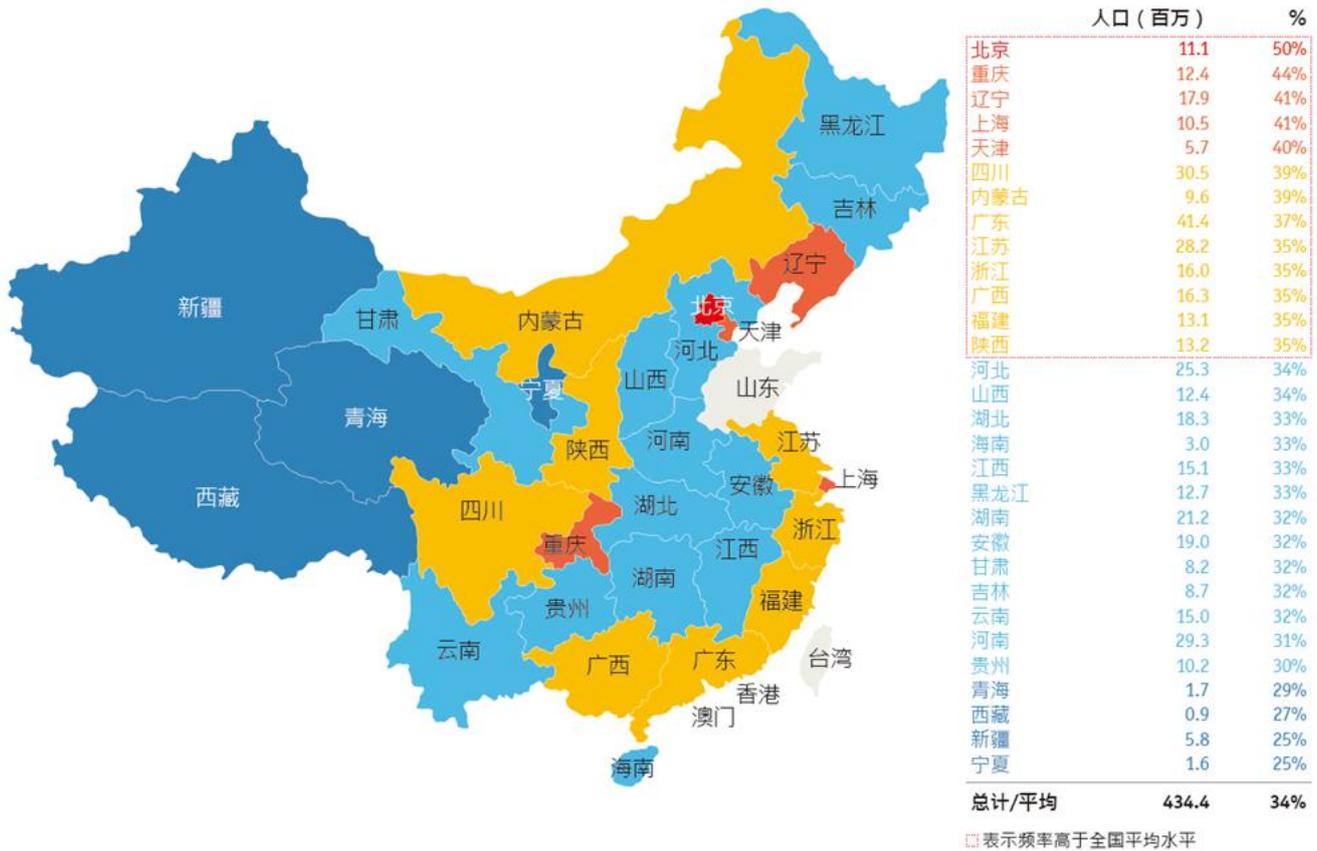
图 25: 国内中产阶级未来 15 年的消费的 CAGR 将超过 12%



数据来源: Morgan Stanley

体育消费的水平与经济发展程度相适应，随着参与体育锻炼的人口增加频次提高，我国的人均体育消费还有很大的提升空间。根据国家体育总局的统计数据，体育消费方面，20 岁以上人群中 39.9% 的人有过体育消费，人均年消费 926 元，较 2007 年消费水平增长了 52%。据浙江省体育局《2014 年浙江国民体质监测公报》，经常参加体育锻炼的人数比例高于全国 1.9 个百分点，其中 61.3% 的人有过体育消费，高于全国 21.4 个百分点。最新人口普查结果显示，参与体育锻炼的中国人越来越多，平均有 34% 的中国人经常性地参与体育锻炼——较七年前 28.2% 的数据有了大幅提高。考虑到中国经济发展所催生的诸多自下而上因素的作用及政府政策鼓励所产生的自上而下的效应，未来这个比重还将进一步增长。按国际通行标准，当人均 GDP 达到 5000 美元时体育产业将会“井喷”，目前中国人均 GDP 达 8000 多美元，但人均体育消费只相当于全球平均水平的十分之一，人均体育消费的水平仍有很大的提升空间。

图 26: 各省、直辖市经常参与体育锻炼的人口占比情况

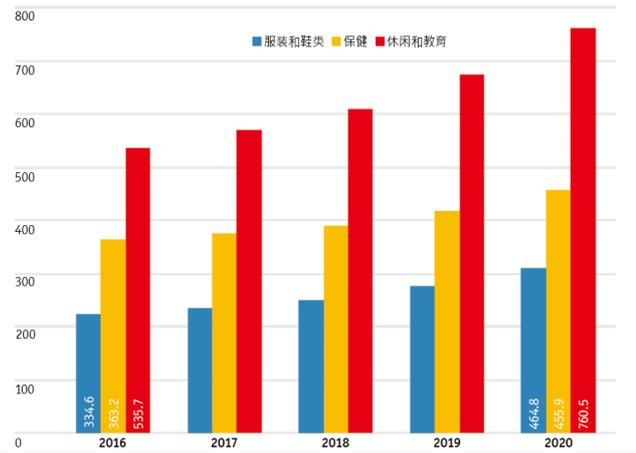


资料来源:《中国群众体育发展报告(2015)》, 经济学人企业网络组织

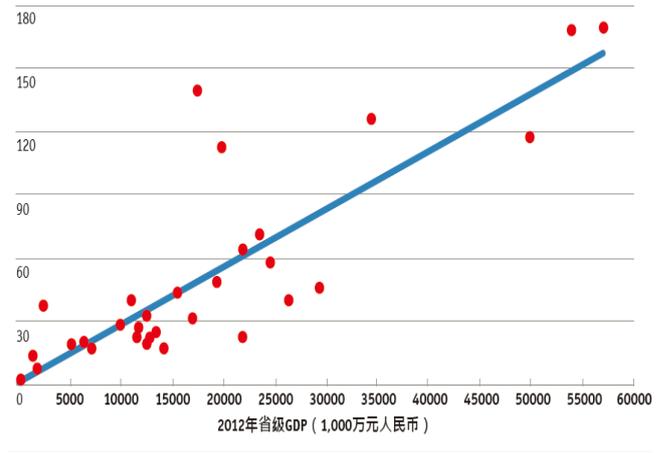
体育消费结构将迈向多元化, 鞋服消费仍占主要比例。根据京东体育的《2016 中国体育消费生态报告》, 从体育消费结构上看, 购买运动服装的人数比例最高, 为 93%, 其他依次为购买体育器材、订阅体育书刊、支付场租以及观看比赛等。而随着中产阶级的崛起, 主力消费群体的消费文化改变, 体育消费的结构将出现多元化的趋势。尽管未来 15 年中, 20 至 39 岁年龄段这一体育健身行业传统核心消费群体人口数量将萎缩约 25%, 但年均个人消费的增长将超过这一降幅几个数量级。2030 年前国内 40 岁以下成年人口都将超过 3 亿, 而其消费力将稳步上升, 到 2020 和 2030 年时中国国内家庭收入中值分别将达到 11000 美元和 29000 美元, 对于高端体育运动、观赛休闲娱乐、体育旅游等方面的消费将超过传统鞋服。并且, 随着老年人口的增长, 工龄人口的薪资增幅将会扩大。除自身消费支出外, 高收入劳动力还会担负起赡养老人、抚养子女的责任, 对健康、健身和休闲娱乐的支出也会增加。

图 27: 未来中国健身和休闲娱乐的支出将大幅增长

图 28: 省市经济水平与体育赛事数量呈正向关系



数据来源: 经济学人智库



资料来源: 经济学人智库

2.2.3. 校园体育+大赛刺激, 体育用品行业快速发展可期

校园体育已成为国家体育事业发展的重要环节, 体育用品行业受益最为明显。早在 2007 年国务院就曾出台《中共中央国务院关于加强青少年体育增强青少年体质的意见》, 其中提出了对于“加强学校体育设施建设”和“加强体育安全管理, 指导青少年科学锻炼”的要求。2016 年国务院又出台《国务院办公厅关于强化学校体育促进学生身心健康全面发展的意见》, 指出“到 2020 年, 学校体育办学条件总体达到国家标准, 体育课时和锻炼时间切实保证, 教学、训练与竞赛体系基本完备, 体育教学质量明显提高; 学生体育锻炼习惯基本养成, 运动技能和体质健康水平明显提升”; 伴随着未来在校学生规模的扩大, 青少年体育用品需求扩张, 更多的批量采购订单形成, 体育用品市场规模也将相应快速增长。

图 29: 学生积极参与校园体育活动



数据来源: 腾讯体育

图 30: 国内校园体育设施不断完善



资料来源: 新浪体育

国际赛事密集举办, 体育联赛不断成熟, 提振运动鞋服行业需求。目前我国已经成功举办多项国际性体育赛事, 每次新赛事的举办都会对我国体育用品行业发展产生刺激。2008 年北京奥运会催生了体育用品行业的“黄金十年”。在全民体育的背景下, 2022 年的北京冬奥会和杭州亚运会, 必然会推动体育用品行业的发展。同时 CBA、中超等体育联赛制度日趋完善, 渗透率逐渐提高, 体育联赛获得了前所未有的关注。2014 年

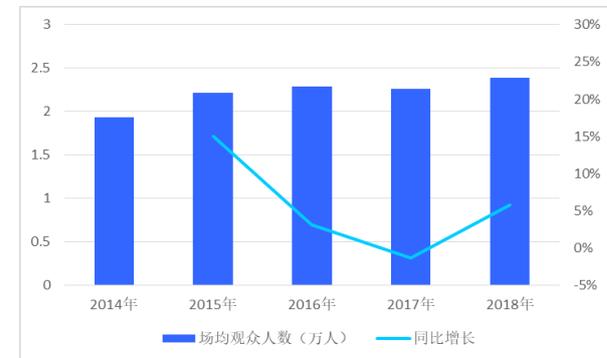
至 2018 年，中超联赛场均观众人数由 1.93 万人上升到 2.39 万人。特别是 2015 年，广州恒大淘宝俱乐部夺得亚冠冠军，当年中超控股营业收入创纪录地达到 74.18 亿元。联赛的不断完善促进了其周边产业的发展，随着中国足球、篮球运动成绩的提高，体育用品行业迎来巨大商机。

图 31: 2008 年以来我国举办的国际赛事

赛事名称	举办地	举办时间
第 29 届夏季奥林匹克运动会	北京	2008.08
第 16 届亚洲运动会	广州	2010.11
第 2 届夏季青年奥林匹克运动会	南京	2014.08
第 15 届世界田径锦标赛	北京	2015.08
第 24 届冬季奥林匹克运动会	北京	2022.02
第 19 届亚洲运动会	杭州	2022

数据来源: 国家体育总局, 国泰君安证券研究

图 32: 中超联赛观赛人数逐年增长



资料来源: 中国产业信息网, 国泰君安证券研究

2.3. 国外体育用品对标: Nike、adidas、VF 世界领先品牌

国外体育用品生产企业均拥有悠久的历史与深厚的品牌沉淀，知名公司如美国的耐克 (Nike)、VF (Vanity Fair) 和德国的阿迪达斯 (adidas) 均拥有 40 年以上体育用品行业经营经验。三者均专注于高端运动鞋服及配件的研发生产，通过对顶级赛事的长期服务建立品牌认知度，并对技术与质量精益求精，在品牌成熟之后适时进行业务延伸，成为世界体育用品行业的寡头。

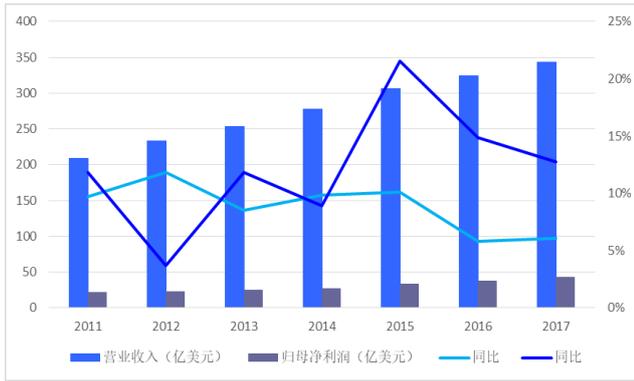
图 33: Nike、adidas、VF 均为世界顶级体育用品供应商



资料来源: 耐克、阿迪达斯、Vans 官方网站

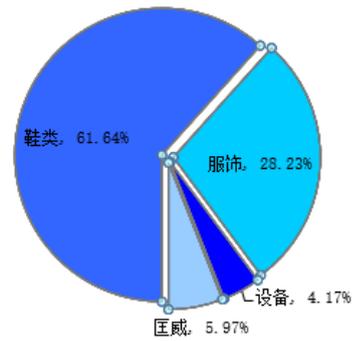
全球最大的运动鞋和服装销售商耐克 (Nike) 于 1967 年在美国俄亥俄州成立，其主要业务活动是运动鞋，服装，设备，配件以及服务的设计，开发，全球营销和销售。目前公司业务涉及户外、跑步、综训、篮球、足球等多个领域，拥有赫尔利 (Hurley)、匡威 (Converse)、乔丹 (Jordan) 三个子品牌。2017 财年耐克业绩继续维持强劲势头，其全球营业收入高达 343.5 亿美元，同比增长 6.10%；归母净利润高达 42.4 亿美元，同比增长 12.77%。在 2017 年的销售收入中，鞋类收入占到了 61.64%，在公司业务中占据绝对优势。在公司海外细分市场中，北美市场相对份额最高，占比达 54%；大中华区相对份额位居第三，占比达 15%。

图 34: 2011—2017 年 Nike 经营业绩持续增长



数据来源: Nike 财务报表, 国泰君安证券研究

图 35: 2017 年销售收入中鞋类占据绝对优势



资料来源: Nike 财务报表, 国泰君安证券研究

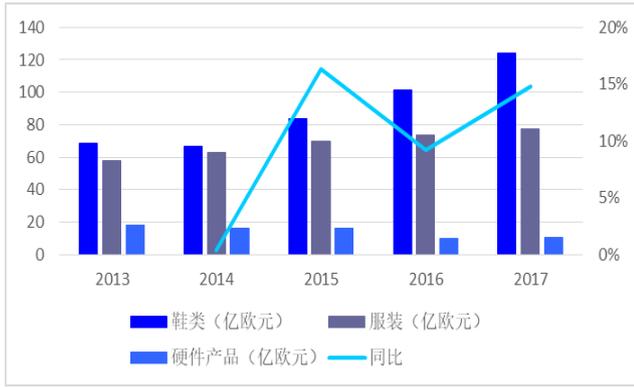
表 4: Nike 旗下部分品牌一览

品牌名称	Logo	成立时间	主要产品及特点	产品展示
Nike (耐克)		1972 年	主要业务活动是运动鞋, 服装, 设备, 配件以及服务的设计, 开发, 全球营销和销售, 涉及户外、跑步、综训、篮球、足球等多个领域	
Nike Golf (耐克高尔夫)		2016 年	高尔夫运动产品, 主要经营与高尔夫运动相关的服装、鞋帽等产品	
Jordan (乔丹)		1985 年	篮球运动产品, 主要包括乔丹冠名的篮球鞋, 运动服等	
Converse (匡威)		2002 年	休闲运动鞋品牌, 主要经营帆布鞋、滑板运动鞋等产品	
Hurley (赫尔利)		2003 年	户外运动品牌, 主要产品涉及冲浪、潜水等水上运动及休闲运动装	

资料来源: 耐克官网, 国泰君安证券研究

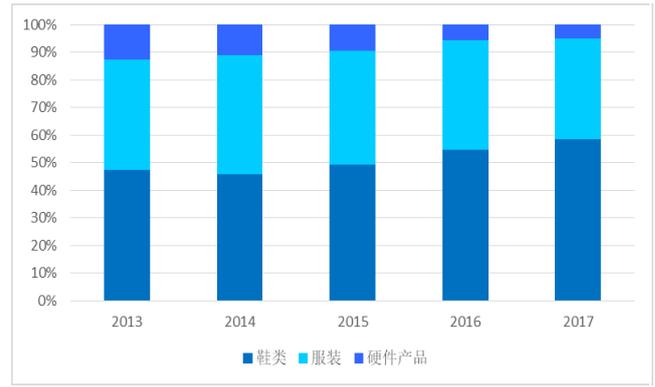
全球第二大的运动鞋和服装销售商阿迪达斯 (adidas) 创办于 1949 年, 是德国运动用品制造商阿迪达斯 AG 成员公司。阿迪达斯致力于设计, 开发, 生产和销售一系列竞技与运动产品。公司拥有超过 2800 家自有零售店, 超过 12,000 个单品牌专营店, 超过 12 万个批发门和 50 多个电子商务网站。2017 财年阿迪达斯全球营业收入高达 212 亿欧元, 同比增长 10%; 归母净利润高达 11.73 亿欧元, 同比增长 15%。近几年阿迪达斯加快鞋类研发销售, 鞋类产品收入在产品总收入中的比重越来越大。与耐克不同的是, 阿迪达斯在北美、西欧和大中华区业务发展较为均衡, 三个地区营业收入占比差异较小。

图 36: 2013—2017 年 adidas 经营业绩持续增长



数据来源: adidas 财务报表, 国泰君安证券研究

图 37: 2014—2017 年鞋类收入占比不断提高



资料来源: adidas 财务报表, 国泰君安证券研究

表 5: adidas 旗下部分品牌一览

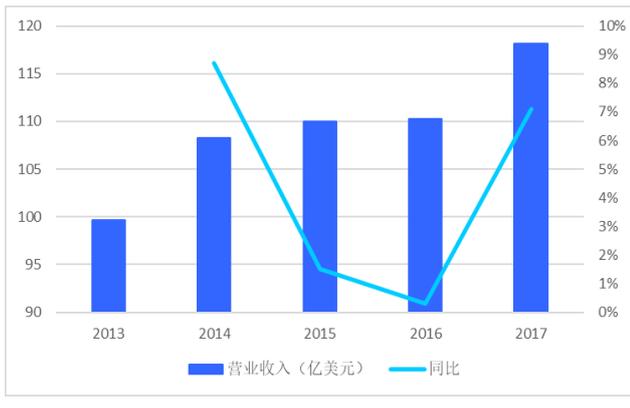
品牌名称	Logo	成立时间	主要产品及特点	产品展示
Adidas Sport		1949 年	专注于竞技体育, 为专业运动爱好者提供高功能性的运动用品	
Adidas Originals		1972 年	推崇原创精神, 是一个面向所有人, 从原创中汲取灵感的街头时尚品牌	
Adidas NEO		2011 年	以年轻人为主要客户群体, 遵循当今主要流行趋势, 提供贴近生活的各种运动休闲服饰产品	

资料来源: 阿迪达斯官网, 国泰君安证券研究

VF 集团成立于 1899 年, 是世界上最大的服装, 鞋类和配件公司之一。与安踏目前的发展路径类似, VF 也是通过不断并购拓展自己的产品矩阵, 目前已经拥有休闲、运动等 30 多个世界知名品牌, 涉入到体育用品各细分领域。旗下的 Vans、Lee 等品牌均为行业内翘楚, 拥有极高的美誉度和极强的竞争优势。由于公司得当的并购策略和 Vans、Lee 等品牌的高速增长, 近年来 VF 集团的营业收入及毛利率呈现上升趋势。2017 年 VF 集团营业收入达 118.1 亿美元, 同比增长 7.1%; 毛利率为 50.5%, 同比增长 2.4%, 公司展现出强劲的发展势头

图 38: 合理的并购与 Vans 的增长拉动收入增长

图 39: VF 一直进行积极的外延并购



数据来源: VF 财务报表, 国泰君安证券研究

并购时间	并购品牌
1969	Berkshire、Lee
1984	Bassett-Walker
1986	Blue Bell
1991	Healthtex
1998	Bestform
2000-2009	Eastpak、Chic、H.I.S、Gitano、The North Face、Nautica、Vans 等
2010 以后	Timberland、Williamson-Dickie

资料来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

表 6: VF 旗下部分品牌一览

品牌名称	Logo	成立时间	主要产品及特点	产品展示
Columbia		1938	户外夹克、多功能裤、T 恤、恤衫、背包及户外运动鞋等全天候户外服饰	
TheNorthFace		1966	致力于为户外运动员的每一次严酷探险提供专业装备	
Vans		1966	主要客户群体为青年, 将鞋与街头文化相结合, 打造适合年轻人的帆布鞋、板鞋等产品	
Lee		1889	高端牛仔服装品牌, 力图在实用性和外观上做到极致	
DICKIES		1922	休闲服装知名品牌, 主要涉及裤子、衬衫、牛仔裤等产品	
TERRA		1971	硬汉风格的靴子和鞋子, 具有大气舒适、坚固耐用等特点	

资料来源: VF 公司官网, 国泰君安证券研究

2.4. 国内运动用品对标: 李宁、特步, 积极探索、重装起航

后奥运时代, 体育用品行业由于生产过剩和库存积压爆发危机, 国内体

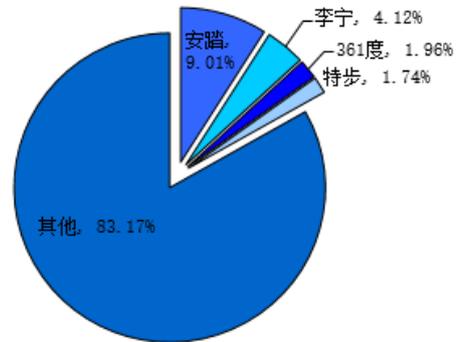
体育用品供应商采取不同的对策进行应对。安踏通过“零售管理”、“多品牌运营”等策略逐渐走出困境，而李宁、特步均通过缩减生产规模，减少门店数量以维持正常的运营，国内体育用品行业格局发生改变。目前安踏、李宁、361度、特步为国内运动鞋服市场前四名，行业集中度较低。

图 40: 2011 年零售困境下各公司渠道整体收缩

品牌	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
李宁 (个)	8255	6434	4989	5626
安踏 (个)	9517	9208	9054	9369
特步 (个)	7914	7638	7388	7347
361 度 (个)	9022	9672	9157	9461

数据来源: 中国产业信息网, 国泰君安证券研究

图 41: 我国体育用品行业集中度仍有很大提升空间



资料来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

李宁为中国领先的体育品牌企业之一，由家喻户晓的“体操王子”李宁先生在 1990 年创办。公司拥有品牌营销、研发、设计、制造、经销及零售能力，产品主要包括自有李宁品牌生产的运动及休闲鞋类、服装、器材和配件产品，目前公司拥有李宁、李宁 Young、LNG、红双喜、DANSKIN、AIGLE 等多个国内外知名品牌。在 2011 年之前，公司为中国最大的体育用品供应商，2011 年被安踏超越之后位居第二。从公司 28 年的历史来看，其发展历程可以分解为崛起、没落和复兴三个阶段。

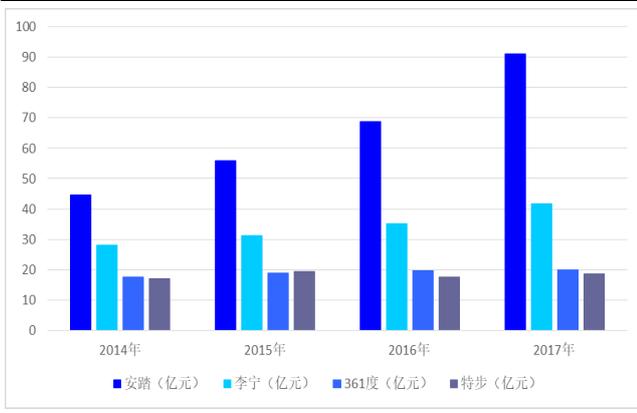
表 7: 李宁集团发展过程可以分为三个阶段

阶段	时间段	发展特征	发展原因
崛起	1990-2010	渠道扩张加剧 营业收入高速提升 市占率国内首位 净利润位居前列	抢占新兴市场先机: 上世纪 90 年代, 我国服装行业快速发展, 体育产业由计划经济转向市场经济, 受中国重回奥运的影响, 鞋服市场需求量增大, 李宁借此机会抢占市场, 加速扩张。 李宁代言: 李宁号称“中国体操王子”, 个人荣誉无数, 在中国家喻户晓, 代言自有品牌迅速提升品牌知名度。 赛事赞助: 李宁赞助了 1996、2000、2004 三届奥运会, 同时与中国体操队、乒乓球队等多支金牌梦之队签约 借助行业上升势头高速增长: 中国申奥成功加速了体育产业的发展, 国内体育产业相关企业迎来上市潮。李宁借行业发展之东风, 2004 年成功在香港上市。
没落	2011-2015	市占率退居第二 迎来“关店潮” 营业收入大幅下滑 资金周转不畅	零售危机: 由于行业粗放式发展导致整体下滑, 李宁库存积压严重, 应收账款周转天数、存货周转天数不断上升, 企业经营面临巨大危机。 竞争加剧: 在国内企业经营困难的情况下, 国外品牌加速从一二线城市向三四线城市的渗透。2011 年国外品牌的市占率首次超过国内品牌。 定位偏差: 为了吸引年轻消费者进行品牌重塑, 修改 Logo 和口号, 导致 70、80 后消费者大量流失。
复兴	2015 年至今	资金周转情况改善 存货占用资金下降 利润率不断提升	转型成功: 创始人李宁再次回归管理层, 公司向“互联网+运动生活体验提供商”转型, 以产品、渠道、零售运营能力为三大支柱, 成功摆脱困境 加强产品创新: 将产品与娱乐结合, 实行多品牌策略满足不同消费者需求

优化渠道: 线上线下全渠道布局, 将店铺分类为综合店和品类店, 加强对经销商的管理和掌控, 渠道效率明显提升

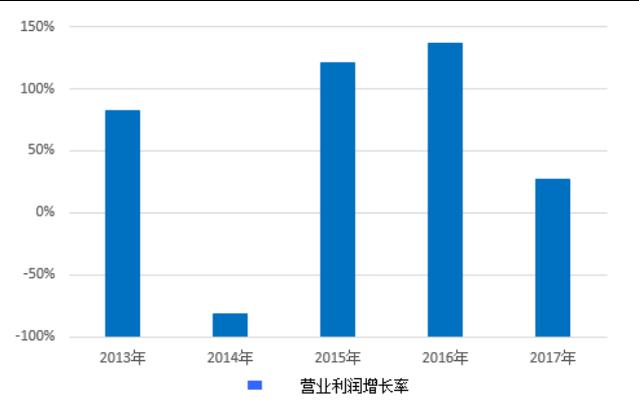
资料来源: 李宁官网, 国泰君安证券研究

图 42: 我国主要运动品牌收入逐年增长



数据来源: 前瞻研究, 国泰君安证券研究

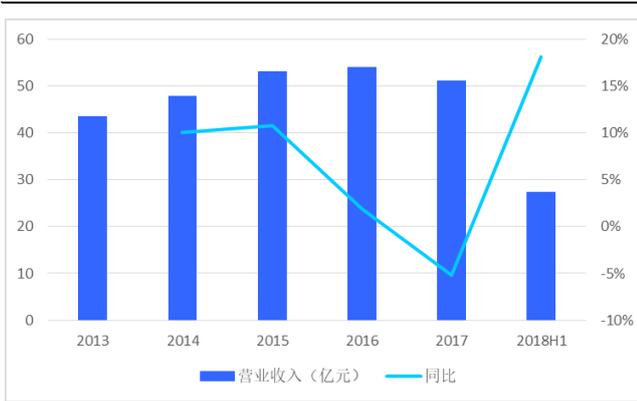
图 43: 2015 年以来李宁经营业绩逐渐复苏



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

特步为中国领先的国内时尚体育用品企业, 专注于体育用品(包括鞋履、服装及配饰产品)的设计、开发及制造。作为中国排名前四的体育用品供应商, 特步正处于转型的阵痛期。值得关注的是, 由于盈利下滑严重, 销售表现不佳, 特步为了扩大销量而对经销商赊销政策进行调整。2018年上半年, 特步应收账款周转天数由 42 天上升至 141 天。但随着经营策略的调整, 2018年上半年, 公司实现营业收入 27.29 亿元, 同增 18.1%; 实现归母净利润 3.75 亿元, 同增 20.9%, 其营业收入增速超过市场预期。同时高层增持股份向外传递坚定信心, 特步已呈现出复苏迹象。

图 44: 2018 年上半年营业收入恢复两位数增长



数据来源: 特步公司财报, 国泰君安证券研究

图 45: 2018 年上半年净利润恢复正增长



资料来源: 特步公司财报, 国泰君安证券研究

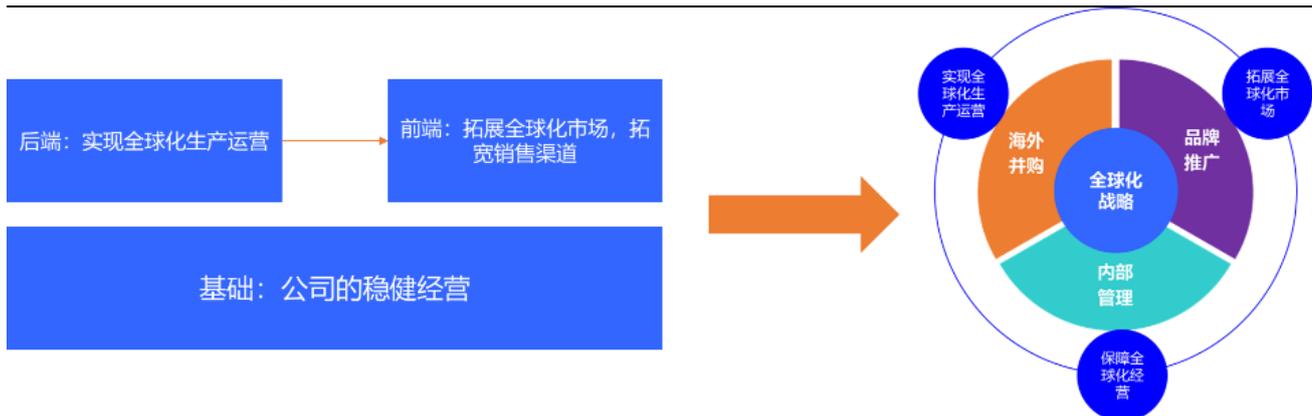
3. 国际化步伐加速, 有望晋升全球体育服饰龙头

公司作为中国体育用品行业的龙头, 贯彻“单聚焦、多品牌、全渠道”的经营方针, 力图从国内知名体育用品生产商转型为国际级顶尖体育用品供应商。公司有望依托长久积累的多品牌运营经验以及体育资源优势, 以运动鞋服的研发生产为核心, 在外延并购、品牌推广和内部精细化管理三方面全方位推进, 进而成为全球体育服饰龙头。

- **外延并购：** 公司将以多品牌经营为导向，根据公司战略选择合适的收购对象，拓展自身业务版图，并且借助海外品牌的知名度和国际化运营的经验，推动公司全球布局的进程。
- **品牌推广：** 公司将继续与其代言人克莱·汤普森合作，进行一系列的营销活动，提升品牌知名度；同时将大力支持中国冰雪产业的发展，赞助相关赛事、签约体育代表队，借助国际赛事提升品牌价值。
- **内部精细化管理：** 公司将继续推进零售管理和供应链管理的改革，以提升门店效率，加强产品研发及质量控制作为管理目标，保证公司的健康发展。

在公司三方面的布局中，外延并购实现了公司生产的多样化、业务的完整化和管理的全球化；品牌推广提升了公司在中国以及世界的知名度，扩展了销售市场，提升了产品需求；内部精细化管理保证了公司在全球扩张的过程中及经济周期波动中依旧能够稳健经营。我们认为，中国作为人口大国、体育大国和制造大国，随着体育消费意识的不断增长，必将涌现国际级大型体育用品品牌，安踏具备最大的潜力。

图 46：围绕国际化战略三方面布局有机结合



资料来源：国泰君安证券研究

3.1. 并购海外潜力企业，建立业务完整版图

公司通过外延并购，形成多品类、多层次的产品矩阵，若收购 Amer Sports 将进一步加快国际化步伐。运动鞋服的品牌定位与形象打造需要长久的积累，因而新创品牌拓展新市场、新品类的成本较高。因此公司不断进行收购成熟品牌，利用海外品牌成熟的国际市场和丰富的国际化运营经验，完善产品矩阵、拓展全球经营版图。自 2009 年公司收购 FILA 开始，截止 2018 年公司已经收购了 Descente、Sprandi、Kingkow、Kolon Sport 等多个国际知名品牌，将自己的业务范围拓展到户外、童装等多个细分领域的高端市场，大量的收购背后反映了公司贯彻多品牌战略和进行全球化运营的决心。在 2018 年之前，公司收购范围仅限于国际知名品牌大中华区的业务。而近期公司宣布收购亚玛芬体育 (Amer Sports)，则是将收购范围拓展到了国际知名公司所有品牌的全球业务。瞄准新兴行业，切入新兴市场，进行国际扩张，公司未来的品牌竞争力和国际影响力将不断加强，产品矩阵将进一步完善。

图 47: 2009 年开始, 公司多次收购国际知名品牌

收购品牌	收购时间
FILA (斐乐)	2009 年
Sprandi (斯潘迪)	2015 年
DESCENTE (迪桑特)	2016 年
KOLON SPORT (可隆)	2017 年
Kingkow (小笑牛)	2017 年
Amer Sports (亚玛芬)	目前进行中

数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 48: 公司逐渐形成全球化的运营体系



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3.2. 品牌效应强者恒强, 体育营销扩大竞争优势

多年的营销运营, 使公司积累的巨大的品牌优势。在体育用品行业中, 品牌影响力是体育赛事组织、个人等行业下游消费者主要考虑的因素之一, 直接决定了产品的销售情况。从 1999 年签约奥运冠军孔令辉开始, 公司一直重金投入品牌管理与营销。一方面, 公司利用明星代言品牌营销模式, 增强品牌的知名度; 另一方面, 公司大力赞助体育赛事。公司常年赞助中国男子篮球职业联赛 (CBA)、全国排球联赛、全国大学生篮球联赛 (CUBA) 等, 被誉为“中国联赛发动机”。同时公司连续两次成为中国奥委会合作伙伴, 而在 2017 年公司又签约成为北京 2022 冬奥会和冬残奥会官方体育服装合作伙伴。

图 49: 公司是中国奥运代表团长期合作伙伴



资料来源: 公司官网

表 8: 公司多年来执行“明星+广告”的营销策略, 大力赞助赛事、支持国家队

营销策略	品牌名称	签约明星
明星代言	安踏	克莱·汤普森、张继科、曼尼·帕奎奥、张俪、陈盆滨、邹市明
	FILA	陈坤、高圆圆、王源
	Sprandi	王子文
	DESCENTE	吴彦祖
	KOLON Sport	汤唯、宋仲基

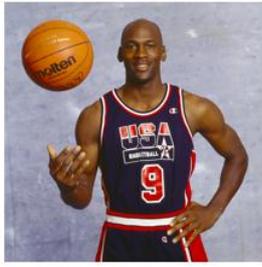
营销策略	赞助赛事名称
赞助赛事	2022 北京冬奥会官方合作伙伴
	2018 平昌冬奥会中国体育代表团合作伙伴
	2018 雅加达亚运会中国体育代表团合作伙伴
	2020 东京奥运会中国体育代表团合作伙伴
	2022 北京冬奥会中国体育代表团合作伙伴
	2022 杭州亚运会中国体育代表团合作伙伴
	2024 巴黎奥运会中国体育代表团合作伙伴
	WCBA 联赛 (中国女子篮球联赛)
	AUBA (安踏大学生篮球联赛)

营销策略	赞助国家队名称
赞助国家队	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、中国单板滑雪平行大回转队、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

资料来源: 虎扑体育、公司官网, 国泰君安证券研究

签约克莱-汤普森使得安踏品牌影响力大幅提升, 并打入美国市场。明星代言是体育营销的关键部分, 直接决定了营销策略的成功与否。耐克签约迈克尔-乔丹以及 UA 签约斯蒂芬-库里使得两家品牌快速腾飞。而公司选择签约处在上升期的克莱·汤普森, 利用汤普森在球场上的影响力增加品牌价值, 取得了巨大的成功。安踏已经将汤普森的系列签名鞋推进到了第 4 代 KT4, 还包括了以汤普森爱犬为名的 KT3-Rocco 以及与漫威联名的 KT3 黑豹篮球鞋。以汤普森和爱犬为设计元素的 KT 系列球鞋 KT3-Rocco 于三月份在旧金山 Nice Kicks 鞋店限量发布, 每双售价 159.99 美元, 总共 200 双, 引起了美国鞋迷的排队抢购。公司已以 10 年 8000 万美金与汤普森续约, 按照 NBA 球星平均 30 岁的巅峰期来看, 汤普森未来几年状态不断上升, 会给公司带来进一步的超额收益。

图 50: 安踏签约汤普森有望复制耐克签约乔丹及 UA 签约库里的成功



1984年耐克签约迈克尔-乔丹，发布Air Jordan系列篮球鞋，第一年销售额2亿美金。耐克取代阿迪达斯成为篮球鞋领域霸主。



2013年UA签约斯蒂芬-库里，次年球鞋销量上涨了754%，一跃成为在美国市场上仅次于耐克的第二大球鞋生产商。



2015年安踏签约克莱-汤普森，2017年签名鞋销量即超过100万双。安踏全年营收从15年的111亿元跃升至17年的达166亿。

资料来源：虎扑体育，国泰君安证券研究

图 51：公司在签约克莱·汤普森后，明星营销效果显著，对球鞋销售拉动作用巨大



资料来源：公司官网

3.3. 零售管理+研发升级，巩固行业领先地位

公司秉承内部精细化管理，重点强化零售管理和产品研发，形成了企业进行全球扩张的基石。安踏已成功从品牌批发型公司成功转型为品牌零售型公司，将产品服务链延伸至消费者端。公司通过在全国各个门店推行ERP（企业资源规划）系统，掌控每个网点的实时销售情况。同时，为了能对市场需求快速反应，还进行了销售运营的扁平化改革，取消过去层层管理的大区、分区经理、经销商、加盟商等，直接设立销售营运部。并以销定产+灵活供应链配合经销商补单，严格控制终端库存。最新亮相的第八代门店完成进店、逛、选、试、结的完整闭环。安踏还与阿里巴巴合作进行智慧门店改造，目前已完成近700家店铺。

图 52：安踏零售改革提升管理效率

图 53：安踏全新八代店极大提升购物体验

供应商	厂家	零售门店	消费者
<ul style="list-style-type: none"> • 供应商打分制 • 供应商奖励制度 • 考量供应商产品类型、价格、公司规模等方面 	<ul style="list-style-type: none"> • 推行产品差异化 • 加强产品研发 • 推出新产品 • 实行质量控制和产品召回制度 	<ul style="list-style-type: none"> • 不断改进零售门店效 • 加强在中国的零售分销网络 • 推出公司第八代门店 	<ul style="list-style-type: none"> • 进行体育营销提升品牌知名度 • 追求产品定制化 • 提升消费者的购买体验

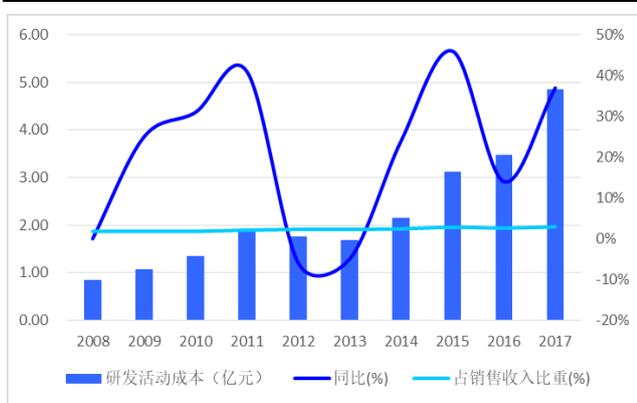
数据来源：公司官网，国泰君安证券研究



资料来源：公司官网

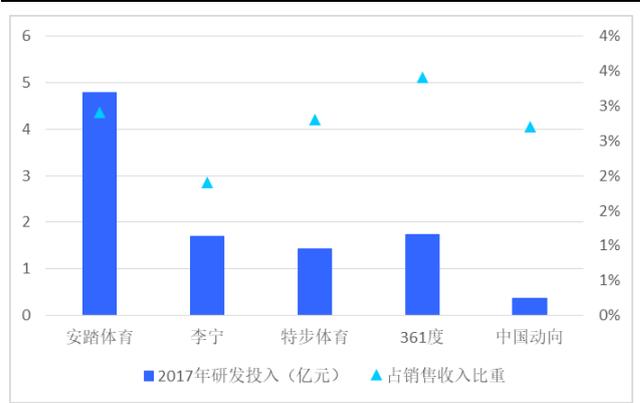
研发投入不断加大，重金聘请名牌设计师提升产品设计感与功能性。公司在 2018 年上半年研发活动成本占销售成本的 6.2%，且近年来研发投入不断加大，居于国内运动鞋服品牌首位。根据国家专利局数据显示，安踏专利数量 876 项，远高于国内同行业竞争对手水平(300-400 项左右)。2016 年初公司重金聘请前阿迪达斯高级设计总监罗比·富勒 (Robbie Fuller)，大幅提升安踏的研发设计水平。在罗比·富勒到来之后，KT 系列便发生了天翻地覆的变化，从 1 代系列始祖的平平无奇，2 代鹰隼后跟的初露峥嵘 (富勒参与了 2 代的改进)，3 代编织材料的彻底颠覆，4 代独家研发的王牌缓震科技 A-Flashform,使得 KT 系列完成了终极进化。

图 54：安踏历年研发投入逐年增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

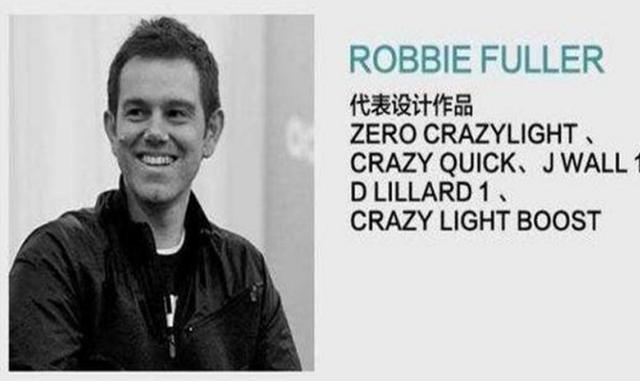
图 55：2017 年安踏研发投入居于国内品牌首位



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 56：公司重金聘请前阿迪首席设计师罗比富勒

图 57：新一代 KT4 球鞋设计前卫



数据来源：公司官网



资料来源：公司官网

4. 与 Amer Sports 天作之合，一举奠定国际龙头地位

9月12日，公司发布公告确认与亚洲私募股权基金方源资本向芬兰体育用品公司 Amer Sports 亚玛芬体育提出价值47亿欧元(约合370亿人民币)的收购要约。纵观世界运动服饰巨头的发展史，Top3企业均多次通过收购扩张版图、完善产品矩阵，如耐克收购匡威、阿迪达斯收购锐步、VF集团并购 Vans 和 Lee 等。我们认为，安踏与 Amer Sports 具有很强的产品互补性与协同效应，若收购成功将奠定安踏国际运动服饰的龙头地位。

图 58：亚玛芬体育致力于提供高质量户外运动及综合训练产品



数据来源：Amer Sports 官网

4.1. 多个细分领域王者，品牌与技术优势突出

Amer Sports 是世界顶级体育用品集团公司，尤其在户外领域拥有绝对的话语权。Amer Sports 不仅品牌矩阵覆盖全面，并且其子品牌均是各细分领域的高端龙头。Amer Sports 主要品牌包括以网球装备著称的 Wilson 和登山品牌 Salomo、户外装备之王始祖鸟 Arc'teryx，滑雪设备 Atomic，健身品牌 Precor，骑行品牌 Mavic，和棒球棒 Louisville Slugger 等 13 个品牌。Amer Sports 成立于 1950 年，最初从事烟草行业，后陆续进军船运、印刷出版等行业。Amer Sports 自 1974 年收购冰球球棍和保护装备生产商 Koho-Tuote 从而进军体育产业以来，40 多年期间，通过战略收购 20 多家不同运动领域的品牌，并及时剥离表现不佳或不符合战略发展方向的资产，最终坐拥品牌矩阵覆盖网球、越野滑雪、徒步装备及潜水等 10 多项专业运动项目的体育帝国，现分为户外产品、球类

运动及健身器械三大事业部。

表 9: Amer Sports 重点收购品牌

时间	品牌名称	主要产品
2018	Peak Performance	滑雪服饰及相关配件
2017	Armada Skis	滑雪服饰及相关配件
2016	ENVE	自行车装备
2015	Queenax	健身器械
2015	Sports Tracker	运动记录软件
2015	Louisville Slugger	网球运动装备
2011	Nikita	女性滑板服饰
	Salomon, Mavic,	
2005	Bonfire, Arc'teryx, Cliché	运动服饰, 运动器械
2002	Precor	健身器械

资料来源: Amer Sports 官网, 国泰君安证券研究

图 59: Amer Sports 产品矩阵



资料来源: Amer Sports 官网, 国泰君安证券研究

公司最大营收来源为法国冬季户外运动品牌萨洛蒙 (Salomon), 该品牌 1947 年创立于法国, 1998 年与阿迪达斯集团合并后, 于 2005 年被和始祖鸟 (Arc'teryx)、Mavic 共同打包出售给 Amer Sports。旗下鞋类、服饰等产品覆盖多项运动, 价格范围适中, 消费者接受度较高, 近年来销售额稳定小幅上升, 2017 年约占公司销售额 22%。主要竞争对手有哥伦比亚 (Columbia)、亚瑟士 (Asics) 等, 但萨洛蒙在产品定位上专业性更强, 覆盖越野跑、滑雪等中高难度运动项目, 消费者选择标准更注重产品性能和技术表现。

图 60: Salomon S/lab 系列为超轻竞速越野鞋



数据来源: Amer Sports 官网

图 61: Salomon 常年举办越野跑精英训练营

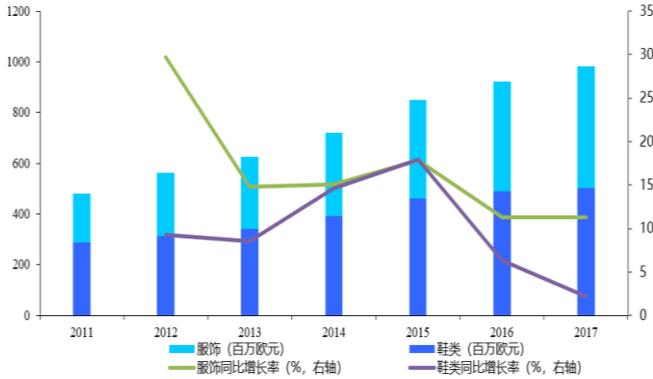


资料来源: Amer Sports 官网

始祖鸟 (Arc'teryx) 加拿大的顶级户外运动服饰品牌, 号称“户外领域的爱马仕”。自 2005 年被 Adidas 打包出售给 Amer Sports 以来业绩表现出色, 在服饰和鞋类分类 (包括 Salomon 和 Arc'teryx) 下, 总销售额持续上升, 且服饰类净销售额始终保持两位数的增长趋势, 主要得益于始祖鸟的市场扩张和直面消费者业务的销售额提升。始祖鸟主打冲锋衣系列, 并严格地根据功能特性划分产品线, 军用级别的产品性能和高昂的价格使备受户外爱好者推崇。始祖鸟并没有做花哨的营销和品牌故事, 但以其绝对的技术优势取胜。研发团队 30 年来对工艺细节永无止

尽的追求, 不断迭代产品, 从一条“防水拉链”的进化中就可见一斑, 并推动了行业创新。在功能性上追求极致, 也成就了品牌本身的极致。

图 62: 始祖鸟持续贡献服饰类净销售额两位数增长



数据来源: Amer Sports 官网, 国泰君安证券研究

图 63: 始祖鸟冲锋衣系列代表行业最高标准



数据来源: Amer Sports

图 64: 始祖鸟的冲锋衣功能性强, 品牌追求技术极致, 被誉为“户外界的爱马仕”

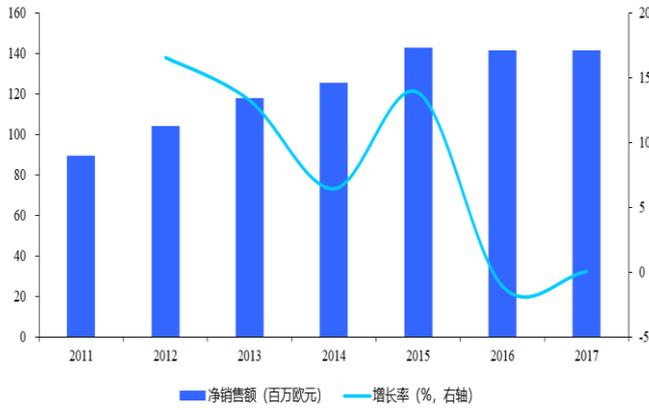


资料来源: 新浪体育

运动器械分类下, 颂拓 (Suunto) 拥有超过 80 年的历史, 是登山、徒步、定向等领域世界领先的户外和潜水手表设计制造商。颂拓 1936 年创立于芬兰, 于 1999 年被 Amer Sports 收购。主要竞争对手为卡西欧 (CASIO) 与佳明 (Garmin), 所占户外运动手表市场份额较小, 2017 年 1.42 亿美元的营业收入远低于佳明的 14.61 亿美元, 但其产品因高精度的光电心率和智能续航特性深受运动爱好者追捧, 消费者忠诚度较高。2016 年受新品发布延期影响净销售额有所下降, 但 2017 年新系列 Spartan 表现强劲且亚太地区电子商务持续发力, 净销售额有所回升。

图 65: Suunto2017 年净销售额缓慢回升

图 66: Suunto 运动表是专业登山爱好者的首选



数据来源: Amer Sports 公司官网, 国泰君安证券研究

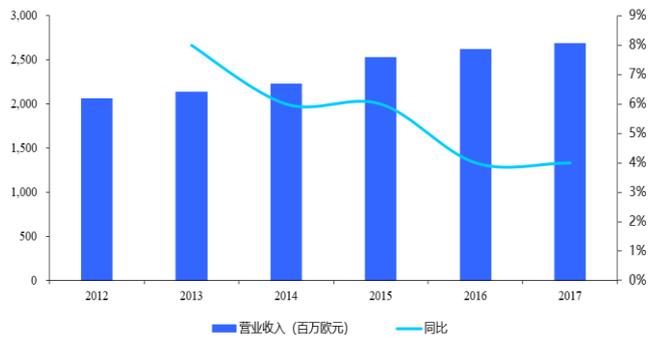


资料来源: Amer Sports 公司官网

4.2. 营收总体增速放缓, 线上业绩表现亮眼

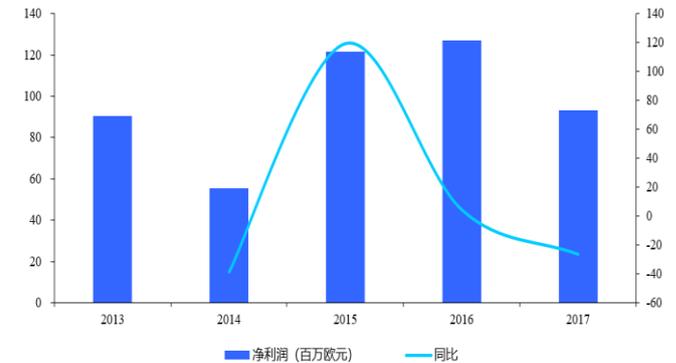
Amer Sports 近年来营业收入增速放缓, 净利润波动较大。2017 年, Amer Sports 实现营业收入 26.85 亿欧元, 其中户外运动产品营收占比达 62.23%, 球类产品营收占比达 24.32%, 仍是主要收入来源。其中运动服饰类产品销售额增速为 7%, 高于 Amer Sports 平均水平。近年来总体营业收入增速逐渐放缓, 2017 年由于受无形资产剥离的影响, 出现了 4670 万元的非经常性损失, 导致净利润波动较大, 2018 年上半年由于北美区市场复苏和亚太地区持续的强劲, 业绩有所复苏。目前, Amer Sports 拥有 3 个事业部, 分别是户外产品事业部、球类事业部以及健身产品事业部。从利润贡献来看, 户外产品事业部是现金奶牛, 大约占了近 80%。

图 67: 2012-2017 年 Amer Sports 营业收入增速放缓



数据来源: Amer Sports 年报, 国泰君安证券研究

图 68: 2013-2017 年 Amer Sports 净利润波动较大



数据来源: Amer Sports 年报, 国泰君安证券研究

图 69: 户外运动、球类产品贡献大比例营业收入

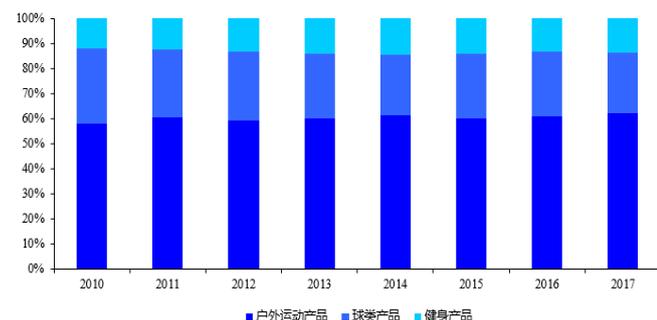
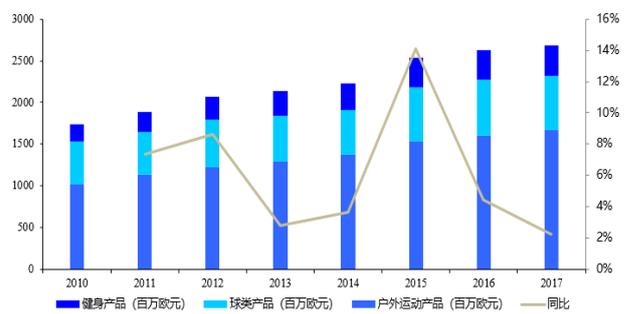


图 70: 三大产品事业部营业收入稳步上升

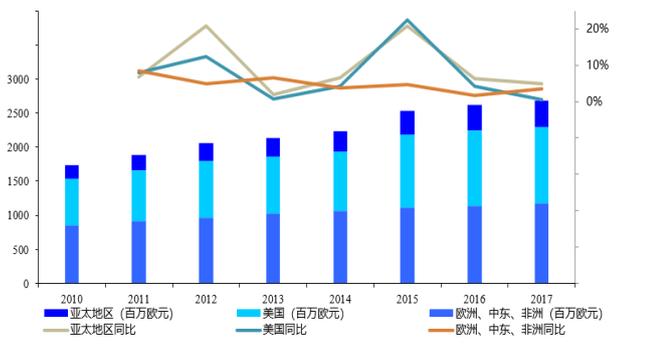


数据来源: Amer Sports 年报, 国泰君安证券研究

数据来源: Amer Sports 年报, 国泰君安证券研究

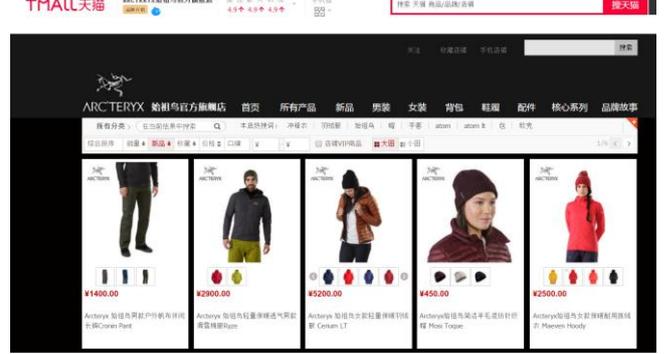
Amer Sports 利用数字化营销, 整合线上线下零售渠道, 致力于为消费者提供个性化、无缝式的消费体验。2017 年 Amer Sports 直面消费者渠道总销售额增长 25%, 其中电子商务增长 37%, 线下零售业务增长 19%, 同店销售额增长 7%。截至 2017 年年底, Amer Sports 共有 86 家线上店铺, 同比增长 25%, 并在欧洲、中东和非洲地区新开设了 Mavic 电子商店以及对 Suunto 版图进行扩张。零售品牌旗舰店共有 288 个, 遍布全球 34 个国家, 地理分布较为均匀, 欧洲、亚太和美洲地区各占三分之一。按区域划分, 近两年净销售额总体增速都大幅减缓, 美国地区由于整体市场低迷, 总销售额基本保持不变, 而亚太地区尽管现有体量较小, 但确是销售额增量的主要贡献区域, 尤其在中国, 2017 年总销售额增长 15%。考虑到中国庞大的市场潜力, Amer Sports 将中国区域作为未来零售发展的重点, 筹备利用数字化战略从头学起运营电子商务, 提升线下个性化、互动式消费体验, 从而与消费者保持密切联系。

图 71: 各地区净销售额增速放缓



数据来源: Amer Sports 公司年报, 国泰君安证券研究

图 72: 始祖鸟已开设天猫旗舰店



资料来源: 天猫

4.3. 产品矩阵、供应链、销售渠道天然适配, 协同性值得期待

4.3.1. 打开全球化战略突破口, 品牌矩阵进一步完善

收购 Amer Sports 与安踏国际化战略高度契合, 并为进军欧美高端运动鞋服市场奠定良好的运营经验、渠道营销基础。Amer Sports 多年来深耕欧洲、北美市场, 同时拥有遍布世界的专业顶尖运动品牌, 各子品牌均相对独立稳健, 运营团队管理经验丰富, 营销渠道遍布全球。短期来看, Amer Sports 能够帮助安踏打理缺乏经验的海外市场, 如协助 Sprandi 持续发力欧洲市场, 保障业务平稳运营; 从长期来看, 安踏“曲线救国”实现全球化愿景, 并一举习得例如始祖鸟军用级压胶工艺等大量高端研发、专利技术, 有利于突破品牌增长天花板。

图 73: 2017 年 Amer Sports 分公司、员工遍布全球



资料来源: Amer Sports 公司年报

安踏与 Amer Sports 在产品价格、产品品类、产品区域方面天然匹配, 双方的结合能最大化彼此的优势。价格方面, Amer Sports 子品牌定位多偏向于专业和高端, 旗下高端滑雪和户外事业部对安踏现有品牌是一个强有力的补充, 其次主力品牌始祖鸟、萨洛蒙、颂拓等价位多在千元至万元级别, 与安踏在消费者价格段同样形成互补。产品品类方面, Amer Sports 精于户外与球类, 冬季运动装备、自行车、运动仪表的户外运动产品占总营收的 60%。而安踏主打运动休闲, 两者在品类上完美互补。产品区域方面, 2018 中报数据显示, 欧洲和北美市场为 Amer Sports 贡献了 83.9% 的营收, 但欧美市场增速放缓, 亟待开拓亚洲市场。而安踏则拥有对亚洲市场很强的话语权。由于运动休闲类产品具有一定的行业周期, 产品矩阵多样化有助于抵抗行业波动, 而高端品牌针对的消费人群又能够抵抗未来经济下滑的压力, 不减追求健康运动的热情。此外, Amer Sports 一向以专业性、科技感广受行业推崇, 两者合并有利于进一步丰富安踏的品牌文化内涵, 提升在消费者心目中的形象, 从国内竞争品牌中脱颖而出, 正式对战国际市场。

图 74: Amer Sports 的品牌在价格区间上与安踏完全错开



资料来源: Amer Sports 公司年报, 安踏年报, 国泰君安证券研究

图 75: 安踏与 Amer Sports 的结合将使产品矩阵进一步完善, 覆盖高端与大众、运动休闲与专业冰雪户外

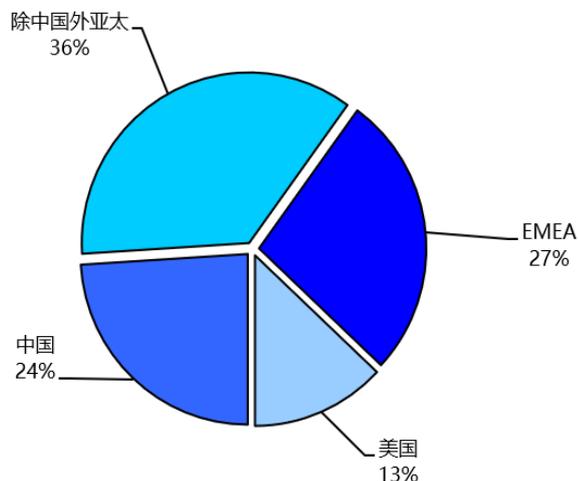


资料来源: 新浪体育, 国泰君安证券研究

4.3.2. 供应链、零售渠道多端协同, 国内市场更上一层楼

Amer Sports 以 B2C 业务与中国市场为两大战略目标, 安踏强大的供应链体系可能成为最初发力点。Amer Sports 由于品牌体系较为分散, 供应链整合度较低, 尤其对营收贡献最大品牌之一的始祖鸟来说, 近年来由于原材料价格变动较大且工艺要求复杂, 年订单量又较小, 生产成本、交货周期等难以把控。而 Amer Sports 包括中国在内的亚太地区供应链采购占比达到 60%以上, 主要生产鞋服及球类用具, 与安踏的供应商分布较为契合。如果收购后安踏能够整合同为生产鞋服的 Fila、Descente、Arc'teryx 与 Salomon 的供应链体系, 共享供应商资源, 对双方来说都能够改善议价能力, 提升货物周转时间, 共享高科技工艺技术。与此同时, 此前在售后服务管理方面 Amer Sports 旗下品牌普遍较为低效, 如颂拓手表的维修需要寄往国外完成。若安踏并购成功, 则将大幅提升售后服务效率与水平, 优化消费者体验。

图 76: Amer Sports 供应商主要来自亚太地区



资料来源: Amer Sports 公司财报, 国泰君安证券研究

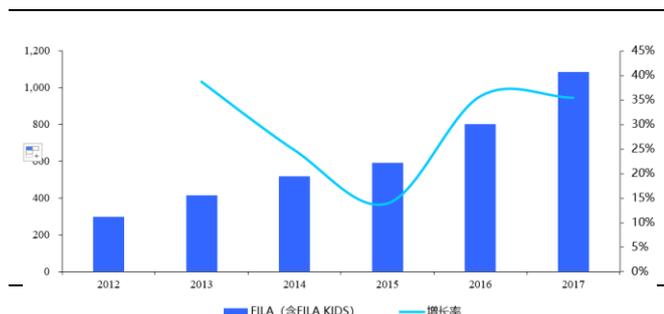
图 77: Amer Sports 旗下品牌在中国地区保修退换普遍较为低效, 影响消费者体验

品牌名称	保修地区范围	保修条件	保修时间	维修内容	维修费用	维修时间	备注
始祖鸟	中国国内	正规渠道购买的发票、收据及其他凭证	1个月内 免费退换货 3个月内 免费更换 1年内 免费保修	维修 清洗	400元/处 400元/件	2-3个月 (不含运输及零配件费用) 7个工作日	国外购买不享受国内质保服务
	国外 (返加拿大原厂维修)	无需购买凭证, 只需确认是鸟的产品	不明确	保修期内配件维修	免费	1-2周	根据户外论坛信息, 国外大部分始祖鸟的产品终身质保, 小配件维修 (如更换拉链等) 返回原厂只需
颂拓	国际统一报修	购买凭证	产品和潜水传送器 2年 配件 (充电器、可充电电池、腕带等) 1年	价位在50-1000元不等 (普通电池更换50, 远征系列表带更换 700)	普通问题 3-5个工作日内 手表更换及国外维修 1个月左右		
Salomon	天猫、京东中国网店	购买凭证	退换 3个月	未查询到官方报价	未查询到官方数据		国外购买国内不提供免费保修服务
	线下经销商及直营店	购买凭证	保修1年	保修期内一般不维修, 直接换新	一周内		国外购买国内不提供保修服务, 需回原购买地维修
	国外	购买凭证	冬季运动裤子及夹克 3年 其他产品 2年	未查询到官方报价	未查询到官方数据		
Wilson	天猫、京东中国网店	购买凭证	退换 7天 无维修	无维修	无维修		
	线下经销商及直营店	购买凭证	保修 1年	保修期内出现质量问题一般不维修 (包括衣服、鞋子), 都是直接更换新品。如果超过保修期一般不给予维修、更换等服务	一周内		国外购买国内不提供保修服务, 需回原购买地维修
	国外	购买凭证	退换 3个月 保修 1年	未查询到官方报价	未查询到官方数据		

资料来源: 中华户外网, 国泰君安证券研究

而安踏在国内强大的线上线下渠道和运营资源同样将助 Amer Sports 一臂之力。一方面, 品牌直营店、卖场仍是运动鞋服线下攻占的重点, 安踏自 2012 年以来, 不断调整营销策略以适应零售端精细化管理和以消费者为主导的运营模式, 经销商、直营店遍布全国, 体系完善, 2007 年收购 FILA 后, 根据品牌定位合理规划店铺分布, 借助成熟的销售渠道和市场资源, 使得 FILA 近年来店铺数量始终保持双位数增速, 业绩上升迅速, 安踏也有了一定的运营中高端品牌的经验。另一方面从线上业务来看, 2018 双十一安踏销售额 11.3 亿元, 同比增长 69%, 仅次于 Nike 和 Adidas, FILA 也因王源的代言首次跻身榜单前五, 天猫店铺粉丝数量均在千万级别, 而颂拓、萨洛蒙等仅停留在二三十万。Amer Sports 在中国的大部分网店都是自营模式, 加入安踏后能够学习其丰富的精准投放和利用数字化发掘个性化服务经验, 有望超额实现到 2020 年中国区域 2 亿欧元的销售目标。

图 78: FILA 被收购后店铺数量高速增长



请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 79: 2018 双十一安踏、FILA 交易额上榜前五

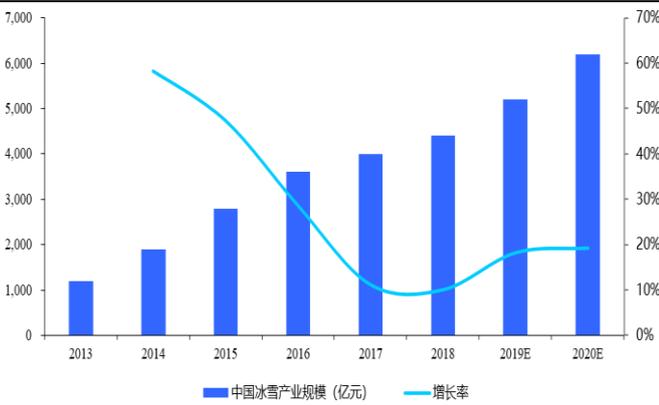
排名	2018	2017
1	耐克	耐克
2	阿迪达斯	阿迪达斯
3	安踏	安踏
4	李宁	新百伦

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

数据来源：天猫官方，国泰君安证券研究

冬奥会大环境下，Amer Sports 将极大强化安踏冰雪户外板块实力。对于运动品牌而言，每一次大型赛事都是蜕变的良机，安踏早在 2000 年就凭借其代言人孔令辉在悉尼奥运会上一举夺冠从而在一众国产品牌中脱颖而出。若成功收购 Amer Sports，安踏将利用始祖鸟、萨洛蒙、颂拓等极具辨识度和消费者忠诚度的冰雪户外相关产品，在 2022 年北京冬奥会的品牌竞争中占据极大地优势，从而有望未来挑战现有的双寡头格局。

图 80：我国冰雪产业规模增长迅速



数据来源：《冰雪产业白皮书》，国泰君安证券研究

图 81：Salomon 以提供多样化专业滑雪装备著称



资料来源：Salomon 官网

4.4. 通过运营 FILA，安踏已具备整合国际品牌的实力

收购 FILA 十年，该品牌已经成为公司业绩上涨的推进器，安踏已具备吸纳国际品牌的实力。2009 年公司宣布收购 FILA 大中华区业务。收购之前，FILA 由于水土不服，其大中华区的业务一直处于亏损状态，在大中华区运营 FILA 品牌的 Full Prospect 和 FILA Marketing 公司，2008 年亏损分别为 3218.2 万元人民币和 699.6 万港币。收购之后，公司对品牌进行本土化改革，借助公司成熟的销售渠道和市场资源，通过改变品牌定位，增加实体店店面，明星代言赞助赛事等方式，FILA 已经成为公司的明星业务。根据 18 年第三季度季报数据，FILA 品牌同比增长 90% 以上，维持了超预期增长，公司 2014—2016 年年报也披露 FILA 较好业绩贡献是公司营业收入及净利润增长的关键因素。公司通过不断的收购，其产品基本覆盖所有体育用品行业的细分市场，同时多年运营国际品牌在中国的业务，积累了国际化运营的经验，因此我们认为，收购 Amer Sports 将是公司布局踏入国际市场的重要一步，运营 FILA 的成功经验将帮助安踏整合 Amer Sports，运营风险将低于市场预期。

图 82：收购 FILA 之后，公司股价长期攀升

图 83：FILA 已成为安踏最重要的增长极



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



数据来源: FILA 官网

5. 盈利预测与估值

公司为运动鞋服领域的龙头, 市占率位居国内品牌第一。随着政策大力支持和体育消费升级, 国内体育用品行业进入黄金发展期, 公司有望享受红利。我们预测 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.55/1.94/2.36 港元, 分别增长 33.04%/25.38%/20.15%。通过 FCFE 模型绝对估值法, 给予目标价 45.44 港元。

图 84: 对于公司未来三年的销售预测

	A	I	J	K	L
销售预测					
单位: 人民币百万元					
项目	20170101-20171231	20180101-20181231E	20190101-20191231E	20200101-20201231E	
销售收入小计	16,692.49	22,208.22	27,844.67	33,455.37	
YoY		25.08%	33.04%	25.38%	20.15%
其他业务收入	-	-	-	-	
营业总收入	16,692.49	22,208.22	27,844.67	33,455.37	
销售成本小计	8,451.35	10,852.62	13,501.95	16,117.97	
营业总成本	8,451.35	10,852.62	13,501.95	16,117.97	
毛利	8,241.15	11,355.60	14,342.72	17,337.40	
平均毛利率	49.37%	51.13%	51.51%	51.82%	

数据来源: 国泰君安证券研究

图 85: FCFE 估值模型假设

资产贴现率	加权平均资本成本 WACC		
行业 Beta	1.200	债务比率 D/(E+D)	25.64%
无风险利率 Rf	2.50%	权益比率 E/(E+D)	74.36%
市场组合平均收益率 Rm	6.00%	债务利率	5.55%
风险溢价	3.50%	实际税率	26.00%
资产贴现率	6.70%	WACC	6.41%

数据来源: 国泰君安证券研究

图 86: 公司资产负债表预测

资产负债表	20161231	20171231	20181231E	20191231E	20201231E
流动资产:					
现金及现金等价物	5,829.96	6,967.59	8,000.00	8,000.00	8,000.00
交易性金融资产	11.36	0.00	0.00	0.00	0.00
其他短期投资	1,492.41	2,436.42	2,794.27	3,152.12	3,455.55
应收账款合计	2,629.87	3,732.72	4,366.57	5,387.91	6,373.97
应收账款及票据	1,665.88	2,088.74	2,847.21	3,524.64	4,181.92
其他应收款	963.99	1,643.98	1,519.37	1,863.27	2,192.04
存货	1,294.94	2,155.26	2,411.69	2,935.21	3,429.36
其他流动资产	194.58	149.96	149.96	149.96	149.96
流动资产合计	11,453.12	15,441.94	17,722.49	19,625.20	21,408.82
非流动资产:					
固定资产	1,327.39	1,908.64	2,300.71	2,770.68	3,314.64
权益性投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资	0.00	102.62	128.27	153.93	184.71
可供出售投资	49.35	49.35	51.96	54.58	61.51
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
商誉及无形资产	477.52	705.33	684.17	663.65	643.74
其中: 商誉	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
土地使用权	495.26	446.60	446.60	446.60	446.60
其他非流动资产	420.91	419.73	419.73	419.73	419.73
非流动资产合计	2,770.43	3,632.28	4,031.45	4,509.16	5,070.93
资产总额	14,223.54	19,074.22	21,753.94	24,134.35	26,479.76
流动负债:					
应付账款及票据	1,510.37	1,446.65	1,808.77	2,288.47	2,778.96
应交税金	398.97	544.71	678.62	840.63	1,028.25
交易性金融负债	0.00	1.89	2.36	2.84	3.40
短期借贷	937.71	147.91	1,013.45	857.62	205.66
其他流动负债	1,425.46	2,357.19	2,753.87	3,692.41	4,292.48
流动负债合计	4,272.51	4,498.35	6,257.08	7,681.96	8,308.75
非流动负债:					
长期借贷	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	54.71	215.33	215.33	215.33	215.33
非流动负债合计	54.71	215.33	215.33	215.33	215.33
总负债	4,327.21	4,713.68	6,472.41	7,897.29	8,524.08
股东权益:					
优先股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股股本	242.70	259.01	259.01	259.01	259.01
储备	9,470.66	14,075.02	14,281.00	15,127.77	16,714.33
库存股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他综合性收益	-164.73	-627.63	0.00	0.00	0.00
普通股权益总额	9,548.63	13,706.41	14,540.01	15,386.78	16,973.34
少数股东权益	347.70	654.13	741.52	850.29	982.34
股东权益合计	9,896.33	14,360.53	15,281.54	16,237.06	17,955.68
负债及股东权益合计	14,223.54	19,074.22	21,753.94	24,134.35	26,479.76

资料来源: 国泰君安证券研究

图 87: 公司现金流量表预测

现金流量表	20170101- 20171231	20180101- 20181231E	20190101- 20191231E	20200101- 20201231E
将净利润调整为经营活动的现金流量:				
净利润	3,087.84	3,783.75	4,714.39	5,745.97
加: 折旧与摊销	250.28	129.09	150.56	175.94
营运资本变动	-380.61	2.42	35.39	-202.02
存货的减少		-256.43	-523.51	-494.15
应收账款的减少		-633.86	-1,021.34	-986.05
其他流动资产的减少		0.00	0.00	0.00
应付账款的增加		362.12	479.70	490.49
应交税费的增加		133.91	162.01	187.62
其他流动负债的增加		396.68	938.54	600.06
其他非现金调整	223.96	43.55	70.17	39.87
经营活动产生的现金流量净额	3,181.46	3,958.82	4,970.51	5,759.77
投资活动:				
处置资产取得的收益	0.00	-	-	-
资本性投资	585.03	500.00	600.00	700.00
固定资产		500.00	600.00	700.00
土地使用权		0.00	0.00	0.00
无形资产		0.00	0.00	-0.00
长短期投资款项	1,046.83	386.12	386.12	341.14
交易性金融资产		0.00	0.00	0.00
短期投资		357.85	357.85	303.42
持有至到期投资		25.65	25.65	30.79
可供出售金融资产		2.61	2.61	6.94
其他长期投资		0.00	0.00	0.00
权益性投资		0.00	0.00	0.00
商誉		0.00	0.00	0.00
其他投资活动产生的现金流量净额	53.34	-	-	-
投资活动产生的现金流量净额	-1,578.52	-886.12	-986.12	-1,041.14
融资活动:				
收到债权融资款			-1,427.28	0.47
交易性金融负债			0.47	0.47
长期借款			0.00	0.00
应付债券			0.00	0.00
收到股权融资款		3,435.00	0.00	0.00
发行股票			0.00	0.00
其他融资活动			0.00	0.00
支付的利息和股利		1,936.76	3,533.93	3,829.03
其他融资活动产生的现金流量净额		-73.37	627.63	0.00
计算短期外部融资前融资活动产生的现金流量			-2,905.83	-3,828.56
短期外部融资			865.54	-155.83
融资活动产生的现金流量净额		-2.43	-2,040.29	-3,984.39
现金净流量:				
汇率变动影响		-452.89		
现金及现金等价物净增加额		1,137.63	1,032.41	-0.00
现金及现金等价物期初余额		5,829.96	6,967.59	8,000.00
现金及现金等价物期末余额		6,967.59	8,000.00	8,000.00

资料来源: 国泰君安证券研究

相对估值法下, 我们选取可比公司贵人鸟、李宁、361 度及特步国际进行对比估值。根据可比公司估值, 2018~2020 年公司同行业可比公司平均估值分别为 31.91/25.80/11.78 倍 PE, 相应的公司对应估值水平为 24.35/19.46/16.00 倍, 公司估值具有相当的吸引力。

我们认为, 公司在运动鞋服领域积累深厚, 应给与相应估值溢价。基于相对估值方法, 我们给予公司 2018 年行业平均估值 31.91 倍, 相对估值法下公司合理估值为 49.46 港元。

表 10: 可比公司估值比较 (截止到 2018 年 12 月 4 日收盘价)

证券代码	证券简称	收盘价 (港元)	总市值 (亿港元)	EPS (港元/股) (wind 一致预期)			PE		
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
603555.SH	贵人鸟	8.14	52.79	0.34	0.42	-	75.23	61.00	-
2331.HK	李宁	8.79	192.29	0.30	0.40	0.51	29.05	21.86	17.36
1361.HK	361 度	1.91	39.49	0.24	0.27	0.29	7.84	7.00	6.58
1368.HK	特步国际	4.34	97.36	0.28	0.33	0.38	15.52	13.34	11.41
行业均值							31.91	25.80	11.78
2020.HK	安踏体育	37.75	1,013.55	1.55	1.94	2.36	24.35	19.46	16.00

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

综合绝对估值法与相对估值法, 出于谨慎性原则, 我们给予目标价 45.44 港元。

6. 风险提示

6.1. 体育产业发展速度不达预期风险

目前国内体育产业发展仍不成熟，虽然政策助推作用极大，但发展速度仍受制于产业自身发展情况。

6.2. 外延并购不达预期风险

公司并购 Amer Sports 仍存在一定的不确定性，会对公司业绩造成一定的波动。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt_jaresearch@gtjas.com		