

安踏体育 (02020.HK)

叩响全球体育市场之门

进击的龙头，世界领先体育用品集团之愿景。作为本土运动鞋服龙头，安踏体育集团以 200 亿+收入 (2018E)、10%+市占率，仅次于 Nike/Adidas 而傲视中国运动鞋服市场。在“单聚焦 (运动赛道)、多品牌 (ANTA/FILA/DESCENTE 等)、全渠道 (11316 家门店涵盖街铺/商场/电商等) 的 4.0 战略指引下，迈入全球成为安踏远期发展的必然选择。Amer Sports 拥有 Arc'teryx/Salomon/Wilson/Suunto 等细分市场顶级品牌和全球分销网络，对其控股收购于安踏的战略方向、愿景目标和本土优势具极高匹配。

体育无国界，中国大市场。中国是世界第二大运动鞋服市场 (占比 10%)，巨大的蛋糕 (2000 亿+) 及快速的增长 (2018-2022ECAGR 8.4% vs 其他市场 3%) 成为孕育本土品牌的优质土壤。然体育无国界，使得全球及各国运动鞋服格局基本均呈现“双超多强”的态势 (Nike/Adidas 占全球 19% 份额)。构建强势品牌矩阵、提升科技竞争壁垒、以及笼络全球顶级营销资源和分销体系，将是近期体育鞋服公司参与全球品牌同台竞技的必备要素。

平台型架构，运营优势明显。2009 年收购的 Fila 发展至今 70 亿+营收体量，推动集团成为一个可供多品牌发展的平台型公司。此架构下，运营优势成为核心壁垒：1) **品牌端。**矩阵定位鲜明，集团掌握核心赛事和体育明星资源配合营销扩大品牌影响力。2) **产品端。**规模优势保证产品持续创新力和领先的专业度。3) **渠道端。**零售导向的管理：订货、渠道、零售全程管控。4) **供应链端。**一体化物流园结合快反体系 (补单最快仅 10 天) 提升运转效率。

现有矩阵内生外延，Amer 品牌线中国落地望加速。安踏大货内生增长稳定、儿童品牌外延扩张和店效提升的双重驱动下有望高增长，预计 2018-2020 年安踏主品牌收入 CAGR12%；FILA 多条系列线延展仍处于高增长通道，预计 2018-2020 年 CAGR38%；其他品牌则通过外延扩张盈亏平衡。若收购达成，Amer Sports 短期不并表，测算 2019 年通过投资收益增厚安踏 7771 万元净利润，其中 Arc'teryx/Salomon 望契合 2022 年冬奥会在国内率先发力。

投资策略：公司作为国内体育龙头，在“单聚焦、多品牌、全渠道”的战略下已形成产品/品牌/渠道和供应链端的核心竞争力。更重要的是，公司目前已经成长为可孕育多品牌的平台型体育集团，未来随着全球化战略的开展将迈向更高台阶。预计 2018-2020 年净利润为 40.2/51.8/63.7 亿元 (未含 Amer 并购)，同增 32%/29%/23%。结合 DCF 和相对估值法，给与目标价 50.12-54.47 港币，对应 2019 年 PE23-25 倍，首次覆盖给与“买入”评级。

风险提示：终端销售下滑；多品牌业务开展不顺；海外并购事项具不确定性；目标价达成具不确定性。

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	13,346	16,692	22,332	28,175	34,240
增长率 yoy%	20.0	25.1	33.8	26.2	21.5
净利润 (百万元)	2,386	3,088	4,018	5,179	6,368
增长率 yoy%	16.9	29.4	30.1	28.9	23.0
EPS (摊薄/元)	0.89	1.15	1.50	1.93	2.37
净资产收益率 (%)	24.7	22.0	25.5	28.7	30.7
P/E (倍)	36.2	27.9	21.5	16.7	13.5
P/B (倍)	8.7	6.0	5.3	4.7	4.1

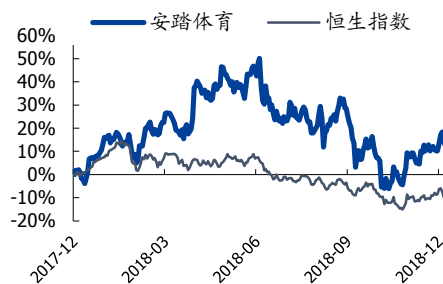
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	纺织服装
最新收盘价	36.30
总市值(百万港元)	87,360.00
总股本(百万股)	2,400.00
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	4.58

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

联系人 杨莹

邮箱：yangying1@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	11453	15442	17162	19811	23328
现金	5830	6968	8371	9545	11364
应收账款及票据	1666	2089	2613	2912	3802
其他应收款	964	1644	1818	2516	2556
衍生金融工具及短投	1492	2436	1831	1920	2063
存货	1295	2155	2341	2740	3369
其他流动资产	206	150	188	178	174
非流动资产	2770	3632	3620	3850	4017
权益性投资	0	0	0	0	0
固定资产	1327	1909	1957	2009	2075
无形资产	478	705	785	909	999
其他非流动资产	966	1018	879	933	943
资产总计	14224	19074	20783	23661	27345
流动负债	4273	4498	4487	5080	5954
短期借款	938	148	200	350	350
应付账款及票据	1510	1447	2249	2475	3205
其他流动负债	1824	2904	2037	2256	2399
非流动负债	55	215	157	149	140
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	55	215	157	149	140
负债合计	4327	4714	4643	5229	6094
股本	243	259	259	259	259
股本溢价	416	3841	3841	3841	3841
留存收益	8890	9606	11293	13466	16138
归属母公司股东权益	9549	13706	15393	17566	20238
少数股东权益	348	654	747	866	1012
负债和股东权益	14224	19074	20783	23661	27345

现金流量表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2468	3181	3731	4322	5761
净利润	2386	3088	4111	5298	6514
折旧摊销	226	250	236	270	305
财务费用	-54	-155	-142	-161	-186
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-216	-381	-374	-1035	-822
其他经营现金流	126	379	-100	-50	-50
投资活动现金流	-515	-1579	-130	-446	-424
资本支出	-628	-585	-186	-183	-166
长期投资	48	-1047	-236	-270	-305
其他投资现金流	65	53	292	7	47
筹资活动现金流	-1398	-2	-2197	-2701	-3518
短期借款	0	0	193	312	186
长期借款	85	-1427	0	0	0
股本增加	15	3435	0	0	0
支付股利	-1541	-1937	-2332	-3005	-3695
其他筹资现金流	43	-73	-58	-8	-9
现金净增加额	555	1601	1404	1174	1819

利润表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	13346	16692	22332	28175	34240
营业成本	6887	8451	10903	13463	16188
其他经营费用	15	2	13	17	15
销售费用	2831	3809	5404	6762	8218
管理费用	685	901	1072	1352	1609
财务费用	-54	-155	-142	-161	-186
利息收入	119	170	153	179	209
其他非经营性损益	23	169	100	50	50
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	3008	3853	5182	6792	8446
其他收益及亏损	303	458	406	423	418
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	3311	4311	5588	7216	8864
所得税	866	1152	1478	1918	2350
净利润	2445	3159	4111	5298	6514
少数股东损益	59	71	92	119	147
归属母公司净利润	2386	3088	4018	5179	6368
EBITDA	3483	4406	5682	7324	8983
EPS (元)	0.89	1.15	1.50	1.93	2.37

主要财务比率

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	20.0	25.1	33.8	26.2	21.5
营业利润(%)	16.0	28.1	34.5	31.1	24.4
归属于母公司净利润(%)	16.9	29.4	30.1	28.9	23.0
获利能力					
毛利率(%)	48.4	49.4	51.2	52.2	52.7
净利率(%)	17.9	18.5	18.0	18.4	18.6
ROE(%)	24.7	22.0	25.5	28.7	30.7
ROIC(%)	22.8	21.6	25.4	28.7	30.8
偿债能力					
资产负债率(%)	30.4	24.7	22.3	22.1	22.3
净负债比率(%)	-15.2	-15.7	-23.1	-23.4	-24.8
流动比率	2.7	3.4	3.8	3.9	3.9
速动比率	2.4	3.0	3.3	3.4	3.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.3	1.3
应收账款周转率	9.4	8.9	9.5	10.2	10.2
应付账款周转率	5.8	5.7	5.9	5.7	5.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.89	1.15	1.50	1.93	2.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	1.18	1.39	1.61	2.15
每股净资产(最新摊薄)	3.69	5.35	6.01	6.87	7.91
估值比率					
P/E	36.2	27.9	21.5	16.7	13.5
P/B	8.7	6.0	5.3	4.7	4.1
EV/EBITDA	23.5	18.2	13.9	10.7	8.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、安踏体育：进击的龙头，世界领先体育用品集团之愿景.....	5
1.1 “单聚焦、多品牌、全渠道”的运动龙头.....	5
1.2 全球化战略开启.....	10
1.3 股权结构稳定集中.....	12
二、体育产业沉浮中安踏如何脱颖而出.....	12
2.1 行业规模平稳增长，竞争格局有望优化.....	13
2.2 从 NIKE 发展历程看国民品牌的成长之路.....	14
2.3 安踏为何能够脱颖而出？.....	18
产品端：持续创新塑造强产品力.....	18
品牌端：品牌矩阵完善，多品牌运营平台成熟.....	21
渠道端：以零售为导向的全渠道战略.....	24
供应链端：打造高效物流仓储体系.....	24
三、后 4.0 时代，何为安踏体育未来的成长动力？.....	25
3.1 ANTA：成人装内生增长+童装外延扩张.....	25
3.2 多品牌错峰竞争，增长可期.....	27
FILA：处于高速增长通道.....	27
细分领域新晋品牌潜力可期.....	28
四、盈利预测与投资建议.....	30
4.1 盈利预测.....	30
4.2 估值分析与投资建议.....	32
风险提示.....	33

图表目录

图表 1：安踏体育市值及营业收入/归母净利润增长趋势（亿港元/亿元/%）.....	5
图表 2：安踏体育旗下品牌.....	6
图表 3：安踏体育 2006-2012 年营收归母净利润及其增速（亿元，%）.....	6
图表 4：安踏体育 2006-2012 年门店数量（家，%）.....	6
图表 5：安踏体育 2006-2012 年毛利率/净利率水平（%）.....	7
图表 6：安踏体育 2006-2012 年存货周转天数/应收账款周转天数（天）.....	7
图表 7：安踏体育生产模式.....	7
图表 8：安踏体育销售模式.....	7
图表 9：体育服饰公司 2012-2014 年毛利率水平（%）.....	8
图表 10：体育服饰公司 2012-2014 年存货周转天数（天）.....	8
图表 11：安踏体育旗下品牌门店数量.....	8
图表 12：体育行业公司毛利率对比（%）.....	9
图表 13：体育行业公司净利率对比（%）.....	9
图表 14：体育行业公司销售费用率对比（%）.....	9
图表 15：体育行业公司管理费用率对比（%）.....	9
图表 16：体育行业公司存货周转天数对比（天）.....	9
图表 17：体育行业公司应收账款周转天数对比（天）.....	9
图表 18：投资者财团收购 Amer Sports 交易架构及资金构成（%，亿欧元）.....	10
图表 19：Amer Sports 旗下品牌.....	11
图表 20：Amer Sports 分地区营业收入（百万美元）.....	11

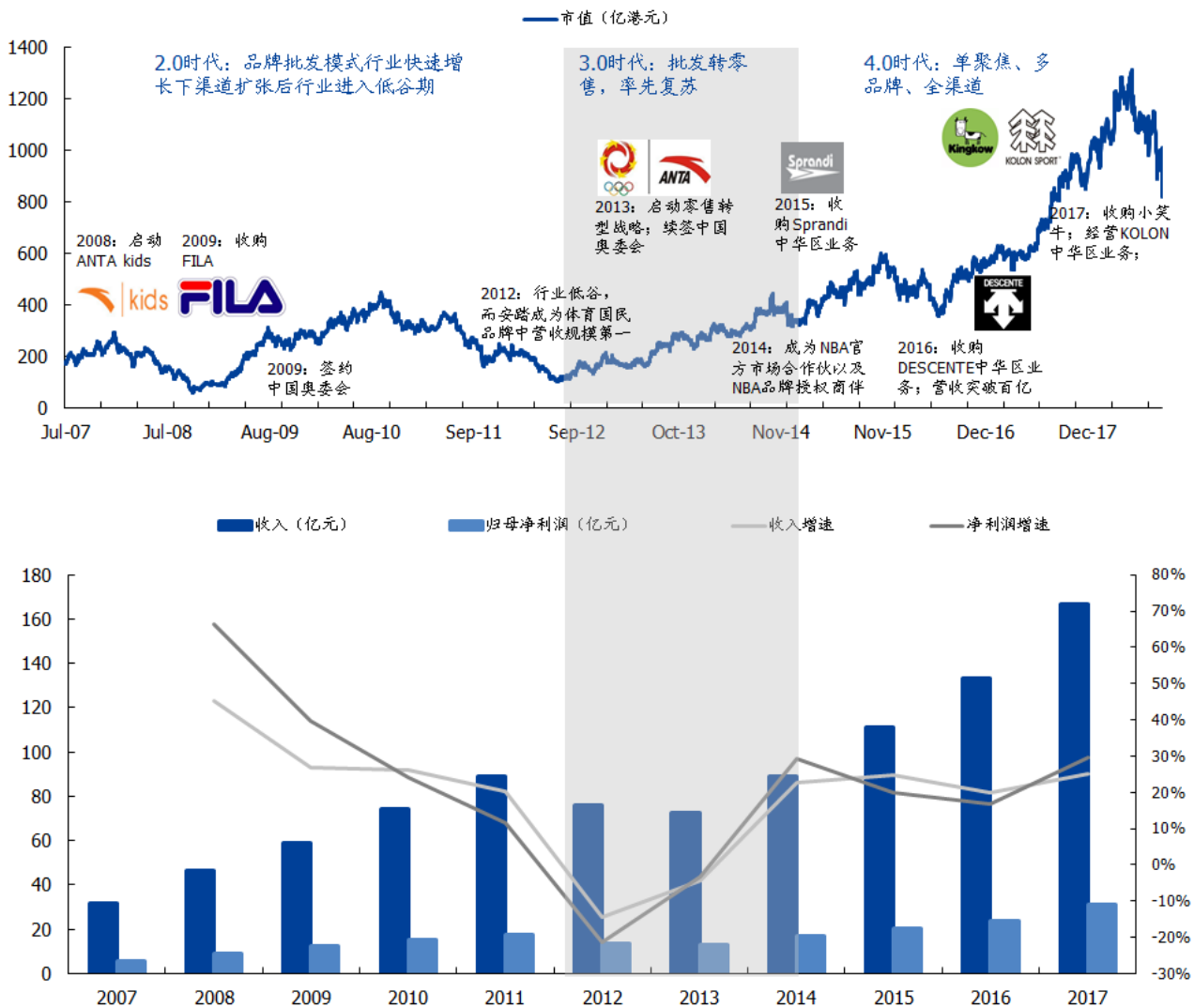
图表 21: 收购 Amer Sports 对安踏体育 2019 年投资收益影响测算 (百万欧元)	12
图表 22: 安踏体育股权结构	12
图表 23: 2007-2017 年各运动服饰公司门店数量 (个)	13
图表 24: 我国运动鞋服市场规模及增速 (亿元, %)	13
图表 25: 2007-2017 年我国市场 CR5/CR10 市占率变化 (%)	13
图表 26: 阿迪达斯/耐克/安踏体育市占率 (%)	13
图表 27: 2008-2018 年体育服饰公司研发费用率 (%)	14
图表 28: 运动品牌的体育赛事资源	14
图表 29: 耐克体育旗下品牌	15
图表 30: 耐克总市值 (左轴) 和营收 (右轴) 情况 (百万美元)	15
图表 31: 耐克营业收入及增速 (亿美元, %)	16
图表 32: 耐克净利润及增速 (亿美元, %)	16
图表 33: Nike Air VaporMax 跑步鞋	16
图表 34: Nike 科学实验	16
图表 35: 耐克代表性代言人	17
图表 36: NIKE 直营收入及其占比 (亿美元, %)	17
图表 37: NIKE 会员福利	18
图表 38: 安踏、阿迪达斯、耐克产品价格对比	19
图表 39: 体育服饰公司研发投入及安踏研发费用率 (亿元, %)	19
图表 40: 安踏部分服装科技	20
图表 41: 安踏旗下各品牌定位	21
图表 42: 安踏赞助国家队	21
图表 43: 安踏旗下代言人	22
图表 44: 安踏与克莱·汤普森开展“要疯”营销活动	22
图表 45: FILA 品牌代言人: 舒淇/ChrisEvans/高圆圆/陈坤/王源	22
图表 46: DESCENTE 品牌代言人: 吴彦祖	23
图表 47: 安踏多品牌管理架构	23
图表 48: 安踏第 8 代门店	24
图表 49: 安踏线上收入及占比估算 (亿元, %)	24
图表 50: 安踏体育物流园区	25
图表 51: 安踏终端流水/订货会增速 (%)	25
图表 52: 安踏成人装线下营收预测	26
图表 53: 我国童装市场规模及其增长率 (亿元, %)	26
图表 54: 安踏儿童装线下营收预测	27
图表 55: 安踏品牌电商收入及预测 (亿元, %)	27
图表 56: 安踏品牌收入及增速预测 (亿元, %)	27
图表 57: FILA 在博物馆中展示的经典设计产品	28
图表 58: FILA 门店数量预测 (家)	28
图表 59: FILA 品牌收入及增速预测 (亿元, %)	28
图表 60: DESCENTE 门店	29
图表 61: KOLON SPORT 产品	30
图表 62: KingKow 门店	30
图表 63: 安踏体育收入预测 (亿元, %)	31
图表 64: 绝对估值敏感性分析	32
图表 65: 安踏 PE-Band	33
图表 66: 运动服饰 PE (TTM)	33

一、安踏体育：进击的龙头，世界领先体育用品集团之愿景

1.1 “单聚焦、多品牌、全渠道”的运动龙头








安踏体育作为杰出的运动鞋服公司，伴随中国体育产业走过数十年，公司于 2007 年在港交所上市。上市十余载，从 2007 至 2017 年公司实现营业收入/归母净利润 CAGR18%/19%。伴随公司营收和业绩增长，市值近千亿港元，跻身全球体育用品管理公司市值四强。目前公司旗下拥有多个品牌，包括 ANTA（主品牌）、FILA（意大利）、DESCENTE（日本）、KOLON（韩国）、Sprandi（英国）和 KINGKOW。

图表 1：安踏体育市值及营业收入/归母净利润增长趋势（亿港元/亿元/%）



资料来源：公司官网，wind，国盛证券研究所

图表 2: 安踏体育旗下品牌

品牌	ANTA	ANTA KIDS	FILA	Sprandi	DESCENTE	KingKow	KOLON
时间	1991	2008	2009	2015	2016	2017	2017
Logo							
产品定位	大众成人 功能性体 育用品	1-13 岁儿童 运动鞋服	中高端时 尚休闲运 动服饰	大众成人 的运动鞋 品牌	高端专业高 性能滑雪 产品	高品质、独 特的儿童 服装	中高端 专业户外 运动品牌

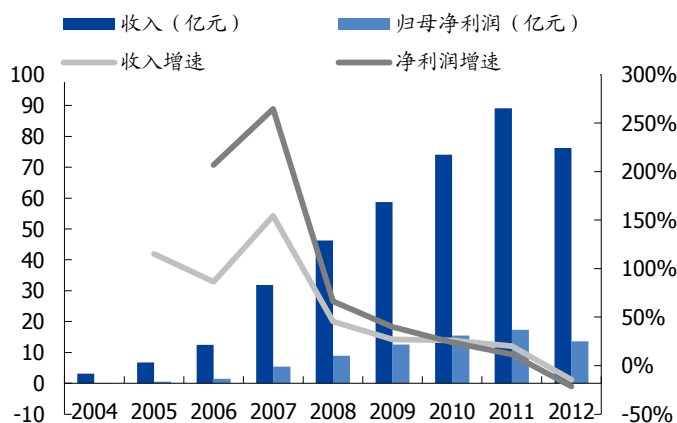
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司发展经历了工厂批发的 1.0 时代、品牌批发的 2.0 时代、零售导向的 3.0 时代, 公司目前品类矩阵完善, 渠道运营成熟, 进入“单聚焦、多品牌、全渠道”的 4.0 时代。

1999-2012年 从急速扩张到行业困境的 2.0 时代。

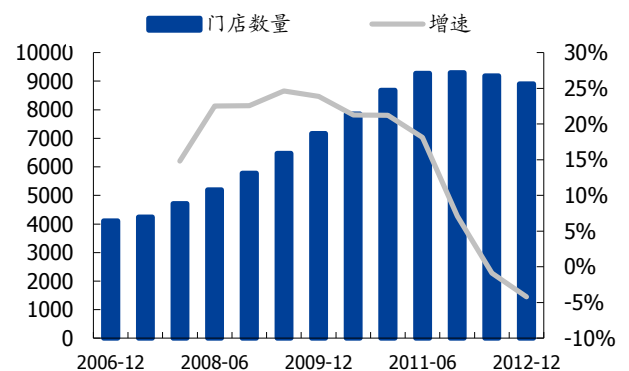
运动鞋服行业初始阶段发展迅速, 公司从生产制造转化为品牌批发。在国内率先开创“体育明星+央视”的广告营销模式打造品牌形象, 同时通过加盟经销的模式进行渠道扩张, 后期随着行业增速放缓, 安踏对渠道数量布局进行相应调整, 收入/业绩增速放缓。

图表 3: 安踏体育 2006-2012 年营收归母净利润及其增速 (亿元, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

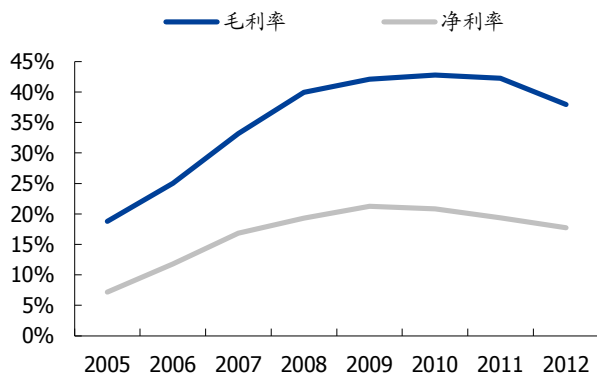
图表 4: 安踏体育 2006-2012 年门店数量 (家, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

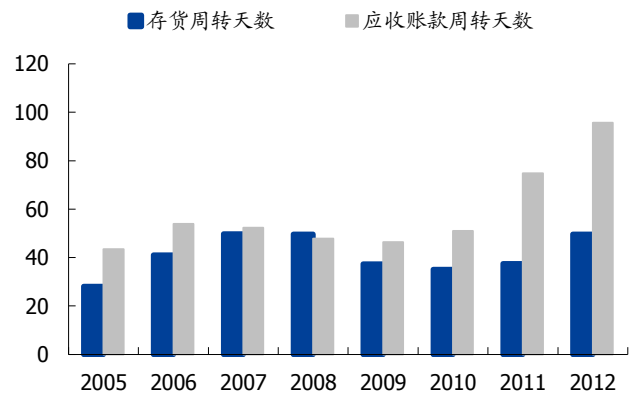
渠道扩张+品牌效应提升带来公司盈利水平不断提升, 毛利率水平从 2005 年的 18.8% 提升至 2010 年的 42.8%, 净利率水平也由 7.2% 增至 20.8%。但随着行业进入低谷阶段, 公司库存周转速度下降, 盈利水平下降。

图表 5: 安踏体育 2006-2012 年毛利率/净利率水平 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 安踏体育 2006-2012 年存货周转天数/应收账款周转天数 (天)

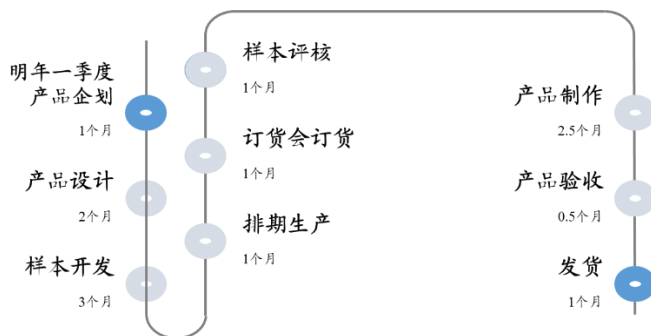


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2012-2014 年“批发”转型“零售”，率先复苏。

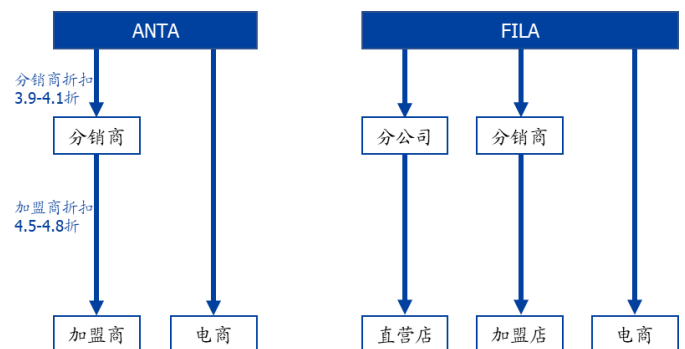
公司在经历前期的粗放扩张发展阶段后进入调整阶段并先于同行业公司进入复苏阶段。公司在 1) 品牌策略上, 主品牌坚持大众定位, 同时通过安踏儿童和 FILA 寻找新的增长点; 2) 渠道运营上, 由“批发”模式转型为管控加强的“零售”模式。安踏主品牌仍采用经销模式, 而 FILA 自 2013 年下半年起, 采用扁平化直营管理为主的经营模式; 3) 在供应链上, 加快供应链反应速度, 在 13 个月中即可完成产品企划与设计到上市销售的流程, 并开始尝试快反模式。

图表 7: 安踏体育生产模式



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所绘制

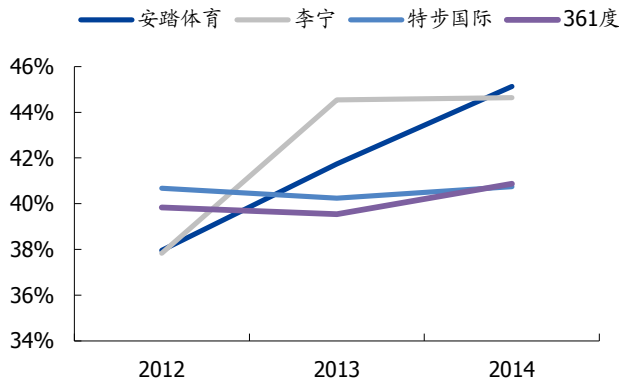
图表 8: 安踏体育销售模式



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所绘制

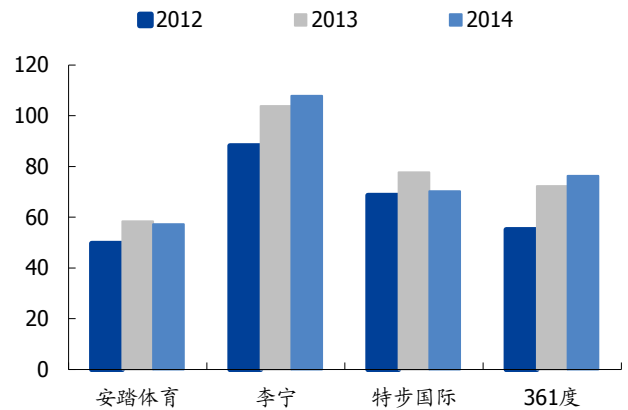
经历品牌/供应链/渠道上调整, 公司在同行业公司中率先复苏, 2014 年公司营收/净利润增速超过 20%, 毛利率/净利率水平持续回升, 存货周转趋于改善并优于同业竞争对手。

图表 9: 体育服饰公司 2012-2014 年毛利率水平 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 体育服饰公司 2012-2014 年存货周转天数 (天)

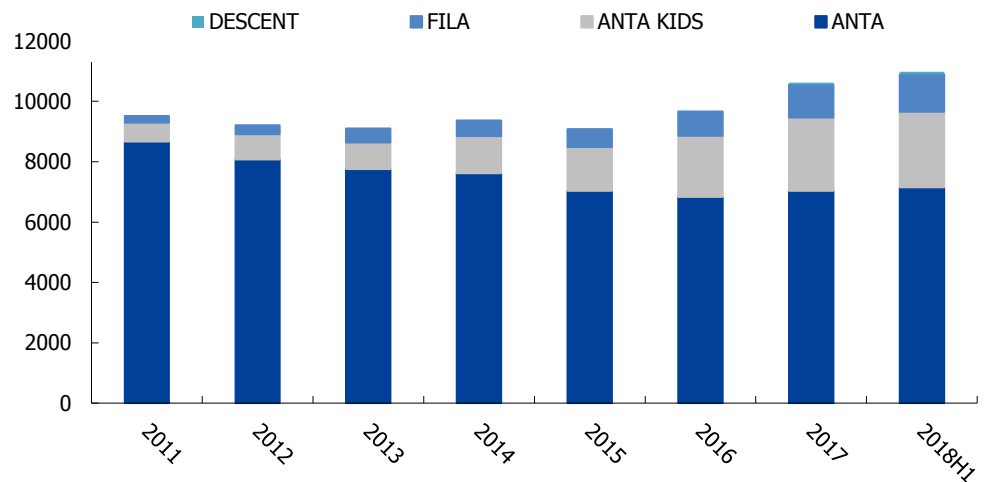


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2014 至今, 单聚焦、多品牌的 4.0 时代。

2014 年至今, 公司在“单聚焦、多品牌、全渠道”的战略方针下实现了持续性的业绩高速增长。**单聚焦:** 公司聚焦拥有优势的体育鞋服领域; **多品牌:** 公司打造多品类品牌矩阵。**全渠道:** 全面布局街铺、商场、百货公司、奥特莱斯及电商平台等渠道。截止 2018 年 H1 公司拥有门店数量 11316 家, 其中 ANTA 系列/FILA 门店分别为 9650/1248 家。渠道管理强调提升消费者体验, 积极响应消费者需求。

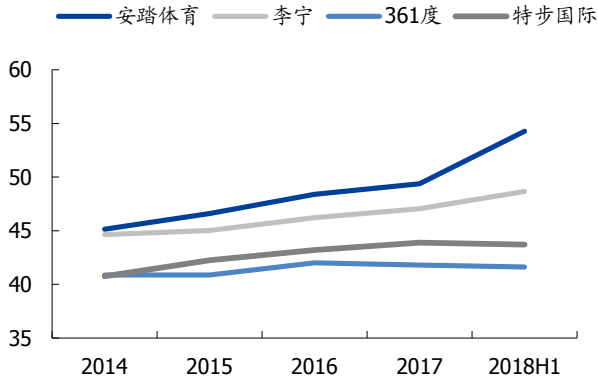
图表 11: 安踏体育旗下品牌门店数量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

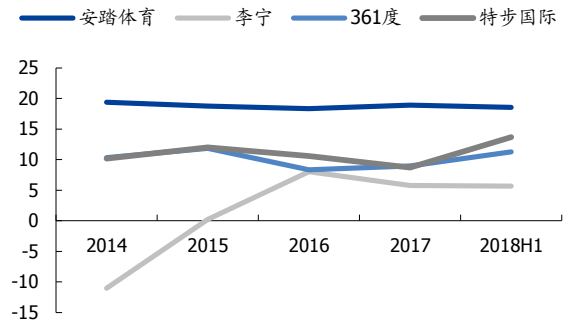
公司 2014-2017 年营业收入/净利润 CAGR 达到 23%/22%, 营收稳定增长同时随着公司 FILA 等中高端产品销售占比的提升, 毛利率水平逐年提升。

图表 12: 体育行业公司毛利率对比 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

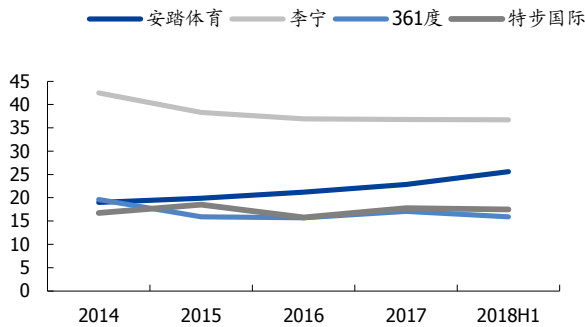
图表 13: 体育行业公司净利率对比 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

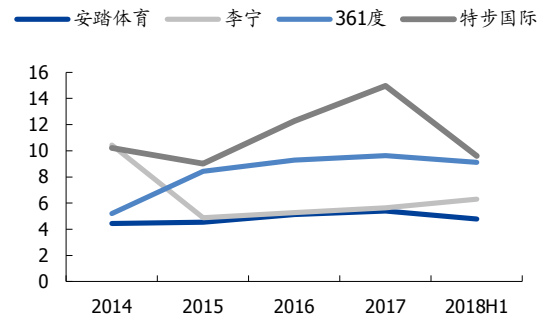
公司费用率水平相对稳定, 公司净利率水平维持在 **18%**左右, 高于同业水平。而从周转水平来看, 公司存货/应收账款周转速度均快于同行业公司。根据我们预测: 目前安踏品牌库销比低于 5、FILA 品牌库销比低于 4。

图表 14: 体育行业公司销售费用率对比 (%)



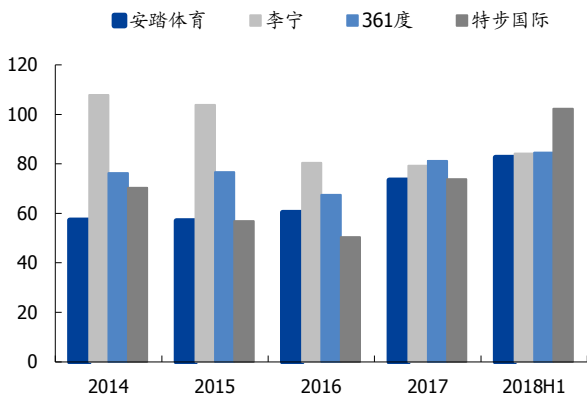
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 体育行业公司管理费用率对比 (%)



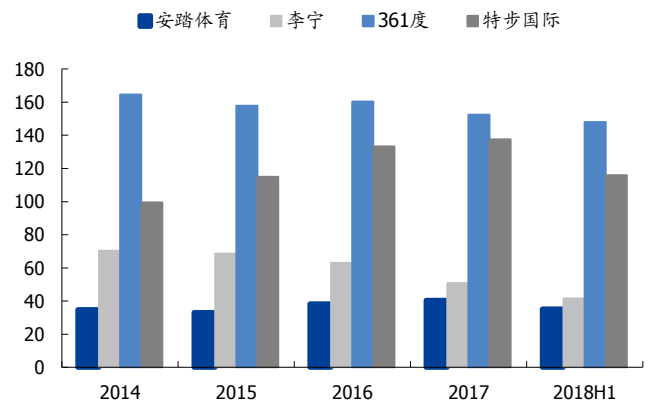
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 16: 体育行业公司存货周转天数对比 (天)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 体育行业公司应收账款周转天数对比 (天)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

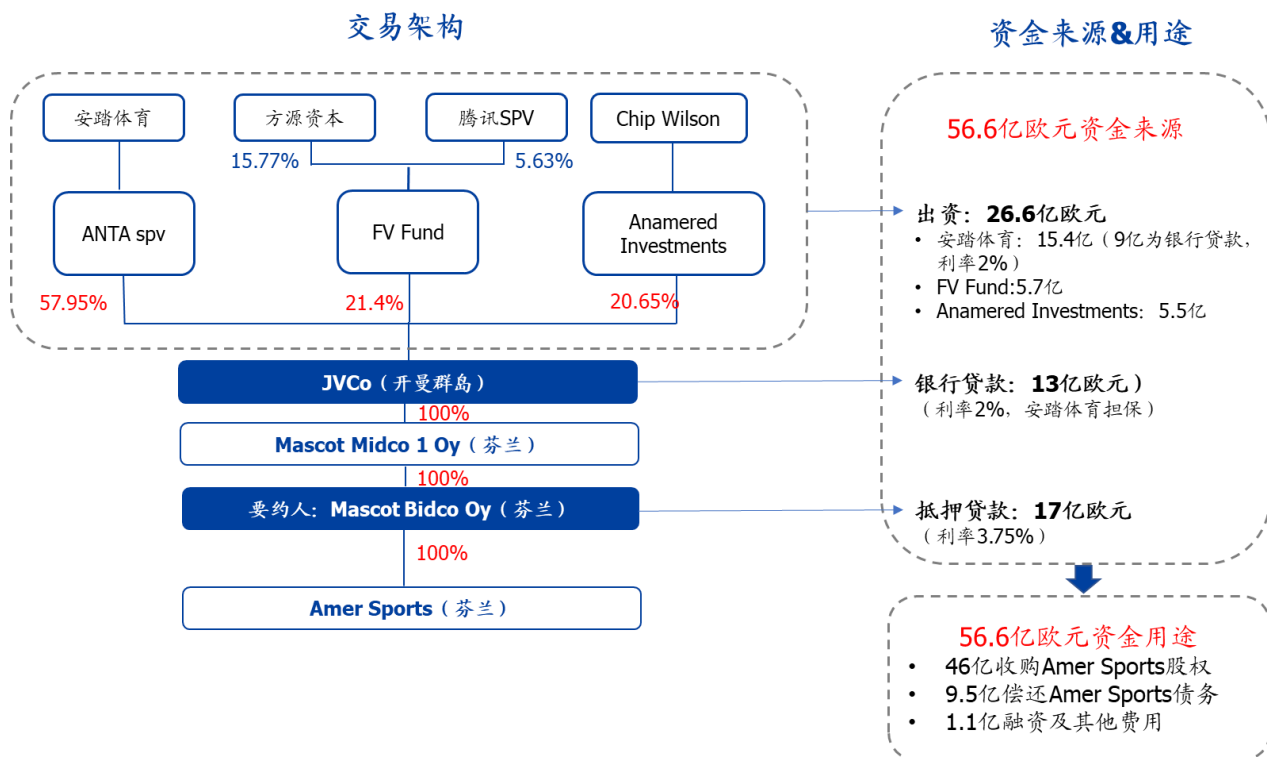
1.2 全球化战略开启

安踏体育以成为国际化的综合性体育公司为愿景,于**2018年正式宣布开启全球化战略**。一方面推进现有品牌“出海”,另一方面谋求合适的收购机会对成熟的海外品牌进行布局。**2018年9月12日**,公司公告向**Amer Sports**发出无约束力的初步意向,按40欧元/股的价格(即46亿欧元估值)以现金方式收购Amer Sports的全部股份(或有收购)。

根据2018年12月7日披露的要约公告,此次交易由安踏体育、方源资本、lululemon创始人Chip Wilson及腾讯组成投资者财团进行收购。财团各方通过向JVCo注资,并由JVCo通过Mascot Midco 1 Oy间接全资拥有的芬兰私人有限公司Mascot Bidco Oy作为要约人完成对Amer Sports的收购。收购完成后,安踏体育将间接持有Amer Sports 57.95%的股权,收购后Amer Sports设立全新董事会、独立运营,暂不与安踏体育并表。

收购所需资金共计56.6亿欧元,包括1)46亿欧元用于Amer股权收购;2)偿还Amer Sports现有债务9.5亿欧元;3)融资及其他交易费用。**资金来源包括:**1)投资者财团向JVCo注资26.6亿欧元(安踏体育出资15.4亿);2)JVCo向银行贷款13亿欧元(安踏体育作为担保人);3)Mascot Bidco Oy抵押贷款17亿欧元。除了收购资金外,为维持要约人的正常运营,Mascot Midco 1 Oy向银行贷款3.15亿欧元。

图表 18: 投资者财团收购 Amer Sports 交易架构及资金构成(%, 亿欧元)



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 国盛证券研究所

此次或有收购若达成,有望促使双方在渠道/供应链资源上形成协同效应,降低成本,提升效率。1) Amer Sports 旗下各个品牌享有较高声誉,独立运营,拥有经验丰富的管理团队,经营稳健。2) Amer Sports 业务遍布全球,在亚太地区拥有丰富的供应链资源,有望达成成本控制的效果。而安踏能够为 Amer Sports 提供亚太地区丰富的零售渠道资源,激发其在中国市场的发展潜力;3) 经测算,收购达成,安踏体育 2019 年净利润有望增厚 995 万欧元(约合人民币 7771 万元)。

1) Amer Sports 旗下拥有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、奥地利滑雪板品牌 Atomic、芬兰运动腕表等户外装备品牌 Suunto 和美国跑步机品牌 Precor 在内的全球各个细分领域高端龙头品牌，能够进一步扩充安踏集团品牌矩阵。

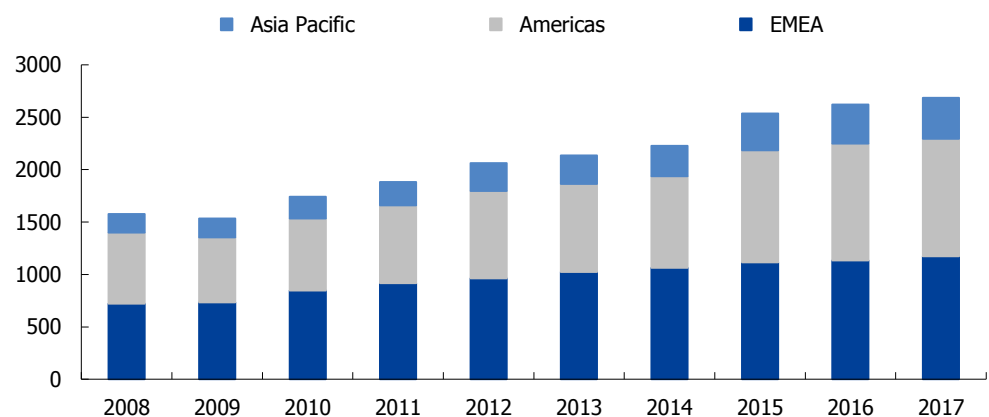
图表 19: Amer Sports 旗下品牌

品牌	产品	国家	创立/收购时间
Suunto	户外、潜水、运动手表	芬兰	1999
Salomon	户外、登山、滑雪	法国	2005
Arc'teryx	户外、登山	加拿大	2005
Atomic	滑雪	奥地利	1994
Armada	滑雪	美国	2017
Precor	健身器材	美国	2002
Mavic	自行车	法国	2005
Sports Tracker	健身、自行车	美国	2015
ENVE	自行车	美国	2016
Wilson	网球、棒球等	美国	1989
DeMarini	棒球	美国	2000
Louisville Slugger	棒球	美国	2015
Peak Performance	运动时尚	瑞典	2018

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2) 2017 年 Amer Sports 在欧洲、中东及非洲地区/美洲地区/亚太地区的收入占比分别为 43.7%/41.8%/14.5%，全球化布局完善，能够与安踏的国际化愿景相契合。

图表 20: Amer Sports 分地区营业收入 (百万美元)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

在如下假设下考虑此次收购完成后对安踏体育 2019 年的净利润影响: 1) 假设 2019 年 Amer Sports 的净利润与 2018 年一致为 1.51 亿欧元; 2) 除 JVCo 以外主体所得税率为 23% (2014-2016 年 Amer Sports 平均税率), 安踏体育税率为 26%; 3) 安踏体育出资 15.4 亿欧元的资金成本中借款部分利率 2%, 自有资金成本 3%。经测算, 收购完成后 2019 年有望增厚安踏体育 995 万欧元 (约合人民币 7771 万元)。

图表 21: 收购 Amer Sports 对安踏体育 2019 年投资收益影响测算 (百万欧元)

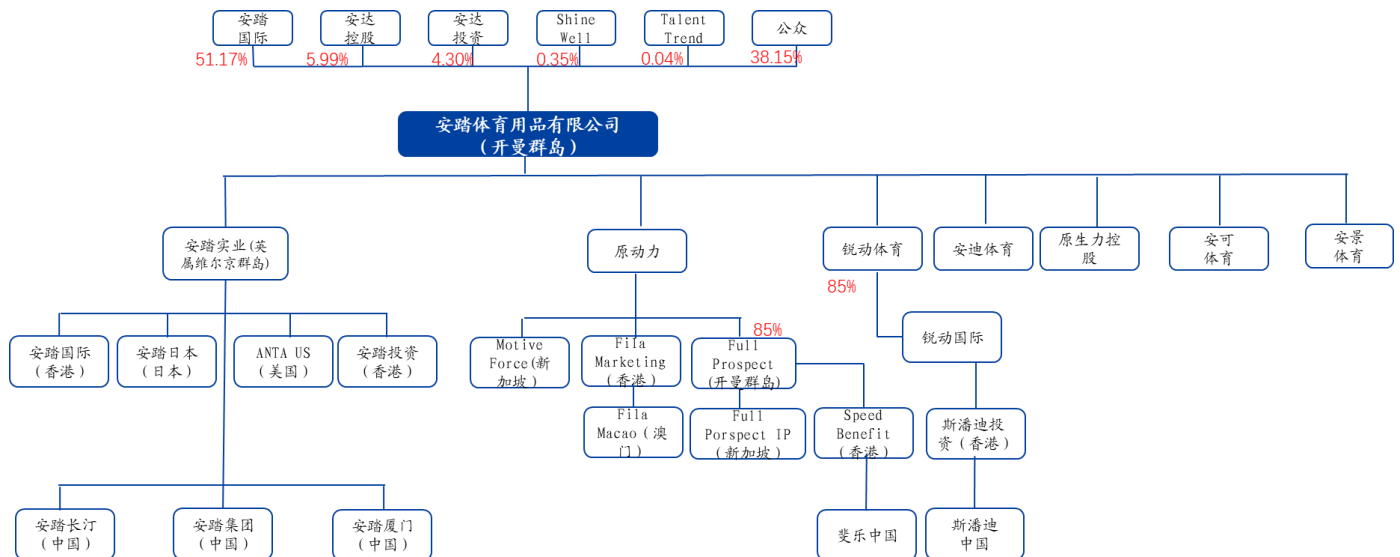
		借款金额	利率	税率
①Amer 净利润 (2018E)	151.00			
②加: Amer Sports 利息支出	33.54	950	3.53%	
③减: Mascot Midco 1 Oy 利息支出	10.24	315	3.25%	
④减: Mascot Bidco Oy 利息支出	63.75	1700	3.75%	
⑤扣除芬兰境内主体所得税后				
=①+ (②-③-④) * (1-23%)	119.85			23%
⑥减: JVCo 利息支出	26.00	1300	2%	
⑦计入安踏报表投资收益				
= (⑤-⑥) * 57.95%	54.39			
⑧减: 安踏资金成本	21.74	900	2%	
	19.20	640 (自有资金)	3% (资金成本)	
⑨增厚安踏 2019 年净利润 = (⑦-⑧) * (1-26%)	9.95			26%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算 注: 1) Amer Sports 2018 年净利润为彭博一致预期; 2) 芬兰主体税率假设为 2014-2016 年 Amer Sports 平均税率; 3) 用安踏资金成本为假设。

1.3 股权结构稳定集中

汇丰信托作为公司丁氏家族信托 (DSZ Family Trust & DSJ Family Trust) 受托人, 通过安踏国际、安达控股、安达投资、Shine Well 及 Talent Trend 合计持有安踏体育 61.8% 股份。因此公司实际控制人为丁世忠先生和丁世家先生及两者家庭成员, 股权结构长期稳定且较为集中。

图表 22: 安踏体育股权结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

二、体育产业沉浮中安踏如何脱颖而出

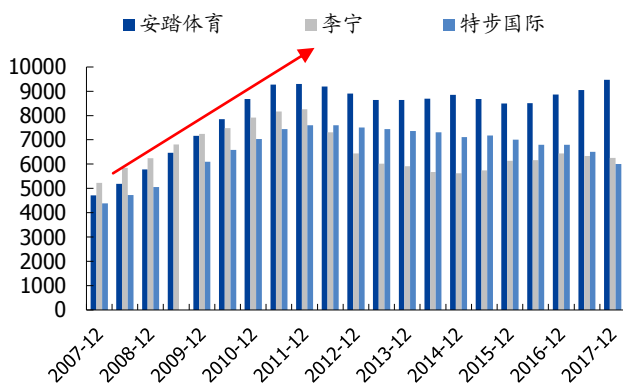
对于运动鞋服行业的发展趋势, 我们认为: 1) 目前行业规模平稳增长, 体育风潮的带动会催生运动鞋服行业的新一轮的增长及细分行业的发展。2) 由于运动品牌产品的专业性更高, 龙头公司在研发、品牌营销资源和渠道资源上具备竞争壁垒, 行业竞争格局具备优化动力; 3) 从欧美市场体育行业的发展趋势来看, 行业内易形成大市值龙头公司。

2.1 行业规模平稳增长，竞争格局有望优化

2013年以后，我国运动鞋服行业全面复苏。2000-2012年，我国运动鞋服行业进入了品牌商涌现崛起，行业高速发展的阶段。各运动品牌服饰公司门店粗放式的扩张为后续存货、渠道管理埋下隐患，行业随后进入调整阶段。2013年后，体育行业进入渠道去库存周期，以安踏为代表的运动服饰公司进行渠道改革。

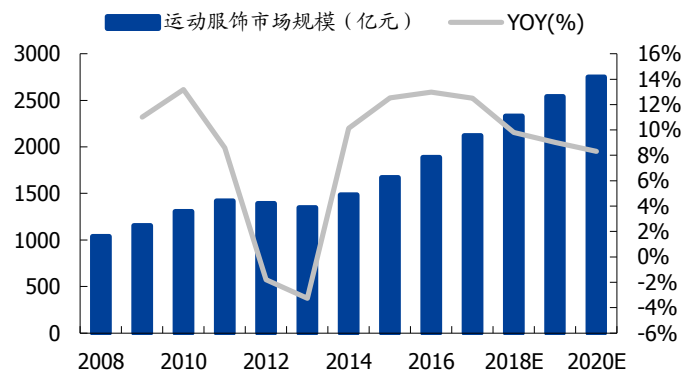
未来随着我国运动风潮的持续及杭州亚运会、北京冬奥会等大型体育赛事的带动，运动鞋服规模仍有一定的提升空间。Euromonitor 数据显示，2017年我国的运动鞋服市场规模已达2121.5亿元，2014-2017年行业规模CAGR达10.7%。据Euromonitor的预测数据，未来3年我国运动鞋服行业规模CAGR为9%，到2020年实现2751亿元左右的市场规模。

图表 23: 2007-2017 年各运动服饰公司门店数量 (个)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 我国运动鞋服市场规模及增速 (亿元, %)

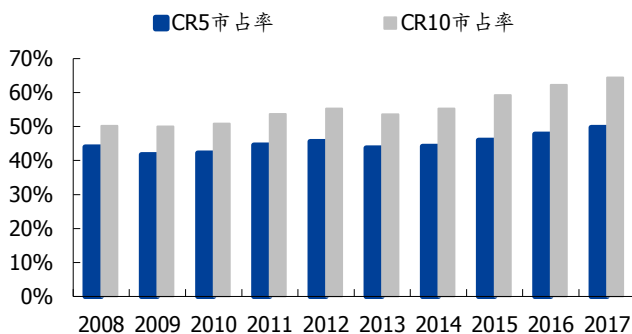


资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

从竞争格局来看，我国运动鞋服市场竞争格局优化，市场份额趋于集中，龙头品牌优势凸显。根据 Euromonitor 数据，从 2008 年到 2017 年，CR5/CR10 分别从 44%/50% 提升至 50%/64%。

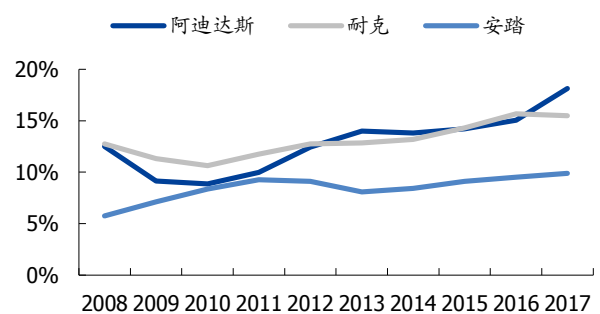
在行业竞争格局优化过程中，国民运动鞋服品牌也迎来发展机会。国民头部品牌多定位大众群体，面对的是中低收入人群——消费者中占比最大的客群，随着行业格局的优化，尾部中小品牌的市场份额萎缩，国民品牌的市占率有望进一步提升。以安踏为例，市占率从 2008 年的 5.8% 提升至 2017 年 10.0% (含 FILA)，仅次于阿迪达斯和耐克位列第三，在本土品牌中排名第一。

图表 25: 2007-2017 年我国市场 CR5/CR10 市占率变化 (%)



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

图表 26: 阿迪达斯/耐克/安踏体育市占率 (%)

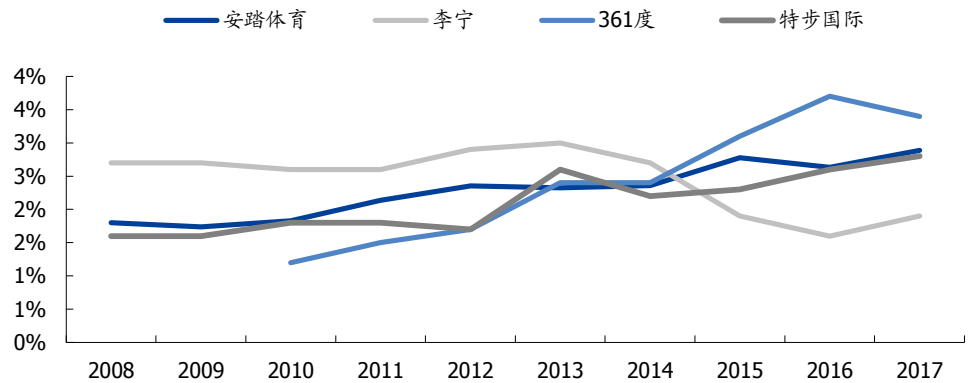


资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

由于运动品牌产品的专业属性更高，龙头公司在研发、品牌营销资源和渠道资源上具备竞争壁垒，行业竞争格局具备优化动力。

- **研发设计上**，运动鞋服产品不同于休闲服饰品类，我们认为专业性和功能性是运动品牌的命脉，研发设计是公司产品力的保障。龙头品牌公司在研发实力上更为强大，通过提升产品力塑造其品牌形象进而吸引消费者。过去十年间，龙头体育公司研发费用率均有所提升，以此来满足产品持续创新的需要。

图表 27: 2008-2018 年体育服饰公司研发费用率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **品牌营销上**，对核心体育资源的掌控是公司竞争力的体现。龙头公司在强产品力的基础上，能够掌握大型体育赛事、优秀运动员等能够对消费市场产生较大影响的稀缺性体育资源进行品牌营销。

图表 28: 运动品牌的体育赛事资源

	李宁	安踏	361 度
奥运会	1992-2004 奥运会中国代表团赞助商。 2008 年李宁点燃北京奥运主火炬。 2016 年里约奥运会赞助印度代表队。	2009-2024 年中国奥委会合作伙伴。 2017-2024 年中国体育代表团官方合作伙伴，提供奥运领奖服。	2016 年奥运会官方供应商，为行政人员提供制服。 2016 年赞助南非、希腊代表队队服。
国家队	赞助乒乓球、跳水、羽毛球、射击金牌队。 1990-2014 年赞助国家体操队。	赞助体操、蹦床、举重、摔跤、柔道、拳击、跆拳道等 24 个国家队。	赞助国家游泳队；签约孙杨、宁泽涛、叶诗文。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **渠道管理上**，龙头公司拥有覆盖更广更深的零售渠道体系。在行业调整阶段，以安踏为首的龙头企业率先进行零售导向转型，加强渠道的精细化管理。





2.2 从 NIKE 发展历程看国民品牌的成长之路

2010 年之前在行业急速扩张的周期中，我国体育鞋服企业采用单品牌广铺门店的扩张模式，后期终端销售不良，渠道库存堆积。随着国外体育品牌在中国市场的快速发展，本土品牌运营迎来挑战，急需突围。我们希望通过分析国外体育巨头 NIKE 的崛起历程来

看体育品牌商发展的重要路径以获取经验。

NIKE公司成立于1972年,是全球著名的体育运动用品制造商,旗下拥有 Nike、Converse、Hurley 和 Jordan 品牌。根据 Euromonitor 数据: NIKE 在美国及中国市场中均为运动鞋服行业市占率排名前2的品牌,2017年市占率在美国/中国分别为 20.0%/16.2%,在各自市场中分列第一、第二。

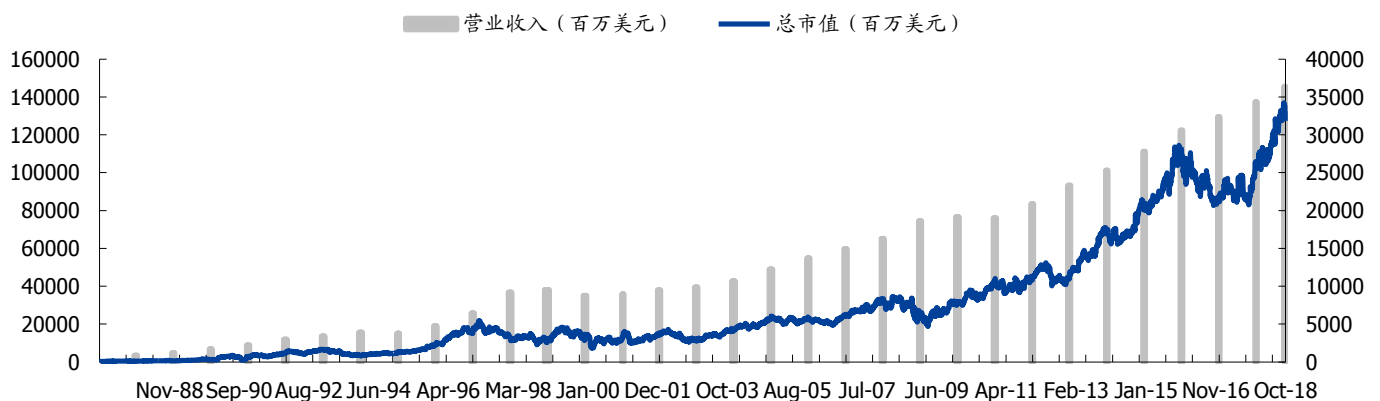
图表 29: 耐克体育旗下品牌

品牌	NIKE	JORDAN	HURLEY	CONVERSE
时间	1991	2008	2009	2015
LOGO				
品牌说明	综合性体育品牌	高端专业运动鞋品牌	针对年轻群体的运动休闲服饰	独特设计的运动休闲鞋类品牌

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

从股价表现来看,公司自上市以来伴随收入规模增长,股价不断提升,目前公司总市值超过 1350 亿美元,超过阿迪达斯成为第一大市值体育品牌公司。

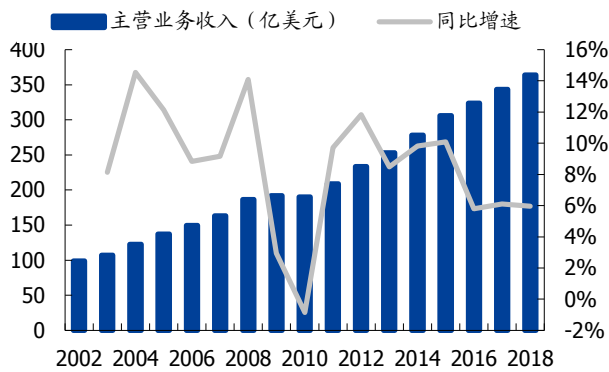
图表 30: 耐克总市值(左轴)和营收(右轴)情况(百万美元)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

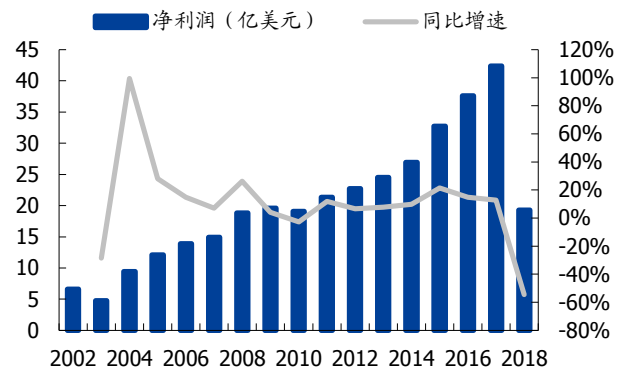
NIKE 公司 1987-2018 财年营业收入与净利润 CAGR 分别为 12.3%/13.5%, 一路成长为体育品牌巨头。2018 年公司实现营业收入/净利润 364/19.3 亿美元, 营收增速为 6%, 净利润受美国税改造成税收支出大幅增加影响, 同比下降 54%。

图表 31: 耐克营业收入及增速 (亿美元, %)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 32: 耐克净利润及增速 (亿美元, %)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

纵观 NIKE 的发展历程, 公司的崛起依赖于: 持续的产品创新保证产品的专业性; 优质组合营销策略树立品牌影响力; 贴近消费者需求的渠道/供应链管理方式保证产品畅销。

产品端: 敏锐的市场嗅觉+研发创新打造 NIKE 发展的核心动力

- **精准把握市场需求。** 20 世纪 60 年代, 美国慢跑热潮的出现带动大众体育消费需求提升, NIKE 公司为慢跑设计的高性价比跑鞋满足当下消费者的需求。
- **设计研发保障产品专业性。** 公司于 1980 年成立专门的研发实验室, 耐克科学家在实验室中获取并分析运动员的运动数据, 帮助设计师为全球各地运动员制造更先进的运动鞋、服装和装备。目前, 公司拥有 Air Vapormax、ZoomX、Nike React 等系列科技产品, 致力于鞋底、鞋面、支撑等方面的科技研发提升产品专业性。

图表 33: Nike Air VaporMax 跑步鞋



资料来源: NIKE 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表 34: Nike 科学实验



资料来源: NIKE 官网, 国盛证券研究所

品牌端: 营销组合拳打造品牌影响力

耐克选择与初具影响力的体育明星签约合作, 伴随新星的成长来提升品牌影响力, 而同时营销成本远低于签约大型赛事活动。NIKE 曾与乔丹、李娜等体育明星在其仍是体育新秀时便签订代言合同。

图表 35: 耐克代表性代言人



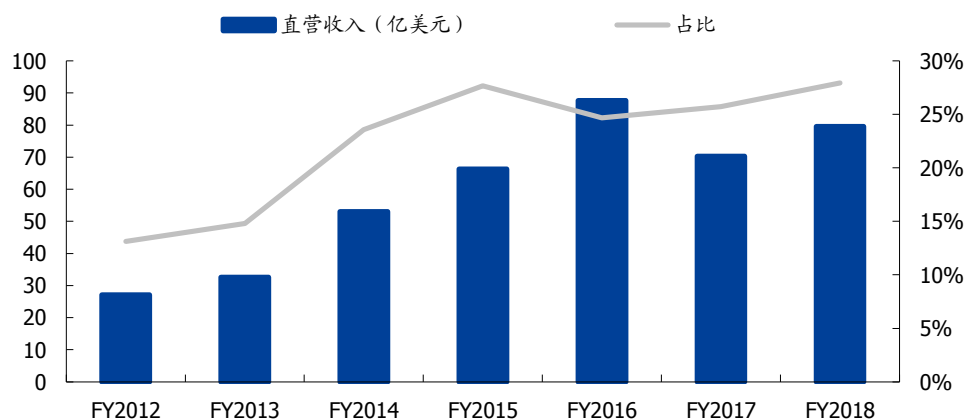
资料来源: 海报网, 搜狐新闻, 国盛证券研究所

不同于竞争对手采用高成本与体育赛事官方合作的模式, 耐克多采用伏击营销的方式。作为非官方赞助商, 一方面节省高额的合作代言费用, 另一方面耐克公司通过在大型赛事期间进行广告投放、线上社交平台互动、线下互动等宣传方式提升大赛期间品牌的影响力。线上互动具备曝光度高、互动频率高、成本低等优点, 成为耐克营销的重要方式。

渠道端: 灵活管理, 贴近消费者需求

渠道管理上由代理批发逐步转向零售管理模式, 与零售商形成紧密合作。公司早期的经营模式以加盟为主, 快速的渠道扩张以及对渠道控制力的减弱使得公司收入增长陷入困境。后期公司对于渠道的管理转型为零售管理模式, 直营(DTC)销售比例逐提升, 从FY2012的13%提升至FY2018的28%; 同时对零售渠道进行差异化管理, 加强对消费者需求的捕捉与反馈。

图表 36: NIKE 直营收入及其占比 (亿美元, %)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

完善渠道的信息化建设, 利用数字化手段精准获取消费者需求变化。在加强对零售渠道管理的同时, 公司搭建推行的数字平台“NIKE+”能够获取消费者的日常运动/消费习惯, 使得公司能够更加精准的进行产品设计和营销推送。

Triple Double 的消费者战略助力 NIKE 未来发展

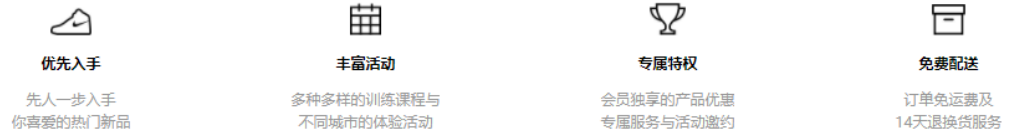
耐克公司于2017年提出新的消费者发展战略: Triple Double, 战略目标包括2倍的创新、

2 倍的速度、2 倍同消费者的直接联系，旨在通过对产品创新/供应链/渠道上的变革实现提升消费者体验。

- **Double innovation:**产品研发专业性与时尚度并重。公司根据消费者需求对产品进行研发设计，在提升产品科技含量的同时注重产品时尚度的提升进而满足消费者的个性化需求。
- **Double Speed:** 1) 研发创新周期缩短。公司在产品端减少 SKU 数量，精简业务部门数量，进而缩短研发周期为原先的 50%，使得研发设计能够更加贴近市场的变化。2) 在供应链管理上，缩短各环节周期，使得供应链能够快速响应消费者需求。NIKE 通过将产品设计的平均周期减半，精简供应商从而达到生产规模效应，进而缩短交付周期使得消费者的需求能够得到及时的响应。同时，在全球设立多个大型配送中心，提升物流效率。
- **Double Direct:** 过数字化技术打造贴近消费者的销售模式，提升消费者购物体验。1) 通过 NIKE+ 平台打造线上互动；2) 官网购物模式从订单打印到包装更加个性化；3) 公司推出 NikePlus 会员项目，将根据会员的个人偏好和购买习惯，提供会员专属的产品购买体验渠道，并提供独家的个性化服务，推送个性化新品。

图表 37: NIKE 会员福利

解锁更多NIKE服务，激发更强的自己



资料来源: NIKE 公司官网, 国盛证券研究所

2.3 安踏为何能够脱颖而出?

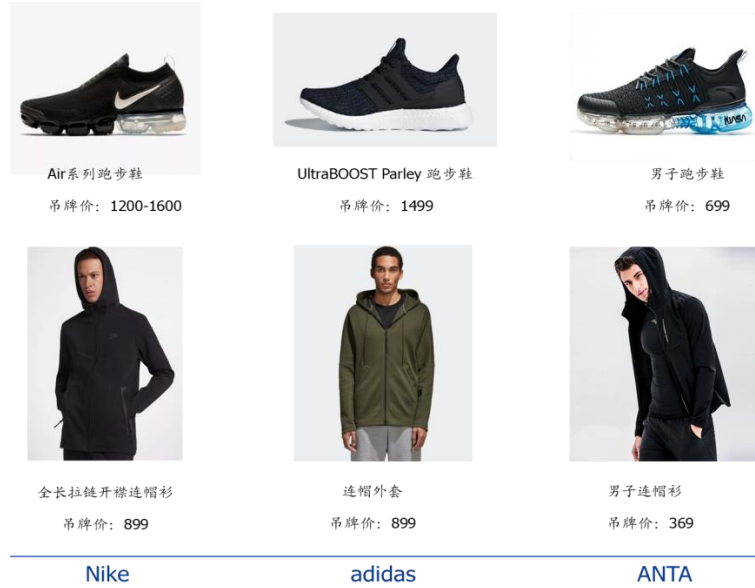
过去十年，安踏已经从单一品牌的公司到多品牌的运营成熟的综合性的体育平台型公司。在该平台上已经 1) 拥有完善的多品牌矩阵；2) 各品牌产品在强研发、严格质量管控下具备一定影响力；3) 形成了以零售为导向全业态布局的渠道体系；4) 打造了高效供应链和优化的物流仓储系统。

产品端：持续创新塑造强产品力

安踏主品牌坚持以大众化、专业化为产品定位，巩固市场地位。随着行业触底调整，安踏在调整过程中通过坚定做大众运动鞋服品牌，一直坚守其高性价比的市场上的优势，而产品的专业度的持续提升有助于提升产品在市场中的市场份额。

- 随着耐克、阿迪达斯等国际产品涌入中国市场，中高端产市场竞争愈加激烈。安踏的产品价格仅仅是国际大牌的一半，具备较高性价比。因此，安踏的定位人群涵盖了国内最大的受众群体，这部分市场空间大而海外品牌短期难以渗透。

图表 38: 安踏、阿迪达斯、耐克产品价格对比

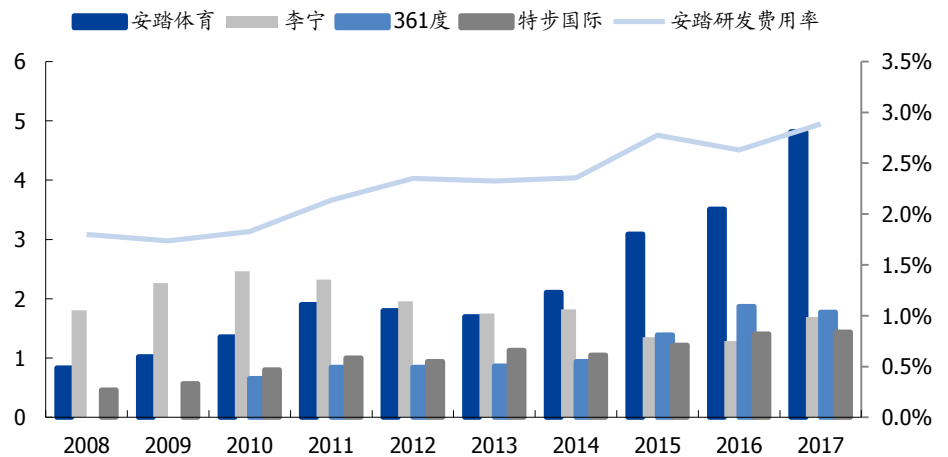


资料来源: 各品牌官方商城, 国盛证券研究所

➤ 而由于运动鞋服产品自身强功能性属性使得消费者对其专业化的要求会随着消费能力的日渐提升而不断提升。

1) 安踏通过持续的研发投入来保证产品创新, 提升产品品质。值得一提的是, 安踏在其规模化优势下, 在研发费用率接近的情况下, 其研发投入规模远高于国内同行业公司, 2017年其研发投入达4.8亿元, 研发费用占营收比例达2.9%。

图表 39: 体育服饰公司研发投入及安踏研发费用率 (亿元, %)



资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

目前公司所有的专利包括服装类专利 A-Rain Breaker 雨翼科技 (防泼水)、A-Silver energy 能量盾 (抗菌)、A-Organic Cotton 有机棉、A-Cool 吸汗速干科技等; 鞋类技术有 A-Jelly 弹力胶、A-Loop 能量环 (柔软舒适减震反弹)、SuperFlexi (弯折度设计)、A-WEB 呼吸网 3.0 等 40 余项。

图表 40: 安踏部分服装科技



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

2) 安踏品牌产品包括跑步、篮球、足球、综训等, 目前产品系列已拓展至拳击等小众体育项目, 领域细分, 专业化提升。

图表 16: 安踏品牌细分品类产品

品类	产品示例	品类	产品示例
跑步		篮球	
综训/健身		足球	
休闲		搏击	

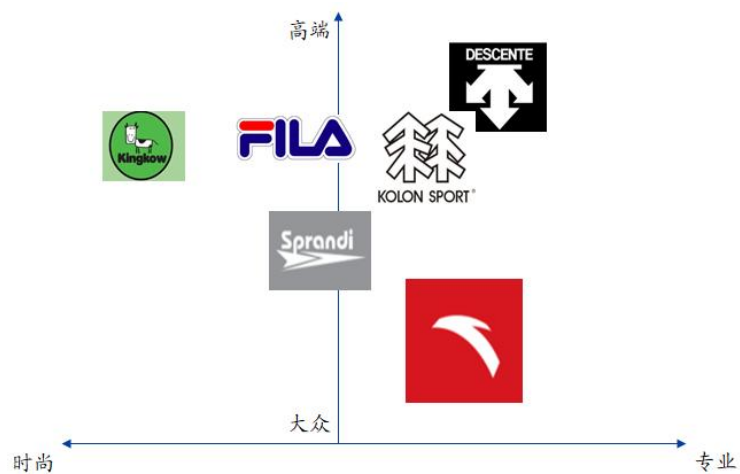
资料来源: 公司天猫旗舰店, 国盛证券研究所

品牌端：品牌矩阵完善，多品牌运营平台成熟

公司目前已经形成多年龄段、涵盖大众/高端目标人群的品牌矩阵。自2009年以来，公司收购中高端时尚运动品牌 FILA（意大利）开始，逐步将 DESCENTE（日本）、KOLON（韩国）、Sprandi（英国）、Kingkow 等品牌纳入麾下。

- 从覆盖的年龄层上看，公司旗下品牌实现了从儿童到成人的年龄层全覆盖。安踏主品牌及 FILA 品牌均提供成人品类和儿童品类 (ANTA KIDS & FILA KIDS)，而 Kingkow 品牌为 0-14 岁儿童提供舒适、时尚的服装。
- 从产品定位上看，公司各品牌实现了从大众到高端的全方位人群覆盖，从产品风格上来说，旗下品牌也完成了从时尚到专业品类的覆盖。安踏主品牌定位大众，致力于提供高性价比的专业产品。FILA 品牌定位高端运动时尚服饰，DESCENTE 定位高端体育服饰（包括滑雪、综训、跑步和其他类别）。

图表 41：安踏旗下各品牌定位



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

在品牌营销上通过紧抓体育赛事、体育明星等稀缺资源，同时通过开展线上线下大型互动等多维度营销活动提升品牌的曝光度和影响力。

- 公司通过与奥运会、亚运会、足球联赛等多个体育赛事合作广泛宣传安踏品牌。公司自 2009 年起成为中国奥委会官方合作伙伴，连续经历伦敦、里约两个奥运周期，而后又成为 2022 年北京冬奥会赞助伙伴，为国家队提供专业化运动设备和领奖服彰显品牌竞争力。

图表 42：安踏赞助国家队



资料来源：安踏集团微信公众号，国盛证券研究所

此外，在明星代言人及大型营销活动的带动下，公司旗下各个牌曝光度提升。

1) 主品牌: 2016年富有传奇色彩的菲律宾籍搏击冠军曼尼·帕奎奥成为安踏品牌代言人，加强安踏在综训方面的影响力。同时，公司2017年NBA冠军选手克莱·汤普森持续合作，不仅推出系列产品还与之开展“要疯”的营销活动，同时通过线上营销与线下形成互动。“要疯”相关微博在新浪微博阅读量超过7700万，全球网上视频流媒体直播吸引观众超过3300万。

图表 43: 安踏旗下代言人

时间	代言人
1999	孔令辉
2002	NBA 球星巴特尔(篮球)
2007	NBA 火箭队斯科拉
2009	网球巨星扬科维奇和郑洁(网球)
2010	NBA 巨星凯文·加内特(篮球)
2011	奥运冠军郭晶晶、歌手张靓颖(女子运动) 张继科、刘诗雯
2013	NBA 巨星拉简·隆多(篮球)
2014	NBA 巨星钱德勒·帕森斯(篮球) NBA 巨星克莱·汤普森(篮球)
2015	极限马拉松运动员陈盆滨 国家足球队队长郑智(足球)
2016	菲律宾拳王曼尼·帕奎奥
2018	NBA 巨星戈登·海沃德(篮球)

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理

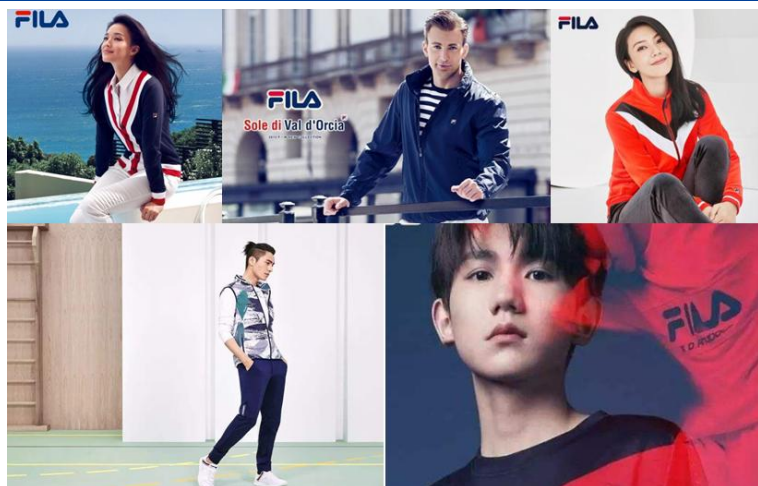
图表 44: 安踏与克莱·汤普森开展“要疯”营销活动



资料来源: 新浪新闻, 国盛证券研究所

2) FILA 品牌在代言人选择上与品牌的时尚定位相契合。与高圆圆、陈坤等著名影星签约代言，同时通过赞助真人秀活动提升品牌曝光度。目前王源已成为 FILA 全新代言人，作为极具商业价值“00后”新生代明星有望为品牌影响力注入新鲜活力。在体育活动营销上，FILA 品牌也赞助香港奥运代表队及香港品牌球队，在国际赛事中展现其独特风格。

图表 45: FILA 品牌代言人: 舒淇/ChrisEvans/高圆圆/陈坤/王源



资料来源: 搜狐网, 海报网, 太平洋时尚网, 国盛证券研究所

3) DESCENTE 签订吴彦祖为形象代言人，同时品牌开展以“AWAKEN”为主题的大型营销活动、在上海举办时装秀、在线上举行推广活动，均实现了 DESCENTE 品牌曝

光度的提升。

图表 46: DESCENTE 品牌代言人:吴彦祖

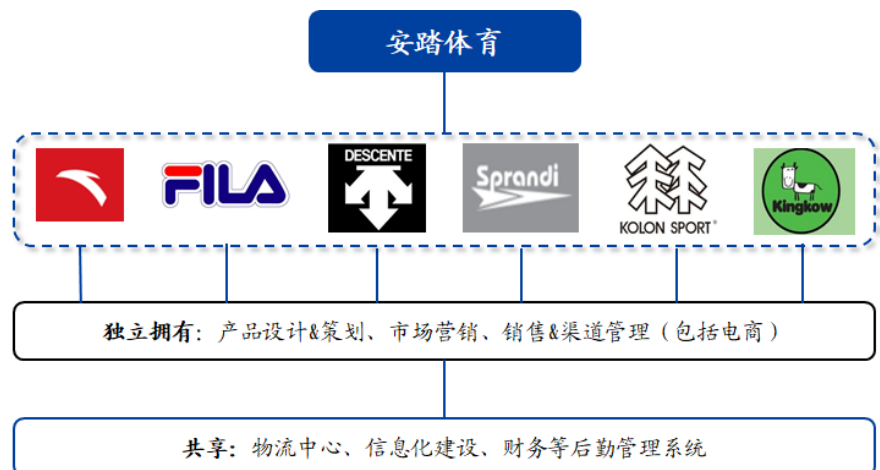


资料来源: 迪桑特(中国)官网, 国盛证券研究所

公司多品牌战略始于 FILA 的收购, 而 FILA 的高速发展呈现出公司对于收购品牌的运营管理能力日渐成熟, 更重要的是我们认为安踏已经逐渐成为一个足以孕育多品牌的平台型公司。公司多品牌战略成功源于:

- **收购品牌具备发展潜力且运营相对稳定:** 公司以成为全球化的公司为愿景, 相较于完全从内部孵化新品牌, 公司从在全球范围内寻觅具备发展潜力且运营相对稳定的品牌进行收购管理能够更有效率的壮大细分品类业务, 在收购过程中也能不断积累对品牌运作的管理经验。
- **独立运营与引导发展相结合的管理模式:** 公司内部下设多个品牌事业部, 各个事业部分别负责各自品牌的研发设计、订货、电商运营, 事业部制使得品牌运营相对独立, 能给制定有针对性的经营政策。另一方面公司对各个事业部切实的指导, 督促各事业部制定符合品牌发展的计划并落地执行, 使得多品牌实现高效发展。
- **强有力的平台化体系支持:** 公司负责为各个事业部提供法务、信息、物流等综合性支持工作, 平台运营多年, 多品牌运营能够形成在供应链端、渠道端的规模化效应进而降低成本, 而在品牌营销上公司拥有重要赛事和体育明星等资源予以支持。

图表 47: 安踏多品牌管理架构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所绘制

渠道端：以零售为导向的全渠道战略

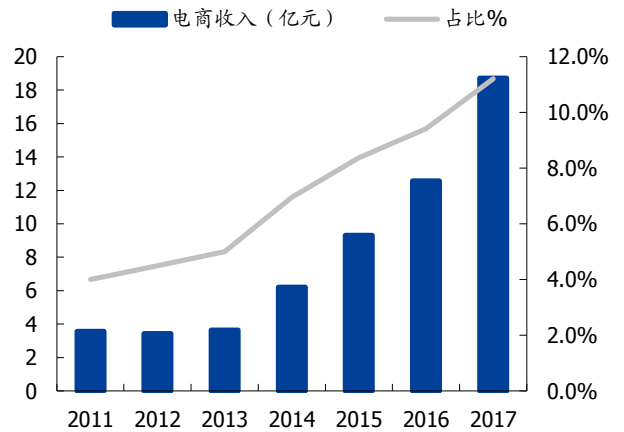
2009年-2012年，体育服饰行业由于前期渠道粗放扩张引发了渠道管控不灵、库存积压等问题导致行业进入低谷调整阶段。安踏通过对渠道的成功改革实现了率先复苏：1) 渠道从原来的街铺拓展到高端百货、购物中心、电商等，实现全渠道覆盖；2) 渠道管理由批发模式转向零售模式，更加贴近消费者需求，实现店效提升。

公司线下渠道从传统的街铺为主的模式逐渐转化为百货商场+购物中心主导模式。主品牌线下门店启动8代店的升级计划，采用易于搭配的陈列方式，打造差异化的门店形象。线上电商平台也逐步成为公司重要的销售渠道，我们估算2017年公司线上销售占比10%+，未来占比有望进一步提升。

图表 48: 安踏第 8 代门店



图表 49: 安踏线上收入及占比估算 (亿元, %)



资料来源: 搜狐体育, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司渠道管理采用高效的扁平化管理模式，管控力度强，门店产品销售能够及时的反应消费者需求的变化，进而将渠道库存保持在健康状态中。

- 主品牌由批发转向零售模式，建立零售导向思维和考核系统，使得零售阶段更加贴近消费者需求。1) 订货阶段，公司在销售数据分享和分析的基础上，对经销商进行精准订货指导，有助于管理终端产品陈列和库存控制的同时使得商品规划和生产更加高效。2) 加强对店铺陈设、销售策略和销售人员的管控。

就订货的精准指导而言：公司根据店铺所处城市、所处商圈、以及店铺的店效和面积等维度对 7000 多个店铺进行分级。订货中针对不同级别的店铺会有对应的商品组合推荐，每个经销商在该商品组合的基础上进行小部分的调整（占比 20%左右）。在推送商品组合的同时公司还模拟了这批货在店铺陈列的样式，一方面有助于零售展示，另一方面可以助于生产端的商品规划。

- FILA 品牌在收购后从分销渠道模式转化为扁平化的直营模式。公司加强对单个门店精细化管理：配货到店，增强周转；统一门店形象及对店员的培训管理，提升消费者消费体验。

供应链端：打造高效物流仓储体系

在供应链端，公司采用高效的管理模式，与线下渠道零售管理模式相匹配。

公司建设一体化物流园区，整合物流资源，加强对销售数据监控。公司于 2017 年底投入使用一体化物流园区，物流园区面积 522 亩，集物流中心、智能工厂、技术中心、创新中心、订货会议中心于一体。

物流园区的使用 1) 支持了安踏旗下各品牌线下门店的运送需求, 通过对终端销售数据的监控, 辅助公司的快反业务开展; 2) 推动了线上、线下业务的融合, 满足线上业务高速增长带来的仓储/运送需求。在此基础上满足线上业务收入增长产生的物流、信息需求。

图表 50: 安踏体育物流园区



资料来源: 中物联服装物流分会, 国盛证券研究所

三、后 4.0 时代, 何为安踏体育未来的成长动力?

我们认为, 经过了单聚焦、多品牌、全渠道战略发展后, 进入后 4.0 时代的安踏体育未来的增长动力来自于 1) 主品牌中大货的稳健增长+童装的迅速扩张; 2) 平台高效运营下的多品牌策略带来的发展潜力。

3.1 ANTA: 成人装内生增长+童装外延扩张

安踏主品牌发展至今运营成熟, 主品牌自复苏以来, 终端销售波动增长, 整体表现优于市场平均水平。2018 年 Q3 公司安踏品牌终端流水维持双位数增长。

图表 51: 安踏终端流水/订货会增速 (%)

	2015				2016			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
终端流水增速	6%-9%	6%-9%	6%-9%	4%-6%	4%-6%	7%-9%	10%-13%	17%-19%
订货会增速	10%-15%	10%-15%	10%-15%	10%-15%	10%-15%	10%-15%	6%-9%	10%-15%
	2017				2018			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
终端流水增速	10%-13%	20%-30%	14%-17	20%-25%	20%-25%	10%-13%	10%-13%	/
订货会增速	4-6%	4-6%	0-5%	6%-9%	/	/	/	/

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理

目前安踏品牌渠道已形成对我国的三四线城市的深度覆盖, 我们判断未来安踏成人装收入增长的主要驱动力将来自于内生增长。截止 2018 年 H1, 安踏品牌 (含安踏儿童) 已有门店 9650 家。我们预计到 2018 年底, 安踏品牌门店数量将增加到 9700-9800 家。

正如前文所述, 公司对于渠道的形象升级+精确到单店的渠道管理均有助于提升消费者的购物体验, 提升产品的适销度 (我们预计截止 2018H1, 安踏 3 个月内新品售罄率已

超过 65%)，主品牌的专业化系列产品有望进一步打开市场。我们估算目前安踏主品牌店效平均水平为 20+万/月，我们预计未来 2-3 年内公司对于渠道的优化将助推店效平均水平有所提升。

经测算，我们预计 2018-2020 年安踏成人装线下收入分别为为 93.1/100.5/108.2 亿元，同增 12%/8%/8%。

图表 52: 安踏成人装线下营收预测

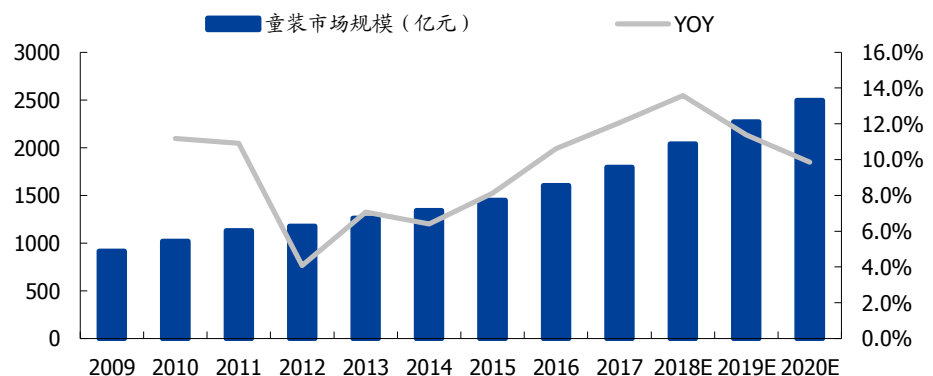
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
安踏门店数量	7031	6831	6991	7076	7126	7176
同比增长		-2.84%	2.34%	1.22%	0.71%	0.70%
单店店效 (万元/月)	16.25	17.71	18.24	20.06	21.47	22.97
同比增长		9.00%	3.00%	10.00%	7.00%	7.00%
安踏零售终端收入 (亿元)	137.07	145.16	152.31	169.95	183.32	197.53
安踏营业收入 (亿元)	75.11	79.54	83.46	93.12	100.45	108.23
同比增长		5.90%	4.93%	11.58%	7.86%	7.75%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测 注: 历史数据为国盛服饰团队拆分估算

安踏儿童快速增长。未来随着童装行业市场规模的扩大及竞争格局的优化，在外延扩张和店效提升的双重驱动下，安踏儿童品牌收入有望保持较高速度的增长。

2009 年以来，我国童装行业市场规模稳定增长，随着二胎政策在全国范围内放开，未来市场空间有望扩大同时增速有望提升。Euromonitor 数据显示，我国 2010-2017 年童装市场规模 CAGR 为 8.4%，预计 2018-2020 童装市场规模 CAGR 为 10.6%。

图表 53: 我国童装市场规模及其增长率 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所绘制

安踏儿童作为市占率靠前的童装品牌具备支撑其持续增长的优势: 1) 产品端属性更多样化，在提供专业的运动品类基础上提供满足日常上学/出游的服饰。2) 渠道铺设早，布局广阔，截止 2018 年 H1 安踏儿童门店数量约为 2500 余家。

在童装业务景气度带动及安踏自身优势下，2018 年上半年，我们估算安踏儿童流水增长超过 40%。未来我们判断安踏儿童业务有望在外延扩张+店效提升的双重动力下实现收入增长。我们预计 2018-2020 年安踏童装线下收入分别为分别为 28.5/34.9/39.7 亿元，同增 26%/19%/17%。

图表 54: 安踏儿童线下营收预测

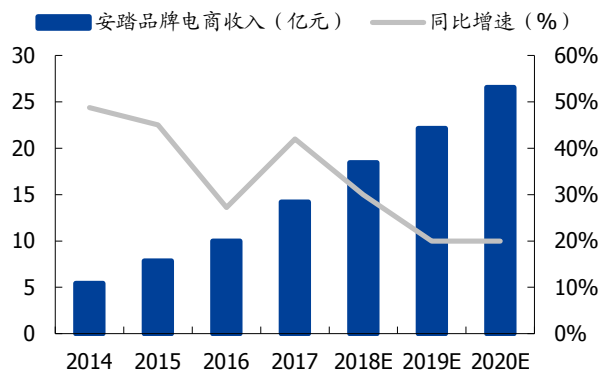
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
安踏儿童门店数量	1458	2029	2476	2716	2916	3066
同比增长		39.16%	22.03%	9.69%	7.36%	5.14%
单店店效 (万元/月)	11.49	12.87	14.03	15.85	17.91	19.89
同比增长		12.00%	9.00%	13.00%	13.00%	11.00%
安踏儿童零售终端收入 (亿元)	19.47	29.58	40.18	50.76	61.83	72.45
安踏儿童营业收入 (亿元)	10.94	16.61	22.57	28.51	33.88	39.70
同比增长		51.88%	35.86%	26.32%	18.84%	17.18%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测 注: 历史数据为国盛服饰团队拆分估算

目前线上电商平台也逐步成为公司重要的销售渠道, 我们估算 2017 年公司线上销售占比 10%+, 未来占比有望进一步提升。我们预计 2018-2020 年安踏品牌电商收入分别为 18.5/22.1/26.6 亿元, 同增 30%/20%/20.0%。

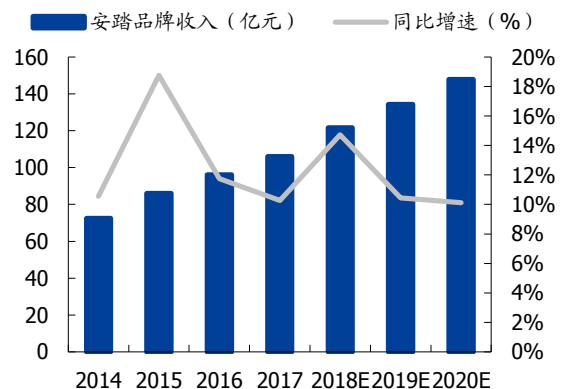
综上, 我们预计 2018-2020 年安踏主品牌收入 140.1/156.5/174.5 亿元, 同增 16.5%/11.7%/11.5%。

图表 55: 安踏品牌电商收入及预测 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

图表 56: 安踏品牌收入及增速预测 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

3.2 多品牌错峰竞争, 增长可期

在高效的多品牌平台的运作下, 公司旗下 **FILA** 品牌处于高速增长通道中, 多个新晋细分领域品牌成长可期。

FILA: 处于高速增长通道

安踏自 2009 年收购 **FILA** 品牌以来, 经过了对其渠道调整、库存处理后, **FILA** 品牌进入高速增长通道。

- **重塑产品定位, 打造迎合消费者需求的产品。**收购后重塑 **FILA** 时, 公司做了大量的消费者调研, 发现我国的消费者对当时市场上缺乏的运动时尚休闲风格的服饰接受度高, 而 **FILA** 的出现正好能够迎合消费者的需求。在产品设计上传承品牌的美学根源, **FILA** 品牌所有国家的设计师一入职都会被派到位于意大利的品牌博物馆学习展品和设计手稿, 传承 **FILA** 设计的经典根源。此后设计师在这个根源的基础上, 结合

当下的颜色、面料、廓形来演绎、创新不断吸引消费者。

图表 57: FILA 在博物馆中展示的经典设计产品

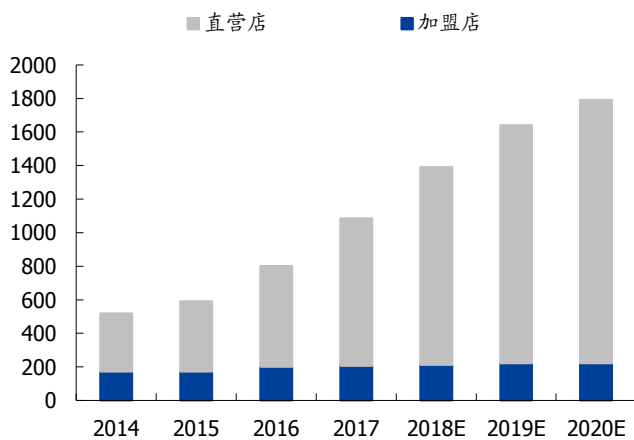


资料来源: 搜狐新闻, 国盛证券研究所

- **子品牌组合拳, 囊括多个年龄层消费者, 打开渠道外延空间。**2015年定位中高端儿童服饰的FILA KIDS品牌成立, 继承了FILA时尚运动基因, 2018年推出FILA FUSION进一步获取年轻消费者的喜爱。截止2018年H1, FILA品牌(含FILA KIDS/FUSION)共有门店1248家, 预计至2018年底门店数量将超过1400家, 主要布局在我国一、二线城市。我们预计未来品牌门店仍然有超过40%的外延空间, 预计2020年门店数量将达1700-1800家。
- **渠道端进行高效的扁平化直营管理, 提升店效水平。**根据我们测算, 目前FILA品牌经典系列店效水平达60万/月, FILA FUSION及FILA KIDS略低于主品牌。FILA大面积门店的拓展、多产品线集合门店的拓展叠加对原有门店的调整, 店效水平有望提升。

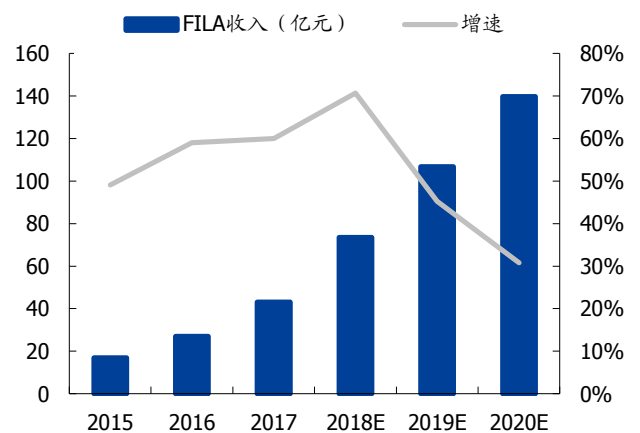
综上所述我们预计2018-2020年, FILA品牌收入为73.5/106.8/139.7亿元, 同增71%/45%/31%。

图表 58: FILA 门店数量预测 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

图表 59: FILA 品牌收入及增速预测 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

细分领域新晋品牌潜力可期

FILA 的高速发展呈现出公司对于收购品牌的运营管理能力日渐成熟，更重要的是我们认为安踏已经逐渐成为一个足以孕育多品牌的平台型公司。在此基础上公司品牌矩阵目前已搭建完毕，多个新晋品牌均着眼于细分品类，形成错位竞争，潜力可期。

DESCENTE: 品牌高美誉度，冬奥会或成发展机遇。 主打滑雪产品定位高端的户外运动品牌，在滑雪、溜冰等领域享有较好声誉。DESCENTE 产品不仅局限于户外滑雪，在专业运动、综训、跑步等产品线上均有所涉及以满足消费者的多样化需求。产品品质优异与高专业性使得品牌拥有较高的竞争壁垒。

截止 2018 年 H1，DESCENTE 品牌已有门店 85 家，预计 2018 年年底门店数量突破 100 家，渠道布局主要为购物中心门店和奥特莱斯店。我们认为在优越功能性的基础上，**2022 年北京冬奥会带动的冰雪运动浪潮将会是 DESCENTE 品牌未来发展的机遇。**

图表 60: DESCENTE 门店



资料来源：迪桑特官方微博，国盛证券研究所

Sprandi: 以大众为目标群体的户外运动鞋品牌，主打中端城市健步鞋。 该品牌于 2016 年电商渠道上进行销售尝试。截止 2018H1 已有门店 81 家，预计 2018 年年底门店数量将超过 100 家，该品牌在东欧市场销售表现出色。

KOLON SPORT: 户外生活引领者，渠道调整进展顺利。 1973 年诞生于韩国，KOLON SPORT 作为户外生活的引领者，一直致力于发展户外休闲文化事业，经过不断地革新成为顶尖专业户外品牌。2017 年 10 月，安踏子公司 ANKO 与 KOLON SPORT 成立合资公司，由此安踏对其门店进行接手和调整，渠道调整结束后有望进入门店拓展的增长阶段。

KINGKOW: 丰富童装品类，公司童装品牌运营经验已积累到位。 面对 0-14 岁儿童，为其提供高品质童装。公司于 2017 年底以 6 千万港元收购小笑牛(KingKow) 100% 股权及有关商标拥有权。公司目前安踏童装与 FILA KIDS 运营成功，为 KINGKOW 的经营积累经验，未来有望与已有主打运动类的童装业务形成互补。

图表 61: KOLON SPORT 产品



图表 62: KingKow 门店



资料来源: 品牌官网, 国盛证券研究所

资料来源: 品牌官网, 国盛证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们在如下假设下对公司进行盈利预测:

收入端: 根据前文所述, 我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 223.3/281.8/342.4 亿元, 同增 33.8%/26.2%/21.5%, 具体而言:

1) 安踏主品牌: 线下方面, 安踏成人装收入分别为 93.1/100.5/108.2 亿元, 同增 12%/8%/8%; 安踏童装收入分别为 28.5/34.9/39.7 亿元, 同增 26%/19%/17%; 安踏电商收入分别为 18.5/22.1/26.6 亿元, 同增 30%/20%/20.0%, 综上, 安踏主品牌收入 140.1/156.5/174.5 亿元, 同增 16.5%/11.7%/11.5%。

2) FILA 品牌收入为 73.5/106.8/139.7 亿元, 同增 71%/45%/31%。

3) 2018-2020 年其他业务收入分别为 3.4/9.7/18.5 亿元, 同增 184%/90%/53%。

图表 63: 安踏体育收入预测 (亿元, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
安踏品牌收入	106.14	120.22	140.08	156.47	174.50
同比增速		13.3%	16.5%	11.7%	11.5%
安踏成人	79.54	83.46	93.12	100.45	108.23
同比增速		4.9%	11.6%	7.9%	7.8%
安踏儿童	16.61	22.57	28.51	33.88	39.70
同比增速		35.9%	26.3%	18.8%	17.2%
安踏电商	10.00	14.19	18.45	22.14	26.57
同比增速		42.0%	30.0%	20.0%	20.0%
FILA 品牌收入	26.93	43.08	73.54	106.81	139.71
同比增速		60.0%	70.7%	45.2%	30.8%
FILA 线下	24.36	39.10	66.76	95.62	121.82
同比增速		60.5%	70.8%	43.2%	27.4%
FILA 电商	2.57	3.99	6.78	11.18	17.89
同比增速		55.0%	70.0%	65.0%	60.0%
其他品牌收入		3.42	9.70	18.48	28.19
同比增速			183.7%	90.4%	52.5%
线下-Descente		2.76	6.16	12.92	19.61
同比增速			122.7%	109.8%	51.8%
线下-其他品牌		0.12	2.69	4.19	6.38
同比增速				55.8%	52.3%
线上		0.54	0.86	1.37	2.20
同比增速			60.0%	60.0%	60.0%
营业总收入	133.46	166.92	223.32	281.75	342.40
同比增速		25.1%	33.8%	26.2%	21.5%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

盈利端:

毛利率水平上, 考虑到 1) 公司高毛利产品比重的提升; 2) 服装直营比例提升。我们判断公司毛利率水平稳中有升, 预计 2018-2020 年毛利率水平分别为 50.7%/51.7%/52.2%。

费用率水平上, 1) 我们认为由于 2018 年公司对中国奥组委的赞助及渠道营销支出的增加, 预期销售费用率水平较 2017 年略有提升, 后续逐渐回归正常水平, 预计 2018-2020 销售费用率为 24.2%/24.0%/24.0%; 2) 管理费用水平我们认为随着公司管理效益的提升未来公司的管理费用率水平有望下降, 预计 2018-2020 管理费用率分别为 4.80%/4.80%/4.70%。

综上所述, 我们预计公司 2018-2020 年净利润为 40.2/51.8/63.7 亿元, 同增 31.7%/28.9%/23.0%。

Amer 收购:

考虑到本次并购并未实质完成, 预测假设中并未包含任何与并购相关的财务影响。如前所述, 理论测算: 若收购完成后 2019 年有望增厚安踏体育 995 万欧元 (约合人民币 7771 万元)。

4.2 估值分析与投资建议

绝对估值：按照 DCF 估值法，假设永续增长率为 2%、股票市场风险溢价为 10%，则 WACC 为 10.27%，再针对加权平均资本成本和永续增长率，进行敏感性分析，得出估值区间 **39.34-51.08 港元**，对应 **2019 年 PE 为 18-23 倍**。

图表 64: 绝对估值敏感性分析

永续增长率 g WACC	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%
7.01%	67.03	68.23	69.62	71.23	73.13	75.39	78.09	81.37	85.42
7.71%	59.63	60.54	61.59	62.80	64.21	65.87	67.84	70.20	73.07
8.48%	53.19	53.88	54.68	55.59	56.64	57.87	59.32	61.03	63.08
9.33%	47.57	48.09	48.69	49.38	50.17	51.08	52.15	53.40	54.89
10.27%	42.64	43.04	43.49	44.01	44.60	45.28	46.07	46.99	48.07
11.29%	38.30	38.61	38.95	39.34	39.78	40.29	40.88	41.56	42.35
12.42%	34.48	34.71	34.97	35.27	35.60	35.98	36.41	36.92	37.50
13.66%	31.12	31.29	31.48	31.70	31.95	32.24	32.56	32.93	33.36
15.03%	28.14	28.27	28.42	28.58	28.77	28.98	29.22	29.49	29.80

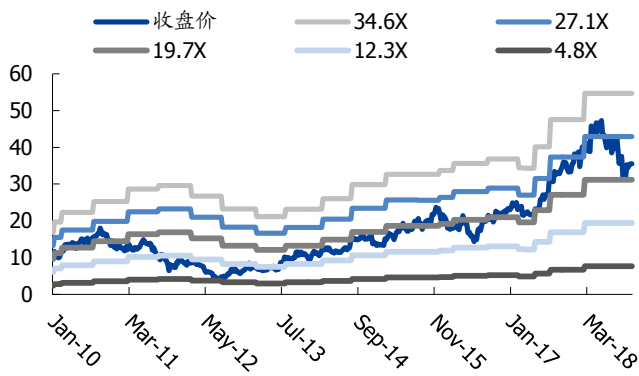
资料来源：国盛证券研究所测算

相对估值：根据安踏体育 PE-band，公司自上市以来伴随公司业绩的增长，PE 水平不断的提升，从横向维度上看，公司作为体育龙头享有一定龙头溢价，PE(TTM)估值水平在多数时期高于同业可比公司。

公司现价 36.30 元港币，对应 2019 年 PE 17 倍，我们认为公司作为国内体育第一龙头，在其“单聚焦、多品牌、全渠道”的战略下已形成产品、品牌、渠道和供应链端的核心竞争力，更重要的是成长为可孕育多品牌的平台。未来随着全球化战略的开展，公司将打开更广阔的发展空间。预计公司 2018-2020 年净利润为 40.2/51.8/63.7 亿元（同增 31.7%/28.9%/23.0%），对应 EPS 1.50/1.93/2.37 元，给予 2019 年动态 PE 23-25 倍目标价，对应股价 50.12-54.47 港币。

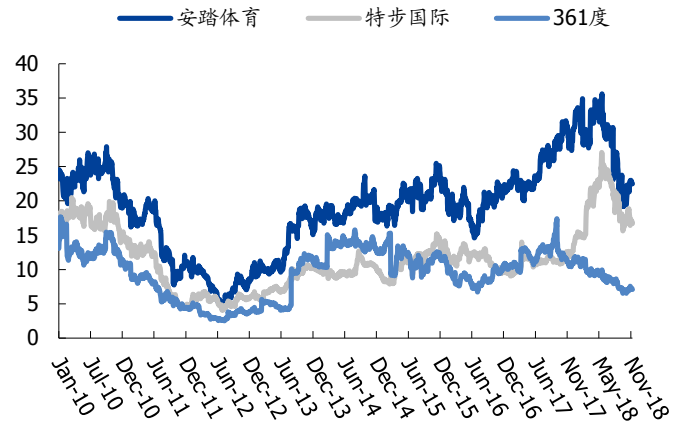
结合 DCF 估值方法和相对估值法，我们给与公司目标价 50.12-54.47 港币，对应 2019 年 PE23-25 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 65: 安踏 PE-Band



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 66: 运动服饰 PE (TTM)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

风险提示

终端销售下滑: 市场环境不景气造成的终端销售下滑造成的店效增速和拓店计划不及预期。

多品牌业务开展不顺: 收购的多品牌之间协同效果不佳, 造成多品牌业务开展不顺。

海外并购事项具不确定性: 对 Amer Sports 收购事项的达成及费用支出具有不确定性。目标价的达成具有不确定性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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

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

分析师声明

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

投资评级说明

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

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com