

中信证券研究部

薛缘
 分析师

S1010514080007


联系人：郑一鸣

联系人：顾训丁
核心观点

安踏体育收购 Amer Sports, 有望成为其从优秀走向卓越的起点。公司具备本土运动行业绝对龙头的综合竞争力、未来业绩的可持续成长性和成为全球运动龙头的潜力。市场对于收购进程/效果的担忧和消费下行公司增速放缓的担忧已释放, 上调目标价至 46 港元, 对应 2019 年 22 倍 PE, 维持“买入”评级。

收购顶级体育用品集团 Amer Sports。Amer Sports 拥有 Salomon/始祖鸟/所罗门等顶级专业品牌, 品牌组合多元&市占率领先, 国际运营经验丰富, 绑定优质体育营销资源。此次收购由安踏联合 Anamered (Lululemon 创始人持有)/方源资本/腾讯收购 Amer Sports, 对价 40 欧元/股, 估值相对较高 (EV/EBIT 24 倍), 但具一定合理性 (Amer 稀缺性/国内市场飞跃式发展潜力)。

看长：安踏从优秀到卓越的转折点。安踏近三十载积淀成为本土绝对龙头, 兼具大众综合品牌、专业/高端/小众品牌优秀运营能力。行业发展趋势将影响竞争终局, 预计未来将呈现: 综合品牌格局一统&剩者为王、小众品牌空间继续扩张。在此背景下, 收购 Amer Sports 有望助力公司实现突破、从优秀走向卓越。如果能顺利收购、并成功运营 Amer Sports, 未来安踏有望: ①中国市场, 发力专业/高端/小众市场、快速提升规模, 进一步做大做强安踏主品牌, 与 Nike/Adidas 争锋; ②全球市场, Amer Sports 全球业务再上台阶, 安踏主品牌开启全球化、打开新的成长空间, 最终成为一家具备全球影响力的运动品牌集团。

看短：详解收购对于安踏财务影响。收购后, Amer Sports 海外业务保留原核心团队、预期稳健。中国业务收入尚小 (1.2 亿欧/占 4%)、门店有限 (始祖鸟/Salomon 各约 200 家 VS North Face 600+家/ Columbia 800+家), 未来望借力安踏、不断推进产品本土化/供应链协同/零售能力提升, 预计 2023 年实现收入 8 亿-10 亿欧元、净利润约 5000 万欧元。考虑 Amer Sports 未来表现, 我们测算收购对安踏短期财务影响如下: ①预计 2019 年增厚净利润 0.68 亿元/eps 0.03 港元; ②提升安踏资产负债率至 45%左右, 同比海内外公司仍处正常水平; ③收购占用部分现金, 但不影响公司正常经营; ④分红率预计将有所降低。

风险因素：收购交易达成存不确定性; 收购完成后 Amer Sports 整合效果存不确定性; 消费景气下行超预期、公司经营不达预期的风险。

投资建议：考虑此次并购达成时间尚未明确, 且对 2019 年报表影响较小, 因此暂不考虑收购带来的影响。维持预测 2018/2019/2020 年 EPS 为 1.47/1.82/2.24 元 (对应 1.68/2.08/2.55 港元), 维持“买入”评级, 上调目标价至 46 港元, 对应 2019 年 22 倍 PE。

安踏体育	02020.HK
评级	买入 (维持)
当前价	36.30 港元
目标价	46.00 港元
总股本	2,685 百万股
港股流通股本	2,685 百万股
52 周最高/最低价	49.0/30.3 港元
近 1 月绝对涨幅	3.13%
近 6 月绝对涨幅	-22.24%
近 12 月绝对涨幅	11.90%

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	13346	16692	22665	28758	35835
变化 (%)	19.95	25.08	35.78	26.88	24.61
净利润(百万元)	2386	3088	3953	4891	6003
变化 (%)	16.91	29.44	28.03	23.70	22.76
每股收益 (港元)	1.01	1.31	1.68	2.08	2.55
市盈率 (倍)	36	28	22	17	14

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2018 年 12 月 07 日收盘价

目录

■ 安踏收购 Amer Sports, 交易核心要点.....	1
安踏领衔, 收购财团背景强大.....	1
收购时间表渐为清晰.....	2
收购估值较高, 但具备合理性.....	3
Amer Sports 保留核心管理团队, 延续原有业务正常发展.....	4
■ Amer Sports: 数十载积淀, 铸顶级体育用品集团.....	4
全球顶级体育用品集团, 冬季&户外业务为核心主业.....	4
核心壁垒: 品牌&产品丰富, 供应链&研发深厚.....	8
关于 Amer Sports, 写在最后.....	14
■ 看长: 安踏体育从优秀到卓越的转折点.....	14
第一阶段 (1990-2010 年): 行业蓝海发展期, 安踏快速扩张成龙头.....	15
第二阶段 (2011-2018 年): 本土品牌格局形成, 安踏多品牌发力.....	17
行业竞争终局: 综合品牌格局一统&剩者为王, 小众品牌空间继续扩张.....	21
■ 中短期: 详解收购对于安踏财务影响.....	25
Amer Sports: 海外稳健发展, 中国充满想象.....	25
短期财务影响测算.....	28
■ 风险因素.....	29
■ 估值及投资评级.....	30

插图目录

图 1: 安踏体育收购 Amer Sports 交易结构图	1
图 2: 收购时间规划	2
图 3: Amer Sports 公司发展阶段梳理	5
图 4: 代表性产品展示	5
图 5: 2006 年-2018 年前三季度 Amer Sports 营业收入及增速 (单位: 亿欧元)	6
图 6: 2006 年-2018 年前三季度 Amer Sports 调整后净利润及增速 (单位: 亿欧元) ...	6
图 7: 2017 年 Amer Sports 公司收入结构—按业务	6
图 8: 2017 年 Amer Sports 冬季&户外业务结构	6
图 9: Amer Sports 品牌矩阵	6
图 10: 公司重点品牌收入规模及增速对比 (单位: 亿欧元)	8
图 11: 2017 年 AMER SPORTS 公司收入结构—按地区	8
图 12: 中国地区收入提升较快但占比很小	8
图 13: 公司各个细分领域核心品牌价格段	9
图 14: 高端户外服装品牌收入对比 (2017 年, 亿欧元)	10
图 15: 2016 年 GPS 手表测评	10
图 16: 2017 年 Amer Sports 全球供应链分布	11
图 17: 2017 年 Amer Sports 采购结构	11
图 18: 研发投入规模及占比 (百万欧元)	12
图 19: Salomon S-Lab 邀请运动员深度参与	12
图 20: 以始祖鸟为例看公司背后的研发体系和机制	13
图 21: 中国运动行业竞争格局变迁	15
图 22: 2007-2022E 年中国运动鞋服市场规模和增速 (单位: 亿元)	15
图 23: 2008-2014 年本土运动鞋服龙头品牌门店数量变化	16
图 24: 2006-2011 年本土运动鞋服龙头品牌营业收入 (亿元)	17
图 25: 2006-2011 年本土运动鞋服龙头品牌净利润 (亿元)	17
图 26: 2008-2011 年中国运动鞋服市场前十名品牌市占率变化	17
图 27: 2011-2017 年中国运动鞋服市场前十名品牌市占率变化	18
图 28: 安踏品牌产品展示	19
图 29: 2017 年本土品牌研发投入规模及占比对比	20
图 30: 2017 年本土品牌广告营销投入规模及占比对比	20
图 31: 2009-2017 年安踏体育旗下 FILA 品牌门店数量	21
图 32: 2012-2017 年安踏体育 FILA 业务收入及同比增速 (亿元)	21
图 33: 中国市场 nike/adidas/安踏/李宁产品主力价格段对比	21
图 34: 安踏体育零售额增长预测 (单位: 亿元)	22
图 35: 中国市场 nike/adidas/安踏/李宁产品主力价格段对比	22
图 36: 安踏同 Nike、Adidas 收入/净利润对比 (亿美元)	23
图 37: Nike、Adidas 旗下品牌 VS 专业品牌集团	23
图 38: VF 历史收购历程	23
图 39: 人均 GDP 和户外运动项目的对应关系	24
图 40: 2017 年全球运动品牌集团在中国地区收入及占比 (单位: 亿美元)	25
图 41: 所罗门/North Face/Columbia 中国门店数	27
图 42: North Face/Columbia 中国市场零售额	27

图 43: Amer 中国地区收入预测 (单位: 亿欧元)	28
图 44: Amer 中国地区盈利预测 (单位: 亿欧元)	28
图 45: FY2018H1 资产负债率对比	29
图 46: 2019 年安踏现金情况测算 (单位: 亿元)	29
图 47: 2014-2018 年安踏体育 PE band.....	30

表格目录

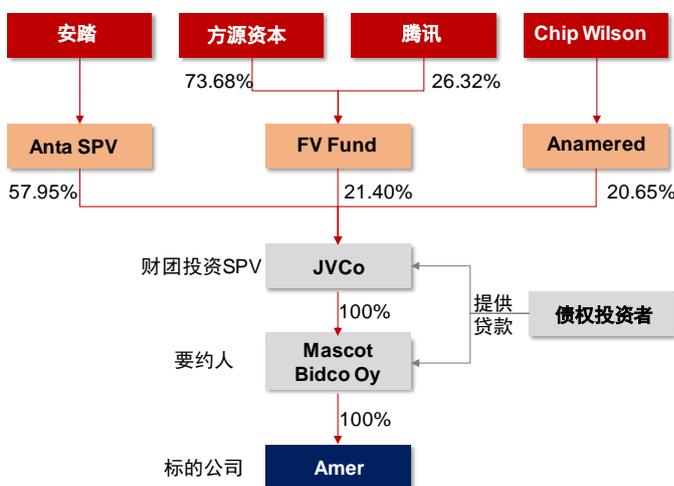
表 1: 近期安踏重要收购事项.....	2
表 2: 运动全球龙头公司估值与 Amer Sports 收购对价对比	3
表 3: Reebok 和 Umbro 收购案例估值	3
表 4: 全球专业/高端/小众运动品牌集团	4
表 5: 2015-2016 年亚马逊双板滑雪/滑雪鞋品牌排行	10
表 6: 公司长期合作的顶级供应商	11
表 7: Amer Sports 品牌营销回顾	14
表 8: 安踏品牌营销与其他品牌对比.....	16
表 9: 2013Q1-2015Q4 各运动品牌同店增速	18
表 10: 2013Q2-2015Q4 各运动品牌订货会增速.....	19
表 11: 收购对于安踏业绩影响测算.....	28
表 12: 安踏体育盈利预测与估值	31

安踏收购 Amer Sports, 交易核心要点

安踏领衔, 收购财团背景强大

安踏领衔, 联合 Anameder/方源资本/腾讯共组财团收购全球顶级体育用品集团 Amer Sports。安踏体育公告, 拟以 40 欧元/股对价, 收购 Amer Sports 100% 股权。此次收购, 安踏体育集结了 Anameder (世界顶级运动品牌 Lululemon 创始人持有, 丰富北美运营成功经验)、方源资本 (拥有众多消费成功投资经验, 管理资产规模近 50 亿美元)、腾讯 (国内互联网巨头)。收购完成后, 四方持股比例为: 安踏体育 57.95%、Anameder 20.65%、方源资本 15.77%、腾讯 5.63%。

图 1: 安踏体育收购 Amer Sports 交易结构图



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

强大的收购财团, 为收购成功构筑基础, 更为 Amer Sports 业务未来成长保驾护航。

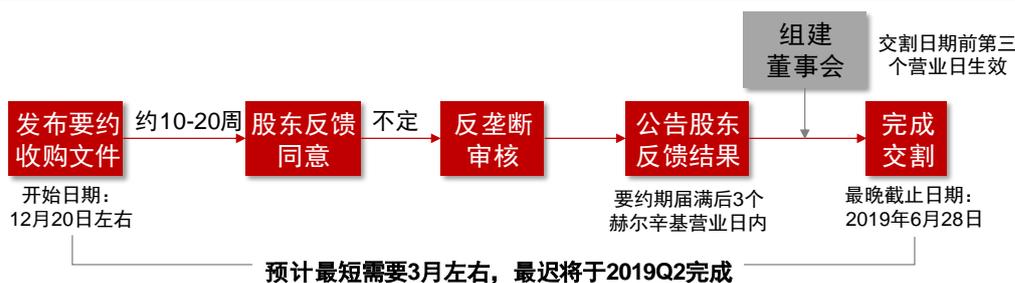
- ❖ **Anameder Investments:** 公司持有人 Wilson 为全球运动领先品牌 Lululemon 的创办人(目前仍持有 Lululemon 主要权益), 为垂直零售、技术面料&服装等领域的专家。Lululemon 为全球领先的运动品牌公司, 2017 财年实现收入 26.49 亿美元、净利润 2.59 亿美元, 全球直营门店数达 404 家, 全球运动行业市占率 0.7%。
- ❖ **方源资本:** 亚洲最成熟的独立私募股权投资公司之一, 重点投资领域包括消费者、媒体和技术、医疗健康、工业及金融服务, 具体标的包括美团点评、赫基集团、太平鸟、Pure Fitness、分众传媒等。目前公司资产管理规模近 50 亿美元。
- ❖ **腾讯:** 腾讯为国内互联网行业巨头, 旗下微信和 QQ 社交平台将用户连接到多元化的数字内容, 包括游戏、视频、音乐和文学。在先进技术和庞大社交用户群的有力支撑下, 腾讯智慧零售计划有望助力 Amer Sports 和安踏提高运营效率, 捕捉未来的增长机遇。

收购时间表渐清晰

2018年9月12日安踏首次公告联合方源资本向 Amer Sports 提出收购意向，但当时整体收购流程及进展规划尚不得而知。此次公告更为详尽地披露了收购后续的规划及进程。

具体收购流程：截至收购完成前，尚需完成发布要约收购文件（预计12月20日左右）、股东反馈同意、反垄断审核、公告反馈结果、完成交割等重要流程。目前，股东反馈同意、反垄断审核的时间长度仍存在一定不确定性，预期要约收购最迟将于2019Q2完成。

图2：收购时间规划



资料来源：公司公告，中信证券研究部预计

❖ 股东反馈：董事会支持、部分股东通过、高溢价吸引力十足

Amer Sports 董事会已经建议股东接受要约收购，该建议具有十足效力。

部分主要股东已经接受要约。Amer Sports 部分主要股东（Kaleva、Ilmarinen、Mandatum Life、Varma）已做出接受要约收购的不可撤销承诺，共持有 7.91% 股份及投票权。公司股东 Maa-ja vesitekniikan tuki r.y.（4.29%）已表示对要约收购持正面看法。

高溢价具备充足吸引力，90%+ 股东同意即可实现 100% 收购。要约价（40 欧元/股）较披露日期收市价溢价 39%，较原披露日期前三个月成交量加权平均价溢价 43%。同时只要要约收购超 90% Amer Sports 已发行股份，便可强制性以要约价收购剩余股份。

❖ 反垄断审核：安踏具备一定境外品牌收购经验

安踏收购经验助力 Amer Sports 收购顺利推进。在 2015-2018 年，安踏体育已成功收购多个境内外品牌，包括 2015 年收购 Sprandi 国内业务（英格兰）、2016 年收购 Descente 国内业务（日本）、2017 年收购 Kingkow（中国香港）、2017 年收购 Kolon 国内业务（韩国），在反垄断审核方面具备一定经验，助力公司收购 Amer Sports 的顺利推进。

表 1：近期安踏重要收购事项

品牌	国家或地区	收购时间	门店数
Sprandi	英格兰	2015	81
Descente	日本	2016	85
Kolon	韩国	2017	189
Kingkow	中国香港	2017	63

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：门店数截至 2018 年 6 月 30 日

收购估值较高，但具备合理性

要约收购对价 46.4 亿欧元，共需总资金 56.63 亿欧元。此次收购总资金需求为 56.63 亿欧元，包括要约收购价 46.4 亿欧元（40 欧元/股）、偿还 Amer Sports 现有债务 9.5 亿欧元、融资及其他交易费用 0.73 亿欧元。

❖ 此次收购估值偏高

此次收购 Amer Sports 对价，对应 2018 年 EV/EBITDA（调整）、EV/EBIT（调整）、PE、PS 估值分别为 18、24、31、1.7 倍。

对比全球运动行业领先公司：目前，全球运动公司 2018 年平均 EV/EBITDA、EV/EBIT、PE、PS 分别为 18、25、35、2.5 倍。剔除估值过高的 UA，全球运动公司 2018 年平均 EV/EBITDA、EV/EBIT、PE、PS 分别为 15、18、24、2.6 倍。

对比历史运动品牌收购：2006 年 Adidas 收购 Reebok 对应 EV/EBITDA、EV/EBIT、PS 分别为 11、13、0.95 倍，2008 年 Nike 收购 Umbro 对应 EV/EBITDA、EV/EBIT、PS 分别为 10、11、2.01 倍，收购 Amer Sports 估值更高。如果从对价的溢价程度考虑，此次交易（较前三个月平均股价溢价 43%）与 Reebok（较前 20 天平均股价溢价 37.97%）、Umbro（较前 20 天平均股价溢价 55.98%）相近。

表 2：运动全球龙头公司估值与 Amer Sports 收购对价对比

公司	EV/EBITDA		EV/EBIT		PE		PS	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
Nike	19.47	17.06	22.61	19.81	27.63	23.39	2.98	2.77
Adidas	13.21	11.74	15.93	14.06	23.24	20.30	1.77	1.65
Lululemon	17.58	15.17	20.71	17.57	30.94	26.30	4.65	4.10
UA	32.05	25.3	61.09	39.75	94.72	64.34	1.96	1.86
WWW	11.81	10.98	13.53	12.52	15.33	14.10	1.40	1.35
VF	15.4	14.06	17.6	15.89	20.67	18.24	2.19	2.07
均值	18.25	15.72	25.25	19.93	35.42	27.78	2.49	2.30
剔除 UA 均值	15.49	13.80	18.08	15.97	23.56	20.47	2.60	2.39
收购 Amer	18.47	16.31	23.69	20.36	30.76	25.45	1.72	1.62

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：Amer Sports 估值均采用收购对价 40 欧元/股计算；财务数据均采用 Bloomberg 一致预期

表 3：Reebok 和 Umbro 收购案例估值

公司	收购完成时间	收购方	收购价	收购总价	溢价	PS	EV/EBITDA	EV/EBIT
Reebok	2006	Adidas	59 美元/股	36.72 亿美元	37.97%	0.95	10.98	12.71
Umbro	2008	Nike	1.93 英镑/股	3.02 亿英镑	55.98%	2.01	10.31	10.95

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：估值采用 TTM；溢价为相对公布前 20 天平均价格的溢价水平。

❖ 但综合评估，具备合理性

估值合理原因之一：Amer Sports 具备稀缺性。我们认为，运动行业未来发展趋势是：综合性品牌将格局一统、剩者为王，专业/高端/小众品牌空间将持续扩张（具体原因后文我们详细阐述）。Nike 收购 Umbro、Adidas 收购 Reebok，均属于综合性品牌竞争进入尾声，强势品牌收购弱势品牌，为的是在相对同质化的市场中拿到更多份额和营销资源。

而 Amer Sports 旗下拥有多个细分运动品牌龙头，这些品牌异质性强、壁垒高、符合未来发展趋势。目前，全球多数专业/高端/小众运动品牌经营归属权较为分散，拥有较多优质品牌的集团仅有 3-4 个，分别是 Amer Sports、VF 集团、Wolverine 集团、Pentland 集团，因此 Amer Sports 具备稀缺性。

表 4：全球专业/高端/小众运动品牌集团

品牌集团	旗下主要品牌
Amer Sports	Salomon, Arcteryx, Wilson, Peak Performance, Atomic, Mavic, Suunto, Precor
VF 集团	Lee, Vans, Timberland, The North Face, Napapijri, Lucy Activewear, Reef
Wolverine 集团	Saucony, Wolverine, Merrell, CAT, Keds
Pentland 集团	Speedo, Ellesse, Berghaus, Canterbury
Maus Frères SA	Lacoste, Aigle

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

估值合理原因之二：Amer Sports 有望借助安踏国内市场运营经验，实现飞跃式发展。我们认为，始祖鸟、Salomon 在中国市场拥有很大的发展潜力，未来 5 年 Amer Sports 中国业务有望实现销售收入 8 亿-10 亿欧元、EBIT 1 亿欧元，净利润 5000 万欧元（详见下文）。

从 FountainVest SPV 的协议，我们也能够看出其对这笔投资的收益预期：①JVCo IPO 估值不低于原始股本出资的 200%；②如果收购完成 5 年后仍未 IPO，FountainVest SPV 有权进行股权交易，安踏拥有优先收购权。这就是说，FountainVest SPV（方源资本和腾讯）投资预期是 5 年 Amer Sports 业务总估值翻倍，且能够开始推进 IPO。

Amer Sports 保留核心管理团队，延续原有业务正常发展

保留核心管理团队，延续原有业务正常发展。收购完成后，财团计划 Amer Sports 将独立营运，公司现总裁及首席执行官 Heikki Takala 及公司主要执行人员继续领导公司业务，根据 Amer Sports 董事会的策略方向实施其业务计划。同时财团将借助在中国市场的运营经验及资源推动 Amer Sports 公司中国业务的发展。

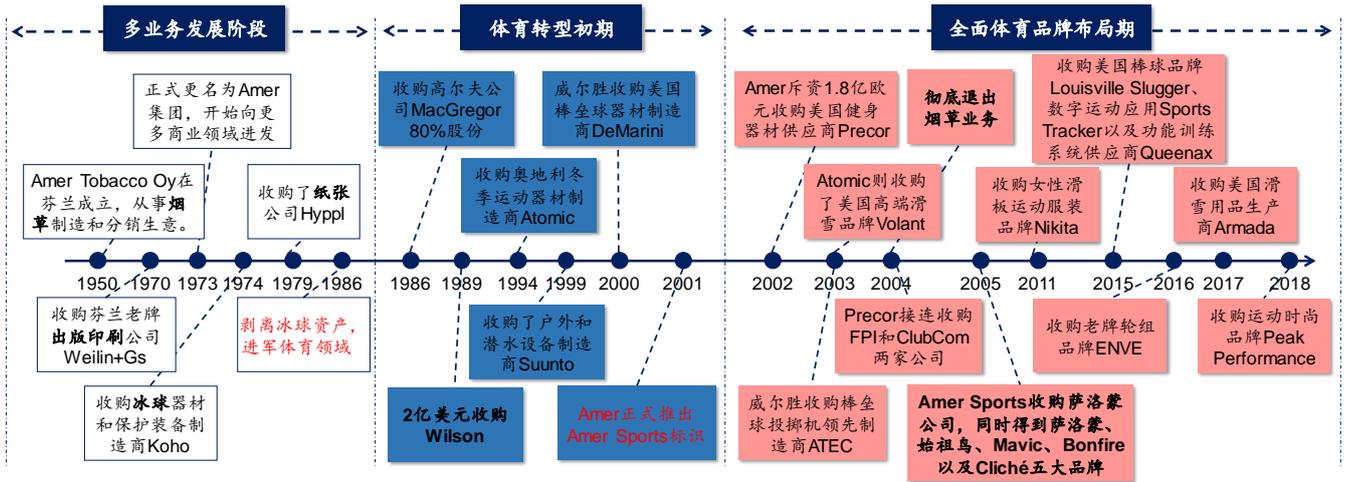
Amer Sports：数十载积淀，铸顶级体育用品集团

全球顶级体育用品集团，冬季&户外业务为核心主业

起于烟草公司，借力并购成功转型全球顶级体育用品集团

Amer Sports 成立于 1950 年，通过并购整合成长为全球顶级的体育品牌管理集团。公司初创为芬兰烟草公司，随后逐步剥离其他业务、聚焦体育主业。在经历了多业务发展、转型体育主业、全面布局体育业务的三阶段后，形成了目前的三大业务板块——冬季&户外（Winter&Outdoor）、球类（Ball）和健身（Fitness），拥有高端户外运动品牌 Salomon、顶级户外品牌始祖鸟、顶级运动器械品牌 Wilson、高端健身器械品牌 Precor 等十几个行业领先运动品牌。

图 3: Amer Sports 公司发展阶段梳理



资料来源: 中信证券研究部整理绘制

图 4: 代表性产品展示

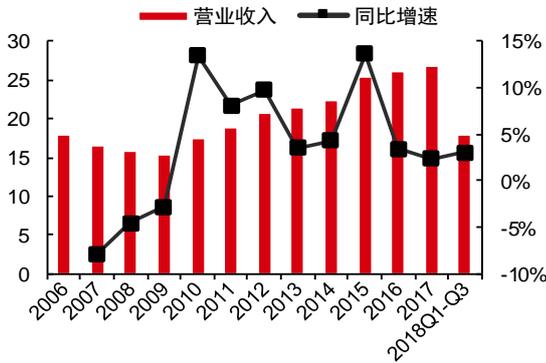


资料来源: 各品牌官网, 中信证券研究部

2007-2017 年, Amer Sports 营业收入和调整后的净利润复合增速分别为 5%、22.5%。公司在 2012 年开启一项重组项目, 旨在提高运营效率和节约成本, 主要措施包括存货管理、资源重新优化、市场和渠道扩张, 并在 2014、2017 年升级重组项目, 产生相关的一次性费用主要计入项目推行和更新的当年。因此, 剔除“重组项目”一次性开支的实际调整净利润, 能够更好反映公司的经营增长情况。

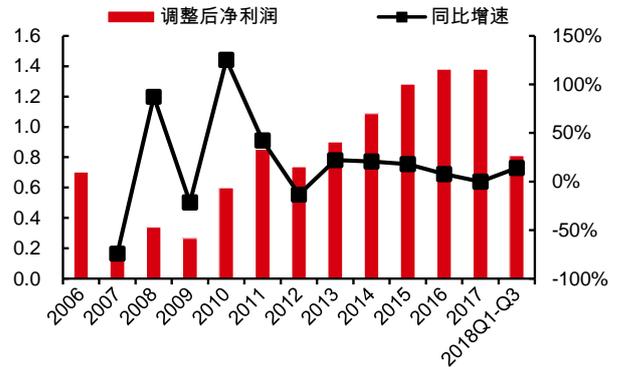
2017 年, Amer Sports 实现营业收入 26.85 亿欧元 (约 213 亿人民币)、同增 2.4%, 实际调整净利润为 1.38 亿欧元 (约 10.73 亿人民币)、同比 2016 年持平。2018 年前三季度 Amer Sports 实现营业收入 18 亿欧元 (约 140 亿人民币)、同增 3.0%, 实际调整净利润为 0.81 亿欧元 (约 6.30 亿人民币)、同增 14.1%。

图 5: 2006 年-2018 年前三季度 Amer Sports 营业收入及增速 (单位: 亿欧元)



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 6: 2006 年-2018 年前三季度 Amer Sports 调整后净利润及增速 (单位: 亿欧元)

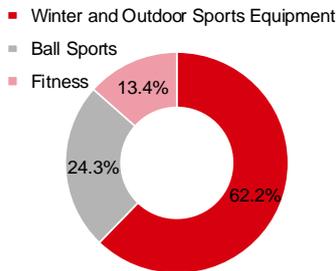


资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

冬季&户外业务贡献主要收入，欧&美地区目前占比较高

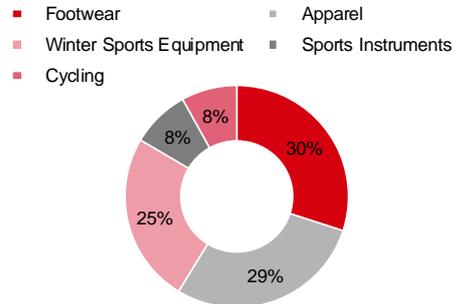
公司冬季&户外业务占比最高，其中鞋服&冬季运动装备贡献主要收入。按照业务类型分为冬季&户外、球类、健身三大核心业务，2017 年收入占比分别为 62%/24%/14%。且各品牌均已实现盈利。

图 7: 2017 年 Amer Sports 公司收入结构—按业务



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 8: 2017 年 Amer Sports 冬季&户外业务结构



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

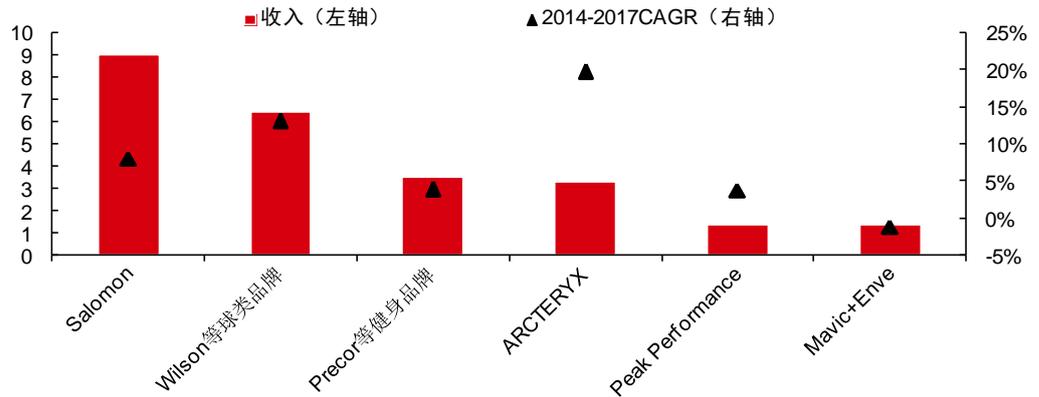
图 9: Amer Sports 品牌矩阵



资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

- ❖ 冬季&户外业务为核心支柱业务，其中始祖鸟&Wilson 保持高增，Salomon/Peak Performance/Precor 平稳增长。旗下主要品牌包括：
 - **Salomon**: 1947 年创立（初期生产滑雪板为主），2005 年被公司收购，法国冬季户外运动品牌，主要从事设计制造各类顶级户外专业的鞋类、服装、背包及各类滑雪器材，其中尤以公路跑/越野跑装备最为知名。Salomon 目前收入占比最高，2017 年实现收入 9 亿欧元（占整体收入 33.5%），其中，滑雪设备/衣服/鞋履收入占比分别为 30%/15%/55%，2014-2017 年收入 CAGR 为 8.1%。
 - **始祖鸟**: 1989 年创立、2005 年被公司收购，加拿大顶级户外运动品牌，主要从事设计制造户外服装、背包和攀登护具，2017 年实现收入 3.3 亿欧元左右，占整体收入比重 12.5%，2014-2017 年收入 CAGR 为 19.7%。
 - **Peak Performance**: 1986 年创立、2018 年被公司收购，瑞典户外运动时装品牌（起源于滑雪产品，后来发展至各户外运动系列），2017 年实现收入 1.4 亿欧元，占整体收入比重 5.2%，2014-2017 年收入 CAGR 为 3.7%。
 - **Mavic**: 1889 年创立于法国、2005 年被公司收购，世界顶级自行车和骑手设备制造商。此外，公司于 2016 年收购顶级碳纤维零部件生产商 Enve。2017 年 Mavic、Enve 两个品牌合计收入 1.3 亿欧元，2014-2017 年收入 CAGR 为 -1.2%。
 - **Atomic**: 1955 年创立、1994 年被公司收购，奥地利领先滑雪品牌，双板滑雪装备在业内久负盛名。
 - **Suunto**: 1936 年创立于芬兰、1999 年被公司收购，世界领先的智能运动腕表的设计和制造商。2017 年实现收入 1.42 亿欧元，占整体收入比重 5.3%，2014-2017 年收入 CAGR 为 4.1%。
- ❖ 球类业务主要包括 Wilson、DeMarini、Louisville Slugger（棒球品牌）、Racquet Sports and Golf 等品牌，其中 Wilson 为核心品牌。
 - **Wilson**: 1913 年创立于美国、1989 年被公司收购，网球运动第一品牌，以 Wilson 为主的球类业务 2017 年实现收入约 6 亿欧元，占整体收入比重约 24%，2014-2017 年收入 CAGR 为 13.1%。
- ❖ 健身业务主要包括 Precor 和 Queenax 两个品牌，其中 Precor 为核心品牌。
 - **Precor**: 1980 年创立、2002 年被公司收购，美国商用高端健身器械和服务提供商，以 Precor 为主的健身业务 2017 年实现收入约 3.5 亿欧元，占整体收入约 13%，2014-2017 年收入 CAGR 为 3.8%。

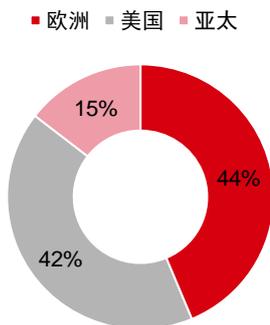
图 10: 公司重点品牌收入规模及增速对比 (单位: 亿欧元)



资料来源: 公司年报, 公司官网, 中信证券研究部

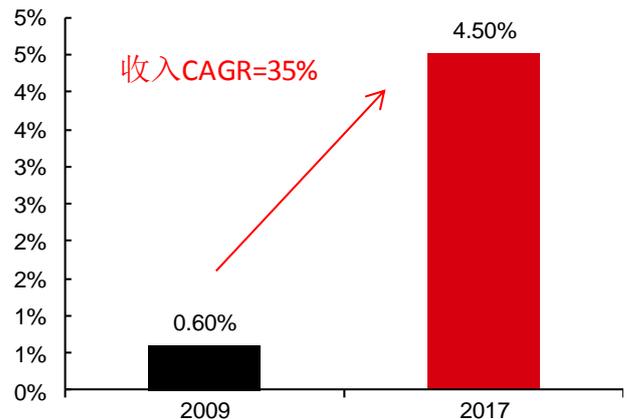
分地区来看, EMEA&美洲地区均占 40%+, 亚洲地区占比仍较小。截至目前公司已经在 30 多个国家开展业务, 2017 年公司在 EMEA (欧洲、中东及非洲)、美洲地区、亚太地区收入分别占比 44%、42%、14%。其中, 中国地区业务规模小、占比低, 2017 年中国业务收入仅为 1.2 亿欧元、占比 4.5%, 存在巨大发展空间。

图 11: 2017 年 AMER SPORTS 公司收入结构—按地区



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 12: 中国地区收入提升较快但占比很小



资料来源: 公司年报, 公司官网, 中信证券研究部

核心壁垒: 品牌&产品丰富, 供应链&研发深厚

品牌组合丰富多元, 产品品质出色、市占率领先

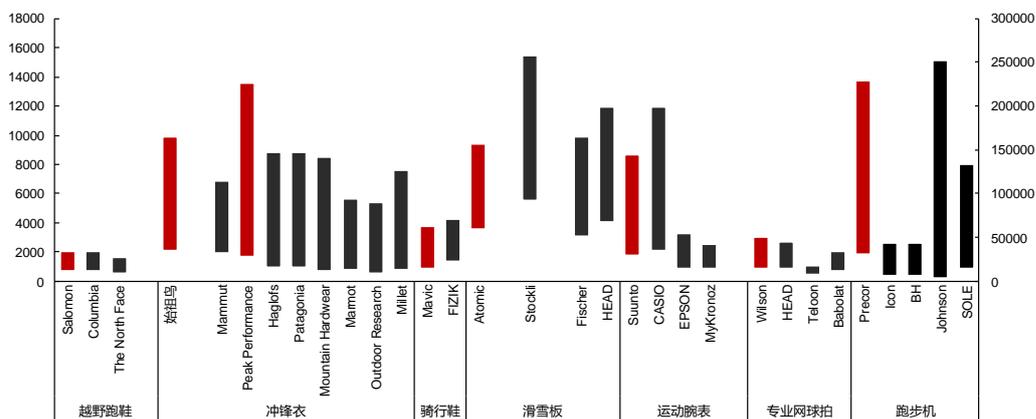
公司通过收购和内部培育逐步搭建起完整的、覆盖各个细分领域的户外运动品牌矩阵, 涉及户外 (滑雪/徒步/冲浪)、篮球、足球、网球、自行车、健身、跟踪设备等。更重要的是, 旗下很多品牌为细分领域龙头, 深耕领域多年, 凭借优质的产品组合积累了广泛且坚实的受众群体和良好的口碑。

- ❖ **高端户外服装领域: 始祖鸟/猛犸象/土拨鼠/Patagonia 等几大户外高端品牌各有特色, 始祖鸟功能性突出、品牌知名度更高。** (1) 始祖鸟主打极致功能性, 并凭借出色性能打入军装市场, 为军队提供军用装备; (2) 其他品牌中, 猛犸象 (Mammut) 起家于

登山配件，攀登装备极其出色，产品偏重专业性，但相比始祖鸟在国内知名度不高；土拨鼠（Marrot）强调“仿生”和绿色生活，并且产品设计充分考虑女性用户需求；Patagonia 为美国顶级户外品牌，起源于攀冰攀岩装备，轻薄羽绒服和功能性内衣极为出色。

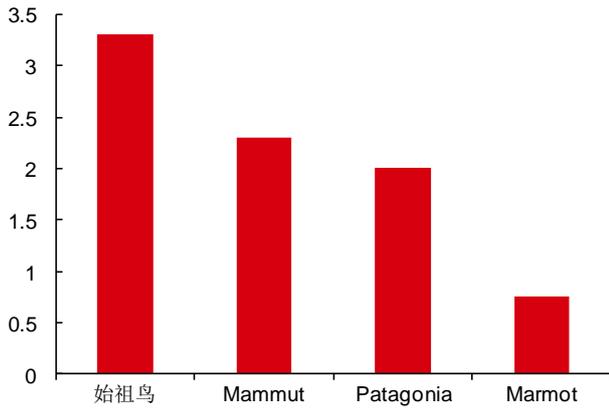
- ❖ **越野跑鞋/路跑鞋：**Salomon 的产品为该领域内极具代表性品牌，针对不同地形场景推出不同款式产品，品类多样，其中 S-lab（实验室专业竞技系列）产品在业内颇具盛名，是众多户外越野跑爱好者的装备首选。
- ❖ **滑雪设备：**Atomic 在双板滑雪领域龙头地位巩固，根据 2015-2016 年亚马逊销量排行，双板滑雪产品稳居第一，在滑雪鞋也排名前 10；Salomon 在双板滑雪和滑雪鞋领域也排在前十。
- ❖ **网球拍：**Wilson 世界销量第一的网球拍品牌，产品线极为丰富，同时在代言领域始终保持领先（知名代言人包括费德勒/桑普拉斯/大小威廉姆斯等）。其他排名靠前的网球拍品牌包括 HEAD（市场份额伴随代言力度加大快速提升）、BABOLAT（欧洲第一网球品牌）、PRINCE（美国知名品牌，但在国内销售一般）、YONEX、DUNLOP（欧美前列）等。
- ❖ **运动腕表：**Suunto 同 Garmin 并列为全球两大高端运动腕表品牌之一。
- ❖ **健身设备：**Precor 产品设计、质量、体验感和可用性突出，在商用健身器材排行前列，同时也是椭圆机的发明者，拥有椭圆机所有专利技术。

图 13：公司各个细分领域核心品牌价格段



资料来源：Amazon，各公司官网，中信证券研究部

图 14: 高端户外服装品牌收入对比 (2017 年, 亿欧元)



资料来源: 公司公告, Owler, 中信证券研究部

图 15: 2016 年 GPS 手表测评



资料来源: 搜狐体育, 中信证券研究部

表 5: 2015-2016 年亚马逊双板滑雪/滑雪鞋品牌排行

排序	双板滑雪品牌	排序	滑雪鞋排行
1	Atomic	1	Rossignol
2	Dynastar	2	Tecnica
3	Elan	3	Nordica
4	Fischer	4	Fischer
5	Head	5	Burton
6	K2	6	Salomon
7	Nordica	7	Atomic
8	Rossignol	8	DC
9	Salomon	9	Nike
10	Volkl		

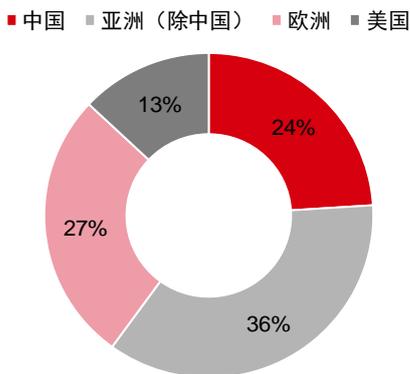
资料来源: Amazon, 中信证券研究部

支撑丰富产品组合和顶级品质的背后, 是公司数年行业深耕积累的供应链优势和研发能力。

全球分布的优质供应链

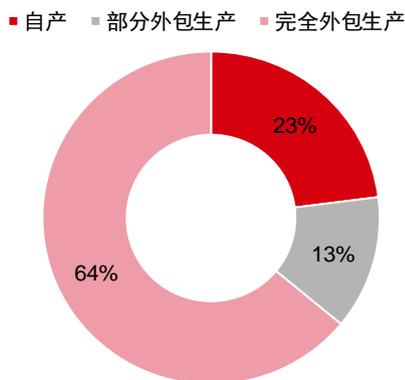
目前, 公司在全球拥有 200 家左右核心供应商, 主要分布在中国 (27%)、越南/柬埔寨/泰国等其他亚洲地区 (36%)、欧洲 (24%)、北美地区 (13%)。既有位于发达国家总部研发中心的工厂, 始终保持产品研发创新力; 又有新兴市场地区工厂, 最大程度优化生产管理、降低成本。公司自产及部分自产占比 36%, 自产工厂集中分布在美国、加拿大、芬兰、法国和奥地利等国家, 部分自产合作工厂主要分布在东欧地区; 完全外包占比 64%, 产品包括所有球拍、高尔夫产品及大部分鞋服产品。

图 16: 2017 年 Amer Sports 全球供应链分布



资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 17: 2017 年 Amer Sports 采购结构



资料来源：公司年报，中信证券研究部

主动帮助供应商进行生产优化。以始祖鸟为例，品牌在加拿大自建核心工厂 Arc'One，主要负责研发新材料和产品，同时和全球 11 个国家中绩效最高的 23 个技术服装厂进行合作。合作过程中，始祖鸟会帮助工厂进行系统、关键技术和生产基础知识的培训，并逐步帮其引入专业的生产和管理方法，积极推动合作供应商的优化成长。

从面料、衣服到运动器具及健身器材各个领域，都长期合作顶级供应商。包括合作顶级面料研发企业 Gore-tech（始祖鸟自 1995 年以来完全使用来自 GORE-TEX 的防水透气的纺织品材料）、韩国顶级户外面料和成衣供应商 Youngone、全球运动鞋供应巨头宝成国际（包括裕元集团）等。

表 6: 公司长期合作的顶级供应商

核心供应商	所在地	主要业务	重点客户
Gore Tex	美国	顶级面料 Gore-Tex 研发商	ACRTEYX, Salomon, Peak Performance, TNF, UA, Timberland, Marrot, Mountain Hardwear
宝成国际	中国台湾	全球最大的运动和休闲鞋制造商	Salomon, Timberland, Nike, Adidas, Reebok, Asics
Youngone	韩国	全球顶级户外户外和运动服装制造商	Salomon, 始祖鸟, Eddie Bauer, LL Beans, TNF, Intersports, Polo Ralph Lauren, Puma
Intersocks	意大利	全球顶级运动袜类制造商	Salomon, Nordica, K2, Reflexa, Elsbaer
捷安特	中国大陆	全球顶级自行车品牌商和制造商	/
力山工业	中国台湾	全球顶级工具机械和健身器材制造商	HITACHI, PANATTA, Precor, Life Fitness, TRUE, NordicTrack 等
威保运动	中国大陆	运动护具产品及运动装备制造商	Nike, Decathlon, Wilson, Puma, UA
利丰	中国大陆	/	/

资料来源：各公司官网，Bloomberg，中信证券研究部

持续的研发投入

持续的研发投入是公司可以持续推出领先新品的保证。2017 年研发投入 1.2 亿欧元（约合人民币 9.5 亿人民币），占营业收入 4%，其中户外/球类/健身的投入占比分别为

71%/14%/15%。目前，公司搭建起 794 名研发人员组成的研发团队，在全世界范围内不同地区有 6 个研发中心，进行多个品牌的不断研发突破。例如：

- ❖ **始祖鸟是户外行业多个创新技术的开发和引领者。**例如第一个开发并使用防水拉链、采用窄防水压胶条及结合部切割技术，在面料方面坚持使用顶级多功能面料 Gore-Tex。经典高山硬壳系列 Alpha SV Jacket，使用 530 NGTXXGT，压胶条宽只有 13mm（行业标准 22mm），每英寸缝 16 针（行业标准为 6-8 针），在保证轻量化的同时可以保证衣服的坚固耐用。超强的极致性能使得 Alpha SV 诞生之后便成为户外硬壳的标杆，并荣获包括 ISPO（知名冬季体育用品及运动时装综合博览会）、Outdoor（知名户外杂志）、Forbes 等多个奖项评选。
- ❖ **Salomon 的 S-LAB 研发机制在业内广受赞誉。**Salomon 在法国总部设立研发实验室，汇聚来自世界各地的户外运动的顶级工程师、设计师和产品经理团队。每次在产品研发过程中，都会邀请多名相关领域的专业运动员参与，搜集第一手的实际经验，随后结合产品的实际体验不断改进。代表性产品 S-Lab Sonic 系列凭借无缝接鞋面（减少跑步过程摩擦）、Sensifit+Endo Fit 科技（包裹性强）、3D Flex（高弹性）、Profeel film/Vibe（抓地力强且触感柔软）等各方面出色的性能成为户外越野跑鞋中的翘楚。
- ❖ **Wilson 在网球和篮球领域积累了众多创新专利。**（1）Wilson 网球拍的创新史可以看做整个网球界的创新史。①1935 年的 Ellsworth Vines 球拍开创职业网球运动定制球拍先河，运动员第一次可以根据需求定制球拍重量和平衡点。②1980 年的 Pro Staff 专业系列首次使用复合材料替代金属材料。③CV 科技和 BLX 科技成为球拍减震系统的里程碑，结合独有的 Karophite black 纤维混编，有效提升击球手感、减少运动伤害。（2）旗下的篮球产品拥有吸湿科技、波浪核心、贴皮筋沟等多项特有专利，是目前全世界篮球相关专利跟技术最多种的品牌
- ❖ **SUUNTO 是运动腕表各项革命性技术的引力者，自成立以来一直站在创新/手工高档运动腕表、仪器和潜水电脑领域的最前沿。**1965 年推出世界首款潜水指南针 SK-4，1987 年推出首款潜水电脑 Suunto SME-ML，1997 年推出世界首款腕表尺寸的潜水电脑 Suunto Spyder，1998 年推出世界首款腕上型户外电脑。

图 18：研发投入规模及占比（百万欧元）



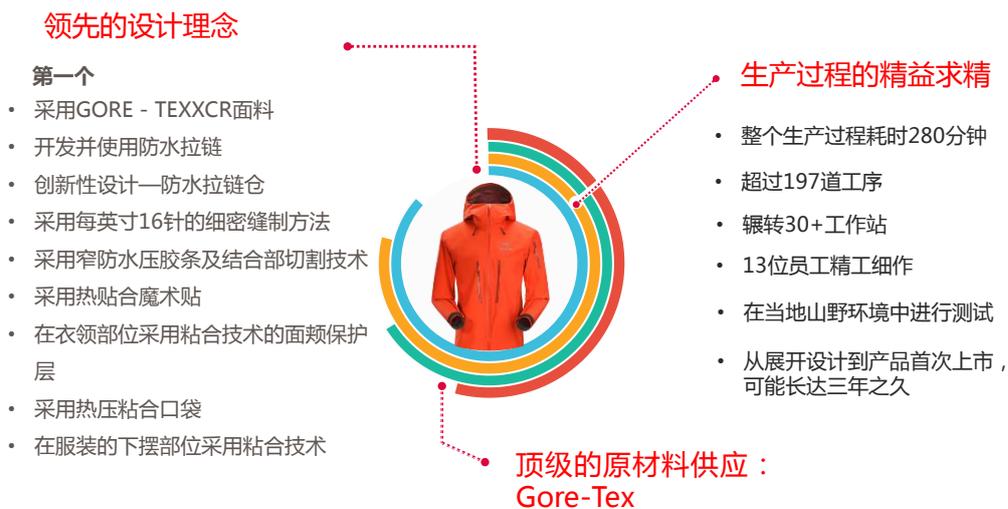
资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 19：Salomon S-Lab 邀请运动员深度参与



资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 20：以始祖鸟为例看公司背后的研发体系和机制



资料来源：公司官网，中信证券研究部绘制

全球化品牌基因+渠道布局，国际运营经验丰富

公司全球范围内经营品牌，并且在欧洲、北美、亚洲等地区积极开设门店，积累了丰富的全球运营和管理的经验。

公司采取直销和经销模式结合，直销通过品牌店、工厂直销、电商渠道开展，经销通过体育用品连锁店、专业零售商、健身俱乐部、经销商等进行。

一方面，公司实现全球销售网络布局，2017年底已覆盖34个国家，共设有288个直营门店、86个电商门店，销售网点超过1万家。其中，欧美地区布局较广泛、亚太地区仍有较大拓店空间。

始祖鸟、Wilson 门店集中分布在北美和欧洲，始祖鸟北美洲欧合计销售网点超2000个、Wilson 销售网点超5000个；Peak Performance、Suunto 集中分布在欧洲地区，Peak Performance 在欧洲拥有销售网点1700+个、Suunto 销售网点接近1000个。

另一方面，各个品牌发源于不同国家，包括美国（Wilson/Precor）、加拿大（始祖鸟）、法国（Salomon/Mavic）、瑞典（Peak Performance）、奥地利（Atomic）、芬兰（Suunto）等国，赋予了公司非常好的国际化基因，同时凭借不同品牌在当地的影响力也更容易进入和开拓市场。

积极投入，绑定丰富优质体育营销资源

公司坚持积极的营销策略，2017年营销费用支出2.71亿欧元，占整体收入比重10%。过去数十年中，始终坚持同各细分领域内具备重大影响力的国际赛事和运动队、以及形象亲民且受欢迎程度高的体育明星进行赞助合作。

❖ **Salomon**：邀请顶级户外越野跑者基利安·霍尔内特等运动名将成为品牌代言人；在美国盐湖城冬奥会中，8位世界冠军装备了Salomon产品；2018年赞助了比利时国

家队。

- ❖ **始祖鸟**: 知名演员杰瑞·米雷纳在电影《谍影重重》中穿着 Alpha SV Jacket 和始祖鸟 Arракis 65 背包; 同时也签约了众多知名户外运动代言人, 包括: Justin Lamoureux 2002 年世界杯单板滑雪季军; Katie Bono 创造麦金利峰女子速度攀登记录; Raphael Slawinski 沿西北壁首登 K6 西峰 (7040 米, 巴基斯坦) 获得 2013 年金冰镐奖。
- ❖ **Wilson**: 签约包括罗杰·费德勒、西蒙娜·哈勒普、大小威廉姆斯、皮特·桑普拉斯 (退役) 等多名网坛名将。
- ❖ **Atomic**: 签约 Marcel·Hirscher 等多位奥运冠军。

表 7: Amer Sports 品牌营销回顾

	Salomon	始祖鸟	Wilson	Atomic	Suunto
赞助赛事及运动员	Kilian·Jornet 三届 UTMB 越野赛世界冠军; François D'haene UTMB 世界冠军, “越野跑长距离之王”; Emelie Forsberg 世界 Skyrunning 赛事的冠军;	"Will Gadd 职业攀冰记录保持者; Raphael Slawinski 2013 年金冰镐奖; Justin Lamoureux 世界杯季军; Katie Bono 麦金利峰女子速度攀登记录保持者	Roger Federer 网球 20 次大满贯得主; Serena Williams 23 次女单大满贯 & 14 次女双大满贯得主; Venus Williams 7 次女单大满贯得主; 赞助 NCAA 美国大学篮球联赛和 FIBA 三对三	Marcel Hirscher 高山滑雪 2 次奥运冠军, 6 次世界杯冠军; Mikaela Shiffrin 高山滑雪 2 次奥运冠军, 3 次世界杯冠军; Fabian Riessle 北欧滑雪奥运冠军及亚军; Hanna Falk 4 次世界杯冠军; 赞助世界杯高山滑雪过半选手	William Trubridge 潜水世界纪录保持者; 万胜职业自行车队 世界杯冠军: 高路队 职业自行车队 环法冠军; Emma Snowsill 铁人三项奥运冠军; 赞助国际铁人三项大赛, 西藏登山队

资料来源: 各公司官网, 中信证券研究部

关于 Amer Sports, 写在最后

综合以上分析, 相信投资者可以得到较为普遍的共识: Amer Sports 是一家不可多得的国际知名体育用品集团, 旗下多个品牌在各自领域占有领先地位, 拥有强大的设计研发、供应链、全球零售和营销资源。因此, 当下投资者更为关心的是, 此次收购对安踏体育的影响如何——这是一个非常难以回答的问题。

中信证券研究部纺服团队长期跟踪运动行业和安踏体育, 基于对运动行业的历程回顾和趋势预判、以及对安踏体育已有核心竞争力和未来发展潜力的综合理解, 我们将从长期视角、短期视角分别展开, 解析此次收购对安踏体育的影响。

看长: 安踏体育从优秀到卓越的转折点

过去 20 多年不懈努力, 安踏体育凭借战略眼光和执行力不断突围, 已经成为本土运动绝对龙头。此次收购 Amer Sports, 有望成为安踏体育发展历程中的重要分水岭, 如果能够成功实现运营整合, 安踏体育将实现从优秀到卓越的飞跃。

得到上述结论, 我们需要从中国运动行业格局演变, 看安踏体育成长之路。

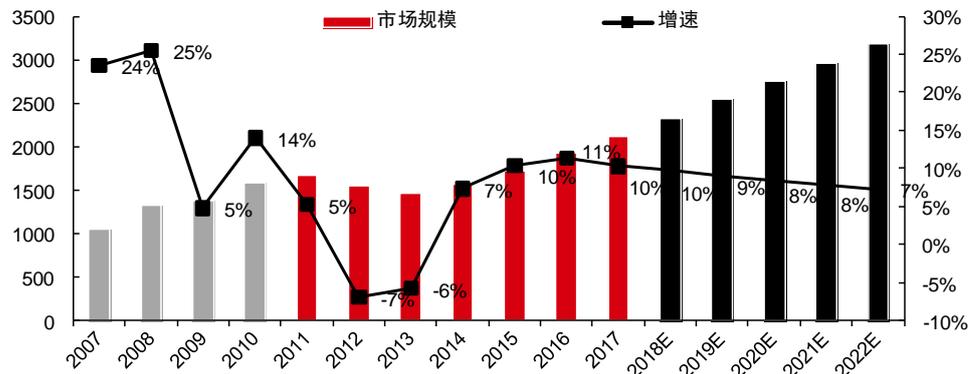
运动产品具备功能性要求高、相对标准化（不怕撞款）等特点，因此运动行业是规模大、集中度高、容易诞生大市值公司的行业。我们认为，根据运动行业的消费特点，探讨行业竞争格局应该将其划分为两个市场定位进行思考，即大众/综合性品牌和小众/专业/高端品牌。安踏体育在运动行业发展的每个阶段，都较为准确地把握住行业竞争的关键点，专注发展，不断超越对手。

图 21：中国运动行业竞争格局变迁



资料来源：中信证券研究部整理、绘制及预测

图 22：2007-2022E 年中国运动鞋服市场规模和增速（单位：亿元）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

第一阶段（1990-2010 年）：行业蓝海发展期，安踏快速扩张成龙头 蓝海发展，跑马圈地

1990 年-2010 年，中国运动行业经历了品牌从无到有、快速开店扩张的 20 年蓝海发展期。根据 Euromonitor，2007-2010 年中国运动行业分别增长 24%/25%/5%/14%，到 2010 年行业规模达到 1580 亿元。

❖ **品牌创立阶段（1990-2003 年）**。1990 年，“李宁”品牌诞生，通过赞助 1990 年亚运会受到了广泛的关注，并带动一批自主运动品牌创立，包括“匹克”（1991 年）、“安踏”（1994 年）等。1997 年亚洲金融危机爆发，大部分贴牌生产商订单量大幅下降，加速寻求自主品牌发展道路，包括“特步”、“361 度”、“鸿星尔克”、“贵人鸟”等。

通过体育、娱乐明星代言、电视广告等方式，有效地提升品牌知名度，逐渐获得认可。

- ❖ **成长扩张阶段（2004-2010年）。**2000年前后，国内几大运动鞋服生产商开始脱离批发销售模式，建立专卖店、零售店等销售渠道。截至2010年，“安踏”、“李宁”、“特步”、“匹克”四个品牌门店数均已超过7000家。

安踏体育：率先采用“体育明星+央视广告”，销售/渠道迅速扩张

安踏是国内第一个采用体育明星做广告代言的运动品牌。公司的“体育明星+央视广告”品牌打造模式始于1999年与乒乓世界冠军孔令辉合作，并在央视投放广告。2000年孔令辉在悉尼奥运会一举夺魁，并打出“我选择，我喜欢”口号。当年安踏销售额突破3亿元，是1997年的6倍，安踏营销首战告捷，并受到各大运动品牌的效仿。

表 8：安踏品牌营销与其他品牌对比

	安踏	李宁	361度	特步	匹克
NBA 合作	2014 年	2005 年	/	/	2005 年
CBA 合作	2004-2013 年	2012-2017 年	2003 年	/	2003 年
央视	1999 年★	2007 年	2006 年（广告时段）	2006 年	2002 年（投放广告）

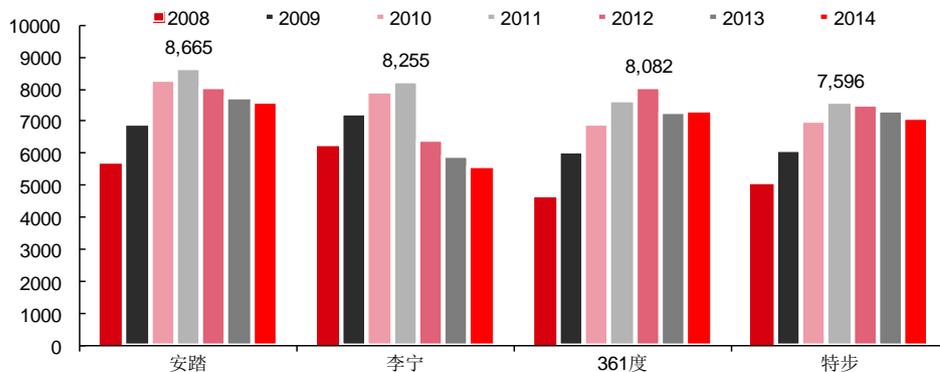
资料来源：各公司官网，中信证券研究部

安踏门店拓展和调整同业内最为积极，始终跟随市场变化走在前列。在行业扩张阶段，国内各品牌公司积极进行外延门店拓展，其中安踏门店扩张速度最快，从2008年5700家提升至2011年8665家，并于2010年超过李宁、位列第一；而在行业调整过程中，安踏门店数量也保持相对较小的降幅，门店数稳定巩固在7000家上下、维持行业领先地位。

较早发力童装。安踏敏锐洞察童装行业机会，于2008年在国内品牌中率先布局童装领域，充分享受行业前期发展红利，2008-2010年童装业务门店数从81家攀升至632家。

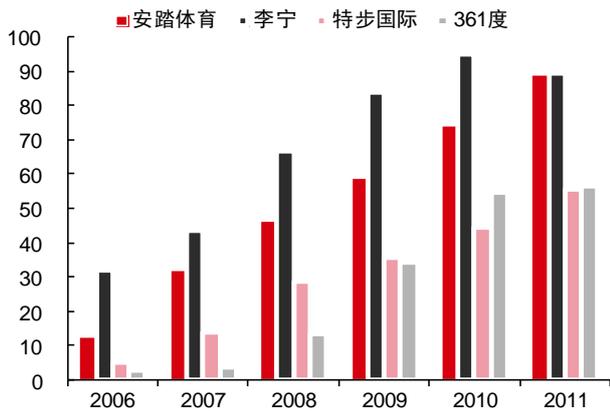
积极扩张取得斐然成果，收入/净利润迅速增长，规模行业领先。营销&渠道扩张助力收入迅速攀升，2006-2011年收入CAGR=48%，2012年成功超越李宁成为行业第一；净利润同样快速提升，2006-2011年CAGR=64%，从2007年起稳居行业第一。

图 23：2008-2014 年本土运动鞋服龙头品牌门店数量变化



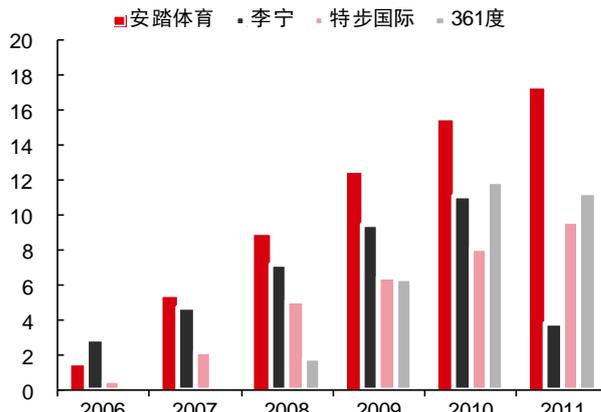
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 24: 2006-2011 年本土运动鞋服龙头品牌营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

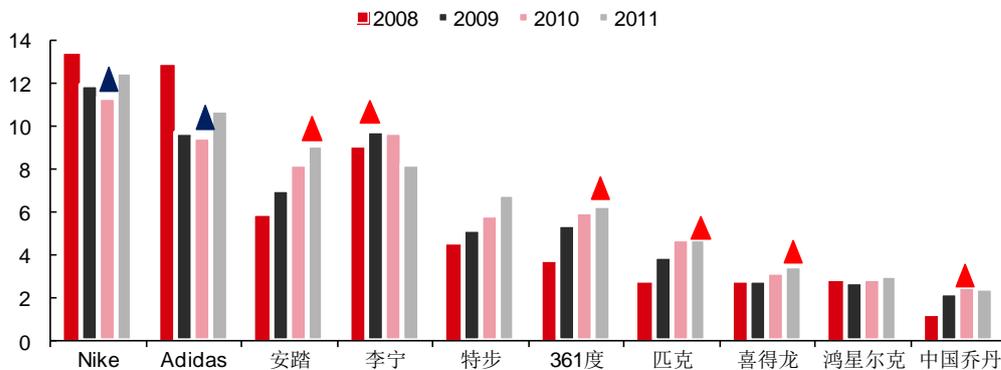
图 25: 2006-2011 年本土运动鞋服龙头品牌净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

以安踏为代表的本土品牌攻城拔寨、份额快速提升, 海外品牌相对保持稳定。这一阶段, 本土品牌凭借积极的渠道扩张和营销策略快速抢占市场, 其中安踏稳步沉淀并巩固优势, 表现最为亮眼, 市占率从 2008 年的 5.8% 提升至 2011 年的 8.8%, 成为本土品牌领军者。相比之下, 以耐克和阿迪达斯为代表的海外运动龙头品牌也开始在这个阶段打入中国市场, 并且凭借品牌和产品优势抢占部分中高端市场。但当时的国内消费力尚未完全承接国际品牌, 耐克和阿迪达斯虽然在国内快速发展, 但市占率在这一阶段保持相对稳定。

图 26: 2008-2011 年中国运动鞋服市场前十名品牌市占率变化



资料来源: Euromonitor, 中信证券研究部 注: 红色三角形为市占率顶部, 蓝色三角形为市占率底部, 鸿星尔克、特步 2012 年达到市占率顶部

第二阶段 (2011-2018 年): 本土品牌格局形成, 安踏多品牌发力

行业竞争格局变革, 品牌分化。行业经历两阶段发展。(1) 行业调整阶段 (2011-2013): 奥运会前后行业过度扩张, 致库存积压、运动鞋服消费透支, 运动鞋服零售额增速回落至 2012/2013 年的 -7%/-6%。(2) 回暖增长阶段 (2014-2018): 2014 年开始, 行业逐渐走出去库存周期、进入稳步增长阶段, 2014-2017 年中国运动行业分别增长 7%/10%/11%/10%, 到 2017 年行业规模达到 2122 亿元, 同时大众品牌领域呈现两个鲜明特点:

- ❖ **Nike、Adidas 市占率快速提升。**Nike、Adidas 加强渠道扩张和下沉，并且积极绑定营销资源，不断深化品牌形象。这些举措迎合了中国消费群体收入增加、消费升级、更追求品牌和品质的趋势，得以快速抢占份额。Nike、Adidas 市占率分别从 2011 年的 15.2%/10.8% 迅速提升至 2017 年的 20.8%/20.1%。
- ❖ **本土品牌经历痛苦调整，完成洗牌。**面临行业经营压力，很多中小规模运动鞋服公司被迫退出市场，本土龙头品牌逐渐梳理品牌定位、完成终端渠道调整和去库存过程。

另一方面，消费升级背景下，高端、专业、个性化品牌逐渐在中国市场发力。伴随人均可支配收入的突破式增长，消费场景和消费需求更为多元细分，推动运动细分品类市场快速扩容，给海外小众细分的龙头品牌带来进入中国市场良机。

图 27：2011-2017 年中国运动鞋服市场前十名品牌市占率变化



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

大众市场：迅速洗牌，安踏品牌成为本土绝对龙头

行业调整，安踏突围。在行业调整之际，安踏品牌率先实现了零售终端的调整，帮助公司率先走出行业困境（领先 2-3 个季度复苏），之后公司在供应链、品牌方面提升动作均先人一步，全面提升品牌竞争力。同时公司将零售/供应链/品牌等方面成功经验复制于安踏 Kids、电商业务，为安踏品牌整体注入持续的增长动力、成为本土绝对龙头，2011-2017 年品牌市占率稳定在 8%-9%。

相比之下，其他头部品牌的市占率出现较明显回落。李宁、361 度、特步分别从 2011 年的 8.2%/6.3%/6.1% 下滑至 2017 年的 5.3%/4.0%/3.8%。**其他品牌的市占率大幅下滑、甚至被市场淘汰出清。**匹克市占率从 2011 年的 4.7% 大幅滑落至 2017 年的 1.6%，Kappa 市占率从 2011 年的 2.1% 大幅滑落至 2017 年的 0.6%，喜得龙、德尔惠等已经宣布破产。

表 9：2013Q1-2015Q4 各运动品牌同店增速

	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
安踏	0%	0%	0%	5%左右★	5%左右★	10%~15%★	6%~9%★	6%~9%★	6%~9%★
特步	0%	0%	0%	-	0%~5%	5%左右	5%左右	5%左右	5%左右
361°	-1.5%	-0.8%	0%	1.5%	1.8%	2.8%	4.7%	5.5%	6.3%

资料来源：各公司公告、中信证券研究部

表 10：2013Q2-2015Q4 各运动品牌订货会增速

	2013N			2014				2015			
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
安踏	-15%~ -25%	-10%~ -20%	-5%~ -15%	6%~ 9%↑	6%~ 9%↑	6%~ 9%↑	10%~ 15%↑	10%~ 15%↑	10%~ 15%↑	10%~ 15%↑	10%~ 15%↑
特步	-15%~ -20%	-20%	-15%~ -17%	-5%~ -10%	-5%左 右	-0%~ -5%	0%	0%~ 5%	0%~ 5%	0%~5%	0%~5%
361	-23%	--	-17%	-8%	-7%	运动 8%		11%		16%	18%

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

❖ “零售导向策略”，全面优化终端经营

严格管控终端价格和存货：公司通过 ERP 系统对 98%以上分销店铺进行跟踪，及时掌握销售和库存情况。①严格管控折扣，新品不打折、上架 2 个月八折以内。②新品上架 5 个月后将货品转移至库存清理渠道，分销商需按照正价店比例配置工厂店/折扣店等。

指导订货及补单能力提升：公司运用“套餐+自由搭配”的模式为分销商提供订货指导，实现总部和门店产品、营销策略匹配。同时，公司推行一定比例的补单（目前 10%+），2018 年一体化智能产业园区启用进一步提升效率。

不断更新店铺形象和服务能力：2017 年推出八代店铺、推广效果较好，计划 2018 年底推出九代店铺。减少街店、增加店中店（商场和购物中心店），店中店数量占比超 25%。同时，对店铺销售员工进行驻店指导培训，包括商品陈列、ERP 系统操作、库存管理等。

❖ 重视研发，产品力显著提升

持续投入创新研发，产品功能&时尚显著提升。2017 年公司研发投入 4.8 亿元，本土第一、远超同业；研发投入占比从 2011 年的 2.1%增长至 2017 年的 2.9%。持续投入的成果显著，安踏产品的时尚性和功能性全面升级，KT4、闪能科技跑鞋专业性能强劲，老爹鞋、NASA 系列产品时尚性十足。

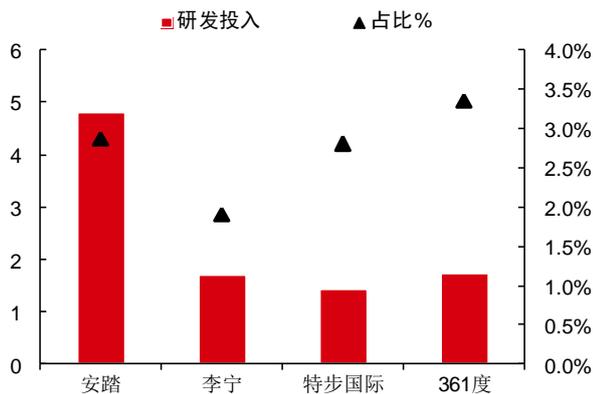
美/日/韩/港 4 大研发中心不断成熟。公司拥有美/日/韩/港四大研发中心，同时福建总部设有内地领先的运动科学实验室。美国 Launch 研发中心无缝对接福建研发实验室，将创新中心与各领域专家、外部机构连接，共同打造创新产品；东京建立安踏服装研发设计中心，联名日本知名设计师、面料供应商实现产品设计开发。公司设计团队以国外设计师为主，2016 年原阿迪达斯高级设计总监 Robbie Fuller 加入安踏。

图 28：安踏品牌产品展示



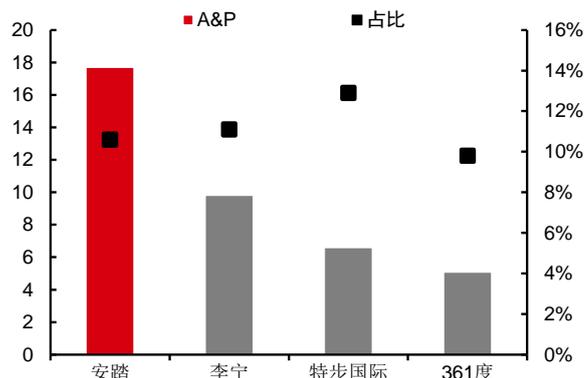
资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 29：2017 年本土品牌研发投入规模及占比对比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 30：2017 年本土品牌广告营销投入规模及占比对比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

❖ 抢占优质营销资源，品牌影响力倍增

公司根据品牌发展要求，精准布局优质营销资源，品牌营销投入和业务规模提升动态匹配得当，广告营销投入规模行业最高，但占比稳定可控。

赞助奥运会近 10 年，预计未来仍将牢牢绑定奥委会资源。自 2009 年以来，安踏一直是中国奥委会的官方合作伙伴，与中国奥委会一道伴随中国体育代表团连续经历伦敦、里约两个奥运周期，并于 2017 年将赞助合作续约至 2024 年（未来两个奥运周期）；同年正式成为北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方体育服装合作伙伴，跻身 2022 北京冬奥会最高级别的赞助层级。赞助中国奥委会望不断提升品牌影响力，夯实安踏本土第一运动品牌地位。

不同系列均有知名运动员合作，结合品类特色和受众人群精准推广。安踏旗下几大系列均有同各领域内顶级的运动员合作代言：① 篮球签约 NBA 球星克莱·汤普森，收获显著成效，2018 年签约凯尔特人球星戈登-海沃德；② 拳击领域签约知名拳击手邹市明及曼尼·帕奎奥；③ 跑步领域签约知名马拉松运动员陈盆滨；④ 其他领域也合作众多体育名将，例如合作乒乓球世界冠军张继科。

除此之外，安踏品牌赞助 24 支中国国家代表队，2013-2017 年赞助 WBA，2014 年 10 月签约 NBA，成为 NBA 中国市场合作伙伴。

专业高端小众市场：快速发展，FILA 大放异彩

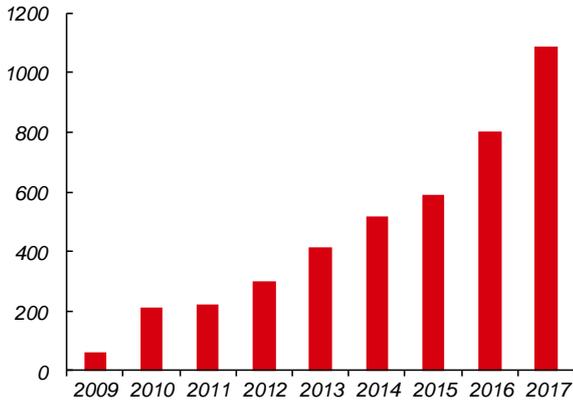
洞悉行业趋势，5 年磨砺 FILA 厚积薄发。近几年，消费升级背景下，消费者对专业、高端、小众运动品牌需求崛起，Asics、UA、New Balance 等品牌市占率快速提升。公司凭借前瞻的战略眼光和强大的执行力，2009 年收购了 FILA 在中国地区的商标使用权和经营权；之后慢慢打磨产品和精细化运营管理能力，2014 年 FILA 扭亏为盈并持续爆发。2017 年 FILA 业务收入达到 43.4 亿元，品牌销售市占率行业排名第九。

❖ **反复打磨：精准定位尽享红利，产品优质/风格多元。**经过反复尝试，最终选择高端运动休闲定位，并打磨出高品质、时尚、受众多元的产品，成为消费升级、追求运动

生活方式背景下，最为受益的品牌之一。

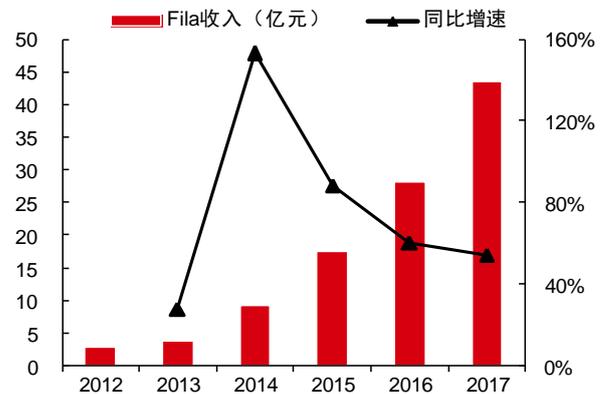
- ❖ **经营模式优化，强化终端零售把控能力：**安踏在 2011 年底推动 FILA 加盟转直营，2012 年底将所有门店基本收回，自此不断提升精细化运营管理能力，折扣率（7.5-8 这）、新品当季售罄率（80%左右）、店效（60 万/月）均表现优秀。

图 31：2009-2017 年安踏体育旗下 FILA 品牌门店数量



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 32：2012-2017 年安踏体育 FILA 业务收入及同比增速（亿元）



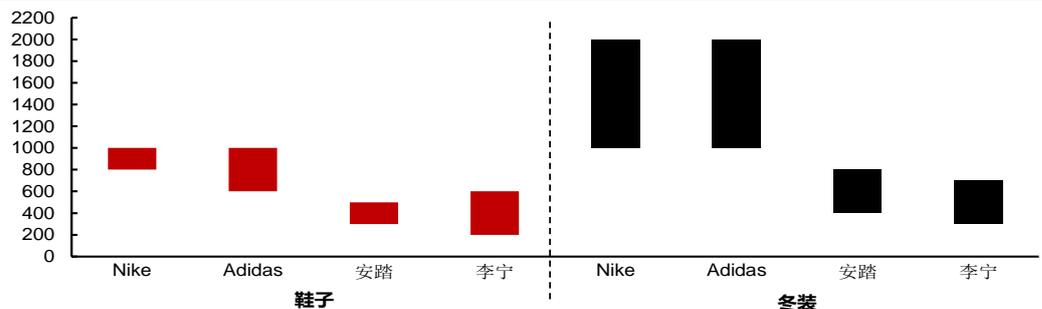
资料来源：公司公告，中信证券研究部

行业竞争终局：综合品牌格局一统&剩者为王，小众品牌空间继续扩张

在经济发展和人均收入提升背景下，消费者可承受的价格提升，对性价比的理解也发生相应改变——更注重品质、情感认同下的合理价格。同时更多人有能力追求高品质、个性化、价格更高的运动鞋服产品。综合判断，行业未来将出现两个趋势：

- ❖ **综合性品牌价格区隔界线越来越模糊。**未来 5-10 年时间，中低端、中高端综合运动品牌将进入同一维度竞争，最终的胜出者只会是极少数几家公司，主要原因是：①运动产品功能性强且相对标准化，②体育营销资源稀缺，凭借体育营销资源和产品力塑造的强大影响力不易颠覆。目前，全球意义上的综合性运动品牌只有 Nike 和 Adidas；未来，中国大众运动市场的主要品牌预计是 Nike、Adidas 和 1-2 个本土品牌。本土品牌最终能否真正抗衡 Nike 和 Adidas，取决于产品力、品牌力、渠道/供应链管理效率各方面的提升速度和幅度。

图 33：中国市场 Nike/adidas/安踏/李宁产品主力价格段对比



资料来源：部分门店调研资料，中信证券研究部 注：线下实体店产品原价（不考虑折扣）

- ❖ **高端、个性化、小众品牌的需求不断增加。**需求增长主要原因在于：①运动更加细分，对装备需求更加细分；② 消费者更在意精神层面追求，分场景着装、彰显个性。伴随需求增加，个性化小众运动市场规模会占到更高份额，给不同定位品牌以做大的空间。同时，虽然单一品牌不及综合品牌规模大，但每个细分定位领域集中度仍然相对较高，因此会出现多个颇具规模的品牌，最终可能会出现整个多个品牌的集团。

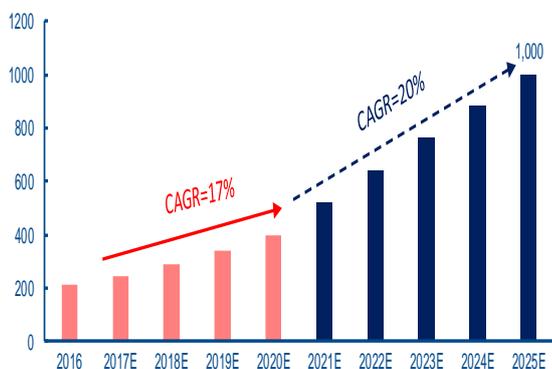
安踏体育已有业务的优秀和增长可持续性

安踏体育经过前两个阶段发展，已经成为当之无愧的本土运动鞋服龙头，其具备两大因素使其远远超过本土其他竞争对手：① 定位“大众，专业”的安踏品牌（成人/Kids/电商）不断提升夯实终端零售、供应链整合、打造品牌的能力，巩固领先优势；② 公司从方法论、人才体系、组织框架上已经具备在中国市场运作中高端多品牌的能力，FILA 的成功运营已经证明这一点。未来公司中高端品牌运作能力有望在 Descente、Sprandi、Kolon、Kingkow 等新品牌上持续开花。

正是凭借着这些能力，未来公司有望不断推动多品牌迭代发展，看好公司未来持续增长。预测 2017~2020 年公司整体销售流水望维持 15%-20%复合增长，至 2025 年销售流水突破千亿规模，成为中国运动鞋服第一集团。

- ❖ **安踏品牌：2020 年零售总额望超 300 亿，迈向大众体育用品市场份额第一的品牌。**2017~2020 年，安踏成人有望借助品类延伸/产品创新/营销深化推进销量增长，实现零售额中高单位数复合增长；安踏儿童定位专业儿童运动品牌，目前门店仅 2000 家左右，未来望突破 3500 家，保持零售额约 30%复合增长；线上线下差异化经营使得电商渠道保持增长活力，未来望延续约 40%+复合增长。
- ❖ **多品牌：FILA 保持 30%+复合增长，新品牌望陆续发展成熟。**FILA 定位高端/彰显优雅，契合消费升级背景下中高收入人群消费需求，目前门店仅 800+家，至 2020 年门店望超 1500 家，零售额实现 30%+复合增长，成为国内高端运动市场前三国际品牌；DESCENTE 定位高端专业，高端消费需求增长&冬奥会助力，2020 年零售望达 25 亿；此外，Sprandi、Kolon、Kingkow 亦将陆续发展成熟。

图 34：安踏体育零售额增长预测（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

图 35：安踏旗下品牌矩阵



资料来源：中信证券研究部绘制

从收购 Amer 的意义，谈安踏如何从优秀到卓越

原有业务发力使公司“优秀”，但仍与海外龙头差距明显。安踏体育坚持“单聚焦、多品牌、全渠道”战略，未来主品牌份额望进一步提升，FILA/Descente 等专业/高端/小众品牌望持续较快增长。但目前，安踏主品牌的综合实力仍与 Nike、Adidas 有显著差距，过去 5 年中安踏+FILA 市占率提升速度远不及 Nike、Adidas。

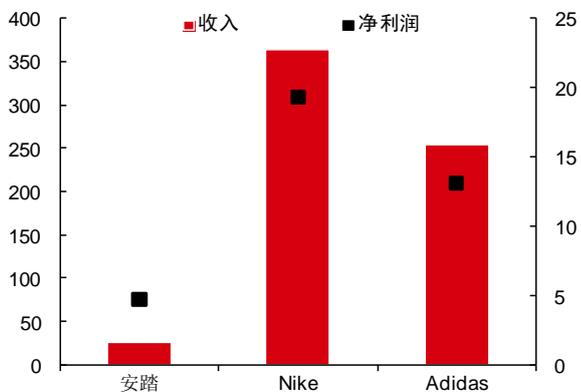
收购 Amer Sports 帮助公司实现突破、走向“卓越”。收购 Amer Sports 是帮助安踏破茧成蝶、实现弯道超车的极为关键一步，具体意义可以体现为两点：① 进一步切入专业/高端/小众市场，充分享受消费升级红利；② 借助 Amer Sports 整合，获取更好的供应链、渠道和营销资源，打开公司全球视野，助力主品牌再上台阶。

1. 聚焦专业/高端/小众市场，布局更多优质稀缺品牌，不断享受未来消费升级红利。

如上文所述，预计未来综合性品牌将格局一统、剩者为王，专业/高端/小众品牌空间将持续扩张。Nike、Adidas 均立足综合性品牌主业，对专业/高端/小众品牌几无布局。

Amer Sports 资源稀缺，品牌异质性强。目前，全球多数专业/高端/小众运动品牌经营归属权较为分散，拥有较多优质品牌的集团仅有 3-4 个，分别是 Amer Sports、VF 集团、Wolverine 集团、Pentland 集团。Amer Sports 旗下拥有的多个细分运动品牌龙头，具备异质性强、壁垒高、符合未来发展趋势等优势。

图 36：安踏同 Nike、Adidas 收入/净利润对比（亿美元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 37：Nike、Adidas 旗下品牌 VS 专业品牌集团



资料来源：中信证券研究部整理

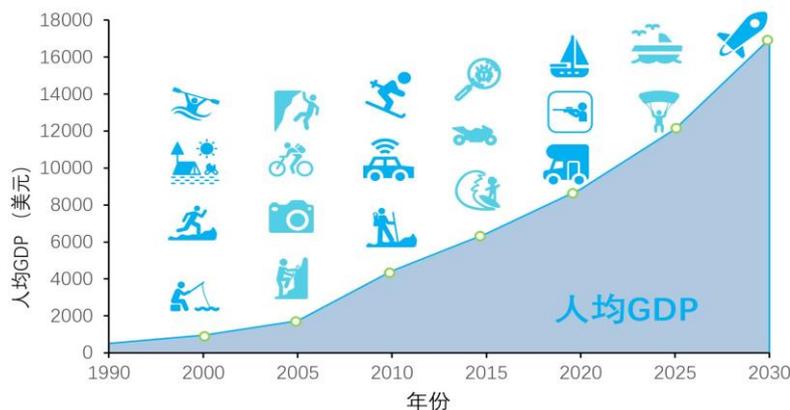
图 38：VF 历史收购历程



资料来源：公司官网，中信证券研究部绘制

吸收 Amer Sports 优质品牌矩阵，结合 FILA/Descente，深度挖掘专业细分市场。
Amer Sports 旗下品牌汇聚诸多优质专业细分品牌，覆盖高山滑雪、越野滑雪、滑板、健身器材、自行车、越野跑装备、徒步装备及潜水等多种运动项目。就中国市场而言，这些品牌中既有始祖鸟、Salomon、Wilson 等较为成熟品牌，处于快速爆发阶段，整合之后短期可以贡献收入和业绩；又有 Atomic、Suunto、Peak Performance 等产品同样出色、但还需经历培养的储备品牌，为公司长远发展“伏脉千里”。

图 39：人均 GDP 和户外运动项目的对应关系



资料来源：中信证券研究部整理绘制

2. 收购 Amer Sports 带来崭新格局，安踏主品牌综合能力望再上台阶

对安踏主品牌而言，最终能否继续在激烈的大众品牌市场提升影响力，挑战 Nike、Adidas 的地位，取决于产品力、渠道/供应链管理、营销资源和能力等综合素质的提升，收购 Amer Sports 有望进一步打开公司眼界和格局，长期看望提升安踏品牌竞争力。

- ❖ **借鉴研发经验、供应链协同，打磨自身产品。**在运动行业发展成熟阶段，价格不再是主要区隔，以产品力为核心的性价比成为影响消费者选择的首要因素。Amer Sports 设计研发产品能力突出，与全球合作顶级供应商合作。未来安踏可以借此打磨和提高产品设计研发能力，进一步提高主品牌品质。
- ❖ **品牌营销资源协同。**Amer Sports 与各细分运动领域内具备重大影响力的国际赛事和运动队、以及形象亲民且受欢迎程度高的体育明星保持良好的赞助合作关系。未来安踏与 Amer Sports 的营销资源望协同共享。
- ❖ **掌握全球零售能力，为最终出海全球铺路。**国内业务开疆拓土后，国际化是安踏品牌最终的必经之路，事实上现在安踏 KT 系列已经在美国销售。收购 Amer 将给安踏带来全球品牌运营和渠道管理经验，为主品牌全球化运营积累宝贵经验。

如果安踏能够成功收购，并且能够成功运营 Amer Sports，从长期看，安踏体育有望：
①在中国市场，发力专业/高端/小众市场、快速提升规模，进一步做大做强安踏主品牌，具备与 Nike、Adidas 争锋态势。②在全球市场，Amer Sports 全球业务再上台阶，安踏主品牌开启全球化、打开新的成长空间，最终成为一家具备全球影响力的运动品牌集团。

■ 中短期：详解收购对于安踏财务影响

随着 Amer Sports 收购不断推进，投资者都非常关注收购对于安踏短期业绩及其他财务报表项目的影响，在这一部分我们将对收购对安踏财务报表的影响进行详细测算。收购后，Amer Sports 业务表现是测算所有影响的核心前提，因此我们首先对收购完成后 Amer Sports 的发展进行分析。

Amer Sports：海外稳健发展，中国充满想象

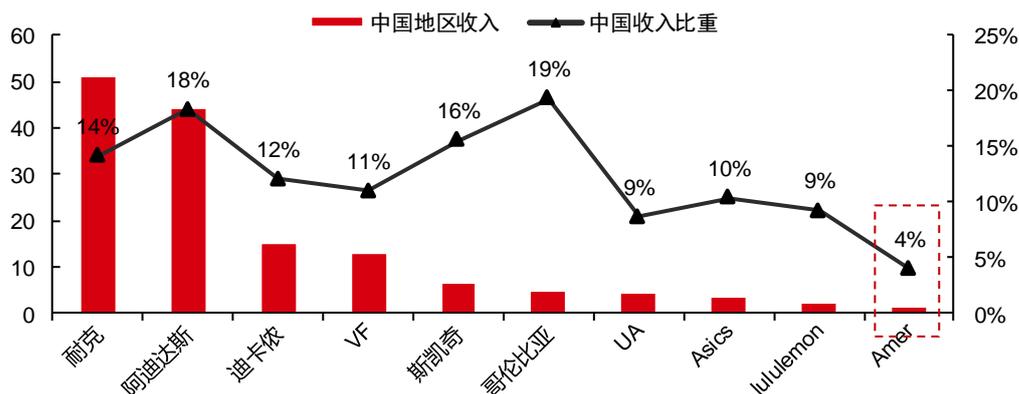
海外市场：保留核心团队，表现预期稳健

保留核心团队，表现预期稳健。海外业务方面，Amer Sports 旗下各品牌相对独立稳定，均已搭建经验丰富且稳定的管理团队，推动公司旗下十余个品牌均实现盈利。此次收购完成后，公司将继续保留原有的管理层架构和核心团队，预计 Amer 海外业务仍会维持安全稳定的发展。

中国市场：借力安踏，加速成长

中国业务发展注入长期增长动力。2017 年 Amer Sports 亚洲地区收入 3.9 亿欧元、占总收入 15%，其中中国地区收入仅为 1.2 亿欧元、占比 4%。对比其他全球成熟运动品牌，中国地区收入占比普遍超过 10%。其中阿迪达斯、斯凯奇、哥伦比亚中国地区收入占比均超过 15%，中国地区业务发展成为了这些公司近年来增长的主要动力。考虑到未来望借助安踏在中国地区的品牌运营经验与资源，Amer Sports 在中国及亚洲地区的增长空间值得期待。

图 40：2017 年全球运动品牌集团在中国地区收入及占比（单位：亿美元）



资料来源：各公司年报，中信证券研究部

基于前文所描述的安踏在国内市场运营中高端品牌的强大能力，叠加未来专业运动品牌的广阔发展前景，我们认为 Amer Sports 核心品牌有望在国内市场实现快速落地和成长。因此，我们预测安踏可能从产品、供应链、零售等维度助力 Amer Sports 旗下核心品牌（始祖鸟&Salomon）在中国市场的快速发展。并且结合对 FILA 发展历程分析，我们预测未来 5-7 年 Amer Sports 中国业务规模将实现 6-8 倍增长。

产品：品牌基因+本土化改造，打开多品牌想象空间

保留品牌基因&本土化改造，提升产品竞争力。从公司在国内运营海外中高端品牌的经验看，公司必然会保留原有品牌基因，在此基础上进行适当本土化改造，从而既保留了原有的品牌调性又能够更加契合中国消费者的需求。从 FILA 的成功可以看到，安踏对 FILA 品牌基因的坚持以及对其产品的本土化改造是其成功的关键之一，2018 年 FILA 中国更是代表 FILA 全球参加了米兰时装周，产品的成功可见一斑。近年迪桑特也逐步从产品全进口向成立研发中心、提升自有产品占比转化，预期未来产品将更加吸引国内消费者的眼球。

供应链：安踏优势显著，助力 Amer Sports 采购提效

安踏供应链优势明显，望与 Amer Sports 实现协同。Amer Sports 旗下品牌相对分散，采购优势相对并不明显。而安踏在过去二十余年发展中，已经积累了强大的供应链资源，旗下迪桑特、KOLON、FILA 等品牌对于面料&工艺要求均较高，与 Amer Sports 旗下品牌需求相近，有望与形成充分整合协同。同时 2018 年建成的安踏新物流中心未来也有望带动 Amer Sports 旗下品牌国内业务运作效率。

- ❖ **已有采购供应链提效：**2017 年 Amer Sports 60%的供应链位于亚太地区，主要集中在中国及东南亚地区。而安踏在中国甚至亚太的供应链资源丰富，有望形成更好的整合协同。尤其在中国市场，安踏可以提供信息化管理系统、物流仓库、配送体系和部分生产产能支持，实现供应链各环节的全面优化。
- ❖ **自有产品供应链匹配：**未来 Amer Sports 旗下品牌在中国市场不断推进本土化改造，随着自有产品的不断增加，安踏望帮助 Amer Sports 更好地匹配国内的供应链资源。

零售：嫁接中高端品牌运营经验，强化门店管控/持续门店扩张

嫁接国内中高端品牌运营经验，推动核心品牌国内零售提效。安踏已经在中国市场成功运作 FILA 品牌，并且集团整体覆盖了超万家终端门店。收购完成之后，安踏望充分利用自身在国内运营中高端品牌的能力及渠道优势，将 FILA 的成功经验继续在 Amer Sports 旗下品牌身上进行复制。参考安踏对 FILA 和迪桑特的培养路径，判断安踏会从以下几个方向对 Amer Sports 旗下品牌国内零售业务进行调整优化。

- ❖ **加盟转直营：**从原来以加盟为主的经营模式逐步向直营主导的模式转变，从而增强公司对于门店的管控力，提升产品/陈列/服务质量，带动经营效率优化，提升盈利能力。
- ❖ **持续外延拓店：**对比 The North Face 及 Columbia，Amer Sports 旗下核心品牌在国内的门店数量较少，预计未来门店将持续稳步扩张。

中国业务测算：预计未来五年收入增长 5-10 倍，贡献净利润约 5000 万欧

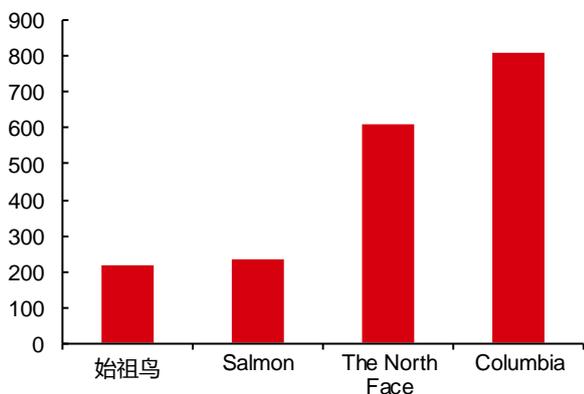
对标海外品牌中国市场运营成果，Amer 旗下核心品牌的中国市场空间巨大。

- ❖ **始祖鸟：**全球顶级户外品牌，主打极致功能性，已在国内具备一定品牌知名度。对比全球高端品牌 Moncler，始祖鸟亚太地区收入占比较低（Amer Sports 亚太地区收入仅占比 15%，而 Moncler 占比达 41%），具备广阔发展空间。其中在国内市场，始祖

鸟在国内销售网点 200 个左右（直营门店不到 20 家），拓店空间充足。未来收购完成后，始祖鸟望借助安踏在产品时尚性上的积淀，进一步丰富和改良中国地区产品设计，借助其渠道资源加速国内门店开图，加速始祖鸟国内发展。

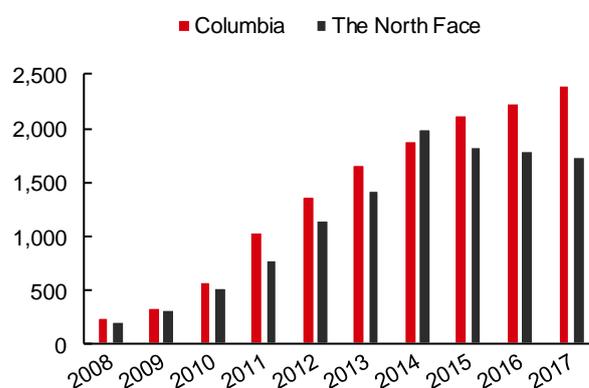
- ❖ **Salomon:** Salomon 亦为全球顶级户外品牌，在户外鞋领域尤其具代表性。目前 Salomon 在国内销售网点 200 个左右（直营门店不到 20 家），对比可比户外品牌 The North Face（600+家）和 Columbia（800+家）差距明显，具备较大的发展空间。未来收购完成后，Salomon 在借力安踏渠道优势发展国内业务的同时也望进一步嫁接安踏服装领域设计研发生产的优势，进一步丰富品类拓展发展空间。

图 41: 所罗门/North Face/Columbia 中国门店数



资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

图 42: North Face/Columbia 中国市场零售额 (百万元)

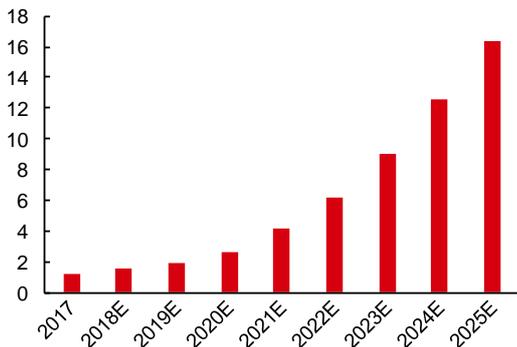


资料来源: Euromonitor, 中信证券研究部

预计未来 5 年 Amer 中国市场收入望达 8 亿-10 亿欧元。参照 FILA 及迪桑特发展路径，我们预测未来 5 年 Amer Sports 中国业务有望实现销售收入 8 亿-10 亿欧元、EBIT 1 亿欧元左右，净利润 5000 万欧元左右，同时我们判断 2019-2020 年 Amer Sports 国内业务仍以调整产品、渠道等为主，预计从 2020 年下半年后开始发力。

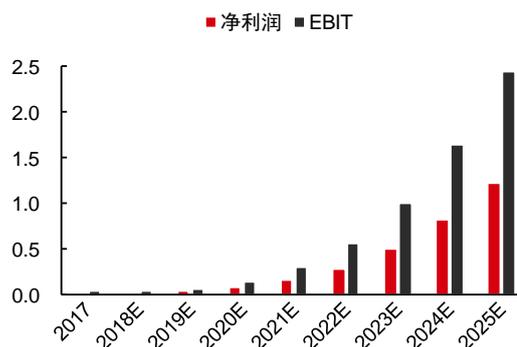
- ❖ **FILA:** 从规模上看, 2009-2017 年 FILA 在安踏的运营下国内零售额复合增速达 50%，2015 年规模已达 2009 年 10 倍以上。从盈利看, FILA 2014 年实现盈利，目前 OPM 已超 25%。从经营上看, 收购初期安踏对 FILA 的产品设计、销售体系（直营改造）、渠道等均进行调整, 导致初期发展较慢, 但这也为 FILA 后面的出众表现夯实了基础。
- ❖ **迪桑特:** 收购初期, 公司对开店持谨慎态度, 更关注产品本土化改造进程。随着产品逐步成熟（自有研发中心成立/自有产品占比提升）、渠道拓展及运营经验逐步丰富之后, 迪桑特开始逐步步入正轨。

图 43: Amer 中国地区收入预测 (单位: 亿欧元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

图 44: Amer 中国地区盈利预测 (单位: 亿欧元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

短期财务影响测算

通过测算, 我们认为此次收购对于安踏短期财务指标的影响如下。①**净利润**: 预计 2019 年为安踏带来 0.68 亿元净利润、0.03 港元 EPS 增厚收购。②**资产负债率**: 提升安踏资产负债率至 45%左右, 同比海外龙头仍维持在正常水平。③**现金**: 收购占用部分现金, 但并不影响公司正常经营。④**分红率**: 预计将有所降低。

❖ **净利润测算**: 预计此次收购 2019 年为安踏带来 0.68 亿元净利润、0.03 港元 EPS 增厚。此次收购带来的一系列费用 (包括利息成本、收购成本等) 以及 Amer 中国业务的快速成长均将对安踏的收益产生影响。因此我们基于 Bloomberg 对于 Amer Sports 的一致预期, 通过调整中国业务增长、利息费用支出、融资成本以及安踏的投资收益比例、安踏利息支出等因素, 最后测算得到此次收购 2019 年将为安踏带来 0.68 亿元的净利润增厚, 贡献 0.03 港元 EPS (+1.4%)。此外 2019 年公司还望获得一笔 2600 万欧元的投资收益 (安踏现持有 Amer 1.4%股份, 此次也会一同退出)。

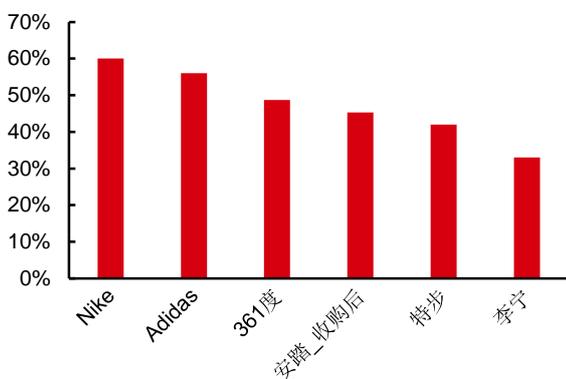
表 11: 收购对于安踏业绩影响测算

公司	指标	说明
Amer Sports	EBIT	Bloomberg 一致预期
	+中国地区增量	考虑中国地区业务借力安踏后的加速发展
	-利息费用	考虑 JVCo 和 Mascot Bidco 贷款带来的利息费用
	-融资及其他交易费用	2019 年需考虑收购带来的一次性费用支出
	=Amer 实际净利润	Amer 实际净利润水平
安踏	Amer 投资收益	=Amer 实际净利润*安踏持股比例
	-利息整体影响	减去安踏贷款的利息支持以及用于收购的自有资金的原有利息收入
	=净利润增加	给安踏带来的净利润增厚 (2019 年预计 0.68 亿元)
	EPS 增加 (港元)	为安踏集团带来的 EPS 增厚 (2019 年预计 0.03 港元, 较原预测增长 1.4%)

资料来源: 中信证券研究部测算

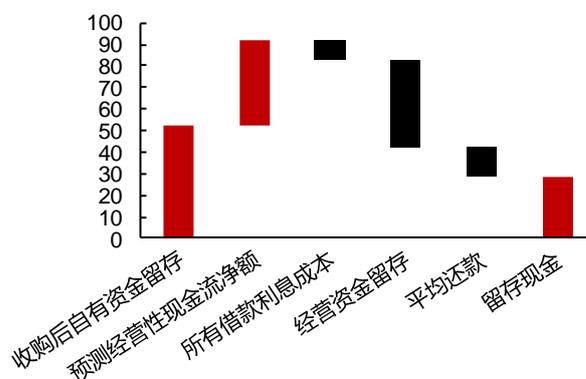
- ❖ **资产负债率：收购提升安踏资产负债率，但仍维持在正常水平。**2018H1，安踏资产负债率为 27%，显著低于其他可比公司。以 2018H1 数据估算，此次收购完成后安踏资产负债率将提升至 45%左右。与国内外行业同业公司 Nike (60%)、Adidas (56%)、361 度 (49%)、特步国际 (42%)、李宁 (33%) 对比，安踏仍处于正常水平。
- ❖ **收购占用部分现金，但整体现金仍较充足、不会影响公司正常经营。**截至 2018H1，公司账上现金及其等价物（考虑交易性金融资产/其他短期投资/其他流动资产）合计 103 亿元。扣除公司收购资金中需自有资金承担部分、为此次收购所有贷款利息成本预留、正常运营资金预留、平均偿还债务现金，加上公司每年的经营性净现金流流入（假设经营现金流净额占净利润 80%），预计公司 2019 年仍有 29 亿元左右现金结余，现金相对充足。

图 45：FY2018H1 资产负债率对比



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：Adidas 采用 2017 年

图 46：2019 年安踏现金情况测算（单位：亿元）



资料来源：中信证券研究部预测

- ❖ **分红率测算：分红率将有所降低。**根据上文计算，2019 年公司现金流扣除各项支出及预留后仍有 29 亿元左右现金留存，假设公司将其中 50%-70% 的现金用于分红，以增厚后的净利润测算，公司 2019 年分红率约 30%-40% 左右，较历史平均 60%-70% 分红率有所降低。

■ 风险因素

1. 交易尚未完成，最终能否达成仍然存在不确定性。截至收购完成前，尚需完成发布要约收购文件、股东反馈同意、反垄断审核、公告反馈结果、完成交割等重要流程。目前，股东反馈同意、反垄断审核的时间长度仍存在一定不确定性。

2. 收购整合仍存在风险。具体体现为两方面：（1）被收购标的全球业务经营存在风险和不确定性；（2）中国业务的未来推进存在不及预期的可能。

3. 宏观经济波动，整体消费下行背景下，各品牌经营不及预期的风险。2018 年下半年整体消费受宏观经济走弱影响表现较为疲弱，不排除未来消费继续走弱的可能。目前，公司旗下各品牌在消费下行环境中展现了较强的韧性，但未来仍存在增长不及预期的风险。

■ 估值及投资评级

安踏体育历经近三十载沉淀，已经成为当之无愧的本土运动鞋服龙头。此次收购标的 Amer Sports 为全球顶级体育用品管理集团，拥有高端户外运动品牌 Salomon、顶级户外品牌始祖鸟、顶级运动器械品牌 Wilson、高端健身器械品牌 Precor 等十几个行业领先运动品牌。

从长期角度看。运动行业发展趋势将影响竞争终局，未来综合品牌格局一统&剩者为王，小众品牌空间继续扩张。在此背景下，安踏体育收购 Amer Sports 有望成为其从优秀走向卓越的起点。如果能够顺利收购、并成功运营 Amer Sports，未来安踏体育有望：①在中国市场，发力专业/高端/小众市场、快速提升规模，进一步做大做强安踏主品牌，具备与 Nike、Adidas 争锋态势。②在全球市场，Amer Sports 全球业务再上台阶，安踏主品牌开启全球化、打开新的成长空间，最终成为一家具备全球影响力的运动品牌集团。

从中短期角度看。经过测算，此次收购不会影响安踏体育现在的财务表现，收购 Amer Sports 望略微增厚 2019 年 EPS，预计未来随着 Amer Sports 中国业务发展带来更多增厚。为达成此次收购，安踏体育借款规模约为 9 亿欧元、并为财团借款提供担保，经过测算我们认为公司财务杠杆处健康水平，偿债能力和流动性正常。

盈利预测。考虑到此次并购达成时间尚未明确，且对 2019 年报表影响较小，因此暂不考虑收购带来的影响，维持预测 2018/2019/2020 年 EPS 为 1.47/1.82/2.24 元（对应 1.68/2.08/2.55 港元）。

估值和投资评级。目前公司股价对应 2019 年 18 倍 PE，处于合理估值中枢偏低的位置，前期调整较为充分地反映了市场对于收购进程和收购后整合不确定性的担忧、以及消费下行对公司增速放缓的担忧。考虑到公司作为本土运动行业绝对龙头的综合竞争力、和未来业绩的可持续成长性，我们认为现价估值较低、值得布局，分享公司长期成长红利。维持“买入”评级，上调目标价至 46 港元，对应 2019 年 22 倍 PE。

图 47：2014-2018 年安踏体育 PE band



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 12: 安踏体育盈利预测与估值

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	13346	16692	22665	28758	35835
变化 (%)	19.95	25.08	35.78	26.88	24.61
净利润(百万元)	2386	3088	3953	4891	6003
变化 (%)	16.91	29.44	28.03	23.70	22.76
每股收益 (港元)	1.01	1.31	1.68	2.08	2.55
市盈率 (倍)	36	28	22	17	14
每股经营性现金流 (港元)	1.13	1.45	2.10	2.06	2.48
股价/经营性现金流 (倍)	32	25	17	18	15
EV/EBITDA (倍)	27	21	16	13	10

资料来源: 中信证券量化投资分析系统

注: 股价为 2018 年 12 月 7 日收盘价

■ 相关研究

- 安踏体育 (2020.HK) 重大事项点评: 主品牌环比改善, FILA 持续高增 (2018-10-12)
- 安踏体育 (2020.HK) 2018 年中报点评: 安踏龙头地位夯实, FILA 大超预期 (2018-08-20)
- 安踏体育 (2020.HK) 重大事项点评: 做空安踏? 我们怎么看 (2018-06-15)
- 安踏体育 (2020.HK) 2018Q1 业绩交流电话会议: 大货表现亮眼, FILA 持续高增 (2018-04-11)
- 安踏体育 (2020.HK) 2017 年年报点评: 业绩持续兑现, 创新赋能多品牌发展 (2018-03-01)
- 安踏体育 (2020.HK) 三季度经营数据及收购 KingKow/Kolon 点评: Q3 表现持续优异, KingKow/Kolon 收购落地推进多品牌布局 (2017-10-23)
- 安踏体育 (2020.HK) 深度跟踪报告: 业绩超预期之后我们怎么看 (2017-08-17)
- 安踏体育 (2020.HK) 深度跟踪报告: 多品牌发力, 供应链提升, 龙头稳坐 (2017-03-01)

利润表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	13345.76	16692.49	22665.39	28757.51	35834.65
销售及劳务成本	-6886.72	-8451.35	-10821.69	-13149.85	-15813.00
毛利	6459.04	8241.15	11843.69	15607.66	20021.64
其它收入	2.27	0.00	163.33	203.85	245.28
销售及推广费用	-2830.81	-3809.31	-5829.87	-7734.83	-9924.25
其它经营费用	-699.41	-902.96	-1223.93	-1768.59	-2329.25
其他收益及亏损	302.68	457.85	450.00	450.00	430.00
经营利润	3233.77	3986.73	5403.22	6758.10	8443.42
应占联营公司溢利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	3310.90	4310.56	5559.67	6918.10	8603.42
所得税开支	-866.33	-1151.67	-1528.91	-1888.64	-2322.92
少数股东权益	-59.02	-71.05	-77.35	-138.95	-277.09
股东应占利润	2385.55	3087.84	3953.42	4890.51	6003.41
EBITDA	3601.58	4576.37	5755.92	7150.79	8860.11
EBIT	3375.58	4326.10	5563.22	6918.10	8603.42

资产负债表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	5830.0	6967.6	9190.6	10992.9	13347.1
应收贸易账款及其他应收款项	2629.9	3732.7	3895.3	4803.9	5750.9
存货	1294.9	2155.3	2215.2	2839.3	3561.3
其他流动资产	1698.3	2586.4	2586.4	2586.4	2586.4
流动资产合计	11453.1	15441.9	17887.5	21222.5	25245.7
物业、厂房及设备	1327.4	1908.6	2216.0	2483.3	2526.6
权益性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
商誉及无形资产	477.5	705.3	705.3	705.3	705.3
其他非流动资产	965.5	1018.3	1071.9	1052.4	1047.5
非流动资产合计	2770.4	3632.3	3993.2	4241.0	4279.4
总资产	14223.5	19074.2	21880.7	25463.5	29525.2
应付账款及其他应付款	2935.8	3803.8	4731.5	5885.1	6888.4
短期借贷及长期借贷当期到期部分	937.7	147.9	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	399.0	546.6	710.3	881.3	1087.4
流动负债合计	4272.5	4498.4	5441.8	6766.4	7975.8
长期借贷	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	54.7	215.3	215.3	215.3	215.3
非流动负债合计	54.7	215.3	215.3	215.3	215.3
总负债	4327.2	4713.7	5657.1	6981.7	8191.2
普通股股本	242.7	259.0	259.0	259.0	259.0
储备	9470.7	14075.0	15860.8	17979.9	20555.1
股东权益合计	9896.3	14360.5	16223.6	18481.7	21334.0
总负债及总权益	14223.5	19074.2	21880.7	25463.5	29525.2
已动用资本	9951.0	14575.9	16439.0	18697.1	21549.3
营运资金	7180.6	7561.2	6692.4	6900.5	7360.1
净现金/(负债)	4892.3	6819.7	9190.6	10992.9	13347.1

现金流量表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	3310.9	4310.6	5559.7	6918.1	8603.4
营运资金变动	-216.0	-380.6	868.8	-208.0	-459.6
折旧及摊销	226.0	250.3	192.7	232.7	256.7
其他	-853.3	-998.8	-1686.9	-2090.5	-2566.3
经营现金流	2467.6	3181.5	4934.2	4852.3	5834.2
资本支出	-627.6	-585.0	-500.0	-500.0	-300.0
资产变卖	2.1	0.0	0.0	0.0	0.0
其它	111.0	-993.5	-53.6	19.5	4.9
投资现金流	-514.5	-1578.5	-553.6	-480.5	-295.1
发行普通股的所得款项	15.0	3435.0	0.0	0.0	0.0
借贷变化	84.7	-1427.3	-147.9	0.0	0.0
已付股息	1540.9	1936.8	-2167.7	-2771.3	-3428.2
其它	-3038.8	-3946.9	158.0	201.8	243.4
融资现金流	-1398.2	-2.4	-2157.5	-2569.5	-3184.8
外汇汇率变动之影响	109.3	-462.9	0.0	0.0	0.0
变动净现金流	664.1	1137.6	2223.0	1802.3	2354.2
自由现金流	1840.0	2596.4	4434.2	4352.3	5534.2

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
毛利	24.6	27.6	43.7	31.8	28.3
除息、税、折旧及摊销前利润(不计联营贡献)	17.5	27.1	25.8	24.2	23.9
除息、税前利润(不计联营贡献)	17.4	28.2	28.6	24.4	24.4
股东应占利润	16.9	29.4	28.0	23.7	22.8
利润率 (%)					
毛利	48.4	49.4	52.3	54.3	55.9
除息、税、折旧及摊销前利润(不计联营贡献)	27.0	27.4	25.4	24.9	24.7
除息、税前利润(不计联营贡献)	25.3	25.9	24.5	24.1	24.0
股东应占利润	17.9	18.5	17.4	17.0	16.8
其它 (%)					
有效税率	26.2	26.7	27.5	27.3	27.0
已动用资本回报率	24.0	21.2	24.0	26.2	27.9
股东回报率	25.5	25.5	25.9	28.2	30.2
资产回报率	17.9	18.5	19.3	20.7	21.8

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。