

安踏体育首次覆盖:本土业绩表现依旧耀眼,永不止步,迈向全球体育龙头

买入(首次)

2018年11月08日

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号: S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号: S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16,692.49	22,401.70	27,641.70	32,699.31
同比(%)	25.08%	34.20%	23.39%	18.30%
净利润(百万元)	3,087.84	3,925.76	4,882.75	5,866.05
同比(%)	29.44%	27.14%	24.38%	20.14%
每股收益(元/股)	1.15	1.46	1.82	2.18
P/E(倍)	27.0	21.3	17.1	14.2

投资要点

■ **安踏体育:高执行力领导下的多品牌体育龙头。**安踏品牌正式成立于1994年,经过24年发展2017年收入/利润规模达到167/31亿元,旗下拥有安踏、FILA、DESCENTE、SPRANDI、KINGKOW、KOLON SPORT以及NBA等品牌,覆盖大众及高端体育用品市场,2018年市值一度站上千亿港币,跻身全球第三大市值体育用品公司。

■ **安踏主品牌:2012年领先行业开启零售改革,登顶国内大众体育第一品牌。**在00-10年体育服饰行业黄金发展期,安踏凭借99年赞助孔令辉、04年赞助CBA、09年赞助中国奥委会打响国民度完成快速发展,在11-13年体育行业调整中,安踏通过果断的零售导向改革成为众多体育龙头中最先实现复苏的体育品牌,并超越李宁成为国内第一大体育用品公司;近年更通过持续大力度研发投入以及成体系的广告宣传策略(连续16年赞助奥委会打响国民度+子领域签下克莱汤普森为代表的超级IP+“要疯”等草根赛事赞助提升产品美誉度)不断实现产品力+品牌力提升。2017年安踏报表端收入约为117亿元(占比约70%),成人装单店提升+安踏儿童的门店扩张+线上增长是主要的增长动力。

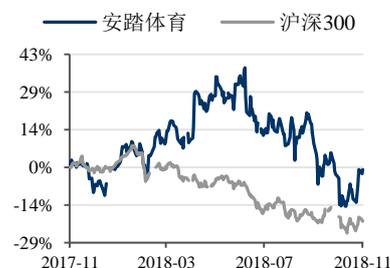
■ **FILA为代表的多品牌业务成为新增长极。**安踏09年收购FILA大中华区业务后对其进行了全渠道直营化改革并将品牌重新定位运动时尚,时尚且具有话题性的产品、强势的宣传策略(年轻化的代言人团队+多元化的赞助+米兰时装周大秀造势)结合近年的复古运动时尚风潮造就了FILA屡超预期的零售表现,收购以来FILA报表收入CAGR超过50%,2017年已超过40亿元(占比接近27%),18年前三季度零售增速超过80%,增长惊人,结合KIDS/FUSION等子品牌迅速发展,FILA仍将作为安踏最重要增长极活跃。FILA之外,公司更接连拿下日本高端滑雪品牌DESCENTE、韩国高端户外品牌KOLON、英国中端健步鞋品牌Sprandi以及童装KINGKOW,多品牌矩阵搭建完善。

■ **集团发展迈入新阶段:拟收购AMER SPORTS,国际化破局。**18年9月安踏公告拟以47亿欧元收购老牌芬兰体育装备公司AMER SPORTS,考虑后者本身成熟的多品牌运营团队及深耕欧美市场的经验契合安踏国际化需求,而安踏可助力其在中国区零售业务发展以及供应链协同,我们认为收购将成为安踏迈向国际化的破局之举。

■ **盈利预测及投资建议:坚定看好公司前瞻性与执行力,预计公司18/19/20年业绩同比增27.1%/24.4%/20.1%至39.3/48.8/58.7亿元,对应当前市值PE为21/17/14X,对标全球龙头Nike、Adidas估值相对业绩增长仍具有吸引力(该两大龙头近年业绩复合增速维持在低双位数水准,18PE分别达到29/25X),首次覆盖给予“买入”评级。**

■ **风险提示:同店增长不及预期的风险;拓店进展不及预期的风险;多品牌业务未能有效协同的风险**

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	35.25
一年最低/最高价	29.05/49.30
市净率(倍)	5.77
港股流通市值(百万港元)	94642.41

基础数据

每股净资产(元)	5.38
资产负债率(%)	26.68
总股本(百万股)	2684.89
流通股本(百万股)	2684.89

相关研究

目录

1. 安踏体育：高执行力团队带领下领先的千亿市值体育服饰龙头	5
1.1. 高管团队：丁氏家族领衔高管团队、行业经验丰富执行力出众	5
1.2. 股权结构：丁氏家族股权集中，主要高管激励到位	6
1.3. 大众体育龙头→多品牌→国际化，展现清晰成长路径	6
2. 安踏主品牌：2012年领先行业开启零售改革，登顶国内大众体育第一品牌	7
2.1. 从跑马圈地到零售改革：高执行力团队领导下的高效大众体育龙头	7
2.2. 从“买得起”到“想要买”，研发+营销投入下产品力及品牌力持续提升	10
2.2.1. 产品研发：以2005年赞助CBA为契机成立业内首个运动科学实验室并开始专业数据库建设，持续大力研发投入，打造适合国人的功能性运动产品。	10
2.2.2. 广告宣传与营销：连续16年奥委会战略合作伙伴巩固品牌国民度，超级IP的打造及广泛的赛事赞助提升各子领域影响力	12
2.3. 运营成果：稳健的成人装运营+依旧强势的童装业务发展，打造安踏品牌整体平稳增长	15
3. FILA 成为公司增长的新引擎，标志着多品牌运营成功	16
3.1. FILA 成功卡位中高端运动时尚市场，18年延续强劲涨势	16
3.1.1. 2009年安踏从百丽国际收购Fila中国区业务	16
3.1.2. 2010年安踏更换FILA中国区管理团队，改革成功后大放异彩	18
3.1.3. 乘运动时尚流行之风销售业绩斐然，截至18Q3零售表现节节高增	22
3.2. FILA 盈利后：加速的多品牌布局，涉猎冰雪、户外、童装等多个细分市场	23
3.2.1. 15年收购英国中端健步鞋履品牌Sprandi，完成对中端户外产品领域布局	23
3.2.2. 16年4月起运营日本高端专业运动品牌DESCENTE中国区业务，布局冬季运动领域	24
3.2.3. 17年10月合资运营KOLON中国大陆及港澳台业务，拓展高端户外业务	25
3.2.4. 17年10月收购香港高端童装品牌Kingkow，儿童市场多品牌布局进一步深化	25
3.2.5. 18年推出运动生活品牌AntapluS	26
3.3. 层次明晰的多品牌战略，储备未来新增长极	26
4. 拟收购芬兰体育用品集团AMER SPORTS，国际化战略破局	27
4.1. 9月公布计划组成财团以47亿欧元对价收购AMER SPORTS 100%股权	27
4.2. 收购主要看重AMER SPORTS优秀的细分领域品牌以及全球化运营格局	28
4.3. 安踏领衔的财团接手AMER SPORTS后有望在零售、供应链提供协同	30
4.4. 收购AMER SPORTS将成为安踏迈向全球体育龙头重要里程碑	31
5. 安踏体育财务分析及同业比较：相对轻资产模式带来安踏高利润率及ROE表现	32
5.1. 收入端：安踏受益主品牌稳健增长+FILA业务高增，Nike、Adidas中国区业务蓬勃发展	33
5.2. 毛利率：FILA占比提升带动安踏整体毛利率上行	34
5.3. 费用端：高广告支出+高研发支出，全经销模式下带来低销售费用+单国家运营带来低行政费用	34
5.4. 利润端：受益低营业开支及所得税，安踏净利率高于老牌龙头	36
5.5. 营运效率：经销为主模式带来安踏更快的存货周转	37
5.6. ROE：受益相对轻资产模式下的高净利率，安踏呈现出高ROE水准	38
6. 盈利预测及投资建议	38
7. 风险提示	40
8. 附录图表	41
8.1. 主流运动品牌订货会及同店表现追踪表	41
8.2. AMER SPORTS财务表现：稳健的体育用品龙头，毛利率提升及控费空间较显著	42

图表目录

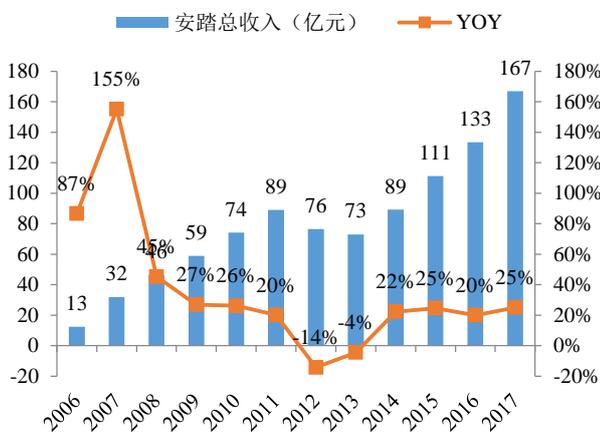
图 1: 安踏体育收入规模及 YOY.....	5
图 2: 安踏体育净利润规模及 YOY.....	5
图 3: 安踏体育股权结构图	6
图 4: 安踏上市以来大事记	7
图 5: 体育行业龙头半年度收入、存货、应收账款变动	8
图 6: 安踏品牌门店数量变化	9
图 7: 2008-2017 年安踏门店形象升级 (第五代-第八代)	9
图 8: 体育行业龙头 09H1-18H1 收入增速	10
图 9: 体育行业龙头 09H1-18H1 存货周转情况	10
图 10: 体育行业龙头 09H1-18H1 应收账款周转情况	10
图 11: 安踏历年研发投入情况	11
图 12: 2017 年国内体育龙头研发投入情况	11
图 13: 安踏历年广告和宣传投入情况	12
图 14: 2017 年国内体育龙头广告和宣传投入情况	12
图 15: 安踏平昌冬奥会“燃动冰雪”冠军龙服	12
图 16: 安踏雅加亚运会“众志成城”领奖服	12
图 17: 安踏“实力无价”战队各签约 NBA 球星及签名鞋款	13
图 18: “要疯”克莱 汤普森 2018 中国行北京站	14
图 19: “要疯”克莱 汤普森 2017 中国行成都站	14
图 20: KT3 Rocco 限量版球鞋	14
图 21: 2018 安踏与 NASA 联名鞋款 SPEED 系列	14
图 22: 2017 年“要疯”城市巡回赛总决赛	14
图 23 “要疯”系列外场实战篮球鞋“DAY IN”	14
图 24: 70 年代 FILA 宣传海报	17
图 25: 博格身着 FILA 为其设计的发带、腕带及战袍	17
图 26: 安踏收购 Fila 大中华区业务后的对其持股结构	18
图 27: 高圆圆身着 FILA 主品牌 ORIGINALE 系列	19
图 28: 陈坤身着 FILA 主品牌 White Line 系列	19
图 29: FILA FUSION “全城服射”北京发布会	19
图 30: FILA ATHLETES 新闻图	19
图 31: FILA X D-Antidote 2018 联名系列	20
图 32: FILA X Staple 2018 联名系列	20
图 33: 2018 年王源成为 FILA 新代言人	20
图 34: 王源合作款跑鞋 MIND ZERO x ROY WANG	20
图 35: 《放开我北鼻》中人气萌娃 Jackson 生活照	21
图 36: 《这! 就是街舞》选手叶正、叶音参与 FILA 唯品会 VIP 品牌日	21
图 37: 米兰时装周 FILA 历史展 Tutti in FILA	21
图 38: 米兰时装周 FILA 历史展 Tutti in FILA	21
图 39: FILA 上海南京东路旗舰店内景	22
图 40: FILA FUSION C2M 个性定制服务体验区	22
图 41: FILA 门店扩张进度	23
图 42: FILA 中国市场市占率稳步提升	23

图 43: 演员王子文代言 Sprandi.....	24
图 44: Sprandi 健步鞋产品示例.....	24
图 45: DESCENTE 品牌日本销售情况.....	24
图 46: DESCENTE2018 秋冬综训鞋款 A1 TAP 360.....	25
图 47: 吴彦祖为 DESCENTE 拍摄 18 秋冬广告片.....	25
图 48: 宋仲基代言 Kolon 产品.....	25
图 49: Kolon Sport 全国门店分布情况.....	25
图 50: Kingkow 品牌门店分布.....	26
图 51: Kingkow 品牌产品示例.....	26
图 52: AntapluS 长春欧亚门店.....	26
图 53: AntapluS 长春欧亚门店.....	26
图 54: Adidas 大中华区毛利率及营业利润率水平显著高于其他地区 (2017 年数据).....	36
表 1: 安踏体育高管核心团队 (部分).....	5
表 2: 截至 2018 年 10 月安踏历年专利数量.....	11
表 3: 安踏代表性专利技术.....	11
表 4: 中国运动鞋服市场市占率前 10 品牌 (单位: %).....	15
表 5: 龙头季度零售表现 (安踏为零售端口径, Nike、Adidas 为报表口径, 单位: %).....	16
表 6: 安踏旗下品牌发展情况.....	16
表 7: FILA 集团代表性体育明星赞助史.....	16
表 8: 非安踏品牌 (主要为 FILA) 近年零售表现.....	22
表 9: FILA 旗下子品牌发展情况.....	23
表 10: 安踏体育现有各品牌 2017 年大致表现及未来规划.....	27
表 11: AMER SPORTS 旗下品牌矩阵.....	28
表 12: AMER SPORTS 收入按地区拆分(百万欧元).....	29
表 13: AMER SPORTS 收入按业务拆分(百万欧元).....	30
表 14: Adidas 及 AMER SPORTS 2017 年财务比较 (单位: 亿欧元).....	32
表 15: Nike、Adidas、安踏体育最新财年基本数据比较 (单位: 亿元, 人民币).....	33
表 16: Nike、Adidas、安踏体育全球收入及增速 (单位: 亿元, 人民币).....	33
表 17: Nike、Adidas 大中华区收入及增速 (单位: 亿元, 人民币).....	34
表 18: Nike、Adidas、安踏体育毛利率.....	34
表 19: Nike、Adidas、安踏体育营业开支拆解 (单位: 亿元, 人民币, 最新完整财年).....	35
表 20: Nike、Adidas、安踏体育费用率及营业利润率 (单位: 亿元, 人民币).....	35
表 21: Nike、Adidas、安踏体育所得税及净利润情况 (单位: 亿元, 人民币).....	36
表 22: Nike、Adidas、安踏体育周转情况.....	37
表 23: Nike、Adidas、安踏体育 ROE.....	38
表 24: 安踏体育驱动因素拆分 (单位: 亿元).....	39
表 25: 安踏体育可比估值 (单位: 亿元, 人民币).....	39
表 26: 运动品牌公司订货会表现变化 (安踏 14Q1 订货会率先恢复增长, 该订货会在 13Q3 进行).....	41
表 27: 运动品牌公司主品牌同店增长表现变化 (安踏于 13Q4 领先恢复).....	42
表 28: AMER SPORTS 周转情况 (GAPP) (单位: 百万欧元).....	43

1. 安踏体育:高执行力团队带领下领先的千亿市值体育服饰龙头

代工厂起家，2012 年成为国内第一大体育用品品牌，2018 年市值一度站上千亿。安踏体育成立于 1991 年，成立之初作为福建晋江陈埭镇众多贴牌代工鞋厂之一活跃，1994 年成为最早一批开始布局全国经销网络的晋江品牌。1999 年，现任董事会主席及首席执行官丁世忠大胆签下孔令辉作为品牌代言人并大力投放央视广告，随 2000 年孔令辉拿下悉尼奥运会男单冠军及大满贯，安踏在晋江品牌中脱颖而出进入全民视野并开始迅速发展，2012 年超越李宁跻身国内第一大体育用品品牌。截至 2017 年，安踏已经发展成为年收 167 亿、净利润 31 亿的大型体育用品公司，旗下拥有安踏、FILA、DESCENTE、SPRANDI、KINGKOW、KOLON SPORT 以及 NBA 等品牌，覆盖大众及高端体育用品市场。

图 1：安踏体育收入规模及 YOY



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：安踏体育净利润规模及 YOY



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.1. 高管团队：丁氏家族领衔高管团队、行业经验丰富执行力出众

以丁世忠为核心的安踏高管团队，合作超过 10 年，团队行业经验丰富、结构稳定、执行力出众。董事会主席、CEO 丁世忠先生作为安踏体育灵魂人物，1991 年品牌创立以来始终把握企业整体战略、品牌管理和推广规划，其为人勤奋务实，对于品牌经营及零售有深刻见解，带领安踏成功走过若干重要转折关头，成就当前行业地位及影响力；其兄丁世家先生主管鞋类业务、其内弟赖世贤先生 2003 年加入公司后负责供应链、行政及财务工作，表兄王文默加入集团后则负责服装业务（曾就职于利郎）。

除丁氏家族成员外，职业经理人吴永华（安踏集团销售总监）及郑捷（安踏品牌总裁）的加入也让高管团队构成更为专业，核心管理团队携手至今合作超过 10 年，相互配合默契、执行力优秀。

表 1：安踏体育高管核心团队（部分）

姓名	职务	任职日期	个人履历
丁世忠	首席执行官、执行董事兼董事会主席	1994 年 7 月	负责安踏体育的整体企业策略、品牌管理、规划及业务发展，一直致力拓展及推广本集团的业务及发展中国体育用品业；拥有厦门大学高级经理工商管理硕士学位，曾获多个奖项，并担任全国人大代表、中国体育用品联合会副主席、萨马兰奇体育发展基金会副理事长等多个公职

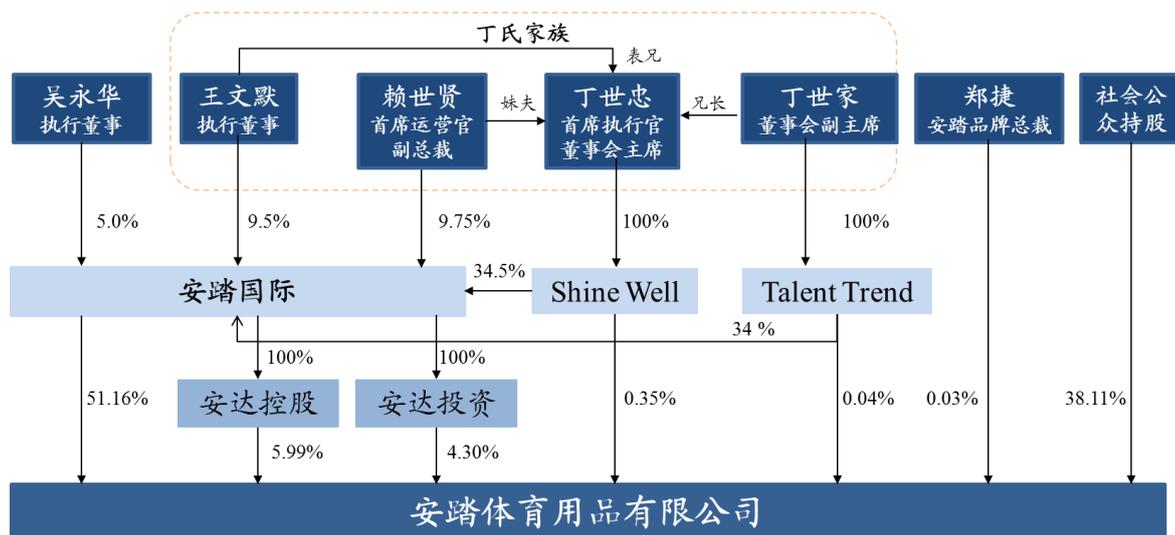
丁世家	执行董事兼董事会副主席	1994年7月	负责管理本集团的鞋类管理，在中国体育用品业拥有超过20年经验；于1994年加入安踏集团，1992-1994年曾担任晋江世发的副厂长
赖世贤	首席运营官、首席财务官兼执行董事	2003年3月	负责集团供应链及行政管理工作，在行政管理方面拥有超过十年经验；2003年加入本集团，于2004年被委任为安踏中国副总裁；目前还担任中国利郎的独立非执行董事兼任福建省总商会为副会长
王文默	执行董事	2000年6月	负责管理集团的服装营运，在服装业拥有超过二十年经验；2000年加入安踏，并于2004年成为集团副总裁兼服装事业部总监；1984-2000年，曾担任利郎（福建）时装有限公司的董事
吴永华	执行董事兼集团销售总裁	2003年10月	负责集团销售及营销管理，在中国销售及营销方面拥有超过十年经验；2003年加入安踏担任销售总监；1995-2000年，曾担任福州鞋城华盛鞋行的总经理，并于2001-2003年，任职于福州永大贸易有限公司总经理
郑捷	执行董事兼安踏品牌总裁	2008年10月	负责品牌及产品管理，在营销管理方面拥有超过十年的经验；2008年加入安踏，担任执行副总裁；加入安踏前，曾于跨国企业任职高级管理人员，曾于阿迪达斯（中国）有限公司工作近八年，担任销售总监；其后曾担任锐步中国总经理；拥有复旦管理科学学士学位

资料来源：公司公告，领英，东吴证券研究所

1.2. 股权结构：丁氏家族股权集中，主要高管激励到位

丁氏家族控股，股权相对集中。股权结构来看，公司第一大股东为安踏国际集团控股有限公司，而 CEO 丁世忠及其长兄丁世家作为安踏国际的实际控制人，分别持有安踏国际 34.5%/34% 股权（安踏国际直接和间接持有上市公司 61.46% 股权），并持有上市公司 0.35%/0.04% 股权。此外，COO 赖世贤、执行董事王文默和吴永华均通过持有安踏国际的股份而间接拥有公司股权；同时郑捷作为安踏品牌总裁，直接持有公司 0.04% 股权。

图 3：安踏体育股权结构图



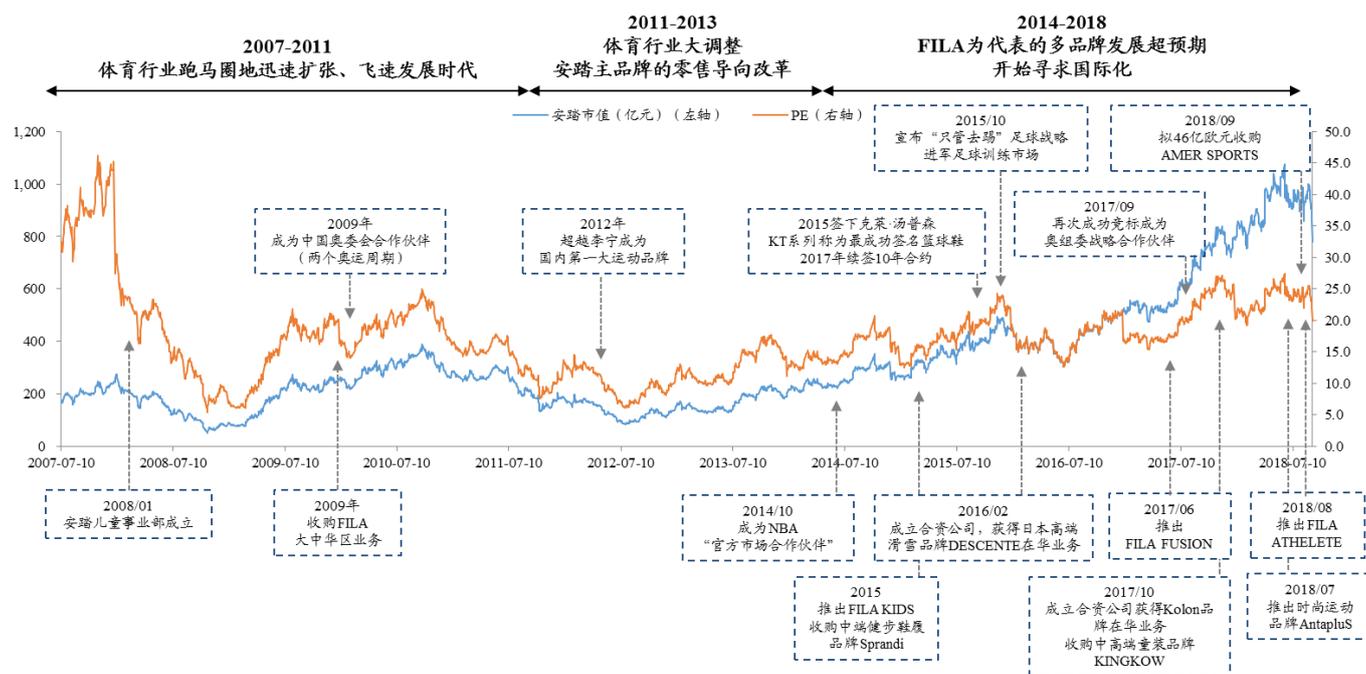
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 大众体育龙头→多品牌→国际化，展现清晰成长路径

公司于 2007 年上市，2017 年市值一度超过千亿港币，是国内市值最大的品牌服饰上市公司，也是除 Nike、Adidas 外全球第三大市值体育服饰品牌公司。当我们回顾其上市以来历史业绩及股价表现时，会发现非常明显的两个转折阶段，首先是 2011-13 年，

在整个服装产业跑马圈地结束、集体迎来调整时，安踏主品牌率先完成了零售导向的全体系改革，这一过程也伴随着公司估值中枢从 10X 向 15X 的上移；第二次是 2016 年，主品牌表现稳定的同时 FILA 为代表的多品牌零售增速迅猛，成功的多品牌发展带动公司估值中枢进一步上移至 20-25X，并在 2018 年市值成功站上千亿。在此基础上，安踏 2018 年 9 月提出了对 AMER SPORTS 的收购野心，开始寻求国际化布局，逐步向“世界的安踏”这一目标坚定迈进。在后文的介绍中，我们也将主品牌的改革、FILA 的高增以及 AMER SPORTS 的收购作为各个发展阶段的重点做一介绍。

图 4：安踏上市以来大事记



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

2. 安踏主品牌：2012 年领先行业开启零售改革，登顶国内大众体育第一品牌

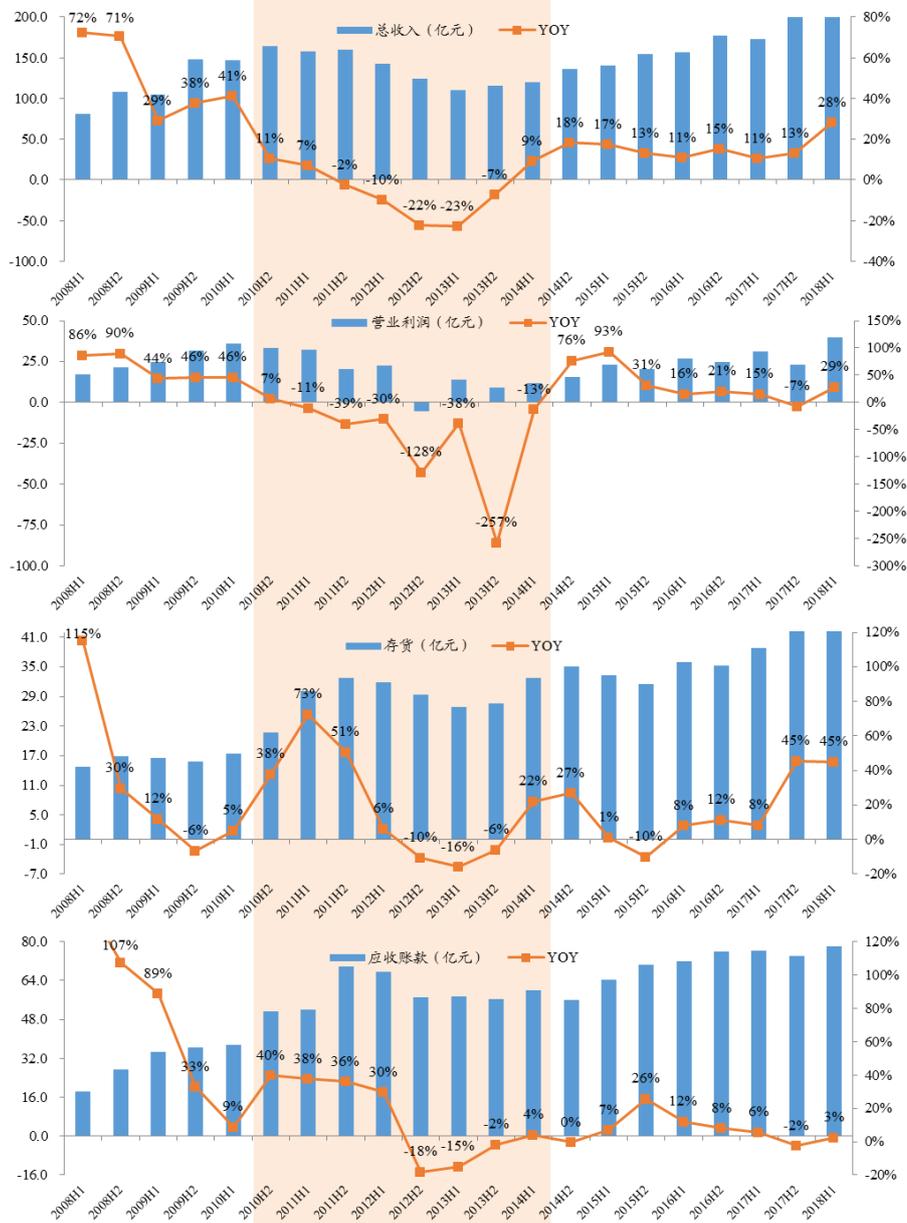
2.1. 从跑马圈地到零售改革：高执行力团队领导下的高效大众体育龙头

安踏主品牌的发展史是我国体育服饰行业发展的一个缩影：回顾我国体育服饰品牌商发展史，品牌概念首次出现在 20 世纪 90 年代，北有李宁（1990），南有安踏（1994），尤其安踏通过 1999 年孔令辉的代言打开了全国知名度，引发闽派鞋厂纷纷效仿，本土运动品牌如雨后春笋涌现；此后安踏更凭借对包括奥委会、CBA 在内的多个重要赛事赞助持续打响品牌知名度，并于 2007 年成功上市。2000 年-2010 年是体育行业高速增长的 10 年，飞速增长的中国经济、北京奥运带来的运动热潮、叠加 90 年代前后人口出生小高峰带来的消费力为大众体育服饰行业的发展创造了优渥的环境，全行业都在迅速通过经销商网络在全国范围内扩张渠道、跑马圈地，安踏、李宁、361°、特步、中国动向五家龙头在巅峰时期的门店数量逼近 3.3 万家。

2011 年金融危机后国内商品零售增速经历明显下行，过去以批发模式为主进行激进渠道扩张的运动服饰行业开始呈现渠道数量过剩、同店下滑、库存高企趋势，以安踏、李宁、特步、361°、中国动向合计数据来看，10H2 已经出现明显的收入增速下降但库

存和应收账款高增的情况，渠道库存压力尽显，11-13 年各龙头陆续开始通过高折扣、回购经销商存货等方式为渠道减负，行业整体陷入收入和利润增长停滞，以此为契机，以安踏为首的龙头开始摸索零售改革。

图 5：体育行业龙头半年度收入、存货、应收账款变动



注：此处行业数据为安踏、李宁、361°、特步、中国动向五家龙头合计计算所得

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

认识到过去批发模式粗放管理的不可持续，2012 年开始，丁世忠团队耗时两年走遍全国 500 个地级市门店，开启了全方位的零售转型战略：

1) 扁平化管理，全面检查系统全方位监测运营表现。其中包括：①将原本需要通过运营管理部层层管理的大区、分区经理、经销商、加盟商逐一取消，直接设立销售营运部负责货品营运，并成立零售管理部管理渠道形象；②同时鼓励经销商开设直营店，减少层层分销渠道，加强零售管控。③ERP 与 POS 系统连接，将 ERP 在终端门店的覆盖率从 2008 年 43% 提升到 2017 年的 98%，全面掌握实时终端零售数据。④全面监察，

通过 ERP、销售网点周报、销售人员渠道巡查全方位监测运营表现。

2) 以销定产+灵活供应链配合经销商补单，严格控制终端库存：2011-2013 年安踏集中通过奥特莱斯门店开设及电商渠道处理过剩存货，此后对终端库存坚持严格控制，具体举措包括：①以销定产，严格按照终端零售情况以单店为基础为经销商进行精确的订货指引；②鼓励经销商灵活补单降低库存风险，柔性供应链以及物流中心的投入（2018 年新物流中心送货时间从过往平均一个月以上大幅缩短至最快 8 小时）提升周转速度，目标 2018 年补单比例达到双位数，2020 年补单比例达到 20%；

3) “千店一面”方针下全国高度统一的门店管理，零售导向的门店考核标准推动终端渠道持续优化。2013 年开始持续的门店优化（成人装由巅峰期 8665 家门店降低至当前 7000 家左右，扩单店面积、调整门店位置以提升单店产出），并坚持：①在全国分销网络推行统一的店铺形象（目前已更新至第八代门店）、产品陈设和终端广告，以突出每一季的营销主题（以当下为例，公司非常重视 KT 系列、综训、专业跑步系列置于营销焦点），门店装潢以及推广材料（店内海报以及产品展示设备）由安踏统一供应到零售店面；②建立零售导向的考核标准，根据运营数据衡量经营表现（包括新品售罄率、零售折扣率、库销比）而非单纯考核经销商提货增长情况。

图 6：安踏品牌门店数量变化



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

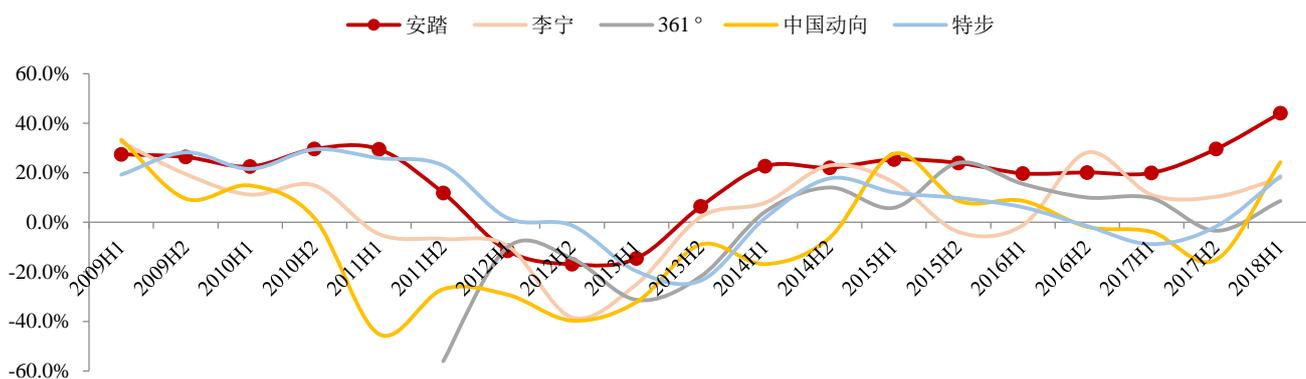
图 7：2008-2017 年安踏门店形象升级（第五代-第八代）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

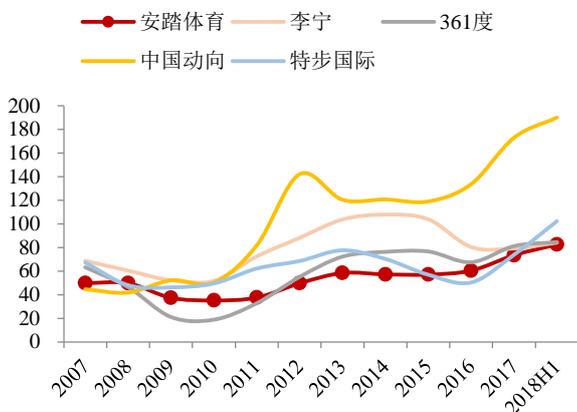
安踏的零售管理大刀阔斧，丁世忠团队的高执行力带动下改革效果迅速体现：2013Q3 安踏同店表现领先行业转正，13Q3 举行的 14Q1 订货会也恢复正增长，成为全行业最先走出此轮库存危机的龙头（数据统计可见附录 8.1），报表端来看安踏 13H1 收入增速回正，存货和应收账款周转在 2014 年趋于稳定，体现出渠道库存得到有效控制；走出危机的安踏至今以消费者体验为导向、零售为导向作为公司运营宗旨，展现出作为大众体育龙头的高零售效率。

图 8：体育行业龙头 09H1-18H1 收入增速



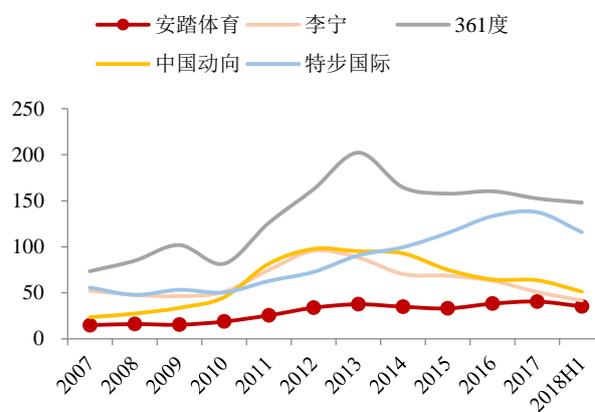
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图 9：体育行业龙头 09H1-18H1 存货周转情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：体育行业龙头 09H1-18H1 应收账款周转情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

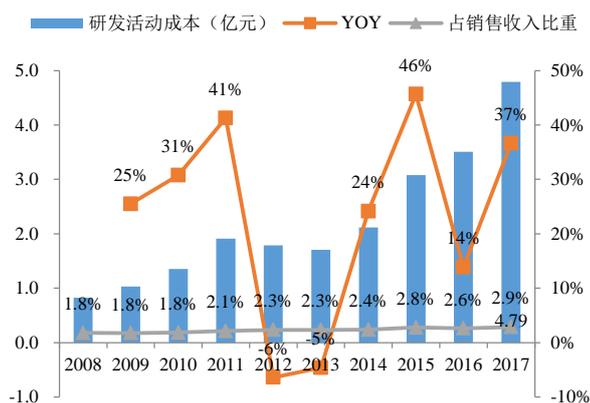
2.2. 从“买得起”到“想要买”，研发+营销投入下产品力及品牌力持续提升

2.2.1. 产品研发：以 2005 年赞助 CBA 为契机成立业内首个运动科学实验室并开始专业数据库建设，持续大力研发投入，打造适合国人的功能性运动产品。

虽品牌定位大众体育，但安踏始终未松懈技术开发，旨在提供具有高性价比及功能性的运动产品。以 2005 年赞助 CBA 为契机，安踏斥资 3000 万成立了行业首个运动科学实验室，开始尝试依据运动员的身体数据进行运动科技和功能设计的开发，并于同年建立了中国第一个专业篮球运动员脚型数据库，完成了 14 支球队 CBA 专业篮球运动员脚型测量工作。此后，安踏并相继建立了篮、排、网、乒、马拉松等赛事运动员脚型数据库，

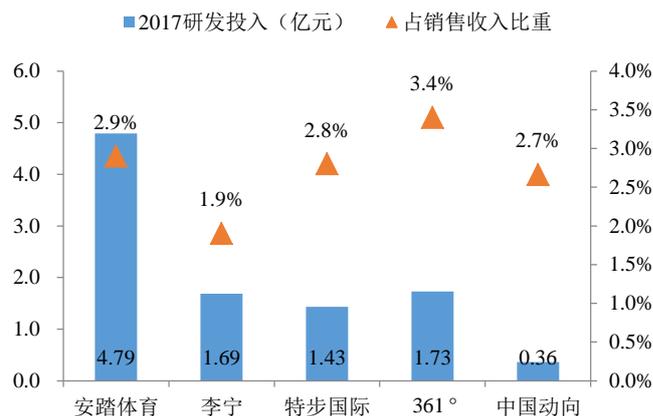
并于 2015 年建立了拥有超过 1.6 万样本的青少年脚型数据库，通过广泛的样本积累，结合专业运动技术特征以及场地特点，专项开发不同运动项目产品；2009 年 12 月，安踏的科学运动实验室被国家发展和改革委员会认定为“国家级企业技术中心”（业内唯一）。目前，安踏在全球拥有美国、日本、韩国、香港和中国大陆五大研发设计中心，引进大量国际化背景的研发设计人才，截至 2017 年研发投入规模达到 4.79 亿元，为国内体育龙头之最，通过持续的高投入，安踏目前拥有超过 1000 项专利技术注册在案（包括在审部分），在篮球、足球、综训、跑步等多个类别产品中获得广泛使用。

图 11：安踏历年研发投入情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12：2017 年国内体育龙头研发投入情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：截至 2018 年 10 月安踏历年专利数量

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	合计
所有专利	38	93	104	96	70	69	76	104	163	194	1033
其中：发明	0	10	11	9	1	16	20	16	37	33	154
实用新型专利	3	8	5	14	14	13	6	9	26	35	138
外观专利	35	75	85	67	45	36	48	69	88	122	690
发明授权	0	0	3	6	10	4	2	10	12	4	51

数据来源：soopat 专利查询官网，东吴证券研究所

表 3：安踏代表性专利技术

服装科技	透气舒适技术	保暖科技	防水技术	防菌技术
	有机棉、智能窗、冰感科技、吸汗速干科技、冰肤 3 科技、抗静电科技	远红外保暖科技、发热保暖科技、反射保暖科技、绿色保暖科技、中空保暖科技、轻型保暖科技	雨翼科技、防水透湿科技、防泼水科技、卓越防水透湿科技	能量盾、抗菌科技
鞋类科技	大底技术	回弹缓震技术	包裹支撑技术	鞋面技术
	耐磨橡胶、止滑橡胶、户外灵爪科技	闪能科技、动态网科技、弹力胶、芯技术、动力泡棉、柔软柱、双承科技	动态索科技、能量环、趾头保护功能、足弓支撑稳定技术、弹力足弓、防侧拐装置、侧面爪式抱紧系统、五驱掌控科技、适足科技、易弯折功能、易扭转技术	凌线科技、呼吸网、高效透气设计、光科技

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.2.2. 广告宣传与营销：连续 16 年奥委会战略合作伙伴巩固品牌国民度，超级 IP 的打造及广泛的赛事赞助提升各子领域影响力

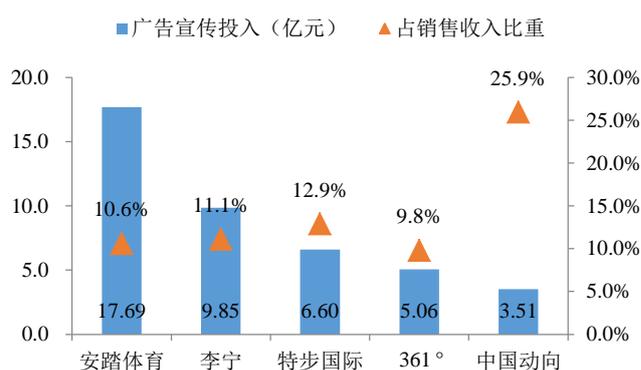
体育服饰领域相对标品性决定了高品牌知名度、强有力的广告宣传对于销售的重要性，龙头的规模优势在此时又一次得到体现，在近似的支出比例下，安踏 2017 年广告宣传支出规模已达到 17.69 亿元，该等费用主要投向了：1) 与奥委会的战略合作；2) 签约重要 IP；3) 各类赛事赞助中。

图 13：安踏历年广告和宣传投入情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 14：2017 年国内体育龙头广告和宣传投入情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1、2009 年起连续 4 个奥运周期与中国奥委会达成战略合作，巩固安踏品牌作为国民运动品牌的市场地位

从 09 年起，安踏已与中国奥委会及中国体育代表团建立战略合作伙伴关系，不仅赞助了 24 只中国国家代表队，包括冬季运动、拳击跆拳道运动、体操运动以及举重摔跤柔道四大体育管理中心和中国赛艇协会，更从 2009 年起连续两个奥运周期(2009-2012、2013-2016) 作为中国奥委会官方战略合作伙伴活跃。2017 年 9 月安踏再次竞标成功成为 2022 年北京冬奥会和冬残奥会组委的官方体育服装合作伙伴，从而斩获中国奥委会 2017-2024 年奥运周期的商业开发权以及 2018-2022 冬奥会服装类赞助权，继续享受 7 年半的营销周期。作为奥委会连续 16 年的官方战略合作伙伴，安踏品牌随国家代表队出现在各类国际赛事领奖台，牢牢把握住国产第一运动品牌的市场地位。

图 15：安踏平昌冬奥会“燃动冰雪”冠军龙服



资料来源：搜狐网，东吴证券研究所

图 16：安踏雅加亚运会“众志成城”领奖服



资料来源：搜狐网，东吴证券研究所

2、子领域：IP 资源制造话题性+广泛赛事赞助积累产品口碑

除通过奥运打响品牌整体知名度外，安踏持续在篮球、足球、跑步等子领域投入宣传资源扩大影响力，以近年投入最多的篮球领域为例：

1) 2007 年开始组建“实力无价”明星战队，克莱·汤普森成为超级 IP。安踏 2007 年起开始已物色签约 NBA 球星开发签名鞋，截至目前其“实力无价”明星战队已先后合作 6 位 NBA 重量级球星，其中 2015 年签约的克莱·汤普森现在已经成为安踏篮球的超级 IP——随着其所在的金州勇士队连续拿下 NBA16-17、17-18 赛季总冠军，汤普森作为球队内“四巨头”之一话题性及商业价值水涨船高，以安踏为其打造的第二代签名鞋 KT2 为例，该鞋款伴随汤普森 16-17 赛季，成为安踏签名篮球鞋中曝光度最高、最高销量的签名球鞋；而 KT 系列也打破了此前安踏签名球鞋 399 的定价天花板，KT1/KT2/KT3/KT4 定价达到 499/499/599/699 元，特别限量版如 KT3 “勇冠三军”纪念套装/KT3 Rocco (以汤普森爱犬 Rocco 为灵感) 限量版售价达到 1133/888 元。2017 年 6 月，安踏与汤普森以 8000 万美金价格续约签下 10 年合同，安踏篮球更围绕其组建了 40 人团队安排产品开发、宣传资源及营销活动，以最大化发挥其影响力。

值得注意的是，2018 年 10 月，安踏以年均 200 万美金签下波士顿凯尔特人队小前锋戈登·海沃德 4 年合同，考虑凯尔特人队与汤普森所在的勇士都是 NBA 下个赛季的夺冠热门，海沃德预计将成为安踏篮球又一重磅 IP。

除 NBA 球星类超级 IP 外，安踏也通过 IP 合作形式发售话题性联名产品。典型如 18 年 5 月正式亮相的安踏致敬 NASA60 周年的“SPEED”系列运动鞋，共发布篮球鞋“御空”、跑鞋“零界”、休闲鞋“流晖”三大款式，一经上架首波产品 20 秒售罄、当日销量达到 10000 双，成为年度代表性话题产品。

图 17：安踏“实力无价”战队各签约 NBA 球星及签名鞋款

	Luis Scola 路易斯·斯科拉	Kevin Garnett 凯文·加内特	Rajon Rondo 拉简·朗多	Chandler Parsons 钱德勒·帕森斯	Klay Thompson 克莱·汤普森	Gordon Hayward 戈登·海沃德
明星球员						
球队	休斯顿火箭队 大前锋	明尼苏达森林狼队 大前锋	洛杉矶湖人队 控卫	孟菲斯灰熊队 小前锋	金州勇士队 得分后卫	波士顿凯尔特人队 小前锋
合作情况	07 年签约，合约已结束 7 年合作中共推出四代斯科拉系列球鞋	10 年签约，合约已结束 2010 年推出 KG I 2011 年推出 KG II 2012 年推出 KG III 2013 年推出 KG IV 2015 年推出 KG V	2013 年签约 2013 年推出 RR1 截至 2017 年已推出 RR5	14 年签约，合约已结束 共推出 CP1、CP2 两代战靴	2015 年签约;2017 年续签 10 年合同 2015 年推出 KT1 2016 年推出 KT2 2017 年推出 KT3 2018 年 9 月推出 KT4	2018 年签定 4 年合约 签名鞋预计 2019 年秋季推出

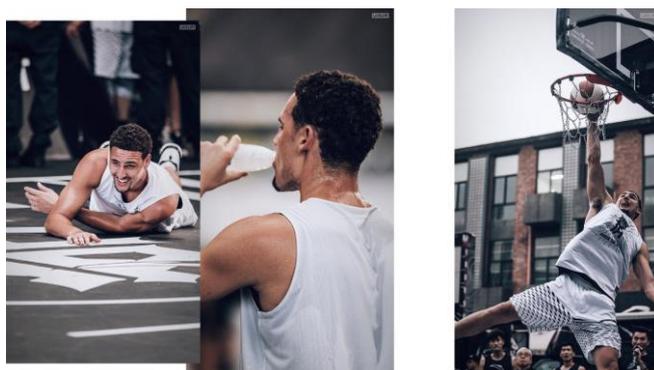
资料来源：虎扑，搜狐网，百度百科，东吴证券研究所

图 18：“要疯”克莱·汤普森 2018 中国行北京站



资料来源：搜狐网，东吴证券研究所

图 19：“要疯”克莱·汤普森 2017 中国行成都站



资料来源：搜狐网，东吴证券研究所

图 20：KT3 Rocco 限量版球鞋



资料来源：搜狐网，东吴证券研究所

图 21：2018 安踏与 NASA 联名鞋款 SPEED 系列



资料来源：搜狐网，东吴证券研究所

2) 超级 IP 之外：广泛赛事赞助，积累产品口碑

在 2004 年启动篮球战略初期，安踏选择了从国内顶级篮球赛事资源入手积累自身篮球产品口碑：1) 赞助 CBA：2004 年安踏与 CBA 签下三年 6000 万赞助合约，成为 CBA 唯一指定运动装备赞助商，2007 年再度续约，以 2000 万/年为基准续签 5 年，直到 2012 年结束，所有球衣及全联盟球员上场球鞋都为安踏品牌供应。2) 赞助 CUBA：2009 年成为中国大学生篮球联赛战略伙伴，此后连续三年赞助 CUBA 装备。

在国内拥有一定品牌口碑后，2014 年以正式成为 NBA 中国官方市场合作伙伴以及授权商为契机，安踏的篮球赞助资源转移向 NBA 明星球员 IP，但安踏亦从未放弃本土营销，尤其 2016 年以来观察到国内草根篮球崛起趋势，安踏 2017/2018 年分别组织“要疯”系列城市巡回赛/城市篮球挑战赛，倡导外场篮球文化，两次赛事总决赛都与克莱·汤普森中国行行程配合，公众参与度及话题性十足，将“要疯”系列成功打造为安踏篮球旗下仅次于 KT 的重要 IP。

图 22：2017 年“要疯”城市巡回赛总决赛

图 23 “要疯”系列外场实战篮球鞋“DAY IN”



资料来源：搜狐网，东吴证券研究所



资料来源：搜狐网，东吴证券研究所

2.3. 运营成果：稳健的成人装运营+依旧强势的童装业务发展，打造安踏品牌整体平稳增长

凭借着高效的零售管理，以及持续高投入带来的研发提升以及日趋成熟化、体系化的营销宣传，安踏不仅领先行业完成调整，更在 2012 年以来持续作为国产体育品牌的绝对龙头活跃，结合 Euromonitor 的市占率数据和 Nike、Adidas 在大中华区的报表收入规模（最新财年分别达到 329/296 亿人民币），我们估计中国 2017 年体育鞋服市场的规模在 3000 亿人民币左右，其中安踏市占率达到 8%，零售规模估算在 240 亿左右，在国内品牌中领先优势明显。

表 4：中国运动鞋服市场市占率前 10 品牌（单位：%）

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Adidas	12.9	9.7	9.5	10.7	13.3	15.0	14.8	15.3	16.3	19.8
Nike	13.4	11.9	11.3	12.5	13.7	14.0	14.3	15.5	17.0	16.8
Anta	5.8	7.0	8.2	9.1	8.8	7.6	7.5	7.8	7.9	8.0
Li Ning	9.0	9.8	9.7	8.2	5.9	5.1	5.2	5.4	5.4	5.3
361 Degrees	3.7	5.4	6.0	6.3	5.7	4.2	4.1	4.2	4.2	4.0
Xtep	4.5	5.2	5.8	6.8	7.0	5.5	5.7	5.5	4.9	4.0
New Balance	0.9	0.9	0.9	0.9	1.6	2.6	3.6	3.9	4.1	3.4
Skechers	-	-	-	-	-	-	-	1.3	2.2	2.8
Fila	-	0.2	0.3	0.5	0.7	1.1	1.5	2.0	2.3	2.6
Converse	1.6	1.8	1.7	1.8	2.1	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
合计	51.8	51.9	53.4	56.8	58.8	57.5	59.1	63.3	66.7	69.1

数据来源：Euromonitor、东吴证券研究所

截至 18Q3 零售增长稳健：从报表收入来看，目前安踏品牌仍然是公司主要的收入来源，2017 年报表收入占比占近 7 成，规模在 120 亿元左右。从零售端来看，安踏品牌持续呈现稳健增长状态，18 年 Q1 展现超预期表现（+20%-25%），Q2 由于高基数增速略有下降，但 Q3 增速已呈现环比改善重回中双位数，18 年零售总体稳健。从未来发展来看，门店数量已超过 7000 家的安踏成人装未来预计主要通过单店增长实现稳健收入增长，门店基数较低的安踏儿童则将在 2017 年 2400 家的基础上按年扩张 200-300 家，

同时追求单店零售表现在现有 11 万/月基础上有效提升。

表 5: 龙头季度零售表现 (安踏为零售口径, Nike、Adidas 为报表口径, 单位: %)

	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
安踏品牌 (零售口径)	中单 位数	高单 位数	低双 位数	高双 位数	低双 位数	20%-30%	中双 位数	20%-25%	20%-25%	低双 位数	中双 位数
Nike 大中华区 (固定汇率)	27.0	23.0	21.0	17.0	15.0	16.0	12.0	15.0	19.0	25.0	20.0
Adidas 大中华区 (固定汇率)	30.2		25.3	25.0	30.3	27.7	28.0	32.0	26.0	27.0	

注: 其中, Nike 的 16Q1 指 15/12/1-16/2/29

数据来源: 公司公告, Bloomberg, 东吴证券研究所

表 6: 安踏旗下品牌发展情况

品牌 LOGO	旗下品牌	品牌定位	发布时间	18H1 门店数量	未来规划
	安踏	大众体育	1994 年	7100 家左右	门店数量预计不会有显著扩张, 未来主要依靠单店立体增长实现收入提升; 18H1 月单店零售超过 20 万
	安踏儿童	0-14 岁儿 童常服	2008 年	2500 家左右	每年以 200-300 家数量扩张; 18H1 月单店零售超过 11 万, 单店销售提升仍有空间

数据来源: 公司公告, 公司调研, 东吴证券研究所

3. FILA 成为公司增长的新引擎, 标志着多品牌运营成功

3.1. FILA 成功卡位中高端运动时尚市场, 18 年延续强劲涨势

3.1.1. 2009 年安踏从百丽国际收购 Fila 中国区业务

FILA: 源于意大利的百年时尚运动品牌, 70 年代起崭露头角, 成为风靡全球的高端运动时尚服饰。 FILA 品牌 1911 年由 Fila 兄弟创始于意大利, 成立伊始主要从事内衣制造, 70 年代开始涉足运动产品开发, 1973 年成功赞助瑞典网球传奇名将 Björn Borg (比约·博格) 让 FILA 在网球领域崭露头角, 此后博格连续五届拿下温网大满贯冠军, 频繁曝光下 FILA 也凭借活泼、优雅的设计风格获得球迷青睐, 此后 FILA 赞助了多个大满贯冠军并成为美网公开赛长达 22 年的赞助商, 网球基因深植品牌, 同时开启了包括高尔夫、滑雪、赛车在内多个领域业务的发展, 在 80 年代带起运动时尚风潮。2003 年, 美国 SBI 公司 (Sport Brands International Ltd.) 收购 FILA, 后 2007 年 1 月韩国 FILA (Fila Korea Ltd.) 从 SBI 手中收购 Fila Group 全部股权, 从而获得 FILA 品牌及商标的全球使用权, 目前 FILA 全球总部位于首尔。

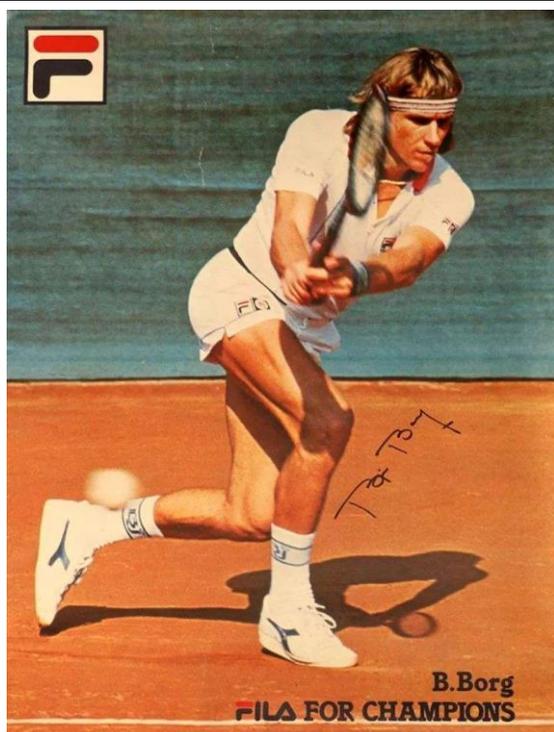
表 7: FILA 集团代表性体育明星赞助史

运动	时间	赞助运动员/队伍/赛事
网球	1973	开始赞助瑞典网球传奇名将 Björn Borg, 后者自 1975 年起连续赢得五届温网冠军
	1974	开始赞助阿根廷网球名将 Guillermo Vilas, 其为首个赢得大满贯赛冠军的南美选手, 在 1977 年的法网、美网以及 1978、1979 年的澳网中皆夺得单打大满贯冠军
	1982	对美网公开赛进行长达 22 年的赞助, 作为官方指定供应商活跃
	1989	赞助德国名将 Boris Becker, 当年后者取得法网、美网、温网三大公开赛冠军
	1990	赞助德国名将 Stefanie Graf, 其当年拿到澳网冠军

	1991	赞助美国名将 Monica Seles，其作为最年轻法网冠军，职业生涯共获得 9 个大满贯冠军
	2001	赞助美国名将 Jennifer Capriat，后者当年获得澳网、法网冠军，次年又在澳网公开赛中夺冠
	2004	赞助俄罗斯名将 Svetlana Kuznetsova，其当年拿下美国公开赛冠军
	2005	赞助比利时名将 Kim Clijsters，获得美网公开赛女单冠军，2009 年复出后再次获得美网冠军
	2008	推出 FILA WIMBLEDON 联名鞋款，成为温网服装赞助品牌
滑雪	1976	开始赞助瑞典滑雪名将 Ingemar Stenmark，其一生共获得 86 个大赛冠军
	1994	赞助艾尔博·东巴，其获得世界杯金牌冠军
	2004	成为意大利滑雪队官网指定供应商，后者在 2006 冬奥会中夺冠
高尔夫	1982	赞助美国名将 Tom Watson，后者于当年赢得美国公开赛冠军，
赛车	2001	与法拉利达成授权赞助协议，赞助舒马赫征战 F1
	2003	成为为世界知名意大利重机车队 Ducati 的服装赞助商

数据来源：公司官网，百度百科，东吴证券研究所

图 24：70 年代 FILA 宣传海报



资料来源：搜狐网，东吴证券研究所

图 25：博格身着 FILA 为其设计的发带、腕带及战袍

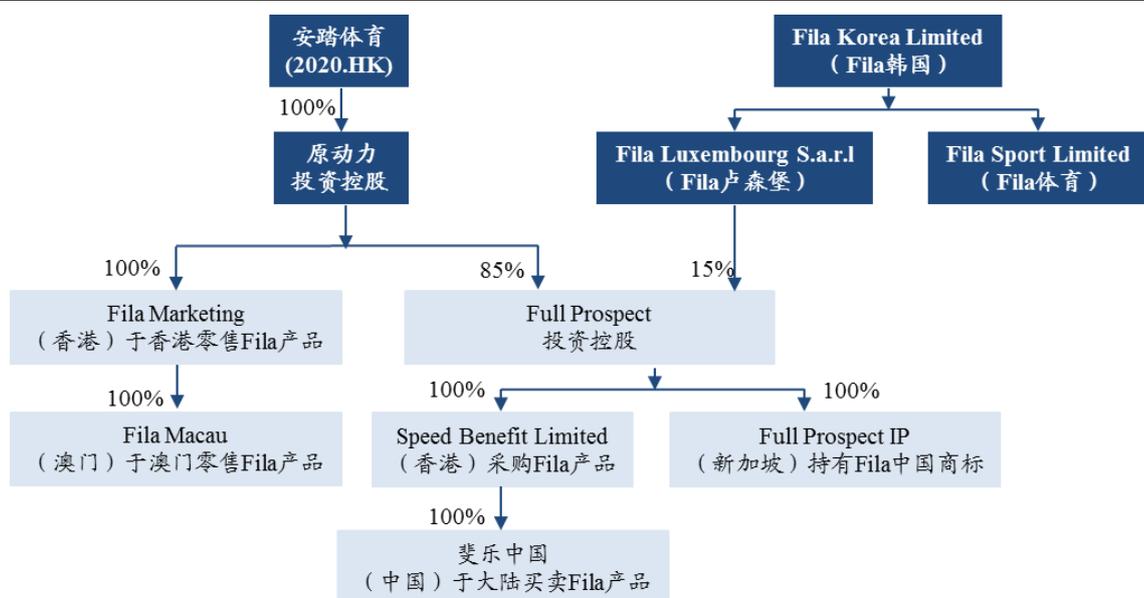


资料来源：搜狐网，东吴证券研究所

初入中国：05-07 年自主发展，07-09 百丽接管。作为全球市场重要一环，FILA 2005 年开始自主开拓中国市场，2007 年，在运动用品市场上一直依赖为耐克、阿迪达斯两大品牌代理销售的百丽国际以 4800 万美元的价格从 Fila Korea Ltd. 手中收购 FILA 在中国大陆及香港澳门的商标权，希望能在此市场上培养自有的运动品牌。然而，由于：1) 百丽国际的优势主要体现在渠道，对产品供应链的优势主要集中在女鞋，在运动服饰品类缺乏品牌运营经验；2) FILA 当时主要定位于专业功能性运动品牌，在 Nike、Adidas 等多重国内外成熟品牌包围下难以杀出重围；3) 2008 年前后的金融危机导致消费疲软，一定程度上影响了定位于高端市场的 FILA 的销售，2007 年及 2008 年，百丽掌舵下的 FILA 品牌中国业务分别录得亏损 1096 万元与 3918 万元。

2009 年安踏接手 FILA 大中华区业务。出于集中精力发展核心业务与提高运动产品盈利规模的考量，2009/9/30 百丽国际将其持有的 Full Prospect 85% 股权及 Fila Marketing 100% 股权以 6 亿港币对价出售给安踏，安踏由此获得 FILA 在大陆、港澳的商标权及零售业务（FILA 中国批发收入的 3% 需要分成至 FILA Korea 作为设计服务费）。收购当时，FILA 在内地拥有近 50 家专卖店，在港澳拥有 10 家专门店，2009 全年报表收入、利润体量约 7700 万/-2600 万人民币。

图 26：安踏收购 Fila 大中华区业务后的对其持股结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1.2. 2010 年安踏更换 FILA 中国区管理团队，改革成功后大放异彩

在安踏收购 FILA 后的前期，由于品牌认知度低、渠道网络覆盖单薄等原因，品牌重塑与产品优化进展缓慢，FILA 的发展仍处于困境中。直到 2010 年，FILA 更换曾长期任职于欧莱雅(2000-2007)、Lacoste(2007-2010)等品牌、时尚品牌运营经验丰富的姚伟雄先生担任中国区总裁后，在品牌定位及发展战略上进行了大刀阔斧的改革。

总体来看，起始于 2011 年的 FILA 的改革过程即是品牌定位重新瞄准运动时尚，从产品、渠道、营销全方位打造时尚形象的过程。源于意大利的 FILA 在 80 年代一度作为高时尚度运动品牌在时尚界大放异彩，然而进入中国后的 FILA 始终选择强调功能性、未能实现与 Nike、Adidas 等品牌展开差异化竞争，注意到这一点，2011 年 FILA 作出了回归运动时尚的基调性战略转变，具体来看：

1、设计端：捕捉潮流变化、放大时尚元素，不断产生具有新鲜感及话题性的设计，展示多样品牌面貌。具体来看：

1) 单个品牌下提供丰富产品系列，广泛覆盖目标消费者各类场景需求：以 FILA 大货 (CLASSIC) 为例，针对不同消费者不同场景需求，FILA 先后发布了 FILA RED (专业运动系列)，FILA WHITE (生活休闲系列)，FILA ORIGINALE (复古潮流系列)，FILA BLUE (针对 34-35 岁高端消费群体) 系列，在保持原有 FILA 标志性 LOGO 的同时衍生出适宜多种场景、风格服饰。

图 27: 高圆圆身着 FILA 主品牌 ORIGINALE 系列



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 28: 陈坤身着 FILA 主品牌 White Line 系列



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2) FILA 成人装之外, 儿童品牌 KIDS、潮牌 FUSION、专业运动 ATHLETES 等子品牌吸引更多元消费者: 在已有 FILA 品牌基础上, 公司在 2015 年 5 月推出面向 7-12 岁中高收入家庭儿童的 FILA KIDS 品牌 (2018H1 年门店数量近 300 家)、同时 2017 年 6 月推出潮牌 FILA FUSION (将 20 岁群体摆到最核心位置, 以 1+N 模式为基础, 一条核心主线产品+多条跨界联名产品线, 18H1 已有 34 家门店)、2018 年 8 月公司推出专业运动装备子品牌 FILA ATHLETES, 进一步丰富 FILA 品牌和产品矩阵, 未来除子品牌单独发展外, FILA 将持续探索一场多店的联动效果, 打造更丰富的消费场景。

图 29: FILA FUSION “全城服射”北京发布会



资料来源: YOHO!, 东吴证券研究所

图 30: FILA ATHLETES 新闻图



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3) 已有品牌、系列外, 跨联名爆款不断, 持续带来新鲜感, 巩固“运动时尚”品牌定位: 与华裔设计师 Anna Sui 合作推出 AnnaSui for FILA 华裔时装设计师 Jason Wu 推出 Jason Wu X FILA 跨界系列、与美国设计师 Ginny Hilfiger 合作的 FILA Ginny 系列、与美国时装品牌 Staple 发布 Staple x FILA 系列、联手香港时装品牌 b+ab 推出 b+ab X FILA 秋冬联名系列、以及与包括 D-Antidote、Beans、AAPE 以及与糖果品牌 Chupa Chups 的跨界联名等等, 近年越发频繁的品牌及设计师联名活动为 FILA 整体设计注入更多元、更具有话题性的流行元素, 同时针对亚洲消费者开展的与包括 Jason Wu、b+ab 在内的联名则更准确地迎合了国内消费者喜好, 不断强化 FILA 作为运动时尚先锋的品牌印象。

图 31: FILA X D-Antidote 2018 联名系列



资料来源: Fila 中国官方微博, 东吴证券研究所

图 32: FILA X Staple 2018 联名系列



资料来源: Fila 中国官方微博, 东吴证券研究所

2、营销宣传端: 代言人及赞助保持话题性及曝光度, 大秀彰显 107 年品牌底蕴

与一般运动品牌不同, 相较运动员资源, FILA 在自身品牌宣传上更重视利用娱乐明星及综艺活动打开市场:

1) **年轻化、多元化的代言人选择:** 为了强化自身时尚运动品牌定位, FILA 代言人选择上注重艺人的话题性及时尚口碑, 从舒淇、李敏镐、美国队长 Chris Evan、到现任代言人高圆圆、陈坤以及 18 年 6 月刚刚签约的 00 后代言人王源, 可以看出 FILA 越来越重视代言人在国内年轻人群体中的话题性及认知度, 同时通过更多元的形式完成明星与品牌的互动, 以王源为例, 签约同时 FILA 邀请王源参与了子品牌 FILA FUSION 的正式发布及 18 秋冬走秀, 成功为 FUSION 品牌的推出造势, 同时紧锣密鼓地上市与王源的合作设计的跑鞋 MIND ZERO x ROY WANG, 该款限量跑鞋亦成功创下线上市 1 秒售罄记录。

图 33: 2018 年王源成为 FILA 新代言人



资料来源: Fila 中国官方微博, 东吴证券研究所

图 34: 王源合作款跑鞋 MIND ZERO x ROY WANG



资料来源: Fila 中国官方微博, 东吴证券研究所

2) **符合品牌调性的综艺节目赞助, 带动品牌曝光度提升:** 相较于高成本的节目冠名或硬广植入, FILA 更倾向通过服装赞助增加品牌在媒体上的曝光频率。对于 FILA 及 FILA KIDS 品牌, 公司不但赞助了《爸爸去哪儿》、《放开我北鼻》中多位明星及素人家庭萌娃的出镜服装, 还邀请包括王岳伦王诗龄、陆毅贝儿、吴镇宇 Feyman 等亲子组合参与 FILA

KIDS 开业活动，形成有效宣传；而对于具有街头、潮流元素的 Originale 系列及 FILA FUSION 子品牌产品，则通过《热血街舞团》中冯正、奶茶、刘隽，《这！就是街舞》中韩宇等人气选手打开知名度，公司也邀请《这！就是街舞》中韩宇、叶正、叶音及 WiikSymphony 舞团参与自身 18 年 5 月的唯品会 VIP 品牌日活动，突出品牌风格和调性。

图 35:《放开我北鼻》中人气萌娃 Jackson 生活照

图 36:《这！就是街舞》选手叶正、叶音参与 FILA 唯品会 VIP 品牌日



资料来源：微博，东吴证券研究所

资料来源：YOKA 时尚，东吴证券研究所

3) 大秀造势：2018 首登米兰时装周，唤醒复古记忆，突出 107 年品牌历史积淀，巩固运动时尚引领者地位。作为拥有超过 107 年历史的经典运动时尚品牌，FILA 始终重视强调自身的悠久历史底蕴和意大利品牌基因，2018 年 9 月 23 日 FILA 首次走上米兰时装周主日程，发布 19 春夏 ICONIC 系列，大量运用 FILA 历史设计中的经典服饰配色及版型，强调过去与未来、意式经典及当代运动时尚结合；配合本次大秀，中国 FILA 邀请了包括李易峰、马思纯、郭碧婷在内多位明星现场看秀，同时米兰时装周 ICONIC 系列新品多个款式可实现国内官网同步发售；与大秀同时，于 9 月 19 日起 FILA 在米兰设计博物馆举办品牌历史展 Tutti in FILA，大量陈列 FILA 百年历史中的经典服装及鞋品设计，以及为多名传奇运动选手设计的战袍原件，唤醒人们对品牌过去辉煌战绩的记忆，不断巩固“高端运动时尚领军者”这一品牌印象。

图 37: 米兰时装周 FILA 历史展 Tutti in FILA

图 38: 米兰时装周 FILA 历史展 Tutti in FILA



资料来源：Fila 中国官方微博，东吴证券研究所

资料来源：Fila 中国官方微博，东吴证券研究所

3、渠道端：2011 年开启 3 年直营改革，扁平化管理，加强零售灵活响应，零售能力持续提升

从 2011 年至 2014 年，中国 FILA 利用 3 年时间从经销商手中收回大部分门店并改为直营管理，目前 FILA 直营门店占比已超过 80%，通过直营改革 FILA 实现了从总部到零售端的扁平化管理，全国各分公司团队直接向总部汇报经营计划及成果，总部也直接根据各团队业绩指标完成情况决定给予的支持力度。

直营模式有助于 FILA 对终端进行更有力的终端形象把控及零售管理。FILA 渠道集中于一二线核心商圈，通过对店铺重新进行装潢设计与产品陈列布局，FILA 摒弃了一般运动产品门店的拘谨风格，以更多的体现时尚感，店铺形象平均两年升级一次，并注重结合所在商场特点打造不同消费场景，未来将在全国重点核心商场拓展一场多店或者大型综合旗舰店（1000-1500 m²）。

图 39：FILA 上海南京东路旗舰店内景



资料来源：ELLE，东吴证券研究所

图 40：FILA FUSION C2M 个性定制服务体验区



资料来源：YOHO!，东吴证券研究所

同时，通过直营网络 FILA 一直非常重视库存管控，除加强零售外，积极通过包括快反（期货 80%+快反 20%，快反目标时间 30 天）、周转仓设置（全国除总仓外设有 8 个中转仓供门店调货及回拨）等方式改善库销比，2018H1 库销比下降至 5（目标库销比为 5-6）。

3.1.3. 乘运动时尚流行之风销售业绩斐然，截至 18Q3 零售表现节节高增

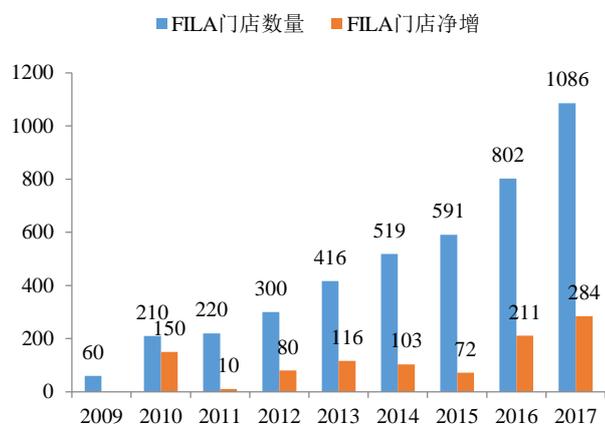
创新产品+充分营销+高效零售带动下 FILA 改革到位，支撑中国区销售业绩高增，2017 年以来复古运动时尚风兴起更助力拓店同时优秀的单店增长表现。从报表收入来看，2009 年 FILA 报表收入体量在 0.77 亿元，2017 年已经达到 45 亿元左右，占安踏整体报表收入比重接近 30%，2010-2017 年收入复合增速在 50% 以上，展现了远超行业平均水平的高速增长，市占率迅速提升。截至 2018 上半年，FILA 全品牌门店数量达到 1248 家（同增 44%，18H1 净开 162 家），其中 FILA 大货 CLASSIC/童装 KIDS/潮牌 Fusion 门店数量分别达到 900/接近 300/34 家，CLASSIC/KIDS 单店单月流水达到 60 万+/20 万+元，考虑到去年同期 FILA 大货单店单月流水为 40 万+，同店增长非常惊人，平效也呈现高水准（CLASSIC 平均面积 150 m²，估算平效 4.8 万元/平米）。在 FILA 高零售增长带领下，公司非安踏品牌零售增长达在 2018 年持续强势，Q2、Q3 相较 Q1 加速明显。

表 8：非安踏品牌（主要为 FILA）近年零售表现

	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
2016	未披露	未披露	60-70%	50-60%
2017	40-50%	50-60%	40-50%	85-90%
2018	80-85%	90%-95%	90%-95%	

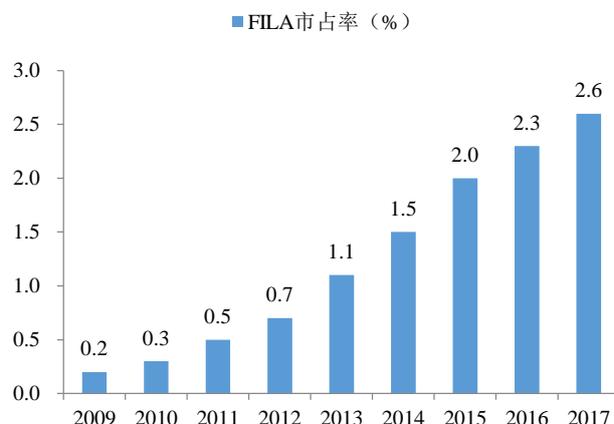
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 41: FILA 门店扩张进度



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 42: FILA 中国市场市占率稳步提升



资料来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

未来规划: 发展子品牌、探索一场多店发展模式; 持续提升店效。未来的 FILA 除了持续关注产品创新性之外, 更将持续致力消费者互动, 通过包括 1000-1500 平米期间体验店的开设, 以及一场多店实现 FILA 旗下四大子品牌的有机结合。具体来看, 2018 年公司预计将继续大力开展 FILA 的门店扩张, 其中大货 CLASSIC/童装 KIDS/潮牌 Fusion 分别拓展 100/几十/几十家, 18 年末总和门店数量预计达到 1400-1500 家。流水方面, 公司在 17 年报中曾提到目标 2020 年复合增速 30%, 但鉴于 FILA 在 2018 年展现出的强劲零售表现, 我们预计 18-20 年流水复合增速将超过该水平。

表 9: FILA 旗下子品牌发展情况

品牌 LOGO	旗下子品牌	品牌定位	发布时间	18H1 门店数量	未来规划
	FILA	经典运动 时尚	2009 年 (收购)	900 左右	18H1 单月店效超过 60 万, 预计 18H2 在此基础上增加 100 家门店, 并尝试开设大店。
	FILA KIDS	3-12 岁儿童	2015 年	近 300 家	18H1 单月店效 20 万+ (单店平均面积为 FILA 的 40%); 18H2 门店继续以几十家速度扩张
	FILA FUSION	潮牌	2017 年 6 月	34 家	初创期, 注重店效提升同时 18H2 继续以几十家速度扩张
暂未公布	FILA ATHLETICS	专业运动	2018 年 8 月	暂未有独立门店, 18/8/28 起陆续在青岛、沈阳、先、福州、澳门等指定门店发售	

数据来源: 公司公告, 公司调研, 东吴证券研究所

3.2. FILA 盈利后: 加速的多品牌布局, 涉猎冰雪、户外、童装等多个细分市场

3.2.1. 15 年收购英国中端健步鞋履品牌 Sprandi, 完成对中端户外产品领域布局

Sprandi (斯潘迪) 1995 年于英国创立, 定位中端运动健步鞋市场, 是英国入门级

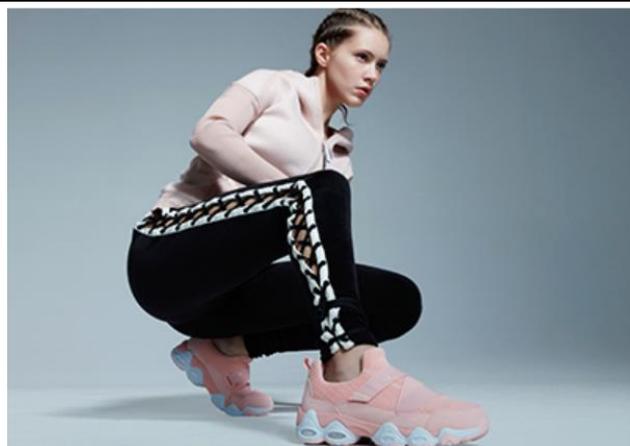
户外品牌，在波兰、俄罗斯等东欧市场销售排名靠前。其产品主力价格带在 200-400 元之间，对此前安踏较为薄弱的中端户外产品线形成有效补充，2015 年 12 月安踏收购 Sprandi 后，先行上线电商平台并于 2017 年 6 月开出中国大陆第一家门店，截至 18H1 已有 81 家门店，18 年底门店数量预计超过 100 家。目前，Sprandi 在国内的业务仍在起步阶段，正通过逐步铺开渠道建立消费者认知，另品牌于 2017 年签约因电视剧《欢乐颂》成名的流量小花王子文并展开一系列营销活动，期待进一步打开国内市场。

图 43: 演员王子文代言 Sprandi



资料来源: Sprandi 官网, 东吴证券研究所

图 44: Sprandi 健步鞋产品示例

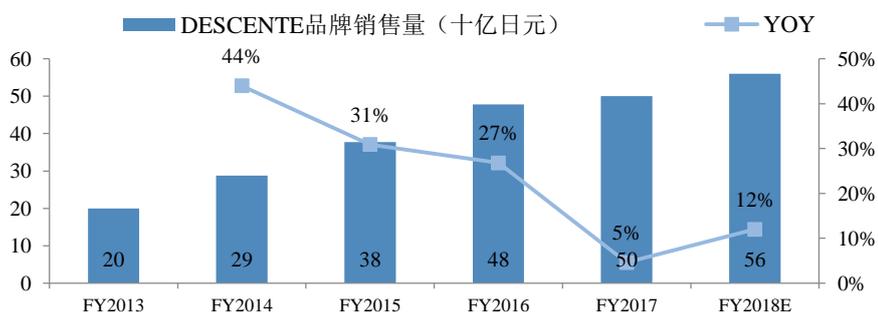


资料来源: Sprandi 官网, 东吴证券研究所

3.2.2. 16 年 4 月起运营日本高端专业运动品牌 DESCENTE 中国区业务, 布局冬季运动领域

DESCENTE (迪桑特) 于 1935 年成立于日本大阪, 定位滑雪、综训和跑步的高性能体育用品, 多次成为瑞士、加拿大等国家滑雪队正式队服, 以专业技术、功能创新和优良剪裁领先世界滑雪及户外运动市场, 2017 财年该品牌在日本市场销售额达到 500 亿日元 (约合人民币 81 亿元), 过去 5 年收入复合增长高达 23%。

图 45: DESCENTE 品牌日本销售情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2016 年 4 月, 安踏旗下子公司 ANDES/迪桑特日本旗下子公司 DGR/伊藤忠分别出资 1.5 亿/0.75 亿/0.25 亿成立合资公司, 在中国独家经营 DESCENTE 品牌 (包括设计、采购、销售), 三者占股比例分别为 60%/30%/10%。DESCENTE 在中国以直营模式为主, 价格定位高端 (夏季裤装 700-1000 元, 轻薄外套 700-1500 元), 其目前仍处于品牌整合初期, 正通过门店扩张渗透一二线城市市场建立认知, 截至 16/17/18H1 其门店数量

6/64/85 家，根据年报披露，18 年门店数量将达到 100 至 110 家。安踏对 DESCENTE 寄予厚望，后者于 2018 年 6 月签约吴彦祖作为中国区品牌代言人希望进一步打开知名度，目标成为中国市场滑雪、综训、女子领域第一名的高端专业运动品牌。

图 46: DESCENTE2018 秋冬综训鞋款 A1 TAP 360



数据来源: VOGUE 时尚网, 东吴证券研究所

图 47: 吴彦祖为 DESCENTE 拍摄 18 秋冬广告片



数据来源: VOGUE 时尚网, 东吴证券研究所

3.2.3. 17 年 10 月合资运营 KOLON 中国大陆及港澳台业务，拓展高端户外业务

Kolon 是 1973 年诞生于韩国的高端户外品牌，目前也是韩国户外用品市场第一大品牌，其 2006 年进入中国，截至 18H1 门店数量在 189 家，近 70% 分布于东北及华北地区。

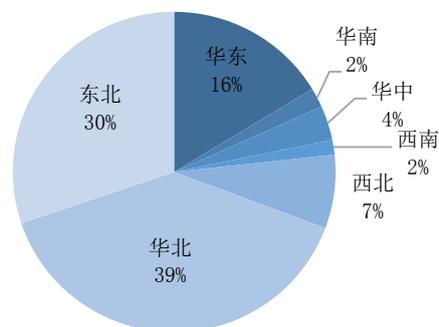
安踏于 2017 年 10 月宣布旗下全资子公司 ANKO 与韩国 Kolon Corporation 签订合营协议，由此获得在大陆、香港、澳门、台湾使用 Kolon Sport IP 并销售相关产品的独家许可协议，其中安踏出资 4000 万元在合营公司占股 50%。收购 Kolon 后安踏户外高端产品系列进一步得到丰富，从安踏对其规划来看，其 18 年专注渠道优化、平均店效及盈利水平提升，门店数量方面将维持在 200-210 家水平。

图 48: 宋仲基代言 Kolon 产品



资料来源: Kolon Sport 官网, 东吴证券研究所

图 49: Kolon Sport 全国门店分布情况

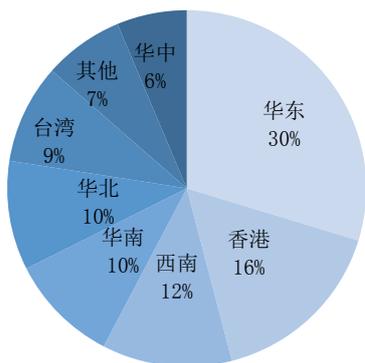


资料来源: Kolon Sport 官网, 东吴证券研究所

3.2.4. 17 年 10 月收购香港高端童装品牌 Kingkow，儿童市场多品牌布局进一步深化

继 2008 年的 Anta Kids 及 2015 年的 FILA KIDS 后，2017 年 10 月，公司以 6000 万港币代价收购 Kingkow（小笑牛）100% 股权及商标使用权。Kingkow 1998 年创立于香港，主要为 0-14 岁儿童提供中高端时尚童装，春夏装/秋冬装均价在 400/600 港币左右，与偏重运动风格的 Anta Kids、FILA KIDS 形成明显差异。截至 2017 年底，Kingkow 共有 60 余家门店，主要分布在华东及香港市场，从安踏对其规划来看，2018 年公司门店数量将保持 60-70 家（18H1 为 63 家），管理重点在于提升品牌在内地的认知度以及单店店效。

图 50: Kingkow 品牌门店分布



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图 51: Kingkow 品牌产品示例



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2.5. 18 年推出运动生活品牌 AntapluS

除现有品牌矩阵外，安踏在 2018 年 7 月推出自主孵化的时尚运动品牌 AntapluS，7 月底在长春开出首家线下专卖店，同时在品牌天猫旗舰店上线。该品牌分为主打专业运动的 AKOS（意为 all kinds of sports，可满足瑜伽、慢跑、综训等多种需求）及主打休闲运动的 Sports Lounge 两大产品板块，主力价位带在 300-400 元，由多元化国际设计师团队操刀，追求功能性及设计感兼备，是安踏针对中产阶级消费者在运动时尚领域做出的全新尝试。

图 52: AntapluS 长春欧亚门店



资料来源：赢商网，东吴证券研究所

图 53: AntapluS 长春欧亚门店



资料来源：赢商网，东吴证券研究所

3.3. 层次明晰的多品牌战略，储备未来新增长极

丰富的品牌矩阵中，公司根据每个品牌所处发展阶段制定了非常清晰的发展规划。在 2017 年年报中，公司一度提出 2025 年全集团零售流水达到 1000 亿（其中电商流水占

比 20%)、2020 年所有品牌流水 CAGR15%-20%、其中安踏品牌整体流水 CAGR 维持中双位数，FILA 品牌整体流水 CAGR 超过 30% 的增长目标，并计划 2020 年渠道数量达到 11000 个。从各个品牌增长情况来看：

1) **FILA (包括成人装、童装、FUSION)、安踏儿童、DESCENTE** 仍然处于门店迅速扩张阶段，将成为公司未来业绩增长的主要看点；

2) 收入占比最高的**安踏成人装**未来渠道数量基本稳定，收入增长主要来自店效提升，预计将维持单位数增长；**电商**仍将维持高于 20% 左右的复合增长

3) 收入体量尚小的 **Sprandi、KOLON、KINGKOW** 处于收购后逐步建立品牌认知度、提升终端零售管理效率阶段，尤其针对 KOLON 及 KINGKOW 公司目前采取审慎的扩店计划。

表 10：安踏体育现有各品牌 2017 年大致表现及未来规划

	17 年收入 (亿元)	17 收入 增速	收入占比	2017 门店数量	17 单月 零售店效	18 年门店 数量规划	未来规划
安踏品牌合计	≈117	高双位数	70%	9467	-	9700-9800	2020 年流水 CAGR 中双位数
安踏成人装线下	≈75	低单位数	45%左右	6900-7000	21 万	6900-7000	主要关注店效提升
安踏童装线下	≈18	20%+	低双位数	2400+	11 万	2700+	门店扩张 (200-300 家/年) 店效提升
安踏线上	≈23	50%+	中双位数	-	-	-	2025 年电商合计零售流水占比达到 20%
FILA 品牌合计	≈43	50%+	26%	1086	-	1400-1500	2020 年 CAGR 超过 30%
FILA 线下	≈36	50+	20%+	800+	50 万	900+	渠道扩张
FILA KIDS 线下	≈5		低单位数	200+	20 万+	300+	渠道扩张、店效提升
FILA FUSION	初创				初创	100 左右	渠道扩张、店效提升
FILA 线上	≈3		低单位数	-	-	-	2025 年电商合计零售流水占比达到 20%
其他多品牌业务	≈6		4%	400 左右	-	550-590	-
DESCENTE	≈6	基数较低	3%	64	50 万	100-110	渠道扩张
Sprandi				70+	接近 10 万	超过 100	渠道扩张、店效提升
KOLON		17 年收购		202	不到 20 万	200-210	主要聚焦店效提升
Kingkow		17 年收购		60+	15 万	60-70	香港店效较高，内地门店零售管理、品牌认知仍需提升
Antaplus	18 年 7 月开设首家门店						

数据来源：门店调研、东吴证券研究所估算

4. 拟收购芬兰体育用品集团 AMER SPORTS，国际化战略破局

4.1. 9 月公布计划组成财团以 47 亿欧元对价收购 AMER SPORTS 100% 股权

安踏体育 18/9/12 公告，与私募股权基金方源资本组成财团，向芬兰高端体育用品公司 Amer Sports 提出拟以 40 欧元/股进行全部股权收购的意向。Amer Sports 是一家成立于 1950 年的老牌体育用品公司，2017 年收入/净利润规模达到 26.85/0.93 亿欧元（合 214 亿/7.4 亿人民币），如果排除非可比项目（主要是公司 2016 年 8 月开始的内部组织架构重组项目产生的成本有关），公司 2017 年净利润达到 1.38 亿欧元（合 11.0 亿人民币），考虑安踏本次提出收购价格为 40 欧元/股（总对价 47 亿欧元，约合 370 亿人民币），

对应前述 2017 年 1.38 亿欧元净利润的估值 17PE 33X。

安踏主要通过自有资金及银行信贷完成对价支付：本次收购除方源资本外不排除其他投资者参与，但安踏在财团中出资占比将超过 50%，同时此次收购中安踏资金来源预计为自有资金以及银行信贷（利率预计在 3%-4% 之间）。

9/11 AMER SPORTS 公布收到要约收购协议后，股价飙升 18.79% 至 34.20 欧元/股（合市值 40 亿欧元）。

4.2. 收购主要看重 AMER SPORTS 优秀细分领域品牌以及全球化运营格局

AMER SPORTS 旗下户外、滑雪、球类、专业运动装备及器材细分领域龙头品牌众多，拥有独立运营团队，运行有序。AMER SPORTS 前身为 1950 年成立于赫尔辛基的一家烟草公司，后辗转运营航运、印刷等产业，1974 年正式涉足体育产业并剥离其他业务，多年来通过持续收购体育器材制造及品牌公司、户外及运动品牌公司，组成了如今包括所罗门、始祖鸟在内的 10 大主要品牌，涵盖户外（主要包括 Salomon, Arc' teryx、Atomic 、Mavic, ENVE、Suunto）、球类运动（Wilson、DeMarini, Louisville Slugger）、健身器械（Precor）三大品类业务的高端体育用品集团。旗下各品牌皆为全球细分领域高端龙头，拥有独立、成熟的运营团队以及稳健的经营指标，对其进行并购有助于与安踏现有品牌矩阵形成互补，成熟的运营团队有助于业务整合的平稳过渡。

表 11： AMER SPORTS 旗下品牌矩阵

品牌标志	加入时间	收购对价	运动范围	产品定位	发展历史简述
	1989 年	2 亿美元	网球、棒球、美式足球、高尔夫球、篮球等	世界领先的球类运动设备制造商	1913 年在美国芝加哥成立，其篮球代替耐克成为国际篮联（FIBA）3x3 世界巡回赛的指定用球，其网球成为美国公开赛指定用球。
	1994 年 11 月	66.8 百万欧元	滑雪	全球最先进的滑雪装备，包括高山滑雪板、越野板和单板等全线产品	1955 年成立于奥地利阿尔卑斯山，因制造全球最先进的滑雪装备而闻名遐迩。
	1999 年	—	—	户外和潜水设备制造商	1936 年创立于芬兰，是登山、徒步、定向、训练、潜水、滑雪、航海和高尔夫等领域世界领先之运动测量装备的设计和制造商。
	2002 年	1.8 亿欧元	健身	健身器材供应商	1980 年在美国西雅图创立，是全球公认的顶级产品市场的领导者。
	2005 年	合计 4.85 亿欧元	跑步、徒步旅行、登山、冒险赛、滑雪	冬季户外运动品牌	1947 年创立于法国，1998-2005 年与阿迪达斯集团合并，2005 年 10 月 20 日阿迪将 Salomon、Arc teryx、Mavic 打包出售给 AmerSports
	2005 年	合计 4.86 亿欧元	登山、户外	户外服装、背包和攀登护具	1989 年创立于加拿大温哥华，2002 年被 Adidas-Salomon 集团收购。

	2005年	合计4.87亿欧元	自行车	专业生产自行车轮组、骑行鞋、服装、头盔等配件	1889年创立于法国品牌，1990年代被salomon收购，90年代后期被阿迪接管
	2000年	被Wilson收购	棒球、垒球	棒球和垒球球棒知名制造商	1989年成立于美国俄勒冈州，推出高科技垒球棒，1995年推出双壁球棒，2012年将业务范围扩张至垒球和棒球服领域。
	2015年3月	被Wilson收购，7000万美元	棒球	棒球球棒、木质纪念品球棒，以及棒球手套和装备包	1884年成立，首开先例地为打者量身订做球棒，是美职棒的官方球棒，约60%的美国职业棒球大联盟球员使用。
	2015年	—	健身、自行车	运动和健身应用，用于跑步、骑自行车和日常训练	2004年面世，其前身是Nokia Sports Tracker
	2016年	5000万美金	自行车	手工碳纤维自行车轮组和部件制造商	总部位于美国犹他州，产品覆盖了公路和山地自行车的车把、轮组等诸多类别，具有强大的碳纤维复合材料研发能力。
	2017年	410万美元	滑雪	专业滑雪品牌	由数位滑雪和摄影爱好者共同于2002年在创立，总部位于犹他州的Park City，产品包括滑雪用品、配饰和登山设备等。
	2018年5月	2.25亿欧元	—	北欧运动时尚品牌	1986年成立于瑞典，滑雪服起家，涵盖全品类的高端运动时尚品牌

数据来源：公司官网、公司公告、维基百科、东吴证券研究所

AMER SPORTS 成熟的全球化布局也是吸引安踏收购的重要原因。从 AMER SPORTS 收入格局来看，2017 年 EMEA(欧洲、中东及非洲)/美洲/亚太区收入占比分别达到 43.7%/41.8%/14.5%，在欧美市场拥有深厚经营基础，恰好契合安踏在中国区外寻求全球化业务发展的长期规划；同时从 2011 年-2017 年收入结构变化来看，亚太区占比由 11.8%提升至 14.5%，成为集团收入增长最为强劲的地区，安踏若成功实现收购，有望为 AMER SPORTS 在该区域业务的发展进一步提供助力。

表 12: AMER SPORTS 收入按地区拆分(百万欧元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
合计	1,880.8	2,064.0	2,136.5	2,228.7	2,534.4	2,622.1	2,685.2
YOY	8.07%	9.74%	3.51%	4.32%	13.72%	3.46%	2.41%
EMEA	917.6	962.7	1,025.2	1,064.0	1,114.7	1,133.7	1,173.5
YOY	8.50%	4.91%	6.49%	3.78%	4.77%	1.70%	3.51%
收入占比	48.79%	46.64%	47.99%	47.74%	43.98%	43.24%	43.70%
Americas	742.1	834.1	839.4	874.3	1,070.1	1,116.0	1,122.2
YOY	7.88%	12.40%	0.64%	4.16%	22.40%	4.29%	0.56%
收入占比	39.46%	40.41%	39.29%	39.23%	42.22%	42.56%	41.79%
Asia Pacific	221.1	267.2	271.9	290.4	349.6	372.4	389.5
YOY	6.91%	20.85%	1.76%	6.80%	20.39%	6.52%	4.59%

收入占比 11.76% 12.95% 12.73% 13.03% 13.79% 14.20% 14.51%

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

4.3. 安踏领衔的财团接手 AMER SPORTS 后有望在零售、供应链提供协同

本次安踏领衔的收购财团除方源资本外不排除引入其他投资者, 但安踏最后的持股比例将超过 50%。收购后安踏将完成与管理层的有效对接, 并利用自身优质的零售及供应链资源为 AMER SPORTS 业绩发展提供助力, 其中主要包括:

1) 零售协同: AMEAS 欲发力直营体系及中国市场, 安踏凭借丰富零售渠道资源可助力其渠道扩张及零售管理提效。

在 2017 年年报中, 零售层面 AMEAS 提出的目标包括:

1) 推动直营体系增长: 公司目前线上线下直营体系在 2017 年报表收入达到 2.5 亿欧元 (同增 25%, 其中线上同增 38%, 线下同增 19%), 收入占比仅 9.3%, 公司制定的长期收入目标为 4 亿欧元。

2) 重视中国市场增长: 2017 年 AMEAS 在中国销售规模达到 1.2 亿欧元, 增长 15%, 收入占比 4.5%, 公司制定的长期收入目标为 2.0 亿欧元。

考虑安踏在国内成功打造了 FILA 的逆势高增, 并着力推进 DESCENTE 品牌的渠道铺设, 中高端体育品牌零售渠道资源丰富, 如果实现收购将裨益 AMEAS 在中国区域内的销售渠道扩张及零售管理提效, 从而有望超额实现 AMEAS 管理层原有长期发展目标。

2) 供应链协同: AMER SPORTS 本身 60% 供应链位于亚太, 并购后鞋服协同采购有望助力成本控制

AMER SPORTS 现有供应链结构为 23% 自产/13% 来自合资工厂/64% 外包, 分区域来看, 来自中国/亚太其他地区/EMEA/美洲地区产能占比分别达到 24%/36%/27%/13%, 包括中国在内的亚太地区采购占比达到 60%; 加之 AMER SPORTS 11-17 年鞋服产品占比显著提升, 增长明显快于装备类产品, 而鞋服采购可以与安踏旗下 FILA、DESCENTE、KOLON 等品牌实现供应链共享, 从而有望提升 AMEAS 毛利率水平(2017 年为 45.3%)。

表 13: AMER SPORTS 收入按业务拆分(百万欧元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
合计	1,880.8	2,064.0	2,136.5	2,228.7	2,534.4	2,622.1	2,685.2
YOY	8.07%	9.74%	3.51%	4.32%	13.72%	3.46%	2.41%
Outdoor	1,137.6	1,221.2	1,289.5	1,371.2	1,530.1	1,601.8	1,670.9
YOY	12.08%	7.35%	5.59%	6.34%	11.59%	4.69%	4.31%
收入占比	60.48%	59.17%	60.36%	61.52%	60.37%	61.09%	62.23%
Footwear	287.7	314.4	341.2	391.9	461.2	490.5	501.3
YOY	31.01%	9.28%	8.52%	14.86%	17.68%	6.35%	2.20%
收入占比	15.30%	15.23%	15.97%	17.58%	18.20%	18.71%	18.67%
Apparel	191.6	248.6	285.4	328.5	387.2	431.1	479.7
YOY	22.35%	29.75%	14.80%	15.10%	17.87%	11.34%	11.27%
收入占比	10.19%	12.04%	13.36%	14.74%	15.28%	16.44%	17.86%

Winter Sports Equipment	448.4	425.0	416.7	386.7	400.2	388.5	414.0
YOY	2.28%	-5.22%	-1.95%	-7.20%	3.49%	-2.92%	6.56%
收入占比	23.84%	20.59%	19.50%	17.35%	15.79%	14.82%	15.42%
Cycling	120.5	129.0	128.2	138.5	138.5	150.2	134.3
YOY	13.25%	7.05%	-0.62%	8.03%	0.00%	8.45%	-10.59%
收入占比	6.41%	6.25%	6.00%	6.21%	5.46%	5.73%	5.00%
Sports Instruments	89.4	104.2	118.0	125.6	143.0	141.5	141.6
YOY	-4.89%	16.55%	13.24%	6.44%	13.85%	-1.05%	0.07%
收入占比	4.75%	5.05%	5.52%	5.64%	5.64%	5.40%	5.27%
Ball sports	511.0	569.7	551.0	536.7	647.0	671.1	653.2
YOY	-1.84%	11.49%	-3.28%	-2.60%	20.55%	3.72%	-2.67%
收入占比	27.17%	27.60%	25.79%	24.08%	25.53%	25.59%	24.33%
Individual Ball Sports (网球为主)		318.8	306.0	290.4	315.4	299.8	294.3
YOY			-4.02%	-5.10%	8.61%	-4.95%	-1.83%
收入占比	0.00%	15.45%	14.32%	13.03%	12.44%	11.43%	10.96%
Team Sports (棒球为主)	228.0	250.9	245.0	246.3	331.6	371.3	358.9
YOY	7.50%	10.04%	-2.35%	0.53%	34.63%	11.97%	-3.34%
收入占比	12.12%	12.16%	11.47%	11.05%	13.08%	14.16%	13.37%
Fitness	232.2	273.1	296.0	320.8	357.3	349.2	361.1
YOY	13.38%	17.61%	8.39%	8.38%	11.38%	-2.27%	3.41%
收入占比	12.35%	13.23%	13.85%	14.39%	14.10%	13.32%	13.45%

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

4.4. 收购 AMER SPORTS 将成为安踏迈向全球体育龙头重要里程碑

本次收购公告后公司股价一度呈现波动，我们判断主要出于对以下两点的担心：

1) 公司对万元级别高端品牌运营经验尚少，收购后管理协同效果有待考察；

2) 收购对价将通过公司自由现金及银行借贷支付，截至 18H1 公司账上现金+定期存款规模在 100 亿左右，虽本次 47 亿欧元（约合 370 亿人民币）对价并非仅由安踏支付，但 50% 以上的出资比例仍意味着安踏需要通过较高额度借贷完成收购，考虑 3%-4% 贷款利率水平，将形成较大规模利息支出。

针对以上担忧，我们认为：

1) 考虑 AMER SPORTS 拥有完善管理团队，收购后安踏将主要从中国区零售业务及供应链管理角度提供帮助，预计短期不会对公司原有管理团队及业务造成大幅震荡；

2) AMER SPORTS 正常年份利润达到 9-10 亿人民币(15/16 年盈利分别达到 1.22/1.26 亿欧元)，并入后即使考虑借贷成本仍将对公司利润形成明显增厚，加之盈利提升空间相较以 Adidas 为代表的体育巨头较大，若未来安踏收购后能够成功通过：①供应链整合以及直营体系扩张提升毛利率；②扩大收入体量（尤其在亚太区）摊薄期间费用，AMEAS 盈利水平仍有上升空间，故协同效应发挥后有望进一步增厚安踏整体利润。

表 14: Adidas 及 AMER SPORTS 2017 年财务比较 (单位: 亿欧元)

	Adidas	AMER SPORTS
收入	212.17	26.85
YOY	9.98%	2.41%
毛利润	107.03	12.15
毛利率	50.45%	45.26%
营业开支 (销售及管理费用)	88.84	10.02
/总收入	41.87%	37.70%
销售费用	69.32	7.26
销售费用率	32.67%	27.03%
管理费用 (除研发费用)	17.65	1.85
管理费用率	8.32%	6.90%
研发费用	1.87	1.02
研发费用率	0.88%	3.78%
营业利润	20.63	2.251
营业利润率	9.72%	8.38%
YOY	40.72%	2.93%
财务费用	0.49	0.316
财务费用率	0.23%	1.18%
税前净利润	20.22	1.42
所得税率	33.04%	34.30%
净利润	10.97	0.93
YOY	7.87%	-26.48%
净利率	5.17%	3.47%
ROE	17.00%	9.87%
存货周转天数	128	121
应收账款周转天数	38	81

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

从 12 年领先全行业完成零售改革, 到 FILA 的逆势高增成为集团新增长极, 安踏作为体育行业龙头展现出的前瞻性 & 行动力有目共睹, 公司已多次提到将全球化作为下一阶段重点目标, 本次要约收购 AMER SPORTS 前期调研已超过 2 年时间, 无论标的质地、未来各细分领域发展前景、收购对价皆经过管理层长期讨论, 仅待取得 AMER SPORTS 90% 以上股东同意后即可推进, 我们认为这将成为安踏迈向全球体育龙头的重要里程碑。

5. 安踏体育财务分析及同业比较: 相对轻资产模式带来安踏高利润率及 ROE 表现

我们尝试将 Nike、Adidas、安踏体育最新财年报表做一比较, 将发现安踏体育在报表上呈现出几个明显的特点: 相较 Nike、Adidas 更高的营业利润率和净利润率、快速的存货周转, 以及高 ROE, 而安踏主品牌采取的全经销轻资产扩张模式是形成该等数据特征的主要原因。

表 15: Nike、Adidas、安踏体育最新财年基本数据比较 (单位: 亿元, 人民币)

财年截至日期	2018/5/31	2017/12/31	2017/12/31
	Nike	Adidas	安踏体育
营业收入	2,334.7	1,655.5	166.9
YOY	5.96%	9.98%	25.08%
毛利润	1,023.5	835.1	82.4
毛利率	43.84%	50.45%	49.37%
营业开支	738.4	693.2	47.1
/总收入	31.63%	41.87%	28.23%
销售费用	229.4	540.9	38.1
销售费用率	9.83%	32.67%	22.82%
管理费用	508.9	152.3	9.0
管理费用率	21.80%	9.20%	5.41%
营业利润	285.1	161.0	35.3
营业利润率	12.21%	9.72%	23.90%
YOY	-6.40%	40.72%	24.52%
财务费用	3.5	3.8	-1.5
财务费用率	0.15%	0.23%	-0.92%
税前净利润	277.4	157.8	43.1
所得税率	55.31%	33.04%	26.72%
净利润	124.0	85.6	31.6
YOY	-54.41%	7.87%	29.22%
净利率	5.31%	5.17%	19.77%
存货周转天数	91	128	73
应收账款周转天数	35	38	40
ROE	17.4%	17.0%	26.6%

数据来源: Bloomberg、东吴证券研究所, 其中汇率采用 17 年末数据, 1 美元=6.41 人民币, 1 欧元=7.80 人民币

5.1. 收入端: 安踏受益主品牌稳健增长+FILA 业务高增, Nike、Adidas 中国区业务蓬勃发展

从收入数据来看, 老牌龙头 Nike、Adidas 在最新财务年度的全球报表收入体量分别达到 2335 亿/1655 亿人民币, 是安踏体量的 10 倍以上, 但由于前两者主力市场在欧美等运动相关消费发展较为成熟地区, 总体收入增速慢于安踏, 12-17 年 Nike/Adidas/安踏收入 CAGR 分别为 7.5%/7.3%/17.0%。但聚焦中国市场表现, 可以看到 Nike、Adidas 在 2017 年大中华区收入分别同增 21%/26% 达到 51 亿美元/38 亿欧元, 约合 329/296 亿人民币, 12-17 年 Nike 大中华区、Adidas 大中华区、安踏体育收入 CAGR 达到 16%/19%/17%, 其中安踏收入增长主要来自安踏品牌的稳健增长 (增速估计在双位数水平) 及 FILA 的高增 (14 年以来增速保持在 30% 以上, 17 年达到 50%)。

表 16: Nike、Adidas、安踏体育全球收入及增速 (单位: 亿元, 人民币)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nike 收入	1,230	1,220	1,338	1,497	1,624	1,783	1,963	2,077	2,203	2,335
YOY		-0.8%	9.7%	11.8%	8.5%	9.8%	10.1%	5.8%	6.1%	6.0%

Adidas 收入	843	810	936	1,039	1,161	1,108	1,134	1,320	1,505	1,655
YOY		-3.9%	15.5%	11.1%	11.7%	-4.6%	2.3%	16.4%	14.0%	10.0%
安踏收入	46.3	58.8	74.1	89.1	76.2	72.8	89.2	111.3	133.5	166.9
YOY		27.0%	26.1%	20.2%	-14.4%	-4.5%	22.6%	24.7%	20.0%	25.1%

注：Nike 财务年度为 6/1-5/31,此处 2017 年数据代表 2017/6/1-2018/5/31 (FY2018)数据

数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所，其中汇率采用 17 年末数据，1 美元=6.41 人民币，1 欧元=7.80 人民币

表 17: Nike、Adidas 大中华区收入及增速 (单位: 亿元, 人民币)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nike 大中华区收入	112	132	163	157	167	197	243	272	329
YOY		18.3%	23.3%	-3.4%	6.1%	17.9%	23.4%	11.9%	21.2%
收入占比	9.2%	9.9%	10.9%	9.7%	9.4%	10.0%	11.7%	12.3%	14.1%
Adidas 大中华区收入	75	78	96	122	129	139	193	235	296
YOY		3.4%	22.9%	27.1%	6.0%	7.9%	38.2%	21.9%	25.9%
收入占比	9.3%	8.3%	9.2%	10.5%	11.7%	12.3%	14.6%	15.6%	17.9%

注：Nike 财务年度为 6/1-5/31,此处 2017 年数据代表 2017/6/1-2018/5/31 (FY2018)数据

数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所，其中汇率采用 17 年末数据，1 美元=6.41 人民币，1 欧元=7.80 人民币

5.2. 毛利率：FILA 占比提升带动安踏整体毛利率上行

参考 FILA2009 年并表前数据，我们估计安踏品牌毛利率在 40%-42%之间，随高毛利率（70%左右）FILA 业务收入占比提升至 2017 年接近 30%以上，2017 年安踏整体毛利率达到 49.4%。横向比较来看，安踏主品牌毛利率低于 Nike/Adidas 毛利率，Adidas 毛利率一般在 47%-48%之间，Nike 则在 43%-46%之间波动，后者较 Adidas 毛利率偏低主要由于 Nike 将研发费用、境外运费、第三方特许权使用费及部分产品营销费用（与销量挂钩的代言分成）计入营业成本。

表 18: Nike、Adidas、安踏体育毛利率

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nike 毛利率	44.9%	46.3%	45.6%	43.4%	43.6%	44.8%	46.0%	46.2%	44.6%	43.8%
Adidas 毛利率	48.7%	45.4%	47.8%	47.5%	47.7%	49.3%	47.6%	48.3%	48.6%	50.4%
安踏毛利率	40.0%	42.1%	42.8%	42.3%	38.0%	41.7%	45.1%	46.6%	48.4%	49.4%

注：Nike 财务年度为 6/1-5/31,此处 2017 年数据代表 2017/6/1-2018/5/31 (FY2018)数据

数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

5.3. 费用端：高广告支出+高研发支出，全经销模式下带来低销售费用+单国家运营带来低行政费用

总体来看，安踏的营业开支占收入比重在 2017 年达到 28.2%，相对 Nike/Adidas 分别低 3.4/13.6pp，其中：

销售费用方面：1) 广告及宣传开支方面，安踏支出力度与 Nike、Adidas 持平。安踏在 2017 年广告宣传支出达到 17.7 亿元，收入占比 10.6%，Nike、Adidas 在该部分的支出（主要指赞助及代言合同、广告及其他商业活动部分）分别达到 229 亿/167 亿，占收入比重达到 9.8%/10.1%；2) 其他销售相关费用方面，全经销模式的安踏费用支出较直营占比较高的 Adidas 低。安踏其他销售费用占收入比重 12.22%，Adidas 其他销售费用（包括销售网点投入、其他销售相关、销售团队费用三项）占收入比重达到 17.41%，

我们推测与 Adidas 相对高的直营占比导致终端销售相关投入较多有关。

管理费用方面: 1) 研发方面, 安踏大力投入, 研发费用规模 2017 年达到 Adidas 1/3, 收入占比高于 Adidas。安踏在设计研发上始终大力投入, 2017 年研发费用 4.8 亿, 收入占比达到 2.89%, Nike 未专项披露研发费用 (包含在营业成本中), Adidas 2017 年 R&D 费用则达到 14.6 亿元, 但受益规模效应, 收入占比仅 0.88%。2) 其他管理费用方面, 安踏不涉及全球运营, 支出低于 Adidas 及 Nike。其他管理费用主要指高管团队、财务、法务、人力资源部门支出、折旧等, 2017 年安踏本部分支出在 4.2 亿元 (收入占比 2.5%), Adidas 的相应支出则高达 138 亿元 (收入占比 8.3%), 推测与全球多个市场运营架构带来的高成本有关。

表 19: Nike、Adidas、安踏体育营业开支拆解 (单位: 亿元, 人民币, 最新完整财年)

Nike		Adidas		安踏体育	
营业开支	738.36	营业开支	693.19	营业开支	47.12
/总收入	31.63%	/总收入	41.87%	/总收入	28.23%
营业开支细拆:					
Demand Creation Expense (各类赞助及代言合同、广告、活动以及零售展示费用)	229.44	Expenditure for Marketing Investment (赞助及代言合同、广告及其他活动)	167.05	广告及宣传开支	17.69
/总收入	9.83%	/总收入	10.09%	/总收入	10.60%
Operating Overhead Expense (主要包括所有人员的工资、福利及一般行政费用)	508.92	Expenditure for Point-of-sales Investment (销售网点投入, 包含在销售网点的广告及推广活动以及店铺装修等)	46.19	其他销售费用	20.40
/总收入	21.80%	/总收入	2.79%	/总收入	12.22%
		Marketing Overhead (其他销售相关费用)	58.36		
		/总收入	3.53%		
		Sales Force (销售团队费用)	183.52		
		/总收入	11.09%		
		Logistics (物流)	85.67		
		/总收入	5.18%		
		R&D (研发费用)	14.59	研发费用	4.82
		/总收入	0.88%	/总收入	2.89%
		Central Administration (行政费用)	137.72	其他管理费用	4.19
		/总收入	8.32%	/总收入	2.51%

数据来源: Bloomberg、公司公告, 其中汇率采用 17 年末数据, 1 美元=6.41 人民币, 1 欧元=7.80 人民币

2017 年安踏与 Adidas 毛利率水平分别在 49.4%/50.4%, 但安踏销售及管理费用支出较 Adidas 低 13.6pp, 带来其更高的营业利润率水平, 2008 年至今安踏营业利润率水平一直维持在 20% 左右。值得注意的是, 如果我们将 Adidas 各地区运营毛利率及营业利润率做一统计, 大中华区 2017 年的毛利率达到 57.1% (推测与定价政策有关), 营业利润率达到 35.4% (未考虑品牌整体广告营销及总行政费用), 显著高于其他大部分地区, 侧面体现出安踏的高营业利润率主要与全经销模式下的低销售费用+单国家运营下的低行政费用有关。

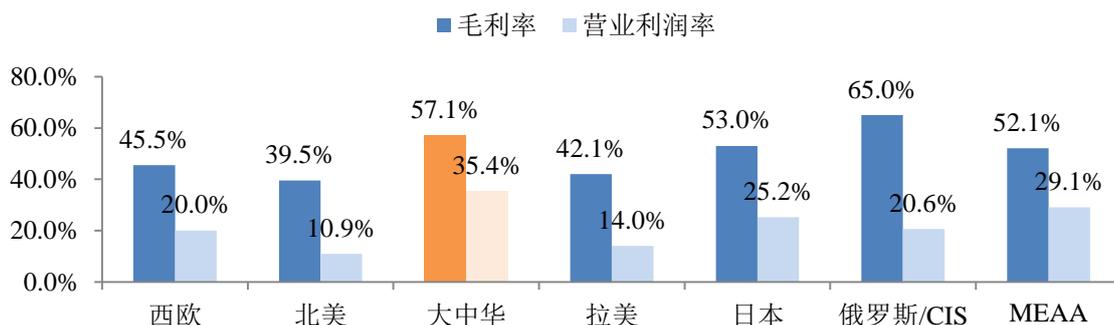
表 20: Nike、Adidas、安踏体育费用率及营业利润率 (单位: 亿元, 人民币)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nike										

营业开支	394	406	429	454	500	562	635	672	678	738
/总收入	32.1%	33.3%	32.1%	30.3%	30.8%	31.5%	32.3%	32.3%	30.8%	31.6%
营业利润	157	159	181	197	208	236	268	289	305	285
营业利润率	12.8%	13.0%	13.5%	13.2%	12.8%	13.2%	13.6%	13.9%	13.8%	12.2%
Adidas										
营业开支	342	332	392	433	479	468	481	566	643	693
/总收入	40.5%	40.9%	41.9%	41.7%	41.2%	42.3%	42.5%	42.9%	42.7%	41.9%
营业利润	83	48	70	75	93	97	77	88	114	161
营业利润率	9.9%	5.9%	7.5%	7.2%	8.0%	8.7%	6.8%	6.7%	7.6%	9.7%
安踏体育										
营业开支	9	11	15	18	15	16	21	27	35	47
/总收入	20.3%	18.8%	20.0%	20.5%	19.1%	21.7%	23.6%	24.5%	26.4%	28.2%
营业利润	9	14	17	19	15	15	19	25	29	35
营业利润率	19.8%	23.3%	23.0%	21.8%	19.1%	20.3%	21.7%	22.2%	22.0%	21.1%

注：Nike 财务年度为 6/1-5/31, 此处 2017 年数据代表 2017/6/1-2018/5/31 (FY2018) 数据，此处营业开支指销售及一般行政管理费用
数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所，其中汇率采用 17 年末数据，1 美元=6.41 人民币，1 欧元=7.80 人民币

图 54: Adidas 大中华区毛利率及营业利润率水平显著高于其他地区 (2017 年数据)



注：此处分部营业利润率未考虑全球整体营销费用及行政费用

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.4. 利润端：受益低营业开支及所得税，安踏净利率高于老牌龙头

截至最新财年，Nike/Adidas/安踏净利润水平分别达到 124 亿元/86 亿元/31 亿元，12-17 年净利润 CAGR 分别达到 14.7%(17 年为异常，取 12-16 年)/15.8%/17.8%。其中，相对更高的营业利润率以及基本稳定在 25% 上下的所得税率带来安踏稳定且高的净利润率，近年基本维持在 17%-18% 水平；与之形成对比，Nike 净利润率基本维持在 10% 上下（17 年因特朗普税改带来海外利润一次性缴税导致净利润率异常低），与安踏差值基本来自于营业利润率差值，Adidas 近年净利润率维持在 5% 上下，与安踏差值一方面来自营业利润率差值，另一方面来自更高的所得税率（平均在 30% 左右）。

表 21: Nike、Adidas、安踏体育所得税及净利润情况 (单位: 亿元, 人民币)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nike										
税前利润	125	161	182	193	209	227	270	297	313	277
YOY		28.6%	13.0%	5.9%	8.1%	8.8%	18.7%	9.9%	5.7%	-11.5%

所得税	30	39	46	48	52	55	60	55	41	153
所得税率	24.0%	24.2%	25.0%	25.0%	24.7%	24.0%	22.2%	18.7%	13.2%	55.3%
净利润	95	122	137	145	157	173	210	241	272	124
YOY		28.3%	11.9%	5.8%	8.6%	9.9%	21.5%	14.9%	12.8%	-54.4%
净利润率	7.8%	10.0%	10.2%	9.7%	9.7%	9.7%	10.7%	11.6%	12.3%	5.3%
Adidas										
税前利润	71	28	63	68	66	87	65	81	113	158
YOY		-60.4%	125.1%	7.8%	-2.1%	30.8%	-25.0%	24.4%	39.0%	40.0%
所得税	20	9	19	20	26	27	21	28	33	52
所得税率	28.8%	31.6%	29.5%	30.0%	38.4%	30.5%	32.5%	34.0%	29.4%	33.0%
净利润	50	19	44	48	41	61	38	49	79	86
YOY		-61.8%	131.4%	8.1%	-14.2%	49.6%	-37.7%	29.4%	60.4%	7.9%
净利润率	5.9%	2.4%	4.7%	4.6%	3.5%	5.5%	3.4%	3.7%	5.3%	5.2%
安踏体育										
税前利润	9.7	14.5	18.4	21.6	17.3	17.5	22.4	28.3	33.1	43.1
YOY		49.1%	27.5%	17.2%	-19.9%	1.3%	28.0%	26.1%	17.0%	30.2%
所得税	0.7	2.0	3.0	4.4	3.7	4.2	5.1	7.4	8.7	11.5
所得税率	7.0%	13.6%	16.1%	20.2%	21.6%	24.1%	22.7%	26.2%	26.2%	26.7%
净利润	9.0	12.5	15.5	17.3	13.6	13.2	17.0	20.4	23.9	30.9
YOY		39.8%	24.0%	11.5%	-21.4%	-3.2%	29.3%	20.1%	16.9%	29.4%
净利润率	19.3%	21.3%	20.9%	19.4%	17.8%	18.1%	19.1%	18.3%	17.9%	18.5%

注：Nike 财务年度为 6/1-5/31,此处 2017 年数据代表 2017/6/1-2018/5/31 (FY2018)数据

注：美国特朗普政府在 17 年 12 月实行税改，其中联邦企业所得税税率由 35%下降至 21%，同时对美国企业留存海外的利润进行一次性征税（未来海外利润无需向美国政府缴税），由此 Nike 于 18FY 一次性支付 20 亿美元所得税，当年有效所得税率高达 55%，导致净利润率低于往年水准，仅为 5.5%。

数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所，其中汇率采用 17 年末数据，1 美元=6.41 人民币，1 欧元=7.80 人民币

5.5. 营运效率：经销为主模式带来安踏更快的存货周转

存货周转方面，经销为主模式下安踏报表端存货周转天数稳定在 60 天左右，2017 年受 FILA 收入占比显著提升影响(FILA 直营为主 17 年收入占比从 20%提升至近 30%)，周转天数延长至 73 天，但相较 Nike、Adidas 仍较快，Nike 及 Adidas 由于涉及全球铺货+直营占比更高（NikeFY18 直营收入占比提升至 29%，Adidas 直营收入占比推算在 40%左右），最新财年的存货周转天数分别在 91 天及 128 天。

应收周转方面，安踏在 2012 年行业调整后周转天数在 34-40 天波动，目前周转天数基本与 Nike、Adidas 持平。而 Nike、Adidas 受益前述直营收入占比提升，应收账款周转周期较 08、09 年有明显的缩短。

表 22: Nike、Adidas、安踏体育周转情况

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
存货周转天数										
Nike	82	78	75	80	86	87	90	95	94	91
Adidas	118	110	103	118	115	125	122	116	125	128
安踏体育	50	37	35	38	50	58	57	57	60	73
应收账款周转天数										

Nike	53	52	50	48	45	42	40	37	36	35
Adidas	51	53	46	46	41	43	47	43	40	38
安踏体育	16	15	19	25	34	38	35	33	38	40

注：Nike 财务年度为 6/1-5/31,此处 2017 年数据代表 2017/6/1-2018/5/31 (FY2018)数据

数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

5.6. ROE：受益相对轻资产模式下的高净利率，安踏呈现出高 ROE 水准

安踏除 12、13 年调整外，正常年份 ROE 超过 20%，横向比较来看，其净利率高于 Nike、Adidas，但总资产周转率低（与账上现金资产较多有关，2017 年 191 亿资产中 70 亿为现金、24 亿为短期投资）、权益乘数低，ROE 水平略低于 Nike。与安踏形成对比，Nike 近两年由于杠杆率提升以及总资产周转加快，ROE 攀上 30%，Adidas 同样受益周转加快，ROE 近两年提升至 17% 水平。

表 23: Nike、Adidas、安踏体育 ROE

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nike ROE	18.0%	20.7%	21.8%	23.1%	22.8%	24.5%	27.8%	30.1%	34.4%	17.4%
净利率	7.8%	10.0%	10.2%	9.7%	9.7%	9.7%	10.7%	11.6%	12.3%	5.3%
总资产周转率	1.49	1.37	1.42	1.58	1.53	1.54	1.52	1.51	1.54	1.59
权益乘数	1.56	1.50	1.50	1.51	1.53	1.65	1.71	1.72	1.81	2.06
Adidas ROE	20.0%	6.8%	13.5%	12.4%	9.9%	14.9%	8.8%	11.2%	16.8%	17.0%
净利率	5.9%	2.4%	4.7%	4.6%	3.5%	5.5%	3.4%	3.7%	5.3%	5.2%
总资产周转率	1.21	1.13	1.23	1.21	1.29	1.25	1.21	1.31	1.35	1.43
权益乘数	2.79	2.57	2.32	2.21	2.17	2.15	2.16	2.28	2.35	2.30
安踏体育 ROE	20.8%	26.2%	28.9%	28.7%	20.8%	19.0%	22.8%	24.9%	26.3%	26.6%
净利率	19.3%	21.3%	20.9%	19.4%	17.8%	18.1%	19.1%	18.3%	17.9%	18.5%
总资产周转率	0.97	1.06	1.13	1.17	0.84	0.72	0.83	0.93	1.00	1.00
权益乘数	1.11	1.16	1.22	1.27	1.39	1.45	1.44	1.46	1.47	1.43

注：Nike 财务年度为 6/1-5/31,此处 2017 年数据代表 2017/6/1-2018/5/31 (FY2018)数据

数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

6. 盈利预测及投资建议

暂不考虑 AMER SPORTS 收购相关事项，我们预计公司 18/19/20 年收入增长 34%/23%/18% 至 224/276/327 亿元，其中：

1) 安踏品牌方面：仍是最大收入来源，增长稳健。其中，安踏大货线下门店数量预计维持在 7000 家左右，收入增长主要依靠单店收入提升；安踏儿童在 2017 年 2400 家+基础上按年增加 200-300 家，结合单店收入提升，带动线下业务增长；线上方面则预计维持温和增速。

2) FILA 成为公司最主要增长极：FILA 线下整体处在门店扩张阶段，截至 18H1 FILA 大货/KIDS/FUSION 门店分别 900+/近 300 家/34 家，各个子品牌都未到达天花板，尤其 KIDS 及 FUSION 门店基数尚低且单店销售提升空间较高，收入增长潜力大；线上方面，由于基数尚低，我们预测将展现比安踏品牌电商更高的增速水平。

3) 其他多品牌业务方面: DESCENTE 有望乘冬奥会东风作为冰雪运动领导品牌实现迅速增长, 其门店数量 18H1 达到 85 家 (较年初增长 21 家), 基数较低且单店水平相较 FILA 仍有提升空间 (目前为 600 万/年), 预计未来三年收入增速维持高位; KOLON、Sprandi、KINGKOW 等品牌则处于收购后整合提效阶段, 预计收入增长较为稳健。

表 24: 安踏体育驱动因素拆分 (单位: 亿元)

	2017	2018E	2019E	2020E
总收入	166.9	224.0	276.4	327.0
YOY		34.2%	23.4%	18.3%
安踏品牌收入	118.5	138.4	154.2	170.6
YOY		16.7%	11.5%	10.6%
安踏大货线下	75.1	81.4	85.6	90.1
YOY		8.3%	5.2%	5.2%
安踏儿童线下	18.4	24.5	27.9	31.7
YOY		33.2%	14.2%	13.5%
安踏线上	25.0	32.6	40.7	48.8
YOY		30.0%	25.0%	20.0%
FILA 品牌收入	43.4	75.7	107.3	135.9
YOY		74.3%	41.9%	26.6%
FILA 大货线下	35.7	59.5	80.7	97.0
YOY		66.9%	35.5%	20.3%
FILA KIDS 线下	4.8	9.2	14.3	19.2
YOY		94.2%	54.7%	34.7%
FILA FUSION 线下	初创	1.8	5.3	10.5
YOY			189.4%	97.5%
FILA 线上	3.0	5.1	7.1	9.2
YOY		70.0%	40.0%	30.0%
其他品牌收入	5.0	10.0	14.9	20.5
YOY		99.6%	48.8%	37.8%

数据来源: 东吴证券研究所预测, 其中各品牌 2017 年数据为根据调研情况估算

从利润端来看: 虽然 2018FILA 整体营业利润率追上安踏品牌, 但考虑到 2018 年安踏与国家奥组委的合作协议带来的费用支出, 以及包括 DESCENTE、KOLON 在内的品牌仍在发展初期处于亏损状态, 我们认为 2018 年利润增速将缓于收入增速, 预计 18/19 年同比增长 27.1%/24.4% 至 39.3/48.8 亿元, 对应当前市值 PE 为 21/17X。从全球龙头 Nike、Adidas 的估值来看, 该两大龙头近年业绩复合增速维持在低双位数水准 (2018 年利润高增主要与上一年美国税改一次性征税带来的低基数有关), 18PE 分别达到 29/25X, 相对于该两大龙头, 作为全球第三大市值体育龙头的安踏估值相对业绩增长仍具有较为显著的吸引力, 我们看好公司的前瞻性与执行力, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 25: 安踏体育可比估值 (单位: 亿元, 人民币)

	2017	2018E	2019E
安踏体育	2020.HK		
归母净利 (亿元)	30.9	39.3	48.8
YOY	29.4%	27.1%	24.4%

PE		27.0	21.3	17.1
Nike	NKE.N			
归母净利 (亿元)		124.0	273.2	314.9
YOY		-54.41%	119.91%	14.54%
PE		62.9	28.6	24.8
Adidas	ADS.F			
归母净利 (亿元)		85.6	130.1	148.7
YOY		7.87%	51.96%	14.31%
PE		37.9	24.9	21.8
李宁	2331.HK			
归母净利 (亿元)		5.2	7.1	9.4
YOY		-19.9%	37.18%	32.54%
PE		29.9	21.8	16.4
特步国际	1368.HK			
归母净利 (亿元)		4.1	6.2	7.2
YOY		-22.68%	52.61%	15.77%
PE		22.7	14.9	12.9

注：Nike、Adidas 预期来自 Bloomberg 一致预期，李宁、特步一致预期来自 Wind

注：Nike 财务年度为 6/1-5/31, 此处 2017 年数据代表 2017/6/1-2018/5/31 (FY2018) 数据

数据来源：Bloomberg、Wind、东吴证券研究所，其中汇率采用 17 年末数据，1 美元=6.41 人民币，1 欧元=7.80 人民币

7. 风险提示

1、同店增长不及预期的风险：若由于宏观经济增长放缓、消费环境遇冷，公司各品牌同店增长可能难以实现预期目标。

2、拓店进展不及预期的风险：包括 ANTA KIDS、FILA、FILA KIDS、DESCENTE 等品牌皆有积极拓店计划，若零售环境不理想，可能带来公司更审慎的拓店行动，从而导致门店拓展进度不及预期。

3、多品牌业务未能有效协同的风险：公司旗下 DESCENTE、Sprandi、KOLON、KINGKOW 等品牌仍处于磨合培育阶段，运营多个领域的多个子品牌或对公司管理团队能力带来挑战，若培育进展未及预期可能带来意外亏损。

8. 附录图表

8.1. 主流运动品牌订货会及同店表现追踪表

表 26: 运动品牌公司订货会表现变化 (安踏 14Q1 订货会率先恢复增长, 该订货会在 13Q3 进行)

订货会	安踏	李宁	特步	361 度	中国动向
2011Q1	23%	12%	23%	20%	12%
2011Q2	21%	0%	25%	20%	3%
2011Q3	20%	-15%	24%	23%	-40%
2011Q4	25%	-1%	24%	27%	-40%
2012Q1	低单位数	中单位数	9%	23%	负中双位数
2012Q2	低单位数	持平	5%	23%	
2012Q3	负高单位数	负中低单位数	持平	6%	负中双位数
2012Q4	负低双位数	负高双位数	持平	主品牌 2%, 童装 20%	负中双位数
2013Q1	(-20%, -30%)		(-20%, -15%)		负中双位数
2013Q2	(-25%, -15%)		(-20%, -15%)		
2013Q3	(-20%, -10%)		-20%		
2013Q4	(-15%, -5%)		(-17%, -15%)		
2014Q1	高单位数增长		高单位数跌幅	361 度品牌跌 11%, 童装增 21%	
2014Q2	高单位数增长		中单位数跌幅	秋季批发订单同比降 7%	
2014Q3	高单位数增长		低单位数跌幅		
2014Q4	低双位数增长		同比持平	主品牌 8% 增长, 童装 3% 增长	
2015Q1	低双位数增长		低单位数增长	增长近 11%	
2015Q2	低双位数增幅		低单位数增长	11%	
2015Q3	低双位数增长	15%	低单位数增长	16%	
2015Q4	低双位数增长	低双位数增长	轻微单位数增长	18%	
2016Q1	低双位数增长	低双位数增长	10% 增长	15%	低双位数增长
2016Q2	低双位数增长	高双位数增长	10% 增长	15%	30%-40%
2016Q3	高单位数增长	10%-20%低段	高单位数增长	高单位数	
2016Q4	低双位数增长	高单位数增长	高单位数增长	主品牌/童装高单位数增长	
2017Q1	中单位数增长	高单位数增长	中单位数增长	主品牌高单位数; 童装高单位数	
2017Q2	中单位数增长	高单位数增长	低单位数增长	主品牌高单位数; 童装低双位数	
2017Q3	低单位数增长	低单位数增长	低单位数增长	主品牌高单位数; 童装高双位数	
2017Q4	高单位数增长	中单位数增长	低单位数增长	主品牌低双位数; 童装高双位数	
2018Q1		高单位数增长		童装低双位数	
2018Q2		10%-20%低段增长		童装近 25% 增长	
2018Q3		10%-20%低段增长		童装低双位数增长	
2018Q4		10%-20%低段增长		童装高单位数增长	
2019Q1		高单位数增长			
2019Q2		10%-20%低段增长			

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 27: 运动品牌公司主品牌同店增长表现变化 (安踏于 13Q4 领先恢复)

时间	安踏	李宁	特步	361 度
2012Q1	负低单位数			
2012Q2	负中单位数			
2012Q3	负中单位数			
2012Q4	负中单位数			4.30%
2013Q1	持平		持平	-1.50%
2013Q2	持平		持平	-0.80%
2013Q3	持平		持平	持平
2013Q4	中单位数增长		低单位数增长	1.50%
2014Q1	中单位数增长		低单位数增长	1.80%
2014Q2	低双位数增长		中单位数增长	2.80%
2014Q3	高单位数增长		中单位数增长	4.70%
2014Q4	高单位数增长	高单位数增长	中单位数增长	5.50%
2015Q1	高单位数增长	中单位数增长	持平	6.30%
2015Q2	高单位数增长	低双位数	高单位数增长	361 度 7.2%/童装 8.0%
2015Q3	高单位数增长	中单位数增长	高单位数增长	361 度 8.1%/童装 8.4%
2015Q4	中单位数增长	低单位数增长	中单位数增长	361 度 7.9%/童装 8.3%
2016Q1	以零售额记, 中单位数增长	低单位数增长	中单位数增长	361 度 7.2%/童装 7.5%
2016Q2	以零售额记, 高单位数增长	高单位数增长	中单位数增长	361 度 7.0%/童装 7.3%
2016Q3	以零售额记, 低双位数增长	高单位数增长	中单位数增长	361 度 7.3%/童装 7.3%
2016Q4	以零售额记, 高双位数增长	中双位数	中单位数增长	361 度 7.5%/童装 7.7%
2017Q1	以零售额记, 低双位数增长	持平	低单位数增长	361 度 7.0%/童装 7.4%
2017Q2	以零售额记, 20%-30%	高单位数增长	中单位数增长	以零售额记, 主牌高单位数/童装高单位数
2017Q3	以零售额记, 中双位数	低单位数下跌	中单位数增长	以零售额记, 主牌高单位数/童装高单位数
2017Q4	以零售额记, 20%-25%	10%-20%低段增长	高单位数增长	以零售额记, 主牌高单位数/童装高单位数
2018Q1	以零售额记, 20%-25%	10%-20%低段增长	低双位数增长	以零售额记, 主牌高单位数/童装高单位数
2018Q2	以零售额记, 低双位数	高单位数增长	中双位数增长	以零售额记, 主牌高单位数/童装低双位数
2018Q3	以零售额记, 中双位数	10%-20%低段增长	中双位数增长	以零售额记, 主牌中单位数/童装低双位数

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

8.2. AMER SPORTS 财务表现: 稳健的体育用品龙头, 毛利率提升及控费空间较显著

作为业务遍布全球的高端体育用品龙头财务表现基本稳健, 正常年份毛利率/营业利润率/净利率达到 45%/8%/+4.8%+。从报表整体来看, 公司旗下品牌定位集中在高端, 但由于以经销为主的业务结构(2017 年直营线上+线下收入 2.5 亿元, 占比 9.3%)特点, 毛利率一般在 45%上下波动; 费用端来看, 作为高端品牌宣传投入较高, 销售费用率达到了 27%, 管理费用率一直在进行有效控制, 17 年降低至 6.9%, 研发方面, 因为坚持高端定位+10 个品牌分属不同领域, 开发成本较高, 研发费用率在 17 年达到 3.8%; 营业利润率长年维持在 8%以上, 17 年由于非经常损益(主要由于 16 年 8 月起展开的内部架构调整)税前利润同降 18%, 加之美国税改带来一次性所得税支出导致 17 年综合所得税率显著提升, 净利润同降 26%, 由此 17 年净利率及 ROE 低于往年水准, 正常年份

净利率可达到 4.8%，ROE 可达到 13%。

表 14: AMER SPORTS 财务摘要 (GAPP) (单位: 百万欧元)

	2014	2015	2016	2017
收入	2,228.7	2,534.4	2,622.1	2,685.2
YOY	4.32%	13.72%	3.46%	2.41%
毛利润	979.0	1,145.9	1,213.5	1,215.3
YOY	5.02%	17.05%	5.90%	0.15%
毛利率	43.93%	45.21%	46.28%	45.26%
销售及市场推广费用	558.4	658.0	718.0	725.7
销售费用率	25.05%	25.96%	27.38%	27.03%
管理费用	176.7	197.4	194.2	185.2
管理费用率	7.93%	7.79%	7.41%	6.90%
研发费用	76.2	77.7	95.2	101.5
研发费用率	3.42%	3.07%	3.63%	3.78%
营业利润	180.7	212.3	218.7	225.1
YOY	16.88%	17.49%	3.01%	2.93%
营业利润率	8.11%	8.38%	8.34%	8.38%
财务费用	28.6	28.6	28.9	31.6
财务费用率	1.28%	1.13%	1.10%	1.18%
非经常损失	66.6	8.2	13.9	56.8
/总收入	2.99%	0.32%	0.53%	2.12%
税前利润	77.0	168.0	173.0	142.0
YOY	-39.03%	118.18%	2.98%	-17.92%
所得税率	28.05%	27.62%	26.65%	34.30%
净利润	55.4	121.6	126.9	93.3
YOY	-38.65%	119.49%	4.36%	-26.48%
净利率	2.49%	4.80%	4.84%	3.47%
ROE	6.91%	13.57%	13.00%	9.87%

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

周转方面, 经销为主的业务结构下存货及应收账款周转速度较快且稳定, 周转天数分别在 121 天/81 天, 现金流表现健康, 各年份经营性现金流净额皆超过净利润

表 28: AMER SPORTS 周转情况 (GAPP) (单位: 百万欧元)

	2014	2015	2016	2017
存货	413.2	482.0	513.6	477.9
存货周转天数	111	116	127	121
应收账款	543.3	563.9	607.3	595.5
应收账款周转天数	86	79	80	81
经营性现金流	104.8	211.5	150.3	241.0
YOY	20.05%	101.81%	-28.94%	60.35%

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

与 Adidas 2017 年财务数据比较来看: 由于 Adidas 拥有更高的直营比例 (估算不低于 25%), 其毛利率高于 AMEAS 约 5.2pp; 也由于高直营比例, Adidas 销售费用及管理

费用率较 AMEAS 高出 5.6/1.4pp，但由于研发费用上 AMEAS 需要同时支撑 10 个品牌的研发投入（包含鞋服、装备、器械等），费用率高出 Adidas2.9pp；由此，AMEAS 营业利润率低于 Adidas1.3pp，同时，相对更高的财务费用率以及所得税率影响下，AMEAS 净利率低于 Adidas1.7pp，导致 ROE 较 Adidas 低 7.2pp，为 9.9%。由此来看，若未来安踏收购后能够成功通过：1) 供应链整合以及直营体系扩张提升毛利率；2) 扩大收入体量（尤其在亚太区）摊薄以研发费用为首的中间费用，AMEAS 盈利水平仍有上升空间。

公司在 2017 年财报中提出 2020 年目标，包括：

- 1) 每年实现中单位数的收入增长（以当地市场货币计算）
- 2) 每年实现 EBIT margin 的提升
- 3) 自由现金流至少达到净利润的 80%
- 4) 年末净负债/EBITDA<3

从经营目标来看，公司管理层整体规划稳健，并始终将提升报表质量作为重要的管理目标。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

