

行业名称：纺织服装

## 安踏要约收购研究

-Amer Sports 的品牌价值/产品分析

**评级：增持（首次覆盖）**

分析师：李俊松

香港执业证书编号：BEY885

执业证书编号：S0740518030001

Email: lijuns@r.qizq.com.cn

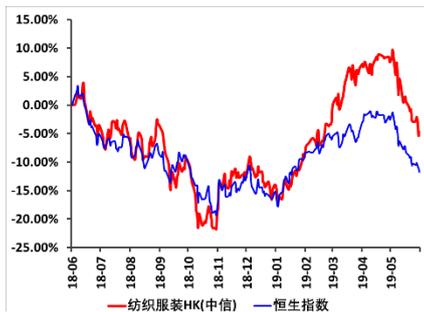
分析师：赵坤

执业证书编号：S0740516080002

Email: zhaokun@r.qizq.com.cn

**基本状况**

上市公司数	185 家
行业总市值(百万元)	1362678.53
行业流通市值(百万元)	965108.46

**行业-市场走势对比**

**相关报告**
**投资要点**

■ **立身北欧多元化业务，成就全球体育用品集团：**Amer Sports 前身为 Amer ToBacco Oy 于 1950 年在芬兰成立，其主营业务为烟草业务，考虑到该阶段的北欧经济主要以资源密集型为主，所以我们很容易理解，在发展初期，公司的业务线主要集中在烟草、造纸、出版印刷等。考虑到公司成立之初，是由四家教育导向组织成立（芬兰工程师学士协会、芬兰经济与工商管理毕业生协会、土地和水利技术基金会、赫尔辛基经济与工商管理学院学生会），所以其初期也呈现出典型的**多元化经营策略**，并且呈现出**投资集团**的经营性特征，当然这也为未来近 70 年的业务持续发展奠定了良好的基础。

■ **持续收购/出售品牌资产，优化业务结构协同效应：**从业务定性的角度来看，我们通过梳理近几年公司在业务结构上所进行的收并购状况（由于公司在收并购之后，主要通过代理运营进行管理，极大的发挥了并购后品牌间的协同效应）。单纯从集团层面而言，我们很少看到 Amer Sports 自身的内生性和品牌孵化能力，但是从品牌协同和整合的角度来看，Amer Sports 的资产运营能力是极为出色的。

■ **全球业务经营稳健，中国市场未来开拓可期：**我们以 Amer Sports 在斯德哥尔摩交易所披露的数据为准，可以看到 2017 年度有小幅下滑，其主要因素为 2017 年全年，欧元兑美元汇率的单边上行，对公司最终会计年度的影响较大。就整体而言，公司的营收盈利性始终保持稳定增长。同时，结合公司毛利率的情况，我们可以看到，除了 2017 年的异常值，其他各年度均保持了稳定增长，表示其业务内生性亦改善明显（**直销 B2C 模式及新型市场的开拓的战略改善明显**）。

➢ 我们聚焦于公司目前各品牌业务线下的具体产品品类进行分析，一方面我们能看到随着公司的战略变化（**服装鞋履业务的持续发力、部分协同效应较弱的资产剥离等**），其业务结构的变化相对明显，但是绝对规模保持相对稳定。另一方面，由于运动项目本身的区域性分布差异，所带来区域营收结构的差异，这其实都代表着未来增长的机会。

➢ 关于这笔收购要约的战略性，我们认为从安踏的角度来看，是一个从“定性战略”向“定量战略”的持续过程。其中“定性战略”，

我们认为需要持续关注三个方面：1、未来安踏和 Amer Sports 围绕中国市场开发，所进行的供应链整合、销售渠道整合等一系列战略举措。2、在冬季运动流行于中国市场的大趋势前后，新市场获取的战略配置。3、国际市场的最佳产品切入点为运动时尚产品，在这一方向的具体布局。

- 风险提示：1、全球贸易局势紧张，所带来的外汇波动和贸易政策的不确定性；2、中国冬季运动市场的趋势增速及开拓不及预期；3、品牌化所带来的协同效应不及预期。

## 内容目录

<b>Amer Sports 立身北欧市场，资产运营聚焦体育用品</b> .....	- 5 -
立身北欧多元化业务，成就全球体育用品集团.....	- 5 -
持续收购/出售品牌资产，优化业务结构协同效应.....	- 8 -
<b>汇集顶级专业运动品牌，品牌/需求双驱动转型</b> .....	- 11 -
Salomon: 品牌影响力/产品创新力相辅相成.....	- 11 -
Arc'Teryx: 户外运动产品的技术极客.....	- 14 -
Atomic: 滑雪板设计师品牌佼佼者.....	- 18 -
Armada: 自由滑雪时尚品牌.....	- 19 -
Wilson: 全球领先全品类球类提供商.....	- 22 -
Precor: 系统模块化健身训练提供商.....	- 24 -
<b>全球业务经营状况稳健，战略布局新兴市场开拓</b> .....	- 26 -
全球业务经营稳健，中国市场未来开拓可期.....	- 26 -
设计多元化收购架构，强化软管理框架预期.....	- 34 -
<b>投资评级说明:</b> .....	- 38 -

## 图表目录

<b>图表 1: Amer Sports 本土多元化阶段</b> .....	- 6 -
<b>图表 2: Amer Sports 体育战略过渡阶段</b> .....	- 7 -
<b>图表 3: Amer Sports 体育品牌扩张阶段</b> .....	- 8 -
<b>图表 4: Amer Sports 品牌线及业务架构</b> .....	- 11 -
<b>图表 5: Salomon 品牌发展历程</b> .....	- 12 -
<b>图表 6: Salomon 中国区产品价格区间 (人民币元)</b> .....	- 13 -
<b>图表 7: Arc'Teryx 品牌发展历程</b> .....	- 14 -
<b>图表 8: Arc'Teryx 产品技术优势</b> .....	- 16 -
<b>图表 9: Arc'Teryx 专业奖项获取情况</b> .....	- 16 -
<b>图表 10: Arc'Teryx 全球制造工厂分布</b> .....	- 17 -
<b>图表 11: Arc'Teryx 全球材料供应商分布</b> .....	- 17 -
<b>图表 12: Arc'Teryx 中国区产品价格区间 (人民币元)</b> .....	- 17 -
<b>图表 13: ATOMIC 中国区产品价格区间 (人民币元)</b> .....	- 18 -
<b>图表 14: Armada 全球产品价格区间 (人民币元)</b> .....	- 20 -
<b>图表 15: Suunto 中国区产品价格区间 (人民币元)</b> .....	- 21 -

图表 16: Wilson 中国区产品价格区间 (人民币元)	- 24 -
图表 17: Precor 品牌发展历程	- 24 -
图表 18: Precor 全球产品价格区间 (人民币元)	- 25 -
图表 19: 2014-2018 年 Amer Sports 业务分部 (百万欧元)	- 27 -
图表 20: 2014-2018 年 Amer Sports EBIT 分部 (百万欧元)	- 27 -
图表 21: 2014-2018 年 Amer Sports EBIT 分部 (除 IAC) (百万欧元)	- 27 -
图表 22: 2014-2018 年 Amer Sports 业务分部毛利率 (百万欧元)	- 27 -
图表 23: 2014-2018 年 Amer Sports 业务区域分布 (百万欧元)	- 28 -
图表 24: 2014-2018 年 Amer Sports 业务区域分布同比增速 (百万欧元)	- 28 -
图表 25: 2016-2018 年 Amer Sports 业务销售渠道分布 (百万欧元)	- 29 -
图表 26: 2017-2018 年 Amer Sports 业务线上/线下营收同比 (百万欧元)	- 29 -
图表 27: 2018 年 Amer Sports 全价店/特价店占比	- 29 -
图表 28: 2018 年 Amer Sports 全球门店分布占比	- 29 -
图表 29: 2014-2018 年 Amer Sports 品牌零售店/电子商贸店数量 (家)	- 30 -
图表 30: 2015-2018 年 Amer Sports 全球产能类型分布	- 30 -
图表 31: 2014-2018 年 Amer Sports 全球产能区域占比	- 30 -
图表 32: 2016Q4-2018Q4 年 Amer Sports 业务分部 (百万欧元)	- 31 -
图表 33: 2014-2018 年 Amer Sports 户外业务分部 (百万欧元)	- 32 -
图表 34: 2014-2018 年 Amer Sports 户外业务同比增速 (%)	- 32 -
图表 35: 2018 年 Amer Sports 户外业务区域分布	- 32 -
图表 36: 2014-2018 年 Amer Sports 球类业务分部 (百万欧元)	- 33 -
图表 37: 2014-2018 年 Amer Sports 健身业务分部 (百万欧元)	- 33 -
图表 38: 2018 年 Amer Sports 户外业务区域分布	- 33 -
图表 39: 2018 年 Amer Sports 球类业务区域分布	- 33 -
图表 40: 2018 年 Amer Sports 健身业务区域分布	- 33 -
图表 41: Amer Sports 要约收购股权框架	- 34 -
图表 42: FountainVest 部分已投项目 (包含子基金)	- 35 -

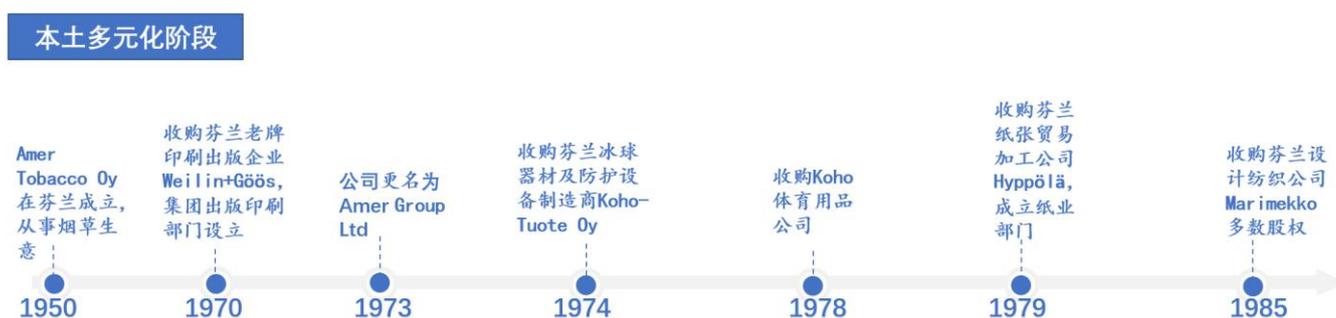
## Amer Sports 立身北欧市场，资产运营聚焦体育用品

立身北欧多元化业务，成就全球体育用品集团

- Amer Sports 前身为 Amer ToBacco Oy 于 1950 年在芬兰成立，其主营业务为烟草业务，考虑到该阶段的北欧经济主要以资源密集型为主，所以我们很容易理解，在发展初期，公司的业务线主要集中在烟草、造纸、出版印刷等。考虑到公司成立之初，是由四家教育导向组织成立（芬兰工程师学士协会、芬兰经济与工商管理毕业生协会、土地和水利技术基金会、赫尔辛基经济与工商管理学院学生会），所以在其初期也呈现出典型的多元化经营策略，并且呈现出投资集团的经营性特征，当然这也为未来近 70 年的业务持续发展奠定了一个良好的基础。
  - 本土多元化阶段：基于区域性的业务扩张或者品类扩张，是所有公司在成立之初都必须经历的阶段，而 Amer Sports 在这一阶段所表现出来的特征，相对更加多元，这也是由其建立初期的股东方所决定的。
    - ✓ 1970 年，公司收购芬兰老牌印刷出版企业 Weilin+Göös，集团出版印刷部门设立，部门存续 25 年 Weilin +Göös 是芬兰最大的百科全书和教科书出版商之一，也是日记和日历的主要出版商。
    - ✓ 1973 年，公司更名为 Amer Group Ltd；1974 年，公司收购冰球器材及防护设备制造商 Koho-Tuote Oy，涉足体育用品行业，但是经营范围相对单一，同时也主要以欧洲区域经营为主。1977 年，公司在赫尔辛基股票交易所上市。

- ✓ 1978 年，公司收购 Koho 体育用品公司，进一步扩张在欧洲的体育用品业务；1979 年，芬兰纸张贸易加工公司 Hyppölä 被收购，同年集团纸张部门正式成立；1984 年，公司在伦敦证券交易所上市，1985 年，公司收购芬兰设计纺织公司 Marimekko 的多数股权。

图表 1: Amer Sports 本土多元化阶段

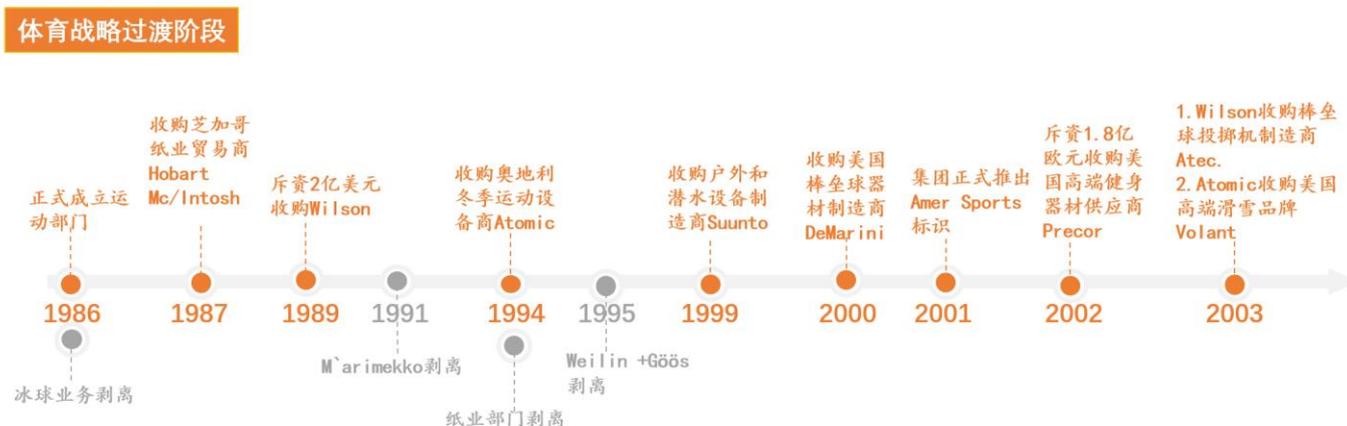


来源：公司官网、中泰证券研究所

- **体育战略过渡阶段：**在这一阶段，公司在经历了前期的多元化尝试，开始逐渐聚焦体育用品方向，同时在这一时期的业务剥离也开始增多。而在 1999 年之后，公司开始了对体育用品品牌的收购。
- ✓ 1986 年，公司正式成立运动部门，冰球业务被剥离；1987 年，公司收购芝加哥纸业贸易商 Hobart Mc/Intosh，并入纸业部门。1989 年，公司两亿美元收购 Wilson；90 年代，纸业部门逐渐被剥离。
- ✓ 1991 年，芬兰设计纺织公司 Marimekko 被剥离；1994 年，公司收购奥地利冬季运动设备商 Atomic，同年，纸业部门最终被剥离。1995 年，Weilin +Göös 被剥离。

- ✓ 1999年，公司收购户外和潜水设备制造商 Suunto。2000年，集团收购美国棒球器材制造商 DeMarini；2001年，集团正式推出 Amer Sports 标识。2002年，公司斥资约 1.8 亿欧元收购美国高端健身器材供应商 Precor。2003年，Wilson 收购棒球投掷机制造商 Atec，同年，Atomic 收购美国高端滑雪品牌 Volant。

**图表 2: Amer Sports 体育战略过渡阶段**



来源：公司官网、中泰证券研究所

- 体育品牌扩张阶段：自 2004 年，我们通过公司公布的年度财务报告也可以看到，其“户外、球类运动、健身”的三部分体育用品主线架构已经形成，公司开始集中针对细分品牌和全球市场份额进行扩张布局。

- ✓ 2004 年，Amer 正式更名为 Amer Sports，同年，Precor 相继收购 FPI(Fitness Product International)与 ClubCom 两家公司，以强化其健身设备全品类供应商的行业地位 International)与 ClubCom 两家公司，以强化其健身设备全品类供应商的行业地位。

- ✓ 2011年，收购女性滑板运动服装品牌 Nikita，2015年，收购美国棒球品牌 Louisville Slugger、数字运动应用 Sports Tracker 以及功能训练系统供应商 Queenax。
- ✓ 2016年，收购高端轮组品牌 ENVE，棒球护具领先品牌 EvoShield；2017年，收购美国标志性滑雪品牌 Amada；2018年，收购标志性瑞士户外街头品牌 Peak Performance。

图表 3: Amer Sports 体育品牌扩张阶段



来源：公司官网、中泰证券研究所

持续收购/出售品牌资产，优化业务结构协同效应

- 从业务定性的角度来看，我们通过梳理近几年公司在业务结构上所进行的收并购状况（由于公司在收并购之后，主要通过代理运营进行管理，极大的发挥了并购后品牌间的协同效应）。单纯从集团层面而言，我们很少看到 Amer Sports 自身的内生性和品牌孵化能力，但是从品牌协同和整合的角度来看，Amer Sports 的资产运营能力是极为出色的。

- ✓ 2015年收并购/出售：
  - 2015年3月，Amer Sports 向 CRN Pte Ltd 出售 Nikita 及 Bonfire 品牌，售价为 1.0 百万欧元且均以现金收取。

- 2015年4月，Amer Sports 通过从 Hillerich&Bradsby Co.收购美国棒球品牌 **Louisville Slugger** 的全球品牌、销售及创新权，加强其球类运动业务。Louisville Slugger 为一个具备代表性的美国棒球品牌、职业棒球大联盟的官方球棒及市场领先木质球棒。最终收购价为72.3百万美元，主要以现金支付。此前 Amer Sports 已拥有 Wilson 及 DeMarini,通过合并以获取更多同品类市场份额。
  - 2015年5月，Amer Sports 收购了 **Sports Tracking Technologies Oy** 公司的全部股份，以增强其数码连接服务能力。Sports Tracker 为数码体育应用及在线服务，其拥有强大的技术平台及能力，业务范围覆盖了全球。
  - 2015年7月，Amer Sports 通过收购 **Queenax** 增强其健身产品及服务。Queenax 为领先功能性训练系统供应商。Queenax 综合至公司的健身业务 Precor，功能性训练为商业健身系统中增长最快的类别。收购事项将令 Precor 具备向客户提供完整的功能性训练系统服务，将进一步稳固 Precor 作为全球健身设备及服务市场的领先地位。
- ✓ 2016-2018 年收并购/出售：
- 2016年3月，Amer Sports 收购 **ENVE Composites LLC** 公司的全部股份，ENVE 为道路及山路自行车高端碳车轮、零件及配件快速发展的品牌，年度销售额约为30百万美元。收购事项加快了 Amer Sports 的自行车

业务(尤其是在美国)及提供在全球进一步扩张的机会。其中 ENVE 的碳技术及其提供的增量营运规模及协同效应,直接增强了 Amer Sports 的自行车业务竞争力。

- 2016 年 11 月, Amer Sports 收购 **EvoShield** (领先的棒球及垒球防护装备品牌), 其年度销售净额约为 10 百万欧元。EvoShield 为美国棒球及垒球运动员及团队防护装置领先品牌, 并且是 Major League Baseball (MLB) 的官方防护装置。目前 EvoShield 已合并至 Amer Sports 的球类业务分部, 该分部已包括 Wilson、Louisville Slugger、DeMarini 及 ATEC 品牌。
- 2017 年 3 月, Amer Sports 收购了著名的美国滑雪品牌 **Armada**(年度销售净额约 10 百万美元), 该笔收购包括了 Armada 旗下的品牌、产品知识产权以及分销权。交易价值为 4.1 百万美元, Armada 已合并入 Amer Sports 冬季运动装备业务板块。
- 2018 年 4 月, Amer Sports 宣布向丹麦时装公司 IC Group 收购 **Peak Performance AB** 的全部股份及相关业务, 并且该收购已于 2018 年 6 月完成。该公司总部位于瑞典斯德哥尔摩, 为一个优质运动时尚品牌, 于过往 12 个月销售净额约为 145 百万欧元及 EBIT 为 16.5 百万欧元。该公司主要覆盖市场区域为北欧和中欧地区, (需要详细查询该公司信息)。收购事项有助于提升集团的软货品业务及有助于其更快速增长, 同时推动服装

品牌 Arc' teryx、Salomon 及 Peak Performance 之间的规模及协同效应。

## 汇集顶级专业运动品牌，品牌/需求双驱动转型

- 截止到 2017 年 12 月，Amer Sports 的销售渠道遍布 34 个国家，并雇佣了近 8600 名员工。Amer Sports 的业务职能涵盖了产品研发、产品采购、生产及境外物流等。其主要产值主要由中国和亚太地区其他国家贡献，Amer Sports 的生产设施主要位于保加利亚、奥地利、法国、芬兰、加拿大及美国。同时，其在东欧设有主要工厂，由分包商所有。最重要的配送中心位于德国、奥地利、美国及法国。同时具备自有生产能力，但大部分由外包完成，质量控制由 Amer Sports 内部质量控制人员进行测试及检查程序予以处理。关于公司的品牌序列、产品序列、市场战略，我们会在下文详细论述。

图表 4: Amer Sports 品牌线及业务架构

品牌	业务	户外					球类运动		健身
		鞋履	服装	冬季运动装备	自行车	体育器材	个人球类运动	团队运动	健身设备
 Salomon									
 Arc'Teryx									
 Atomic									
 Armada									
 Mavic (拟出售)									
 ENVE									
 Suunto									
 Wilson									
- DeMarini									
- Louisville									
- EvoShield									
 Precor									
 -Queenax									

来源：公司公告、中泰证券研究所

Salomon: 品牌影响力/产品创新力相辅相成

- **Salomon 品牌产品：Salomon 的品牌影响力**，主要集中在“滑雪运动”和“户外运动”，纵观 Salomon 的整个成长史，品牌影响力扩张和产品线创新是相辅相成的两个重要驱动力，其中值得一提的是其旗下的 S-LAB（萨洛蒙实验室），其汇集了全球顶尖的滑雪、越野跑运动员/研发人员，所以 S-lab 作为 Salomon 旗下最为专业化的产品序列，其平均研发周期为 2.5 年，同时根据该系列产品，可以进行功能性或者需求性延伸，进一步的推向更加广泛的市场。

图表 5: Salomon 品牌发展历程



来源：Salomon 公司官网、中泰证券研究所

- ✓ **品牌影响力/产品创新力相辅相成**：通过对 Salomon 的历史梳理，我们可以看到专业运动设备的产品和品牌影响力的扩展路径，主要集中在重大及专业赛事的赞助参与，同时也要形成了消费受众的良性反馈，前者对产品创新力要求更高，后者对产品商业化的能力要求更高，在这一点上同国内的快消体育竞品有着明显区分。

- **滑雪运动产品线**：由 Salomon 家族创立于 1947 年，1952 年开始生产滑雪板金属固定器，1972 年成为了全球滑雪板固定器第一厂商。1979 年开始生产高山靴。在后续的 1982 年、1983 年的世界杯滑雪赛中获得两

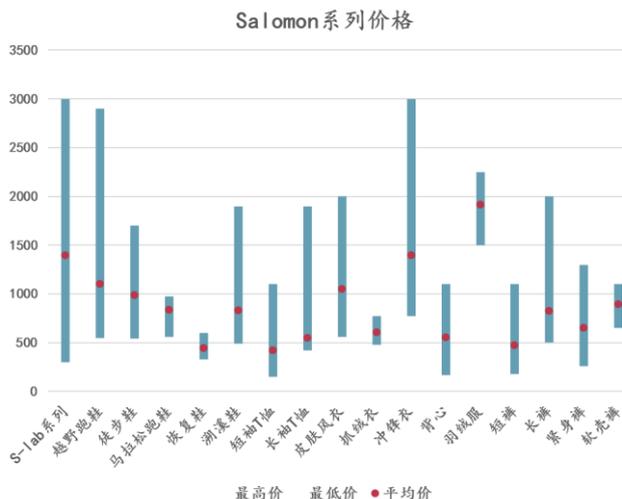
届冠军的青睐，在 1988 年的冬奥会上亦得到越野追逐赛冠军的追捧，品牌效应开始树立。1990 年，推出了其品牌下的第一根滑雪板产品-S9000，在后续 1992 年的冬奥会上，Salomon 的滑雪板产品第一次亮相。其中两位冠军均装备了 Salomon 产品。1994 年，Salomon 推出了徒步鞋 Adventure7 系列，1998 年，日本冬奥会高山速降冠军装备了 Salomon 全套产品。2005 年，Amer Sports 收购了 Salomon。2006 年的都灵奥运会上，有 76% 的获奖运动员均使用 Salomon 品牌产品。

- **户外越野产品线：**2007 年，Salomon 产品线推出了全新山地运动理念，2008 年，推出了“Custom Fit Technology”科技，同年 Salomon 国际队获得了 UTMB 冠军并且打破世界记录，同年夏季 Salomon 开始进入中国市场。2013 年，Salomon 推出鞋脚一体技术，“Custom Fit 3D”，同年 Salomon 国际队获得了天空跑女子世界冠军。截止当年，Salomon 经典越野跑鞋 SpeedCross 在全世界售出 100 万双。2015 年，推出了革命性路跑产品 S-lab X-Series(小红鞋第一代)，2017 年，推出了 S-lab Sonic 2 和 S-LAB Sense Ultra。

---

图表 6: Salomon 中国区产品价格区间 (人民币元)

---

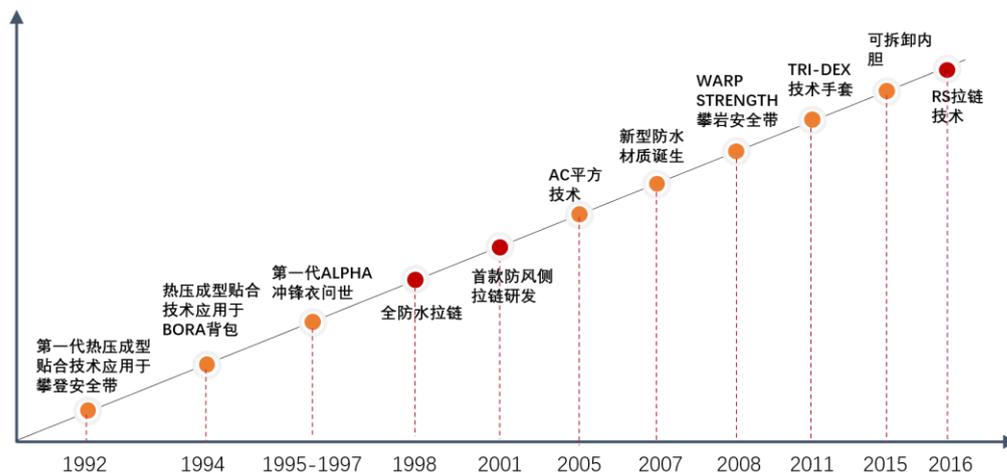


来源：Salomon 天猫旗舰店、中泰证券研究所

### Arc'Teryx: 户外运动产品的技术极客

- **Arc'Teryx 品牌产品:** 1989 年，由多名北温哥华的当地攀岩者创立，Arc'Teryx 在品牌创立初衷，是由需求导向的，同时这种需求性具备很强的专业色彩，后续在公司的持续发展中，一直保持着由活跃在户外前沿的“设计师”、“材料专家”、“图案设计师”、“产品开发人员”汇集需求导向的传统，这也决定了其品牌性背后的浓重“技术极客色彩”。所以在关于 Arc'Teryx 的研究中，我们着重倾向于介绍它的产品技术性，同时兼顾介绍品牌化的其他方面。该公司在 2002 年被 Adidas-Salomon 集团收购，2005 年从 Adidas-Salomon 分拆出售给 Amer Sports 旗下的 Salomon 集团，作为其子公司。（其实从 Amer Sports 的业务分类来看，Arc'Teryx 和 Salomon 的产品均属于户外品类，但是考虑到品牌区分度和产品差异化，目前 Arc'Teryx 仍保持着独立运营。）

图表 7: Arc'Teryx 品牌发展历程



来源：公司官网、中泰证券研究所

- ✓ **户外运动产品的技术极客：1992年**，受到山地车肩带的启发，采用热粘合压胶技术去经留维，提升性能，推出了“**Vapor 攀岩安全带**”，全球第一家使用压胶技术的户外产品公司。**1994年**，将 Vapor 技术运用到传统背包的腰带、背带和肩带处，改善了背包整体背负系统的舒适性，推出了 Bora 背包（1994-2017 年间，通过“RotoGlide 动态滑轨系统”、“Tegris 热塑性结构版”、“GridLock 肩带”、“可卸式胸扣”、“铝条支架”对公司进行持续迭代）。**1995年-1997年**，创业初期合伙人 Jeremy Guard 带领专业团队开始了户外冲锋衣的设计研发，最终在 1998 年推出了第一件 ALPHA 系列冲锋衣。**1998年**，推出了全防水拉链，成为了传统厚重盖布式拉链的全球替代性产品。**2005年**，公司推出了 AC 平方技术（高复合结构），提供了全防水的解决方案，同时为非传统缝合提供了可能性。**2007年**，参与了 GORE-TEX 的新型防水材料研发，不仅为其提供了专业的技术支持，更配合其进行了产品测试。**2008年**，推出了精编强韧科技 WARP STRENGTH 安全带，具备了更出色的轻薄性和舒适

度。2011年，推出了创新的缝制工艺 TRI-DEX 技术，使手套更符合人体工学设计，高度灵活。2015年，品牌下的专业户外鞋履于2015年上市，率先研发出拥有零磨合，且防水透气的可拆卸内胆。2016年，推出了全新的 RS 拉链系统，作为 Arc'Teryx 独有的自密封拉链技术，降低了整体质量，同时更符合流线型设计。

**图表 8: Arc'Teryx 产品技术优势**

技术名称	技术优势
GORE-TEX® 面料	防水、透气、防风、密缝
硬壳面料	全面的风暴防护、防风、防水、透气
软壳面料	防水、通风、透气、高灵活性、防护性中间层或外层
鞋履	
—适应性合脚剪裁	独立内置衬垫透气防风，弹性面料和微缝设计贴合缓冲不吸汗
—单片无缝鞋面	PU涂层尼龙面料通风透气、TPU膜加固耐磨
—EVA鞋内底	柔软弹性、耐磨减震
—Y型引力槽	缓冲、更高稳定性和牵引力
—Vibram®鞋外底	精准防滑
高级复合面料结构 (AC2)	高可粘合性，使背包更轻薄、耐用、防风雨
经编强度技术 (WST)	使登山安全带更轻、更舒适，柔软而极易压缩，透气性好

来源：Arc'Teryx 官网、中泰证券研究所

- ✓ **聚焦“专业化”的品牌传播路径：**Arc'Teryx 的品牌传播路径主要是“专业奖项”和“顶级运动员”，Arc'Teryx 已经与 60+位顶级运动员进行合作，如最伟大攀冰运动员 Will Gadd，冰雪女王和四届世界冰攀比赛冠军 INES PAPERT、残疾运动员 Craig Demartino。前者不断强化 Arc'Teryx 的产品功能性，后者则是基于需求创兴，不断强化产品创新性。

**图表 9: Arc'Teryx 专业奖项获取情况**

1999年	2000年	2001年
Borea Pack 获得Powder杂志最佳滑雪背包奖	Theta AR Jacket 获得Outside杂志优秀奖	Khamsin 62 pack 获得Climbing杂志最佳选择奖
Theta LT Jacket 获得Backpacker杂志最佳选择奖	Nozone 获得Climbing杂志最佳高山背包奖	Sidewinder SV Jacket 获得冬季 ISPO 创新奖
Gamma Salopette 获得美国户外工业产品年度奖	Alpha SV Suit 获得美国户外工业产品年度奖	Sidewinder SV Jacket 获得欧洲户外工业产品年度奖
Gamma SV 获得美国户外工业产品年度奖	Gamma AR Jacket 获得美国户外工业产品年度奖	M30 Pack 获得男性旅行装备年度奖
Alpha SV Bib 获得美国高山协会向导选择奖	Theta AR Jacket 获得欧洲户外工业产品年度奖	M20 Pack 获得Powder杂志的最佳选择奖
Alpha SV Jacket 获得美国高山协会向导选择奖		Beta AR Pant 获得美国高山协会向导选择奖
2002年	2003年	
Khamsin38 获得Backpacker杂志轻型背包最佳奖	Stinger hoody 获得Powder杂志的最佳选择奖	
Sirrus SL Jacket 获得Rock&Ice杂志的最佳选择奖	Gamma MX Jacket 获得Climbing杂志的最佳选择奖	
Covert Sweater 获得美国户外工业产品年度最佳设计奖	Nozone 获得Rock&Ice杂志的最佳选择奖	
Gamma Mx Jacket and Pant 获得美国户外工业产品年度奖		

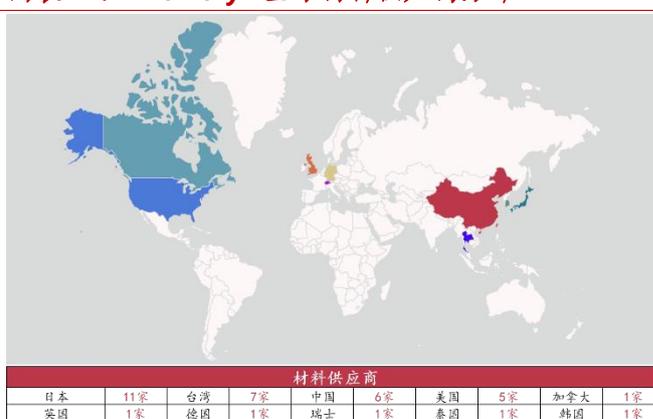
来源：公司官网、中泰证券研究所

✓ **打造“全球化”的供应链网络：**虽然我们很难直接找到关于Arc'Teryx 的供应链的定量数据，以进行更详细的经营性分析，但是通过梳理其在全球的制造工厂和材料供应商，我们亦可以看到，无论是在材料采购端的上游材料供应商，还是在中游制造端制造工厂，均主要集中在亚太地区，特别是中国，所以在最终销售渠道端的打通，能够更为快捷的建立成熟的生产供销网络。

**图表 10: Arc'Teryx 全球制造工厂分布**

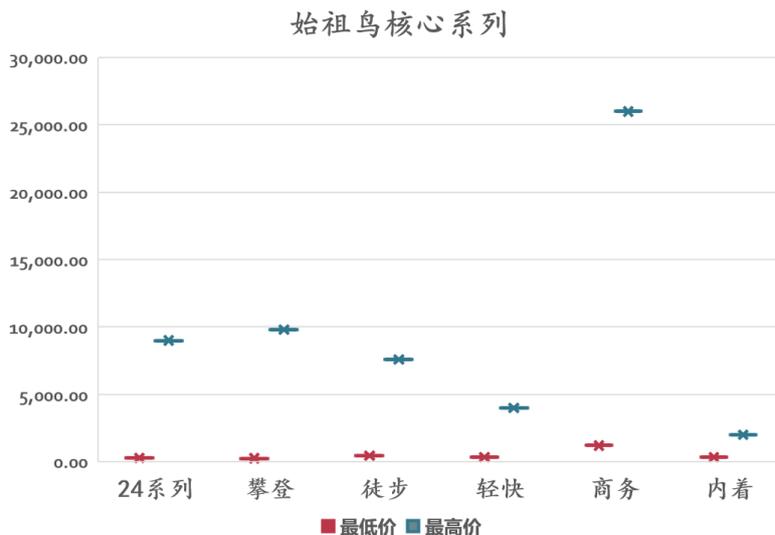
制造工厂	区域
PRO DEPT EL SAL SA DE CV	萨尔瓦多圣巴托洛
YOUNG ONE CORPORATION - LALMAI SPORTSWEAR INDUSTRIES LTD	孟加拉国吉大港
ZKG INTERNATIONAL LIMITED (JANNING) - ZKG ASIA LTD	缅甸仰光
LEADTACT - VAST APPAREL COMBODIA LTD	柬埔寨金边
QUANG VIET (QVT) ENTERPRISE COMPANY LTD	越南前江省
中山伟立纺织品有限公司	中国广东省
东莞宝成鞋业有限公司	中国广东省
CHARMING ENTERPRISES LTD	中国广东省
DONG-IN - MOUNTAINEERING INSTRUMENTS CORP	菲律宾巴丹省
PT PANCAPRIMA EKABROTHERS - PANCAPRIMA	印度尼西亚万丹省
杭州佑骏工艺品有限公司	中国杭州
KARIAN TAICANG SPORTS APPAREL CO LTD	中国
ZKG INTERNATIONAL LIMITED (JANNING) - ZPLUS COMPANY LTD	中国江苏
LEOSPORTS PTE LTD (ICON) - TAKASHIMA SPORTS COMPANY LTD	缅甸仰光
NYG(越南) CO LTD - NANYANG TEXTILES GROUP	越南同奈省
SUNGJIN INC CO - SUNGJIN INC VINA COMPANY LTD	越南平阳省
YOUNG ONE CORPORATION - YOUNGONE NAM DINH CO LTD	越南南定省
PLASTOR SA	罗马尼亚

来源：公司官网、中泰证券研究所

**图表 11: Arc'Teryx 全球材料供应商分布**


来源：公司官网、中泰证券研究所

**图表 12: Arc'Teryx 中国区产品价格区间 (人民币元)**

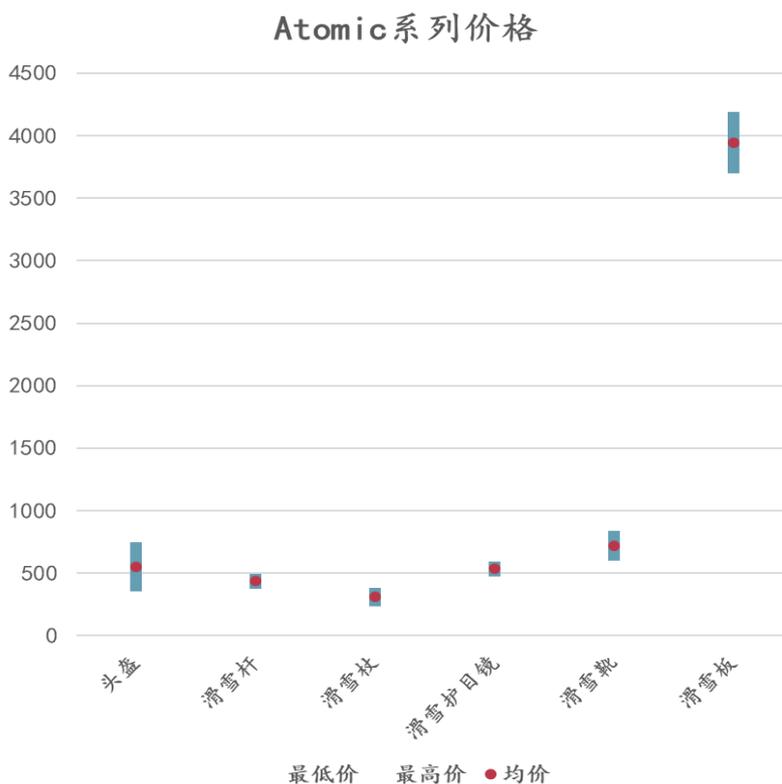


来源：Arc'Teryx 天猫旗舰店、中泰证券研究所

### Atomic: 滑雪板设计师品牌佼佼者

- **Atomic 品牌产品:** Atomic 相较前两者的产品线，更加集中在滑雪装备，特别是以“滑雪双板装备”闻名全球。在技术应用上，专注于下坡/高坡滑雪，公司自 1955 年开始销售冬季滑雪产品，1994 年被 Amer Sports 收购，在经历了近 64 年的持续经营后，公司仍作为溢价滑雪设计师品牌，位列全球顶级滑雪品牌之列。（滑雪装备的极致专业化）。
- ✓ **系列分类:** ATOMIC 高山滑雪板、高山滑雪鞋、固定器、越野滑雪板和滑雪单板；DYNAMIC 高山滑雪板；VOLANT 贵族高山滑雪板；OXYGEN 滑雪单板以及 KOFLACH 攀岩运动装备。

**图表 13: ATOMIC 中国区产品价格区间 (人民币元)**



来源：亚马逊中国、中泰证券研究所

### Armada: 自由滑雪时尚品牌

➤ **Armada 品牌产品:** 该品牌是由 Amer Sports 在 2017 年收购，

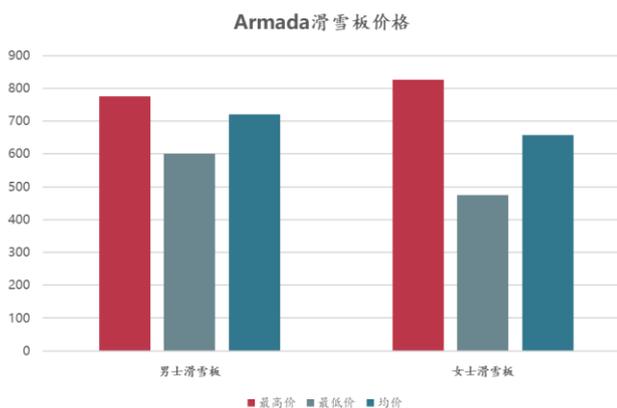
由 JP(发明了两头翘雪板, 推动了自由式滑雪的发展)和 Tanner Hall 等人共同创建, 专为自由式滑雪爱好者而生的滑雪品牌。品牌在诞生之初主要是为了适应日益自由化的滑雪运动潮流, 特别是在花样滑雪开始逐渐流行后, 基于滑雪自由度扩展的产品需求成为了 **Armada 品牌成立的主要因素**。相交集团下属的其他滑雪

品牌及产品, **Armada 的专业化和功能性的适用范围更加集中于**

“自由滑雪”需求, 同时在年轻化和时尚化的属性上更强, 具备更强的成长性。**(品牌宣发的方式更倾向于年轻化的场景, 如冰川春节等轻运动会。)**

✓ **系列分类:** ARV 系列、签名系列、追踪系列、Invictus 系列、零度系列、征服系列。

**图表 14: Armada 全球产品价格区间 (人民币元)**



来源: Armada 官网、中泰证券研究所

### Suunto: 全球运动测量装备创新者

➤ **Suunto 品牌产品:** Suunto 作为全球领先的运动测量装备设计和制造商,其产品的全场景适用性和实现全场景运动信息化的可能性,是 Amer Sports 经营战略中非常重要的一环,当然这种判断主要基于公司未来业务弹性变化的可能性。

✓ **“运动测量”的装备极致化:** Suunto 的发展明显经历了三

个阶段,从诞生于 1936 年,致力于最早的指南针精度测量,到“全球领先潜水设备制造商”,再到“全功能运动腕表制造商”。Suunto 的成长历程其实是“技术+场景”的双重叠加的过程,其产品本身通过技术的持续专业化、场景的持续丰富化,保持了长久不衰的持续竞争力。

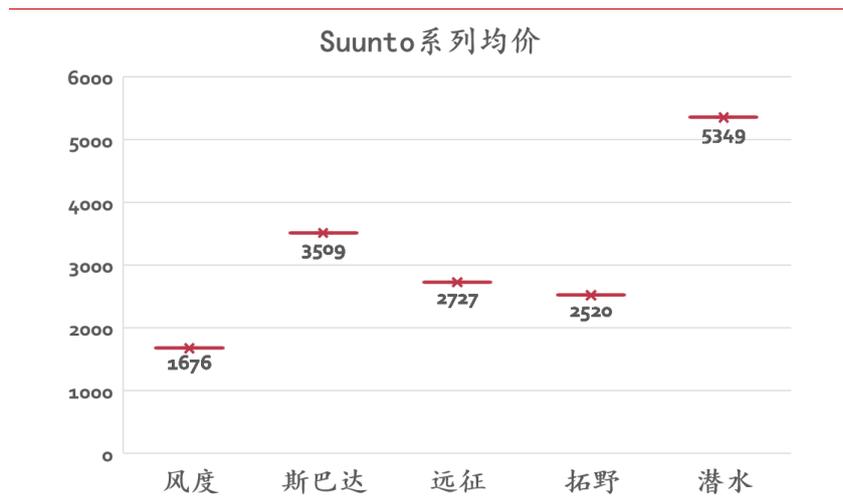
- **1936-1953 年:** 公司创始人 Tuomas Vohlonen 发明了填液指南针,直接大幅提高了传统干式指南针的精确度,1940 年公司推出了紧凑型液体瞄准指南针,直接用户为第二次世界大战期间的炮兵军官等其他用户。1953 年公司开始制造定向和航海指南针,出口到了全球 50 多个国家/地区。

- **1965-2004 年:** 该阶段公司开始切入潜水市场, 后续持续开发了多品类多功能户外腕上设备。1965 年, 公司推出了全球首款潜水指南针。1987 年, 公司正式转型为全球领先的潜水设备制造商, 同年推出了首款潜水电脑。1997 年, 公司发布了全球首款腕表尺寸的潜水电脑, 融合了顶级多重潜水电脑和优质潜水腕表的两方面性能。1998 年, 公司推出了首款腕上户外电脑, 具备了“高度计”、“气压计”、“温度计”等。
  - **2004-至今:** 公司正式推出了高级训练腕表, 它提供了奥运会实验室级别的技术, 开始正式涉足运动训练产品方向。2007 年, 公司推出了屡获大奖 Suunto Core, 成为了户外运动腕表树立起新的标杆。2009 年, 推出了更加专业化的技术潜水电脑, 同年, 推出了高级多功能运动腕表。在这个时点上, 智能设备的普及对公司传统产品已经开始产生潜在威胁, 所以在 2010 年, 在保持产品专业技术优势的基础上, 公司推出了 Movescount.com 上线, 提供在线运动社区、训练日记和潜水日志三大功能, 让运动爱好者可以上传、评价、跟踪和分享自己的运动活动。该功能的上线, 赋予了公司产品新的互联网属性和线上社交功能。在后续的产品更迭上, 公司始终保持着“专业户外运动”+“互联网信息技术”的双驱动, 包括持续引进 KEEP 等新合作伙伴。
- ✓ **系列分类:** 风度、酷跑光电心率、极速光电心率、斯巴达、远征、拓野、潜水。

---

图表 15: Suunto 中国区产品价格区间 (人民币元)

---



来源: Suunto 京东旗舰店、中泰证券研究所

### Wilson: 全球领先全品类球类提供商

➤ **Wilson 品牌系列:** 从 Amer Sports 的业务分部可以看到,除了 Wilson 的主品牌之外,球类运动业务还包含了, DeMarini (棒球品牌)、Louisville (棒球品牌)、Slugger (棒球品牌)、EvoShield (棒球、垒球品牌)。考虑到除 Wilson 的其他子品牌在未来中国市场战略上的不确定性较强,所以我们在这部分重点对 Wilson 主品牌进行梳理。

✓ **“球类运动”的全球领先者:** Wilson 的产品类别目前包含了: 篮球、足球、橄榄球、棒球、排球、高尔夫球、鞋类和球拍类项目 (网球、壁球和羽毛球)。综合公司的成长历程来看,其品牌影响力的扩张也主要通过“明星运动员”+“产品技术更迭”最为驱动。包括随着近几年年轻潮流的快速变换,公司也加强了跨品牌的合作,特别是时尚品牌 (如 Supreme、Forever 21),所以在未来的产品定位上,预期将出现明显的时尚生活化,并且在中国市场的品牌影响力预期将稳步提升。

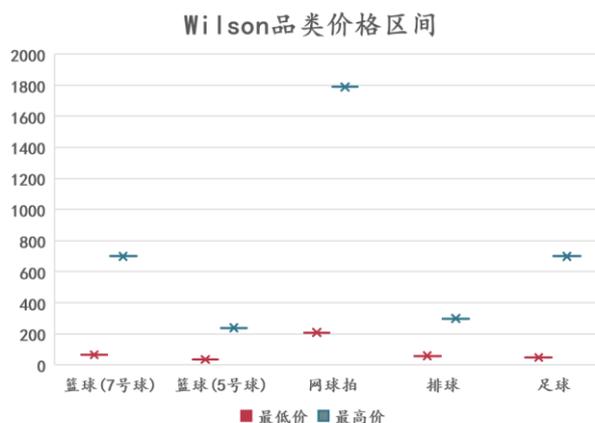
● **篮球产品线:** 1953 年使用高级皮革以及 4 片加厚的骨架材料制成的 KP-4 篮球,也就是后来的“彗星”篮球

(Comet), 在 NBA 比赛中使用了 30 年。1984 年, NBA 传奇球星迈克尔·乔丹签约芝加哥公牛队, 代言 Wilson 篮球, 极大推动了 Wilson 品牌的市场影响力。从 1984 到 1992 年, Wilson 累计卖出 100 万个乔丹签名篮球。1992 年推出的乔丹“MVP”透明球荣获当年销售最佳单品。2003 年, Wilson 成为全美大学生运动联盟 NCAA 篮球锦标赛比赛专用球。2009 年 Wilson 签下 NBA 芝加哥公牛队的后卫德里克·罗斯作为代言人。2012 年成为中国国家男子篮球队和女子篮球队的官方指定用球。

- **网球产品线:** 1914 年创立初期, 首款 Wilson 网球拍, 售价仅 0.075 美元, 以低价策略强势切入网球运动市场。1949 年推出的杰克·克莱默签名款球拍, 在此后的 32 年间, 累计销量高达 1000 多万。1967 年 Wilson T2000 球拍作为首款金属球拍问世, 替代木质球拍, 深刻影响了今后网球拍的发展趋势。1998 年, 首次使用航空级材料, 推出 Hyper Sledge Hammer 2.0 球拍, 迅速成为美国市场最为热销的球拍。2004 年, Wilson 使用 nCODE 技术开创了全新的球拍框架。著名网球明星费德勒、小威廉姆斯进入网球职业联赛以来一直使用 Wilson 网球拍。此外, Wilson 也是美网、澳网、戴维斯杯、NCAA 全美大学体育协会指定用球。

✓ 系列分类: 篮球、网球、棒球、排球、足球、球服、配件。

**图表 16: Wilson 中国区产品价格区间 (人民币元)**

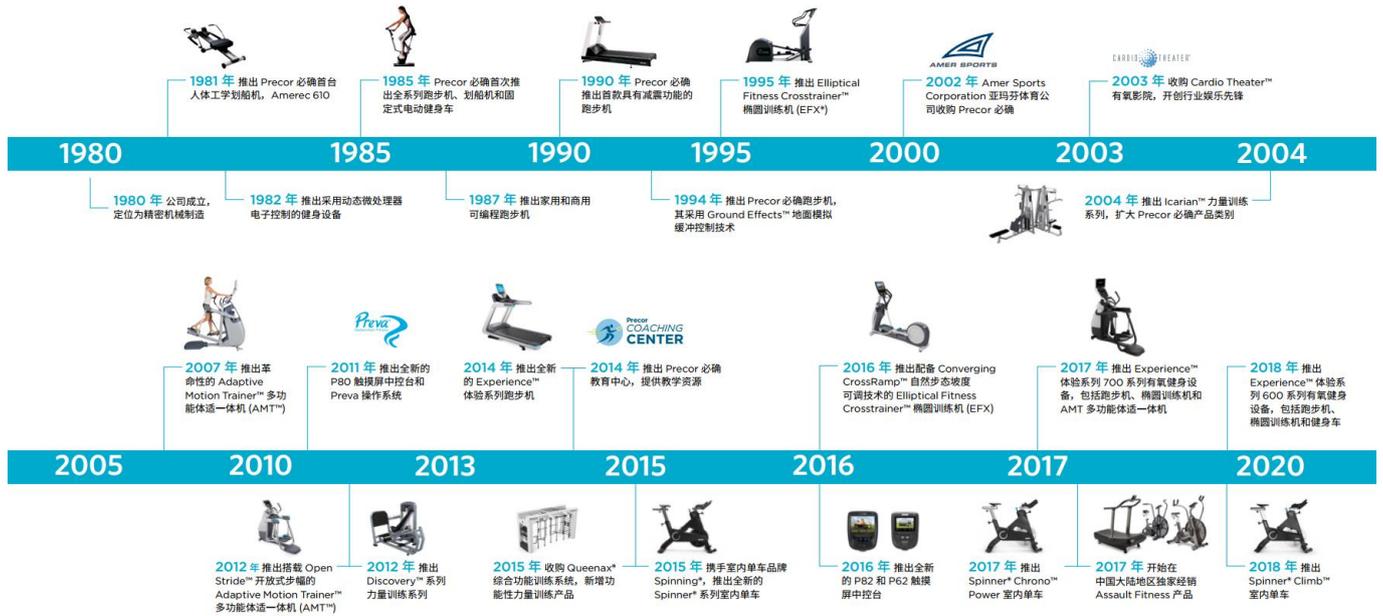


来源: Wilson 天猫官方旗舰店、中泰证券研究所

### Precor: 系统模块化健身训练提供商

- **Precor 品牌系列:** Amer Sports 集团旗下的健身品牌, 主要包括 Precor 和 Queenax。分别由公司在 2002 年和 2015 年收购并入品牌序列。其中 Precor 在 1980 年成立, 经过多年的品牌和产品线扩张, 已经成为了全球顶级的高端健身器械和服务提供商。而 2015 年的收购, 将 Queenax 品牌引入后, 由 Precor 对其进行品牌运营管理。相较 Precor 对于独立产品的布局, Queenax 能够提供更高效利用空间的模块化功能训练系统。这种灵活配置的补充, 不仅能满足传统健身机构的灵活定制化要求, 更能在新兴的“时间碎片化”和“场景多元化”健身需求下, 获得更多的市场份额。

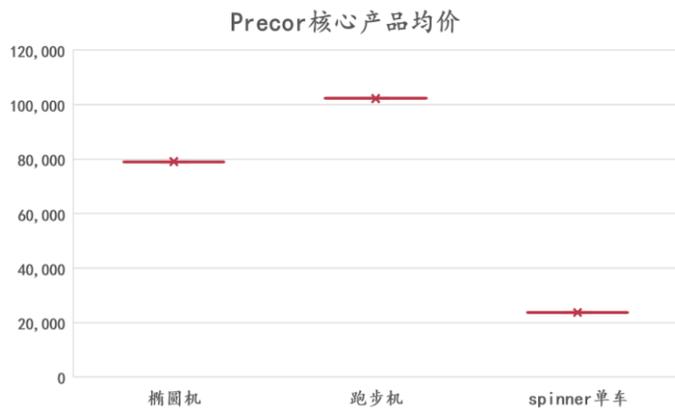
**图表 17: Precor 品牌发展历程**



来源：Precor 官网、中泰证券研究所

- ✓ **系列分类：**有氧健身设备：Experience 体验系列、跑步机、EFX 椭圆训练机、AMT 多功能体适一体机、健身车和踏步登山机，Spinning 室内单车、Queenax 功能训练系统，力量训练设备：Discovery 系列、Vitality Series、Icarian 力量训练系列。

**图表 18: Precor 全球产品价格区间 (人民币元)**



来源：Precor 官网、中泰证券研究所

- ✓ **关于自行车业务：**Amer Sports 在 2018 年停止营运自行车业务，旗下自行车品牌 Mavic 在 2018 年度正式剥离。目前该公司已和全球私人基金公司 Rengent LP 达成独家协议出

售 Mavic，但未公开出售价格。预计该笔交易和所有权转让会在 2019 年第二季度并在本次安踏要约收购之前完成。

Amer Sports 体育总裁 Heikki Takala 表示，该品牌销售收入仅占集团总额的 3%，且缺少协同效应。不过，我们注意到，在剥离 Mavic 品牌的同时，Amer Sports 旗下自行车零件品牌 ENVE 并未包含在出售项目中。可见，ENVE 的最终定位尚不清晰。但就自行车业务而言，ENVE 未来存在剥离出售的可能性。

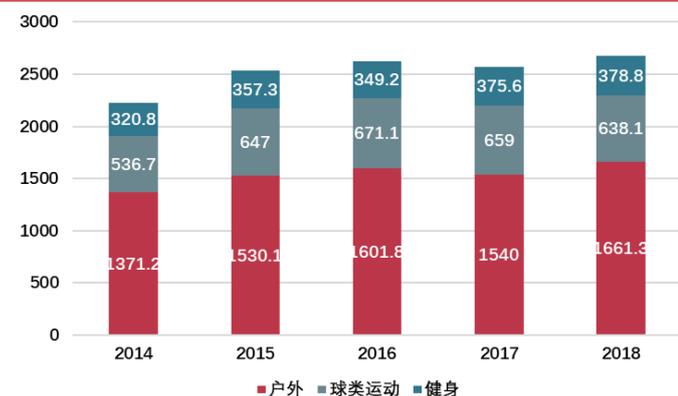
## 全球业务经营状况稳健，战略布局新兴市场开拓

### 全球业务经营稳健，中国市场未来开拓可期

- 我们通过分别梳理 Amer Sports 集团 2014-2018 年各分部业务的营收状况和 EBIT(除 IAC)、毛利率的情况，对其持续经营状况进行分析。2014 年集团销售净额为 1371.2 百万欧元，而截至 2018 年为 1661.3 百万欧元，年复合增速 CAGR 为 4.9%。2014 年集团息税前利润 EBIT(除 IAC) 为 168.3 百万欧元，而截至 2018 年为 231.2 百万欧元，年复合增速 CAGR 为 8.26%。(IAC 主要包括集团信息服务发展、行政、共享服务、其他非经营收入及开支及以股份为基础的公允价值波动。)这其中，对于 2017 年的经营数据(安踏体育收购要约中 2018 年销售净额可比数据和 2017 年销售净额存在出入)，我们以 Amer Sports 在斯德哥尔摩交易所披露的数据为准，看到 2017 年度有小幅下滑，其中考虑到 2017 年全年，欧元兑美元汇率的单边上行，对公司最终会计年度的影响较大。就整体而言，公司的营收盈利性始终保持稳定增长。同时，结合公司毛利率的情

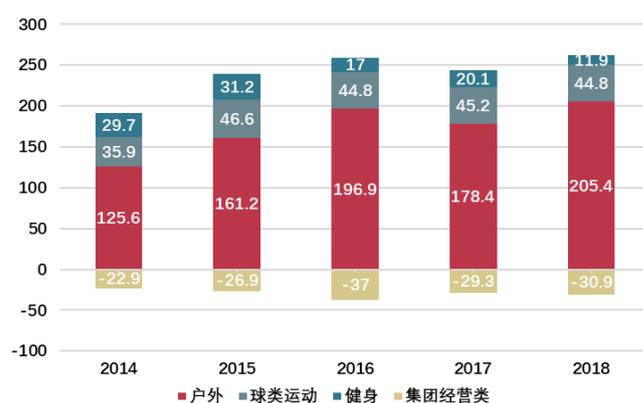
况, 我们可以看到, 除了 2017 年的异常值, 其他各年度均保持了稳定增长, 表示其业务内生性亦改善明显( 直销 B2C 模式及新型市场的开拓)。

图表 19: 2014-2018 年 Amer Sports 业务分部 (百万欧元)



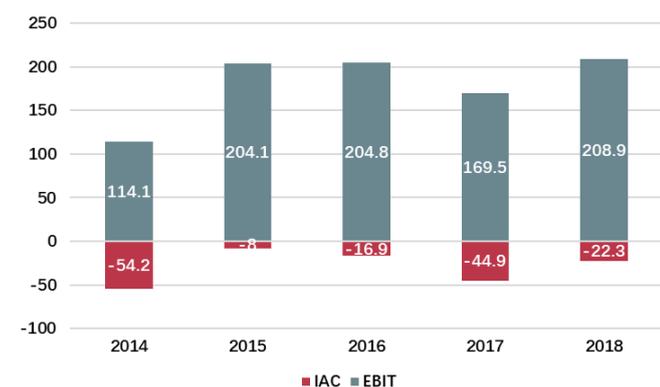
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 20: 2014-2018 年 Amer Sports EBIT 分部 (百万欧元)



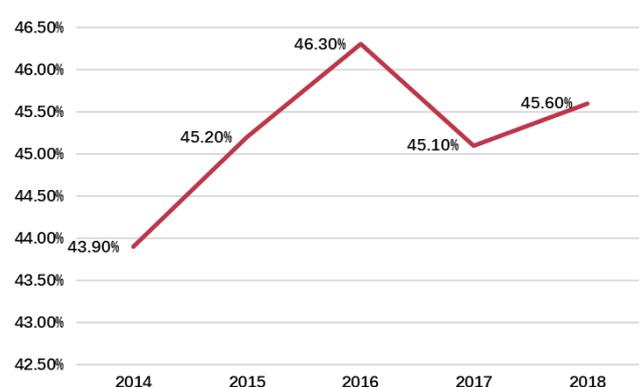
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 21: 2014-2018 年 Amer Sports EBIT 分部 (除 IAC) (百万欧元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 22: 2014-2018 年 Amer Sports 业务分部毛利率 (百万欧元)

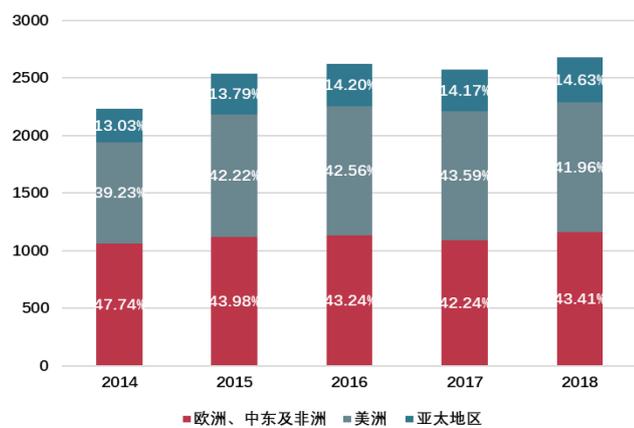


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **新兴区域战略的高成长性:** 从区域角度来看, “美洲地区” 和 “欧洲、中东及非洲地区” 在 2018 财年的销售占比分别为 41.96% 和 43.41%, “亚太地区” 占比为 14.63%, 并且根据公司披露的

最新数据，2018年Q4中国市场的营收增速为16%，领跑其他区域。从相对增速上来看，2018年，“亚太地区”和“欧洲、中东及非洲地区”的同比增速回升明显，分别为7.4%和6.9%。所以，从相对占比和绝对规模上来看，亚太地区特别是中国市场的成长性贡献和公司的“中国业务战略”完全契合，也同本次要约收购中，安踏所做出的中国市场开拓努力保持高度的利益一致性。

**图表 23: 2014-2018 年 Amer Sports 业务区域分布 (百万欧元)**



来源：公司公告、中泰证券研究所

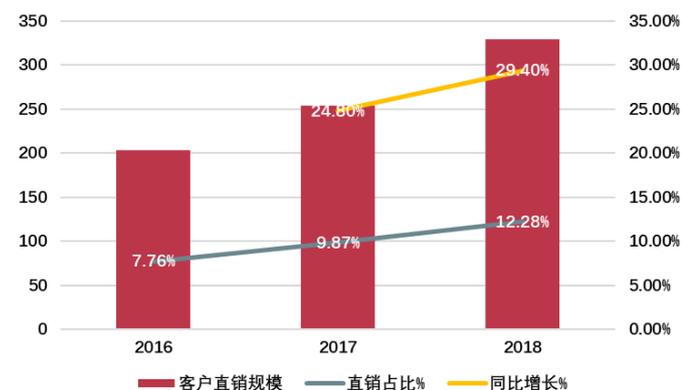
**图表 24: 2014-2018 年 Amer Sports 业务区域分布同比增速 (百万欧元)**



来源：公司公告、中泰证券研究所

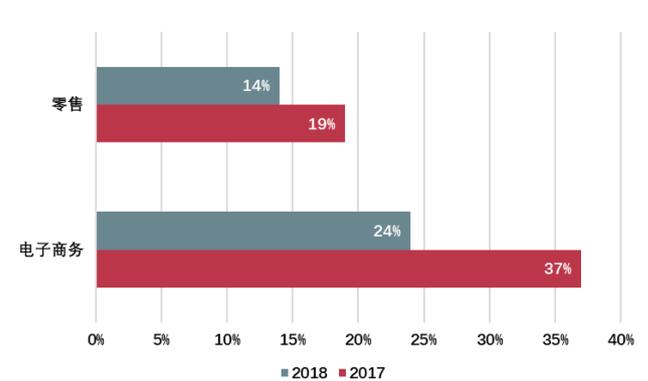
- 客户直销业务稳步提升:** Amer Sports 所致力推行的客户直销业务，核心的推动力是线上门店的铺设和线下直营门店/供应链物流的拓展，同传统的中央仓储相比，在库存管理和商品调配方面具备更强的灵活性。由于公司由 2016 财年开始对客户直销规模进行单列，我们可以看到 2016-2018 年，其总营收占比分别为 7.76%、9.87%、12.28%，同比增速为 24.80%、29.40%，保持了双位数的快速增长。从客户直销的渠道分布来看，线上电子商务增速最高（2017-2018 年，37%、24%）。线下零售渠道亦保持了双位数增长，2017 年、2018 年分别为 19%、14%。可以预期的是，由于国内线上购物环境以及线下体验及物流配送的完善性，预期未来中国市场部分的客户直销业务增长可期（关于中国市场的销售渠道的具体模式还存在不确定性，所以我们认为需要进一步观察）。

图表 25: 2016-2018 年 Amer Sports 业务销售渠道分布 (百万欧元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

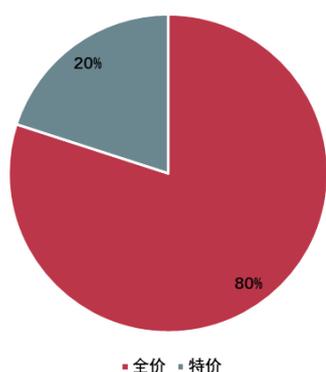
图表 26: 2017-2018 年 Amer Sports 业务线上/线下营收同比 (百万欧元)



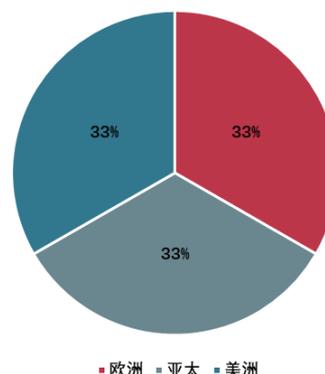
来源: 公司公告、中泰证券研究所

➢ **零售店铺规模/结构双改善:** 从其店铺的区域分布和定价结构来看, 2015-2018 年整体保持稳定, 其中全家店占比为 80%, 特价店为 20%, 欧洲 (包括非洲、中东)、亚太、美洲的门店分布相对均衡, 均为 33%。从门店数量来看, 每年均保持了稳定新店开设和旧店关闭, 其中比较核心的考量为门店坪效和具体销售区域的分布。2016 年出现了绝对门店数的降低, 主要原因为韩国分销商的变化, 关闭了 45 家门店, 产生了一些影响。但是近两年回升稳定。而 2018 年的门店绝对增长, 主要为收购 Peak Performance 的 78 家门店所带来的绝对增量。线上电商业务, 除了店铺数的绝对增长, 公司通过数据分析和精准营销等方式, 在逐步提升其在线用户流量转化率。

图表 27: 2018 年 Amer Sports 全价店/特价店占比



图表 28: 2018 年 Amer Sports 全球门店分布占比



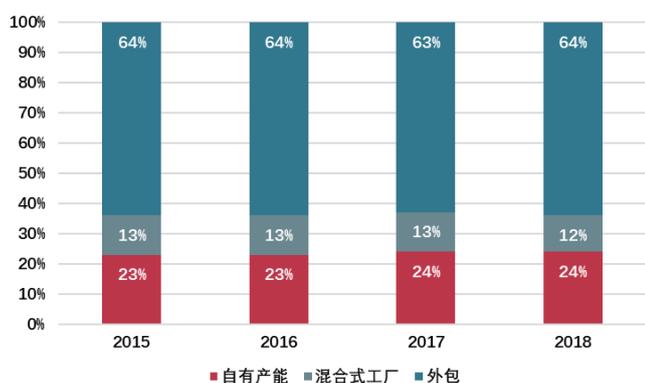
来源：公司公告、中泰证券研究所

来源：公司公告、中泰证券研究所

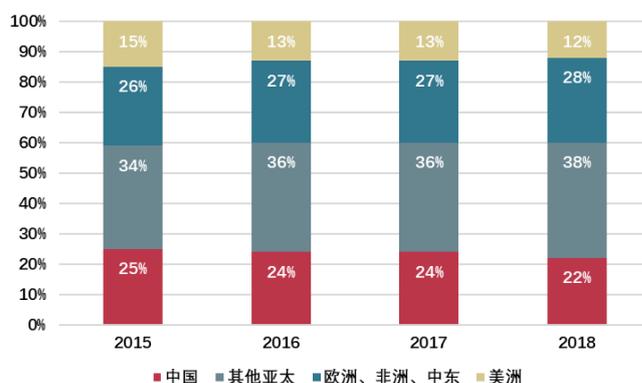
**图表 29: 2014-2018 年 Amer Sports 品牌零售店/电子商务店数量 (家)**


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 生产制造端维持稳定:** 公司的产能类型主要包括: 自有产能、混合式工厂、外包产能, 其中混合式工厂主要为公司同其他公司合资建设的生产线, 在满足自身产能的基础上, 相对减少了固定资产投资和产能利用率的季节性波动。就整体而言, 公司的产能结构相对保持稳定, 而外包产能占比基本维持在 64%, 这其中可能存在的质控问题, 公司通过高抽检率和分散化外包进行解决 (公司部分的高端品牌产品大部分使用自有产能进行生产)。而在产能的区域分布上, 除中国外的亚太地区、欧洲和非洲中东地区在近年出现占比增长, 我们认为主要是基于人力成本的考量, 但是不排除未来随着中国市场的持续扩张, 高端生产线的内陆投资加大。

**图表 30: 2015-2018 年 Amer Sports 全球产能类型分布**


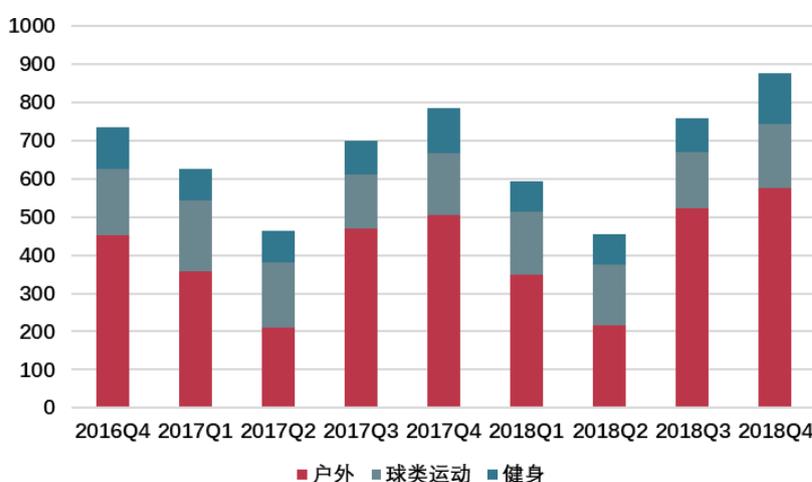
来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 31: 2014-2018 年 Amer Sports 全球产能区域占比**


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 关于公司业务的季度性波动：我们通过整理 2016Q4-2018Q4 的季度销售净额，可以发现一个财政年度的第三/四季度为 Amer Sports 表现最强劲的季度（就销售净额及盈利能力而言），主要由于冬季前冬季运动装销售一般发生于第三及第四季度，夏季球类运动在一定程度上使季节性较平衡，其球类运动分部最强劲季度为第一及第二季度，而健身运动的销售净额在全年均保持相对稳定的规模。考虑到公司目前在“鞋履业务战略”的持续发力，特别是运动时尚品牌的布局，未来季节性波动存在抚平预期。

**图表 32：2016Q4-2018Q4 年 Amer Sports 业务分部（百万欧元）**



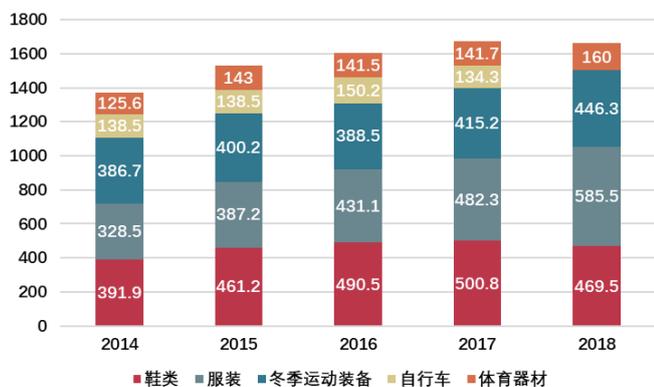
来源：公司公告、中泰证券研究所

- 在经过了上文中对于 Amer Sports 的整体经营状况的分析，我们聚焦于公司目前各品牌业务线下的具体产品品类进行分析，一方面我们能看到随着公司的战略变化（服装鞋履业务的持续发力、部分协同效应较弱的资产剥离等），其业务结构的变化相对明显，但是绝对规模保持相对稳定。另一方面，由于运动项目本身的区域性分布差异，所带来区域营收结构的差异，这其实都代表着未来增长的机会。

- 户外业务的结构变化：2018 年由于自行车业务开始正式剥离（目前确定的为 Mavic），所以在该财年不计入销售净额，而相对的 2018 年整体销售净额小幅下滑亦在合理范围内。我们通过整理各产品线的同比增速，可以看到，鞋类业务因为受到全球分销商整合的影响出现了继续下滑（2016 年的影响主要是由于外汇波

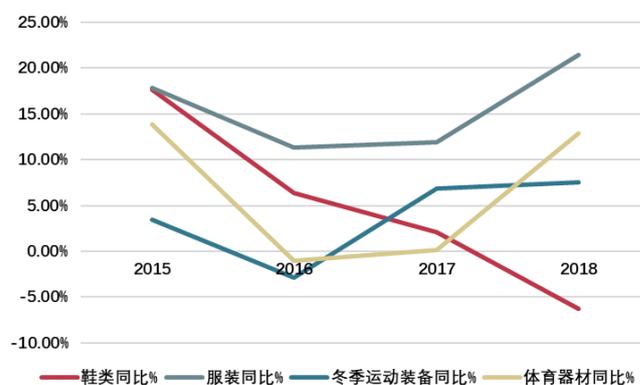
动), 其他如服装、体育器材、冬季运动装备业务的同比增速均已经超过 2015 年前值。

图表 33: 2014-2018 年 Amer Sports 户外业务分部(百万欧元)



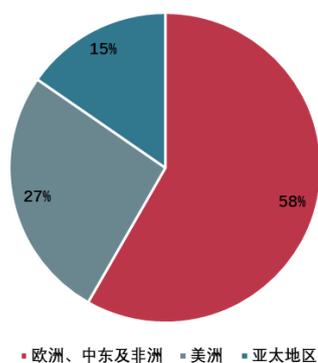
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 34: 2014-2018 年 Amer Sports 户外业务同比增速 (%)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

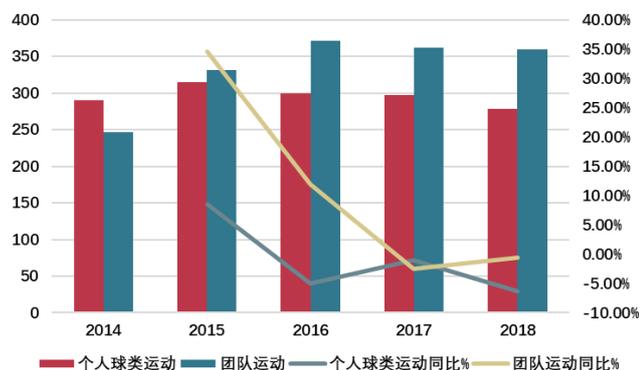
图表 35: 2018 年 Amer Sports 户外业务区域分布



来源: 公司公告、中泰证券研究所

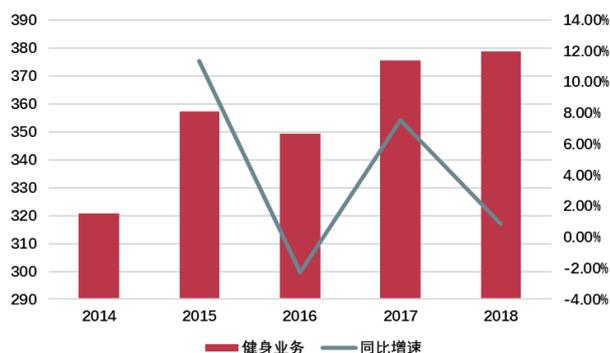
- 球类/健身业务相对稳定:** 球类业务的 Wilson 系列品牌, 特别是篮球品牌和网球品牌, 无论是品牌影响力还是市场规模均已达到相对瓶颈, 相较而言其他品类, 如棒球品类仍存在较大的成长空间, 但是考虑到该项运动的区域性, 我们预期随着公司在美洲市场的市场整合深入, 未来该部分的增长贡献比重相对更高一些。健身业务的增长, 预期在中国市场仍有较大空间, 考虑到国内健身市场的粗放式发展未来转向品牌经营和产品模块化/定制化的趋势将日渐清晰, 我们预期 B 端业务有望率先放量, 而 C 端客户的多元化场景需求可能还需要持续观察。

**图表 36: 2014-2018 年 Amer Sports 球类业务分部 (百万欧元)**



来源: 公司公告、中泰证券研究所

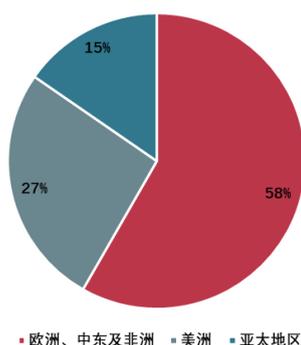
**图表 37: 2014-2018 年 Amer Sports 健身业务分部 (百万欧元)**



来源: 公司公告、中泰证券研究所

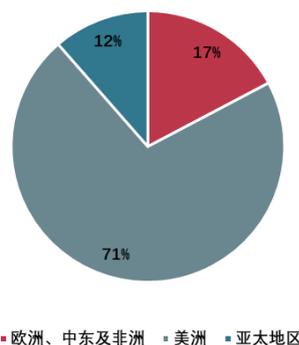
- 关于区域类型的潜在业务影响: 我们通过分别对比 2018 财年户外、球类、健身三部分业务的区域分布比重, 可以明显的看到, 户外运动的欧洲占比最高 (58%), 球类运动和健身运动的美洲占比最高, 分比为 71%、61%。除了考虑, 各业务线下品牌本身的区域影响力, 我们认为运用习惯和流行度也决定了一部分的市场需求。而相较之下, 中国市场的未来增量需求, 将更多的集中在“户外业务”(滑雪运动装备)、“球类业务”(网球业务)、“健身业务”(模块化/定制化服务)。

**图表 38: 2018 年 Amer Sports 户外业务区域分布**



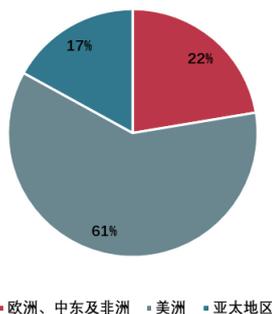
来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 39: 2018 年 Amer Sports 球类业务区域分布**



来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 40: 2018 年 Amer Sports 健身业务区域分布**



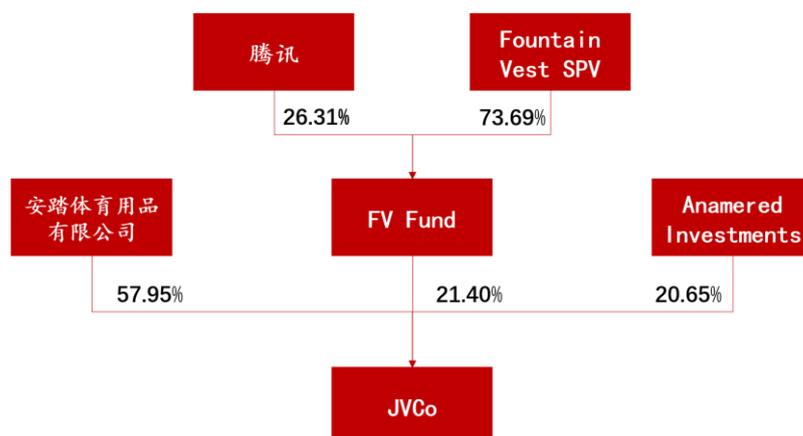
来源：公司公告、中泰证券研究所

### 设计多元化收购架构，强化软管理框架预期

- 安踏集团自 2018 年 9 月 20 日披露公司通过董事会决议，将同 FV Fund、Anamerred Investments 组成投资者财团，对 Amer Sports 进行要约收购，同时在后续的收购细节披露中，基本确定其要约收购价为 40.00 欧元，对应市值为 46 亿欧元。

- 关于 JVCO 的结构：1、安踏体育将通过 Anta SPV 间接拥有 JVCo57.95%股份，2、FV Fund 将拥有 JVCo21.40%股份（FountainVest SPV 及腾讯（透过腾讯 SPV）作为 FV Fund 有限合伙人分别间接拥有 15.77%及 5.63%）。3、Anamerred Investments 将向 JVCo 股本以股本注资方式拥有 JVCo20.65%。共计七名董事，其中四名由安踏委任，一名由 FountainVest SPV 委任，一名由 Anamerred Invesments 委任，一名由腾讯 SPV 委任。

图表 41: Amer Sports 要约收购股权框架



来源：公司公告、中泰证券研究所

- ✓ **FountainVest SPV** 为一间由 FountainVest Partners 管理的基金拥有的投资控股公司。于 2007 年创立，FountainVest Partners 是亚洲最成熟的独立私募股权公司之一。

FountainVest Partners 聚焦于长期投资行业领先的公司，与管理层团队紧密合伙以于策略、营运、融资及行业合并等多元化领域带动增长及创造价值。FountainVest Partners 已在亚洲、欧洲及美国完成若干成功标志性投资。聚焦领域包括消费者、媒体及科技、健康护理、工业及金融服务。

FountainVest Partners 获全球最大主权财富基金及公众退休金计划支持，其管理的资产达 50 亿美元。该基金/子基金曾在 2013 年参与了分众传媒的私有化，并且分别在 2015 年、2016 年，被评为“中国外资私募股权投资机构综合实力 30 强”、“中国私募股权投资机构综合实力 50 强”。

图表 42: FountainVest 部分已投资项目 (包含子基金)

被投资企业名称	所属行业	投资金额 (万元)	币种	股权比例	投资时间	退出时间
宇星科技发展	电子设备和仪器	4640	人民币元	9.86%	-	2015/3/31
		11841.57	人民币元	29.60%	2013/10/24	
建业地产	房地产开发	68700	港币	9.86	2009/8/5	-
上海铂利德钻石	互联网软件与服务	-	-	-	2010/2/1	-
中信医药实业	制药	4000	美元	-	2010/3/26	2011/3/31
力劲科技	工业机械	40000	港币	-	2011/1/26	-
		41000		11.52	2011/9/16	-
宁波太平鸟时尚服饰	服装、服饰与奢侈品	4000	人民币元	1.11	2012/12/31	-
		6502.5		7.53	2013/11/11	-
上海爱海斯信息技术	互联网软件与服务	6666.67	人民币元	-	2015/7/14	-
深圳市房多多网络科技	互联网软件与服务	7433.33	美元	6.67	2015/9/16	-
北京三快科技(美团)	互联网软件与服务	36363.64	美元	1.21	2017/10/19	-
北京中关村科金技术	信息科技咨询与其它服务	-	-	-	2018/2/28	-
车好多	互联网零售	6292.31	美元	-	2018/3/1	-
德琪(浙江)医药科技	生物科技	1714.29	美元	-	2019/1/2	-

来源: Wind、中泰证券研究所

✓ **Anamerred Investments** 为由 Chip Wilson 先生 (Hold It All Inc. 的主席) 拥有的一间投资工具, 是垂直零售及技术服装的先行者。作为 lululemon athletica inc. 的创办人, Wilson 先生是设计技术布料及将技术服装引进全球市场的专家。Wilson 先生于 lululemon athletica inc. 保留大部分权益以及于私募股权、私人公司、公开证券以及房地产拥有多元化的投资组合。其私人投资的各项业务由长期资本孵化及支持, 并坚持高标准的表现、管治、财务回报及问责性。

- **关于要约完成后的强制性赎回程序:** 根据芬兰公司法, 在要约收购完成后, 如果要约人持有 Amer Sports 超过 90% 的发行在外股份及投票权, 则要约人拥有合法权利开始强制性赎回程序, 以按公平价格 (一般为要约价格) 收购要约人并不拥有的剩余股份。根据安踏体育的 2019 年 4 月日相关最新公告, 目前剩余未收购部分已经按照要约价格完成强制赎回。
- **关于收购完成后的经营安排:** 由于投资财团的设置, 所以预期 Amer Sports 将独立于安踏运营, 并拥有独立的董事会, 并且将续聘 Heikki Takala (Amer Sports 的总裁及首席执行官) 等其他高管以保证持续运营的稳定性。而在战略层面, 财团将帮助 Amer Sports 拓展中国市场业务。未经 JVCo 各其他股东事先书面同意, JVCo 的若干股东 (包括本集团) 及其联属公司不得从事或投资或关注或协助与 JVCo 业务直接竞争的业务, 且一旦注

意到与国际体育用品品牌业务有关的任何性质的业务或投资或商机或潜在交易(但不包括非主要拟作运动或体育的服装有关的任何商机), 则该股东须将有关商机转介予 JVCo。

- **关于要约收购的战略方向:** 我们认为, 关于本部分的条约安排, 主要强调了安踏体育未来在 Amer Sports 开拓中国市场战略中的积极作用和目标保证, 同时也保证了股东方的目标一致性, 尽可能的防止了未来股东方可能出现的同业竞争行为。包括未来是否存在由“安踏来独家代理中国市场经销权”和“安踏正式进军海外市场”的可能性, 我们认为还需要持续观察。毕竟关于这笔收购要约的战略性的, 从安踏的角度来看, 是一个从“定性战略”向“定量战略”的持续过程。其中“定性战略”, 我们认为需要持续关注三个方面: 1、未来安踏和 Amer Sports 围绕中国市场开发, 所进行的供应链整合、销售渠道整合等一系列战略举措。2、在冬季运动流行于中国市场的大趋势前后, 新市场获取的战略配置。3、国际市场的最佳产品切入点为运动时尚产品, 在这一方向的具体布局。
- 风险提示: 1、全球贸易局势紧张, 所带来的外汇波动和贸易政策的不确定性; 2、中国冬季运动市场的趋势增速及开拓不及预期; 3、品牌化所带来的协同效应不及预期。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**分析师承诺:**
**负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:**

1. 本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
3. 本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
4. 本人承诺由本人出具的所有报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，且仅限中国内地使用。