

证券研究报告

纺织服装


**兴业证券**  
INDUSTRIAL SECURITIES

02020.HK 安踏体育

港股通（沪/深）

买入（上调）

全景复盘：从 1+1 到 1+N

2021 年 3 月 16 日

## 市场数据

日期	2021/3/15
收盘价(港元)	118.10
总股本(百万股)	2,703
总市值(亿港元)	3,193
净资产(百万元)	22,370
总资产(百万元)	49,525
每股净资产(元)	8.27

## 相关报告

安踏体育(02020.HK)跟踪报告\_Q4 流水符合预期,库存更健康\_20210114

安踏体育(02020.HK)跟踪报告\_出售非核心资产 Precor, 资源聚焦\_20201222

安踏体育(02020.HK)跟踪报告\_FILA 表现优于预期,加速复苏\_20201016

## 海外纺织服装研究

分析师: 韩亦佳

hanyij@xyzq.com.cn

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

## 主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33,928	34,358	46,069	54,373
同比增长(%)	40.8	1.3	34.1	18.0
净利润(百万元)	5,344	5,100	7,527	9,501
同比增长(%)	30.3	-4.6	47.6	26.2
毛利率(%)	55	59.8	61.3	62.5
净利润率(%)	15.8	14.8	16.3	17.5
净资产收益率(%)	28.0	22.7	27.5	28.3
每股收益(元)	1.99	1.90	2.80	3.54

## 投资要点

安踏拥有家族传承的铁军文化,亦拥有向国际公司看齐的组织架构,丁世忠善于用人、敢于用人,核心经营团队坚如磐石,企业战略清晰,多次带领安踏进入新的发展阶段。组织架构的持续优化,助力安踏实现可持续增长。安踏已形成了具有竞争力的三条增长曲线:第一条是以安踏品牌为核心的“大众、专业、新国货”的增长曲线;第二条是以 FILA 为核心的“时尚、高品质”的高增长曲线;第三条是以 Amer Sports 等国际品牌为核心的高潜力增长曲线。本文将深度全景复盘安踏过去 30 年的发展历程,展望三大品牌群未来空间。

- **专业运动, ANTA 积极求变:** 安踏主品牌发展历程并非一帆风顺,而在行业重要的转折点,安踏均化险为夷。2020 年,安踏推出 DTC 新业务模式,又一次做出领先同行的变革,转型短期对 2021 财务表现有短期冲击,但安踏意在加强统筹性,重新定义“价值零售”,实现安踏品牌重塑,成果值得期待。我们预计 2024 年安踏品牌净利润将达到 52 亿。
- **时尚运动, FILA 点石成金, 打开成长天花板收购。** FILA “时尚运动”差异化品牌定位和全直营模式使得 FILA 大获成功, FILA 店效保持了每年 40% 左右的增长,品牌势头依然强劲,子品牌裂变仍在加速,店效提升和门店扩张依然是未来一段时间的看点。以 FILA 为模板,安踏提出多品牌目标,从此打开成长天花板。我们预计 FILA 至 2024 年净利润将超过 80 亿元,存在继续超预期的可能性。
- **户外运动, 顶级品牌拥抱中国市场, 潜力巨大。** 中国户外市场正成为一颗冉冉升起的新星,安踏坐拥始祖鸟、迪桑特、萨洛蒙等顶级品牌,切入滑雪、网球、羽毛球、高尔夫等细分赛道,一举打造专业户外品牌矩阵。大品牌+强运营的组合下,安踏将借鉴 FILA、DESCENT 的全渠道、会员管理经验,重点攻破中国市场, Amer 将成为安踏下一个增长引擎。我们预计迪桑特 2024 年净利润将在 7 亿左右, Amer 净利润在 20 亿元左右。
- **盈利预测及估值:** 预计 2020-2024 年公司营收分别为 344/461/544/643/749 亿元,净利润分别为 51/75/95/121/143 亿元,同比-4.6%/+48%/+26%/+27%/+19%。分部估值下,三个品牌事业群于 2024 年的估值空间约 4700 亿港元市值,较当前市值有 41% 的上升空间,即持有至 2024 年的年化回报率约 14%。相对估值取 2021 年 PE42 倍,安踏集团目标价为 140.9 港元,上调至“买入”评级。

**风险提示:** DTC 推广不及预期、存货积压风险、品牌推广不及预期、宏观经济影响、疫情反复

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 目 录

1、 从家族企业到国际巨头的飞跃 .....	- 5 -
1.1、 家族企业传承铁军文化，组织架构向国际公司看齐 .....	- 5 -
1.2、 三大品牌事业群协同作战 .....	- 9 -
1.3、 股价复盘：30 年 25 倍，业绩估值双提升 .....	- 11 -
2、 专业运动：安踏，积极求变 .....	- 13 -
2.1、 利用优质体育资源，打开品牌知名度 .....	- 13 -
2.2、 渠道是安踏取胜的关键 .....	- 15 -
2.3、 安踏品牌：改革短期有阵痛，品牌力飞跃值得期待 .....	- 18 -
3、 时尚运动：FILA，点石成金，打开成长天花板 .....	- 21 -
3.1、 FILA 起死回生 .....	- 21 -
(1) 品牌再定位，回归运动时尚 .....	- 21 -
(2) 全直营模式，凸显高端定位 .....	- 23 -
(3) 子品牌裂变 .....	- 24 -
3.2、 FILA：多品牌裂变，增长态势依然强劲 .....	- 25 -
4、 户外运动：顶级品牌拥抱中国市场 .....	- 27 -
4.1、 户外运动是下一个风口 .....	- 27 -
4.2、 迪桑特，安踏旗下又一匹黑马 .....	- 28 -
4.3、 收购 Amer Sports，大品牌+强运营的组合 .....	- 30 -
(1) Amer Sports 旗下品牌是户外细分市场的全球领导者 .....	- 32 -
(2) Amer Sports 中国业务经营潜力巨大 .....	- 34 -
(3) 协同在哪里？ .....	- 36 -
4.4、 以始祖鸟为窗口观测其发力点 .....	- 36 -
5、 盈利预测 .....	- 40 -
6、 风险提示 .....	- 41 -
图 1、 安踏品牌矩阵 .....	- 5 -
图 2、 安踏集团控股结构图 .....	- 6 -
图 3、 安踏集团的核心人物 .....	- 7 -
图 4、 安踏的战略升级 .....	- 9 -
图 5、 市值（亿港元） .....	- 12 -
图 6、 forward PE（倍） .....	- 12 -
图 7、 收入及增速 .....	- 12 -
图 8、 利润及增速 .....	- 12 -
图 9、 中国运动鞋服市场，本土品牌市占率 .....	- 13 -
图 10、 “安踏+孔令辉”央视广告营销 .....	- 14 -
图 11、 安踏签约汤普森为安踏篮球形象代言人，并发布汤普森 KT 系列单品 .....	- 14 -
图 12、 安踏店数目及增速 .....	- 16 -
图 13、 2006-2011 年，安踏店总销售面积及增速 .....	- 16 -
图 14、 2006-2011 年，安踏店平均销售面积及增速 .....	- 16 -
图 15、 安踏儿童店数量（家）及增速（%） .....	- 17 -
图 16、 安踏门店迭代 .....	- 18 -
图 17、 安踏品牌第十代门店形象落地上海 .....	- 18 -
图 18、 近年来安踏品牌营收及增速 .....	- 19 -
图 19、 近年来安踏品牌毛利及毛利率 .....	- 19 -

图 20、	安踏品牌的门店保有量将保持稳定（2020E：9800-9900 家）	- 20 -
图 21、	FILA 在大中华区的市占率	- 21 -
图 22、	FILA 收入及增速	- 21 -
图 23、	FILA 产品风格的变化	- 22 -
图 24、	FILA 在 2018 年重回米兰时装周	- 22 -
图 25、	FILA 历年联名系列产品	- 23 -
图 26、	FILA 门店数量	- 24 -
图 27、	FILA 第九代门店形象	- 24 -
图 28、	FILA 及子品牌	- 24 -
图 29、	FILA 品牌营收（百万元）及增速（%）	- 25 -
图 30、	FILA 品牌毛利（百万元）及毛利率（%）	- 25 -
图 31、	FILA 店效	- 25 -
图 32、	FILA 坪效快速追赶，直逼优衣库	- 25 -
图 33、	FILA 品牌收入及增速预测	- 26 -
图 34、	我国户外运动市场（亿元）及 YoY（%）	- 27 -
图 35、	2018 年中国户外产品收入规模占比（%）	- 27 -
图 36、	2019 年中美欧人均户外消费额	- 27 -
图 37、	美国户外市场参与比例	- 27 -
图 38、	中国户外鞋服市场的主要品牌矩阵	- 28 -
图 39、	北京三里屯迪桑特概念店开业仪式	- 29 -
图 40、	迪桑特门店立体式陈设方式	- 29 -
图 41、	迪桑特用户滑雪社群	- 29 -
图 42、	迪桑特（中国）门店数量预测（家）	- 30 -
图 43、	Amer Sports 股权结构	- 31 -
图 44、	被收购前，Amer 收入及增速，CARG=5%	- 31 -
图 45、	Amer 净利润及增速，CARG=14%	- 31 -
图 46、	Amer Sports 旗下主要品牌	- 32 -
图 47、	Amer Sports 旗下品牌是细分市场的全球领导者	- 33 -
图 48、	Arc'teryx、Salomon、Wilson 品牌主要产品和价位	- 33 -
图 49、	Amer Sports 营收区域占比	- 34 -
图 50、	Amer Sports 亚太地区营收及增速	- 34 -
图 51、	近年来耐克大中华区营收及占比	- 34 -
图 52、	近年来阿迪达斯大中华区营收及占比	- 34 -
图 53、	Amer Sports 发展目标	- 35 -
图 54、	AMER Sports 收入（百万元）预测	- 35 -
图 55、	AMER Sports 利润（百万元）预测	- 35 -
图 56、	经营利润率有望恢复至双位数水平	- 35 -
图 57、	Amer Sports 门店数量预测	- 35 -
图 58、	淮海中路全球旗舰店	- 37 -
图 59、	北京国贸旗舰店	- 37 -
图 60、	AAC 体验区：Cracks In Coast Mountain	- 37 -
图 61、	AAC 体验区：Whistler Hut	- 37 -
图 62、	AAC 山地课堂	- 38 -
图 63、	AAC 旅途的光影世界	- 38 -
图 64、	始祖鸟 e3D 剪裁工艺	- 38 -
图 65、	始祖鸟 N100d 3L GORE-TEX Pro 耐磨面料	- 38 -
图 66、	Arc'teryx × PALACE	- 39 -
图 67、	公司各品牌收入预测（百万元）	- 40 -
图 68、	公司利润预测（百万元）	- 40 -

表 1、	全局操盘手和中间管理层的履历 .....	- 8 -
表 2、	核心经营团队坚如磐石 .....	- 8 -
表 3、	多元化品牌矩阵 .....	- 10 -
表 4、	安踏赞助的体育资源 .....	- 15 -
表 5、	安踏的“智慧”门店 .....	- 18 -
表 6、	安踏品牌收入及利润测算 .....	- 19 -
表 7、	FILA 各系列门店数量假设.....	- 26 -
表 8、	2020Q1-Q4 迪桑特营运流水同比增速表现 (%) .....	- 28 -
表 9、	可比公司估值 (2021 年 3 月 15 日更新) .....	- 41 -

引言

安踏已经形成了具有竞争力的三条增长曲线：第一条是以安踏品牌为核心的“大众、专业、新国货”的增长曲线；第二条是以 FILA 优雅运动为核心的“时尚、高品质”的高增长曲线；第三条是以 Amer Sports 等国际品牌为核心的高潜力增长曲线。本文将深度全景复盘安踏过去 30 年的发展历程，以三大品牌群为研究主线，深入分析核心品牌 ANTA、FILA 以及合营公司 Amer Sports 未来空间。

报告正文

1、从家族企业到国际巨头的飞跃

安踏品牌于 1991 年创立，安踏体育于 2007 年在香港交易所主板上市。公司逐渐培育出多元化的品牌组合，包括安踏、FILA、DESCENTE、SPRANDI、KINGKOW 及 KOLON SPORT，以及组成投资者财团于二零一九年成功收购芬兰运动品牌集团 Amer Sports Corporation，拥有国际认可品牌包括 Arc'teryx、Salomon、Wilson、Peak Performance、Atomic 和 Suunto 等，并建立起完整的销售网络。

图1、安踏品牌矩阵



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

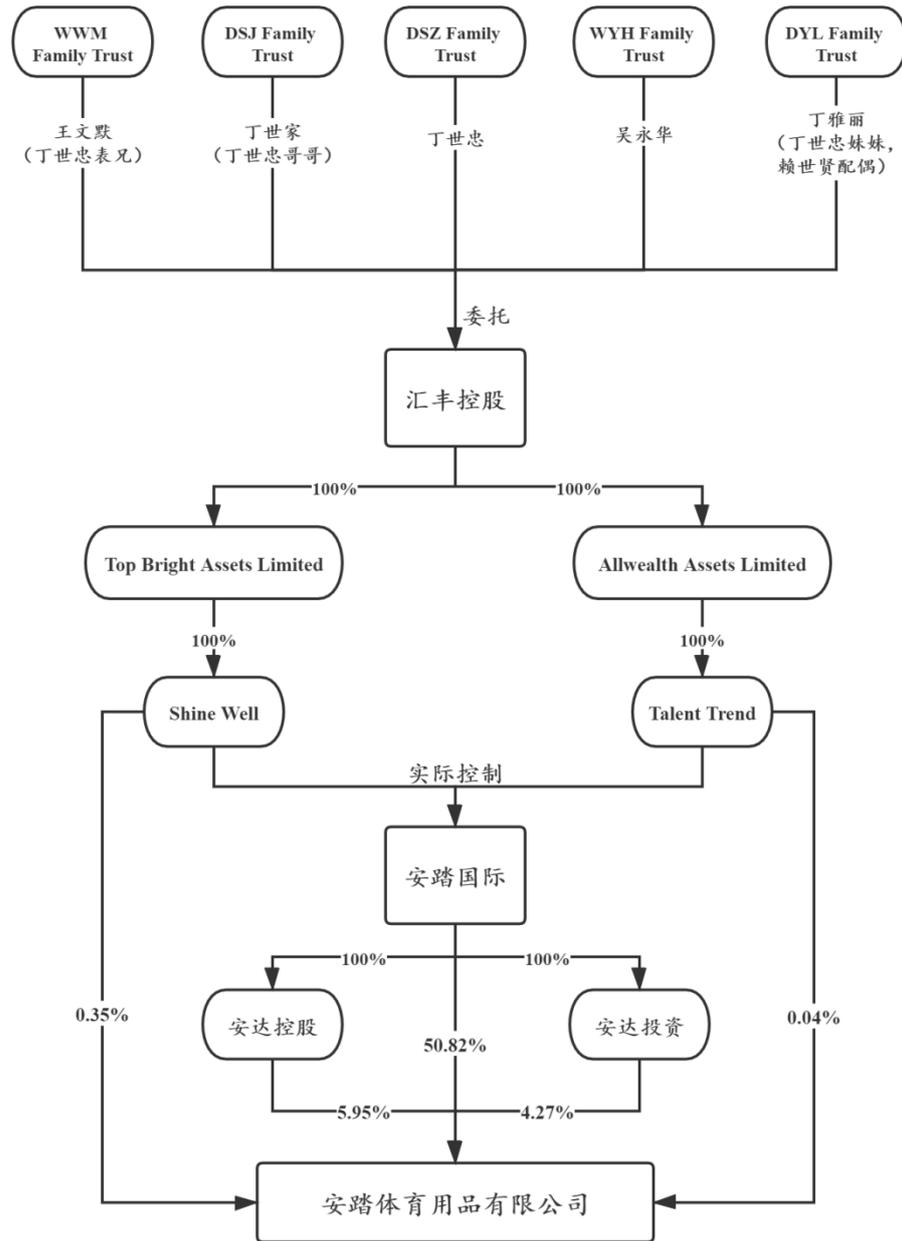
1.1、家族企业传承铁军文化，组织架构向国际公司看齐

丁世忠是安踏集团践行“铁军文化”的灵魂人物，安踏上下员工自称“铁军”，“令必行，行必果，战必胜”是铁军精神的内核，再通过巧妙的奖惩机制的设置，保证了安踏企业高效的执行力。在“铁军总司令”丁世忠带领的狼性企业文化下，安踏从一个代工厂成长为全球第三大市值的运动服饰集团，并提出“2025 年实现销售双

千亿元，暨现有品牌 1000 亿元、Amer 旗下品牌 1000 亿元、海外市场占比 40%”的目标。

丁氏家族牢牢把控公司股权，持股比例 61.43%。自 2007 年上市以来，丁世忠、丁世家、王文默、吴永华和丁雅丽家族（除吴永华外，其余为丁氏家族）通过汇丰信托控制安踏国际，间接控股安踏体育，持股比例 61.43%。

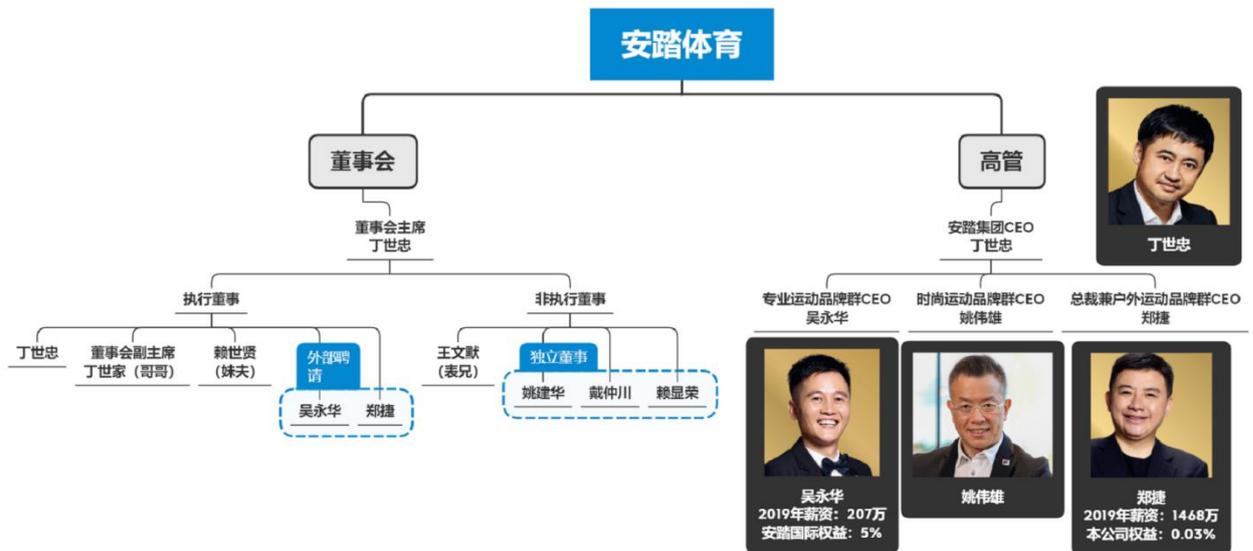
图2、安踏集团控股结构图



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：股权结构截至 2020 年 6 月 30 日，安踏国际实际控制人为丁氏家族

企业规模逐渐壮大后，丁世忠大胆去家族化并启用职业经理人制，形成稳固企业管理**基底**。企业若要做大，成为真正的国际运动公司，管理模式上的改进是根基，因此丁世忠在安踏上市前劝退了部分来自家族成员的管理层，高薪聘请职业经理人，特别是拥有国际经验的成熟经理人。郑捷在 2008 年加入安踏之前，曾在宝洁、阿迪达斯（锐步）大型外企担任要职，姚伟雄在 2009 年加入安踏之前，曾在法国欧莱雅和法国鳄鱼服饰担任要职。安踏体育总监以上中高层 50%来自外企，副总裁以上层级 58%有国际化背景，安踏体育已经从一个家族企业脱胎换骨，融合了国际企业人才及国际平台成熟的、有效的管理模式。

图3、安踏集团的核心人物



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、全局操盘手和中间管理层的履历

姓名		职位及过往履历
三位品牌群 CEO	吴永华	<b>专业运动品牌群 CEO</b> 。主要负责若干专业运动品牌及集团电商业务管理。吴永华于 2003 年 10 月加入安踏集团，先后担任安踏集团副总裁、执行副总裁、销售总裁，在中国销售及营销方面拥有超过二十年经验。
	郑捷	<b>户外运动品牌群 CEO</b> 。主要负责若干户外运动品牌及集团企业战略、国际事务及营销事务。郑捷于 2008 年加入安踏，先后担任安踏集团执行副总裁、安踏品牌总裁。加入安踏之前，曾在宝洁、阿迪达斯（锐步）大型外企担任要职，最高职务是锐步的中国区总经理。
	姚伟雄	<b>时尚运动品牌群 CEO</b> 。主要负责 FILA 品牌管理。姚伟雄先后在赛诺菲、法国欧莱雅、法国鳄鱼服饰任职，最高职务是鳄鱼副总裁。
中间若干管理层	徐阳	进入安踏后，历任品牌管理中心总监、篮球事业部总经理、安踏助理总裁，目前担任 <b>始祖鸟大中华区总经理</b> 。加入安踏前曾就职于国际型营销公司智威汤逊和精信广告。
	Robbie Fuller	曾任 Adidas 高级设计总监。2016 年加入安踏集团，担任 <b>创意总监</b>
	Sandra Romboli	曾任锐步高级设计总监，担任 <b>创意总监</b>
	Angus Wardlaw	曾任 Adidas Future Running 总监，担任 <b>研发实验室鞋研发总监</b>

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

企业文化包容性强，核心经营团队坚如磐石。虽说职业经理人在家族企业中可以做得长久的案例在中国并不多，但我们看到，安踏上市至今的核心经营团队并没有发生重大变化，这足以说明安踏已经成功将职业经理人融入家族企业，在组织架构已经做好了从民营企业升级为全球巨头的准备。安踏拥有权责清晰的现代化组织架构，巧妙的奖惩机制，这也为投资者从更长期的维度研判安踏后续竞争力提供了视角。

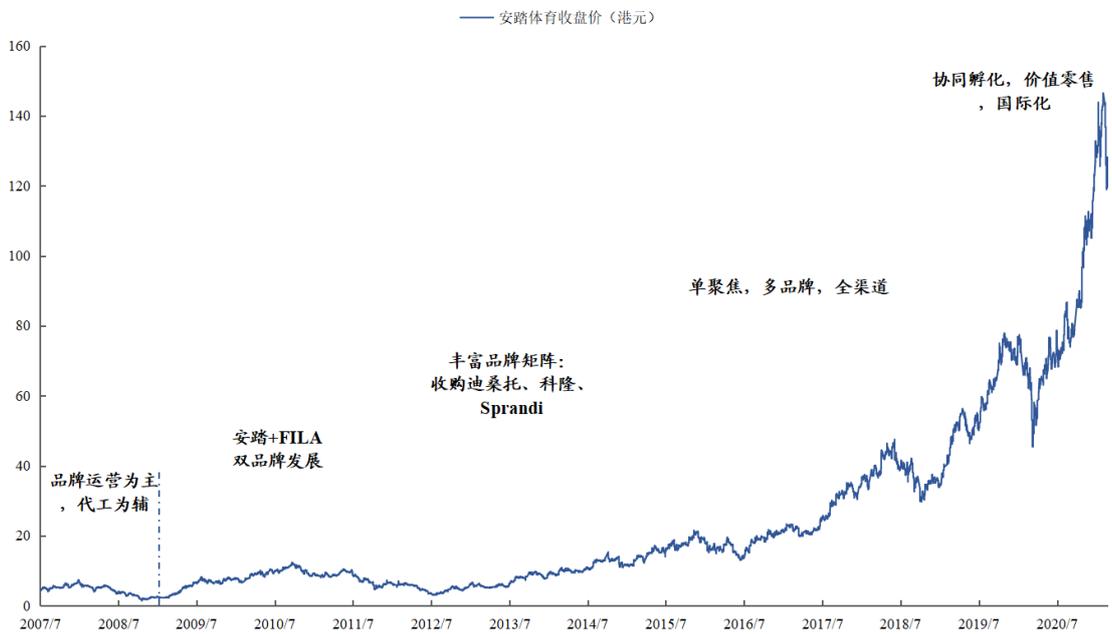
表2、核心经营团队坚如磐石

吴永华	2008 年：为本公司的执行董事兼副总裁。主要负责本集团中国地区的销售及营销业务。	2019 年：为本公司的执行董事兼专业运动品牌群 CEO。主要负责若干专业运动品牌及本集团电商业务管理。
郑捷	2008 年：为本公司之执行董事兼执行副总裁。主要负责品牌及产品管理。	2019 年：为本公司的执行董事、集团总裁兼户外运动品牌群 CEO。主要负责若干户外运动品牌及本集团企业战略、国际事务及营销事务。
姚伟雄	2009 加入以来一直担任 FILA 大中华区总裁。目前担任集团时尚运动品牌群 CEO、FILA 大中华区总裁，一直负责 FILA 品牌管理。	

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

安踏成长过程中的数次企业战略升级均伴随着创始人丁世忠“爱拼才会赢”的闽南精神，丁世忠制定的企业战略多次带领安踏走入新的发展阶段。在创立之初，安踏只是一个运动鞋代工厂，丁世忠 1994 年创立了安踏品牌，大胆进行营销推广，并以性价比优势在低线城市快速铺开市场，2009 安踏获得 FILA 中国特许经营权，以创新的定位和直营渠道成功将 FILA 培育为安踏的半壁江山，FILA 的成功使得安踏有信心丰富其品牌矩阵，2015 年，安踏提出“单聚焦、多品牌、全渠道”战略，而后安踏将眼光放到了国际市场，2019 年，安踏联合财团收购 Amer Sports，并将战略升级为“协同孵化，价值零售，国际化”，我们将在后文深入分析。

图4、安踏的战略升级



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

注：折线为安踏股价前复权图（港元）

## 1.2、三大品牌事业群协同作战

2019 年，安踏完成了集团业务架构改革，形成了专业运动、时尚运动和户外运动三大品牌事业群，合计近 20 个品牌。各品牌吸引不同消费层级、不同专业运动方向的受众群体，并有望实现良好的协同效应。

**专业运动品牌群：**包括安踏、安踏儿童、SPRANDI 品牌。安踏于 1991 年创立，定位大众市场，产品性价比高，安踏儿童于 2008 年向市场推出，亦定位大众市场；公司 2015 年收购 SPRANDI 品牌，主攻新兴中产阶级运动鞋类市场。

**时尚运动品牌群：**包括 FILA、FILA FUSION、FILA KIDS、KINGKOW 品牌。2009 年安踏向百丽国际收购 FILA 在中国大陆、香港及澳门的经营权，作为拥有超过 100

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

年历史的国际品牌，FILA 结合时尚及运动形象，在中国高端时尚运动市场大获成功。其后，安踏相继孵化了 FILA FUSION、FILA KIDS 品牌，分别立足更年轻潮流服饰和儿童运动时尚服饰。KINGKOW 是安踏于 2017 年收购的童装品牌，客群定位为 0 至 14 岁的中高端儿童。

**户外运动品牌群：**包括 DESCENTE、KOLON SPORT、ARC'TERYX、SALOMON、WILSON 等品牌。2016 年安踏合资引入 DESCENTE，目标是中国高端体育服装，包括滑雪、综训、跑步等，DESCENTE 已经成为品牌矩阵中新的增长点；2017 年安踏收购 Kolon Sport 中国经营权，定位为专业户外（登山）服饰品牌以及新生活时尚的先锋；2018 年，安踏与多方财团斥资 371 亿元收购了 Amer Sports，并拥有了 ARC'TERYX、SALOMON、WILSON 等国际顶级户外品牌，品牌产品线覆盖了网球、羽毛球、高尔夫、高山滑雪、越野滑雪、滑板、自行车、越野跑装备、徒步装备及潜水等多种运动项目。

表3. 多元化品牌矩阵

细分领域	品牌名称	LOGO	产品定位	创立时间
专业运动品牌群	安踏		跑步、综训、篮球等的功能性体育用品	1990 年成立
	安踏儿童		儿童运动产品	2008 年推出安踏儿童
	SPRANDI		舒适科技的时尚运动鞋	创立于 1995 年,源自英格兰
时尚运动品牌群	FILA		高端运动时尚服饰	创立于 1910 年,源自意大利
	FILA FUSION		年轻潮流服饰	2017 年,安踏推出 FILA FUSION
	FILA KIDS		儿童运动时尚服饰	2015 年,安踏推出 FILA KIDS
	KINGKOW		儿童中高端舒适&时尚服装	创立于 1995 年,源自香港
户外运动品牌群	DESCENTE		滑雪、综训和跑步的专业体育用品	创立于 1930 年,源自日本
	KOLON SPORT		专业户外服饰（登山）品牌以及新生活时尚的先锋	诞生于 1973 年,韩国

ARC'TERYX		顶级户外运动品牌，被赞誉为户外界的爱马仕	创立于 1989 年的加拿大
SALOMON		产品覆盖顶级的鞋类、服装、背包及各类滑雪器材	创立于 1947 年的法国
WILSON		首屈一指的运动器材品牌，包括网球、棒球、篮球足球、排球、高尔夫球等	创立于 1913 年的美国
PEAK PERFORMANCE		兼具功能性和时尚性的运动品牌，适合高尔夫、滑雪等活动	创立于 1986 年的瑞典
LOUISVILLE SLUGGER		棒球品牌首选	创立于 1894 年的美国
DEMARINI		棒球和垒球球拍品牌	创立于 1989 年的美国
ATOMIC		世界领先的滑雪运动品牌	创立于 1955 年的奥地利
ARMAD ASKIS		运动员滑雪装备品牌	创立于 2002 年
SUUNTO		首屈一指的运动腕表	创立于 1930 年的芬兰
ENVE COMPOSITES		碳纤维自行车轮毂品牌	创立于 2007 年的美国

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

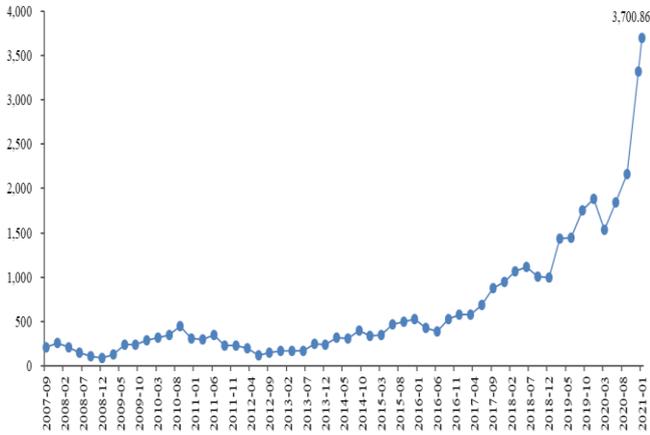
### 1.3、股价复盘：30 年 25 倍，业绩估值双提升

安踏团集自创立以来蓬勃发展，公司的市值和盈利不断向更大规模发展。2007 年，安踏发行价仅 5.28 港元，不足 20 倍 PE，上市至今，公司复权后股价上涨近 25 倍，收入和净利润分别上涨 11 倍和 8 倍，股价 PE 估值中枢也从 15 倍上移至近 30 倍。

**（1）2007-2016 年，公司只是我国本土的运动鞋服的家族企业，盈利有波动，估值波动更大，市值也长期处于区间震荡。**这个阶段内，特别是 2008 年北京奥运会过后，行业较大的库存压力直至 2012 年才释放充分，期间公司 ttm-pe 估值最低到过 5 倍。2012 年后，公司进行零售导向转型，最早走出库存压力，估值和业绩逐步恢复。

**（2）2016 年之后，公司加速开拓新品牌，并进行跨国收购，逐渐确定国内运动鞋服的龙头地位。**这个阶段，公司持续升级主品牌、加速拓展 FILA 系列、收购合营公司 Amer Sports，FILA 的成功带动了公司业绩持续超出预期，估值中枢上移。

图5、市值 (亿港元)



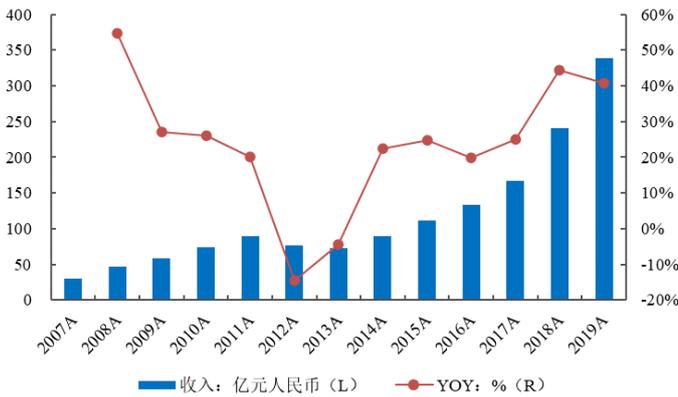
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图6、forward PE (倍)



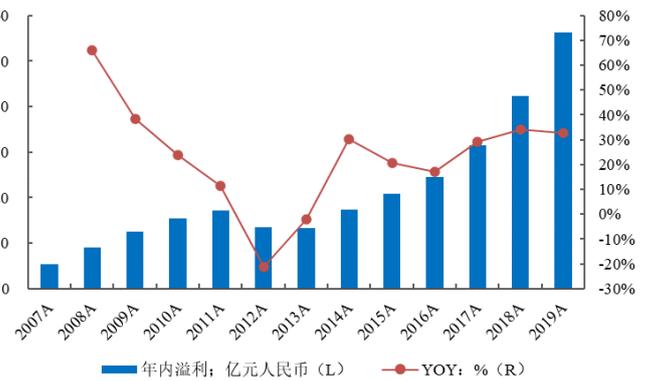
资料来源: Datastream, 兴业证券经济与金融研究院整理

图7、收入 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图8、利润 (亿元) 及增速 (%)

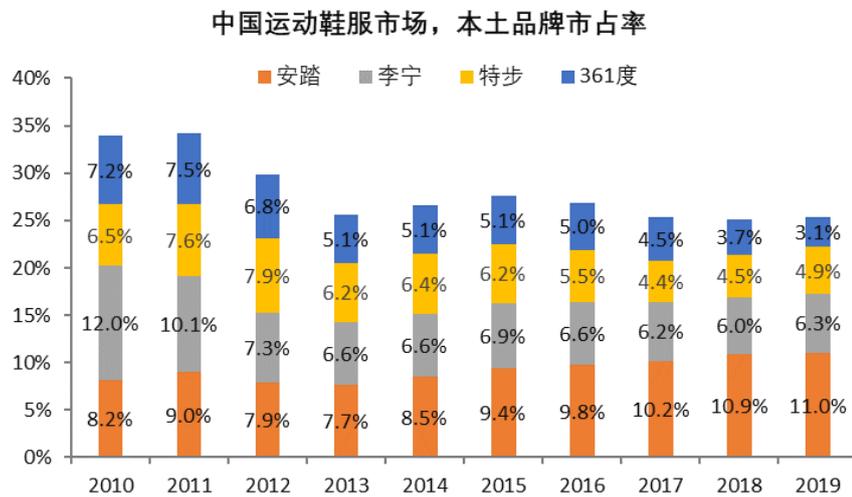


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、专业运动：安踏，积极求变

安踏主品牌是集团的立身之本，30 年发展历程并非一帆风顺，而在行业重要的转折点，安踏化险为夷，成就了运动鞋服民族品牌第一位。安踏品牌发展经历了四个重要发展阶段：（1）安踏在创业阶段以工厂制造和出口鞋类产品起家；（2）丁世忠坚信品牌的价值，大胆拓展销售网络并建立全国分销模式，并率先开辟了 CCTV+ 体育明星（孔令辉）的营销方式走上品牌化道路；（3）在行业经历库存危机之时，由品牌批发向品牌零售转型，要求经销商按照安踏标准进行零售管理，此阶段的安踏于渠道库存危机及时转型并赶超李宁；（4）19 年以来，安踏以商品价值、数据价值、团队价值、文化价值四大核心主张提升零售体验价值，安踏致力于更懂消费者，这一转型升级将为安踏品牌的未来发展铺平道路。

图9、中国运动鞋服市场，本土品牌市占率



资料来源: Euromonitor, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.1、利用优质体育资源，打开品牌知名度

安踏率先启用“体育明星+央视广告”的营销策略，快速打开销售市场。1999 年，公司率先开辟了“体育明星+央视广告”的营销手段，斥资 80 万元聘请乒乓球世界冠军孔令辉作为品牌代言人，以“我选择，我喜欢”为广告词，在央视体育进行密集宣传，广告费 300 万元。在 2000 年悉尼奥运会中，孔令辉夺得了乒乓球男子单打金牌，让“安踏+孔令辉”深入人心，安踏品牌一炮而红。1999-2006 年安踏品牌的销售额增长了 6 倍多。

图10、“安踏+孔令辉”央视广告营销



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

安踏品牌在篮球运动上同样掌握优质代言资源。公司以篮球明星联名款为突破口聚焦千禧一代消费者。2004-2012年安踏是CBA联赛运动装备唯一指定合作伙伴。2014-2017年安踏是NBA官方市场合作伙伴。安踏先后签约NBA球星巴特尔，斯科拉、加内特、隆多、汤普森和海沃德。安踏于2015年在汤普森起势之前签约亦是先见之明，汤普森于签约后的第一个赛季入选了全明星和联盟最佳阵容，也赢得了总冠军。安踏与汤普森合作KT系列球鞋迭代至第六代“山水觉”，将中国文化嵌入产品中，进一步迎合青年群体对“国潮”文化的倾向。

图11、安踏签约汤普森为安踏篮球形象代言人，并发布汤普森KT系列单品



资料来源：安踏官网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**掌握优质体育赞助资源。**长期以来公司对优质体育资源的赞助，提振了安踏品牌的知名度和美誉度。安踏是 2009-2024 年中国奥委会体育服装合作伙伴，并在 2019 年签约国际奥委会，成为其官方体育服装供应商。截至 2019 年底，安踏共赞助 27 支中国国家代表队。

**表4、安踏赞助的体育资源**

资源类型	合作列表	
国家代表队资源	举摔项目国家队：中国举重队、中国摔跤队	
	体操项目国家队：中国体操队、中国蹦床队、中国艺术体操队	
	泰拳项目国家队：中国拳击队、中国跆拳道队、中国空手道队	
	冬季项目国家队：中国短道速滑队、中国速度滑冰队、中国冰壶队、中国花式滑冰队.....	
赛事资源	2020 东京奥运会	2022 北京冬奥会
	2022 杭州亚运会	2024 巴黎奥运会
篮球明星资源	克莱·汤普森	拉简·隆多
	路易斯·斯科拉	戈登·海沃德

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、渠道是安踏取胜的关键

**对渠道的把控是公司过去十年的核心竞争力。**上市以来，公司渠道发展可分成三个阶段：

### ● 阶段一（2007-2011 年）：开店扩张

**立足于中国二、三线市场，贯彻高效的分销网络管理。**在保持领导地位的同时，安踏进一步扩展分销渠道，旨在将门店扩展至人口稠密、经济增长较快的地区。期间，安踏品牌成人门店由 2006 年的 4,716 家上升至 8,681 家，CAGR 达 16%；门店销售面积由 2006 年的 32.85 万平上升至 95.90 万平方米，CAGR 达 24%；安踏品牌门店平均销售面积由 80 平上升至 123 平方米。

图12、安踏店数目及增速



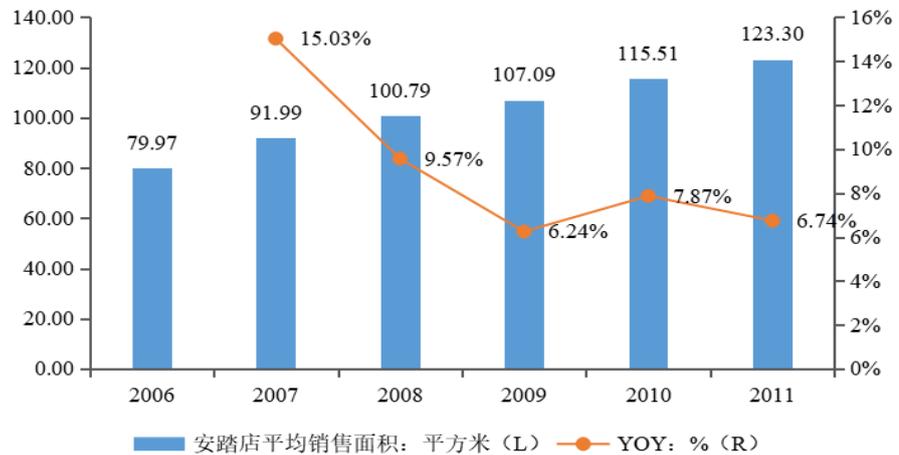
资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图13、2006-2011年, 安踏店总销售面积及增速



资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图14、2006-2011年, 安踏店平均销售面积及增速



资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

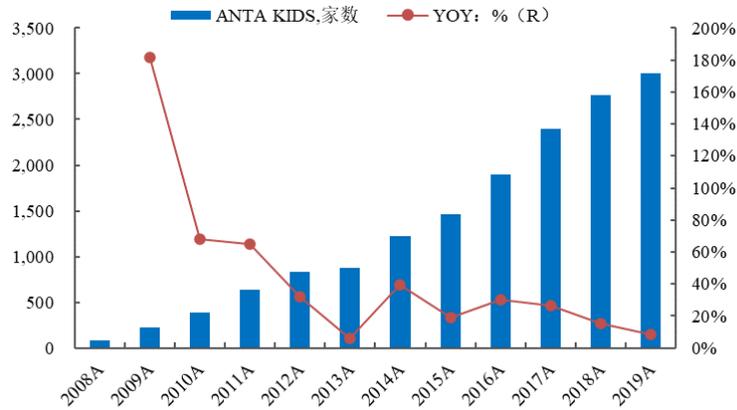
● 阶段二 (2012-2015年): 品牌零售转型

行业库存危机, 安踏及时将“品牌批发向品牌零售转型”上升至战略高度, 门店效率而非门店数量是第一要务。2008年北京奥运会带来了中国体育市场的虚假大繁荣, 产品同质化严重, 业内库存积压严重。在如此“寒冬”下, 安踏在本地运动品牌中率先复苏, 得益于安踏(1)及时敏锐地复检订货策略及店铺拓展计划, 以避免销售渠道出现过度扩张及存货过剩的情况; (2)公司在商业模式上由品牌批发转变为品牌零售, 并不断提高ERP系统的覆盖率, 对经销商按照安踏标准进行零售管理, 进一步提升销售网络的整体素质及营运效率。丁世忠曾言, “安踏过去做对的最重要的事情之一, 是把公司从品牌批发型转型成为品牌零售型”, 经过2年的调整, 安踏很快走出低谷, 并首次赶超李宁。

安踏成人品牌门店数量接近饱和, 再布局安踏儿童品牌。在谨慎控制安踏品牌门店

新设,推动现有门店换新的进程中,安踏加紧渗透至儿童体育用品市场的步伐。安踏儿童体育用品系列店由2008年的81家,发展至2015年的1458家门店,CAGR 51.12%。

图15、安踏儿童店数量(家)及增速(%)



资料来源:公司财报,兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 阶段三(2016年至今):全渠道、新零售

**推出渠道 DTC 改革,直面消费者。**2020年,安踏推出 DTC 新业务模式,致力于通过更精简的渠道结构,实现运营管理效率的提升,加强线上线下业务的无缝衔接。第一批涉及回收的安踏品牌门店约 3500 家,占安踏品牌门店总数的 35%,并计划于 2021Q1 完成,本轮回收完成后,以流水计的安踏品牌 DTC 占比将达到 38%,安踏整体直营占比有望 5 年后提高至 70%。

**门店形象升级、智慧升级,加强消费体验。**2016年以来,安踏门店形象迭代速度加快,安踏第十代形象店铺正式在上海落地,从品牌形象、店铺形象、消费者体验三大方面进行全面升级,以“数字化”、“年轻化”和“专业化”为核心,提升消费者的购物体验。自 2017 年,安踏推出智慧门店,云货架、压杆互动屏、安踏优 mall 和仪器测鞋等功能将以大数据的方式帮助安踏洞察消费者需求、指导产品设计和零售终端规划。

图16、安踏门店迭代



图17、安踏品牌第十代门店形象落地上海



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表5、安踏的“智慧”门店

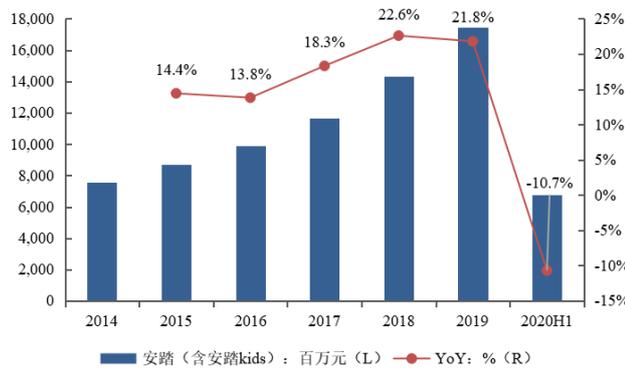
云货架	云货架是安踏独立开发运营的线上购物系统，消费者可以在云货架上挑选店铺没有的商品，并直接送货到家。
压杆互动屏	利用镶嵌在商品内的 RFID 的互动技术,在消费者从互动区域的鞋墙上拿起一款鞋的时候，该产品信息就会投射到压杆互动屏上。一方面消费者能更清晰地了解产品功能，另一方面安踏后台采集到这款鞋的“拿及率”，再结合实际售出的数据作分析，给未来优化商品设计和研发提供信息支撑。
安踏优 mall	安踏在店内设置多个高清摄像头，可记录了解每位消费者的购物路线和轨迹，通过对这些路线的分析，来及时调整产品陈列的区域。
仪器测鞋	可以读取到某一款商品的试穿率。
客户 CRM 系统	记录线上线下所有渠道的消费记录，从而建立消费者画像。

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、安踏品牌：改革短期有阵痛，品牌力飞跃值得期待

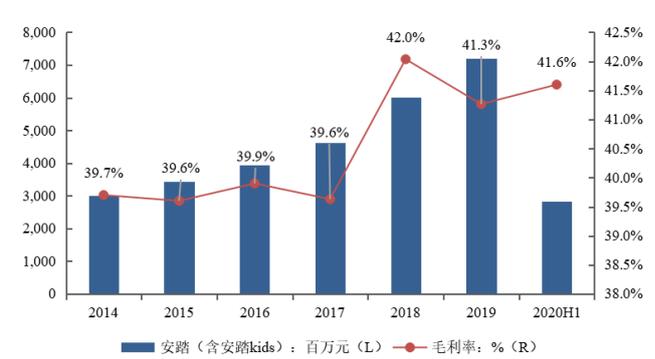
安踏品牌自 2007 至 2019 年的收入 CAGR 是 16%，门店数量 CAGR 是 7%，剩余 9%是由店效增长所贡献。批发模式下，安踏品牌的毛利率稳定在 40%左右，经营利润率 26%左右。2020H1 安踏品牌实现营收 67.8 亿元，毛利率 41.6%，经营溢利率 26.6%。在半年疫情等不利因素影响下，安踏品牌的抗压能力依然很强。

图18、近年来安踏品牌营收及增速



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、近年来安踏品牌毛利及毛利率



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

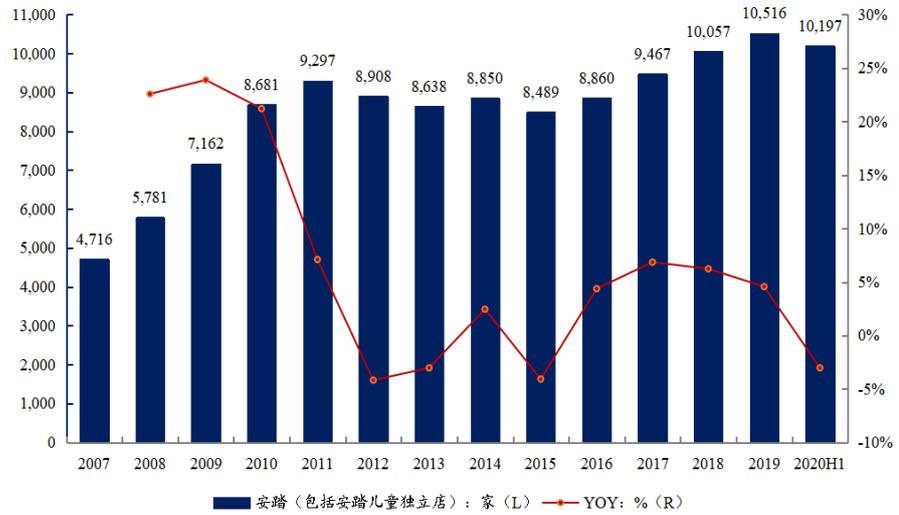
从财务的角度，DTC 转型将会有经销商库存回收、过季库存清理、门店形象升级等额外成本发生，这将对 2021 财务表现有较大冲击，预计 2021 年安踏品牌直营经营利润率仅有单位数（批发经营利润在过去有 26%），2022 年之后直营利润率有望逐步恢复至中双位数的正常水平，2024 年安踏品牌净利润将达到 52 亿元。

表6、安踏品牌收入及利润测算

亿元	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
安踏品牌综合收入	145.8	208.2	228.6	252.2	272.4
yoy	-16%	43%	10%	10%	8%
直营	6.5	51.2	63.2	76.7	91.7
批发	110.2	90.5	87.3	84.4	81.1
批发回购	-17.2	-3.8	-3.3	-3.6	-3.6
加盟	2.5	19.9	24.5	32.2	34.4
线上	43.7	50.3	56.8	62.5	68.8
综合毛利	70.4	107.5	121.1	136.1	149.3
毛利率	48%	52%	53%	54%	55%
费用率	22%	28%	29%	29%	30%
经营利润	38.0	48.2	55.6	63.9	68.8
yoy	-19%	27%	15%	15%	8%
经营利润率	26%	23%	24%	25%	25%
其中，直营利润率	6.7%	10.7%	16%	20%	20%

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院

图20、安踏品牌的门店保有量将保持稳定（2020E：9800-9900 家）



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

DTC 模式打通只是第一步，安踏意在加强统筹性，重新定义“价值零售”，将安踏打造为大家更想买同时又买得起的品牌，实现安踏品牌重塑。改革短期有阵痛，但不改革就是长痛，安踏又一次做出领先同行的变革，成果如何值得期待。

### 3、时尚运动：FILA，点石成金，打开成长天花板

**FILA 几经易主，连年业绩不佳。**2005 年，香港联亚将 FILA 引入中国市场；2007 年，百丽国际 4800 万美元购入 FILA 大中华区所有权。2008 年，FILA 在中国约有 50 家门店，亏损近 4000 万港元。

**安踏低价买入 FILA 经营权。**2009 年安踏以不超过 4.6 亿人民币向百丽国际收购 FILA 在中国的商标使用权和专营权。同时，选中拥有国际平台经验的姚伟雄出任 FILA 操盘手。

#### 3.1、FILA 起死回生

**安踏点石成金，FILA 呈指数型增长。**2009 年以来，FILA 在国内的市占率逐年递增，2010 年 FILA 在大中华区市占率仅 0.3%，2019 年，FILA 市占率达到 5.5%，领跑国内运动时尚。2010-2019 年营收 CAGR 达 84%，2020 上半年，疫情不利条件下，FILA 品牌收入仍保持了 9.4% 的增长，Q3 流水增长 20-35%，Q4 流水增长 25-30%，增长强劲，FILA 在安踏集团内部的营收和利润占比将首次超过安踏品牌。

图21、FILA 在大中华区的市占率

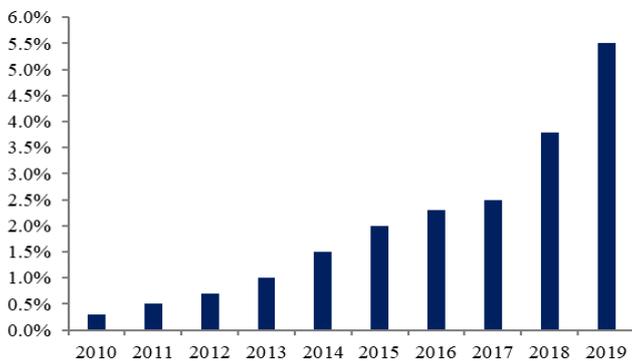


图22、FILA 收入及增速



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

#### (1) 品牌再定位，回归运动时尚

**FILA 的成功很大程度上源自其差异化定位，开辟国内高端运动时尚新风潮。**FILA 品牌诞生于 1911 年的意大利，其产品设计深受意大利典雅、热情风格的启发，在 70 年代以时尚运动而闻名，而后 FILA 将产品重心转向专业运动，与 NIKE、ADIDAS 直接竞争。安踏收编 FILA 后，经过大量市场调研，姚伟雄在 2011 提出 FILA “回归时尚”战略，当时国内运动时尚市场仍处空白阶段，凭借差异化的定位，这一次，FILA 引领了时尚。

在产品设计上，FILA 重演经典风格。通过融合 FILA 百年悠久历史、经典的设计和本土化的定制，FILA 重新演绎了上世纪经典风格，并形成了具有极高品牌辨识度的红白蓝三色归纳。

图23、FILA 产品风格的变化



资料来源：FILA 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

与安踏品牌赞助优质体育赛事完全不同，FILA 是通过众多时尚营销活动进一步强化品牌高级感。FILA 与 Matthew Waldman、Anna Sui、Jason Wu 等知名时尚设计师合作，推出设计师联名系列产品。邀请明星舒淇、陈坤、克里斯·埃文斯、李敏镐、黄景瑜等担任品牌大使，快速建立起高端时尚运动的品牌形象。2018 年回归意大利米兰时装周，众多时尚营销活动进一步强化品牌高级感。

图24、FILA 在 2018 年重回米兰时装周



资料来源：FILA 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图25、FILA 历年联名系列产品

2012	Matthew Waldman	FILA × NOOKA		2017	b+ab	b+ab × FILA	
2014	Anna Sui	Anna Sui for FILA		2018	Jason Wu	Jason Wu × FILA 2018	
2015	Ginny Hilfiger	FILA Ginny系列		2018	Ginny Hilfiger	FILA Modern Heritage	
2016	Jason Wu	Jason Wu × FILA 2016		2019	Phillip Lim	FILA × 3.1 Phillip Lim	
2016	Marion Bartoli	LOVE FILA		2020	Phillip Lim	FILA × 3.1 Phillip Lim	
2017	Jason Wu	Jason Wu × FILA 2017		2020	Katie Grand	PERFECT × FILA × DSM	
2017	Staple	Staple × FILA		2020	Wilson	FILA × Wilson	

资料来源：FILA 微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

## （2）全直营模式，凸显高端定位

在安踏经营 FILA 之前，FILA 原渠道结构以经销为主，终端形象杂乱，无法打开消费者市场，安踏逐渐收回 100 余家经销商门店，并对 FILA 进行分步全直营改革和扁平化管理，这在当时亦是大胆之举。安踏集团为 FILA 提供了强大的渠道资源和销售团队，FILA 店铺聚焦于一、二线城市黄金地段，且占据了极好的商圈位置。2009 以来，FILA 线下门店数量快速增长，从 60 家增至 1951 家，CAGR 达 41.65%。

图26、FILA 门店数量



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、FILA 第九代门店形象



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

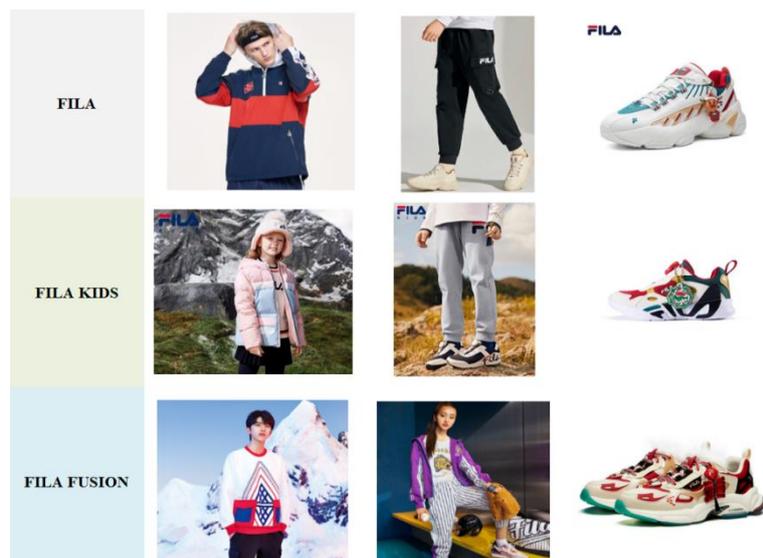
### (3) 子品牌裂变

经 4 年时间，FILA 于 2014 年实现了扭亏为盈，FILA 的成功给安踏以信心，FILA 以 “1+N”为模式，继续裂变 FILA KIDS 和 FILA FUSION 子品牌。

- 2015 年，FILA 发布子品牌 FILA Kids。FILA Kids 延续 FILA 品牌“意大利制造”的卓越品质，秉承精致细腻的设计，甄选高端面料让产品更安全、更舒适。
- 2018 年，FILA 发布潮流品牌 FILA Fusion，进军 15-25 岁的新生代市场。FILA Fusion 通过 1 条核心主线产品和多条跨界联名产品，旨在呈现年轻、阳光、运动的品牌形象和潮流文化，阐述个性潮酷态度。

通过子品牌的裂变，FILA 产品的受众延伸至 3-45 岁，消费群体更加广阔，实现从单一的、个体的消费群体到家庭消费群体的全覆盖，再次拉动增长引擎。

图28、FILA 及子品牌



资料来源：FILA 旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2、FILA: 多品牌裂变, 增长态势依然强劲

安踏将 FILA 点石成金, 过去 10 年以来, 门店数量和店效的双提升是收入的主要贡献力量, 在 FILA 的高速扩张过程中, FILA 店效仍保持了每年 40% 左右的增长, 坪效直逼优衣库。在直营模式与高端定位的加持下, FILA 毛利率常年保持 70% 左右, 营业利润超过 25%。

图29、FILA 品牌营收 (百万元) 及增速 (%)

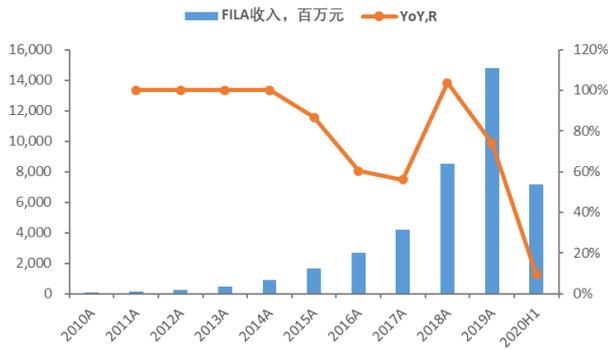
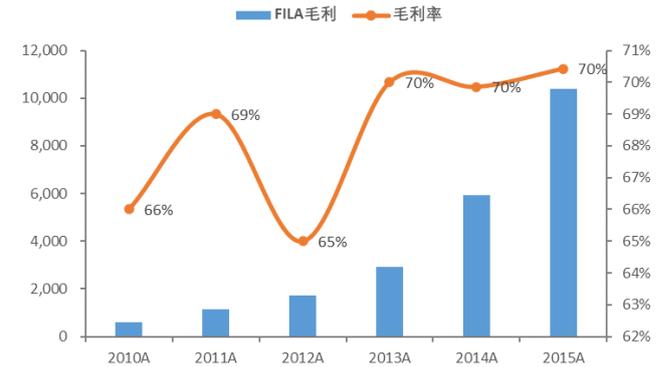


图30、FILA 品牌毛利 (百万元) 及毛利率 (%)



资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

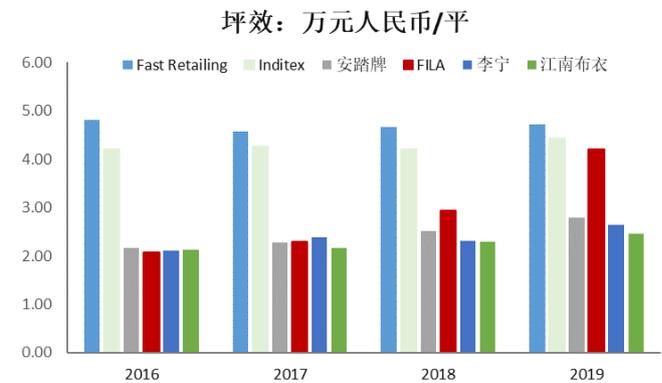
资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图31、FILA 店效



资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图32、FILA 坪效快速追赶, 直逼优衣库



资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

**FILA 品牌势头强劲, 店效提升和门店扩张依然是未来一段时间的看点。我们预计 FILA 品牌在 2024 年的收入将超过 400 亿元, 净利润超过 80 亿元, 存在继续超预期的可能性。**

#### ● FILA Kids 及 FILA Fusion 仍有较大展店空间

目前 FILA Classic、FILA Kids、FILA Fusion 门店分别有 1250、580、250 家左右, 我们认为 FILA Kids、FILA Fusion 门店仍有较大展店空间, FILA Classic 门店数量稳健增长, 我们预计 FILA Classic、FILA Kids、FILA Fusion 门店在 2024 年将分别

达到 1370、970、525 家左右，每年净增约 200 家。

表7、FILA 各系列门店数量假设

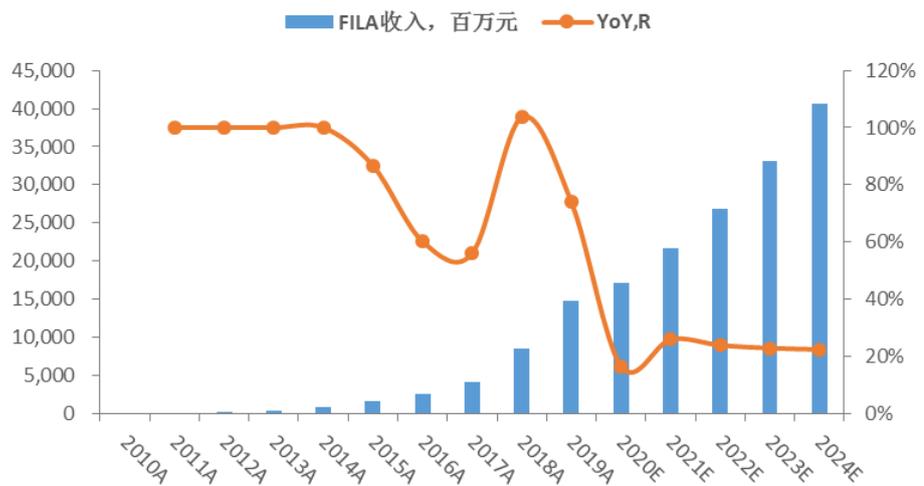
	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
FILA Classic				1000+	1100	1250	1300	1325	1350	1370
FILA Fusion				300+	500+	580	680	780	880	970
FILA Kids				100+	200+	250	300	375	450	525
<b>店铺数量: 家</b>	<b>591</b>	<b>802</b>	<b>1,086</b>	<b>1,652</b>	<b>1,951</b>	<b>2,050</b>	<b>2,280</b>	<b>2,480</b>	<b>2,680</b>	<b>2,880</b>
YoY: %		35.7%	35.4%	52.1%	18.1%	5.1%	11.2%	8.8%	8.1%	7.5%

资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院

### ● 低效店铺仍有改善空间

公司将通过增开大店、门店形象升级、开拓年轻产品线等措施继续提升店效。从 2019 年数据来看, FILA 大货平均店效为 80 万元(含税)/月, 其中 40% 门店的店效不足 50 万元/月, 低效店铺仍有改善空间。我们假设 FILA 店效将保持 15% 以上的增长, 依然是 FILA Kids、FILA Fusion 的店效提升更快(基数低)。

图33、FILA 品牌收入及增速预测



资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

FILA 是安踏集团收购的第一个国际品牌, 也是安踏集团国际管理的开端, 如此成功的国际品牌运作令安踏提出多品牌目标, 以 FILA 为起点和模板, 安踏相继收购了迪桑特大陆经营权、Kolon、小笑牛、Sprandi 经营权等, 并联合财团大手笔收购 Amer Sports, 从组织架构上成立三大品牌事业群, 各事业群有不同定位、独特产品和不同市场, 从此打开成长天花板。

## 4、户外运动：顶级品牌拥抱中国市场

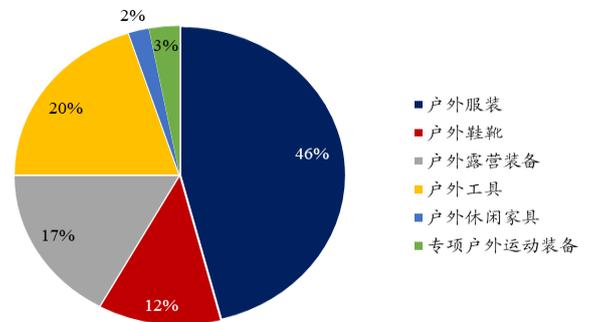
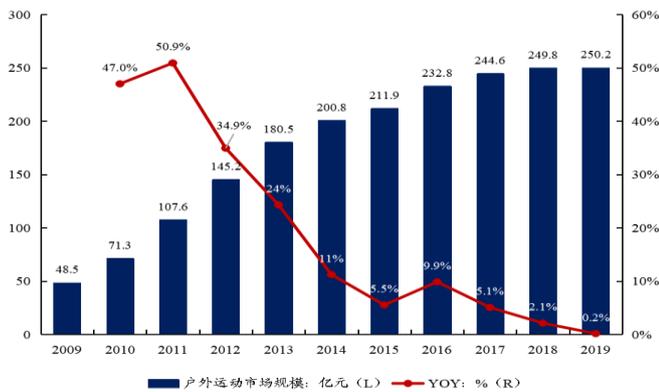
### 4.1、户外运动是下一个风口

户外运动领域是体育运动行业的又一颗新星。中国户外运动市场零售规模约 250 亿元，人均消费额 20 元，户外参与率不足 20%，户外运动在中国的发展仍处于初级阶段，而在户外运动发达国家，户外运动已进入“全民户外”阶段，美国户外参与率 50%，人均消费额在 430 元。

目前户外品牌尚未形成品牌垄断。户外品牌呈现“金字塔”式竞争格局，国际化高端品牌引领行业，品牌悠久、实力雄厚。国内品牌聚焦性价比。

图34、我国户外运动市场（亿元）及 YoY（%）

图35、2018年中国户外产品收入规模占比（%）

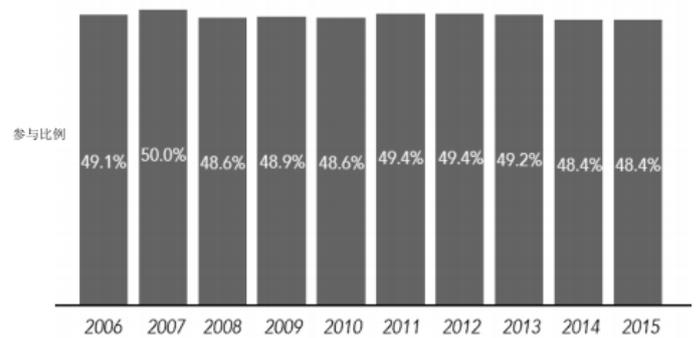
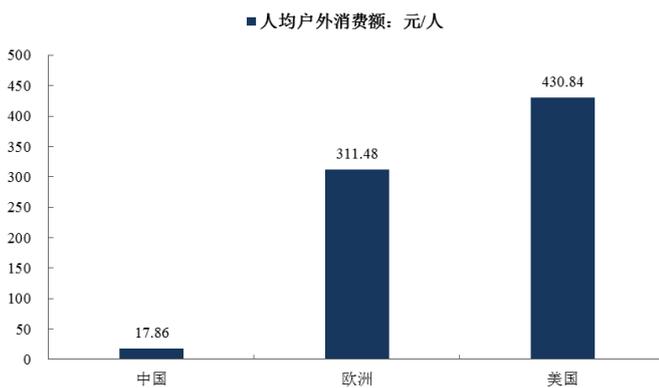


资料来源：中国纺织品商业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：中国户外品牌联盟，兴业证券经济与金融研究院整理

图36、2019年中美欧人均户外消费额

图37、美国户外市场参与比例



资料来源：中国户外品牌联盟，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Outdoor Industry Foundation，兴业证券经济与金融研究院整理

图38、中国户外鞋服市场的主要品牌矩阵



资料来源：中国户外品牌联盟，兴业证券经济与金融研究院整理

在全民户外运动习惯的培养和 2022 年北京冬奥会的催化下，中国户外市场正成为一颗冉冉升起的新星，自 2016 年以来，安踏不断通过收购探索切入户外运动，目前已坐拥始祖鸟、迪桑特、萨洛蒙等顶级品牌，切入滑雪、网球、羽毛球、高尔夫、越野滑雪、滑板、自行车、越野跑装备等细分赛道，一举打造专业户外品牌矩阵。

#### 4.2、迪桑特，安踏旗下又一匹黑马

安踏运作国际品牌成功一次可能是运气，成功二次靠实力，继 FILA 之后，迪桑特是另一匹黑马。

迪桑特品牌于 1935 年在日本创立，以生产专业滑雪服闻名。安踏收购前，迪桑特总体营收和净利润保持 10% 以上增长。2016 年 2 月，安踏斥资 1.5 亿元收购迪桑特在内地独家经营权，2016 年至今，迪桑特（中国）门店规模从 6 家到增加到 145 家<sup>1</sup>，迪桑特已于 2019 年实现近 10 亿的营收规模并首次盈利，盈利周期较 FILA 更早一年。2020 年更是逆势获得高增长，Q2-Q4 流水增长 60-80%。

表8、2020Q1-Q4 迪桑特营运流水同比增速表现（%）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
迪桑特（中国）	+10-15%	+60%	+90%	+80%以上

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

<sup>1</sup>更新至 2020H1

### 高速发展的基石：专业基因、直营渠道和会员系统。

- **专业的基因。**迪桑特在滑雪领域长期深耕，主打高端、科技和专业。迪桑特品牌滑雪服以专业闻名，乃至为后世滑雪服的标准奠定了基调。目前，迪桑特是瑞士、西班牙、加拿大、德国等众多欧美冰雪国家队的装备赞助商，其中和瑞士国家高山滑雪队已经合作超过 40 年。迪桑特面向普通大众的日常服饰也主打高端、科技和专业。
- **全直营模式。**1) 门店选址严苛，注重消费者体验。迪桑特拥有严格的选址管理以及陈设布局，货品布局也打破了传统方式，而是留出更多的空间，提升消费者体验。2) 线上内容营销。迪桑特将电商平台定位为品牌触达全域消费者的重要通路，保证线上线下同款同价，严格控制折扣。

图39、北京三里屯迪桑特概念店开业仪式



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、迪桑特门店立体式陈设方式



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **完善会员体系，高端用户正成为流量入口。**迪桑特向奢侈品牌取经，通过与雪场和滑雪教练、瑜伽等线下实地社群活动塑造会员忠诚度，忠诚会员自是品牌最好的 KOL 和品牌流量入口，从而实现会员的增长和裂变。

图41、迪桑特用户滑雪社群



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2022 北京冬奥会临近，迪桑特迎来历史机遇。在美国冬季奥运会（1960 年）和东京冬季奥运会（1972 年）后，冰雪运动迎来了 20 年的腾飞，时遇 2022 年北京冬奥会和冬残奥会，迪桑特拥有专业基因、高端定位和忠实粉丝号召力，有望迎来历史机遇。我们预计迪桑特门店数量在 2024 年有望达到 400 家，并贡献 35 亿左右的收入，净利润将在 7 亿左右。

图42、迪桑特（中国）门店数量预测（家）

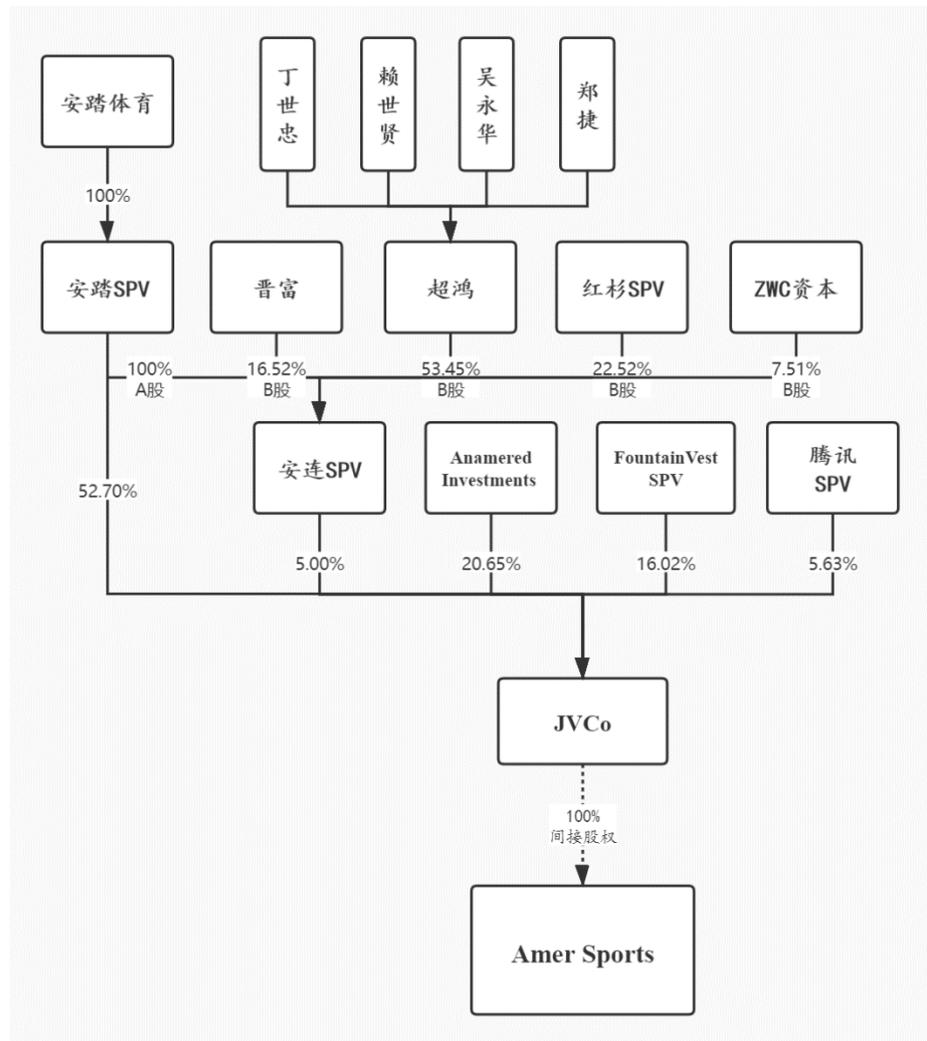


资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4.3、收购 Amer Sports，大品牌+强运营的组合

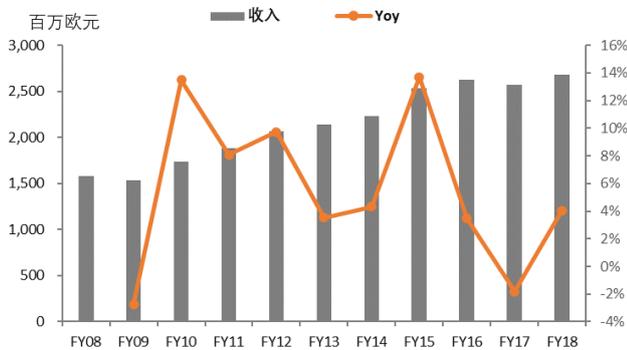
2018 年底，安踏联合方源资本、Anamed investments、腾讯对 Amer Sports 发出要约收购，收购对价 46.6 亿欧元（对应 2018 年是 37 倍 PE），安踏在 Amer Sports 持有 52.70%权益和 57.70%表决权。

图43、Amer Sports 股权结构



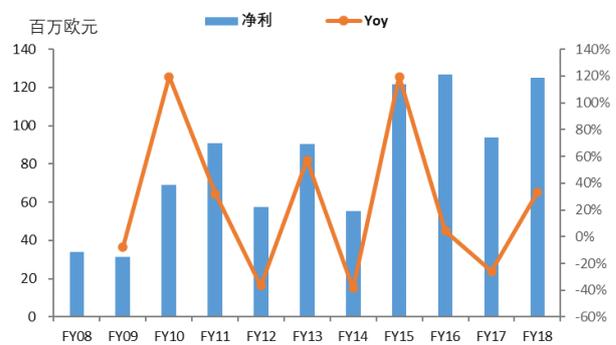
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、被收购前，Amer 收入及增速，CARG=5%



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、Amer 净利润及增速，CARG=14%



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

(1) Amer Sports 旗下品牌是户外细分市场的全球领导者

Amer Sports 旗下皆是全球户外运动品牌的领导者。Arc'teryx 是国际公认的顶级户外服装品牌，被誉为户外界的“爱马仕”，品牌形象深入人心；Wilson 始终专注于球类运动，其篮球是 NBA 官方比赛用球，网球拍是众多网球大满贯运动员的专用球拍，包括小威廉姆斯和费德勒；Salomon 在越野跑鞋和滑雪系列产品是全球顶尖；Suunto 制造针对最恶劣的环境的运动腕表、潜水电脑和精密仪器；Mavic 拥有碳纤维超薄车圈等无数尖端技术。

图46、Amer Sports 旗下主要品牌

品牌	Arc'teryx	Salomon	Wilson	Peak Performance	ATOMIC	SUUNTO
logo						
定位	高端户外服装设备领导者	全球户外运动领导者	全球球类运动领导者	运动时尚品牌	世界领先的滑雪公司	运动手表和潜水产品先锋
源于	1989	1947	1913	1986	1955	1936
产品						

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、Amer Sports 旗下品牌是细分市场的全球领导者

	1	2	3
鞋类	越野跑鞋和装备 salomon		
服装		超高端户外服装 salomon ARC'TERYX	
冬季运动装备	高山滑雪器具 salomon ATOMIC	越野滑雪器具 salomon ATOMIC	滑雪板 salomon ATOMIC
运动器具	潜水表 SUUNTO		运动手表 SUUNTO
自行车	超高端自行车轮 MAVIC		
球类运动	网球、棒球、足球 Wilson	篮球 Wilson	

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司将重点培育 Arc'teryx、Salomon 和 Wilson 三个品牌在大中华区的发展，打造 3 个 10 亿欧元。Arc'teryx 外套价格在 1200-20000 元之间，Salomon 越野跑鞋的价格在 800-3000 元之间，Wilson 的主营产品则包括篮球、网球、网球拍和相关配件等。

图48、Arc'teryx、Salomon、Wilson 品牌主要产品和价位

Arc'teryx			Salomon			Wilson		
用途	价格区间 (元)	图例	分类	价格区间 (美元)	图例	分类	价格区间 (元)	图例
登山&攀岩	248-9800		服饰类	25-10790		网球	189-2849	
徒步&穿越	350-6400		鞋履	35-3760		篮球	89-669	
单双板滑雪	100-12000		包类	25-100		羽毛球	479-1329	
越野跑	300-4000		配件类	20-7490		运动	119-1029	

资料来源：公司官网，天猫，兴业证券经济与金融研究院整理

对安踏而言,极高的品牌护城河及美誉度意味着自带粉丝,相比 FILA 和 DESCENTE 分别花费 4 年和 3 年的时间达到盈利状态而言,若剔除疫情影响, Amer Sports 的培育时间可能会更短。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

(2) Amer Sports 中国业务经营潜力巨大

Amer Sports 收入主要来源于 EMEA 地区和北美地区，占比达 85%以上，亚太地区的经营十分落后。2018 年，Amer Sports 在亚太地区收入占比是 14.63%，在大中华市场收入占比是 5%左右（1.5 亿欧元），这与 NIKE、Adidas 20%的大中华区收入占比形成显著差距。

图49、Amer Sports 营收区域占比

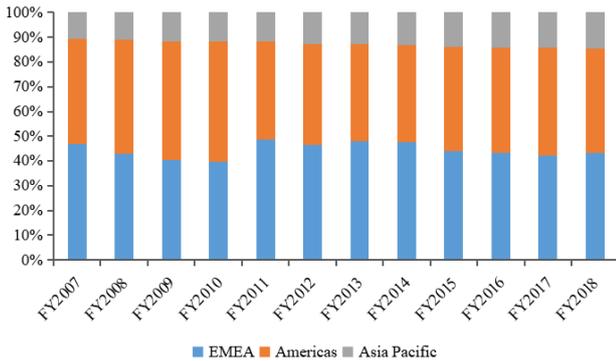
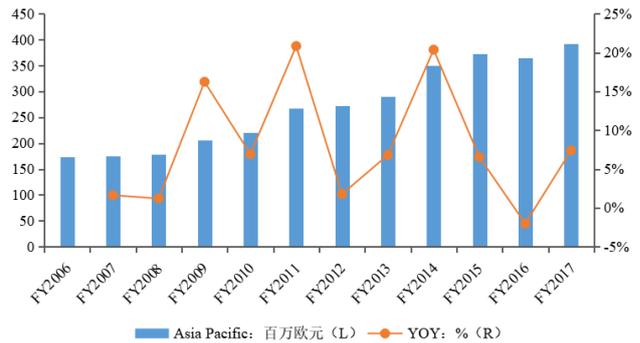


图50、Amer Sports 亚太地区营收及增速



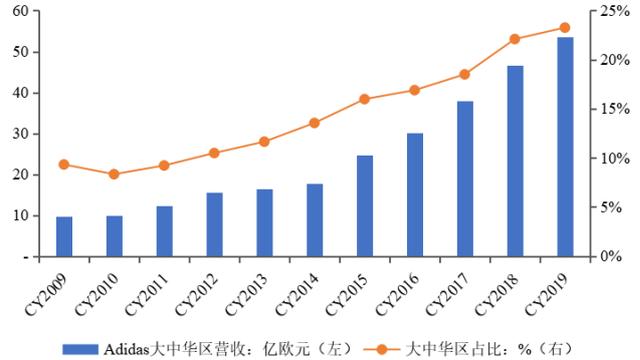
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图51、近年来耐克大中华区营收及占比



图52、近年来阿迪达斯大中华区营收及占比

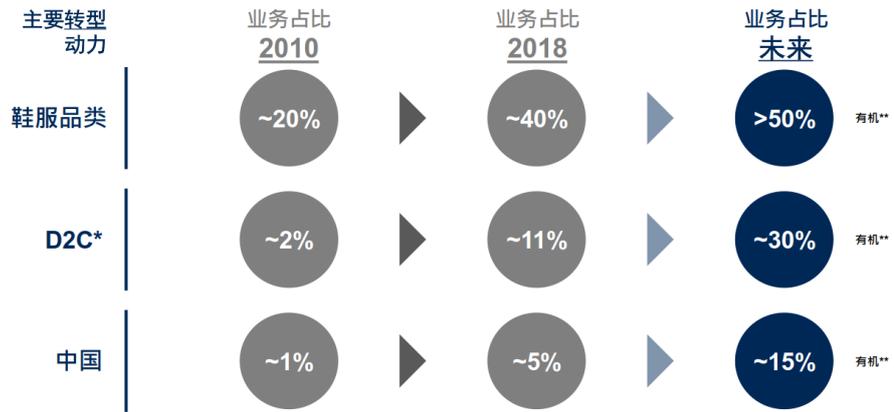


资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

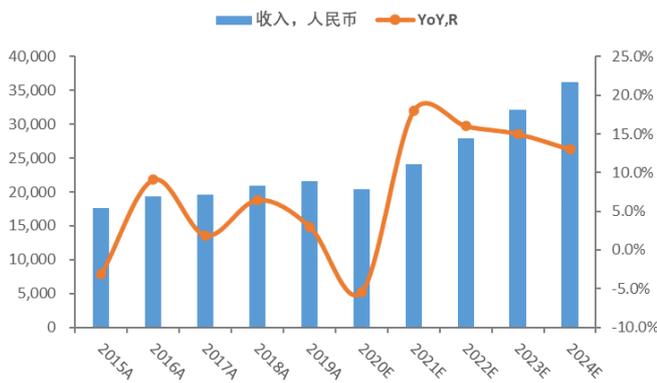
安踏将把自己在渠道方面的优势嫁接 AMER，并充分借鉴 FILA、DESCENT 的全渠道、会员管理经验。目前，AMER 全球门店超过 400 家，多以加盟为主；安踏将运营高端品牌 FILA 和 DESCENT 的经验嫁接至 Amer Sports，重点攻破中国市场，公司计划将中国业务的收入占比提升至 15%，于 2023 年展店至 300 家直营和 1000 家加盟店，始祖鸟品牌和萨罗蒙品牌将是重要展店方向。我们预计 Amer Sports 在中国业务收入于 2024 年将超过 65 亿元，6 年 CAGR=32%，Amer 全球业务收入将超过 360 亿元，CAGR=10%，预计净利润增速将超过收入增速，EBIT margin 恢复至双位数水平，净利润在 20 亿元左右，归属于安踏部分是 11 亿元。

图53、Amer Sports 发展目标



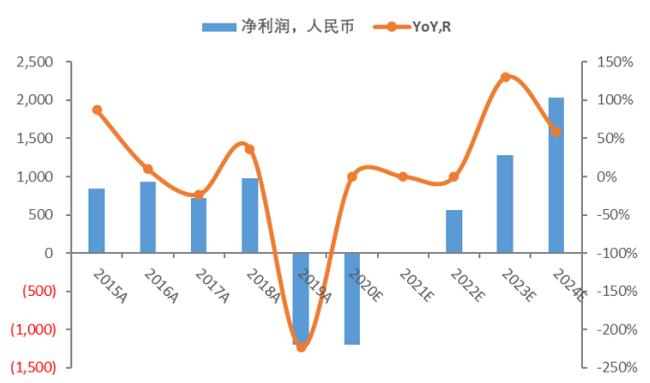
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图54、AMER Sports 收入（百万元）预测



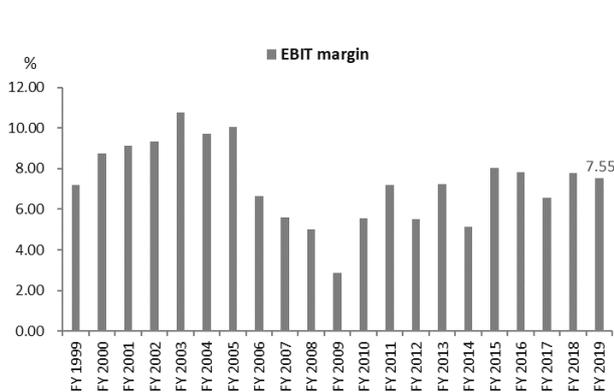
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图55、AMER Sports 利润（百万元）预测



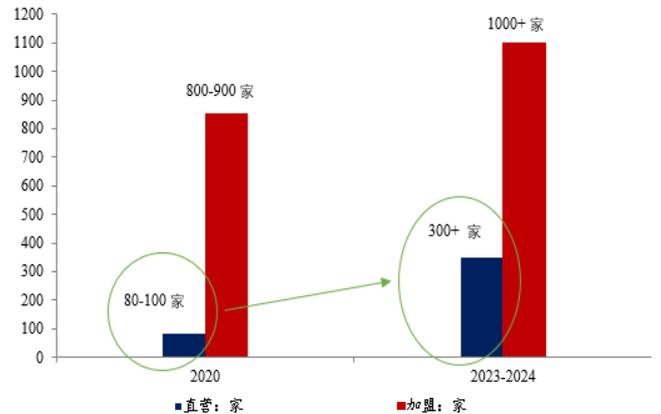
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图56、经营利润率有望恢复至双位数水平



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图57、Amer Sports 门店数量预测



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

### (3) 协同在哪里？

构建“三大平台”，优势互补。安踏建立了零售、供应链和共享支持“三大平台”。在前端，每个品牌有独立的“进入市场(GTM)”结构，各个品牌均有独立的设计、品牌、营销等职能。在后端，各品牌共享集团采购、物流、财务、零售、电商等资源。通过安踏体育在产品、供应链、零售等维度的大中华区开发经验，助力 Amer Sports 旗下核心品牌在中国市场的快速落地和成长，发挥规模优势。

## 4.4、以始祖鸟为窗口观测其发力点

始祖鸟是安踏重点打造的三个品牌之一，2019年中，徐阳接手管理始祖鸟大中华区，始祖鸟正重焕新生。

### (1) 渠道：

**专注消费体验，实现三通目标。**“三通”即货通、数据通和人通。货通，通过“旧货抵换新货”的过季尾货回收政策实现；数据通，通过 Amer BI 的建立实现，实现门店数据数据化；人通，打通会员数据，增加高净值会员的占比，并通过始祖鸟 Alpha 中心、始祖鸟之家、山地课堂实现顶级的消费体验。

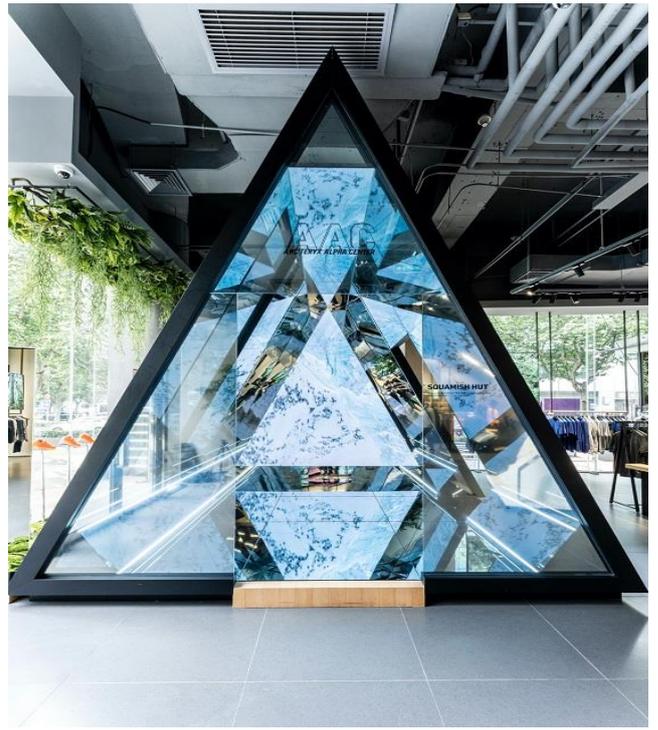
始祖鸟自营门店分为正价店与奥莱店，正价店专注做客户体验，奥莱店主要做零售卖货，两者定位清晰，而全国经销商门店的过季尾货可通过“旧货抵换新货”的新政实现全国一盘货，公司可通过 BI 系统监控所有的终端动销。截至 2021 年 1 月底，始祖鸟线下门店已覆盖大陆地区 30 个省市，门店总数超过 200 家。

- **始祖鸟旗舰店陆续开业。**2020 年 9 月，始祖鸟第一家全球旗舰店开业，该店位于上海淮海中路，与爱马仕之家、蒂芙尼相邻，门店面积 736 平方米，被命名为 **始祖鸟之家概念店**（以下简称 AAC）。2020 年 11 月，始祖鸟之家概念店在北京国贸城开业，东北地区最大的始祖鸟旗舰店亮相沈阳万象城。
- **通过互动体验空间提升品牌高度。**AAC 实际销售陈列的面积只占 50%，体验区域面积占比在 30%，包括模拟攀登圣地 Squamish、Coast Mountain 矿区、Whistler 滑雪胜地等，剩余空间用来举办山地课堂、摄影展等社区活动。

图58、 淮海中路全球旗舰店



图59、北京国贸旗舰店



资料来源：始祖鸟微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：始祖鸟微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图60、AAC 体验区: Cracks In Coast Mountain



资料来源：始祖鸟微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图61、AAC 体验区: Whistler Hut



资料来源：始祖鸟微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图62、AAC 山地课堂



图63、AAC 旅途的光影世界



资料来源：始祖鸟微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：始祖鸟微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

(2) 产品:

始祖鸟被誉为户外界的爱马仕，产品“硬核”，打造极致。公司开启联名系列、艺术家系列，将户外运动与潮流文化、时尚都市风格融合，让“专业功能性”的覆盖面延伸至“日常通勤”，从而扩大消费者的覆盖面。

- “硬核”科技，助力极致户外体验。始祖鸟定位于打造极致户外装备。以第六代 Alpha SV 夹克外套为例，采用了新一代 N100d 3L GORE-TEX Pro 耐磨面料，融合了防水防风耐磨透气防撕裂等全方位需求，专为恶劣高山天气环境而设计。腋下采用 WaterTight 拒水外侧拉链设计，兼顾通风。而微缝头和 e3D 剪裁减少累赘，让夹克仅重约 490g。

图64、始祖鸟 e3D 剪裁工艺



图65、始祖鸟 N100d 3L GORE-TEX Pro 耐磨面料



资料来源：始祖鸟微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：始祖鸟微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

- **Arc'teryx × PALACE，联接户外运动与城市漫游。**2020年12月，Arc'teryx 首个联名系列“Arc'teryx × PALACE”正式发布，标志着始祖鸟产品系列的变革。Palace Skateboards 是英国滑板先锋品牌，通过登山与滑板文化的交融，打通了户外运动与城市漫游。联名系列囊括了 Alpha SV、棉羽夹克、背包等众多单品，让专业运动更加日常与大众。此外，Arc'teryx 还将联手德国设计师品牌 Jil Sander，将于2021年10月推出联名胶囊系列。

图66、Arc'teryx × PALACE



资料来源：始祖鸟微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

## 5、盈利预测

- 安踏品牌: 从财务的角度, DTC 转型将对 2021 财务表现有较大冲击, 预计 2021 年安踏品牌直营经营利润率仅有单位数 (批发经营利润在过去有 26%), 2022 年之后直营利润率有望逐步恢复至中双位数的正常水平, 我们预计 2024 年安踏品牌净利润将达到 52 亿。
- FILA 品牌: 继续增开 FILA Kids 及 FILA Fusion 门店, 店效提升潜力大。我们预计 FILA 品牌在 2024 年的收入将超过 400 亿元, 净利润超过 80 亿元, 存在继续超预期的可能性。
- 其他品牌: 2022 北京冬奥会临近, 迪桑特迎来机遇, 我们预计迪桑特门店数量在 2024 年有望达到 400 家, 并贡献 35 亿左右的收入, 净利润将在 7 亿左右。
- 合营公司利润: 大品牌+强运营的组合协同赋能, 我们预计 Amer Sports 在中国业务收入于 2024 年将超过 65 亿元, 全球业务收入将超过 360 亿元, 净利润在 20 亿元左右, 归属于安踏部分是 11 亿元。

图67、公司各品牌收入预测 (百万元)

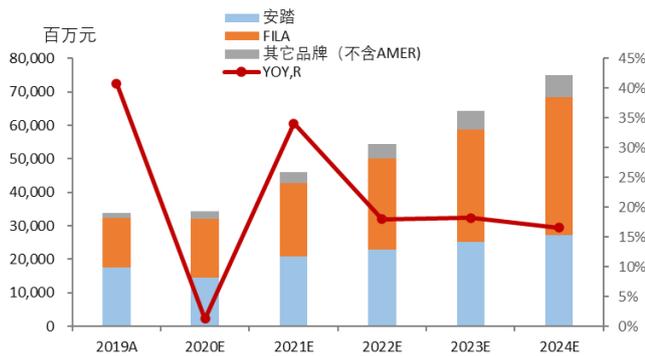
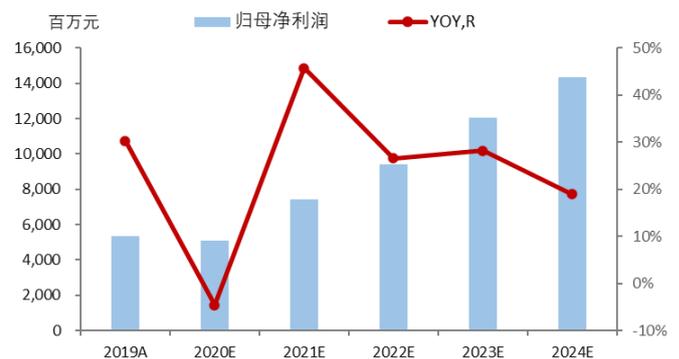


图68、公司利润预测 (百万元)



资料来源：年报，兴业证券经济与金融研究院预测

资料来源：年报，兴业证券经济与金融研究院预测

综上，预计 2020-2024 年公司营收分别为 344/461/544/643/749 亿元，同比 +1.3%/+34%/+18%/+18%/+17%；归母净利润分别为 51/75/95/121/143 亿元，同比 -4.6%/+48%/+26%/+27%/+19%。

### 估值：

从分部估值的角度，安踏品牌 2024 年净利润 52 亿，25×PE 估值，对应 1300 亿元市值；FILA 品牌同期 80 亿净利润，25×PE 估值，对应 2000 亿元市值；其他品牌（迪桑特、科隆等）净利润 14 亿，25×PE 估值，对应 350 亿元市值；Amer Sports 归属于安踏部分的净利润是 11 亿元，25×PE 估值，对应 275 亿元市值，合计 4000 亿元市值，约 4700 亿港元市值，较当前市值有 41% 的上升空间，持有至 2024 年的

年化回报率约 14%。

从相对估值的角度，我们选取内资运动品牌李宁和国际知名运动品牌 Lululemon、Nike、Adidas、Lululemon 作为对标公司，取 2021 年 PE 为 42 倍的目标估值，对应安踏目标价为 140.9 港元，较当前股价有 19.1% 的上升空间，上调至“买入”评级。

**表9、可比公司估值（2021年3月15日更新）**

公司	代码	市值 (亿港元)	P/E				
			2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
Nike	NKE US Equity	17,740	50.15	72.47	40.94	33.86	29.46
Adidas	ADS GY Equity	5,445	30.15	132.49	37.49	29.02	24.63
Lululemon	LULU US Equity	3,181	65.62	69.23	48.73	40.72	35.28
李宁	02331 HK Equity	1,085	59.73	57.37	41.52	32.06	N/A
<b>均值</b>			<b>51.41</b>	<b>82.89</b>	<b>42.17</b>	<b>33.91</b>	<b>29.79</b>

资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

## 6、风险提示

- DTC 推广不及预期
- 存货积压风险
- 品牌推广不及预期
- 宏观经济影响
- 疫情反复

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>23,321</b>	<b>25,558</b>	<b>32,708</b>	<b>40,641</b>
货币资金	8,221	10,976	15,670	22,064
应收账款	6,309	6,247	8,082	9,709
存货	4,405	3,949	4,569	4,482
其他	4,386	4,386	4,386	4,386
<b>非流动资产</b>	<b>17,898</b>	<b>17,801</b>	<b>17,700</b>	<b>17,593</b>
固定资产	2,148	2,061	1,970	1,877
无形资产	678	669	658	645
合营公司资产	10,551	10,551	10,551	10,551
使用权资产	3,237	3,237	3,237	3,237
递延税项	746	746	746	746
其他	537	537	537	537
<b>资产总计</b>	<b>41,218</b>	<b>43,359</b>	<b>50,408</b>	<b>58,234</b>
<b>流动负债</b>	<b>12,412</b>	<b>10,714</b>	<b>12,216</b>	<b>13,041</b>
短期借款	1,359	1,359	1,359	1,359
应付账款	9,828	8,130	9,632	10,458
即期应付税项	1,225	1,225	1,225	1,225
<b>非流动负债</b>	<b>7,746</b>	<b>7,746</b>	<b>7,746</b>	<b>7,746</b>
<b>负债合计</b>	<b>20,157</b>	<b>18,460</b>	<b>19,962</b>	<b>20,787</b>
股本	261	261	261	261
储备	19,821	23,391	28,541	35,042
股东权益	20,082	23,652	28,802	35,303
<b>权益合计</b>	<b>21,061</b>	<b>24,900</b>	<b>30,446</b>	<b>37,447</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>41,218</b>	<b>43,359</b>	<b>50,408</b>	<b>58,234</b>

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	8,008	7,702	10,564	13,237
折旧和摊销	389	452	503	560
营运资金的变动	-802	-1,180	-953	-714
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,485</b>	<b>4,691</b>	<b>7,525</b>	<b>9,901</b>
投资活动现金流	(13,065)	(406)	(453)	(507)
融资活动现金流	4,670	(1,530)	(2,377)	(3,000)

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>33,928</b>	<b>34,358</b>	<b>46,069</b>	<b>54,373</b>
营业成本	(15,269)	(13,821)	(17,820)	(20,392)
<b>毛利</b>	<b>18,659</b>	<b>20,537</b>	<b>28,249</b>	<b>33,980</b>
其他收入	1,070	1,306	1,474	1,740
销售费用	(9,721)	(11,338)	(16,585)	(19,846)
管理费用	(1,313)	(2,062)	(2,534)	(2,990)
净融资收入	(53)	(107)	(41)	58
分占合营公司利润	(633)	(633)	-	294
<b>税前利润</b>	<b>8,008</b>	<b>7,702</b>	<b>10,564</b>	<b>13,237</b>
所得税	(2,384)	(2,334)	(2,641)	(3,236)
<b>净利润</b>	<b>5,624</b>	<b>5,368</b>	<b>7,923</b>	<b>10,001</b>
少数股东损益	280	268	396	500
<b>归母净利润</b>	<b>5,344</b>	<b>5,100</b>	<b>7,527</b>	<b>9,501</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>1.99</b>	<b>1.90</b>	<b>2.80</b>	<b>3.54</b>

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	40.8%	1.3%	34.1%	18.0%
毛利润增长率	47.1%	10.1%	37.6%	20.3%
净利润增长率	30.3%	-4.6%	47.6%	26.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	55.0%	59.8%	61.3%	62.5%
净利率	15.8%	14.8%	16.3%	17.5%
ROE	28.0%	22.7%	27.5%	28.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	48.9%	42.6%	39.6%	35.7%
流动比率	2.6	1.9	2.4	2.7
<b>营运能力</b>				
资产周转率(次)	0.82	0.79	0.79	0.91
存货周转率(次)	4.18	3.31	4.18	4.51
<b>每股资料</b>				
每股收益(元)	1.99	1.90	2.80	3.54
每股经营现金(元)	2.79	1.75	2.80	3.69
每股净资产(元)	7.48	8.81	10.73	13.15
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	51.9	54.3	36.8	29.2

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyjq.com.cn](http://www.xyjq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、China Gas Industry Investment Holdings Co. Ltd.、河钢股份有限公司第一服务控股有限公司、第一服务控股有限公司、深圳晨北科技有限公司、達豐設備服務有限公司、建发物业发展集团有限公司、星盛商业管理股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。