

2021年05月27日

安踏体育 (02020.HK)

深度分析

匠心汇聚水到渠成，安踏体育永不止步

纺织服装 | 体育及户外

投资评级

买入-A(首次)

股价(2021-05-27)

157.50 港元

交易数据

总市值(百万港元)	425,774.32
流通市值(百万港元)	425,774.32
总股本(百万股)	2,703.33
流通股本(百万股)	2,703.33
12个月价格区间	66.94/157.50 港元

一年股价表现



资料来源: Wind

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.44	32.34	110.36
绝对收益	16.03	32.80	135.30

分析师

王冯

 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@hua.jinsc.cn
 021-20377089

分析师

吴雨舟

 SAC 执业证书编号: S0910520080001
 wuyuzhou@hua.jinsc.cn
 021-20377061

相关报告

投资要点

- ◆ **安踏体育多品牌布局,国内市占率排名第三:**安踏体育以定位大众运动的安踏品牌、定位运动时尚的 FILA 品牌为核心,并通过 Descente、Kolon Sports 品牌以及收购的 AmerSports 布局偏向冰雪户外的高端专业运动品牌,形成多品牌全覆盖的运动集团。近年来,国内运动鞋服市场中,安踏体育市占率排名第三,仅次于耐克及阿迪达斯。
- ◆ **行业层面三点利好,本土龙头有望加速培育:**①总量方面,运动鞋服市场有望延续双位数增长,安踏体育有望受益。②门槛方面,营销及研发构筑行业门槛,推升运动鞋服集中度及马太效应,龙头安踏持续受益。③品牌角度,短期内疆棉事件推动国内品牌销售,长期看,本土服装品牌具有优势。我们坚持认为,中长期下,国内有望培育可于耐克、阿迪达斯抗衡的运动品牌,安踏具有较大潜力。
- ◆ **安踏品牌研发构筑竞争力,品牌价值稳步提升:**安踏品牌起源于鞋类制造,持续对研发进行投入,近年来部分技术已媲美国际一流水平。公司持续签约运动冠军、赞助国家队,向消费者展示受专业运动团队认可的形象。研发及营销巩固下,安踏品牌价值快速提升,已夯实向上突破基础。双奥契机下,安踏品牌有望通过国旗款系列引领,取得品牌升级成效,逐步向“大国品牌”前行。我们预计安踏品牌以线上扩张及门店单产优化为主,DTC 转型推进下,2020年至2023年营收、经营利润分别实现年复合增长约 22%、27%。
- ◆ **FILA 品牌收购切入运动时尚,纵向一体化助力高增:**近年来 FILA 品牌的高速成长,一是运动时尚细分市场处于高速成长的蓝海阶段,二是全直营及纵向一体化带来的供应链效率,支撑 FILA 采取类似于运动+快时尚的模式,从而适应时尚趋势和各种风格的变迁。展望未来,运动时尚全球高增长预计延续,效率优势打造 FILA 竞争力,并有望继续推动 FILA 高成长。我们预计 FILA 品牌稳步拓展门店,在同店拓店增长推动下,2020年至2023年营收、经营利润分别实现年复合增长约 21%、27%。
- ◆ **其他品牌布局冰雪户外,冬奥会推升户外预期:**公司通过 Descente、KolonSports、AmerSports 布局冰雪户外运动,Descente、KolonSports 快速培育,实现盈利。AmerSports 旗下始祖鸟、萨勒蒙、威尔逊分别是全球头部的高端户外、冬季运动、专业运动品牌,在技术、品牌方面均具有影响力。未来 Amer 延续“大品牌、大渠道、大国家”战略,有望成为安踏体育新的增长点。2022年初北京冬奥会有望提升国内冰雪运动热情,积极布局冰雪户外品类的安踏体育或迎来收获期。
- ◆ **投资建议:**双奥年度及国货利好背景下,我们预计公司 2021年至2023年每股收益分别约 2.90、3.74、4.52 元,净资产收益率分别约 25.8%、25.9%、24.6%。

目前安踏体育 PE (21E) 约 45 倍,PEG (21E) *约 1.3 倍。对比可比的国内港股运动服饰龙头李宁、运动服饰制造龙头申洲国际,公司 PEG 相对较低。我们看好运动服饰行业增长动力及公司在国内市场的竞争力提升,首次覆盖,给予“买入-A”建议。

- ◆ **风险提示：**安踏直营门店经营培育或不及预期；运动时尚行业竞争加剧或使 FILA 增速有所放缓；部分其他品牌培育或不及预期；海外疫情延续或使 AmerSports 减亏不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	33,928	35,512	46,831	55,217	63,475
YoY(%)	40.8	4.7	31.9	17.9	15.0
净利润(百万元)	5,344	5,162	7,835	10,104	12,230
YoY(%)	30.3	-3.4	51.8	29.0	21.0
毛利率(%)	55.0	58.2	59.4	62.4	63.6
EPS(摊薄/元)	1.98	1.91	2.90	3.74	4.52
ROE(%)	26.7	21.6	25.8	25.9	24.6
P/E(倍)	65.7	68.0	44.8	34.8	28.7
P/B(倍)	17.5	14.6	11.6	9.0	7.1
净利率(%)	15.8	14.5	16.7	18.3	19.3

数据来源：贝格数据，Wind，华金证券研究所

内容目录

一、安踏体育——国内运动鞋服龙头	6
(一) 安踏以制造起源，产品营销两不误	6
(二) 品牌矩阵完善，从大众到高端，从时尚到专业	7
(三) 家族风格延续，安踏持续稳健增长	9
二、体育强国开拓行业空间，本土龙头有望加速培育	10
(一) 体育强国战略推进，运动服饰双位数增长望延续	10
(二) 营销及研发形成品类壁垒，行业马太效应明显	12
(三) 国产品牌认可度提升，本土龙头有望加速培育	15
三、研发构筑安踏竞争力，品牌价值稳步提升	17
(一) 安踏制造起步重视研发，构筑产品竞争力	17
(二) 有效运用体育营销资源，强化消费者认知	19
(三) 品牌价值稳步提升，DTC 转型望推升效率	21
四、收购切入运动时尚，纵向一体化助力 FILA 高增	23
(一) 收购 FILA 切入运动时尚，细分市场发展望延续	23
(二) 快速响应追逐时尚趋势，效率优势构筑竞争力	25
五、其他品牌经营改善，冬奥会推升户外预期	27
(一) 其他品牌近期经营改善，收购 Amer 助力公司专业布局	27
(二) 北京冬奥会推升户外预期，安踏体育有望受益	30
六、盈利预测与投资建议	31
七、风险提示	33

图表目录

图 1：安踏体育产品示意图	6
图 2：2019 年国内运动鞋服公司市占率	6
图 3：安踏体育主要大事记示意图	7
图 4：安踏体育部分品牌布局示意图	8
图 5：安踏部分品牌品牌价格带示意图之一	8
图 6：安踏部分品牌品牌价格带示意图之二	8
图 7：安踏体育营业收入拆分（百万元）	9
图 8：安踏体育税前利润拆分（百万元）	9
图 9：安踏品牌及 FILA 品牌门店数量估计	9
图 10：安踏体育营业收入及其增长	9
图 11：安踏体育 2020 年 12 月主要股东股权结构示意图	10
图 12：国内经常体育锻炼的人数及目标	11
图 13：国内体育产业总产出规模	11
图 14：国内运动鞋服占整体服装市场比例估计	11
图 15：国内外运动鞋服在服装市场中的比例对比	11
图 16：国内运动鞋服市场规模及预期	12
图 17：国内服装市场规模及预期	12
图 18：李宁超轻 17 跑鞋中底性能示意图	13
图 19：安德玛典型运动紧身衣性能示意图	13

图 20: 典型运动服饰品牌鞋底、服装专利示意图	14
图 21: 典型运动服饰公司研发投入及占比 (百万元, %)	14
图 22: 典型大众服饰公司研发投入及占比 (百万元, %)	14
图 23: 2019 年国内不同品类服装集中度	14
图 24: 国内运动鞋服市场集中度较高	15
图 25: 2019 年国内运动服饰龙头公司市占率变化	15
图 26: 过去一年中消费者对国货的看法	15
图 27: 消费者在国产服装鞋帽品牌的消费变化	15
图 28: 近期天猫平台典型运动户外品牌销售额占比估计	16
图 29: 日本 2018 年服装市场头部品牌市占率情况	17
图 30: 美国 2016 年服装市场头部公司市占率情况	17
图 31: 安踏体育生产车间示意图	17
图 32: 安踏体育产品自产比例	17
图 33: 安踏体育研发投入及占营收比例	18
图 34: 国内典型运动品牌研发投入 (百万元)	18
图 35: 安踏品牌 C37 软底跑鞋示意图	18
图 36: 典型运动公司国内发明专利数 (个)	18
图 37: 典型运动品牌公司产品价格带示意图	19
图 38: 安踏体育主要运动营销合作示意图	19
图 39: 安踏品牌 KT5 产品示意图	20
图 40: 安踏品牌联名款示意图	20
图 41: 东京奥运会及北京冬奥会宣传图	20
图 42: 安踏品牌与自由式滑雪冠军的营销宣传图	20
图 43: 安踏门店形象更迭示意图	21
图 44: 安踏品牌门店数量及增长	21
图 45: 安踏品牌线下门店店效及其增长估计	21
图 46: 国内市场典型运动品牌零售额增速估计	22
图 47: 国内典型运动品牌品牌价值 (亿元)	22
图 48: 安踏品牌直营及分销门店数量估计	23
图 49: 安踏体育分销及 DTC 模式对比示意图	23
图 50: FILA 定位运动时尚示意图	23
图 51: FILA 收购后的年度部分大事记示意图	24
图 52: 全球运动时尚服饰市场规模示意图	24
图 53: FILA 及比音勒芬门店数量	25
图 54: FILA、比音勒芬及李宁运动时尚规模增长估计	25
图 55: FILA 及比音勒芬单店增长估计	25
图 56: 服装公司 SPA 模式及传统模式差异示意图	26
图 57: FILA 频繁上新示意图	26
图 58: 安踏体育其他品牌营收及其增速	27
图 59: 安踏体育其他品牌毛利率及经营利润率	27
图 60: 安踏体育旗下其他主要品牌拓店目标	28
图 61: AmerSports 股权结构示意图	28
图 62: 安踏体育与 Amer 各自优势示意图	29
图 63: AmerSports 沈阳馆门店示意图	29
图 64: AmerSports Holding 营业收入及净利润情况	30

图 65: 2018 年 AmerSports 分区域营收结构	30
图 66: AmerSports 未来转型增长推动力 (分类营收占整体比例)	30
图 67: 国内冰雪运动场馆数量情况	31
图 68: 国内冰雪休闲旅游人次情况	31
图 69: 08 年奥运会前后国内运动服饰市场规模	31
图 70: 08 年奥运会前后典型运动服饰品牌市占率情况	31
表 1: 专业运动、时尚运动、休闲时尚的差异	12
表 2: 典型国内运动品牌赛事及代言人合作情况不完全统计	12
表 3: 典型全球服装品牌发源地营收占比	16
表 4: 国内典型品牌运动实验室建立时间	18
表 5: FILA 近期天猫旗舰店上新品类统计	26
表 6: AmerSports 细分领域优势	28
表 7: “三亿人参与冰雪运动”相关政策	30
表 8: 安踏体育各品牌营收及经营利润预测 (百万元, %)	32
表 9: 安踏体育重要财务指标表	32
表 10: 可比公司估值表	32

一、安踏体育——国内运动鞋服龙头

（一）安踏以制造起源，产品营销两不误

安踏体育是多品牌布局的国内运动鞋服龙头。安踏体育目前位居国内运动鞋服行业第一梯队，旗下分为专业运动、时尚运动、户外运动三个品牌群。其中专业运动品牌包括安踏、安踏儿童、Sprandi；时尚运动群包括 FILA、FILA KIDS、FILA FUSION 以及 KINGKOW；公司旗下户外运动品牌群包括 Descente、Kolon Sports。此外，公司控股的联营公司 AmerSports 旗下拥有始祖鸟（ARC'TERYX）、萨勒蒙（Salemon）、威尔逊（Wilson）等偏向高端或专业的品牌。

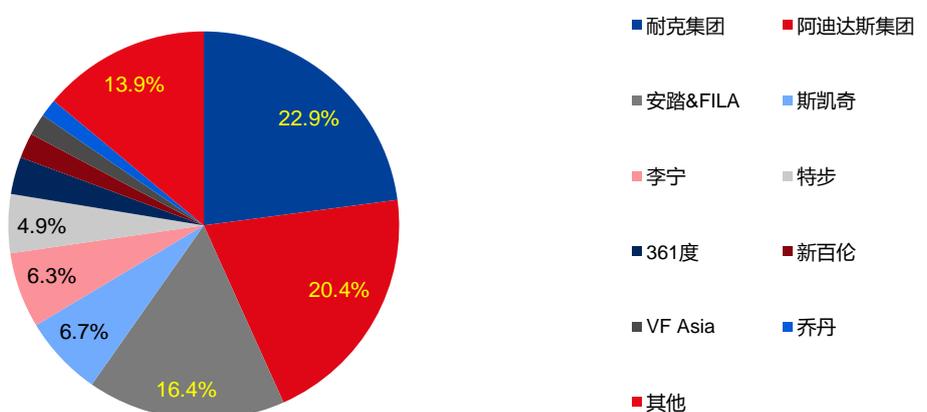
图 1：安踏体育产品示意图



资料来源：各品牌天猫旗舰店，新浪网，华金证券研究所

国内运动鞋服市占率排名第三，仅次于耐克及阿迪达斯。通过不断的收购培育，安踏体育已涵盖大众、高端、时尚、专业等定位的运动鞋服，且通过三十年的历史积淀，成为国内运动鞋服市场的龙头之一。据统计，2019 年国内运动鞋服市场中，安踏体育旗下安踏及 FILA 品牌合计市占率约 16.4%，仅次于耐克及阿迪达斯，为国内运动品牌领跑者。

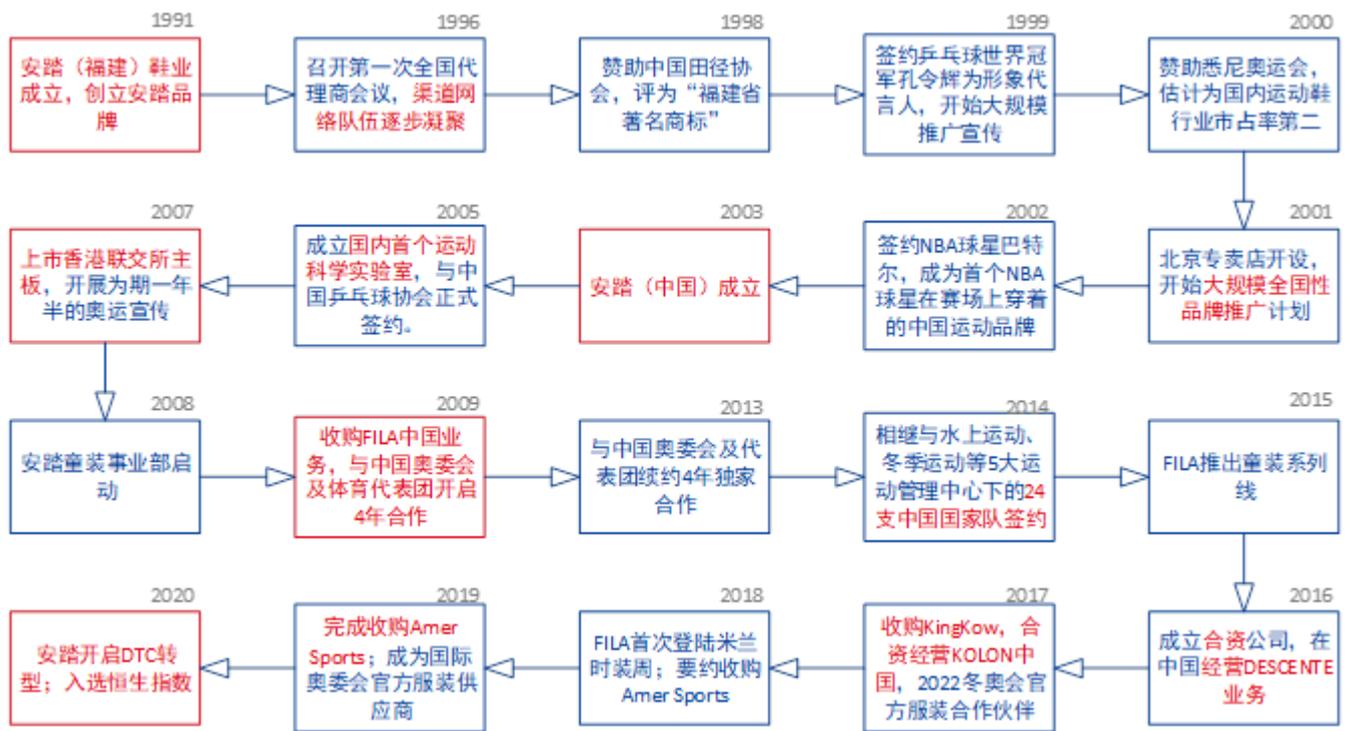
图 2：2019 年国内运动鞋服公司市占率



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

回顾历史，安踏以鞋类代工起步，产品营销两不误。1991年安踏（福建）鞋业成立，创立安踏品牌，其后公司以代理经销的方法进行初期发展。1994年扩大生产规模，在华北区域投入广告宣传，逐步站稳脚跟，并从手工生产转向规模化的工业生产。1999年公司聘请乒乓球世界冠军孔令辉作为形象代言人，依托“我选择，我喜欢”一句耳熟能详的广告语进行全国推广宣传。2003年安踏（中国）成立。2004年公司赞助CBA，成为CBA职业联赛运动装备唯一指定合作伙伴，打破国际品牌垄断国内顶级赛事的格局。2005年安踏体育斥资近千万成立体育用品行业首家运动科学实验室。2007年公司于港股主板上市。2009年收购FILA中国业务，切入高端运动时尚细分市场，并于中国奥委会及体育代表团开启合作。2014年，公司正式成为NBA官方市场合作伙伴以及NBA授权商。2016年至2019年逐步拓展户外品牌矩阵，合资经营Descente、Kolon Sports，并且完成收购AmerSports。2020年，公司开启直面消费者转型，并于年末成功入选恒生指数。

图 3：安踏体育主要大事记示意图



资料来源：公司公告，国际在线，华金证券研究所

（二）品牌矩阵完善，从大众到高端，从时尚到专业

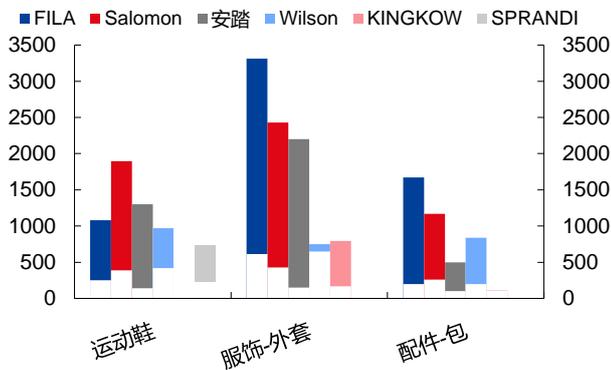
安踏体育以定位大众的安踏品牌起步，从大众走向高端，2016年起公司逐步拓展专业户外品牌，从时尚走向专业。其中核心的安踏品牌专注于提供高性价比的专业体育用品，鞋品价格带位于140~1300元左右，外衣价格带位于150~2200元左右。百年时尚运动品牌FILA鞋品约250~1100元，外衣价格带位于600~3300元。安踏体育旗下定位最高端的，莫过于AMER旗下的始祖鸟，鞋品价格带位于1500~2800元，外衣价格带位于1200~20000元。

图 4：安踏体育部分品牌布局示意图



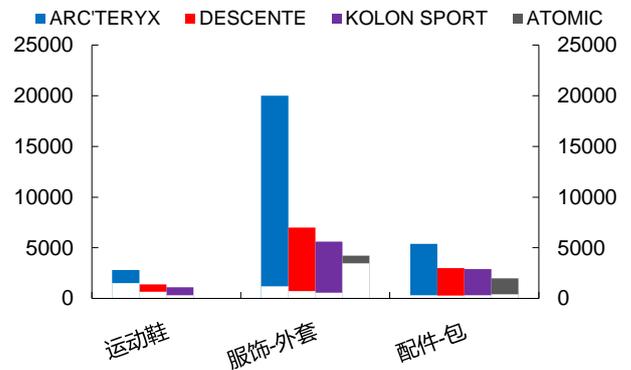
资料来源：公司公告，公司及各品牌官网，百度百科，华金证券研究所

图 5：安踏部分品牌品牌价格带示意图之一



资料来源：各品牌天猫旗舰店，2021/1/26 吊牌价，华金证券研究所

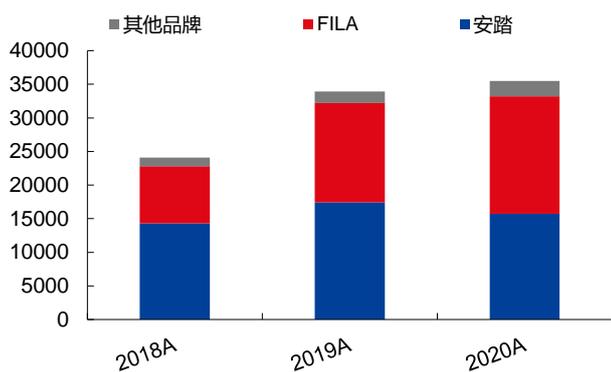
图 6：安踏部分品牌品牌价格带示意图之二



资料来源：各品牌天猫旗舰店，2021/1/26 吊牌价，华金证券研究所

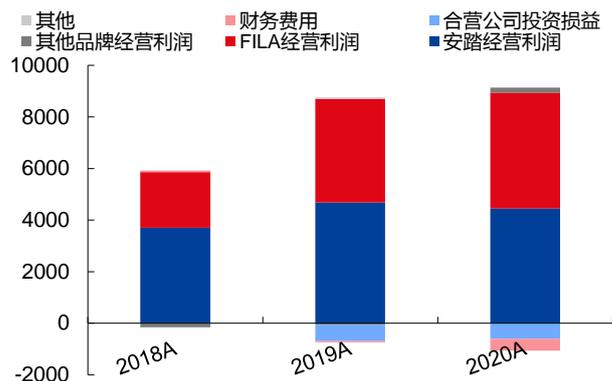
分品牌看，安踏品牌及 FILA 为公司营收净利的两大支柱。近年来，受益于运动时尚品类的蓝海市场，FILA 品牌快速拓店推动增长，营业收入及税前利润均已超过安踏品牌。2020 年，安踏、FILA 各自实现 157、175 亿元的营收，以及约 45 亿元的经营利润，其他品牌经营利润 2 亿元，另有合营公司 AmerSports 亏损影响 6 亿元。

图 7：安踏体育营业收入拆分（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：安踏体育税前利润拆分（百万元）

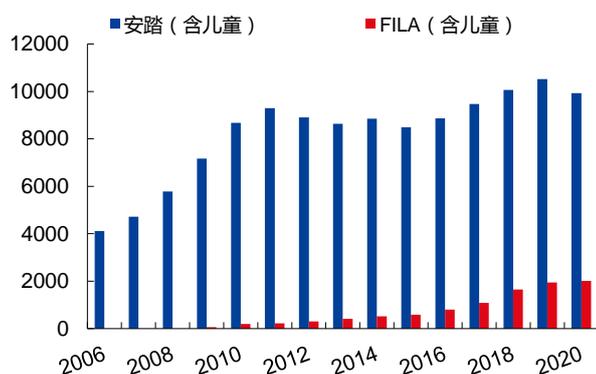


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）家族风格延续，安踏持续稳健增长

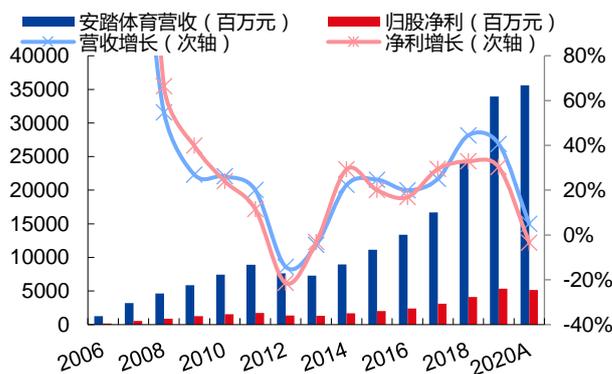
上市以来，公司持续取得快速增长。从时间来看，可将安踏的历史阶段，分为四个阶段。1991年至1999年，以代工为主的工厂制造阶段。1999年至2011年，安踏品牌通过有效的广告营销投放构建全国知名度，渠道扩张带动品牌取得高速成长。2012年至2014年，行业处于2008年奥运会助推后的调整期，安踏品牌处在产品调整及渠道优化阶段，FILA品牌处在收购后的培育初期。2015年至今，安踏主品牌产品力显现，市占率回升，公司品牌矩阵逐步完善，多品牌齐发力带动公司稳步增长。长期看，公司经营风格持续稳健，除行业受明显影响的2012、2013以及2020年，公司基本维持了20%及以上的营收、净利增长。

图 9：安踏品牌及 FILA 品牌门店数量估计



资料来源：公司公告，华金证券研究所

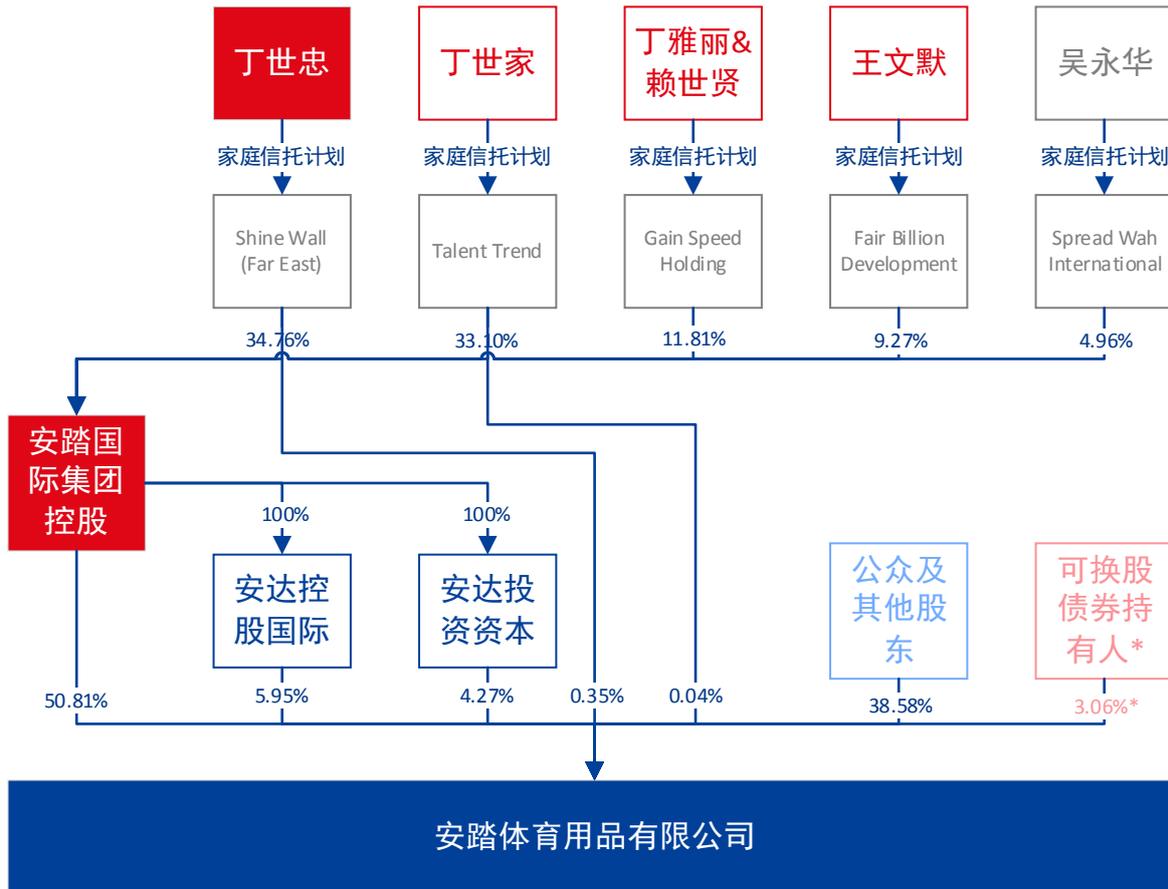
图 10：安踏体育营业收入及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

家族风格助力企业持续前行。国内运动鞋服品牌多数以制造起步，通过学习海外品牌运作，吸纳其优势，进而一步一步成长。在国内各品牌天生禀赋差异不大的情况下，安踏体育持续稳健发展，并取得目前的龙头地位，与管理层风格息息相关。安踏是以鞋厂起步的家族企业，1991年安踏董事长主席之父丁和木创业，注册商标“安踏”，便蕴含了“安心创业，脚踏实地”的经营理念。家族务实踏实的风格，有望推动安踏持续前行。

图 11：安踏体育 2020 年 12 月主要股东股权结构示意图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：可换股债券对应比例为该类换股后占现有股份的比例的估计，未来实际换股比例不确定，且换股后的持股比例需重新摊薄。

二、体育强国开拓行业空间，本土龙头有望加速培育

（一）体育强国战略推进，运动服饰双位数增长望延续

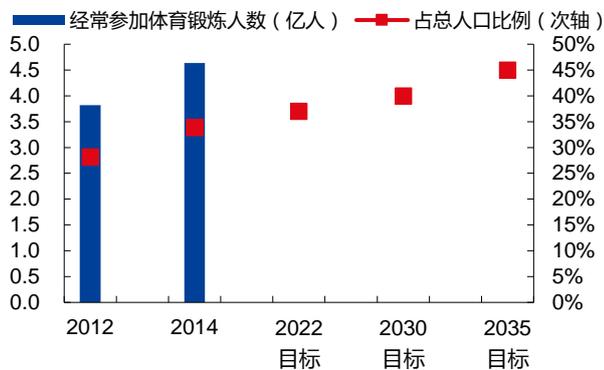
运动服饰是较快增长的细分服装领域，体育强国战略及消费者选择推动运动服饰增长。

整体而言，据前瞻研究院，2019 年国内运动鞋服市场规模已达约 3166 亿元，2015 年至 2019 年年复合增速约 17%。运动服饰市场的高增长主要源于消费者的选择。一方面，消费者对健康的追求使运动人群规模扩张，国内经常体育锻炼人数在 2014 年已达约总人口比例的 34%，2022 年占比有望进一步提升至 37%，消费者对运动的偏好有望推升运动服饰需求。另一方面，在日常穿着中，由于消费者对舒适性要求逐步提升，国内服装品类逐步由商务、向休闲、向运动品类方向倾斜。

政策方面，2019 年国务院提出《体育强国建设纲要》，拟推动全民族身体素养和健康水平持续提高。该战略将推动公共体育服务体系进一步完善，扩大体育消费。2019 年国内体育产业总产出已达 2.95 万亿元，接近十三五规划的 2020 年超 3 万亿元目标，另有 2025 年体育产业总规

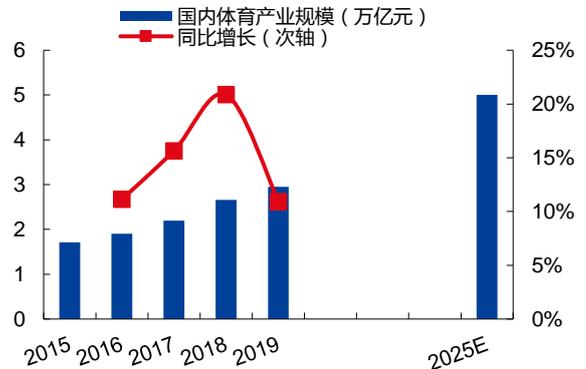
模目标超5万亿元。政策利好下，体育赛道市场规模的不断扩容，有望持续推动运动服饰等体育相关行业高速发展。

图 12：国内经常体育锻炼的人数及目标



资料来源：国家体育总局，中国政府网，健康中国行动，华金证券研究所

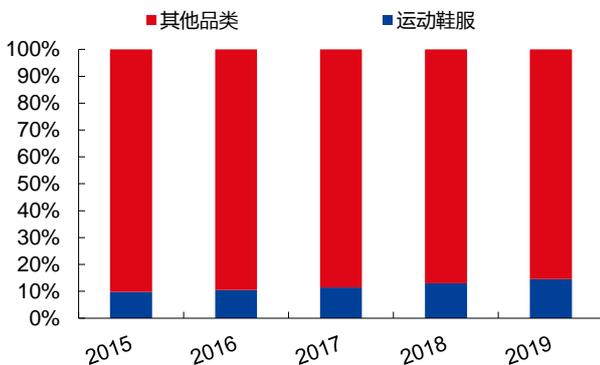
图 13：国内体育产业总产出规模



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

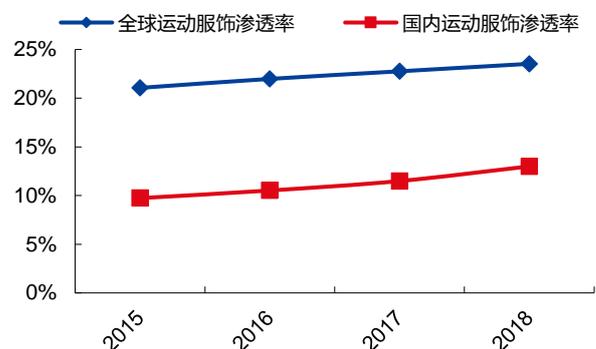
国内运动鞋服占比逐年提升，对比海外，国内运动鞋服渗透仍有空间。随着消费者偏好及政策引导，国内运动鞋服占国内整体服装市场比例逐年提升。据前瞻产业研究院，Euromonitor 数据显示，2019 年国内运动鞋服占服装市场比例约 13%。对比海外，国内运动鞋服市场渗透率较低，2018 年全球运动服饰渗透率约为 24%，明显高于国内运动服饰渗透率。

图 14：国内运动鞋服占整体服装市场比例估计



资料来源：前瞻产业研究院，Euromonitor，华金证券研究所

图 15：国内外运动鞋服在服装市场中的比例对比



资料来源：前瞻产业研究院，Euromonitor，华金证券研究所

消费者偏好、政策引导，叠加渗透率空间，运动鞋服市场有望继续保持双位数增长。国内运动鞋服渗透率存在提升空间，消费者对舒适度的偏好叠加政策引导，国内运动鞋服市场有望延续较快增速。据前瞻产业研究院、HKTDC 等，Euromonitor 数据显示，由于疫情影响，2020 年国内运动鞋服市场销售增速下行，但好于国内鞋服市场整体降幅。疫情主要影响线下客流，国内消费者就业及收入情况较为稳定，2020 年 Q1~Q3 实际人均可支配收入仅降低 0.3%，因此随有效疫苗逐步推广，国内疫情受控，2021 年运动服饰消费有望取得恢复性高增长，并于 2019 年至 2024 年取得约 11% 的年复合增速。行业的高速增长，有望为运动品牌、公司的高速成长夯实基础。

图 16：国内运动鞋服市场规模及预期



资料来源：前瞻产业研究院，Euromonitor，华金证券研究所

图 17：国内服装市场规模及预期



资料来源：搜狐网，HKTC，Euromonitor，华金证券研究所

（二）营销及研发形成品类壁垒，行业马太效应明显

专业运动、时尚运动、休闲时尚具有差异，运动品类具有更高壁垒。就鞋服品牌而言，公司整体的方向取决于品牌定位，定位与专业运动、时尚运动、休闲时尚的品牌，在产品、研发、营销方面具有较大的差异。比如专业运动品牌产品侧重功能性，对材料、工艺等有较高的研发投入要求，并且消费者看重的也是专业运动环境表现。而时尚运动产品兼具功能与时尚，研发投入要求较专业运动品牌低一些，但更依赖对时尚的研判和快反。休闲时尚基本可以使用普通的服装材料，并没有明确的材料等壁垒。另外由于消费者关注点不同，专业运动营销依靠赛事及团队，而偏时尚的品牌更多依靠明星及 KOL。

表 1：专业运动、时尚运动、休闲时尚的差异

定位	产品	研发	营销
专业运动品牌	侧重功能性，侧重专业运动活动中的表现	专业运动要求品牌对材料、工艺有较高研发投入，形成较高壁垒。	注重运动表现，特别是竞技赛场的运动表现，需要取得参赛者的认可。
时尚运动品牌	功能与时尚兼具，以运动材料为基础，添加时尚元素	需要基础运动研发投入，以及较多时尚设计及快反	更多侧重时尚，以明星 KOL 为主
其他品牌	以基础的休闲服装材料为基础，添加时尚度	需要较多的时尚设计及快反	更多侧重时尚，以明星 KOL 为主

资料来源：华金证券研究所整理

营销方面，运动品牌专业形象要求营销资源具有较强专业性。比如国家队合作、专业竞技赛事合作、运动代言人等等。这些合作方对运动品牌产品性能一般有较高的要求，从而印证运动品牌的专业实力。而由于专业竞技赛事具有明确的实力对比，具有较高的门槛，因而相关的营销资源具有明显的稀缺性，从而形成运动品牌的壁垒。

表 2：典型国内运动品牌赛事及代言人合作情况不完全统计

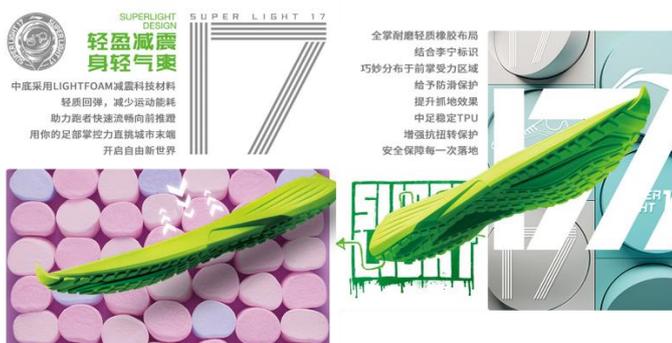
国家队合作	赞助赛事	运动代言人	时尚代言人
安踏 赞助 27 只中国国家代表队（举重、摔跤、体操、跆拳道、冬季方向）	2022 北京冬奥会及冬残奥会官方合作伙伴	克莱·汤普森（篮球）、戈登·海沃德（篮球）、拉简·隆多（篮球）、路易斯·斯科拉（篮球）、张继科（乒乓球）、武大靖（滑雪）	关晓彤（安踏）、高圆圆（FILA）、陈坤（FILA）、光希（FILA）、马思纯（FILA）、张俪（FILA）、黄景瑜（FILA）、吴谨言（FILA）、吴彦祖（Descente）、辛

国家队合作	赞助赛事	运动代言人	时尚代言人
李宁 赞助 3 只中国国家队（跳水、射击、乒乓球）	CBA 装备赞助商	乌杜尼斯·哈斯勒姆（篮球）、CJ·麦科勒姆（篮球）、赵岩昊（篮球）、贺天举（篮球）、孟铎（篮球）、张楠（羽毛球）、谌龙（羽毛球）、付海锋（羽毛球）、赵芸蕾（羽毛球）、丁宁（乒乓球）、马龙（乒乓球）	芷蕾（Descente） 华晨宇
特步	国内多数地方马拉松赛事（2019 年国内 52 场）、中国马拉松官方合作伙伴	林书豪（篮球）、许周政（短跑）、董国建（马拉松）	谢霆锋、景甜、汪东城
361度	赞助 13 支中国国家队（游泳、自行车、手球、垒球、曲棍、自由滑雪等）	杭州 2022 亚运会官方合作伙伴，2019 年国内 8 场马拉松赛事	阿隆·戈登（篮球）、考特尼·福特森（篮球）、李子成（马拉松）、马亮武（马拉松）、阿什顿·伊顿（十项全能）、Katie ZAFERES（铁人三项）、张雨霏（游泳）、刘湘（游泳）、徐灿（拳击）、杨旭（足球） 谭维维

资料来源：各公司官网、公司公告，华金证券研究所

研发方面，运动鞋服研发壁垒较普通休闲鞋服更高。由于运动服饰及运动鞋需要适用于要求更高的运动场景，比如服装面料需要更好的透气排汗性能，能够在剧烈运动中尽可能保持运动员舒爽干燥，运动鞋底需要承受较大的冲击与弯折，有的场景还需要鞋品越轻越好，因此运动鞋服研发壁垒高于普通休闲鞋服。

图 18：李宁超轻 17 跑鞋中底性能示意图



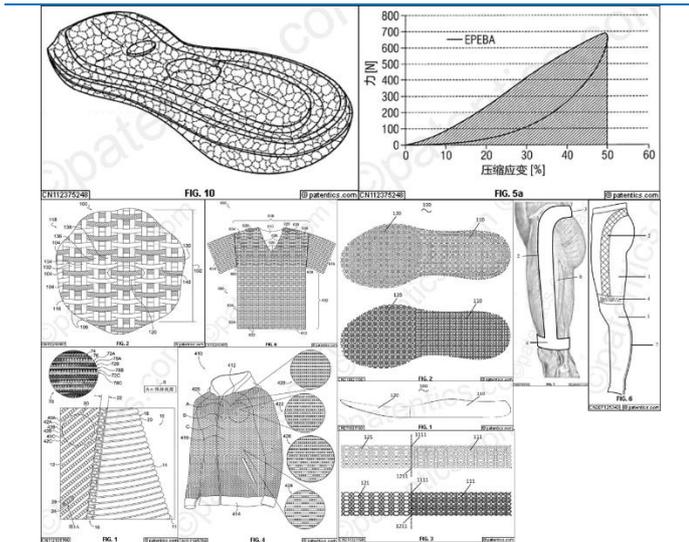
资料来源：李宁天猫旗舰店，华金证券研究所

图 19：安德玛典型运动紧身衣性能示意图



资料来源：UNDER ARMOUR 天猫旗舰店，华金证券研究所

图 20：典型运动服饰品牌鞋底、服装专利示意图

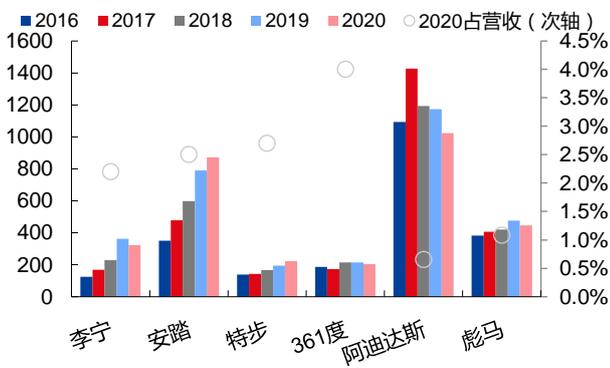


资料来源：Patentics，华金证券研究所

以上市公司研发角度看，国内典型运动服饰公司研发投入一般维持营收的 2%以上，比如李宁、安踏 2020 年疫情背景下，研发投入占营收分别约为 2.2%和 2.5%。而大众服饰公司一般不足 2%，国内典型大众服饰公司中，仅森马服饰研发投入占营收达 1.9%。

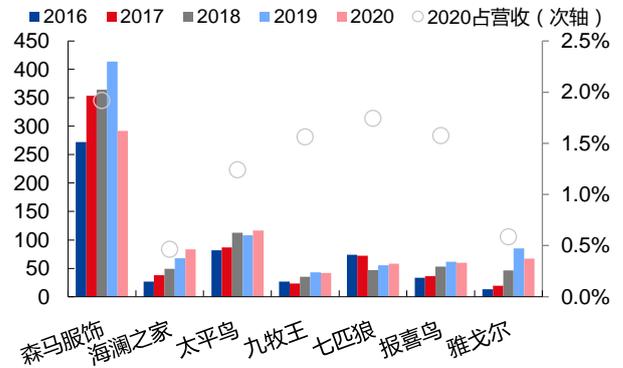
营销及研发均具有较高门槛，推升运动鞋服品类集中度。国内运动服饰 CR10 超 85%，远高于女装的约 10%及男装的约 20%。

图 21：典型运动服饰公司研发投入及占比（百万元，%）



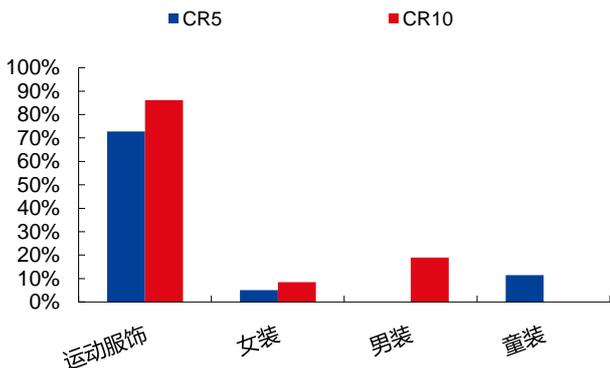
资料来源：各公司公告，华金证券研究所

图 22：典型大众服饰公司研发投入及占比（百万元，%）



资料来源：Wind，各公司公告，华金证券研究所

图 23：2019 年国内不同品类服装集中度



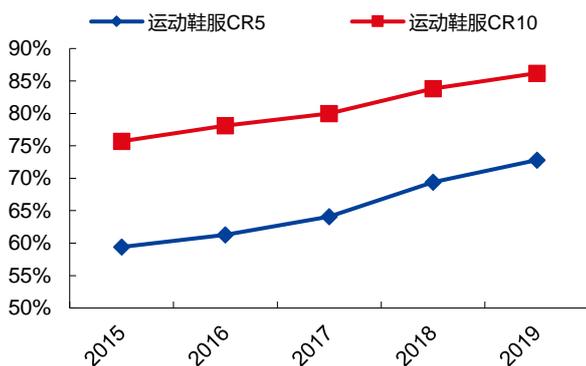
资料来源：前瞻产业研究院，中国产业信息网，中商产业研究院，Euromonitor，

华金证券研究所

由于进入门槛更高，行业马太效应更为明显，市场持续向龙头集聚。国内运动品牌多数以代工起步，技术水平与国际品牌有差距，因此头部公司涌现较少，主要为安踏、李宁、特步、361度等品牌。由于头部品牌具有更强的营销资源及技术积累，头部品牌具有竞争优势，叠加近年来国内电商高速发展，打破线下渠道区域壁垒，国内运动鞋服市场持续向头部集中。

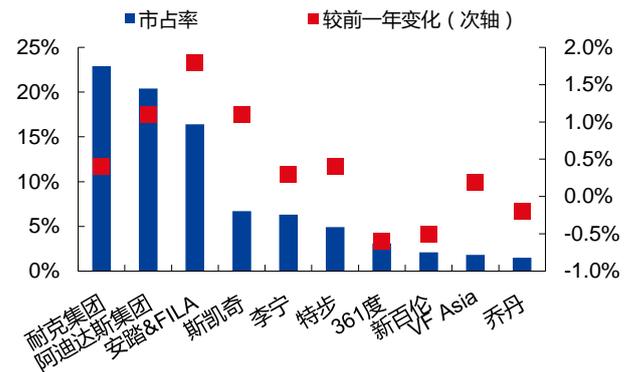
已位居头部，且具有丰富营销资源、较强技术实力的安踏、李宁有望持续受益。

图 24：国内运动鞋服市场集中度较高



资料来源：前瞻产业研究院，Euromonitor，华金证券研究所

图 25：2019 年国内运动服饰龙头公司市占率变化



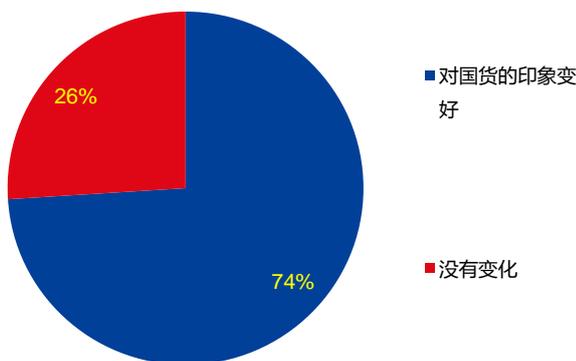
资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

（三）国产品牌认可度提升，本土龙头有望加速培育

品牌角度看，近年来国产品牌持续提升品质，消费者对国货影响改观。随着国内品牌产品质量提升，以及消费者对国内疫情防控成效的认可，过去一年国内消费者对国货的印象多数改观。其中，根据巨量引擎调研数据，在国产服装鞋帽品牌的消费方面，近 4 成消费者花费变多，不足 2 成消费变少，消费者对国内服装品牌认可度继续提升。

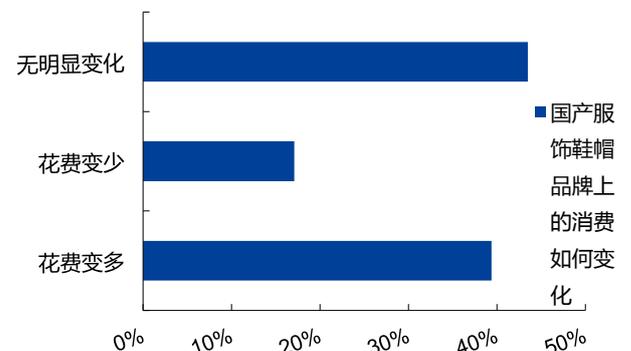
另有品牌管理层也更加认可国内品牌。据阿里研究院，截止 2019 年的 5 年间，从跨国企业跳槽到本土企业的高管比例，是反方向跳槽的 5 倍。

图 26：过去一年中消费者对国货的看法



资料来源：巨量引擎，华金证券研究所

图 27：消费者在国产服装鞋帽品牌的消费变化



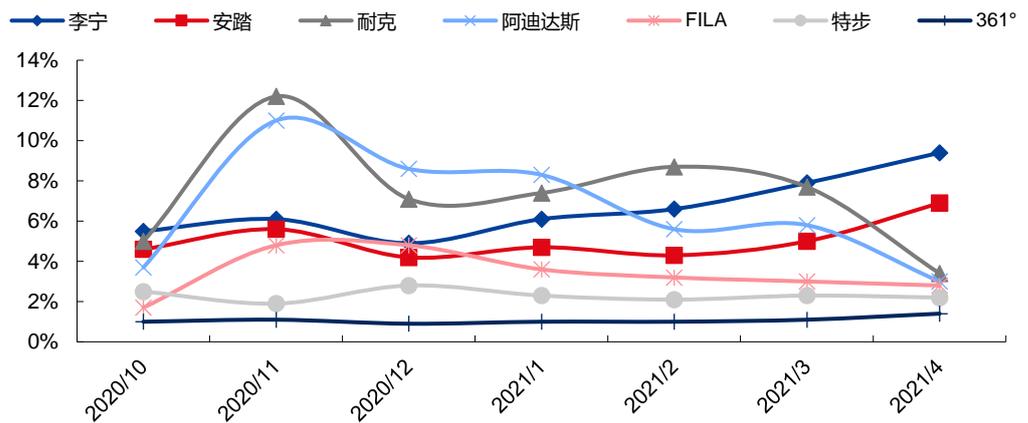
资料来源：巨量引擎，华金证券研究所

注：来源于巨量算数 2020 新国货消费态度调研，样本量达 7513。

注：来源于巨量算数 2020 新国货消费态度调研，样本量达 7513。

短期看，疆棉事件冲击海外品牌，品牌格局正逐步向国产品牌倾斜。3月下旬以来，部分西方国家及媒体通过 BCI 向新疆棉发难，激起国内官媒点名批评 H&M 品牌，以及民众对海外品牌的排斥。国内消费者对海外品牌的自发抵制，使 3月下旬以来的品牌格局逐步向国产品牌倾斜，短期角度看，能够替代海外品牌的国内头部品牌持续受益。另外疆棉事件也会带来长期影响，专注于海外品牌的部分高端消费者在此次事件影响下开始尝试国内品牌，由于国内品牌部分产品性能及质量方面并不逊色与海外品牌同类产品，因此预计国产品牌将获得品牌价格带向上延伸机遇。

图 28：近期天猫平台典型运动户外品牌销售额占比估计



资料来源：数据威，华金证券研究所

长期看，借鉴海外市场经验，本土服装品牌具有优势。典型全球服装品牌，基本以发源地为核心，辐射所在区域及全球市场。GAP、Indetex、Uniqlo 的核心基本在其发源地所在大洲。文化圈、着装风格、营销投入及资源等因素影响品牌的区域选择，并且推动品牌在发源国家具有较强竞争力。

日本、美国、西班牙等国家中，本土服装品牌均具有一定优势。2018 年日本市场前 15 服装品牌中，仅 5 个品牌归属海外，且其中排名靠前的阿迪达斯市占率仅约 1.1%，远低于龙头优衣库的市占率 12.3%。美国则更为突出，2016 年市占率排名前 10 的公司均为本土品牌公司。若以品牌来看，阿迪达斯或排名靠前，但距离头部品牌差距明显。

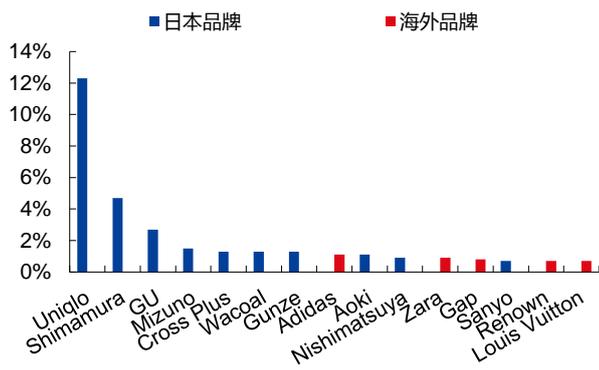
随着国内运动品牌产品力的不断提升，以及国内消费者对国货的认同，中长期看国内有望培育可于耐克、阿迪达斯抗衡的运动品牌。

表 3：典型全球服装品牌发源地营收占比

品牌	财年截止时点	品牌发源地	发源国营收占比	发源区域营收占比
GAP 品牌	2020 年 1 月	美国	美国/59%	北美/66%
Inditex 集团	2020 年 1 月	西班牙	西班牙/16%	欧洲/62%
Uniqlo 品牌	2020 年 8 月	日本	日本/46%	东南亚/89%

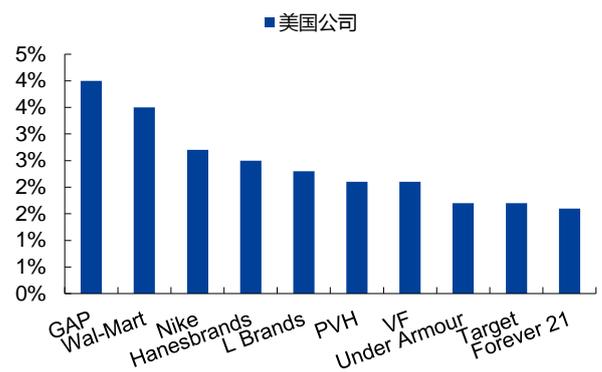
资料来源：各公司公告，华金证券研究所

图 29：日本 2018 年服装市场头部品牌市占率情况



资料来源：Just-Style，华金证券研究所

图 30：美国 2016 年服装市场头部公司市占率情况



资料来源：Statista，华金证券研究所

三、研发构筑安踏竞争力，品牌价值稳步提升

(一) 安踏制造起步重视研发，构筑产品竞争力

产品方面，安踏品牌起源于鞋类制造。1994 年安踏鞋业成立于福建，为众多鞋类制造加工工厂中的一员。2007 年上市之初，公司渠道尚未大幅扩张的时候，公司即在福建安海、陈埭、池店等地拥有 1140 万双的鞋品产能，以及百万件的服装产能，鞋品自产比例约为 60%。即使规模大幅扩张至 2020 年的近 360 亿元，安踏品牌鞋品自产比例仍然超过 1/4 左右。

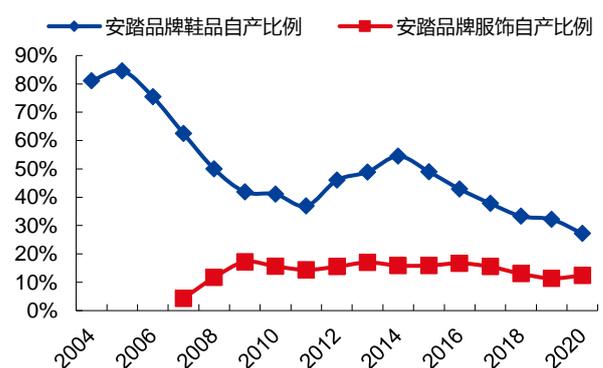
以制造为基石，不仅使公司对产品具有较强认知，有意愿对研发进行投入，构筑材料、产品差异化，并且使公司对上游制造有直接的控制能力，为快反等模式的推进夯实基础。

图 31：安踏体育生产车间示意图



资料来源：搜狐网，华金证券研究所

图 32：安踏体育产品自产比例



资料来源：公司公告，华金证券研究所

以制造为基石使公司重视研发，目前安踏为国内对研发投入最多的运动品牌。2005 年，公司成为首个建立运动科技实验室的国内运动品牌。2007 年上市之后，公司研发投入持续占营收 2%左右。即使在 2011~2013 年，国内体育服饰处于收缩期的时候，安踏体育对研发的投入也未明显降低，并且与 2014 年超越李宁，成为国内对研发投入最多的运动品牌。

表 4: 国内典型品牌运动实验室建立时间

公司	时间	事件
安踏体育	2005 年	建立运动科技实验室
李宁	2008 年	正式挂牌李宁运动科学研究中心
361 度	2010 年	建立 361° (亚洲) 设计研发中心
特步	2015 年	运动科学实验室在特步运营中心建成

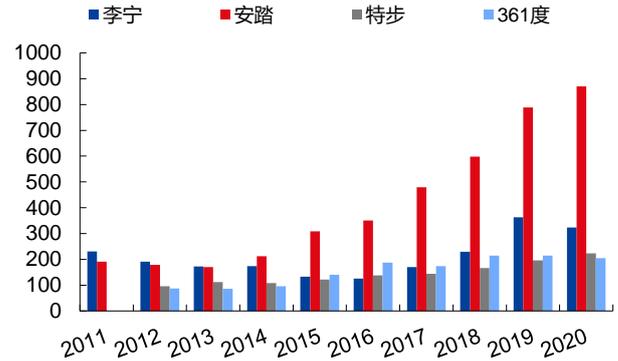
资料来源: 各公司公告、官网, 百度百科, 华金证券研究所

图 33: 安踏体育研发投入及占营收比例



资料来源: 公司公告, Wind, 华金证券研究所

图 34: 国内典型运动品牌研发投入 (百万元)



资料来源: 各公司公告, 华金证券研究所

研发构筑品牌产品力。较高的研发投入不断推动公司技术能力进步, 2008 年至 2017 年, 安踏中国一直是国内典型运动品牌中, 发明授权及发明专利数较多的公司。鞋底技术是运动鞋中的重要部分, 在上述发明授权及发明专利中, 鞋底的专利占比超过 30%。而安踏已经在部分细分分类目的鞋底技术方面, 不逊色于阿迪耐克等在售产品。比如篮球方面的 KT 系列, 跑步方向的 C37 系列。

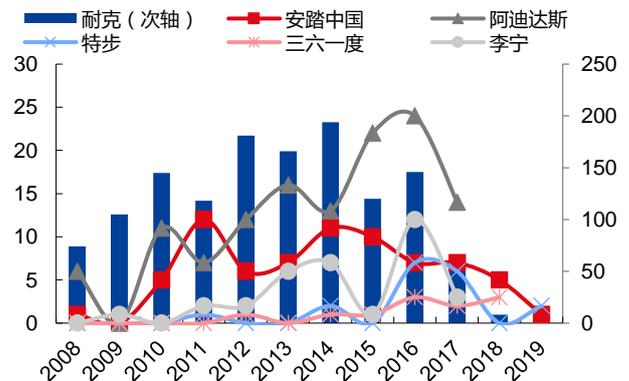
不断提升的产品力受消费者认可。持续进步的产品力, 使安踏价格带在国内运动品牌中较为领先, 一是低价带均高于李宁、特步、361 度, 二是高价带已有代表产品突破。

图 35: 安踏品牌 C37 软底跑鞋示意图



资料来源: 央广网, 华金证券研究所

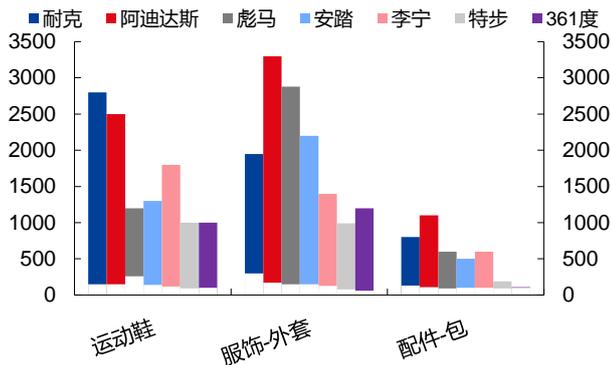
图 36: 典型运动公司国内发明授权专利数 (个)



资料来源: Patents, 华金证券研究所

注: 发明专利申请及审核周期长, 2017 年后已生效或公开的发明专利数量较小。

图 37：典型运动品牌公司产品价格带示意图



资料来源：各品牌天猫旗舰店，2021/1/26 吊牌价，华金证券研究所

(二) 有效运用体育营销资源，强化消费者认知

营销方面，安踏对体育资源的营销应用，持续强化消费者认知。安踏是国内较早使用体育资源进行营销的品牌，1999 年以约 1/5 的年利润签约孔令辉代言，大幅提升安踏知名度及销售额。其后公司持续签约运动冠军、NBA 球星、赞助国家队，向消费者展示安踏品牌受专业运动团队的认可的形象，持续强化消费者认知。

图 38：安踏体育主要运动营销合作示意图



资料来源：公司公告，百度图片等，华金证券研究所

营销资源构筑产品故事性，巩固消费者记忆。体育营销资源除用于营销宣传，提升消费者认知外，也体现在公司产品方面，比如目前安踏品牌知名的 KT 系列，源于与克莱·汤普森的合作。除在采用全掌 A-Flashfoam 缓震科技，添加侧边网纹结构，并加强中底硬度提高支撑性等设计

选择外，公司KT5系列产品延续“克莱主义”的宣传。“克莱主义”以“对喜爱之事需保持热情”为口号，以“像克莱一样”为愿景，构筑一种生活态度，使产品具有故事性，持续巩固消费者记忆。

运用联名资源，持续吸引消费者关注。产品故事性打造之外，安踏持续运用联名资源，与七龙珠、可口可乐、漫威系列等联名款产品的陆续上市，持续吸引消费者关注。

图 39：安踏品牌 KT5 产品示意图



资料来源：安踏官方网店，华金证券研究所

图 40：安踏品牌联名款示意图



资料来源：百度百家号，华金证券研究所

未来年度喜迎双奥，体育资源有望助力安踏紧抓双奥机遇。2021 年 3 月末，国际奥委会及东京奥委会宣布被推迟的东京奥运会将于本年 7 月 23 日召开。另据北京冬奥组委第八版冬奥日程，北京冬奥会开幕式预计于 2022 年 2 月 4 日举办。未来一年之内有望迎来双奥运会，运动品类持续受益。回顾 2008 年奥运会，由于国家运动员的出色表现，中国位列金牌榜第一名，彰显国家实力并增强凝聚力，推动国产品牌较快发展。

安踏体育签约 2022 北京冬奥会及冬残奥会官方体育服装合作伙伴，持续赞助包括冬季方向在内的 27 只国家代表队。2021 年，安踏品牌继续积极布局双奥时点，年初已签约中国自由式滑雪冠军谷爱凌。品牌紧抓双奥机遇，2020 年 7 月起推出冬奥特许国旗款商品，有望在双奥期间内获得更大的曝光及认同。

图 41：东京奥运会及北京冬奥会宣传图



资料来源：百度，华金证券研究所

图 42：安踏品牌与自由式滑雪冠军的营销宣传图



资料来源：搜狐网，华金证券研究所

线下门店形象持续迭代。电商大规模扩张前，运动品牌消费主要依靠线下门店。安踏品牌成立以来，公司持续迭代线下门店形象，公司第5代至第9代门店分别于2008、2011、2015、2017、2019年推出，以更新的形象及布局适配主推产品及概念，吸引消费者眼球，提升消费者体验。

目前线下门店处于提升单产阶段。近些年电商渠道持续扩张，消费线上化影响线下门店需求，预计安踏整体快速拓店阶段已经过去。目前安踏品牌线下门店通过注入“数字化”、“年轻化”、“专业化”元素，打通“人货场”，提升单产，预计2019年安踏店均营收、店均经营利润分别增长16%、21%，2020年可选消费受疫情冲击，安踏保持了店均经营利润的平稳。

图 43：安踏门店形象更迭示意图



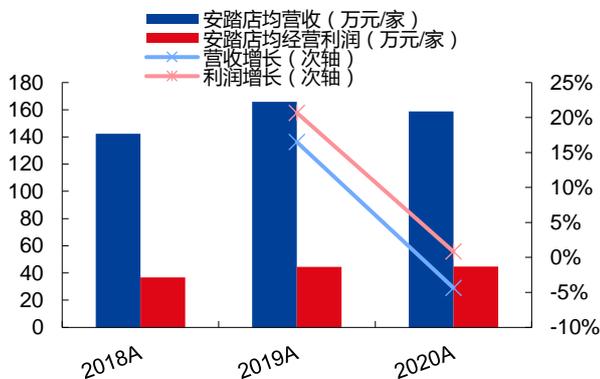
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 44：安踏品牌门店数量及增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 45：安踏品牌线下门店店效及其增长估计



资料来源：公司公告，华金证券研究所

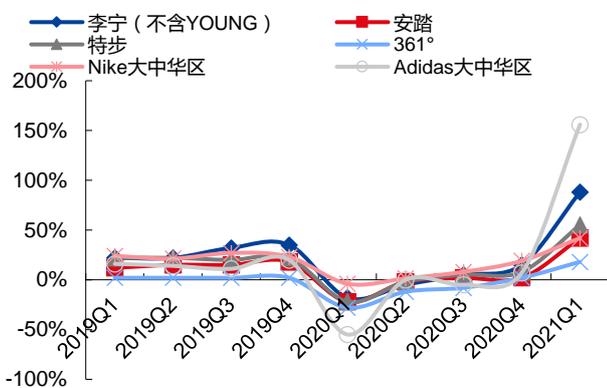
（三）品牌价值稳步提升，DTC 转型望推升效率

研发投入构筑产品力，营销推升消费者认知，助力品牌从“消费者买的起的品牌”，向“消费者想要买的品牌”进发。近年来安踏体育稳步前行，品牌价值快速提升。安踏品牌2019年实现营收174亿元，实现经营利润近47亿元。疫情前品牌持续实现约20%的流水增长，产品及品牌受消费者认可后，规模持续取得稳健增长。疫情后，凭借良好产品力及应对策略，20Q3、Q4以来安踏品牌持续取得流水正增长，且库存水平预计已基本恢复良好水平。21Q1安踏流水增长约40%~45%，较19Q1增长约11%，延续恢复增长态势。随着公司研发持续投入及消费者认可，安

踏品牌价值持续提升，2020 年世界品牌实验室估计安踏品牌的价值已达 420 亿元，为国内运动品牌第一名，且取得快速增长。

双奥契机下，安踏品牌迎升级机遇，逐步实现公司“大国品牌”愿景。安踏品牌持续定位大众运动品类，随着技术积累与品牌积淀，目前公司部分产品性能及技术水平可媲美国际一流品牌，产品力的提升推动公司品牌持续向上。因此双奥契机下，安踏品牌迎双奥机遇。去年年中推出的安踏国旗款产品，价格带较正常大货高出 2~3 个位段，但是凭借其高性能的 CORDURA、水柔棉、sorona 纤维等，会让消费者感到物有所值。高水平的安踏国旗款，有望带给消费者不同的消费体验。据 AI 财经社，安踏计划运用国旗款起到带头作用，之后在篮球和跑步品类中，在品牌升级上更为大胆而自信一些。比如过去安踏大部分的跑步鞋集中在“日常跑”阶段，价位在 200~300 元，未来将去争取半马和全马的消费者，打入“认真跑”的 400~600 价位段。整体的安踏品牌有望凭借技术积淀，在双奥运时点契机下，通过国旗款突破，实现向上延伸的品牌升级。

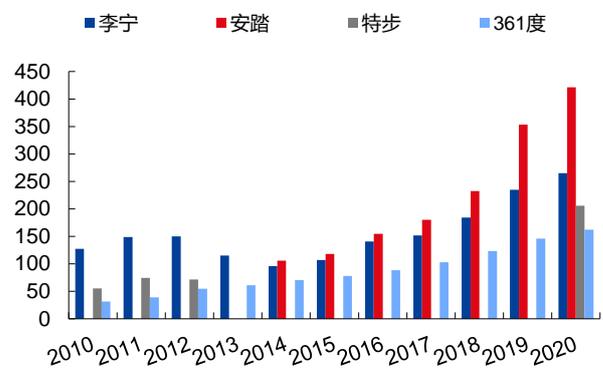
图 46：国内市场典型运动品牌零售额增速估计



资料来源：各公司公告，华金证券研究所

注：耐克各季度时间较国内早一个月，按季度汇率计算 Q4 增速。部分品牌公告增速为区间，选用区间中值示意。

图 47：国内典型运动品牌品牌价值（亿元）

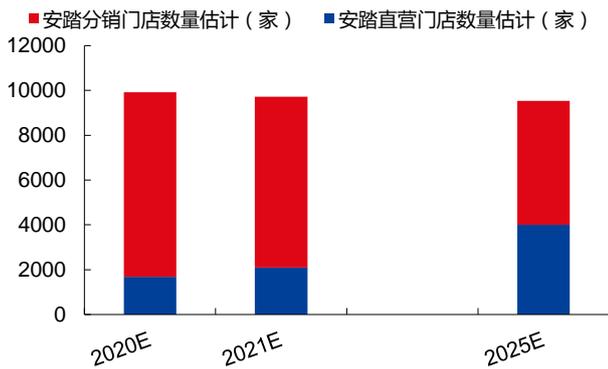


资料来源：世界品牌实验室，华金证券研究所

2020 年安踏品牌启动 DTC 转型。2020 年年中，安踏体育提出安踏品牌 DTC 转型战略，将于 2025 年使 DTC 业务占比达到 70%。2020 年的首批转型涉及 3500 家门店，其中 60% 门店将由公司直营，40% 门店由加盟商按照安踏标准运营。首次转型拟投入 20 亿元左右，其中约 80%~90% 与产品退回相关。

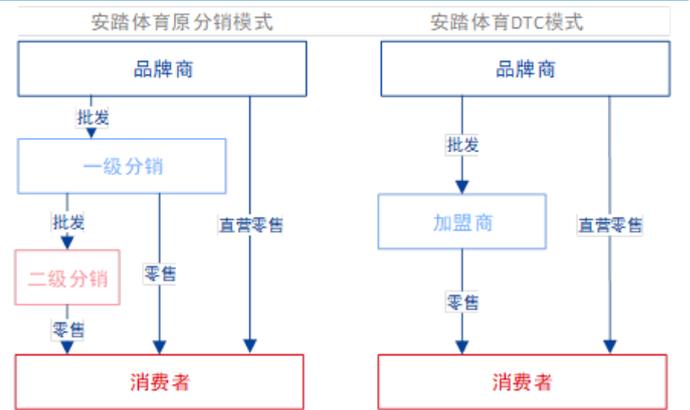
DTC 转型推动品牌效率提升。直面消费者模式重构人货场的格局，可进一步提升管理效率。第一，FILA 的直营化模式已取得验证，公司可通过数据化中台，对线上线下进行有效整合与发展，对存货进行有效调配与把控，对需求变化进行及时反馈与跟进，从而在需求与供给之间建立良好的连接。第二，统一的门店形象和服务有助于公司优化品牌形象，有望进一步提高公司影响力。最后，DTC 转型减少部分中间层级，环节降低使品牌有更大空间让利消费者，或获取更多利润。

图 48：安踏品牌直营及分销门店数量估计



资料来源：华金证券研究所模型测算

图 49：安踏体育分销及 DTC 模式对比示意图



资料来源：华金证券研究所整理

综上所述，安踏品牌为国内运动品牌龙头之一，研发构筑产品竞争力，营销投入强化认知，DTC 战略推进助力运营效率提升，品牌升级向“大国品牌”前行。我们预计安踏品牌 2021 年至 2023 年以线上扩张及门店单产优化为主，DTC 转型推进下，营收分别增长 39%、15%、13%，经营利润分别增长 34%、26%、20%。

四、收购切入运动时尚，纵向一体化助力 FILA 高增

（一）收购 FILA 切入运动时尚，细分市场发展望延续

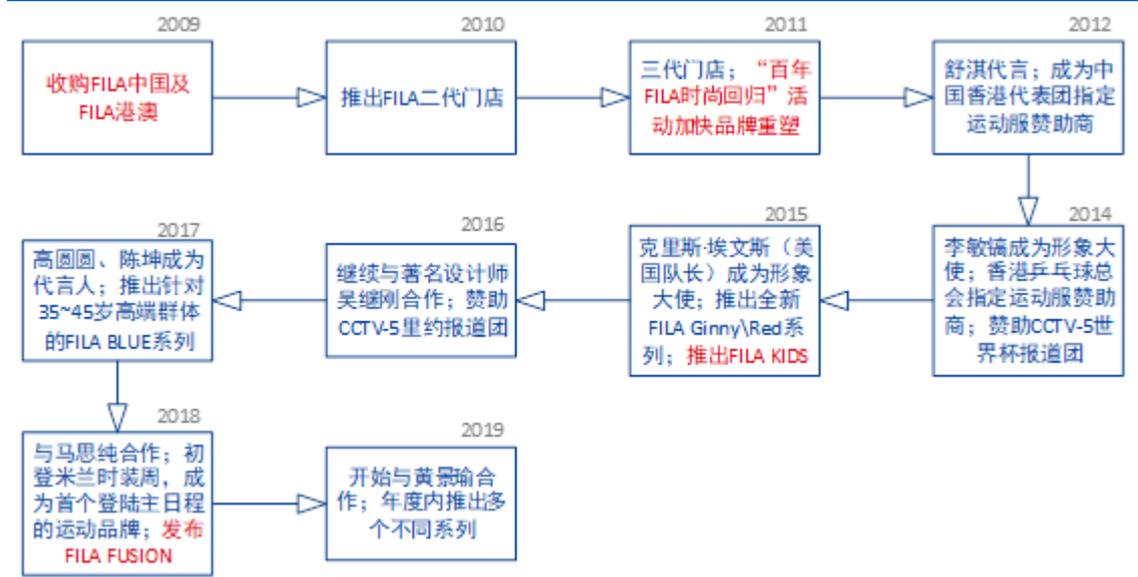
2009 年安踏体育收购 FILA 中国。FILA 创立于 1911 年。1973 年 FILA 设计出的 F-box 标志沿用至今，且善于运用棉质材料、时尚设计和鲜艳图案，让普通的白色网球运动变得更加精彩。FILA 现行产品销售于意大利、英、法、德、美、中、日等国。2009 年 9 月，安踏体育收购 FILA 中国商标以及 FILA 产品位于港澳的零售业务，填补公司时尚和高端板块的空缺。2011 年 FILA 举行“百年 FILA 时尚回归”品牌活动，加快品牌重塑，切入国内运动时尚蓝海市场。其后，FILA 凭借在网球细分市场的领先地位，通过舒淇、李敏镐、克里斯·埃文斯、高圆圆、马思纯等知名明星的代言，通过对中国香港代表团和 CCTV5 报道团的服装赞助，运动、时尚齐发力，切入国内运动时尚蓝海市场。

图 50：FILA 定位运动时尚示意图



资料来源：搜狐网，华金证券研究所

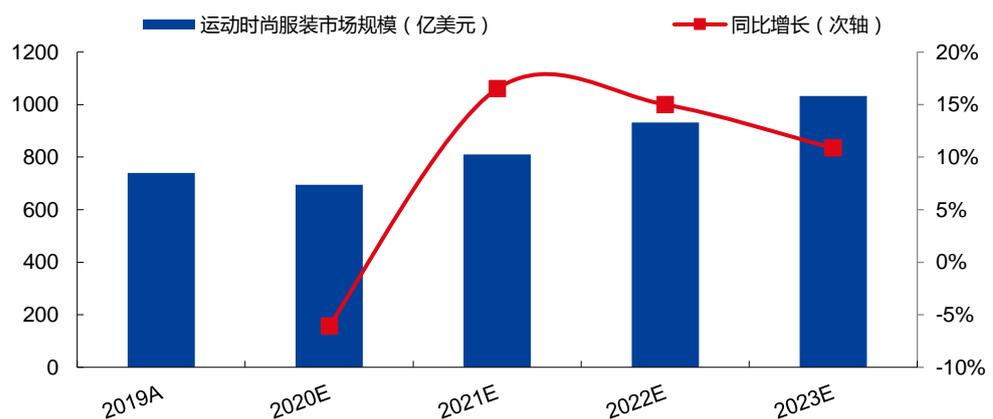
图 51: FILA 收购后的年度部分大事记示意图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

近年来 FILA 品牌的高速成长，主要来源于运动时尚细分市场处于高速成长的蓝海阶段。随着运动文化的普及以及国内年轻消费群体的成长，运动时尚化已经成为了近些年的国内服饰流行趋势之一，Adidas、PUMA、李宁、FILA 等众多品牌均加码时尚化。而运动时尚化并非国内独有，全球运动时尚细分市场已经形成趋势。据 KBV Research，全球运动时尚服装市场规模于 2019 年达 740 亿美元，并有望于 2023 年达 1033 亿美元，年复合增速约 8.7%。2021 年至 2023 年全球运动时尚趋势延续，细分领域持续较快增长。

图 52: 全球运动时尚服饰市场规模示意图

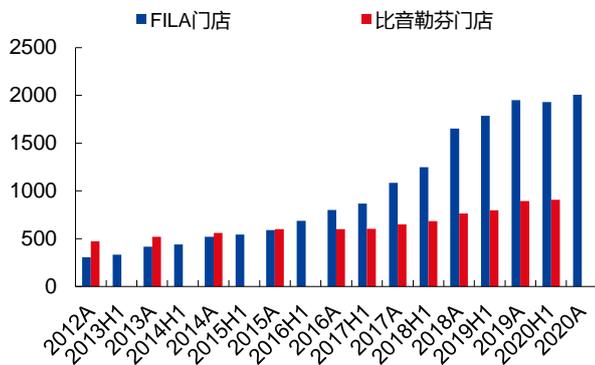


资料来源：KBV Research，华金证券研究所

运动时尚蓝海市场为各品牌成长提供契机。国内典型的运动时尚品牌，包括以网球切入的 FILA，和以高尔夫切入的比音勒芬。2020 年之前，FILA 持续拓店推动 40%~90%的流水增长；比音勒芬实现较稳健的 20%~40%的营收增长；另有李宁旗下中国李宁品牌发力，李宁运动时尚品类 2019 年流水增长约 52%。2020 年，即使有疫情影响，FILA 流水中双位数增长，李宁运动时尚品类流水继续增长 23%。2021 年 Q1，受国内疫情良好控制及消费情绪复苏影响，可选消费实现恢复性高增长，运动时尚品类恢复居前列，FILA 一季度流水同比增约 75%~80%，预计较 19 年同期

增约 30%。据我们测算，2017 年至 2020 年，除渠道扩张带来的快速增长外，市场扩容推动的 FILA 门店内生增长分别约 19%、31%、15%、5%。蓝海市场为各品牌成长提供契机。

图 53: FILA 及比音勒芬门店数量



资料来源: 各公司公告, 华金证券研究所

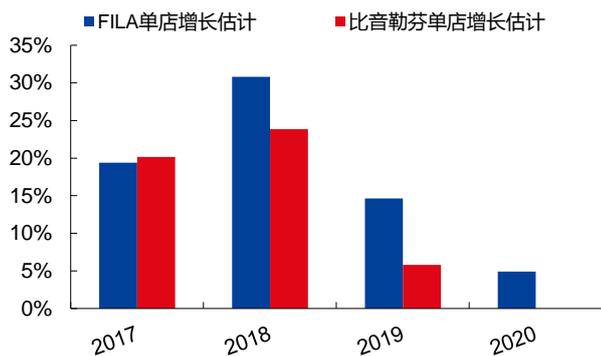
注: 李宁数据为对应半年度及年度增速, 非季度增速。

图 54: FILA、比音勒芬及李宁运动时尚规模增长估计



资料来源: 各公司公告, 华金证券研究所

图 55: FILA 及比音勒芬单店增长估计

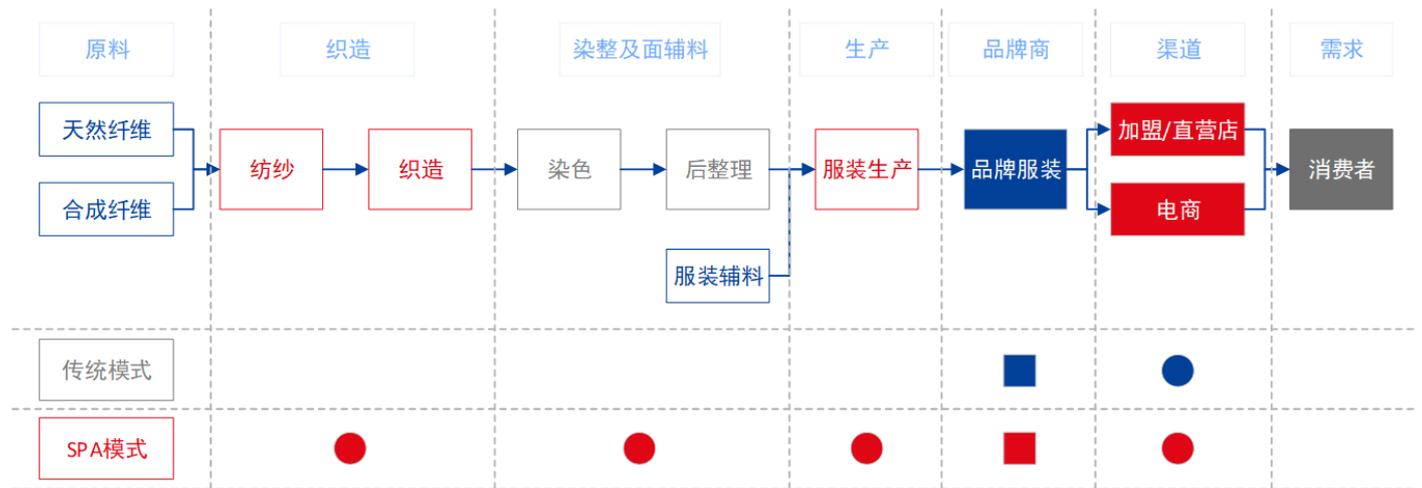


资料来源: 各公司公告, 华金证券研究所

(二) 快速响应追逐时尚趋势, 效率优势构筑竞争力

除把握蓝海市场机遇外, 贴近 SPA 模式也是 FILA 成功的内生因素之一。SPA, 即自主品牌专业零售商经营模式, 是一种企业全程参与商品(设计)企划、生产、物流、销售等产业环节的一体化商业模式, 一种纵向一体化的商业模式。该模式主要特征的其中三点, 为直接掌握消费者信息, 简化供应链环节并压缩物流耗费, 以及最大限度降低预测风险、实现快反供货。不少以 SPA 模式运营的、全球布局的海外龙头规模化服装公司, 具有竞争力, 如 ZARA、优衣库等。

图 56: 服装公司 SPA 模式及传统模式差异示意图



资料来源: 华金证券研究所整理

注: 对两种模式, 方形意味着自行掌控, 圆形意味着虽不自行掌控, 但会全程参与。

宽而弹性的商品池使公司适应时尚市场的快速变迁。FILA 现在线上渠道一般一周上新一次, 线下渠道预计一个月至少上新三次, 春节前 FILA 每周上新 SKU 在 80~120 个不等。通过类似于运动+快时尚的模式, FILA 具有较宽的商品池, 从而适应时尚趋势和各种风格的变迁。

快反为宽泛的商品池的基础, 对供应链的把控能力为基石。较宽的商品池, 且商品偏向时尚风格, 对流行趋势的把控提出了更高的要求, 因而快反是 FILA 的必要选择。我们预计 FILA 的快反比例将达到 30% 以上, 而较高的快反比例对供应链运行效率提出较高要求, 而安踏以制造起家, 至今仍有部分自有产能, 为快反改造、管控供应链夯实基础。

图 57: FILA 频繁上新示意图



资料来源: FILA 天猫旗舰店, 2021/2/19, 华金证券研究所

表 5: FILA 近期天猫旗舰店上新品类统计

时间	SKU 数量	主要品类
2 月 17 日	30	鞋品 (13) \ 春夏长裤 (10)

时间	SKU 数量	主要品类
2月10日	29	春夏T恤(11)\连衣裙(7)\包品(6)
2月3日	57	春夏外套(13)\春夏POLO衫(10)\包品(7)\帽子(5)
1月27日	47	春夏POLO衫&T恤(16)\春夏外套(9)\袜品(8)
1月20日	117	童装童鞋(38)\春夏外套(27)\裤装(12)\春夏T恤(7)
1月13日	127	春夏外套(26)\春夏POLO衫&T恤(24)\裙装(12)\鞋品(11)
1月6日	86	袜品(24)\春夏外套(23)\裤装(13)

资料来源: FILA 天猫旗舰店, 2021/2/19, 华金证券研究所

有效贴近 SPA 模式, 实现“运动+快时尚”, 同样依靠 FILA 的直营化。实现有效快反不仅依靠供应链的高效适配, 还需要销售端信息有效收集分析, 而直营化为其中的核心。全球知名的 ZARA、优衣库, 均较少采用加盟模式进行扩张, 主要为保持数据收集的迅速, 以及货品调配的高效可控。

综上所述, FILA 品牌受益运动时尚蓝海市场, 该市场预计延续高速增长, 另有全直营、供应链效率推动 FILA 贴近 SPA 模式, 效率优势打造 FILA 竞争力, 并有望继续推动 FILA 高成长。我们预计 FILA 品牌 2021 年至 2023 年稳步拓展门店, 在同店拓店增长推动下, 品牌营收分别增长 26%、20%、16%, 经营利润分别增长 38%、25%、19%。

五、其他品牌经营改善, 冬奥会推升户外预期

(一) 其他品牌近期经营改善, 收购 Amer 助力公司专业布局

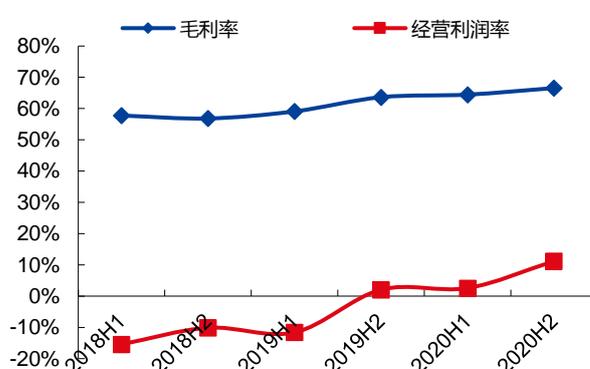
其他品牌占公司营收约 5%。除安踏与 FILA 品牌外, 安踏体育其他品牌的核心主要在于以 Descente、Kolon Sports 为主的户外品牌。另有以始祖鸟等户外品牌为主的合营公司 AmerSports Holding。安踏旗下其他品牌近期经营改善。安踏体育旗下的其他品牌, 已于 2019 年下半年实现盈利, 预计 Descente、Kolon 均实现较快增长, 特别是 Descente 在疫情下逆势成长, 2021 年继续给予较高拓店目标。

图 58: 安踏体育其他品牌营收及其增速



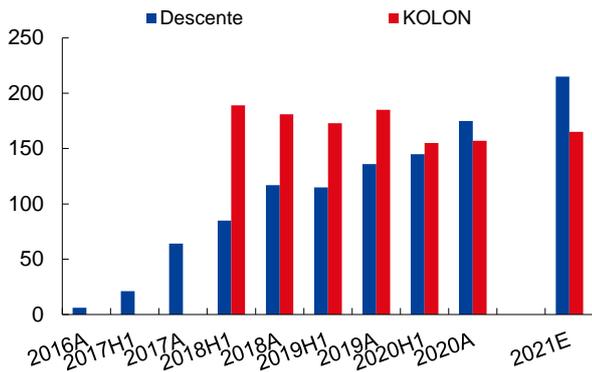
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 59: 安踏体育其他品牌毛利率及经营利润率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 60：安踏体育旗下其他主要品牌拓店目标

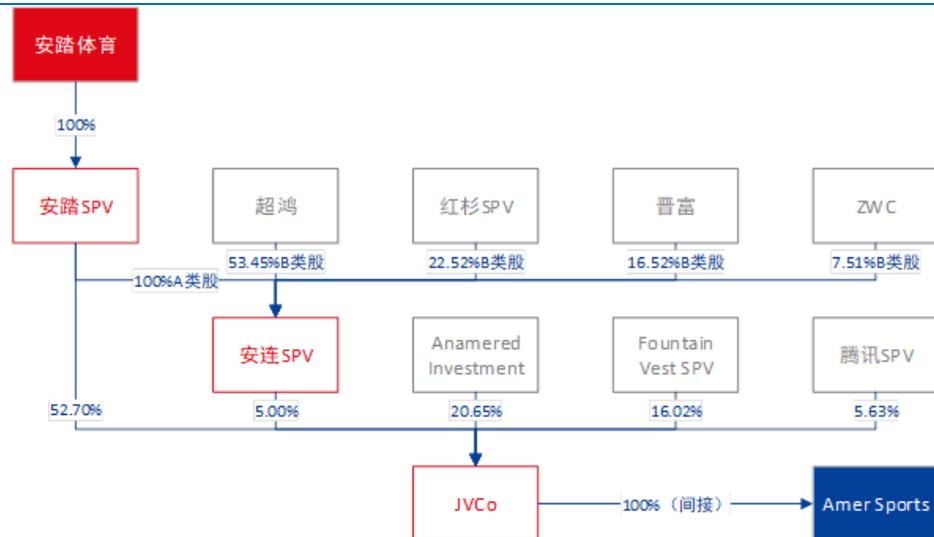


资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：2021 年以拓店目标区间中位数预测。

AmerSports 契合安踏集团多品牌战略。AmerSports 是安踏体育 2019 年完成收购的合营公司，直接间接持股约 58%，2019 年营收规模达 135 亿元。AmerSports 是一个成功的国际知名体育品牌平台，在品牌管理、分销渠道、研发、产品质量有较强的能力，旗下拥有始祖鸟、Salemon、Atomic 等登山冰雪品牌，也拥有 Wilson 等专业运动品牌，主要品牌在全球范围各细分领域具有优势。由于 AmerSports 旗下品牌更多偏向于高端专业运动，填补了安踏集团在高端专业运动方向的缺口。

图 61：AmerSports 股权结构示意图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 6：AmerSports 细分领域优势

细分类别排名	ARC'TERYX	Salomon	Wilson	ATOMIC	SUUNTO
高端户外服饰	2				
跑步训练装备		1			
羽毛球、棒球、橄榄球			1		
冬季运动装备		1		1	
潜水表					1
篮球			2		

细分品类排名	ARC'TERYX	Salomon	Wilson	ATOMIC	SUUNTO
滑雪板		3		3	

资料来源：公司官网，华金证券研究所

具体而言，Amer 有望在渠道、技术等方面与安踏体育协同，成为安踏体育新的增长点。

对 AmerSports 而言，安踏收购 FILA 之后的成功，体现了公司多品牌扩张整合的能力，Amer 有望复制这一成功。一是，安踏体育在国内拥有良好的渠道布局，特别是 FILA 定位高端，与 Amer 的高端购物中心、商场渠道需求类似，有望降低 Amer 渠道铺设门店及成本。如 2020 年安踏体育与 AmerSports 共同在沈阳中街商业城开设集合店，12 个品牌点亮商业氛围。二是，始祖鸟等高端户外品牌具有较好知名度，产品在中国市场具有较大潜力，冬奥会预期将推动国内冰雪运动人数，带动户外品牌需求。安踏旗下 Descente、Kolon 等户外品牌已实现正向利润，始祖鸟等品牌有望与其形成协同。(2020 上半年, Amer 的国内销售占比在 5%左右, 公司希望该比例提升至 15%, 且 Amer 中国继续实现可观增长。

对安踏体育而言，安踏、FILA 品牌均处于较好的发展阶段，但 NIKE 在全球运动品牌的科研方面具有明显优势。Amer 布局高端，在研究及开发方面引领户外品类，对 Amer 的收购有望推动安踏、FILA 技术及材料积累，助力产品突破。另在长远一些的未来，由于安踏体育最终将走向国门，走向全球化，AmerSports 所具有的渠道资源，将使安踏全球化脚步更为稳健。

图 62：安踏体育与 Amer 各自优势示意图



资料来源：公司官网，华金证券研究所

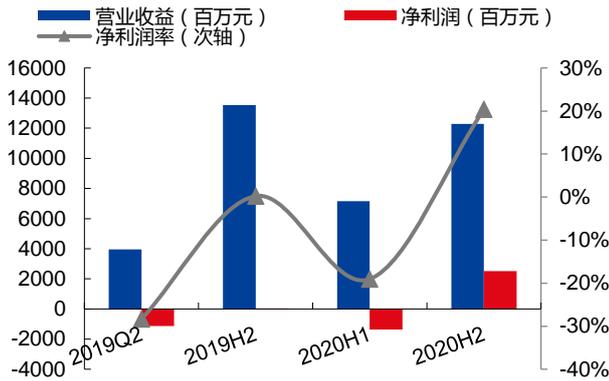
图 63：AmerSports 沈阳馆门店示意图



资料来源：腾讯网，华金证券研究所

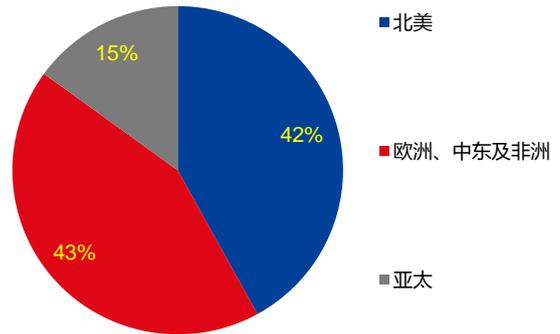
Amer 目前处于收购后的转型增长期，将延续“大品牌、大渠道、大国家”战略。其中大品牌主要指将始祖鸟、萨勒蒙以及威尔逊培育为“十亿欧元级”的品牌；大渠道主要指培育直营渠道，使直营渠道规模翻倍；另外大国家主要指聚焦全球有增长的主要国家，其中中国区域依托安踏体育优势，增长目标为 2019 年的 4 倍，美国区计划每年稳健增长，累计增长约 50%。整体来看，未来 3~5 年，不考虑疫情，Amer 规划目标为收入年复合增速 10~15%，同时利润增速更快一些。

图 64: AmerSportsHolding 营业收入及净利润情况



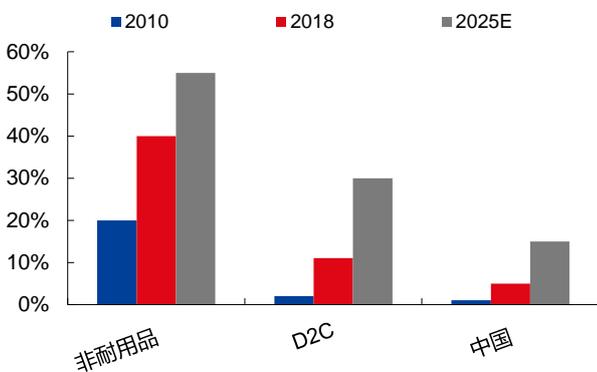
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 65: 2018 年 AmerSports 分区域营收结构



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

图 66: AmerSports 未来转型增长推动力 (分类营收占整体比例)



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

(二) 北京冬奥会推升户外预期, 安踏体育有望受益

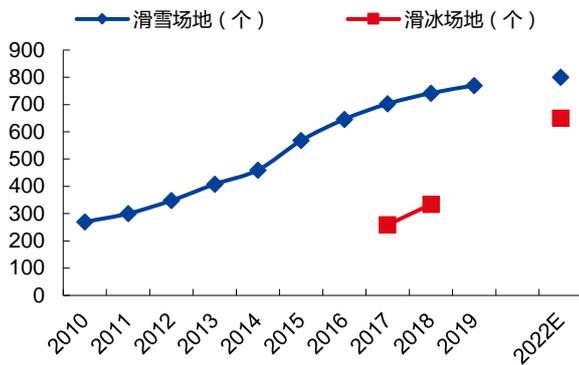
冰雪运动参与人数有望继续大幅提升。北京 2022 冬奥会于 2015 年申办, 承诺直接带动 3 亿民众开展冬季冰雪运动。申办至今, 国家体育总局等多部委已出台纲领性文件, 指导推进冰雪运动发展。据规划, 至 2022 年, 国内滑雪场地、滑冰场地有望分别达 800 座、650 座, 以匹配冰雪运动目标。目前中国旅游研究院预计, 2020~2021 冰雪季中, 冰雪休闲旅游有望达 2.3 亿人次, 恢复至疫情前水平。

表 7: “三亿人参与冰雪运动”相关政策

时间	概要	部委	内容
2015	申奥承诺	北京冬奥申委	直接带动 3 亿民众开展冬季冰雪运动
2016	体育“十三五”规划	国家体育总局	以筹办 2022 年北京冬奥会为契机, 大力普及冰雪运动项目, 提高运动竞技水平
2018	“带动三亿人参与冰雪运动”实施纲要 (2018~2022)	国家体育总局	大力推广普及群众性冰雪运动, 实现“带动三亿人参与冰雪运动”目标
2019	以 2022 年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动	国务院	高质量推动冰雪运动发展的各项目标任务, 为做好群众性冰雪运动的推广普及
2021	冰雪旅游发展行动计划 (2021-2023 年)	文化和旅游部、国家发改委、国家体育总局	到 2023 年, 推动冰雪旅游形成较为合理的空间布局和较为均衡的产业结构, 助力 2022 年北京冬奥会和实现“带动三亿人参与冰雪运动”

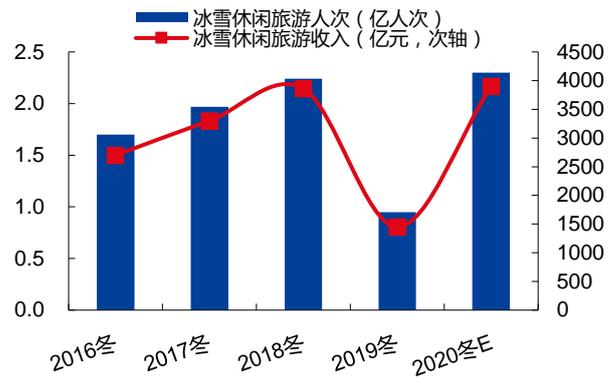
资料来源：中国政府网，国家体育总局，华金证券研究所

图 67：国内冰雪运动场馆数量情况



资料来源：皮书数据库，搜狐网，中国滑雪产业白皮书，华金证券研究所

图 68：国内冰雪休闲旅游人次情况



资料来源：新华网，微博，中国旅游研究院，华金证券研究所

回顾 2008 年奥运会，国内运动鞋服市场快速增长。据前瞻产业研究院，Euromonitor 数据显示，受 2008 年北京奥运会推动，国内运动热情大幅提升，2008 年国内运动鞋服市场规模实现超 30% 的高增长，且 2007 年至 2011 年年复合增速约 16%。并且 08 年奥运期间，由于国内体育资源更多由国内体育品牌占据，且国家队竞技表现推升国民信心，2008 年至 2010 年，李宁、安踏等典型国内运动品牌市占率明显提升，NIKE、Adidas 份额明显缩减。

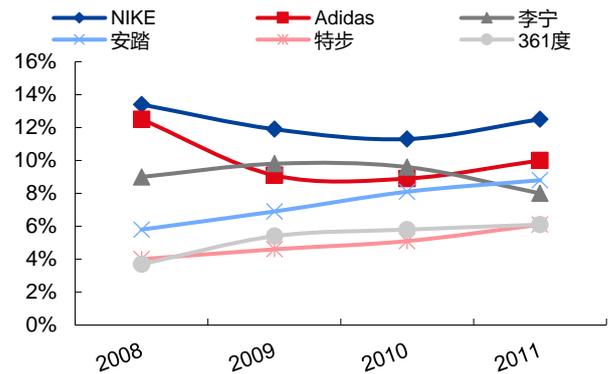
2022 北京冬奥会对户外运动影响有望类似 08 奥运会，安踏体育旗下户外品牌有望受益。一方面，由于运动人数扩张有望继续带动户外运动服饰需求扩容，市场增长为各户外品牌增长提供契机，已布局户外及冰雪运动的各运动品牌有望持续受益。另一方面，由于安踏体育为 2022 北京冬奥会官方合作伙伴，且已赞助冬季运动方向国家队，国内体育资源的认可有望强化消费者认知，推动安踏体育旗下户外品牌更快增长。

图 69：08 年奥运会前后国内运动服饰市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，Euromonitor，华金证券研究所

图 70：08 年奥运会前后典型运动服饰品牌市占率情况



资料来源：立鼎产业研究院，Euromonitor，华金证券研究所

六、盈利预测与投资建议

安踏体育是国内运动鞋服龙头，安踏品牌研发构筑产品竞争力，逐步向“大国品牌”前行；FILA 快反把握运动时尚蓝海机遇，引领高端运动时尚市场；其他品牌存在冬奥会预期，整体经营稳步向好；AmerSports 逐步转型，聚焦“大品牌、大渠道、大国家”战略。双奥年度及国货

利好背景下，我们预计公司 2021 年至 2023 年安踏、FILA 营收年复合增速分别约 22%、21%，另有其他品牌高速增长。

表 8：安踏体育各品牌营收及经营利润预测（百万元，%）

品牌	项目	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
安踏	营收	14327	17449	15749	21906	25144	28295
	YOY		21.79%	-9.74%	39.09%	14.78%	12.53%
	经营利润	3706	4676	4449	5969	7529	9046
	YOY		26.17%	-4.86%	34.17%	26.13%	20.15%
FILA	营收	8492	14770	17450	21918	26314	30557
	YOY		73.94%	18.14%	25.61%	20.05%	16.13%
	经营利润	2150	4023	4494	6196	7754	9234
	YOY		87.12%	11.71%	37.87%	25.14%	19.09%
其他品牌	营收	1282	1708	2313	3007	3759	4623
	YOY		33.27%	35.43%	30.00%	25.00%	23.00%
	经营利润	-156	-58	195	361	526	693
	YOY		-62.74%	435.05%	85.04%	45.83%	31.79%
非经常损益	经营利润		54	14			
合计	营收	24100	33927	35512	46831	55217	63475
	YOY		40.77%	4.67%	31.87%	17.91%	14.96%
	经营利润	5700	8695	9152	12525	15808	18973
	YOY		52.54%	5.26%	36.87%	26.21%	20.02%

资料来源：公司公告，华金证券研究所模型测算

在此基础上，我们预计公司 2021 年净利润约 78 亿元，2021 年有望取得恢复性高增长，2021 年至 2023 年每股收益分别约 2.90、3.74、4.52 元，净资产收益率分别约 25.8%、25.9%、24.6%。

表 9：安踏体育重要财务指标表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	33,928	35,512	46,831	55,217	63,475
YoY (%)	40.8	4.7	31.9	17.9	15.0
净利润(百万元)	5,344	5,162	7,835	10,104	12,230
YoY (%)	30.3	-3.4	51.8	29.0	21.0
EPS(摊薄/元)	1.98	1.91	2.90	3.74	4.52
P/E(倍)	65.7	68.0	44.8	34.8	28.7
P/B(倍)	17.5	14.6	11.6	9.0	7.1

资料来源：Wind，2021/5/27，华金证券研究所模型测算

目前安踏体育 PE (21E) 约 45 倍，以 2020 至 2023 年利润年复合增速及 2021 年 PE 计算的 PEG (21E) * 约 1.3 倍。对比可比的国内港股运动服饰龙头李宁、运动服饰制造龙头申洲国际，公司 PEG 相对较低。我们看好运动服饰行业增长动力及公司在国内市场的竞争力提升，首次覆盖，给予“买入-A”建议。

表 10：可比公司估值表

	李宁	特步国际	361 度	申洲国际	露露柠檬	可比公司平均	安踏体育
PE (2020A)	85.92	34.48	13.97	50.40	73.00	51.56	68.03
PE (2021E)	63.23	26.12	14.32	39.93	47.45	38.21	44.82

	李宁	特步国际	361度	申洲国际	露露柠檬	可比公司平均	安踏体育
PE (2022E)	49.28	20.98	11.88	34.14	37.81	30.82	34.76
PB (LF)	17.12	2.50	0.89	9.62	16.80	9.39	14.91
PS (2020A)	10.27	2.20	1.14	11.38	9.77	6.95	10.05
PEG (2021E) *	2.13	1.00	1.41	2.03	1.22	1.56	1.35

资料来源: Wind 一致预期, 2021/5/27, 华金证券研究所模型测算

注: 安踏采用本模型数据, 其余采用 Wind 一致预期。PEG*由 20 至 23 年利润年复合增速及 21 年 PE 计算。

七、风险提示

安踏直营门店经营培育或不及预期: 安踏体育线下门店主要由加盟门店进行, 20 年公司开始进行 DTC 转型后, 部分店铺以收回直营运营, 安踏体育拥有 FILA 直营经验, 但安踏各门店直营化后的初期经营培育或不及预期。

运动时尚行业竞争加剧或使 FILA 增速有所放缓: FILA 所处的运动时尚细分赛道被众多运动、奢侈品等品牌发现, 正逐步由蓝海市场向红海市场发展, 行业竞争加剧或使 FILA 高增速有所放缓。

部分其他品牌培育或不及预期: 除 Descente、Kolon 外, 公司其余小品牌, 如 Sprandi、Kingkow 不再披露店铺目标, 部分品牌培育或不及公司预期。

海外疫情延续或使 AmerSports 减亏不及预期: 国内疫情控制良好, 但海外疫情控制程度有限, 且有不少变异病毒出现, 海外疫情或有反复, 或将是 AmerSports 的业务发展不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	23321	32717	44997	45874	64891	营业收入	33928	35512	46831	55217	63475
现金	12607	20347	25862	32749	42023	营业成本	15269	14861	18994	20757	23109
应收票据及应收账款	6309	3731	10382	5727	13092	营业税金及附加	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0	营业费用	9721	10766	14518	17669	20566
存货	4405	5486	7177	5033	7806	管理费用	523	1251	1733	2291	2729
其他流动资产	0	3153	1577	2365	1971	研发费用	789	871	1030	1160	1270
非流动资产	17898	19150	20055	20689	21200	财务费用	53	462	-68	-156	-338
长期投资	10551	9658	9358	9458	9858	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	5385	6292	7434	7807	7928	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	678	1579	1503	1427	1351	投资净收益	-633	-601	-300	100	400
其他非流动资产	1284	1621	1760	1997	2062	营业利润	8008	8089	12156	15755	19022
资产总计	41218	51867	65052	66562	86091	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	12412	11715	19625	12872	22114	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	1359	1968	1663	1816	1740	利润总额	8008	8089	12156	15755	19022
应付票据及应付账款	8809	2428	11935	3761	13714	所得税	2384	2520	3703	4854	5828
其他流动负债	2243	7319	6027	7296	6661	税后利润	5624	5569	8453	10901	13194
非流动负债	7746	14328	12697	11644	10303	少数股东损益	280	407	618	797	964
长期借款	6644	12456	11210	9965	8719	归属母公司净利润	5344	5162	7835	10104	12230
其他非流动负债	1102	1872	1487	1680	1583	EBITDA	9785	10748	13498	17288	20697
负债合计	20157	26043	32322	24516	32417						
少数股东权益	979	1811	2429	3225	4190	主要财务比率					
股本	261	261	261	261	261	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	19821	23752	23752	23752	23752	成长能力					
留存收益	0	0	5904	13527	22749	营业收入(%)	40.8	4.7	31.9	17.9	15.0
归属母公司股东权益	20082	24013	30301	38820	49484	营业利润(%)	38.9	1.0	50.3	29.6	20.7
负债和股东权益	41218	51867	65052	66562	86091	归属于母公司净利润(%)	30.3	-3.4	51.8	29.0	21.0
						获利能力					
						毛利率(%)	55.0	58.2	59.4	62.4	63.6
						净利率(%)	15.8	14.5	16.7	18.3	19.3
						ROE(%)	26.7	21.6	25.8	25.9	24.6
						ROIC(%)	20.2	15.0	18.9	20.7	21.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	48.9	50.2	49.7	36.8	37.7
						流动比率	1.9	2.8	2.3	3.6	2.9
						速动比率	1.5	2.1	1.8	3.0	2.5
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	6.2	7.1	6.6	6.9	6.7
						应付账款周转率	2.1	2.6	2.6	2.6	2.6
						估值比率					
						P/E	65.7	68.0	44.8	34.8	28.7
						P/B	17.5	14.6	11.6	9.0	7.1
						EV/EBITDA	35.6	32.4	25.4	19.4	15.8

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	7485	7458	10017	11213	13727
净利润	5624	5569	8453	10901	13194
折旧摊销	1469	2079	1158	1448	1703
财务费用	53	462	-68	-156	-338
投资损失	633	601	300	-100	-400
营运资金变动	-802	-2212	203	-894	-425
其他经营现金流	508	959	-29	14	-7
投资活动现金流	-13065	-1923	-2469	-1928	-1841
筹资活动现金流	4670	1229	-2033	-2397	-2612

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.98	1.91	2.90	3.74	4.52
每股经营现金流(最新摊薄)	2.77	2.76	3.71	4.15	5.08
每股净资产(最新摊薄)	7.43	8.88	11.21	14.36	18.30

资料来源: 贝格数据, Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯、吴雨舟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn