



瑞士新兴跑鞋品牌 On

投资要点

- **投资逻辑:** 短期看, 1>新开发分销优质客户带来的 4000+家潜在门店扩张及单店效率提升的增长机会; 2>规模扩张下经营杠杆提升、股权激励费用正常化后经营利润率有 5pp+的提升空间。长期看, 3>产品创新+营销驱动下品牌力提升带来的品类扩张、新兴市场扩张的发展机遇。
- **公司处于渠道扩张阶段, 近 11 年收入 CAGR 超 80%。** On Running 主打跑鞋产品, 2021 年前三季度收入达 5.3 亿瑞士法郎 (约人民币 37 亿元), 2010-2021Q3 复合增速超 80%, 增长驱动主要来自区域分销网点扩张。公司目前处于品牌投入期, 营业费用占高, 前两年仍处亏损状态, 2021Q1-3 净利率仅 3%。
- **品牌的经营亮点主要体现在两个方面: 营销层面费德勒的代言增强了品牌背书, 产品层面跑鞋外观结构和缓震脚感带来的差异化。**
 - 1>网球天王费德勒代言+入股带来的品牌知名度。On 最核心的体育营销资源是网球顶级运动明星费德勒, 通过比尔盖茨、威尔史密斯等社会名人的街拍背书, On 在一定程度上已树立起高端运动品牌的形象。从量化营销的效果看, On 品牌有一定消费忠诚度, 品牌知名度在持续提升。
 - 2>主打跑鞋的结构外观和缓震脚感, 具备一定差异化竞争力。公司跑鞋科技主打“柔软着陆, 疾速爆发”的体验感, 与市面主流顶级跑鞋 Pebax 发泡+推进式碳板的轻量化配置不同, On 跑鞋采用镂空中底结构, 搭配 EVA+OBCs 材料, 中底缓冲感稍硬但回弹和爆发力更强, 满足部分追求更强支撑性能跑者的需求。
- **盈利预测与投资建议:** On 的短期渠道扩张潜力较大, 但从差异性区域品牌进阶为具备长期护城河的全球品牌, 还需评估跟踪其后续科技创新、产品线深化、品类扩张的表现。我们预计 2021-2023 年调整后的 EPS 分别为 0.16、0.2、0.28 瑞士法郎, 对应 2021-2023 年 PE 分别为 203、162、119 倍。首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 公司治理风险; 产品力下降; 渠道、同店扩张不及预期; 品牌营销风险; 金融市场系统性风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营收 (百万瑞士法郎)	425	714	1123	1639
增长率	59.2%	67.8%	57.3%	45.9%
净利润 (百万瑞士法郎)	-28	-209	12	88
增长率	1772.1%	657.6%	-106.0%	604.0%
调整后净利润	23	99	125	170
增长率	135.9%	335.3%	25.8%	36.1%
EPS (瑞士法郎/股)	-0.04	-0.34	0.02	0.14
调整后 EPS	0.04	0.16	0.20	0.28
ROE	-17.8%	-36.4%	1.4%	8.8%
调整后 ROE	15%	17%	14%	17%
PE	-734	-97	1617	230
调整后 PE	886	203	162	119
PB	82	22	22	19

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王佳敏
执业证号: S1250520070003
电话: 021-58351812
邮箱: wjm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: WIND

基础数据

上市以来区间(美元)	29.1-51.5
3 个月平均成交量(百万)	198.7
流通股数(亿)	6,166.2
市值(亿美元)	261.4

相关研究

1. 奢侈品行业的研究思路 (2021-11-24)
2. NIKE 22Q2 财报点评 (2021-12-22)
3. lululemon 21Q3 财报点评 (2021-12-10)
4. chipotle 21Q3 财报点评 (2021-10-22)

目 录

1 昂跑是一家什么样的公司？	1
1.1 公司简介：瑞士运动品牌，专注跑鞋科技	1
1.2 财务表现：销售表现强劲，盈利能力提升	2
2 公司的经营亮点体现在哪？	5
2.1 产品：主推结构缓震科技，外观与脚感差异化	5
2.2 营销：注重社群口碑传播，建立品牌用户联系	7
2.3 渠道：直营电商高速增长，分销改革效率提升	9
2.4 供应链：加强数字信息管理，享受越南关税红利	10
3 公司未来的发展前景如何？	10
3.1 短期看：品牌力+渠道力提升，驱动收入业绩提升	10
3.2 长期看：产品力+营销力加持，方能跨越发展局限	11
4 盈利预测及投资建议	12
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: On Running 收入规模与发展历程 (百万瑞士法郎)	1
图 2: 公司股权结构	2
图 3: 2021Q3 公司收入结构	3
图 4: 2019 年公司收入结构与同业比较 (亿美元)	3
图 5: 公司历史费率变化	4
图 6: 2019 公司与同业费率比较	4
图 7: 存货周转天数同业比较 (天)	4
图 8: 司现金及等价物 (亿瑞士法郎)	4
图 9: On 品牌旗下四大跑鞋产品线	5
图 10: On 专业级跑鞋价格与同业比较 (元/双)	5
图 11: On 运动休闲鞋价格与同业比较 (元/双)	5
图 12: On CloudTec 中底结构同类产品比较	6
图 13: 2019 年 On 与同行业公司营销费用率比较	7
图 14: 2019 年 On 与同行业公司营销开支比较 (亿美元)	7
图 15: On 品牌主要营销活动	8
图 16: 主要运动品牌主流社交平台粉丝数 (百万人)	8
图 17: 主要运动品牌 Google 搜索热度	8
图 18: 2020 年全球运动鞋服市场品牌市占率	11

表 目 录

表 1: 主流运动品牌马拉松专业跑鞋测评	6
表 2: 2018-21Q3 On 分渠道销售情况	9
表 3: On Running 分业务收入预测 (百万瑞士法郎)	12
表 4: 同业可比公司相对估值	13
附表: 财务报表预测 (单位: 百万瑞士法郎)	14

1 昂跑是一家什么样的公司？

1.1 公司简介：瑞士运动品牌，专注跑鞋科技

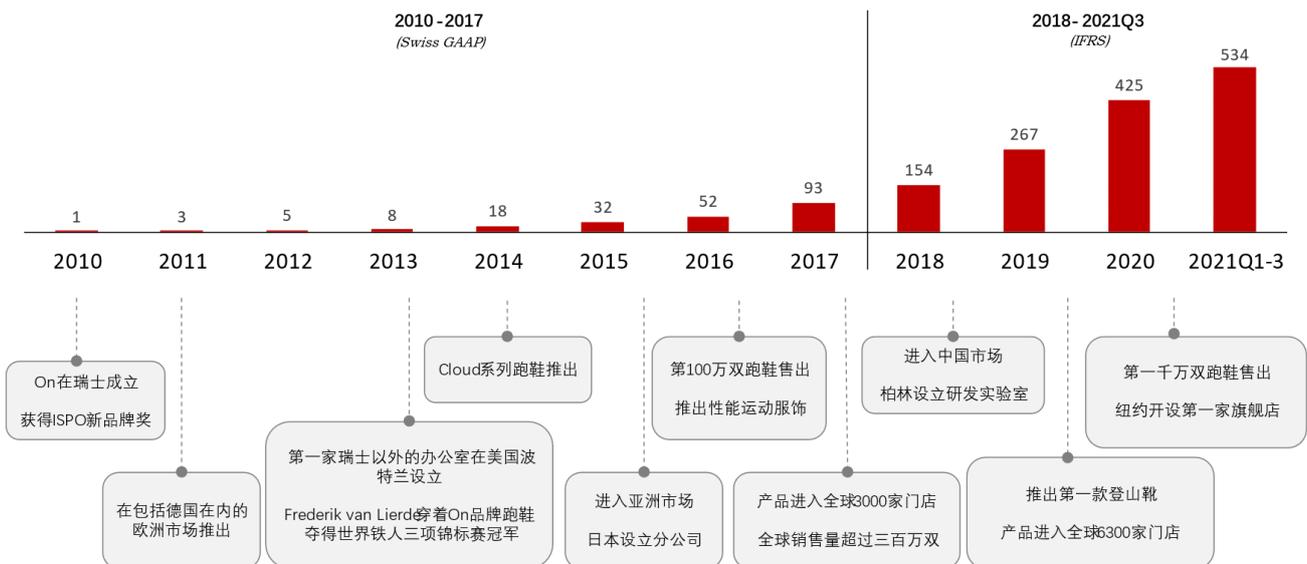
2010年成立至今销售复合增速超80%。 On Running 是 2010 年由世界铁人三项冠军 Olivier Bernhard 与两位好友联合成立的瑞士运动品牌。产品线围绕跑鞋展开，产品理念主打“柔软着陆，疾速爆发”，威尔史密斯、比尔盖茨等名人都是 On 的粉丝，网球天王费德勒在 IPO 前就入股了这家公司。2021 年前三季度公司收入达 5.3 亿瑞士法郎（约人民币 37 亿元），2019、2020 年公司仍处亏损状态，21Q1-3 净利率仅 3%，未来的看点在销售渠道扩张带来的收入增长，以及规模化驱动的经营杠杆增加带来的盈利提升。

On Running 的发展历程可大致划分为 2 个阶段：

创立初期（2010-2013 年）：完成核心技术积累。 2010 年，成立仅一个月的 On 即凭借原型鞋获得了 ISPO 新品牌奖，2010 年 7 月，On 昂跑第一款带有 CloudTec 技术的跑鞋正式上架。2013 年，Speedboard 推出，CloudTec+Speedboard 这两项关键球鞋科技完成打磨。这一时期，Frederik van Lierde 穿着 On 新款跑鞋夺得铁人三项锦标赛冠军，也为品牌积累了一定口碑。

渠道扩张期（2014 年-至今）：分销扩张与口碑营销。 2013 年后公司通过分销模式逐步进入美国、日本、巴西、中国市场，2017 年产品覆盖的门店数量超过 3000 家，至 2020 年超过 8000 家。公司重视数字化营销和社群口碑传播，有超过 75% 的客户愿意向亲友推荐公司产品，NPS（用户净推荐值）高于 NIKE，网球明星费德勒的入股和代言也为品牌增加了曝光度。

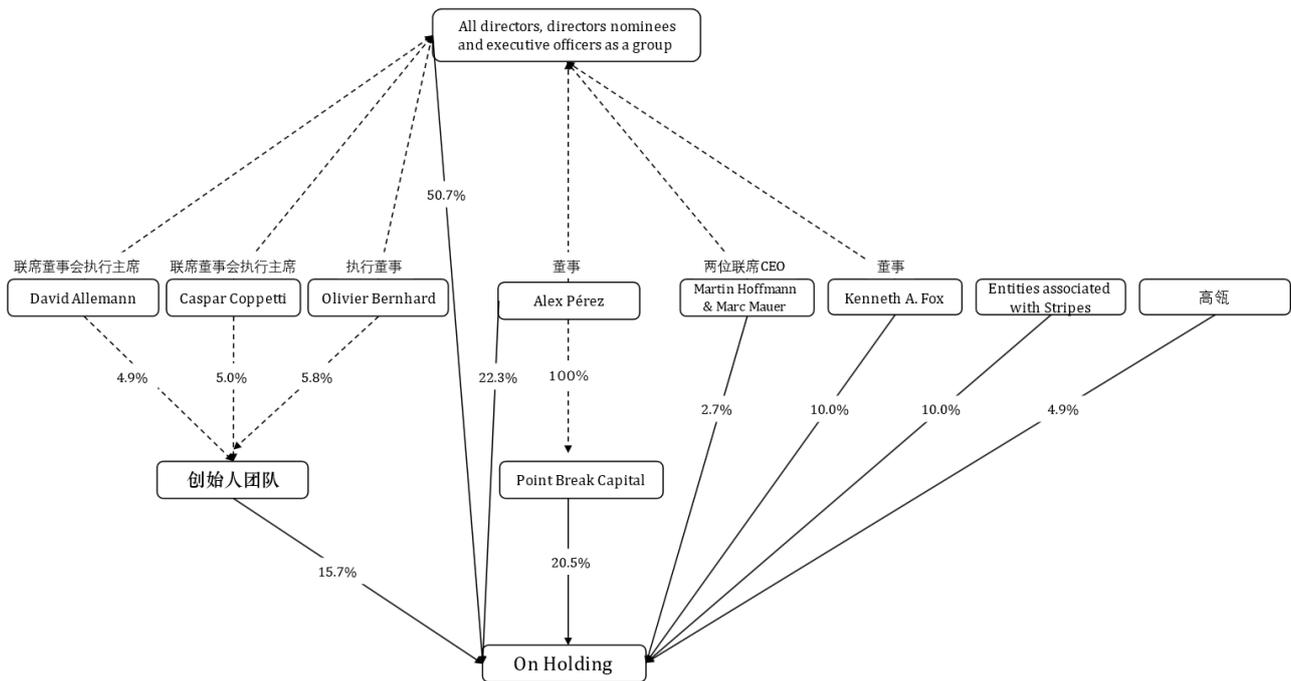
图 1：OnRunning 收入规模与发展历程（百万瑞士法郎）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权分散，目前投票权较集中。目前公司最大的股东是曾于 2002-2011 年担任 3G 资本合伙人的 Alex Pérez，他通过个人和旗下的 Point Break Capital 合计持有公司股份高达 42.8%，投票权占 21.3%。三位创始人 David Allemann、Caspar Coppetti、Olivier Bernhard 持股比例分别为 4.9%、5.0%、5.8%，合计拥有公司 53.3% 的投票权，如加上两位“平等合作伙伴” Martin Hoffmann、Marc Mauer，创始人团队合计拥有 59.4% 的投票权。另外，中国高瓴资本持有公司 4.9% 的股份。创始人团队股权分散，目前为一致行动人，若未来董事会成员经营理念出现分歧，不排除会出现由内部矛盾引发的公司治理问题。

图 2：公司股权结构

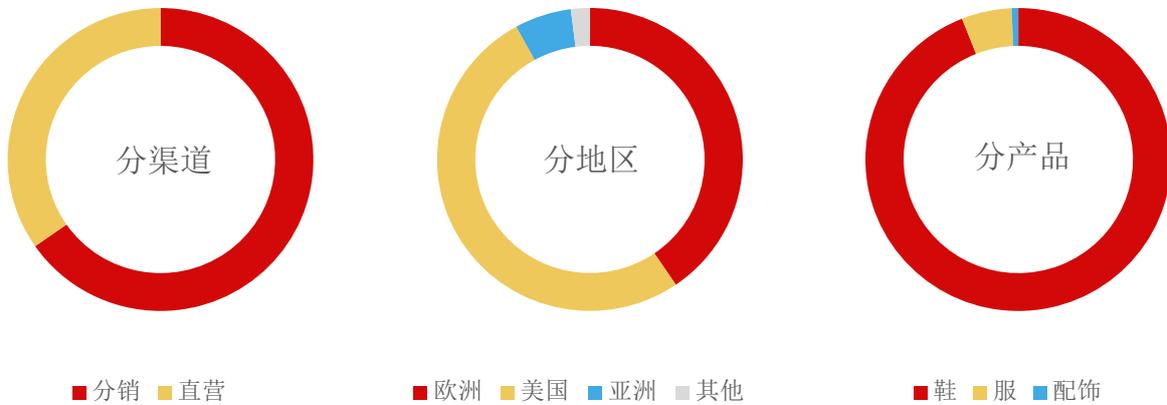


数据来源：公司公告，西南证券整理

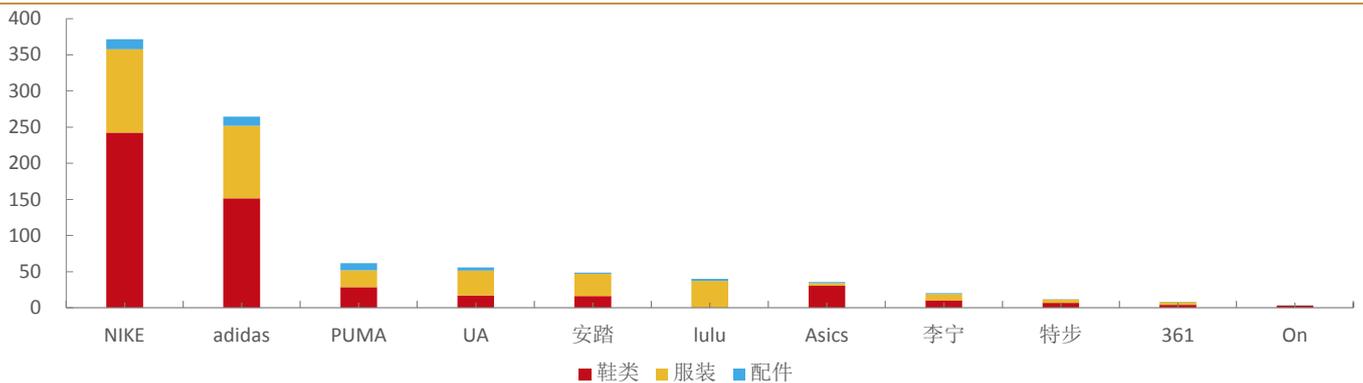
1.2 财务表现：销售表现强劲，盈利能力提升

分销渠道快速扩张，线上 DTC 高速增长。2020 年公司实现收入 4.3 亿瑞士法郎，近 2 年收入复合增速为 66%，21Q3 收入同比增长 60%，收入增长主要由欧洲、美国地区的外销渠道扩张以及线上直营业务高速增长带动。分渠道看，21Q3 公司分销、直营收入占比分别为 64%、36%。分地区看，欧洲、美国、亚洲+其他地区销售占比分别为 40%、52%、8%。分产品看，鞋、服+配饰占比分别为 95%、5%。

与成熟运动品牌比，公司的渠道与产品结构仍有提升空间。成熟的运动品牌鞋服占比约 5:5，亚洲地区销售占比超过 20%，而公司鞋类占比为 95%，亚洲地区收入占比不到 8%。拓展本土以外的销售市场和科技性能并不外显的服装品类，实际需要较强的品牌背书支撑。一方面，公司成立时间较短，海外市场拓展仍需时间，另一方面，线下直营业务的空缺、服装品类的占比过低也侧面反映出品牌影响力仍有提升空间。

图 3：2021Q3 公司收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2019 年公司收入结构与同业比较（亿美元）


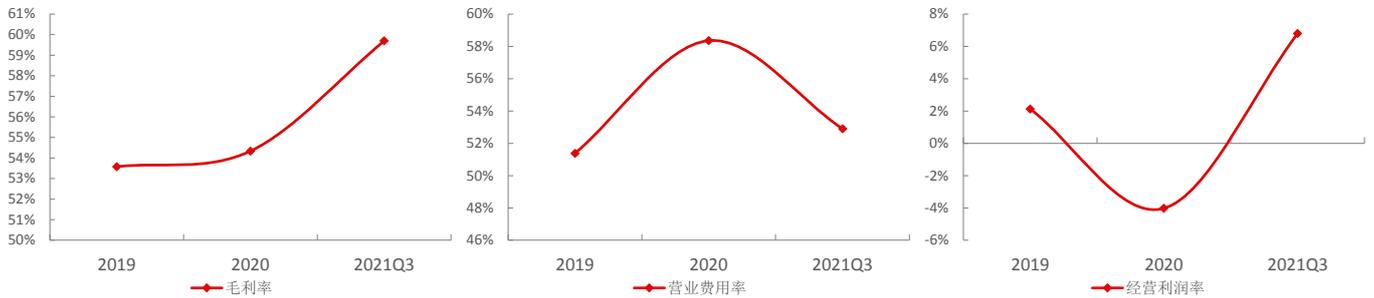
数据来源：公司公告，西南证券整理

产品定价高及 DTC 占比高，毛利率高于同业。 21Q1-3 公司毛利率为 59.4%，较前两年提升超过 5pp，成本下降主要系越南与欧盟关税协定生效带来的关税减少，以及优化业务流程带来的采购成本下降。对比 2019 年疫情前数据，公司毛利率仍高于同业，主要系毛利率较高的 DTC 业务销售占比高、鞋产品平均吊牌价高于同业。

品牌扩张期费用投入更高，利润率低于同业。 2021Q1-3 公司营业费用率占比为 53%，相比去年下降主要系股权激励费用同比节省了 11pp。但因品牌投入增加以及东南亚供应链的延迟，营业开支中的物流费用同比增加 0.9pp 至 13.2%，营销费用同比增加了 2.6pp 至 12.6%。公司目前经营体量较小，广告营销费用率控制在与同业相近的低双位数水平，但物流仓储、线下运营方面还未产生规模化效应，在同业中整体营业开支最高，对应利润水平最低。

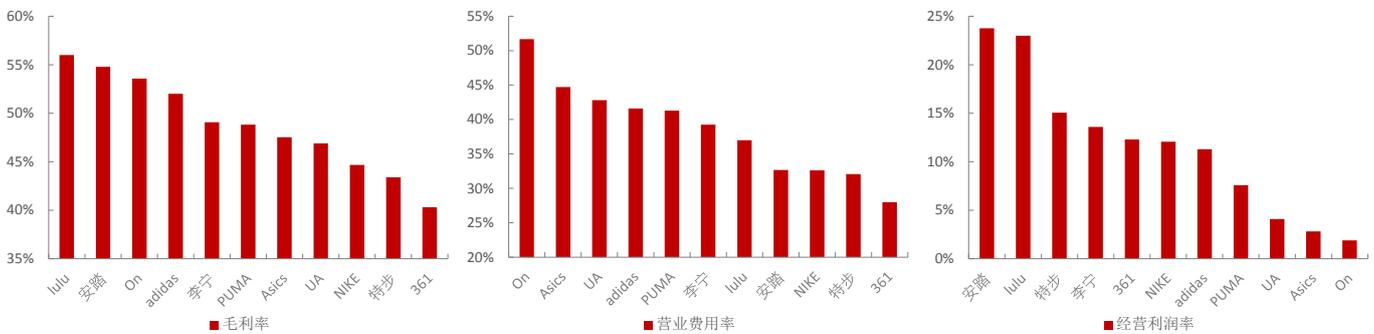
公司经营利润转正，但预计 2021 全年仍将继续亏损。 公司今年前三季度实现 EBITDA 比率同比增加 3pp 至 16%，经营利润率为 7%，净利润实现扭亏。但 21Q4 管理层预计公司将产生 1.7 亿瑞士法郎的股权激励相关费用，全年可能继续亏损。

图 5：公司历史费率变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2019 公司与同业费率比较



数据来源：公司公告，西南证券整理

存货周转效率处于行业下游，IPO 后资金周转能力增强。公司为满足市场需求备货量较多，因 DTC 销售占比高在库产品多，因此存货周转天数高于同业。2021Q3 及以前，公司在手现金不足 1 亿瑞士法郎，IPO 筹款 6.2 亿瑞士法郎后公司资金周转能力加强。

图 7：存货周转天数同业比较 (天)



数据来源：WIND，西南证券整理

图 8：司现金及等价物 (亿瑞士法郎)



数据来源：WIND，西南证券整理

2 公司的经营亮点体现在哪？

2.1 产品：主推结构缓震科技，外观与脚感差异化

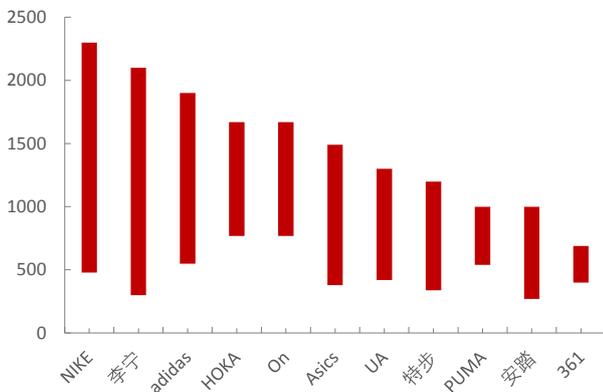
On 品牌的产品线以跑鞋为主。On 的鞋款已经覆盖了路跑、户外和运动生活三大场景，产品平均定价高于国际品牌 NIKE 与 adidas。其跑鞋产品可根据不同功能特性分为四大类：I. 训练用跑鞋；II. 竞赛用跑鞋；III. 日常轻量休闲跑鞋；IV. 越野靴与登山鞋。从外观可以看出，On 的产品线主打专业性能，设计风格与 Asics、Brooks 专业系列相近，配色饱和度偏低。休闲款式与其他运动品牌的运动时尚线比，整体设计偏沉稳保守。

图 9：On 品牌旗下四大跑鞋产品线



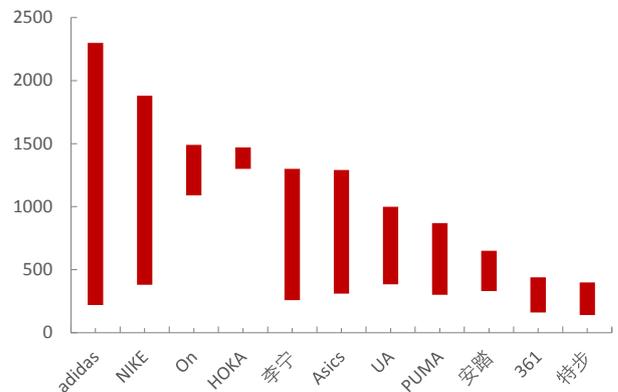
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 10：On 专业级跑鞋价格与同业比较（元/双）



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 11：On 运动休闲鞋价格与同业比较（元/双）



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司的跑鞋科技主打“柔软着陆，疾速爆发”的体验感，由 CloudTec 结构科技和 Speedboard 材料科技配合实现。与同业产品相比，在外观和脚感上有一定差异化。

1>CloudTec 是中底镂空结构型专利，在目前专业级跑鞋产品线中有一定独特性。On 全系跑鞋中底均采用主打科技 CloudTec（2010 年），顶配跑鞋会采用双层 CloudTec。CloudTec 由 Cloud 模块组成，下层 Cloud 模块率先吸收第一重足部冲击，受力压缩，随之迅疾转化为强力回弹；随后，上层 Cloud 模块吸收余下的冲击，并将其转化为前进爆发力。镂空式的中底结构在专业级别跑鞋中有一定差异化竞争力，但并非公司首创。adidas Bounce（2007）、Mizuno Wave（1998 年）、K-Swiss Tubes（2010 年）、李宁弧（2011 年），都有

类似的镂空中底技术，都属于结构减震的类别，但并非品牌主推的中底结构。而视觉效果更加激进的李宁弧 Arc Ace、Balenciaga X-Pander 更多考虑到时尚属性而不是功能性。

2>On 的中底材料经过三代改进，现搭载更加轻量化的 Helion superfoam。On 中底材料的改进趋势是更软，更轻，更灵活，这与 2015 年后全球运动鞋轻量化的产品迭代趋势相符。Helion superfoam 是一种由较硬的 EVA 和较软的 OBCs 混合而成的材料，并非主流跑鞋应用的更软的尼龙弹性体，这种材料平衡了镂空结构所需的支撑硬度与跑者缓冲所需要的减震度。

图 12: OnCloudTec 中底结构同类产品比较



数据来源：公司官网，西南证券整理

3>根据不同特性的跑鞋，每款鞋所配置的 Speedboard 性能也各不相同。Speedboard 在运动鞋内的位置为嵌入中底的镂空部分与内底接触，功能类似其他跑鞋中的推进式碳板，区别在于其材料、形状、厚度和弧度会随着跑鞋适用场景与功能特性的不同而变化，当脚落地时，Cloud 模块都会压缩以缓冲落地，Speedboard 也会弯曲，像弓箭手拉弓一样储存落地产生的能量，往前蹬时，Speedboard 复位并释放出能量，为“疾速爆发”提供充足动力。

On 产品综合评价不输国际品牌，有美誉度但知名度不足。与其他品牌的顶级跑鞋相比，On 主打的性能是强支撑、快反应，与其他中底较厚较软的跑鞋在脚感、性能上形成差异。从消费者反馈看，公司产品美誉度排在同类前 13%，但受欢迎程度仅排在前 33%，产品测评人数相比其他品牌也较少，侧面反映了品牌缺乏一定知名度。

表 1: 主流运动品牌马拉松专业跑鞋测评

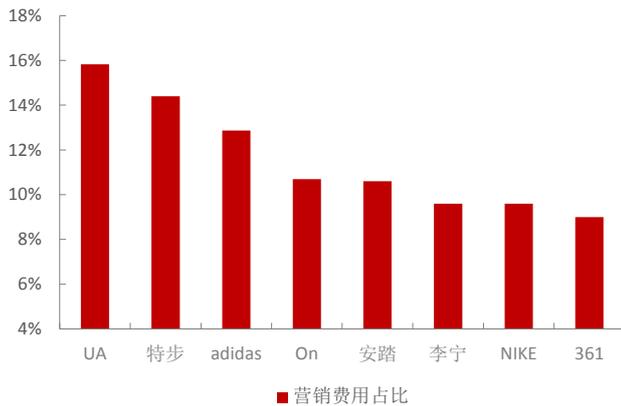
品牌	On	Nike	Asics	Brooks	Saucony	adidas
外观						
品名	Cloudboom	Vaporfly NEXT% 2	Metaspeed Edge	Hyperion Elite 2	Endorphin Pro	Adizero Adios Pro 2.0
穿着体验	5.0/5	4.6/5	4.5/5	4.3/5	4.6/5	4.8/5
专业性	87/100	89/100	91/100	90/100	92/100	86/100
售价 (人民币)	¥1,740	¥1,570	¥2,180	¥2,180	¥1,740	¥1,920
重量 (单只)	225g	210g	190g	215g	213g	215g
缓震	Firm (1/3)	Balanced (2/3)	N/A	Plush (3/3)	Balanced (2/3)	Balanced (2/3)
美誉度	13%	21%	46%	23%	3%	31%
欢迎程度	33%	5%	23%	10%	1%	19%

数据来源：跑鞋测评网，西南证券整理

2.2 营销：注重社群口碑传播，建立品牌用户联系

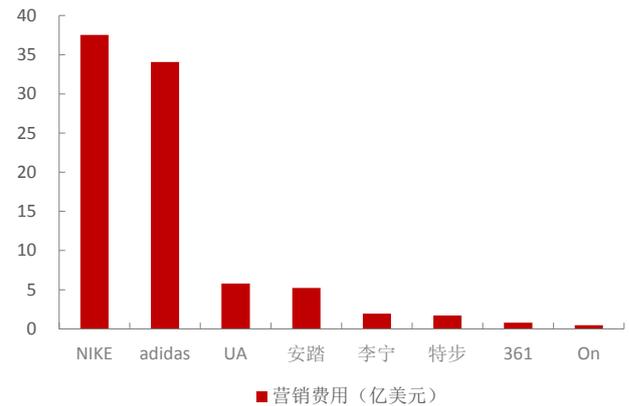
On 在品牌推广方式上与其他品牌类似，但营销侧重点更偏向通过社群沟通建立消费者联系。On 的品牌宣传方式包括传统的广告宣传、专业运动员赞助、奥运参赛团队赞助、赛事合作，也会通过社交平台、线下俱乐部与消费者建立联系。综合看，作为新兴运动品牌，On 虽然在核心运动领域的体育营销资源积累不足，但通过社群营销，品牌也建立起了一定的用户粘性和口碑。

图 13：2019 年 On 与同业公司营销费用率比较



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：2019 年 On 与同业公司营销开支比较（亿美元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

On 产品已有一定名人传播效应，但在传统体育营销领域的影响力仍待提升。On 最核心的营销资源是其投资兼代言人——现役运动员中代言费用最高的“网球天王”费德勒。其他赞助资源有：全球范围共赞助了 60 名专业运动员，但以铁人三项和越野跑项目为主，9 个运动俱乐部，包括难民奥运代表队、专业跑步运动员俱乐部等。通过比尔盖茨、威尔史密斯、费德勒等社会名人的背书，On 在一定程度上已树立起品牌的高端形象，但在塑造顶级运动专业品牌形象所要具备的营销资源上仍有所欠缺。

On 重视内容营销，线上线下社群活动丰富。线上方面，On 在主流社交平台注重内容营销，避免单调的产品介绍并拍摄一系列主题故事短片。在地域营销上 On 也有一定特色，如在各社交平台上拍摄视频介绍全球各大城市的最佳跑步路线，加深与跑者情感上的联系。在中国小红书平台，On 还通过跑步网红博主进行带货。线下方面，公司 2020 年才开始拓展线下直营店，直营店员素质普遍高于其他品牌分销店员工，在部分旗舰店中，客户通过试跑即可完成脚型扫描，相关设备会基于 5 万次跑步资料给出客户适合的鞋型建议。与 lululemon 一样，On 也重视社群运营，常以运动训练课程与讲座的形式举办线下活动，这些活动兼具学习与社交属性，增强了跑者的品牌认同感。

图 15: On 品牌主要营销活动



费德勒代言

威尔史密斯上脚

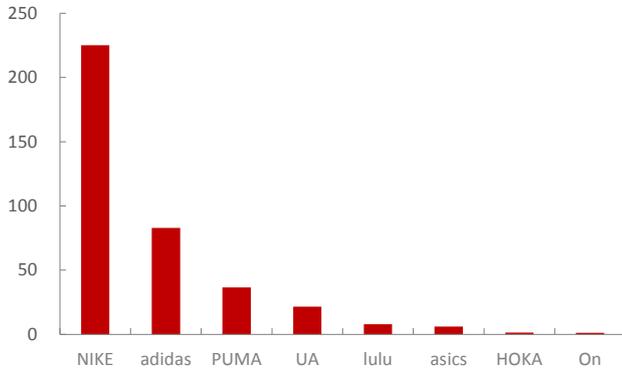
Run the city Guide: 推荐当地跑步路线

On昂跑马拉松训练营

数据来源: 公司官网, Youtube, Bilibili, 西南证券整理

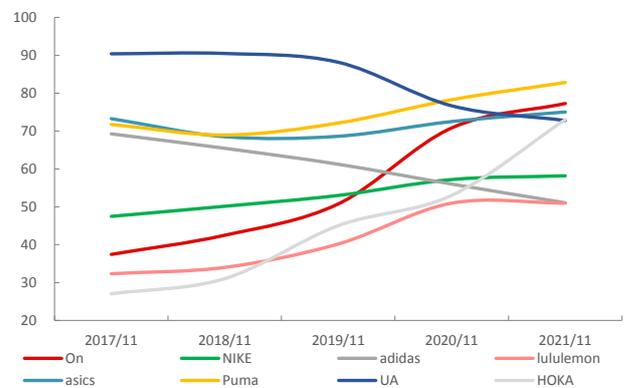
从营销效果看, On 品牌有一定消费忠诚度, 品牌知名度在持续提升。有 43% 的客户拥有一双以上的 On 运动鞋, 75% 的客户向他人推荐过公司产品, 横向比较看, 在上市前接受的一项消费者满意度调研中 On 的净客户满意度在同类品牌中最高。而 On 全球社交平台粉丝数与成熟运动品牌还有较大差距, 与同一定位的新兴运动品牌 HOKA 相当。纵向对比看, On 是 2017 年-2021 年 11 月全球关注度上升趋势最快的品牌之一, 其近期的品牌关注度也高于部分国际一线品牌。

图 16: 主要运动品牌主流社交平台粉丝数 (百万人)



数据来源: Facebook, Instagram, Twitter, YouTube, 西南证券整理

图 17: 主要运动品牌 Google 搜索热度



数据来源: Google Trends, 西南证券整理

2.3 渠道：直营电商高速增长，分销改革效率提升

渠道扩张以线下分销为主，线上直营为辅。 On 产品在全球 50 多个国家地区的 8100 多家零售门店中出售，大部分渠道网点通过店中店和品牌角的形式开设。On 品牌的直销渠道由电商平台与直营门店组成，以电商销售平台为主。公司第一家自营店于 2020 年才开出，目前全球只有 9 家，其中 8 家在中国，直营店基本分布于高线城市核心商圈。

电商销售高增长，线下直营体系初步搭建。 电商销售占收入的 35%，近 2 年的复合增速高达 128%。2020 年的自营电商的访问量同比增长了 2.4 倍，网站新用户增长了 2.6 倍，近两年新客户人均消费均为 125 瑞士法郎，在疫情期间品牌也实现了强劲的用户增长，侧面反映了品牌的消费者认可度提升，其核心客群对经济变化的敏感程度较低。

新合作大型运动分销伙伴，助力分销效率提升。 初创期 On 首先与地区的小分销商比如 Passion Running、Intersport 合作，借助运动产品综合店和跑步俱乐部建立起品牌在当地的口碑与影响力，2019 和 2020 年单店销售额贡献均在 3 万瑞士法郎/年，若排除疫情欧美地区关店影响，预计 2020 年的同店销售额实际有较大幅度的增长。On 目前已有意识地开始选择合作大型经销商进行渠道扩张，今年新拓展了 NIKE、adidas 等知名运动品牌的优质分销客户如 Foot Locker 和 JD Sports，在精选的黄金地段门店进行铺货。这 2 个合作试点项目已证明公司的产品能够在年轻消费者群体中产生强烈的消费反响，预计加大与优质分销商合作后分销业务的销售效率将进一步提升。

表 2：2018-21Q3 On 分渠道销售情况

品牌	2018	2019	2020	21Q1-3
分销收入 (百万瑞士法郎)	123	201	265	342
收入占比	80%	75%	62%	64%
同比	--	63%	32%	82%
销售点 (个)	3500	6500	8100	--
店效预测 (万瑞士法郎/年)	35	31	33	--
DTC 收入 (百万瑞士法郎)	31	66	160	191
收入占比	20%	25%	38%	36%
同比	--	116%	142%	70%
线上访问量 (万次)	--	2570	6040	6310
同比	--	--	135%	39%
新客户 (万人)	--	28	75	--
新增客户客单 (瑞士法郎/人)	--	126	125	--

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.4 供应链：加强数字信息管理，享受越南关税红利

供应商集中度较高。公司的所有产品均为第三方外包生产。从供应商分布看，2020年公司97%的鞋类在越南生产，其余在印度尼西亚生产。约56%的服装在中国生产。从供应商集中度看，鞋类供应商17家，CR5达85%，服装供应商7家，单一供应商占比最高不超过27%。

疫情带来的供应链不确定性仍存。受疫情影响，越南南部的6家工厂从今年7月中旬起到10月初被强制关停，On有约70%的产能受到影响，封锁令逐步解除后，所有工厂已于11月初开工，目前仍处于产能爬坡阶段。On在物流上增加采用航运比例，导致2021Q3营业开支中的物流费用大幅增加，预计存货短缺的情况将持续至2022H1。明年印尼将有2家新供应商加入公司供应链。若未来疫情形势仍不明朗，公司又不能及时根据防控政策调整产能分配，收入端与利润端都将受到不利影响。

关税减免叠加流程优化，毛利率显著改善。2020年On将生产外包流程由第三方代理转移至公司内部，预计代理费用的减少将对公司2021全年毛利率产生2.5-3pp的正面影响，2020年8月，越南与欧盟达成一项关税协定，预计能够使公司2021全年毛利率提升1.5pp。在这两项的积极影响下公司2021全年毛利率将提升4pp以上。

3 公司未来的发展前景如何？

3.1 短期看：品牌力+渠道力提升，驱动收入业绩提升

所处运动赛道优质，差异化品牌存在突围机会。公司所处的赛道是众多运动中受众最广的跑步、综训领域。在这一领域高端运动品牌NIKE、adidas合计占据全球40%的运动鞋市场份额，但运动市场越成熟，差异化的需求越多元，这也给了其他品牌突围的机会。Brooks、Saucony、asics、New Balance这些成立时间早于NIKE的四大顶级跑鞋品牌凭借当下科技仍能在行业占有一席之地，越野跑鞋起家的HOKA近年成功地通过厚底缓震跑鞋在马拉松及运动休闲市场获得快速发展机遇。

高性能产品和消费者口碑加成，On跑鞋还有渠道渗透空间。凭借“柔软着陆，疾速爆发”的差异化脚感，CloudTec中空式的差异化中底结构设计，On跑鞋在行业PEBAX发泡+推进式碳板的同质化产品中脱颖而出。Google Trends搜索趋势提升、顾客净推荐值NPS在同行中领先，跑鞋测评结果不输一线大牌，On品牌的销售潜力在渠道升级的背景下还有较大提升空间。

收入端受益于分销商升级带来的线下店数同店双升增长、品牌力提升带来的线上收入增长。

1>同店增长：2021年前，公司有共计8100家的销售点，在这些合作伙伴中，大部分是经营3-5家店的小型经销商。2021年新合作全球领先的运动品牌分销商后，在线下门店布局、品牌展示面积、获取新客户等方面将得到更多资源，单店销售效率预计将得到提升。

2>渠道扩张: 从分销客户合作前景看,目前 Footlocker 与 JD Sports 在北美与欧洲地区共经营了近 4000 家门店,如果未来能拓展 Deichmann、Intersport、Hibbett 3 家大客户,公司或将拿到近 1 万家门店的铺货资源。如果品牌知名度和产品线进一步提升扩充,分销单品牌独立店将继续贡献更多的销售增量。

利润端受益于越南-欧洲关税协定生效及供应链流程优化带来的毛利率提升。

1>生产成本: 2021 年起公司自主协调外包生产业务,第三方外包服务的费用节省将对全年毛利率产生 2.5-3pp 的正面影响,越南-欧盟关税协定生效预计能够使公司 2021 全年毛利率提升 1.5pp。两项合计对 2021 全年毛利率产生 4pp 以上的正面影响。

2>期间费用: 公司 21Q1-3 扣除股权激励费用后的营业费用率高达 49%,较同业平均高出 10 个百分点以上。销售与分销开支占比略高于同业、广告营销开支占比水平与同业相当,主要是一般行政费用开支高于同业 7-8pp。品牌投入期电商物流、信息系统费用开支较成熟品牌占比更高,未来随收入规模增长经营杠杆有望提升。

3.2 长期看:产品力+营销力加持,方能跨越发展局限

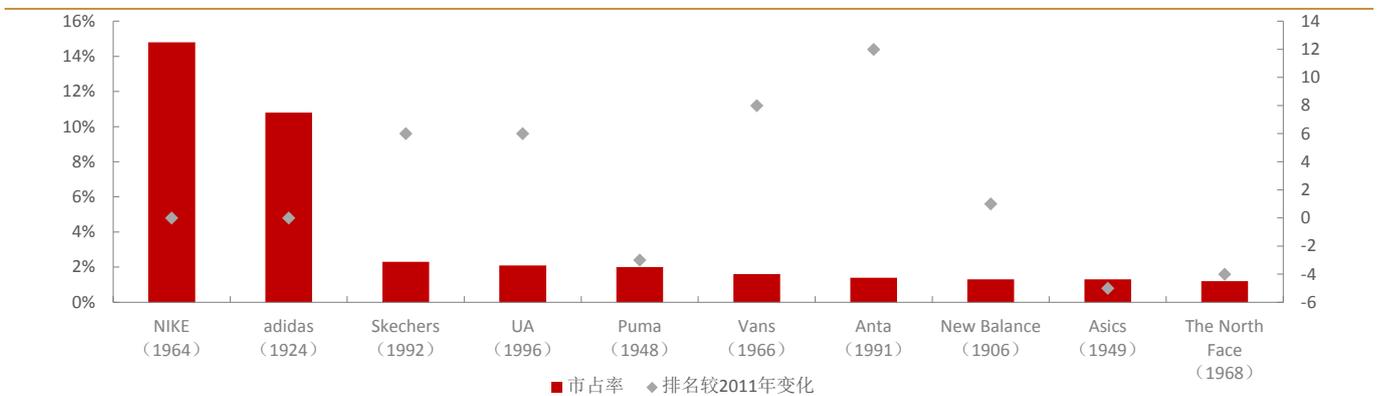
运动龙头全球行业地位稳固,头部品牌历史积淀深厚。 全球前 10 大运动品牌成立历史均超过 25 年。因运动行业成长性较强,新品牌可通过差异化竞争优势获得一部分发展空间,但想要争取更多的市场份额,不仅需要科技产品创新、拓宽不同品类的产品线切入受众更广的大众体育赛道,还需要顶级的体育营销资源背书。

On 品牌的长期发展机会来自品类拓展及新兴市场的扩张,能否把握发展机遇的关键在于产品创新体系的迭代与顶级体育营销资源的积累。

1>品类扩张: 公司运动鞋以跑鞋为主,在中底结构设计、中底材料科技、产品设计等方面还有较大的扩展空间。目前服装占比仅 5%,较成熟运动品牌 50%左右的服装销售占比还有较大提升空间。

2>新兴市场扩张: Euromonitor 预计中国的运动行业增速未来 5 年维持在双位数增速水平,目前公司亚太地区的销售占比仅 6%,低于成熟品牌的 20%+的收入占比。中国运动行业处于蓬勃发展期,目前公司仅在线下个位数门店及线上进行销售,全渠道拓展潜力较大。

图 18: 2020 年全球运动鞋服市场品牌市占率



数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

4 盈利预测及投资建议

收入假设：

1>线下渠道数量：与大型运动分销商加强合作后公司的销售点数量将继续维持快速增长，预计 2021-2023 年全球销售点数量将分别增长 40%、30%、20%。

2>线下同店增速：随品牌知名度提升、核心商圈大型运动品牌门店数增加，预计 2021-2023 年同店增速将分别增长 15%、20%、20%。

3>DTC 电商销售：预计 2021-2023 年线上访问量同比增长 40%、35%、25%，购物转化率同比增长 15%、15%、15%，受益服装品类扩张带来的连带率提升，预计客单价同比增长 5%、8%、10%。三者综合作用下预计 2021-2023 年整体线上收入同比增长 79%、59%、49%。

成本假设：

1>营业成本：受益于第三方生产服务咨询费用减少及越南-欧洲关税协议生效，预计 2021 年公司毛利率提升 4.6pp 至 58.9%，2022、2023 年继续维持在 58% 以上的水平。

2>物流费用：2021 年东南亚疫情反复导致供应链成本上升，预计造成本年物流开支占比提升超过 1.5pp，预计 2022、2023 年逐步回落至正常水平。

3>股权激励费用：2021 年股权激励费用开支预计在 2 亿瑞士法郎左右，占收入比重高达 30%，预计 2022、2023 年将逐步回落至上市前正常水平。

4>其他费用：预计一般行政开支等其他费用在收入规模增长，经营杠杆提升的背景下逐步下降。

表 3：On Running 分业务收入预测（百万瑞士法郎）

	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入	425	714	1123	1639
同比	59%	68%	57%	46%
分销收入	265	426	665	958
同比	32%	61%	56%	44%
销售点(个)	8100	11340	14742	17690
同比	25%	40%	30%	20%
单店销售额(万瑞士法郎/年)	3.3	3.8	4.5	5.4
DTC 收入	160	287	458	681
同比	142%	79%	59%	49%

数据来源：公司公告，西南证券

根据上述假设，我们预计公司 2021、2022、2023 年营业收入分别同比+68%、+57%、+46%至 7.1、11.2、16.4 亿瑞士法郎，经调整后的净利润同比+335%、+26%、+36%至 1.3、1.7 亿瑞士法郎，对应 P/E 分别为 203、162、119 倍。

公司估值远高于同业平均，我们认为主要有两个主要原因：一方面，公司目前处于成长初期，市场一般会给予渠道扩张期的成长性标的更高定价；另一方面，今年美国股市整体赚钱效应好，新股 IPO 后能享受到较高的市场溢价。我们认为，公司目前处于快速扩张期，所处的运动赛道优质，产品具备一定差异化竞争力，在全球顶级运动明星的营销背书下存在较

大的渠道扩张机会。考虑到公司渠道改革效果落地、供应链效率提升仍存在不确定性，当前估值处于较高水平，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 4：同业可比公司相对估值

公司	收盘价 (本币)	EPS (本币)				P/E			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
NIKE	166	3.56	3.62	4.71	5.51	47	46	35	30
adidas	255	2.21	7.40	9.68	11.90	116	35	26	21
Skechers	43	0.64	2.51	2.98	3.58	68	17	15	12
UA	21	-0.28	0.76	0.79	0.95	-75	28	26	22
lululemon	400	4.70	7.50	9.03	10.69	85	53	44	37
Puma	107	0.62	2.04	2.86	3.55	172	52	37	30
同业平均						69	38	31	26
On	33	0.04	0.19	0.23	0.30	886	203	162	119

数据来源：Bloomberg，西南证券整理

5 风险提示

1>公司治理风险：创始人团队成员数量多且股权分散，目前为一致行动人，若未来董事会成员理念出现分歧，不排除会出现由高层内部矛盾引发的公司治理问题。

2>产品推新效果不佳：公司凭借一定的产品差异性和专业性获得了越来越多的消费者认可，若公司后期产品创新节奏放缓，或技术迭代方向偏离大众消费需求，公司未来将面临发展瓶颈。

3>渠道、同店扩张不及预期：渠道扩张与同店效率提升是公司的业务增长的重要驱动因素，若与 Footlocker、JD Sports 的合作效果不及预期或未来合作终止，将会增加公司业务增长的不确定性。

4>品牌营销风险：公司目前的运动明星代言人是全球网球明星费德勒，若代言人身陷舆论风波，或对品牌形象造成一定负面影响。

5>金融市场系统性风险：公司作为成长企业享受高估值溢价，但目前定价较高，未来金融市场发生剧烈波动，不排除公司股价会发生较大回撤。

附表：财务报表预测（单位：百万瑞士法郎）

利润表	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	425	714	1123	1639	净利润	-28	-209	12	88
营业成本	124	194	300	469	折旧摊销	12	19	25	41
物流费用	29	51	100	135	营运资金变动	1	198	142	76
销售费用	23	36	57	81	其他调整	-12	-160	-147	-150
广告开支	29	46	91	135	经营活动现金流净额	-27	-152	32	55
股权激励费用	19	55	236	112	投资活动现金流净额	-19	-23	-31	-48
一般行政开支	38	61	116	163	筹资活动现金流净额	124	747	75	110
财务费用	-3	-7	-5	-9	现金净增加额	79	572	76	117
所得税	5	3	18	6	现金期初余额	12	91	663	738
净利润	-28	-209	12	88	现金期末余额	91	663	738	855
调整后的净利润	23	99	125	170					
资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	282	998	1163	1451	成长能力				
货币资金	91	663	738	855	销售收入增长率	59.2%	67.8%	57.3%	45.9%
应收款项	52	107	136	164	营业利润增长率	-400.4%	985.6%	-115.1%	413.6%
存货	103	139	174	291	净利润增长率	1772.1%	657.6%	-106.0%	604.0%
其他流动资产	37	90	114	140	获利能力				
非流动资产	100	282	352	438	毛利率	54.3%	58.0%	58.2%	58.4%
物业、厂房及设备	17	31	48	76	营业利润率	-4.0%	-26.0%	2.5%	8.8%
资产使用权	23	185	231	279	净利率	-6.5%	-29.2%	1.1%	5.4%
无形资产	55	61	67	76	ROE	-17.8%	-36.4%	1.4%	8.8%
递延所得税资产	6	5	6	7	ROA	-10.5%	-25.1%	0.9%	5.2%
总资产	383	1279	1515	1889	营运能力				
应付账款	42	55	62	74	总资产周转率	1.6	0.9	0.8	1.0
其他金融负债	7	23	32	41	应收账款周转率	9.1	9.0	9.2	10.9
其他经营性债务	36	101	204	305	存货周转率	1.7	1.6	1.9	2.0
拨备	0	5	6	9	偿债能力				
应交所得税	1	18	21	22	资产负债率	35.9%	29.6%	38.3%	43.5%
流动负债	86	202	325	452	流动比率	3.3	4.9	3.6	3.2
养老金负债	6	6	6	7	速动比率	2.1	4.3	3.0	2.6
拨备	21	3	6	9	每股指标				
其他金融负债	19	161	235	345	调整后的每股收益	0.04	0.16	0.20	0.28
递延税项负债	6	7	8	9	每股净资产	0.40	1.46	1.52	1.73
非流动负债	51	177	255	371	估值指标				
总负债	137	379	580	822	P/E	-734	-97	1617	230
所有者权益	245	901	936	1066	调整后的 P/E	886	203	162	119
负债+所有者权益	383	1279	1515	1889	P/B	82	22	22	19
					P/S	47	28	18	12

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn