

纺织服装|公司研究

2024年3月31日

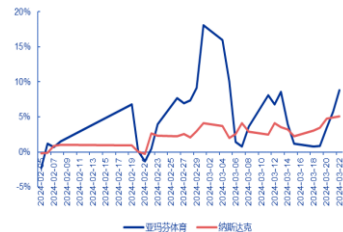
## 买入

### 首次覆盖

#### 市场数据: 2024年03月28日

收盘价(美元)	16.30
纳斯达克指数	63.10
52周最高/最低价	18.23/13.10
总市值(亿美元)	80
总股本(亿股)	4.89

#### 股价表现:



资料来源: Bloomberg

#### 证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com刘佩 A0230523070002  
liupeipei@swsresearch.com

#### 联系人

刘佩 A0230523070002  
liupeipei@swsresearch.com

## 深耕户外运动市场，多品牌发力乘势而上

### 亚玛芬体育 (AS.N)

**亚玛芬为全球化体育用品集团，外延收购扩大业务版图，24年业绩触底改善。**公司通过持续的外延收购形成今天多品牌的体育用品集团，目前旗下有包括始祖鸟、萨洛蒙等在内的11个品牌，覆盖各类高端户外运动场景。2023收入规模为43.7亿美元，同比增长23%，2020-2023年营收CAGR为21%。净利润受利息费用拖累，2023年净亏损2.09亿美元。预计24年上市融资并偿还债务后，财务费用将明显改善，净财务费用减少2.4-2.5亿美元，推动24年利润转正。

**公司以硬核产品从专业破圈大众，渠道发力DTC高效增长。1) DTC转型提质增效。**2019年起加快直营转型，目前在全球运营直营店330家，比2019年增加69%，推动毛利率与收入快速提升。以始祖鸟为例，23年9月底大中华区直营门店为63家，坪效为12万元人民币，比21年提升42%，在户外公司中领跑，目前门店数基数尚小，未来展店空间广阔。**2) 产品从专业破圈大众，品类持续拓展。**产品以Gore-tex面料、压胶技术等硬核材料与工艺制备，性能深受专业户外人士认可，并通过社交媒体破圈大众市场，未来产品端将持续拓展女子、鞋类、商务场景，扩大覆盖客群。**3) 注重私域运营，提升会员转化。**公司通过组织户外活动、课程培训等增值服务提升会员粘性与转化，如始祖鸟的Rebird计划为会员免费进行产品清洗修复，并对废旧产品回收再利用，提升会员体验与复购。23年9月始祖鸟在大中华区会员170多万人，较18年的1.4万增势强劲。

**未来多品牌、多区域协同发展，打造多元成长曲线。**公司旗下有11个优质户外品牌，品牌矩阵优质且稀缺，当前发展最快的为始祖鸟，主要专注在徒步攀岩领域，而其他品牌在越野跑、滑雪、骑行等领域持续深耕。未来公司有望把始祖鸟的成功经验复制到其他品牌和场景，目前Wilson、Salomon已经跑出，23Q1-Q3收入同比提升10%/35%，其他品牌有望接力。从区域市场看，当前大中华区增长迅猛，23年前三季度收入同比增长61%，而其他亚太地区、中东等地均有挖掘空间。未来有望凭借全球化的销售网络和运营经验，将更多品牌引入新市场。

**运动行业需求韧性强劲，多因素驱动未来增长。**2023年全球运动服饰市场规模3957亿元，同比增长6.3%，预计24-28年将以7%的复合增速继续增长。而运动器材在22年的市场规模达到1495亿美元，2023-2028年CAGR预计为6%。23年全球运动市场的CR10为45%（公司口径），竞争格局优质。未来在人均运动鞋服支出稳步提升，后疫情时代打造对健康重视和对户外需求的增加，以及穿衣休闲化下运动服穿着场景拓展拉动下，成长动能依然充足。

**公司为国际化体育用品集团，高端户外品牌布局前瞻，渠道转型效果明显，未来多品牌、多区域有望接力增长，首次覆盖，给予“买入”评级。**预计24-26年公司归母净利润分别为同比扭亏/增长66%/增长34%至1.9/3.2/4.3亿美元。考虑到公司目前仍未形成稳定的盈利，而EBITDA指标已经连续多年保持稳定增长，因此我们采用EV/EBITDA估值法，可比公司24年平均EV/EBITDA为16倍，公司目前仅为13倍，参考可比公司16倍EV/EBITDA，目标市值101亿美元，距离当前市值仍有26%的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示:** 经济不确定性风险；批发渠道销售波动风险；全球化业务运营风险；商誉减值风险。

#### 财务数据及盈利预测

单位: 美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,549	4,368	4,942	5,626	6,386
同比增长率(%)	-	23%	13%	14%	14%
归母净利润(百万元)	-253	-209	193	321	431
同比增长率(%)	-	-	-	66%	34%
每股收益(调整后, 元/股)	-0.08	-0.35	0.38	0.64	0.87
毛利率(%)	49.7%	52.1%	53.7%	54.7%	55.3%
市盈率	-	-	41	25	19
EV/EBITDA	22	17	13	11	9

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司为国际化体育用品集团，高端户外品牌布局前瞻，渠道转型效果明显，未来多品牌、多区域有望接力增长，首次覆盖，给予“买入”评级。预计 24-26 年公司归母净利润分别为同比扭亏/增长 66%/增长 34%至 1.9/3.2/4.3 亿美元，业绩复合增速 49%。考虑到公司目前仍未形成稳定的盈利，而 EBTIDA 指标已经连续多年保持稳定增长，因此我们采用 EV/EBITDA 估值法，可比公司 24 年平均 EV/EBITDA 为 16 倍，公司目前仅为 13 倍，参考可比公司 16 倍 EV/EBITDA，目标市值 101 亿美元，距离当前市值仍有 26%的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设点

#### 盈利预测：

预计 24-26 年收入同比增长 13%/14%/14%至 49.4/56.3/63.9 亿美元，归母净利润同比扭亏/66%/34%至 1.9/3.2/4.3 亿美元。具体而言：1) **科技服装业务**：近年在始祖鸟品牌带动下收入增长迅速。预计始祖鸟在 DTC 转型、品类拓展等推动下仍可快速增长，Peak performance 在品牌知名度提升与渠道拓展拉动下，增长双位数，最终部门收入在 24-26 分别增长 24%/18%/15%至 19.7/23.2/26.8 亿美元。2) **户外服饰业务**：批发渠道占 8 成，因 22 年疫情导致供应链紊乱，订单超订且部分延迟到 23 年到货和销售，导致 24 年仍有一定库存待消化，预计收入降速至增长 9%，25-26 年去库完成后在 DTC 转型、渠道开拓带动下增长 13%/15%。3) **球类业务**：批发渠道占比近 9 成，同样因供应链紊乱导致 24 年仍在去库，预计收入降速至增长 4%，25-26 年去库完成后增长 8%/8%。

### 有别于大众的认识

市场认为公司过于依赖大中华市场与始祖鸟品牌，缺乏第二梯队的品牌与市场承接增量。我们认为品牌培育与市场拓展的底层能力是相通的，而公司多品牌管理、全球化运营的能力已经在始祖鸟和大中华区的发展上得到印证，未来新品牌的培育和新市场的开拓会更加有迹可循，在同属高端户外运动的品牌矩阵中，可实现经验的快速复用。当前公司除了始祖鸟品牌外，萨洛蒙、威尔逊已跑出，根据公司公开交流，三大品牌在 23 年流水均已经达到 10 亿欧元。而新品牌在滑雪、骑行领域持续深耕，与主力品牌形成有效补充，在户外渗透率持续提升下，有望快速将始祖鸟经验复制到其他品牌，承接增量需求。

在区域市场上，23 年在海外去库存、高通胀等压抑需求的背景下，公司在美洲/ EMEA 地区营收仍有 15%/14%的增长，明显领先于耐克、阿迪在这些地区下滑到个位数增长的表现，可见需求韧性。24 年公司也将重点布局北美、开拓欧洲市场，加快直营转型，推动多区域协同发展。

### 股价表现的催化剂

品牌去库进度超预期；新品牌运营提升超预期；新市场拓展超预期。

### 核心假设风险

经济不确定性风险；批发渠道销售波动风险；全球化业务运营风险；商誉减值风险。

## 目录

<b>1. 深耕体育用品行业，品牌收购扩大户外版图 .....</b>	<b>1</b>
1.1 深耕体育用品行业，通过收购持续扩大业务版图 .....	1
1.2 多品牌矩阵布局完善，覆盖各类高端户外场景 .....	1
1.3 收入规模稳步增长，三大核心品牌收入占比约九成 .....	3
1.4 管理层行业积淀丰富，股权结构相对集中 .....	4
<b>2. 全球运动行业稳步增长，多因素驱动行业扩容 .....</b>	<b>6</b>
2.1 全球运动鞋服市场稳步增长，亚太及大中华区潜力较大 .....	6
2.2 运动行业竞争格局优质，市场集中度稳步提升 .....	8
2.3 行业未来成长空间广阔，多因素共同驱动市场增长 .....	9
<b>3. 品牌运营与产品夯实地位，从专业破圈大众 .....</b>	<b>9</b>
3.1 全球化的渠道运营能力较强，DTC 转型驱动高增 .....	9
3.2 产品硬核夯实专业地位，品牌营销从专业破圈商务 .....	12
3.3 多维度强化私域运营，提升会员粘性与转化 .....	14
3.4 稀缺的品牌矩阵，未来多品牌、多区域接力增长 .....	15
<b>4. 财务指标逐渐改善，成长速度行业领先 .....</b>	<b>16</b>
4.1 成长性：亚玛芬的收入增长迅速，在行业中排名靠前 .....	16
4.2 盈利能力：毛利率处于较高水平，净利率有望转正 .....	16
4.3 营运能力：存货周转位居中游水平，账期周转效率提升 .....	17
<b>5. 盈利预测与估值 .....</b>	<b>18</b>
5.1 盈利预测 .....	18
5.2 估值分析 .....	19
<b>6. 风险提示 .....</b>	<b>20</b>

# 1. 深耕体育用品行业，品牌收购扩大户外版图

## 1.1 深耕体育用品行业，通过收购持续扩大业务版图

公司为国际化的体育用品集团，起家于烟草业务，壮大于体育行业，通过不断收购品牌扩大版图，期间经历过两次上市，一次要约收购。纵观公司创业历程，大致可以分为四个阶段：

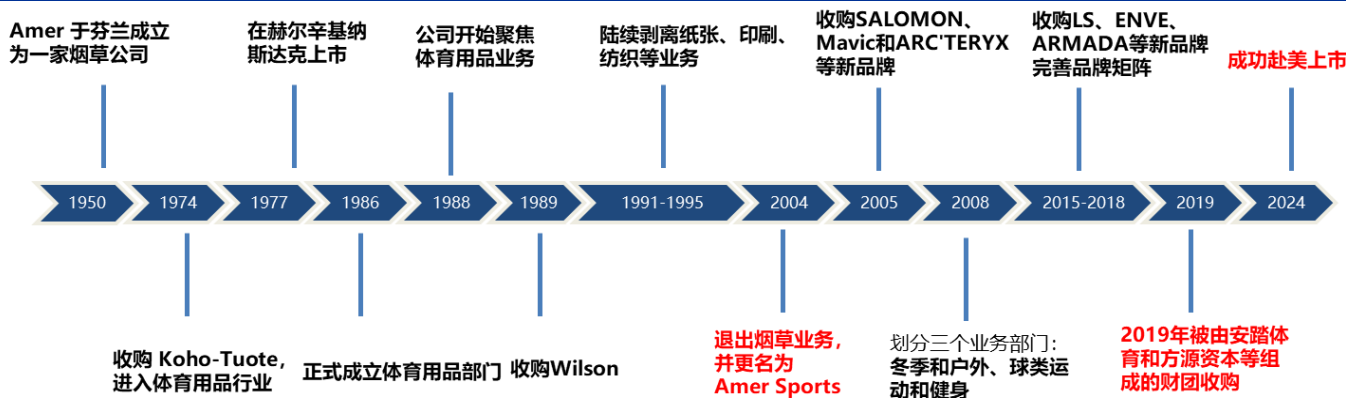
**1950-1987 年：烟草业务起家，多元化发展推动上市。**1950 年 Amer 成立为烟草公司，1974 年收购冰球装备制造制造商 Koho-Tuote 进入体育用品行业，后业务陆续扩展到航运、印刷出版、体育用品、纸张加工等领域，开展多元化经营。**1977 年在芬兰赫尔辛基交易所上市。**

**1988-2004 年：逐渐聚焦体育行业，剥离非体育业务。**期间收购了一些世界领先的体育品牌，如 WILSON（1989 年收购）、ATOMIC（1994 年收购）等，90 年代纸业部门、印刷部门被陆续剥离，开始专注于体育用品行业，成为球类和冬季运动器材、运动手表、健身器材的专家。2004 年退出烟草业务，将公司更名为 Amer Sports，聚焦体育用品行业。

**2005-2018 年：加强全球影响力，完善体育品牌矩阵。**2008 年将业务分为三个部门，包括冬季和户外、球类运动、健身，并在全球广泛收购优质品牌，如 SALMON、始祖鸟（2005 年收购）、棒球品牌 LOUISVILLE SLUGGER（15 年收购）、自行车制造商 ENVE（16 年收购）、瑞典户外品牌 PEAK PERFORMANCE（18 年收购），不断扩大业务版图。

**2019-至今：财团要约收购，战略转型后赴美二次上市。**2019 年被由以安踏体育为首的财团要约收购其全部股权，对价 46 亿欧元。从芬兰交易所退市后，财团对公司业务进行重组和简化，出售了 precor、颂拓等非核心品牌，聚焦始祖鸟、威尔逊和萨洛蒙三个核心品牌以及 DTC 渠道运营。2024 年再次登录纳斯达克，实现二次上市。

图 1：Amer Sports 发展历史



资料来源：公司官网，公司招股书，申万宏源研究

## 1.2 多品牌矩阵布局完善，覆盖各类高端户外场景

**品牌矩阵布局完善，三大核心品牌收入占比约九成。**公司品牌分为三大事业部：科技服装事业部、户外事业部、球类运动事业部，涵盖 11 个细分品牌，覆盖各类户外运动场景。三大核心品牌始祖鸟/萨洛蒙/威尔逊 2023 年前三季度营收分别为 9.4/9.5/8.7 亿美元，增速为 65%/35%/10%，收入占比为 40%/40%/37%。

表 1: 公司多元品牌矩阵布局完善

所属事业部	品牌名	品牌 logo	创立时间	专注领域	2023 年前三季度收入	23 年 9 月末 直营店数量
Technical Apparel	Arc'teryx (始祖鸟)		1989 年创立于加拿大温哥华, 2005 年被 AMER SPORTS 收购	户外功能性运动服饰, 涉及徒步、攀登和冰雪运动等	全球 9.4 亿美元 (+65%), 大中华区 4.5 亿美元 (+62%)	138 家
	Peak Performance		1986 年创立于瑞典奥勒, 2018 年被 AMER SPORTS 收购	时尚户外服饰, 涉及滑雪、骑行、徒步等	1.0 亿美元 (+14%)	
Outdoor Performance	Salomon (萨洛蒙)		1947 年创建于法国, 2005 年被 AMER SPORTS 收购	户外装备, 其中越野跑鞋为热销品类	全球 9.5 亿美元 (+35%), 大中华 0.9 亿美元 (+168%)	114 家
	Atomic		1955 年创立于奥地利, 1994 年被 AMER SPORTS 收购	冬季运动装备, 包括高山滑雪板、越野板和单板等全线产品	1.6 亿美元 (+2%)	
	ARMADA		2002 年创立于美国, 2017 年被 AMER SPORTS 收购	滑雪品牌, 产品包括滑雪板、雪服和专用箱包等	两个品牌合计 0.34 亿美元 (-15%)	
	ENVE		2007 年创立于美国, 2016 年被 AMER SPORTS 收购	手工制作碳纤维自行车轮圈和部件制造商		
Ball & Racquet Sports	Wilson (威尔逊)		1914 年创立于美国, 1989 年被 AMER SPORTS 收购	核心系列涵盖篮球、网球、高尔夫球、棒球和橄榄球等	全球 8.7 亿美元 (+10%), 大中华 0.45 亿美元 (+24%)	9 家
	ATEC		1971 年创立于美国, 2003 年被 AMER SPORTS 收购	棒球和垒球训练设备供应商		
	Louisville Slugger		1884 年创立于美国, 2015 年被 AMER SPORTS 收购	棒球制品供应商		
	DeMarini		1989 年创立于美国, 2000 年被 AMER SPORTS 收购	生产棒球和垒球		
	EvoShield		2002 年创立于美国, 2016 年被 AMER SPORTS 收购	生产运动保护装备, 包括各类护具、护腕等		

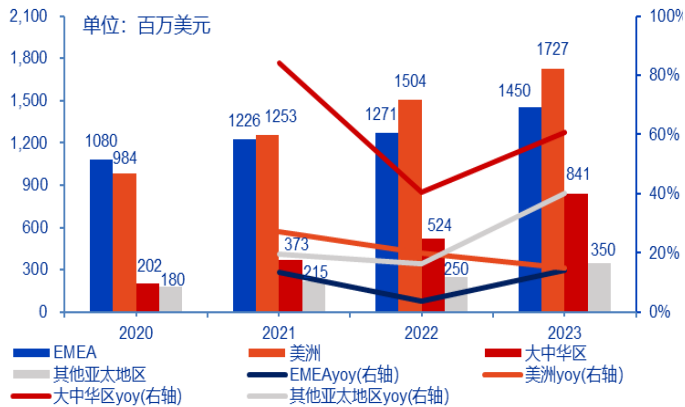
资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

北美及欧洲为主要市场, 大中华区增长亮眼。美洲地区/ EMEA (欧洲、中东和非洲) 为公司覆盖的主要市场, 23 年营收分别同比提升 15%/14%至 17.3/14.5 亿美元, 占比 40%/33%。大中华区和其他亚太地区增长 61%和 40%至 8.4/3.5 亿, 占比 19%/8%。过去几年大中华区表现亮眼, 2020-2023 年 CAGR 为 60.8%, 占比从 8%提升至 19%。

威尔逊及萨洛蒙销售以欧美为主, 始祖鸟大中华区占比近半。根据招股书, 始祖鸟 23 年前三季度收入 9.4 亿美元, 其中 48%来自大中华区, 品牌在中国市场展现出强劲增势, 至 23 年 9 月底, 在大中华区拥有 170 多万会员 (vs2018 年 1.4 万)。萨洛蒙收入 9.5 亿美元, EMEA/美洲分别占比 56%/26%, 同期威尔逊收入为 8.7 亿, 美洲市场贡献了 70%的收入。

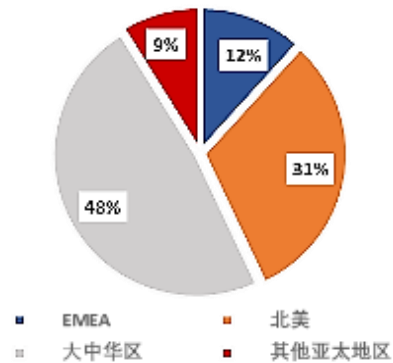


图 2：美洲和 EMEA 地区为主要市场



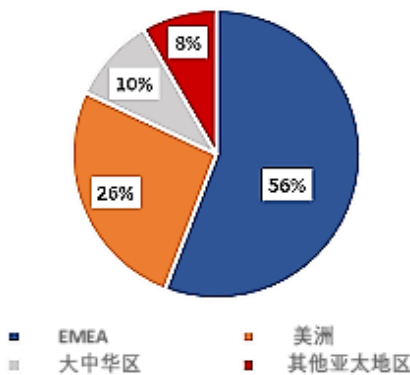
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：始祖鸟大中华区收入占比近半 (2023 年 1-9 月)



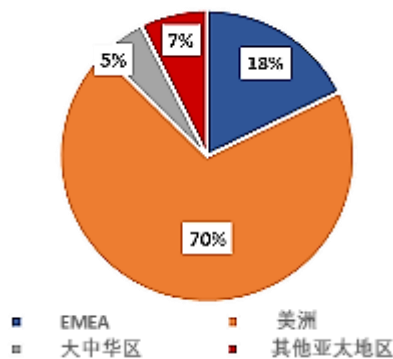
资料来源：招股书，申万宏源研究

图 4：萨洛蒙以 EMEA 地区收入为主 (2023 年 1-9 月)



资料来源：招股书，申万宏源研究

图 5：威尔逊美洲地区收入占 7 成 (2023 年 1-9 月)



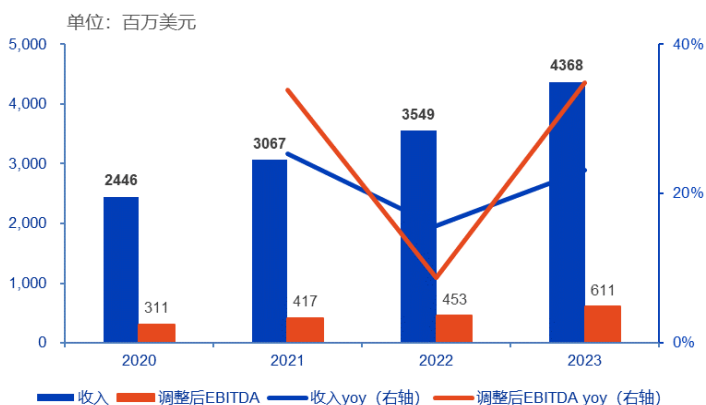
资料来源：招股书，申万宏源研究，注：公司披露的威尔逊收入为“Wilson Sporting Goods”部门整体的收入，但收入以威尔逊品牌为主

### 1.3 收入规模稳步增长，三大核心品牌收入占比约九成

公司 2020-2023 年营收 CAGR 为 21%。受益于多品牌矩阵和全球化市场布局，以及近年来发展 DTC 渠道转型，公司收入保持快速增长，2020-2023 年收入 CAGR 达到 21%。2023 年收入规模为 43.7 亿美元，同比增长 23%，延续高增趋势。

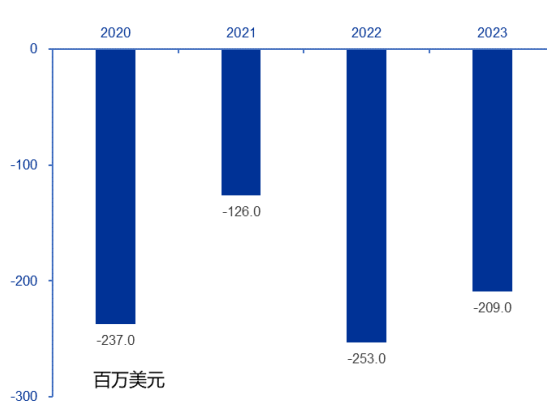
净利润受利息费用拖累仍为亏损状态，调整后 EBITDA 保持快速增长。2023 年公司调整后 EBITDA 增长 34.9%至 6.1 亿美元，2020-2023 年 CAGR 为 25%。受财务费用较高的影响，2023 年净亏损 2.09 亿美元，但同比 22 年亏损 2.53 亿美元幅度减少。预计 24 年上市融资并偿还债务后，财务费用将明显改善，推动 24 年利润转正。

图 6: 2020-2023 年营收/调整后 EBITDA CAGR 为 21%/25%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 7: 公司净利润当前仍为亏损状态



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 1.4 管理层行业积淀丰富, 股权结构相对集中

**管理团队履历优异, 为集团发展保驾护航。**2019 年公司开始重组和简化管理团队, 从世界领先的企业中吸引到经验丰富和能力卓越的管理人才, 首席执行官郑捷先生此前任安踏集团 CEO, 为发展大中华市场提供本地化经验指导。并汇集来自阿迪达斯、锐步、BCG 咨询、ECCO、Footlocker、通用电气等全球公司的丰富经验, 助力集团在全球化战略下快速发展。

表 2: Amer Sports 高层行业经验丰富

姓名	公司职务	简历
郑捷	董事会执行董事兼首席执行官	上海复旦大学管理科学学士学位, 2001-2008 年, 在阿迪达斯担任多种职务, 包括锐步 (中国) 总经理和阿迪达斯大中华区销售执行副总裁; 2008 年加入安踏体育, 历任集团总裁、执行董事、首席执行官等职, 自 2020 年起一直担任 Amer Sports 的首席执行官
Michael Hauge Sorensen	首席运营官	1994-2013 年, 进入 ECCO 后任首席运营官、全球销售副总裁等职务; 2013-2019 年曾在潘多拉珠宝、圣达菲集团、IC 集团任职; 2019 年以来在 Amer Sports 担任董事会顾问, 2020 年开始任公司首席运营官
Andrew Page	首席财务官	东肯塔基大学会计工商管理学士学位, 乔治敦大学国际商业工商管理硕士学位。2011-2019 年, 任安德玛财务总监兼首席会计官; 2019-2021 年, 任 Advance Auto Parts 首席会计官; 2021-2023 年, 任 Foot Locker 执行副总裁兼首席财务官; 2023 年 4 月至今, 任公司首席财务官
Stuart Haselden	始祖鸟及 Peak performance 品牌首席执行官	奥本大学学士学位和杜兰大学工商管理硕士学位, 2006-2015 年, 在 J. Crew 历任高级副总裁、首席财务官等职; 2015-2020 年, 在 Lululemon 历任首席财务官、首席运营官、执行副总裁兼国际业务主管; 2020-2021 年, 任 Away 首席执行官; 2021 年在 Amer Sports 任始祖鸟首席执行官
Franco Fogliato	萨洛蒙总裁兼首席执行官	2013-2021 年, 在哥伦比亚运动服装公司担任全球渠道执行副总裁、EMEA 区域总经理; 2021 年 11 月至今, 任萨洛蒙总裁兼首席执行官
Joe Dudy	威尔逊总裁兼首席执行官	普渡大学会计和金融学士学位, 印第安纳大学工商管理硕士学位。1995 年加入 Wilson, 并担任过多个职位, 包括威尔逊团队体育公司的财务总监和威尔逊体育用品公司的财务副总裁。2019 年开始任 Wilson 总裁兼首席执行官
Victor Chen	首席战略官	芝加哥大学的工商管理硕士学位, 2002-2006 年, 任 Golin 总监; 2009-2020, 任波士顿咨询公司合伙人; 2020 年开始任公司首席战略官

资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

核心高管过往普遍在运动及服装行业有长时间的工作经历,汇集来自安踏、UA、lululemon、BCG 咨询等的管理经验,为公司发展引领方向。

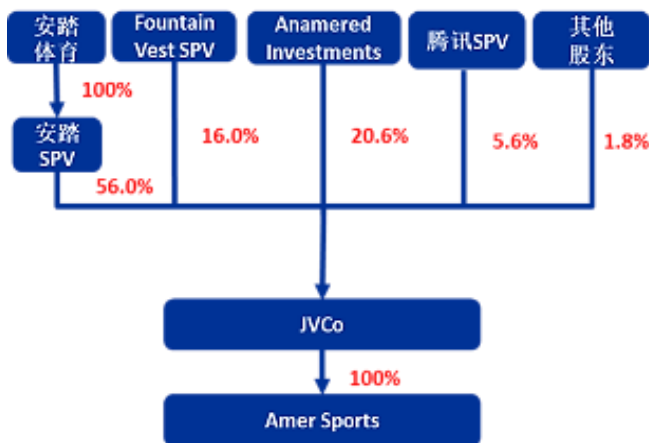
图 8: Amer Sports 管理团队行业经验丰富



资料来源: Amer Sports 官网、招股书, 申万宏源研究

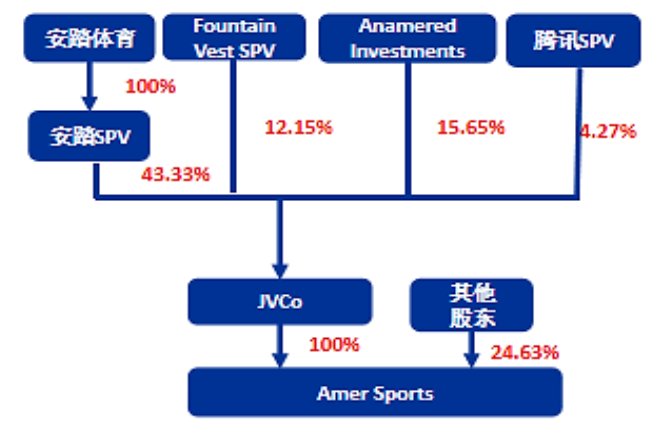
股权比例集中, 安踏为第一大股东。Amer Sports 发行前共有 3.84 亿股普通股, 此次以发行价每股 13.0 美元的价格, 发行 1.05 亿股, 募集资金 13.65 亿美元, 并进行了 1575 万股超额配售, 目前总股本为 5.05 亿股。安踏在此次 IPO 中购买亚玛芬 1692 万股股份, 总额 2.2 亿美元。根据彭博最新数据, 截止到 2024 年 2 月 8 日, 安踏持有 Amer Sports 43.3%, 仍保持第一大股东地位, 财团持股比例为 75%, 仍保持较高水平。

图 9: 公司 IPO 发行前股权结构图



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 10: 公司 IPO 后股权结构图 (24 年 2 月 8 日)



资料来源: Bloomberg 彭博, 申万宏源研究



本次 IPO 募集资金主要用于偿还关联方贷款，节省财务费用，目前已将约 40 亿美元的关联方贷款偿还完毕。截止到 2023 年底，公司主要计息债务包括 40.8 亿美元的关联方贷款，18.6 亿美元的金融机构贷款以及 3.4 亿美元的租赁负债。此次 IPO 募资后，公司已将 40 亿美元的关联方贷款偿还完毕，有效优化资产负债结构。23 年公司净财务费用 4.1 亿美元，本次偿还贷款后将，管理层预计 24 年净财务费用将降低至 2.4-2.5 亿美元，有效提升盈利水平。

表 3: Amer Sports 目前主要有息负债 (截止到 23 年 12 月 31 日)

主要有息负债	金额	处理方式	名义利率*
租赁负债	3.4 亿美元	IPO 后处理	4.87%
金融机构贷款	18.63 亿美元	IPO 后处理	长期 7.65%，短期 6.34%-8.41%
关联方贷款	38.0 亿欧元，约合 40.8 亿美元		长期 7.90%，短期 5.67%
其中：JV Co Loan1	24.89 亿欧元	约 23.43 亿欧元进行转股	
JV Co Loan2	13 亿欧元	IPO 募资偿还	
Co-Invest Loan 1	710 万欧元	约 670 万欧元转股	
Co-Invest Loan 2	370 万欧元	IPO 募资偿还	
其他有息负债	50 万美元	IPO 后处理	7.86%

资料来源：公司招股书，申万宏源研究，

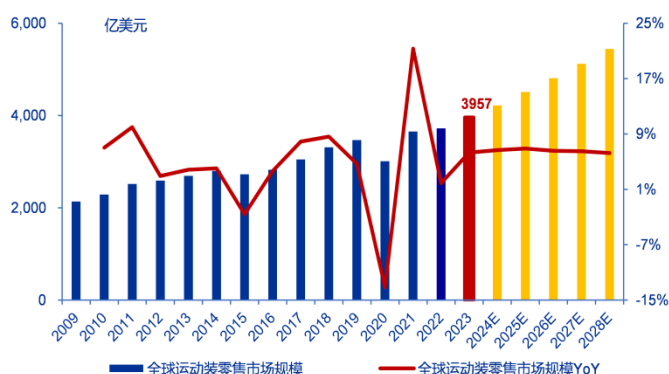
注：名义利率 2023 年年报未披露，摘自招股书中截至到 2023 年 9 月底的利率

## 2. 全球运动行业稳步增长，多因素驱动行业扩容

### 2.1 全球运动鞋服市场稳步增长，亚太及大中华区潜力较大

运动鞋服需求韧性较强，行业规模稳步增长。根据欧睿国际，2023 年全球运动服饰零售市场规模为 3957 亿美元，同比增长 6.3%，在零售环境改善下增长提速，预计 24-28 年行业仍能维持 6.6% 的复合增速，行业景气度延续。分地区看，北美为全球最大消费市场，但大中华区和亚太地区市场增速更快。根据 Amer Sports 招股书，2022 年北美地区的运动服和运动鞋市场规模分别为 1045/485 亿美元，预计 22-27 年 CAGR 为 5.5% 和 4.7%，而大中华区 22-27 年运动鞋/运动服 CAGR 预计为 9% 和 8.8%，快于北美、EMEA 5% 左右的增速。

图 11: 2023 年全球运动服饰市场规模 3957 亿美元 (+6.3%)



资料来源：Euromonitor 欧睿，申万宏源研究

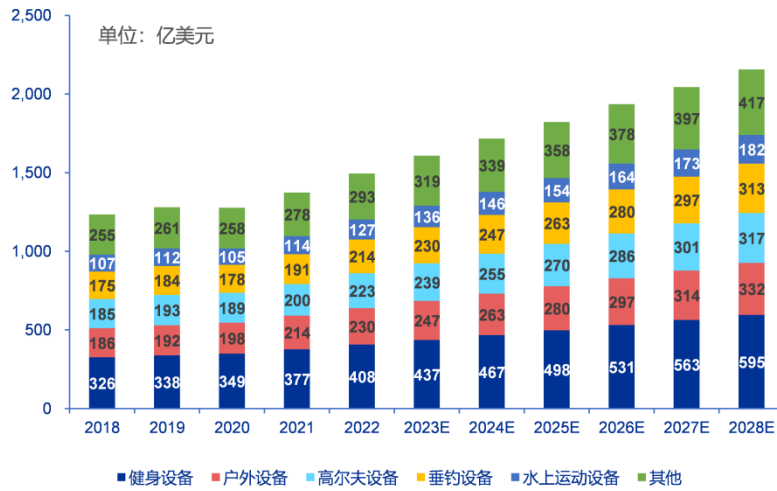
表 4: 不同地区运动鞋服市场规模及未来增速

地区	运动服		运动鞋	
	2022 年市场规模 (亿美元)	22-27 年 CAGR	2022 年市场规模 (亿美元)	22-27 年 CAGR
北美	1045	5.5%	485	4.7%
大中华区	227	9.0%	303	8.8%
亚太地区	221	8.6%	198	9.2%
EMEA	464	4.6%	295	5.3%
其他地区	240	8.4%	240	8.2%
总计	2196	6.4%	1521	6.8%

资料来源：公司招股书，注，大中华区包括中国大陆，香港，澳门和台湾，亚太地区不包含大中华区，申万宏源研究

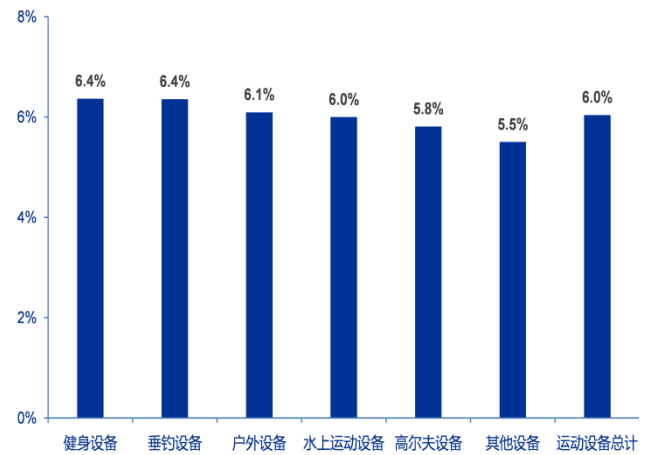
**全球运动器材市场快速增长。**2022 年市场规模达到 1495 亿美元，同比增长 8.8%，2023-2028 年 CAGR 预计为 6%。其中，健身设备的市场规模最大，2022 年达到 408 亿美金，同比增长 8.2%，23-28 年 CAGR 预计为 6.4%，其次为户外设备，22 年市场规模为 230 亿美元，同比增长 7.5%，23-28 年 CAGR 预计为 6.1%。高尔夫设备、垂钓设备、水上运动设备 2023-2028 年 CAGR 分别为 5.8%/6.4%/6.0%。

图 12: 2022 年全球运动器材市场规模达到 1495 亿美元



资料来源: Statista (德国商业数据平台), 申万宏源研究

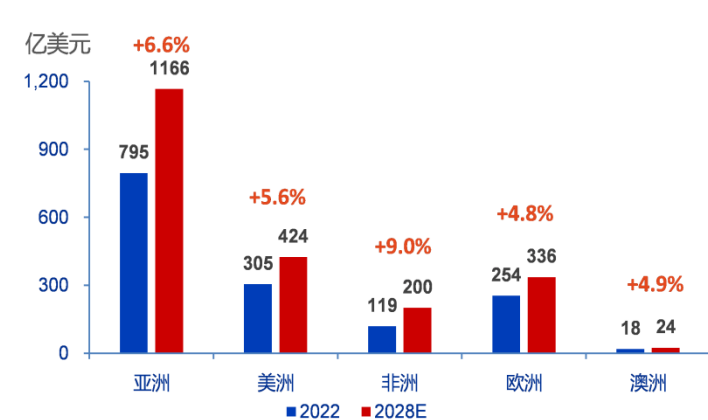
图 13: 全球运动器材 2023-2028 年复合增速为 6%



资料来源: Statista (德国商业数据平台), 申万宏源研究

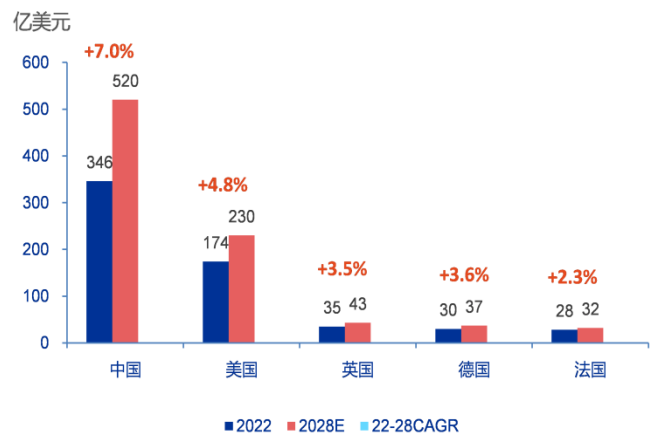
**分地区看，亚洲、美洲地区运动器材市场规模最大。**根据 Statista，亚洲为 2022 年全球运动器材最大市场，市场规模达到 795 亿美元，预计 2028 年达到 1166 亿美元，22-28 年 CAGR 达到 6.6%，美洲、欧洲市场规模分别为 305/254 亿美元，22-28 年 CAGR 为 5.6%/4.8%。  
**分国家看，中国的运动器材市场规模最大且增速最高。**2022 年中国运动器材的市场规模达 346 亿美元，预计 2028 年达到 520 亿美元，22-28 年 CAGR 达到 7.0%，美国、英国市场规模分别为 174/35 亿美元，22-28 年 CAGR 为 4.8%/3.5%。

图 14: 2022 年主要地区运动器材市场规模及增速



资料来源: Statista (德国商业数据平台), 申万宏源研究

图 15: 2022 年主要国家运动器材市场规模及增速

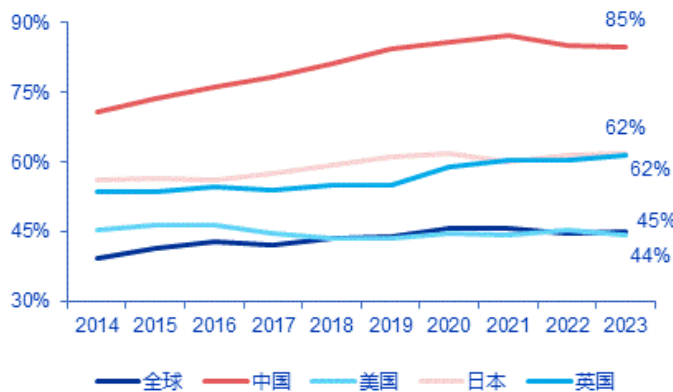


资料来源: Statista (德国商业数据平台), 申万宏源研究

## 2.2 运动行业竞争格局优质，市场集中度稳步提升

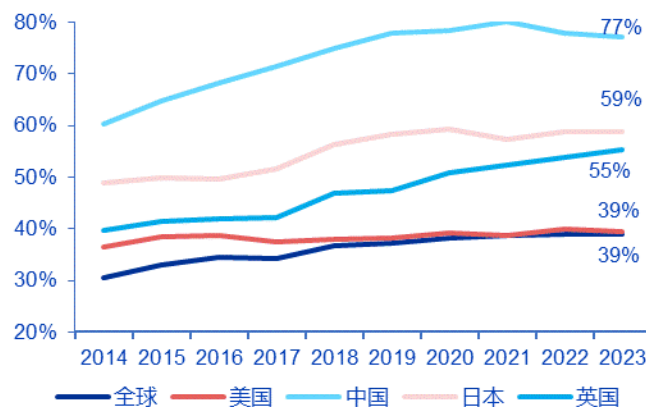
**全球运动行业集中度持续提升。**根据欧睿数据，全球运动公司 CR10 从 2014 年的 39% 提升 5.6pct 至 2023 年的 45%，品牌口径下 CR10 从 31% 提升至 39%，龙头公司持续整合市场份额，推动集中度提升。中国市场集中度明显领先全球，2023 年公司口径 CR10 达 85%。

图 16: 全球主要地区运动市场 CR10 (公司口径)



资料来源: 欧睿数据 Euromonitor, 申万宏源研究

图 17: 全球主要地区运动市场 CR10 (品牌口径)



资料来源: 欧睿数据 Euromonitor, 申万宏源研究

**格局一超多强。**2023 年全球运动市场 CR10 为 44.9%，过去 10 年处于稳步提升的态势。其中，耐克占据全球运动市场头把交椅，市场份额 18%（公司口径），且近几年保持稳步提升，阿迪达斯、VF 市场份额为 8.2% 和 3.4%，分别为位居第二和第三，但市占率近几年持续下滑。安踏和 Lululemon 市场份额提升明显，2014-2023 年市占率分别提升 2.4pct/1.6pct 至 3.1%/2.2%，位居第四和第七。

表 5: 全球运动市场前十大公司市场份额

排名	公司口径	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2014-2023 变化	2019-2023 变化	2023 年变化
1	Nike Inc	15.6%	16.7%	16.9%	16.4%	16.3%	16.5%	17.5%	17.2%	17.2%	18.0%	2.4%	1.5%	0.8%
2	adidas Group	10.0%	10.1%	10.9%	11.2%	11.2%	11.0%	10.8%	10.4%	8.9%	8.2%	-1.8%	-2.8%	-0.7%
3	VF Corp	3.9%	4.0%	3.8%	3.7%	3.8%	3.9%	3.7%	3.6%	3.5%	3.4%	-0.5%	-0.5%	-0.1%
4	Anta (China) Co Ltd	0.7%	1.0%	1.1%	1.2%	1.6%	2.2%	2.7%	3.0%	3.0%	3.1%	2.4%	0.9%	0.1%
5	Puma SE	-	-	-	-	2.0%	2.1%	2.2%	2.4%	2.5%	2.6%	-	0.5%	0.1%
6	Skechers USA Inc	1.4%	1.7%	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%	2.4%	2.5%	2.5%	2.4%	1.0%	0.2%	-0.1%
7	lululemon athletica inc	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	1.1%	1.3%	1.6%	2.0%	2.2%	1.6%	1.1%	0.2%
8	Under Armour Inc	1.8%	2.3%	2.6%	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%	2.3%	2.3%	2.1%	0.3%	-0.2%	-0.2%
9	New Balance Athletic Shoe Inc	1.4%	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%	0.1%	0.2%	0.1%
10	Li Ning Co Ltd	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	1.0%	1.4%	1.4%	1.4%	0.8%	0.5%	0.0%
CR10		36.0%	38.8%	40.3%	39.9%	42.4%	43.5%	45.1%	45.7%	44.7%	44.9%	8.9%	1.4%	0.2%

资料来源: 欧睿数据 Euromonitor, 申万宏源研究

## 2.3 行业未来成长空间广阔，多因素共同驱动市场增长

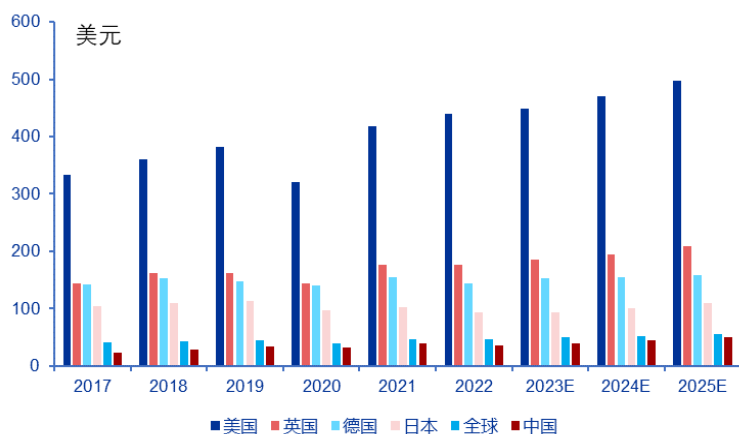
1) **人均运动鞋服消费稳步提升。**根据欧睿数据，全球人均运动鞋服支出稳步增长，2023 年为 50 美元，预计到 2025 年将增长至 55 美元，不同国家增长幅度在 5-50 美元不等。消费者对更加具有功能性、更多元化场景的运动产品需求增加，推动人均运动鞋服支出稳步提升。

2) **后疫情时代对健康的关注度提升。**后疫情时代人们更加关注健康和长寿，推动体育参与人数的持续增加。根据 Amer Sports 招股书，到 2022 年，约有 50% 的美国消费者表示健康是重中之重，而这一比例在 2020 年仅为 42%。

3) **穿衣风格的运动休闲化转型。**随着消费者更加重视运动健康、以及穿衣的舒适度和社交体验，运动产品也逐渐从单一的运动场景拓展至社交通勤等领域，既能满足运动时对产品的功能性需求，又能在日常社交中保持较好舒适性和穿着体验，消费场景不断拓宽。

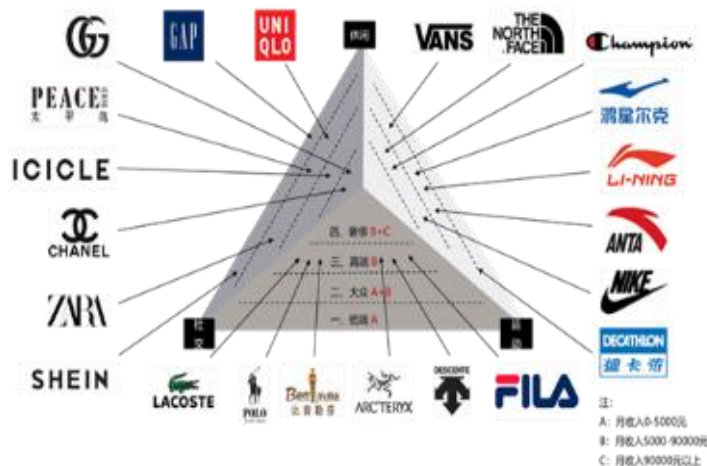
4) **全球高净值人群占比提升。**根据瑞士信贷 2022 年全球财富报告，全球财富在 10 万美元以上的中上层人群数量从 2010 年的 3.58 亿增长到 2021 年的 6.89 亿，CAGR 为 6.1%，高净值人群更注重品质和性能，利于高端体育品牌。

图 18：全球不同地区人均运动鞋消费



资料来源：欧睿数据 Euromonitor，申万宏源研究

图 19：在运动及社交之间的品牌服饰近几年发展势头强劲



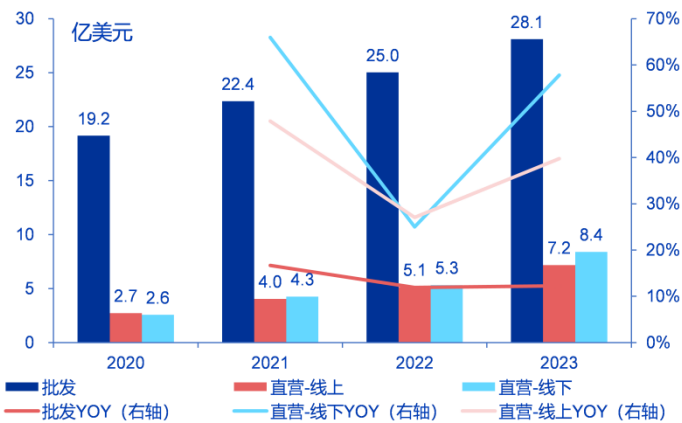
资料来源：阿福先生公众号，申万宏源研究

## 3. 品牌运营与产品夯实地位，从专业破圈大众

### 3.1 全球化的渠道运营能力较强，DTC 转型驱动高增

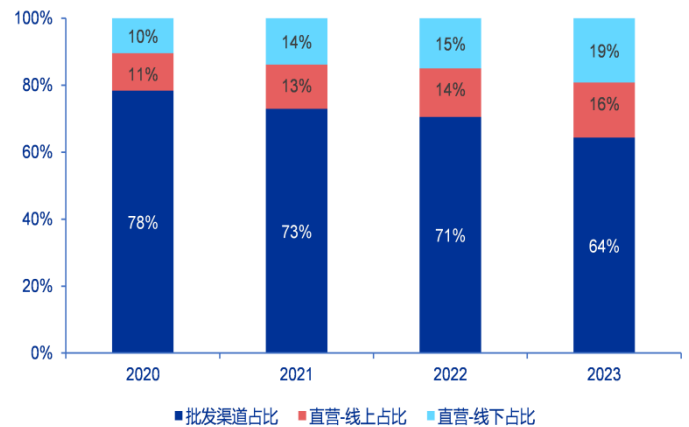
近两年直营为渠道发力点，推动收入、毛利率快速增长。公司从 2019 年起加快直营渠道建设，截至到 2023 年 9 月，其在全球共运营直营店 330 家，比 2019 年增加了 69%。2020-2023 年，线下直营/线上直营收入 CAGR 分别为 48%/38%，高于批发 14% 的增速。直营收入占比提升 14pct 至 35.7%，尤其是始祖鸟为 DTC 效果明显，也带动公司的毛利率从 2020 年-2023 年提升了 5.1pct 至 52.1%。

图 20: 公司直营渠道增速快于加盟渠道



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

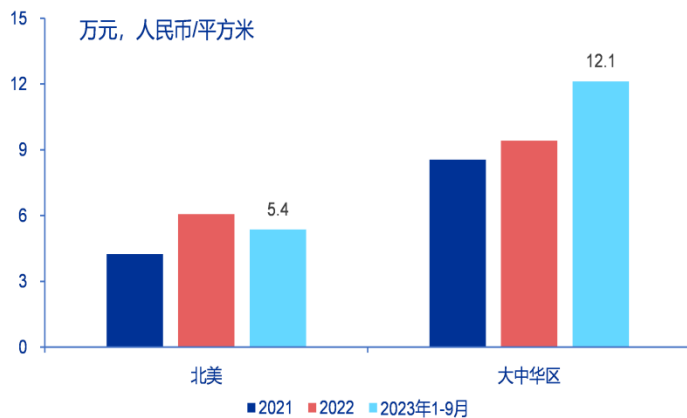
图 21: 公司直营渠道收入占比持续提升



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

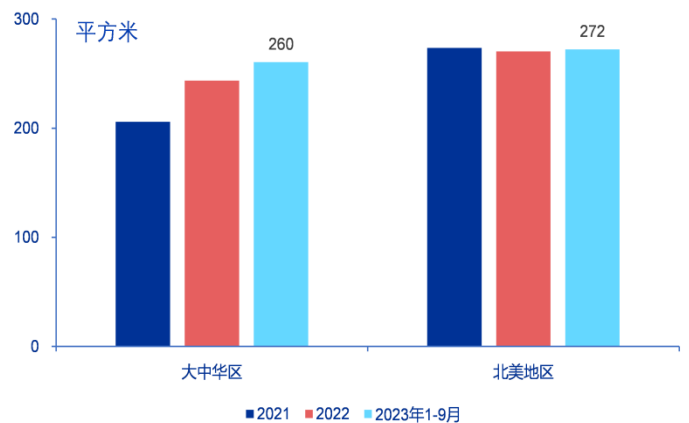
**直营门店形象持续升级, 旗舰大店突出品牌形象, 面积与坪效持续提升。**2023年9月底, 始祖鸟在北美地区平均面积为272平方米(仅统计过去12个月存续的店铺), 前三季度坪效为5.4万/平方米, 已达到22年全年的88%。在大中华区直营门店63家, 平均面积260平方米(仅统计过去12个月存续的店铺), 比22年全年增长7%, 前三季度的坪效为12.1万元人民币, 是同期北美地区的2.3倍, 已经超过2022年全年的9.4万元人民币, 比21年提升42%。

图 22: 始祖鸟在大中华及北美的直营坪效快速增长



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

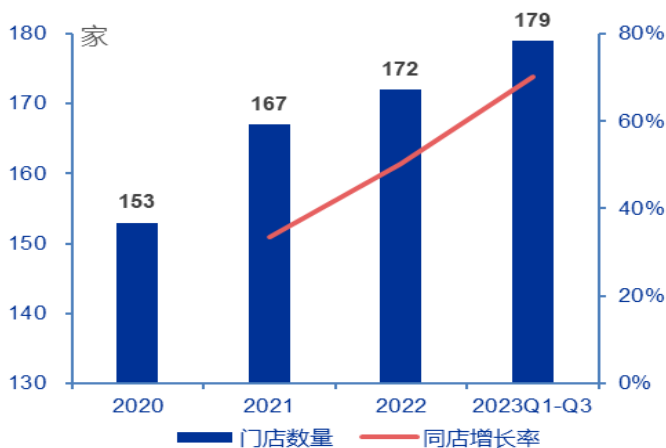
图 23: 始祖鸟在大中华及北美的直营店面面积持续提升



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究



图 24：以始祖鸟为主的科技服装部门同店快速增长



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 25：始祖鸟北京三里屯太古里门店形象

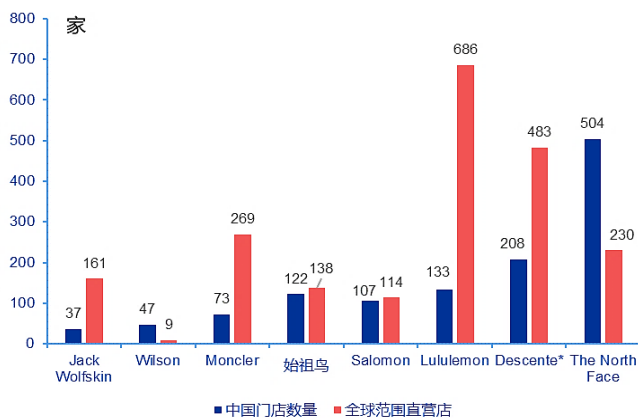


资料来源：公司官方微博，申万宏源研究

**门店数量相对较少，未来保持高质量拓展。**根据官方小程序查询数据，始祖鸟、Wilson、Salomon 在中国区的门店数量分别为 122 家、107 家和 47 家。截止到 23 年 9 月，公司在全球范围共运营 138 家始祖鸟、114 家 Salomon、9 家 Wilson 直营店（来自招股书，仅披露直营），对比北面 230 家直营店、Moncler 269 家、lululemon 686 家，未来拓展空间相对充分。

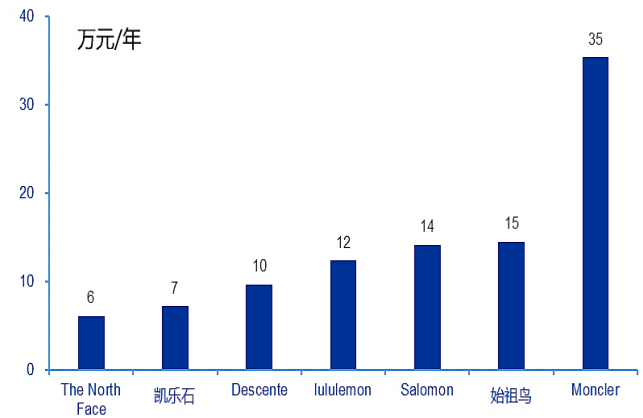
**坪效在同行中位居前列，高坪效支撑门店开拓。**以中国内地为例，始祖鸟、Salomon 23 年坪效分别为 15 和 14 万元人民币，领先 lululemon、Descente、凯乐石等品牌，高坪效支撑门店扩张，预计公司未来将在保证门店盈利能力和产出的基础上，进行稳步扩张。

图 26：公司旗下各品牌门店数量仍有开拓空间



资料来源：官方小程序、各公司公告，申万宏源研究，注：各品牌中国区门店数量为 2024.3 月通过官方小程序查找获得。全球直营店数量来自公司公告，lululemon 为统计到 2023.10.29 数据、Jack wolfskin 与 Moncler 为 2023.12.31，Descente 2023 年 9.30，因未披露全球直营店，此处为总店数，Amer Sports 旗下品牌来自招股书，为截止到 23 年 9 月底的数据，

图 27：始祖鸟的坪效在高端运动品牌中位居前列 (2023 年)

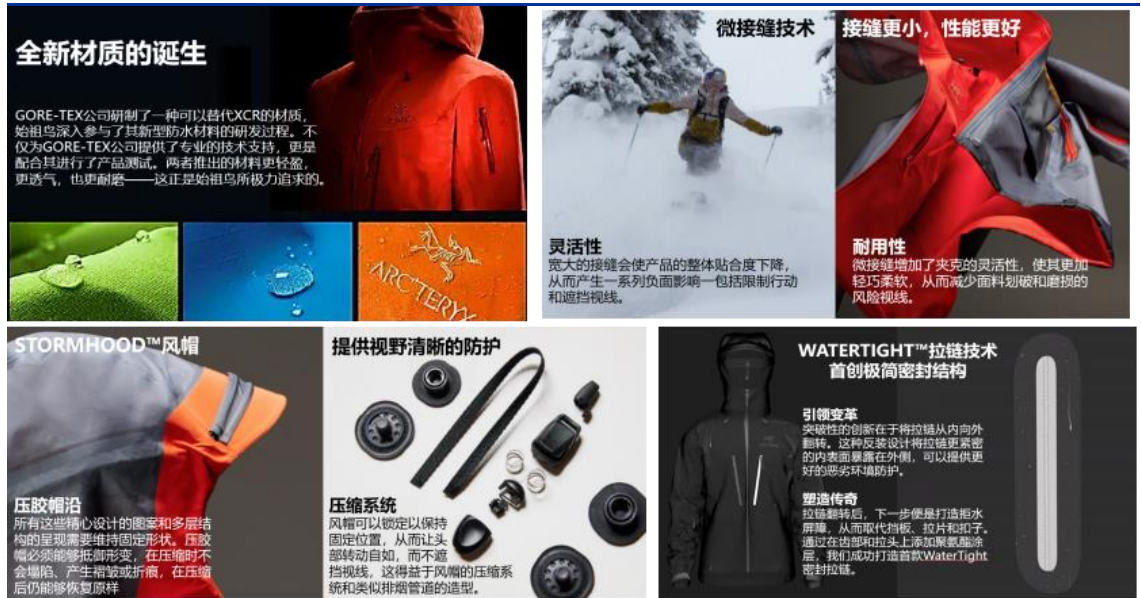


资料来源：久谦数据，申万宏源研究；注：坪效为根据全国范围内 500 家商场中所开设的各品牌店的销售额除以销售面积，此处为从 23 年 2 月到 24 年 1 月共 12 个月的数据加总

### 3.2 产品硬核夯实专业地位，品牌营销从专业破圈商务

高度重视研发创新，专业户外人士高度参与，产品立足性能本源，拒绝模仿时尚潮流。公司拥有一个由数百名专业运动员和品牌大使组成的庞大网络，从中收集反馈并将其融入设计，打造出受专业人士信赖的高端产品。研发中心遍布全球，如芝加哥威尔逊创新中心，北温哥华、波特兰和东京始祖鸟设计中心、法国安纳西的萨洛蒙设计中心。始祖鸟总部、研发中心和自营工厂都在加拿大北温哥华的沿海山脉，设计、样品制作和实地测试，可以在 15 英里半径内进行，产品升级均以适应户外极端环境为驱动，严格限制仅为美观的改造，保证专业户外基因。

图 28：始祖鸟部分代表性的产品技术创新



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

表 6：公司代表性品牌的产品亮点

ARC'TERYX		SALOMON		Wilson	
Alpha SV 夹克	1998年第1代问世，已升级至9代，接缝处的防水压胶从17mm减少到8mm，配合防风防水拉链，保证干爽的同时减少体积，衣服重量仅485g	Sensifit 跑鞋	从中底到系带系统全方位包裹足部，Sensifit技术确保鞋子贴合脚型	增程技术	优化的中胎结构使球的重量均匀分布，提供稳定回弹
Vapor 安全带	1992年始祖鸟将WAPOR热压成型贴合技术运用到攀岩安全带上，减少衬垫和体积，提升产品舒适度	Contagrip 鞋底	独有的牵引技术结合橡胶混合外底和鞋底凸块设计，为各种地形提供稳固抓地力	Blade 球拍	坚实手感，提升稳定性，营造与球的紧密连接
Norvan SL 跑鞋	Matrix Micro 材料、针织鞋领和LITEBASE外底技术，确保性能耐用同时减轻重量	Quicklace 鞋带	鞋带采用快速系带系统，使鞋带调整更加便利。同时兼顾轻便、耐用和易于修理	运动迷你裙	透气、快干的抗异味面料；带有紧身衬裤，内含多个储物口袋

资料来源：公司招股书，申万宏源研究，





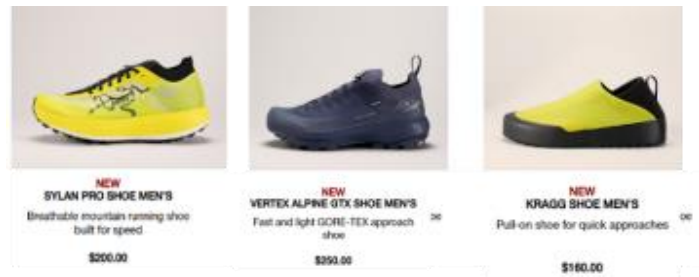
**品类拓展扩大受众，从专业户外破圈商务。** 1) **发展女装品类**，扩大产品种类、色调和更新合身度，与女运动员保持密切联系，扩大女性市场份额。2) **拓展鞋类产品线**：始祖鸟近期在俄勒冈州开设鞋类开发办事处，发力鞋类产品，丰富产品线的季节性，第 1 代自主设计的运动鞋于 24 年 3 月发布。3) **Veilance 系列持续拓展商务场景**：Veilance 面向商务人士推出，聚焦都市生活，以高性能面料与商务优雅设计，重新定义都市着装，扩大人群覆盖及穿着场景。

图 32：始祖鸟 Veilance 商务系列产品



资料来源：品牌官方微博，微博话题，申万宏源研究

图 33：第一代始祖鸟自主设计的鞋子于 24 年 3 月上市



资料来源：Supreme 情报网，申万宏源研究

### 3.3 多维度强化私域运营，提升会员粘性与转化

**Rebird 计划强化与客户的互动，践行环保理念。**始祖鸟推出 Rebird 循环计划，包括 Recare、ReGear、ReCut 项目，包括 ReCare 的为用户提供家庭保养建议、装备损毁后维修服务，ReCut 将边角料重新利用制成新产品等，加强与用户的互动，提升消费体验。目前在美国、加拿大、大中华区、日本设有 5 个服务中心，以可持续和绿色环保的理念进行产品修复、回收及再利用，同时，始祖鸟和所罗门都制定了 SBTi 批准的 2030 年的科学减排目标。

表 7：始祖鸟的 ReBird™项目展现品牌环保发展的理念

<p><b>Arc' teryx ReBird™循环计划，包括 Recare、ReGear、ReCut 项目，以可持续和绿色环保的理念进行产品修复、回收及再利用，目前在美国、加拿大、大中华区、日本设有 5 个服务中心。</b></p>		
<p>ReCare™：为消费者提供有关家庭保养和修复装备的信息。</p>	<p>ReGear™：回收使用过的装备并翻新后通过 ReGear™平台销售。</p>	<p>ReCut™：将边角料重新利用，制成原创和独特的产品。</p>

资料来源：公司官网，招股书，申万宏源研究



**组织专业课程培训及赛事活动，提升用户粘性与转化。**如始祖鸟在中国阳朔设置国际攀岩山地课堂，邀请顶级户外运动员为会员提供户外知识讲座，组织户外活动，提升会员活跃度与购买转化。2023年9月30日，始祖鸟在大中华区拥有170多万会员，相比2018年1.4万的人，呈现强劲增势，会员粘性持续提升，带动复购与转化。

图 34：始祖鸟在阳朔设置国际攀岩山地课堂



资料来源：品牌官方微博，申万宏源研究

图 35：始祖鸟的国际攀岩课堂场景



资料来源：品牌官方微博，申万宏源研究

### 3.4 稀缺的品牌矩阵，未来多品牌、多区域接力增长

**11 个优质运动品牌，品牌资源稀缺且用户认知强。**当前各品牌中始祖鸟增长较为迅速，深耕攀岩、徒步等领域，其他品牌在越野跑、球类、骑行等均有涉及。在户外需求崛起下，未来公司有望把始祖鸟的成功经验复制到其他品牌和场景，Wilson、Salomon 已经跑出，2023Q1-Q3 收入同比提升 10%、35%，其他品牌有望接力。

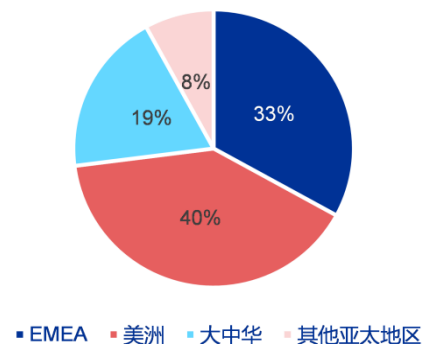
**从区域市场看，当前大中华区增长迅猛，其他亚太地区、中东等地均有挖掘空间。**2023 年大中华区的收入同比增长 61%，收入占比达到 19%，主要得益于安踏本地化的运营策略效果显著。未来有望凭借全球化的销售网络，将各品牌引入新兴市场，其他亚太地区、中东以及欧洲等地仍有挖掘空间，未来多区域有望协同发展。

图 36：公司未来多品牌、多运动场景接力增长



资料来源：公司招股书，各品牌官网，申万宏源研究，注：圈出品牌为当前重点发展的品牌

图 37：公司 2023 年各区域收入分布



资料来源：公司招股书，申万宏源研究



## 4. 财务指标逐渐改善，成长速度行业领先

### 4.1 成长性：亚玛芬的收入增长迅速，在行业中排名靠前

公司成长速度在行业中处于较快水平。公司 20-22 年收入的复合增速达到 24%，20-23 年复合增速达到 25%。相比综合运动品牌耐克、阿迪 13%和 2%的增速以及户外运动品牌哥伦比亚 22%、威富 15%的增速，成长速度在行业中处于较快水平。

净利润亏损幅度逐步收窄。受较高的财务费用影响（23 年财务费用 4.1 亿美元，财务费用率 9%），目前公司仍处于亏损状态，23 年已收窄至亏损 14.8 亿人民币，相比 22 年的亏损 17.6 亿元人民币，净利润的亏损幅度逐步收窄，预计 24 年有望实现盈利。

图 38：亚玛芬收入增速在国际品牌中表现靠前

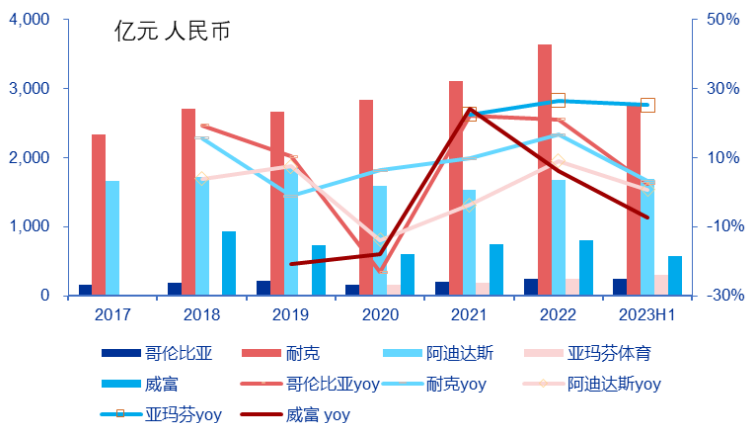
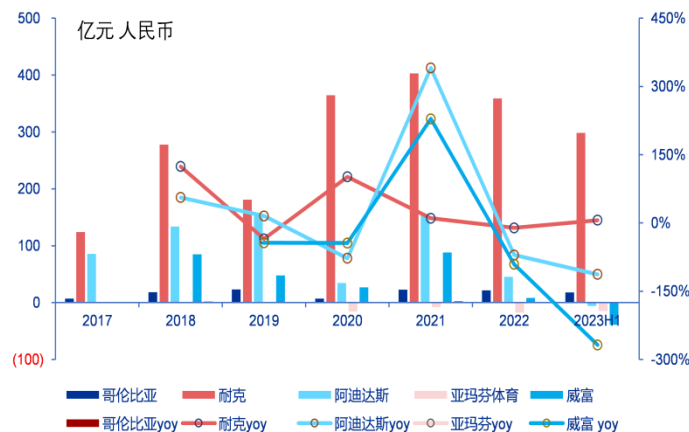


图 39：亚玛芬净利润的亏损幅度逐步收窄



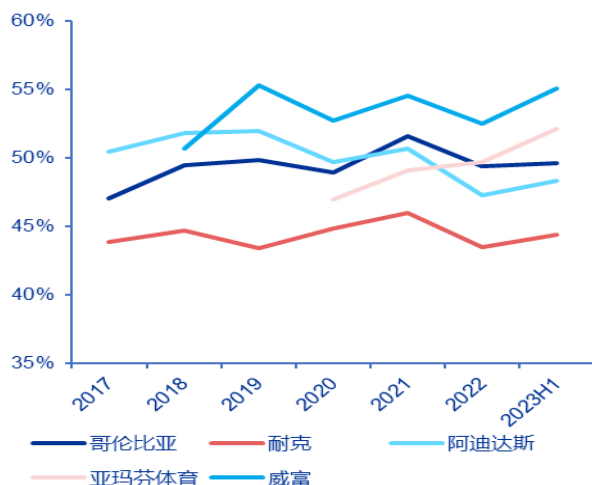
资料来源：各公司公告，申万宏源研究。注：1) 哥伦比亚、亚玛芬、阿迪达斯已发布 2023 年年报，故 23H1 对应的数字为全年；2) Nike 的财报日期是从 6 月 1 日至次年的 5 月 31 日，此处 2022 年对应 FY23 财年，即 2022.6.1-2023.5.31，其他年份同理，23H1 是指 2023.6.1-2023.2.28；3) 威富集团财年为 3/31 截止，2022 年对应日期为 2022.4.1-2023.3.31，其他年份依次类推，2023H1 为截止到 23 年 12 月的三季度报数据，下同

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

### 4.2 盈利能力：毛利率处于较高水平，净利率有望转正

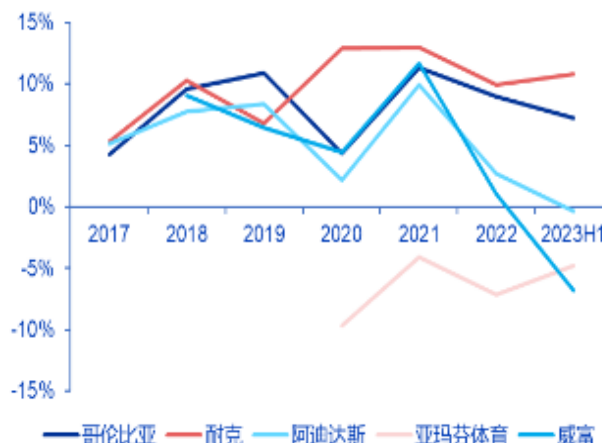
毛利率持续提升，处于行业较高水平。得益于公司近两年渠道的 DTC 转型，以及盈利能力较高的品牌增长较快，公司毛利率持续提升，23 年已升至 52.1%，相比 2020 年提升 5.1pct，处于行业较高水平。净利率受财务费用影响，23 年为 -4.8%，但相比 20 年 -9.7% 已在逐步改善，24 年在 IPO 融资后偿还债务等拉动下，净利率有望转正。

图 40：亚玛芬毛利率处于行业较高水平



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

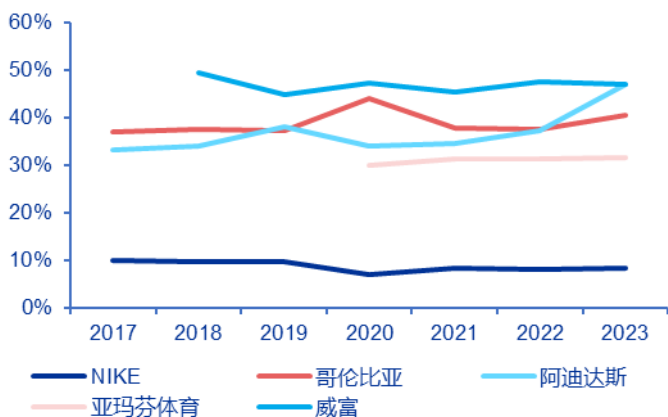
图 41：亚玛芬净利率逐步改善



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

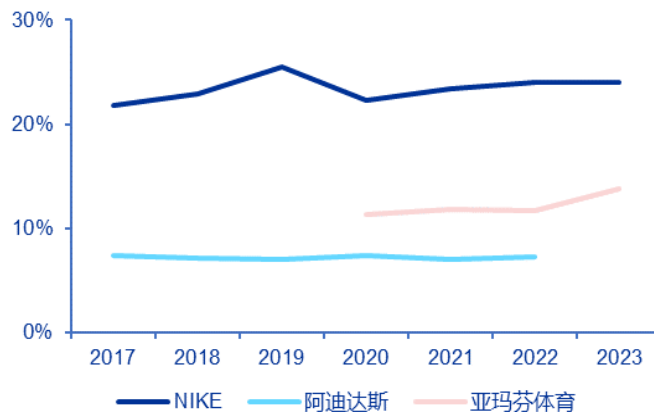
**费用率近两年保持相对稳定。**近 2 年公司销售费用率稳定在 30-32%，处于行业中等水平，管理费用率稳定在 11-13%，处于较低水平。2023 年销售费用率为 31.6%，同比提升 0.3pct，预计主要与 DTC 转型与广告营销开支增加有关。2023 年管理费用率为 13.8%，同比提升 0.9pct，主要由于上市导致的一次性费用增加，预计后续费用率稳中有降。

图 42：亚玛芬销售费用率处于行业较低水平



资料来源：各公司公告，申万宏源研究，注：Nike 销售费用率较低，主要是仅包括广告、促销、媒体宣传等费用，而管理费用相对较高，主要是包括工资、福利支出、会议差旅等支出；阿迪销售费用率 17-22 年及销售网点费用率、分销及销售费用率的加总，23 年调整披露口径为销售与管理费用合计值，哥伦比亚、VF 未单独拆分销售费用与管理费用，此处为合计值

图 43：各运动公司管理费用率相对稳定



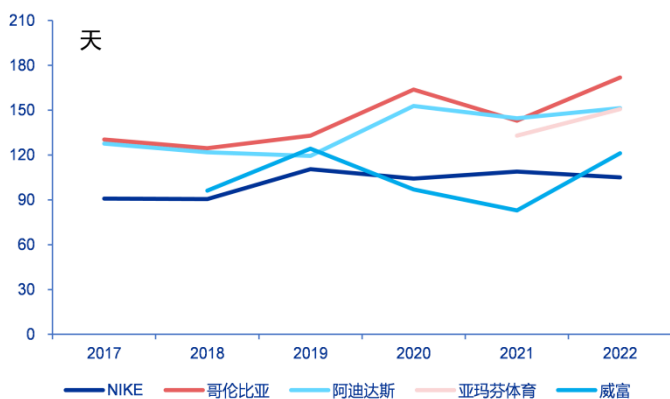
资料来源：各公司公告，申万宏源研究

### 4.3 营运能力:存货周转位居中游水平，账期周转效率提升

**周转效率仍有提升空间，应收账款周转提速。**22 年公司存货周转天数约为 151 天，同比 21 年增加 18 天，快于哥伦比亚的 182 天和阿迪达斯的 170 天，但慢于耐克的 105 天、威富

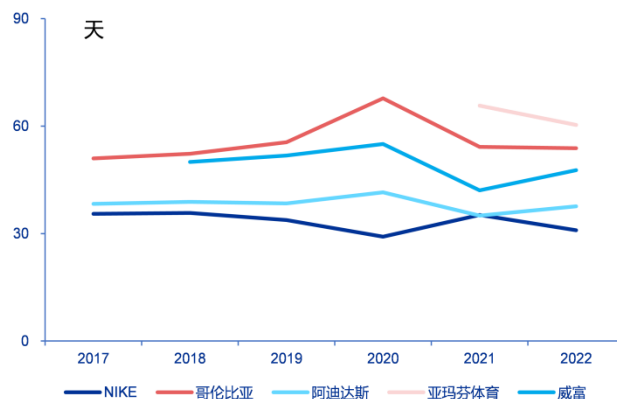
的 121 天，在行业中处于中游水平。22 年应收账款周转天数为 60 天，同比下降 6 天，略慢于其他运动公司，未来随着 DTC 销售占比提升，预计应收账款速度仍有加快的空间。

图 44：亚玛芬存货周转天数处于行业中游水平



资料来源：各公司公告，申万宏源研究，注：由于各个公司财报截止时间不同，为了避免季节性导致的计算差异，统一采用 2022 全年及以前的数据

图 45：亚玛芬应收账款周转天数略慢于其他公司



资料来源：各公司公告，申万宏源研究，注：由于各个公司财报截止时间不同，为了避免季节性导致的计算差异，统一采用 2022 全年及以前的数据

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

**盈利预测：**预计 24-26 年收入同比增长 13%/14%/14%至 49.4/56.3/63.9 亿美元，归母净利润同比扭亏/66%/34%至 1.9/3.2/4.3 亿美元。具体而言：

**1) 科技服装业务：**近年在始祖鸟品牌带动下收入增长迅速。23 年前三季度部门同店增长 70%，主要为始祖鸟贡献。预计在始祖鸟的 DTC 转型、品类拓展和提价等推动店效快速增长，保守估计 24 年店效高双位数增长，新开店个位数增长，带动始祖鸟收入增长 25%/18%/16%。Peak performance 预计在品牌知名度提升与渠道拓展拉动下，增长双位数，最终部门收入在 24-26 年分别增长 24%/18%/15%至 19.7/23.2/26.8 亿美元。

**2) 户外服饰业务：**批发渠道占约 8 成，因 22 年疫情导致供应链紊乱，订单超订且部分延迟到 23 年到货和销售，导致 24 年仍有一定库存待消化，预计收入降速至增长 9%。但户外业务以 Salomon 为核心，品牌势能强劲，23 年前三季度大中华/EMEA 增速达 168%/31%，预计 25-26 年去库完成后在 DTC 转型、渠道开拓带动下增长 13%/15%。

**3) 球类业务：**批发渠道占比近 9 成，同样因供应链紊乱导致 24 年仍在去库，预计收入降速至增长 4%，25-26 年去库完成后增长 8%/8%。

**费用预测：**21-23 年销售费用率为 31.4%/31.2%/31.6%，预计在 DTC 建设推动下仍会提升，后续在收入规模扩大下逐渐下降，24-26 年为 31.7%/31.7%/31.5%。21-23 年管理费用率为 11.9%/11.7%/13.8%，23 年因上市导致一次性费用增加，后续预计稳中有降，24-26 年为 12.0%/11.4%/11.2%。21-23 年财务费用率为 9.0%/6.6%/9.3%，24 年 IPO 募后偿还债务后，公司预计财务费用降至 2.4-2.5 亿美元，后续预计随着收入规模的扩大，费用率逐渐下降，24-26 年财务费用率为 4.7%/4.0%/3.5%。

表 8: 亚玛芬集团收入拆分预测表

单位: 百万美元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>	2446	3067	3549	4368	4942	5626	6386
yoy		25%	16%	23%	13%	14%	14%
<b>毛利率</b>	47.0%	49.1%	49.7%	52.1%	53.7%	54.5%	55.2%
<b>归母净利润</b>	-237	-126	-253	-209	193	321	431
yoy		-	-	-	-	66%	34%
<b>归母净利润率</b>	-9.7%	-4.1%	-7.1%	-4.8%	4.0%	6.0%	7.1%
<b>科技服饰收入</b>	685	951	1096	1593.0	1973	2322	2679
yoy		39%	15%	45%	24%	18%	15%
<b>占总收入的比重</b>	28%	31%	31%	36%	40%	41%	42%
——始祖鸟	547.7	783.1	952.6	1428.9	1790.4	2112.7	2440.2
yoy		43%	22%	48%	25%	18%	16%
<b>占总收入的比重</b>	22%	26%	27%	32%	36%	38%	38%
——Peak Performance	137.7	168	143	179.3	183.0	209.5	239.1
yoy		22%	-15%	26%	12%	14%	14%
<b>占总收入的比重</b>	6%	5%	4%	4%	4%	4%	4%
<b>户外服饰收入</b>	1092	1236	1417	1668	1815	2056	2356
yoy		13%	15%	18%	9%	13%	15%
<b>占总收入的比重</b>	45%	40%	40%	38%	37%	37%	37%
——萨洛蒙	852	961	1074	1303.2	1472.6	1693.5	1964.5
yoy		13%	12%	21%	13%	15%	16%
<b>占总收入的比重</b>	35%	31%	30%	30%	30%	30%	31%
——Atomic	195	219	286	317.5	323.8	343.2	370.7
yoy		12%	31%	11%	2%	6%	8%
<b>占总收入的比重</b>	8%	7%	8%	7%	7%	6%	6%
——其他	45	56	57	47.2	18.1	19.6	21.3
yoy		25%	2%	-17%	-62%	8%	8%
<b>占总收入的比重</b>	2%	2%	2%	1%	0%	0%	0%
<b>球类运动收入</b>	669	880	1037	1108.0	1153.9	1247.1	1350.5
yoy		31%	18%	7%	4%	8%	8%
<b>占总收入的比重</b>	27%	29%	29%	25%	23%	22%	21%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究, 注: 紫色单元格为预测值

## 5.2 估值分析

**估值分析:** 在可比公司选择上, 我们选择全球综合运动公司耐克、阿迪达斯, 专业户外公司哥伦比亚、北面母公司 VF、高端户外品牌 Moncler。这些公司所处赛道、渠道覆盖、竞争策略上与公司有相似之处。考虑到公司目前仍未形成稳定的盈利, 而 EBITDA 指标已经连续多年保持稳定增长, 因此我们采用 EV/EBITDA 估值法, 可比公司 24 年平均 EV/EBITDA 为 16 倍, 公司目前仅为 13 倍, 参考可比公司 16 倍 EV/EBITDA, 目标市值 101 亿美元, 距离当前市值仍有 26% 的上涨空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值表

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	企业价值 (EV,亿元)				EBITDA (亿元)				EV/EBITDA			
		2024/3/28	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
NKE.N	Nike	1,424	1,439	1,415	1,419	1,404	66.2	71.5	83.4	95.0	22	20	17	15
ADS.DY	Adidas	373	409	388	388	385	13.6	19.7	29.6	36.2	30	20	13	11
VFC.N	VF	60	133	115	109	104	14.0	10.1	11.3	13.1	10	11	10	8
MONC.BSI	Moncler	188	186	181	179	173	10.1	12.6	14.1	15.7	18	14	13	11
COLM.O	Columbia	49	45	53	55	49	4.4	4.0	4.5	4.5	10	13	12	11
平均	平均										18	16	13	11
AS.N	亚玛芬体育	80	101	97	95	93	6.1	7.5	8.6	9.9	17	13	11	9

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究；注：AS 公司盈利预测来自申万宏源，其余为 Bloomberg 一致预测。阿迪达斯各指标的货币为欧元，其他公司为美元

## 6.风险提示

**经济不确定性风险影响公司销售。**当前全球经济波动或经济不确定性仍然存在，可能会导致消费者推迟或减少购买公司的产品，需求下降将导致直营店销售下降，批发商订货减少或取消，可能导致公司需要以更高的折扣销售，毛利率及收入下降，对公司的业绩产生不利影响。

**批发渠道销售波动风险。**公司当前大量销售仍是通过批发渠道进行，若未来批发商未能继续专注代理公司的品牌，或公司通过 DTC 渠道向消费者销售产品，对批发渠道造成明显的竞争与分流，那么可能会导致其减少或停止对公司产品的采购，这可能会导致公司收入减少，并对业务产生不利影响。

**DTC 渠道运营风险。**公司未来的增长很大程度上取决于其在合适的地点经营直营门店的能力，若公司无法及时在现有的或新的地区成功开设新店，或现有的直营门店的销售额、消费者流量和盈利能力转弱，将会损害公司的经营结果，对公司业绩产生不利影响。

**全球化业务运营风险。**公司的业务范围涉及到全球多个地区和国家，业务涉及到的不确定性因素更多，包括外国法律法规、不同地理区域的消费者偏好、跨境运输、会计和税收问题等，若公司未能及时了解并妥善处理，可能会面临法律及处罚的风险，对公司业务产生不利影响。



表 10: 公司合并利润表

单位: 百万美元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	2446	3067	3549	4368	4942	5626	6386
销售成本	-1297	-1561	-1785	-2092	-2288	-2548	-2855
毛利润	1149	1506	1764	2276	2654	3078	3532
销售和营销费用	-733	-963	-1108	-1382	-1567	-1781	-2012
管理和其他费用	-277	-364	-415	-601	-593	-641	-715
减值损失	-21	-1	-202	-2	-5	-5	-5
其他经营收入	7	9	11	11	12	12	12
经营利润	125	187	51	303	501	663	812
经营利润率	0	0	0	0	0	0	0
财务收入	2	2	3	6	10	9	10
财务费用	-274	-279	-237	-413	-242	-234	-233
净财务费用	-273	-277	-233	-407	-232	-225	-224
税前利润 (亏损)	-147	-90	-183	-105	269	438	588
所得税	-26	-35	-48	-104	-73	-114	-153
持续经营利润 (亏损)	-174	-125	-231	-209	196	324	435
非持续经营业务亏损 (税后)	-64	-2	-22	0	0	0	0
净利润/(亏损)	-237	-126	-253	-209	196	324	435
股东	-237	-126	-253	-209	193	321	431
非控制权益				0	3	4	5

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10%和 +10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。