

安踏体育 (2020.HK) / 纺织

证券研究报告/公司报告简版

2024年4月23日

分析师: 张潇

分析师: 郭美鑫

分析师: 吴思涵

研究助理: 万欣怡

执业证书编号: S0740523030001

执业证书编号: S0740520090002

执业证书编号: S0740523090002

Email: wanxy@zts.com.cn

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

Email: guomx@zts.com.cn

Email: wush@zts.com.cn

## 报告摘要

### ■ Amer Sports 定位: 全球领先的多品牌运动户外精品运营商。

公司旗下拥有 Arc'teryx、Salomon、Wilson 等多个知名品牌, 品类涵盖专业运动、户外运动和球类运动等领域。公司立身于北欧市场, 早期通过持续收购扩充品牌矩阵, 于 2019 年被安踏收购, 依托安踏的运营管理实现了品牌间的相互赋能, 目前已发展为全球领先的多品牌运动户外精品运营商。2023 年公司营收为 44 亿美元, 同比+23%, 美洲/欧洲、中东及非洲/大中华/亚太分别贡献 40%/33%/19%/8%; 公司核心优势在于精准品牌定位, 打造多元化产品组合, 持续推动产品创新升级; 市场及品牌影响力遍布全球, 多渠道分销策略满足不同区域消费者需求, 提升品牌忠诚度。展望 24 年, Amer 指引收入中双位数增长, 每股收益 0.30-0.40 美元。

### ■ 行业概况: 国内户外运动服饰行业高增, Amer 借安踏之力加速渗透。

据 Euromonitor, 目前中国户外鞋服市场规模约 450 亿元, 近三年 CAGR 约 20%, 中国户外活动参与率相较美国更低 (中国 35% VS. 美国 60%+), 疫情以来户外活动快速兴起带动国内户外运动服饰渗透率提升, 同时户外服饰向商务及休闲场景拓展打开行业天花板。Amer 旗下品牌在国外已具备较高知名度, 但在国内仍是较为小众的高端品牌。Amer 于 2019 年被安踏收购后, 开始加速拓展国内市场。截至 2023 年底, Amer 的大中华区拥有 64 家 Arc'teryx 自营零售店 (较 2019 年新增 30 家)、37 家 Salomon 自营零售店, 2019-23 年大中华区收入 CAGR 为 43%, 展现强劲发展势头。后续 Amer 有望继续借助安踏的渠道优势加速抢占中国市场, 同时其精品化运营和国际化视野也将为安踏注入新的增长活力。

### ■ 提示安踏布局机会: 渠道运营强势, 短期 Amer 贡献弹性, 长期多元增长清晰。

底层逻辑看公司渠道与货品运营能力强势, DTC 模式下折扣与经营利润稳健向好。2023 年公司收入/经营利润分别为 627 亿元/102 亿元, 同比+16%/+35%, 利润超市场预期。而安踏集团整体/安踏/FILA/其他品牌 OPM 分别同比+3.7pct/+0.8pct/+7.6pct/+6.5pct, 核心受益于单店店效提升及折扣改善, 体现公司 DTC 改革下的渠道运营能力提升。

**24 年安踏两大主品牌仍具备经营亮点, 安踏与 FILA 维持 10-15% 流水增长目标。展望 2024 年, 安踏:** 在商品 IP 端, 公司此前签约 NBA 球星凯里·欧文为安踏代言人, 并重点推出欧文系列提升篮球产品竞争力, 同时成为国际奥委会 2024-2027 年的官方体育服装供应商, 品牌势能向上; 在渠道端, 针对不同市场与商圈进一步细化渠道分级策略, 以匹配不同品牌资源与商品 IP, 减少交易成本。渠道分级与运营的精细化有望长期驱动店效及客单继续提升。**FILA:** 线上布局新零售增加新客触达, 线下“三个顶级”战略推动店效持续提升。

**长期多极增长清晰, 短期 Amer 上市贡献利润弹性。**2023 年迪桑特/可隆分别增长 50%/+80%+, 核心来自店效增长; 据公司指引, 2024 年迪桑特/可隆增长不低于 20/30%; 同时 Amer 上市及经营层面大幅改善, 24 年有望对集团正向贡献 20.7-22.3 亿利润 (含 16 亿一次性非现金会计利得)。长期看, 借力户外赛道风口, 多极成长可期。

### ■ 盈利预测: 我们预计 2024-2026 年公司主营业务收入 709、796、884 亿元 (同比+14%/+12%/+11%)、归母净利润分别为 134、139、157 亿元 (同比+30%/+4%/+13%), 根据最新股价, 对应 PE 分别为 16、16、14 倍。看好公司未来成长性, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

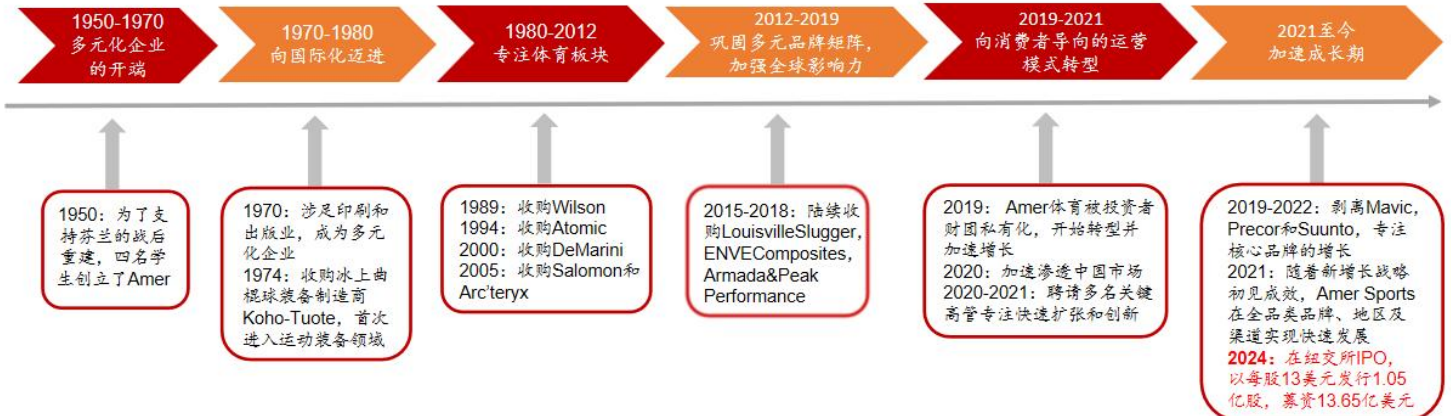
### ■ 风险提示: 需求下滑、市场竞争加剧、汇率波动、数据更新不及时风险等。

## 【中泰轻纺】聚焦 Amer Sports，提示安踏布局机会

### 公司基本情况

Amer Sports 主要从事体育用品、服装和鞋类的设计、制造及销售，旗下拥有“Arc'teryx”、“Salomon”、“Wilson”、“Atomic”和“Peak Performance”多种品牌。公司定位：①多元化的领先运动和户外品牌，旗下每个品牌的产品种类都拥有量身定制的多渠道分销策略，采用垂直整合的 DTC 方式有超 330 家自营零售店；②规模化的全球企业，销售网络覆盖 34 个国家/地区，其中以北美、欧洲、亚洲市场为主。2023 年公司 40% 的收入来自美洲，33% 来自欧洲、中东和非洲，8% 来自亚太地区（不含大中华区），19% 来自大中华区；③重视研发，满足运动员等消费者创新需求。公司有多个设计中心，并将高新技术应用到产品中。

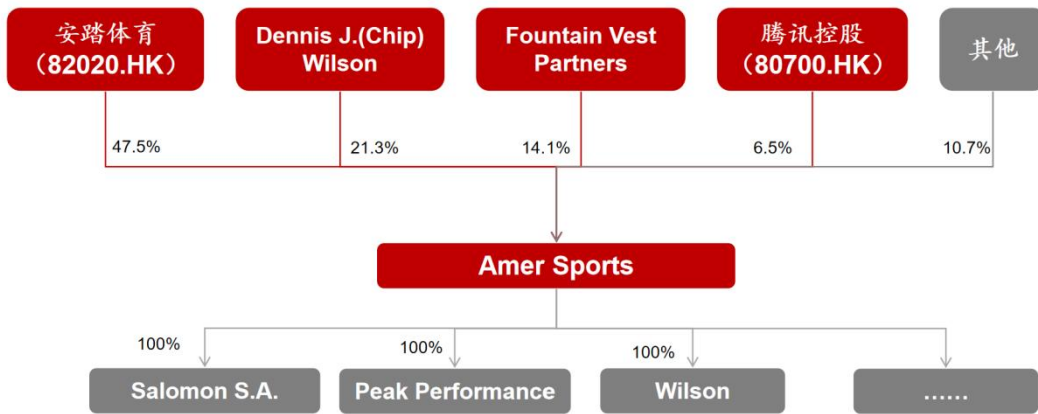
### 发展历程



来源：公司招股书、瑞恩资本，中泰证券研究所

### 公司股权结构（截至 2024 年 2 月 29 日）

截至 2024 年 2 月底，Amer Sports 前四大股东安踏体育、Dennis Chip Wilson（Lululemon 创始人）、方源资本（FountainVest Partners）及腾讯分别持有公司 48%、21%、14% 和 7% 的股权。






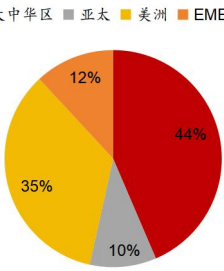
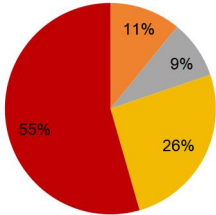
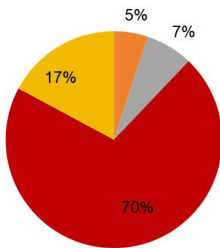
来源：Wind，中泰证券研究所

### 公司高管团队（截至 2024 年 2 月 29 日）

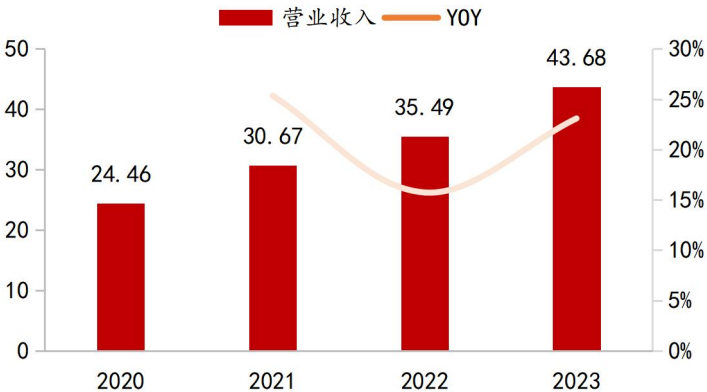
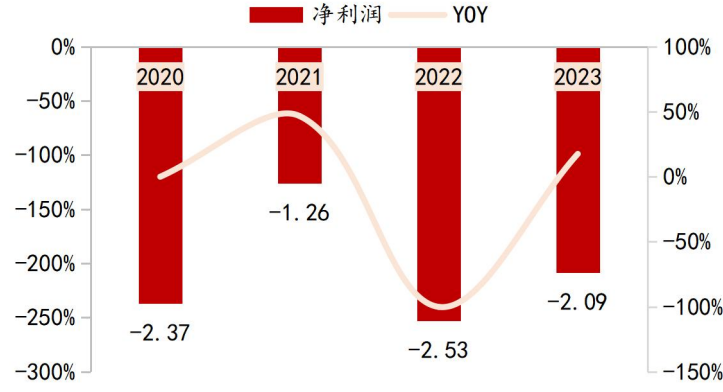
姓名	年龄	职位	简介
郑捷	55	首席执行官、董事	自 2020 年担任公司首席执行官，同时自 2009 年担任安踏集团董事。曾任 Reebok（中国）总经理和阿迪达斯大中华区销售执行副总裁。目前是世界体育用品联合会（WFSGI）副主席。复旦大学管理科学学士学位。
Andrew E. Page	54	首席财务官	自 2023 年担任公司首席财务官，曾在 Foot Locker 担任 CFO、Advance AutoParts 担任 CAO、UA 担任 CAO 等多项职位。目前是 Kontoor Brands 董事及人才和薪酬委员会成员。东肯塔基大学工商管理学士学位，乔治敦大学国际商务工商管理硕士学位。
Michael Hauge Sørensen	50	首席运营官	自 2020 年起担任公司首席运营官。曾在 Pandora Jewelry, Santa Fe Group 和 IC Group 担任董事会成员。1994-2013 年在 ECCO 担任多个职务，包括全球销售执行副总裁和首席运营官。
Wen Chang Chen	45	首席战略官	自 2020 年担任公司首席战略官。曾是波士顿咨询集团合伙人。国立政治大学学士学位、芝加哥大学工商管理硕士学位。
Stuart C. Haseld	54	始祖鸟首席执行官	自 2021 年担任 Arc'teryx 首席执行官，也是公司董事会顾问。曾在 Away 担任董事会成员；Lululemon 担任 COO、CFO、执行副总裁、全球业务负责人等职务。奥本大学学士学位，杜兰大学工商管理硕士学位。

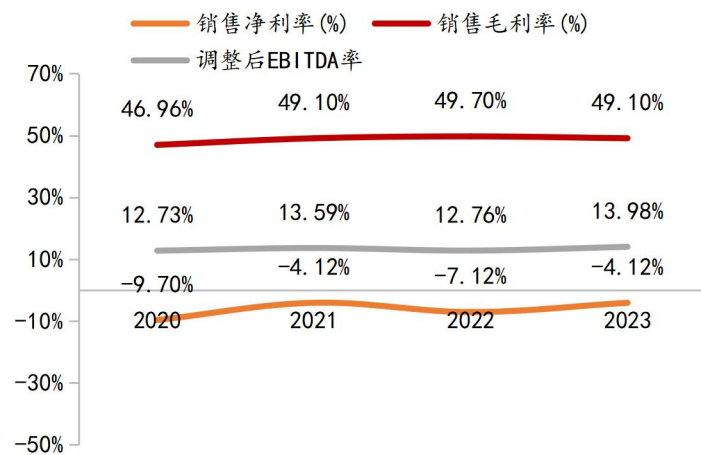
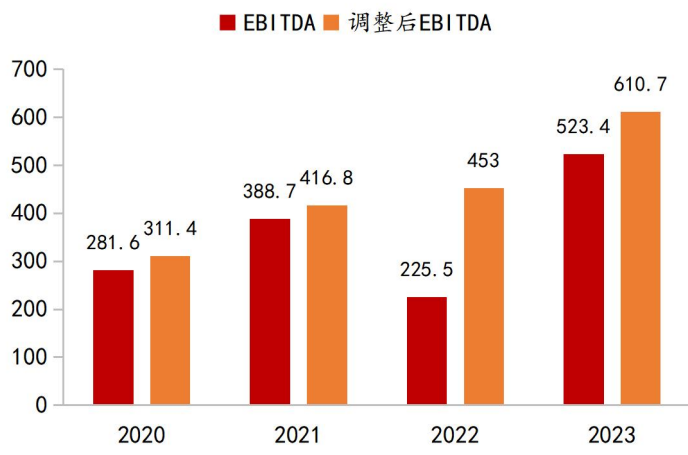
en			
Franco Fogliato	54	Salomon 总裁及首席执行官	自 2021 年担任 Salomon 总裁兼 CEO。曾在 Columbia 担任 EMEA 总经理、全球全渠道执行副总裁等职务；Billabong 担任 CEO。威尼斯大学学士学位，开放大学工商管理硕士学位。
Joseph Dudy	53	Wilson 总裁及首席执行官	自 2019 年担任 Wilson 总裁兼 CEO。自 1995 年加入 Wilson 担任多项职务。普渡大学会计和财务学士学位，印第安纳大学工商管理硕士学位。
毕明伟	51	董事	安踏体育执行董事兼首席财务官，自 2007 年加入安踏集团历任财务总监和集团副总裁等职务。中国对外经贸大学会计学学士学位，中国注册会计师协会非执业会员。
Frank K. Tang	56	独立董事	Fountain Vest Partners 的董事长兼首席执行官。曾担任淡马锡控股的高级董事总经理、Goldman Sachs 的董事总经理、Accenture plc 和 Weibo Corporation 的董事会成员。东华大学学士学位和哥伦比亚商学院工商管理硕士学位。

来源：Wind、中泰证券研究所

公司主要品牌、产品及财务数据			
三大核心品牌介绍			
三大核心品牌			
名称	Arc'teryx 始祖鸟	SALOMON 萨洛蒙	Wilson 威尔胜
成立时间	1989	1947	1914
涉及活动	登山、徒步、攀岩、滑雪、单板滑雪	越野跑、公路跑、徒步、单板滑雪、高山滑雪、北欧滑雪	网球、棒球、垒球、足球、篮球、排球、高尔夫
核心产品	高性能户外服饰	跑鞋	网球拍
品牌属性	专为极端需求提供领先的户外外套	全球鞋类和冬季运动装备领导者	提供持续增长和业绩的综合性体育用品制造商
营收	14.44 亿美元 (2023 年, 占比 33%)	13.12 亿美元 (2023 年, 占比 30%)	8.66 亿美元 (2023Q1-3)
直营门店数 (截至 23Q3)	138	114	9
2023 年分地区收入占比			

来源：公司公告、中泰证券研究所

业绩及盈利能力	
<p>收入快速增长，盈利能力改善。2023 年公司营收为 43.68 亿美元，同比+23.1%；净亏损为 2.09 亿美元，较 2022 年改善，同比收窄 17.6%；调整后 EBITDA 较 2022 年明显增加，由 4.53 亿美元增长至 6.11 亿美元（同比+34.8%），2020 年以来调整后 EBITDA 率基本维持在 10% 以上，毛利率接近 50%，净利率好转，从 2020 年的-9.7%增至 2023 年的-4.1%。</p>	
<p>营收 (亿美元) 及增速</p> 	<p>净利润 (亿美元) 及增速</p> 
EBITDA 及调整后 EBITDA (百万美元)	毛利率、净利率及调整后 EBITDA 率 (%)

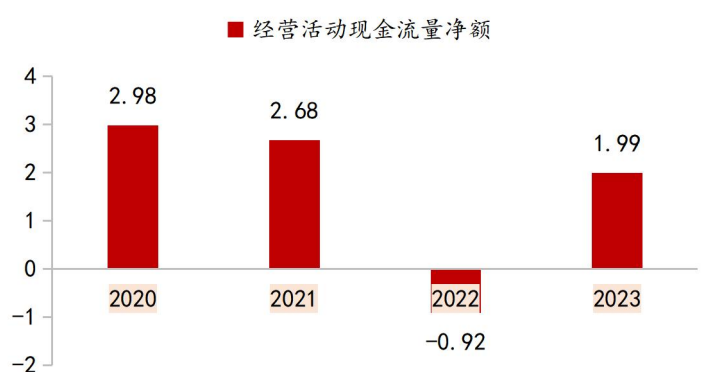


来源: iFind、公司公告, 中泰证券研究所

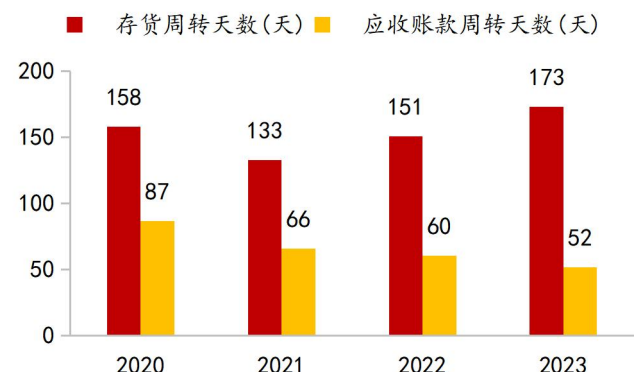
### 现金流与营运能力

**现金流改善, 运营能力良好。**2020年以来公司现金流常年为正, 2022年现金流为负(-0.92亿美元), 主要由于新冠疫情导致库存增加, 2023年同比由负转正达到1.99亿美元; 存货周转天数基本在130~175天; 应收账款周转天数持续降低, 从2020年的87天下降至2023年的52天, 回款速度加快, 现金流获取能力不断增强。

#### 经营活动现金流 (亿美元)



#### 存货周转天数及应收账款周转天数



来源: iFind、公司招股书、中泰证券研究所

### Amer上市融资对贷款利息影响测算

**IPO助力Amer债务结构优化, 财务费用有望显著降低推动盈利能力改善。**

公司2021-2023年的财务费用分别为2.79/2.37/4.13亿美元(占收入比重分别为9.10%/6.66%/9.46%), 2023年主要由于较高的利率导致财务费用增加。公司此次IPO扣除发行费用的融资净额约13亿美元, 用于偿还关联方部分贷款, 此外约25亿美元的关联方贷款通过重组出表, 据测算, 还剩余约6057万美元的关联方贷款。2024年2月, 公司引入一系列债务融资, 包括发行6亿美元七年期高收益债券、实施6亿美元定期贷款工具、(价值数亿欧元的)新版定期贷款工具、7.1亿美元的循环贷款安排, 上市后公司进行一系列债务优化动作, 对冲利率上涨带来的债务压力。

据我们测算, 2024-2026年公司利息成本合计为1.69、1.58、1.47亿美元, 同比分别-58%、-7%、-7%, 关键假设如下:

- ①**利率率:** 2023年关联方贷款平均利率估算约5.6%, 假设2024-2026年关联方贷款利率约5.6%。参考公司23年年报, 假设2024-2026年金融机构有息债务利率为7.65%, 假设其他类型的贷款的利息为前三年均值。
- ②**贷款额:** 根据23年关联方贷款存量及公司IPO融资额, 假设2024-2026年关联方贷款额维持6057万美元, 根据公司的业绩及资本开支等指引, 假设2024-2026年金融机构贷款额每年偿还1.5亿美元, 其余负债维持不变。

利息分类	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
金融机构有息债务利息	101.80	98.30	90.50	158.90	153.34	141.86	130.39
衍生品利息	7.20	3.60	5.80	2.20	2.20	2.20	2.20
关联方贷款利息	133.50	142.60	138.50	227.50	3.39	3.39	3.39
租赁负债利息	8.20	9.10	8.50	12.20	9.93	10.21	10.78
养老金负债利息	1.20	1.00	0.60	0.90	0.83	0.78	0.84
其他	8.10	10.70	-6.40	-4.10	0.07	-3.48	-2.50
<b>利息成本合计</b>	<b>260.00</b>	<b>265.30</b>	<b>237.50</b>	<b>397.60</b>	<b>168.86</b>	<b>157.66</b>	<b>146.75</b>
yoy	-	2%	-10%	67%	-58%	-7%	-7%
有息负债分类	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
金融机构贷款	2349.60	1896.20	1965.50	2154.40	2004.40	1854.40	1704.40
关联方贷款	4364.90	4139.80	4039.00	4077.00	60.57	60.57	60.57
租赁负债	261.00	224.70	196.50	339.80	339.80	339.80	339.80
其他有息负债	10.00	34.80	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00
<b>有息负债总计</b>	<b>6985.50</b>	<b>6295.50</b>	<b>6236.00</b>	<b>6661.20</b>	<b>2379.20</b>	<b>2229.20</b>	<b>2079.20</b>

## 分品类、分品牌、分渠道及分地区业绩情况

**分品类及分品牌看**，户外品类为主要收入来源（近四年占比超38%），营业利润率在7~10%之间，其中主要包含 Salomon（近四年营收占总收入比为30%+）、Atomic 品牌（占比约8%）；其次是专业服饰品类，近四年收入占比呈提升态势（从28%升至36.5%），营业利润率也大致呈稳步提升趋势（从17.1%升至19.7%），其中包含 Arc'teryx（收入占比稳步提升，2023年达33%）和 Peak 两大品牌（收入占比3~6%且呈下降态势）；球类运动营收占比25~30%，其中主要包含 Wilson（2023Q1-3收入8.66亿美元，同比+10%，占比28%）等品牌。

**分渠道看**，2023年公司批发/直销营收占比在65%/35%左右，近三年直销营收增速均高于批发增速，2023年分别为49%/12.3%。直销渠道中电商/零售营收占比约为46%/54%左右，2023年增速分别为39.8%/57.9%。

**分地区看**，大中华区营收占比增速明显，EMEA 和美洲地区增长平稳，亚太地区占比最低。EMEA/美洲/大中华/亚太地区在2023年营收分别为1450.3/1726.8/841.4/350.0百万美元，其中大中华区近三年增速为84.3%/40.5%/60.6%。

单位：百万美元

		2020	2021	2022	2023	
分品类 及主要 品牌	专业运动	营收	685.4	950.7	1095.5	1592.8
		yoy	-	38.7%	15.2%	45.4%
		占比	28.0%	31.0%	30.9%	36.5%
		营业利润	117.2	164.2	171.4	314.4
		yoy	-	40.1%	4.4%	83.4%
		营业利润率 (%)	17.1%	17.3%	15.6%	19.7%
	其中：Arc'teryx	营收	547.7	783.1	952.6	1443.5
		yoy	-	43.0%	21.6%	51.5%
		占比	22.4%	25.5%	26.8%	33.0%
	Peak	营收	137.7	167.6	142.9	149.3
		yoy	-	21.7%	-14.7%	4.5%
		占比	5.6%	5.5%	4.0%	3.4%
	户外运动	营收	1091.6	1235.7	1416.5	1667.8
		yoy	-	13.2%	14.6%	17.7%
		占比	44.6%	40.3%	39.9%	38.2%
		营业利润	81.8	91.7	117.6	151.3
		yoy	-	12.1%	28.2%	28.7%
	其中：Salomon	营收	852.1	961.2	1073.5	1311.8
		yoy	-	12.8%	11.7%	22.2%
		占比	34.8%	31.3%	30.2%	30.0%
	Atomic	营收	194.6	218.5	286.0	305.6
		yoy	-	12.3%	30.9%	6.9%
		占比	8.0%	7.1%	8.1%	7.0%
	其他品牌	营收	44.9	56.0	57.0	50.4
		yoy	-	24.7%	1.8%	-11.6%
		占比	1.8%	1.8%	1.6%	1.2%
	球类运动	营收	669.3	880.1	1036.7	1107.8
yoy		-	31.5%	17.8%	6.9%	
占比		27.4%	28.7%	29.2%	25.4%	
营业利润		31.7	57.2	60.9	30.6	
yoy		-	80.4%	6.5%	-49.8%	
营业利润率 (%)	4.7%	6.5%	5.9%	2.8%		
分渠道	批发	营收	1916.3	2236.3	2502.7	2809.6
		yoy	-	16.7%	11.9%	12.3%
		占比	78.3%	72.9%	70.5%	64.3%
	直销	营收	530.0	830.2	1046.1	1558.8
		yoy	-	56.6%	26.0%	49.0%
		占比	21.7%	27.1%	29.5%	35.7%
	其中：电商	营收	273.5	404.4	513.8	718.4
		yoy	-	47.9%	27.1%	39.8%
		占比	11.2%	13.2%	14.5%	16.4%

	零售	营收	256.6	425.8	532.3	840.4
		yoy	-	65.9%	25.0%	57.9%
		占比	10.5%	13.9%	15.0%	19.2%
分地区	EMEA	营收	1080.4	1225.6	1270.7	1450.3
		yoy	-	13.4%	3.7%	14.1%
		占比	44.2%	40.0%	35.8%	33.2%
	美洲	营收	984.0	1253.0	1504.4	1726.8
		yoy	-	27.3%	20.1%	14.8%
		占比	40.2%	40.9%	42.4%	39.5%
	大中华	营收	202.3	372.9	523.8	841.4
		yoy	-	84.3%	40.5%	60.6%
		占比	8.3%	12.2%	14.8%	19.3%
	亚太	营收	179.6	215.0	249.9	350.0
		yoy	-	19.7%	16.2%	40.1%
		占比	7.3%	7.0%	7.0%	8.0%
合计	营收	2446.3	3066.5	3548.8	4368.4	
	yoy	-	25.4%	15.7%	23.1%	
	营业利润	230.7	313.1	349.9	496.3	
	yoy	-	35.7%	11.8%	41.8%	
	营业利润率 (%)	9.4%	10.2%	9.9%	11.4%	

来源: Wind、公司公告, 中泰证券研究所, 注: 以上的营业利润/营业利润率均为调整后的营业利润/营业利润率。

## 核心竞争力

### 1. 市场领先地位和多样化产品组合

产品具有卓越品质、可持续性和创新设计, 例如 Arc'teryx 生产高耐久度的特种登山和普通登山服, Salomon 生产适合专业运动员的鞋类和冬季运动装备, Wilson 是网球设备、棒球手套、棒球和垒球棒、篮球和足球的市场领导者。公司拥有多元化的产品组合, 各品牌相辅相成, 能够全年为运动员提供从头到脚的装备。

### 2. 与消费者建立真实的品牌联系

消费者对公司品牌形象给予高度认可, 视其为行业的领军者, 无论是专业运动员还是技术水平各异的消费者, 都能在公司各品牌中找到合适的产品。各品牌积极构建社区, 培养品牌归属感, 赢得用户黏性与忠诚。

### 3. 以消费者为中心的创新驱动

公司致力于深入理解并满足消费者日益变化的需求, 并持续投入研发力量。公司拥有三家创新中心, 分别为芝加哥 Wilson 创新中心, 北温哥华、波特兰和东京的 Arc'teryx 设计中心, 及法国的 Salomon 安纳西设计中心。公司积极倾听数百名专业运动员及品牌大使的反馈与见解, 将这些宝贵的意见融入新产品的的设计之中, 力求为消费者带来更为卓越的产品体验。

### 4. 规模化的全球市场

(1) 品牌地理覆盖范围广。2023 年公司 40% 的收入来自美洲, 33% 来自欧洲、中东和非洲, 8% 来自亚太地区 (不包括大中华区), 19% 来自大中华区。(2) 每个品牌都拥有独特的多渠道分销策略。例如, Salomon 在偏远山区拥有专业零售商渠道, 方便消费者购买越野跑和冬季运动设备; Arc'teryx 以照亮品牌标识、与消费者产生共鸣为定位, 按区域和消费者喜好量身定制。

### 5. 经验丰富的管理团队

公司管理层在构建 DTC 零售战略方面具备深厚的经验, 并擅长把握快速增长的市场机遇。管理层高度自主, 每个品牌组织内都由优秀人才执行关键职能, 并且公司前两级领导层的三分之一员工均是过去两年内新聘用的精英, 为公司注入了新的活力与智慧。

## Amer 对 2024 年及未来的展望

### Amer Sports 为 2024 年全年指引:

营收增速: 中双位数

调整后毛利率: 53.5-54.0%

调整后 OPM: 10.5-11.0%

稀释后股份数: 5.1 亿股

稀释每股收益: 0.30-0.40 美元 (包括因 2 月份再融资产生的非经常性财务费用对每股收益产生的 0.08-0.09 美元的负面影响)

### 分业务 2024 年指引:

专业运动: 营收增速 20%, 调整后 OPM 略高于 20%

户外运动: 营收增速高个位数, 调整后 OPM 高个位数

球类运动: 营收增速低至中个位数, 调整后 OPM 中个位数

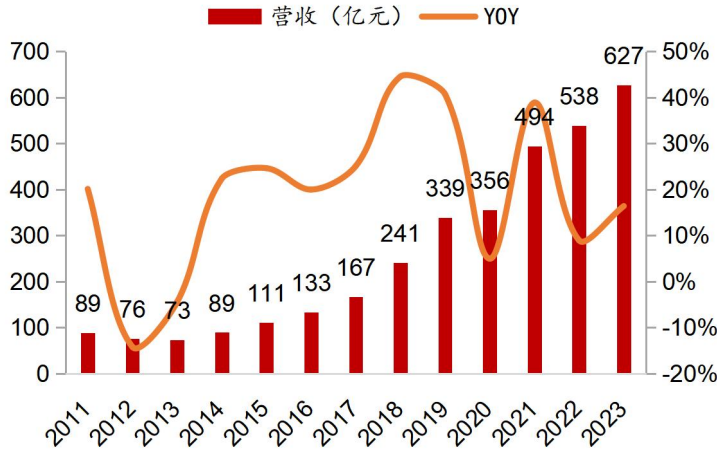
### 长期展望:

低两位数至中位数的年收入增长  
 未来 3-5 年毛利率增长 300+个基点  
 调整后 OPM 年增长 30-70 个基点

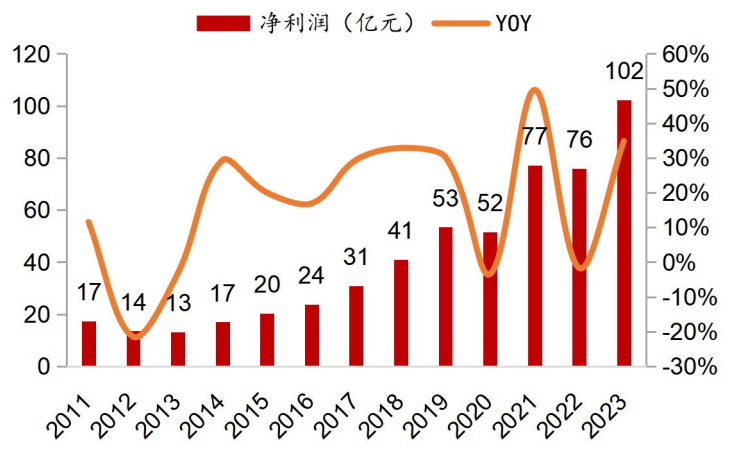
### 安踏体育业绩及盈利能力

底层逻辑看公司渠道、品牌与货品运营能力强势，DTC 模式下终端折扣与经营利润稳健向好。2023 年公司总营收 627 亿元 (+16.2%)，21-23 年 CAGR 为 13%，净利润 102 亿元 (+34.9%)，21-23 年 CAGR 为 15%。20 年起，电商增长及安踏品牌渠道 DTC 转型带动经营杠杆向上，2023 年集团利润超市场预期。盈利能力方面，公司净利率稳定在 15%-20%，毛利率受益 DTC 占比提升及折扣改善总体呈现提升趋势；2022 年毛利率降低主因产品成本上升及存货撇减的影响。OPM 方面，23 年集团整体/安踏/FILA/其他品牌 OPM 分别为 24.6%/22.2%/27.6%/27.1%，同比+3.7pct/+0.8pct/+7.6pct/+6.5pct，核心受益于单店店效提升及折扣改善，体现公司 DTC 渠道运营能力。

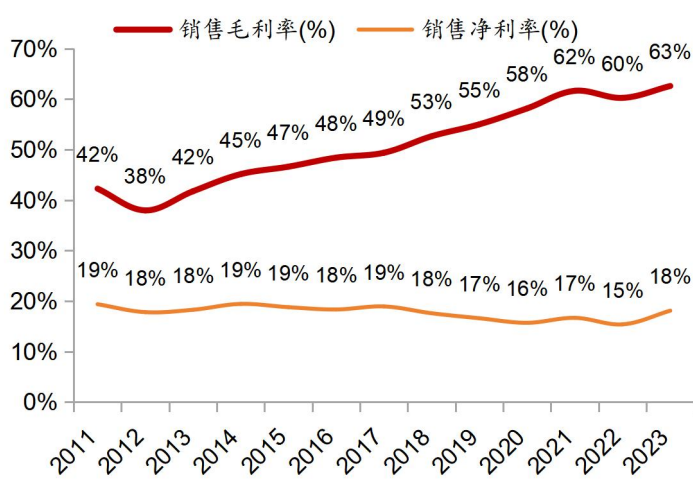
安踏体育营收及增速



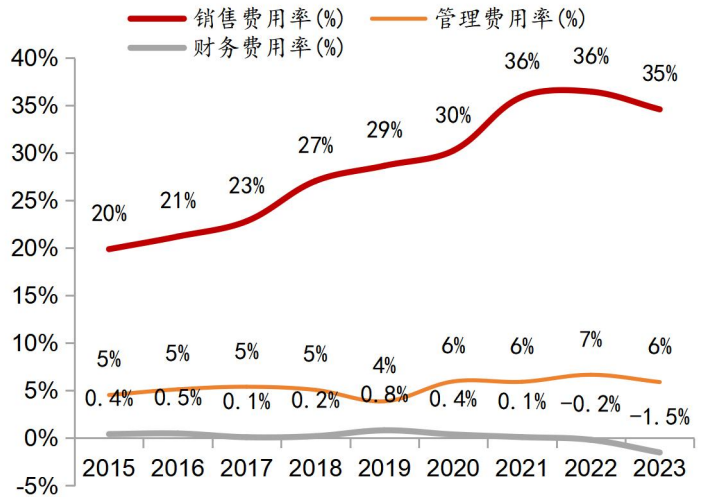
安踏体育净利润及增速



安踏体育毛利率与净利率



安踏体育期间费用率



来源: Wind, 中泰证券研究所

安踏各品牌 OPM 及毛利率情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
集团经营利润 (亿元)	57.0	86.4	92.2	111.3	111.3	155.4
YOY	-	51.6%	6.7%	20.7%	0.0%	39.6%
毛利率 (%)	52.6%	55.0%	58.2%	61.6%	60.2%	62.3%
集团 OPM (%)	23.7%	25.6%	25.8%	22.3%	20.9%	24.6%
安踏经营利润 (亿元)	37.1	46.8	45.3	51.5	59.3	67.3
YOY	-	26.2%	-3.2%	13.7%	15.2%	13.6%
毛利率 (%)	42.0%	41.3%	44.7%	52.2%	53.6%	54.9%
OPM (%)	25.9%	26.8%	28.7%	21.4%	21.4%	22.2%
FILA 经营利润 (亿元)	21.5	40.2	44.9	53.4	43.0	69.3
YOY	-	87.1%	11.7%	18.8%	-19.4%	61.1%
毛利率 (%)	69.9%	70.4%	69.3%	70.5%	66.4%	68.3%
OPM (%)	25.3%	27.2%	25.8%	24.5%	20.0%	27.6%
其他品牌经营利润 (亿元)	-1.6	-0.6	2	6.4	9.1	18.9
YOY	-	-62.5%	-433.3%	220.0%	42.2%	107.3%

毛利率 (%)	57.2%	61.8%	65.9%	71.0%	71.8%	72.9%
OPM (%)	-12.2%	-3.4%	8.4%	18.4%	20.6%	27.1%

来源：公司公告、中泰证券研究所

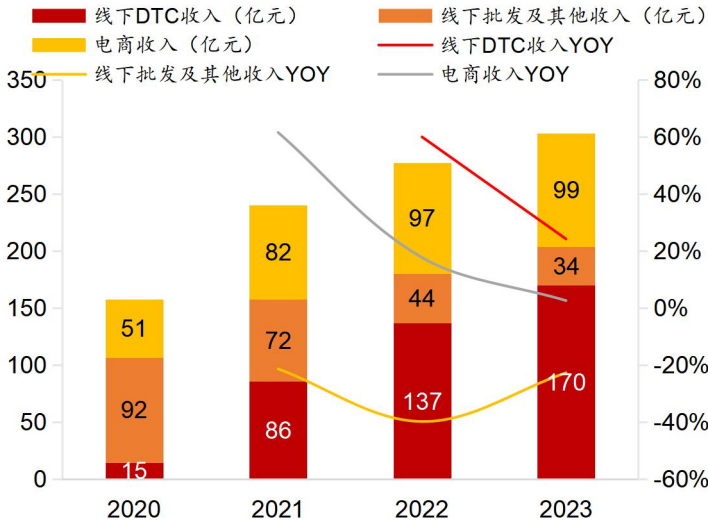
### 主品牌安踏与 FILA 情况

**24 年主品牌仍具经营亮点，安踏与 FILA 维持 10-15%流水增长目标。**

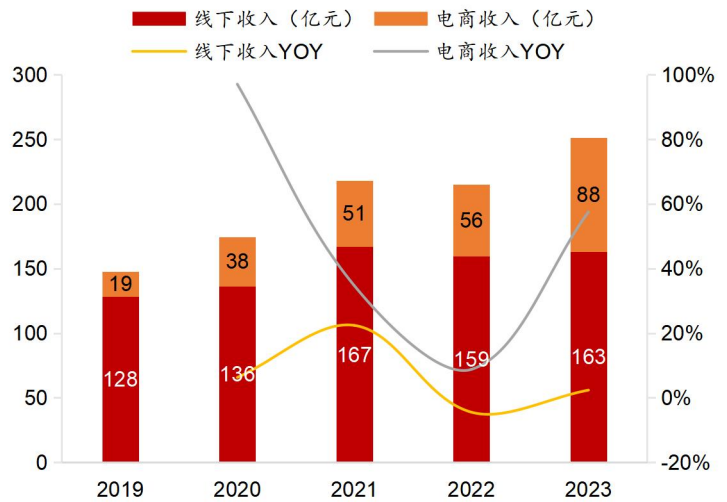
①**安踏：大众定位，品牌向上。**展望 2024 年，在商品 IP 端：公司签约 NBA 球星凯里·欧文为安踏代言人、并重点推出欧文系列提升篮球产品竞争力，同时成为国际奥委会 2024-2027 年的官方体育服装供应商，品牌势能向上；在渠道端：针对不同市场与商圈进一步细化渠道分级策略，以匹配不同品牌资源与商品 IP、减少交易成本，渠道分级与运营的精细化有望长期驱动店效及客单提升。

②**FILA：聚焦店效提升。**线上加强新零售平台布局、增加新客机会触达；线下提升鞋类及专业性产品占比，“三个顶级”战略推动下店效持续优化，**2024 年店数目标为 2100-2200 家。**我们看好安踏主品牌渠道分级及 FILA 店效提升驱动增长。

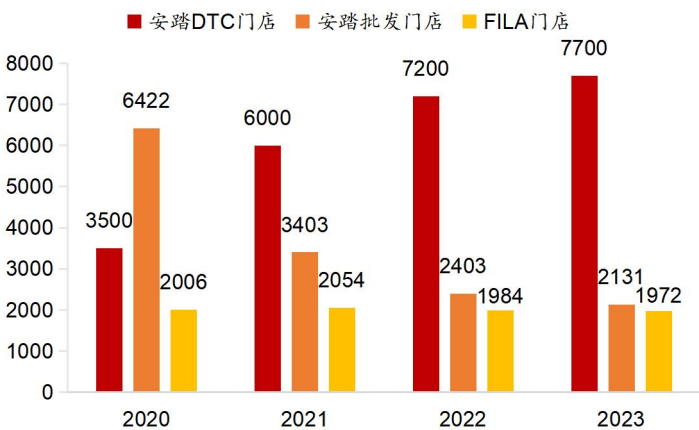
#### 安踏品牌分渠道收入及增速



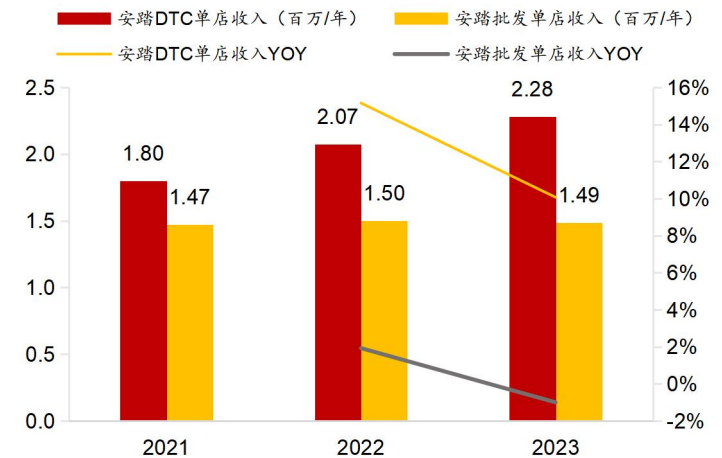
#### FILA 品牌分渠道收入及增速



#### 安踏及 FILA 品牌线下门店数量



#### 安踏单店收入及增速



### 安踏未来的零售业态划分为 5 个等级



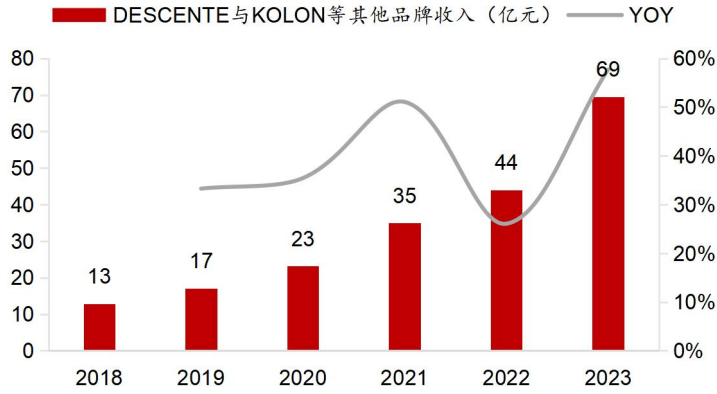


## 新品牌 DESCENTE & KOLON 情况

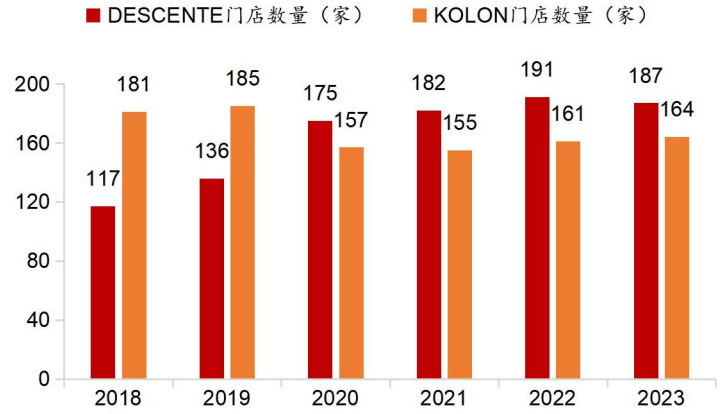
长期多极增长清晰, 短期 Amer 上市贡献利润弹性。2023 年其他品牌收入 69.47 亿元 (+57.7%), 其中迪桑特/可隆分别增长 50%/+80%+, 核心来自店效增长。根据管理层指引, 2024 年迪桑特/可隆增长不低于 20/30%, 店数目标分别为 220-230 家/180-190 家。同时, Amer 经营层面大幅改善, 24 年对集团正向贡献可期: 1) Amer 成功上市, 会计层面预计一次性增厚 16 亿利润(会计处理计入 24H1), 2) 参考 Amer24 年指引, 经营层面预计合营公司为安踏贡献 4.7-6.3 亿利润。

长期看, 借力户外赛道风口, 多极成长可期。可隆: 重视产品突围, 拓展新兴市场。以防水夹克为拳头产品打造全地形防水夹克品类矩阵, 同时扩充户外露营产品线及鞋类产品线驱动单店流水增长。迪桑特: 定位高端专业运动品牌, 深耕化学、高尔夫等细分赛道圈层文化, 2023 年流水规模突破 50 亿元, 2026 年有望成为集团第三个流水突破 100 亿品牌。

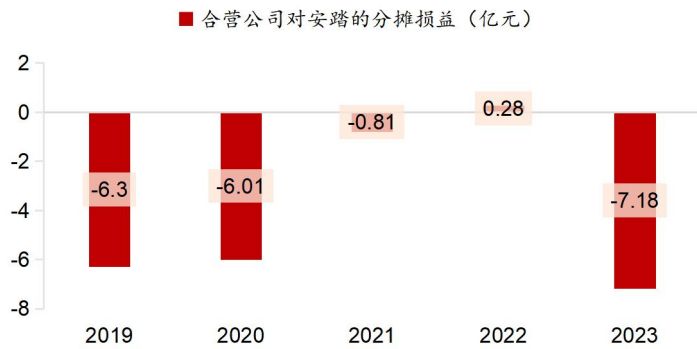
### DESCENTE 与 KOLON 等其他品牌收入及 YOY



### DESCENTE 及 KOLON 门店情况



### 2023 年及之前合营公司对安踏的利润/亏损贡献



注: 23 年亏损主因 Peak Performance 业务确认商誉及商标减值合计约 11.31 亿元

### 2024 年合营公司对安踏的利润影响

据安踏公告及 Amer2024 指引, 预计 24 年合营公司对集团分摊的利润贡献 20.7-22.3 亿元(未考虑税收): ①Amer 上市带来一次性非现金会计利得 16 亿元(公允价值收益); ②合营公司盈利贡献 4.7~6.3 亿元。

### 安踏各品牌流水增速 (2022-2023 年分季度)

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
安踏品牌	15~20%	约-5%	5%	-10~-5%	约 5%	5~10%	5~10%	15~20%
FILA 品牌	约 5%	-10~-5%	10~15%	-15~-10%	5%~10%	5~10%	10~20%	25~30%
其他品牌	40~45%	20~25%	40~45%	10~15%	75%~80%	70~75%	45~50%	55~60%

### 安踏体育盈利预测与估值

#### 盈利预测关键假设:

**安踏品牌:** DTC 模式助力门店经营效率与库存管理显著提升, 线下渠道转型加速, 品牌影响力及专业品类均持续增强, 未来有望迎来量价齐升, 据公司开店节奏测算, 预计 2024-26 年营收同比+11%/+10%/+8%至 337/370/400 亿元。根据 2023 年及之前安踏品牌盈利表现, 预计 2024~26 年毛利率维持在 55~56%之间。

**FILA 品牌:** FILA 品牌已完成渠道优化, 正由高速增长迈向高质量增长, 聚焦提升店效与高端品类, 优化门店产品结构促进同店增长, 新兴电商平台亦拓展迅猛, 处于快速上升期, 据公司开店节奏测算, 预计 2024-26 年营收同比+12%/+11%/+9%至 281/311/339 亿元, 根据 2023 年及之前 FILA 品牌盈利表现, 预计 2024-26 年毛利率维持 68%左右的水平。

**DESCENTE 与 KOLON 等其他品牌:** 受益于冰雪、露营等户外运动迅猛增长, DESCENTE 与 KOLON 凭借领先的品牌力及产品力领先, 以及集团多品牌运营优势, 未来三年营收高增势头可期, 预计 2024-26 年营收同比+30.0%/+28.0%/+25.0%至 9/12/14 亿元。参考 2023 年及之前 FILA 品牌盈利表现, 同时考虑到行业景气度上行、公司渠道优化等因素, 预计其他品牌 2024-26 年毛利率在 73%左右, 相比之前小幅提升。

**期间费用率:** 公司预计在 2024 年奥运年加大广告投入以提升品牌知名度, 销售费用率同比提升较为明显, 此后在 2025-26 年预计逐步进行优化; 其他费用率基本维持稳定。

**盈利预测:** 预计 2024-2026 年公司主营业务收入分别为 709、796、884 亿元(同比+14%/+12%/+11%)、归母净利润分别为 134、139、157 亿元(同比+30%/+4%/+13%), 对应 PE 分别为 16、16、14 倍。我们选取港股体育服饰公司李宁、361 度、特步国际作为可比公司, 这三家公司

司在产品、渠道等方面与安踏具有一定相似度，其产品均包含运动鞋服，且在电商及线下渠道皆有布局，2024-2026年可比公司平均PE分别为11、10、9倍。作为运动服饰领军者，安踏体育长期以来业绩稳健，多品牌战略已验证成效，ROE亦超越同行，应享有估值溢价。看好公司未来成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

单位：百万元		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
分品牌	安踏						
	营业收入	24012	27723	30306	33734	36966	40028
	YOY	52.47%	15.45%	9.32%	11.31%	9.58%	8.28%
	毛利率	52.17%	53.64%	54.93%	55.80%	55.80%	55.90%
	FILA						
	营业收入	21822	21523	25103	28104	31102	33925
	YOY	25.05%	-1.37%	16.63%	11.95%	10.67%	9.08%
	毛利率	70.54%	66.36%	68.26%	68.40%	68.20%	68.20%
	DESCENTE 与 KOLON 等其他						
	营业收入	3494	4405	6947	9031	11560	14450
	YOY	51.06%	26.07%	57.71%	30.00%	28.00%	25.00%
	毛利率	71.04%	71.80%	72.91%	73.21%	73.21%	73.31%
合计	营业收入	49328	53651	62356	70868	79,628	88,404
	YOY	38.91%	8.76%	16.23%	13.65%	12.36%	11.02%
	毛利率	61.6%	60.2%	62.3%	63.0%	63.2%	63.5%
	归母净利润	7720	7590	10236	13355	13934	15704
	YOY	49.55%	-1.68%	34.86%	30.47%	4.33%	12.71%

#### 可比公司盈利预测与估值

公司	代码	2024/4/22	EPS (元)				PE (倍)				数据来源
		股价(港元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
李宁	2331.HK	17.50	1.23	1.41	1.61	1.66	15.73	13.71	11.99	11.65	Wind
361度	1361.HK	4.37	0.47	0.55	0.64	0.75	10.36	8.74	7.48	6.46	Wind
特步国际	1368.HK	4.42	0.40	0.45	0.51	0.57	12.31	10.83	9.56	8.55	中泰证券
均值							12.80	11.09	9.68	8.89	-
安踏体育	2020.HK	85.60	3.61	4.71	4.92	5.54	21.46	16.45	15.76	13.99	本文预测

#### 风险提示

需求下滑风险：若后续市场需求走弱，终端零售疲软，公司产品销售可能会受到影响。

市场竞争加剧风险：若运动服饰行业品牌数量不断增加、产品愈加同质化、集中度不断提高，公司的利润空间可能被压缩，同时市场份额面料流失的风险。

汇率波动风险：Amer 主要占据欧美市场，大中华区占比逐渐提升，欧元或美元兑人民币汇率波动将影响公司的汇兑损益，进一步对母公司安踏体育的业绩造成一定冲击。

数据更新不及时风险。

## 公司三大财务报表

### 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	15,228	45,951	57,963	74,301
应收款项合计	5,575	7,465	7,813	8,630
存货	7,210	9,706	10,532	11,181
其他流动资产	24,127	14,807	17,138	17,479
流动资产合计	52,140	77,929	93,446	111,591
固定资产净额	4,965	4,505	4,392	4,070
权益性投资	9,283	9,218	9,281	9,261
其他长期投资	13,732	5,173	6,657	8,521
商誉及无形资产	8,771	8,678	8,824	8,811
土地使用权	1,406	1,319	1,332	1,296
其他非流动资产	1,931	1,646	1,839	1,809
非流动资产合计	40,088	30,539	32,325	33,768
<b>资产总计</b>	<b>92,228</b>	<b>108,468</b>	<b>125,771</b>	<b>145,359</b>
应付账款及票据	3,195	3,775	4,007	4,496
短期借贷及长期借贷当期到	3,996	3,996	3,996	3,996
其他流动负债	13,400	14,877	16,456	18,408
流动负债合计	20,591	22,648	24,459	26,900
长期借贷	10,948	10,948	10,948	10,948
其他非流动负债	4,679	4,324	4,553	4,519
非流动负债合计	15,627	15,272	15,501	15,467
<b>负债总计</b>	<b>36,218</b>	<b>37,920</b>	<b>39,960</b>	<b>42,367</b>
归属母公司所有者权益	51,460	64,815	78,749	94,454
少数股东权益	4,550	5,733	7,062	8,538
<b>股东权益总计</b>	<b>56,010</b>	<b>70,548</b>	<b>85,812</b>	<b>102,992</b>
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>92,228</b>	<b>108,468</b>	<b>125,771</b>	<b>145,359</b>

### 现金流量表

单位:百万元人民币

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>20,172</b>	<b>11,491</b>	<b>13,919</b>	<b>17,270</b>
净利润	10,236	13,355	13,934	15,704
折旧和摊销	4,987	547	507	471
营运资本变动	3,676	-2,129	-224	1,699
其他非现金调整	1,273	-283	-298	-604
<b>投资活动现金流</b>	<b>-25,793</b>	<b>8,808</b>	<b>-1,839</b>	<b>-1,914</b>
资本支出	-1,321	-100	-100	-100
长期投资减少	-12,607	8,624	-1,547	-1,843
少数股东权益增加	70	0	0	0
其他长期资产的减少/(增加)	-11,935	284	-192	29
<b>融资活动现金流</b>	<b>3,471</b>	<b>10,424</b>	<b>-68</b>	<b>982</b>
借款增加	2,254	0	0	0
股利分配	-5,080	-5,080	-6,598	-6,884
普通股增加	10	0	0	0
其他融资活动产生的现金流	6,287	15,504	6,530	7,866

### 利润表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>62,661</b>	<b>71,173</b>	<b>79,933</b>	<b>88,709</b>
主营业务收入	62,356	70,868	79,628	88,404
其他营业收入	305	305	305	305
<b>营业总支出</b>	<b>48,694</b>	<b>55,621</b>	<b>62,292</b>	<b>68,808</b>
营业成本	23,328	26,211	29,326	32,298
营业开支	25,366	29,410	32,966	36,511
<b>营业利润</b>	<b>13,967</b>	<b>15,553</b>	<b>17,641</b>	<b>19,900</b>
净利息支出	-949	-432	-593	-758
权益性投资损益	-718	533	799	984
其他非经营性损益	75	500	237	338
<b>非经常项目前利润</b>	<b>14,273</b>	<b>17,018</b>	<b>19,269</b>	<b>21,980</b>
非经常项目损益	1,367	1,789	1,000	1,018
<b>除税前利润</b>	<b>15,640</b>	<b>18,807</b>	<b>20,269</b>	<b>22,998</b>
所得税	4,363	4,268	5,006	5,818
少数股东损益	1,041	1,183	1,329	1,476
<b>持续经营净利润</b>	<b>10,236</b>	<b>13,355</b>	<b>13,934</b>	<b>15,705</b>
非持续经营净利润	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>10,236</b>	<b>13,355</b>	<b>13,934</b>	<b>15,704</b>
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>10,236</b>	<b>13,355</b>	<b>13,934</b>	<b>15,704</b>
EPS (按最新股本摊薄)	3.61	4.71	4.92	5.54

### 主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	16.2%	13.7%	12.4%	11.0%
归属普通股股东净利润增长率	34.9%	30.5%	4.3%	12.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	62.6%	63.0%	63.2%	63.5%
净利率	16.4%	18.8%	17.5%	17.8%
ROE	23.8%	23.0%	19.4%	18.1%
ROA	12.7%	13.3%	11.9%	11.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	39.3%	35.0%	31.8%	29.1%
流动比率	2.5	3.4	3.8	4.1
速动比率	2.2	3.0	3.4	3.7
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.61	4.71	4.92	5.54
每股经营现金流	-	4.06	4.91	6.10
每股净资产	18.16	22.88	27.80	33.34
<b>估值比率</b>				
P/E	21.5	16.4	15.8	14.0
P/B	4.3	3.4	2.8	2.3

### 投资评级说明：

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

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

### 重要声明：

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

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

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。