

# 安踏体育(02020)深度报告：后 $\beta$ 时代的价值重塑

评级：买入(维持)

杨仁文(证券分析师)

S0350521120001

[yangrw@ghzq.com.cn](mailto:yangrw@ghzq.com.cn)

马川琪(证券分析师)

S0350523050001

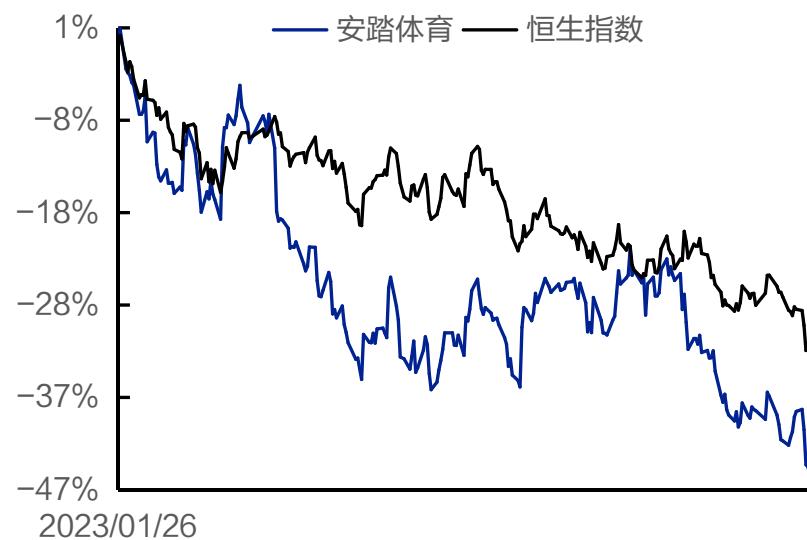
[macq@ghzq.com.cn](mailto:macq@ghzq.com.cn)

廖小慧(联系人)

S0350122080035

[liaoxh@ghzq.com.cn](mailto:liaoxh@ghzq.com.cn)

## 最近一年走势



## 相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
安踏体育	-5.5%	-22.3%	-40.3%
恒生指数	-2.7%	-6.4%	-27.9%

## 市场数据

2024/01/24

当前价格 (港元)	69.90
52周价格区间 (港元)	63.55-125.30
总市值 (百万港元)	198,000.38
流通市值 (百万港元)	198,000.38
总股本 (万股)	283,262.35
流通股本 (万股)	283,262.35
日均成交额 (百万港元)	730.64
近一月换手 (%)	0.38

## 相关报告

《安踏体育(02020)事件点评报告：收购MAIA ACTIVE强化女子运动，专业品类未来可期（买入）\*服装家纺\*杨仁文，马川琪》——2023-10-18

《安踏体育(02020)2023H1点评报告：多品牌战略造就超预期业绩，DTC转型助力集团毛利达历史新高（买入）\*服装家纺\*杨仁文，马川琪》——2023-08-24

《安踏体育(02020)点评报告：Q2流水环比改善明显，看好下半年增长（买入）\*服装家纺\*杨仁文，马川琪》——2023-07-19

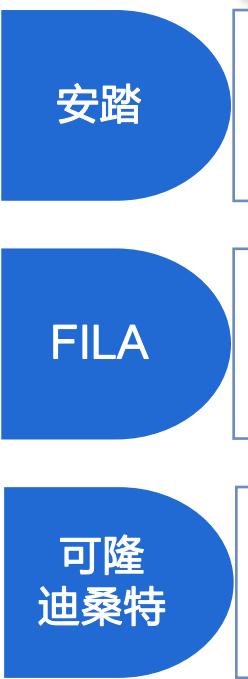
预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	53651	61933	71672	81137
增长率(%)	8.8	15.4	15.7	13.2
归母净利润 (百万元)	7590	9668	11335	13191
增长率(%)	-1.7	27.4	17.2	16.4
摊薄每股收益 (元)	2.82	3.41	4.00	4.66
ROE(%)	22.1	21.8	20.3	19.1
P/E	32.6	18.6	15.9	13.6
P/B	7.2	4.1	3.2	2.6
P/S	4.6	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	19.9	9.2	7.5	6.1

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

- **安踏体育是全球领先的体育用品集团：**公司成立于1991年，主要从事设计、开发、制造和行销安踏体育用品，在中国向大众市场提供专业的体育用品，类型包括运动鞋、服装及配饰，致力于打造多元化的品牌布局，旗下拥有安踏、FILA、DESCENTE、KOLON SPORT等众多品牌。2013年以来集团营业收入保持较快增长，2022年收入达537亿元，2020–2022年CAGR达到22.9%，安踏和FILA品牌收入在2018–2022年的CAGR分别为17.9%和26.2%，公司继续保持中国体育用品行业市占率第一的龙头地位。
- **集团围绕产品矩阵、技术、形象等层面发力，并进行供应链改革，实现了多维度的品牌进阶：**1) 产品矩阵丰富，在跑鞋、篮球等专业品类均有发力。在跑鞋细分领域，安踏竞速跑鞋专业性能突出，与外资品牌相比具有性价比优势，同时在球鞋细分领域安踏布局多样化的专业球鞋产品，能够满足不同消费需求。2) 持续加大研发投入，深耕运动科技创新。2016–2022年，公司研发活动支出由3.5亿元增长至12.9亿元，并坚持在运动鞋和服装等领域进行自主创新，升级迭代品牌技术，2021年推出的新一代中底技术“氮科技”加持下的材料可实现高达86.8%的能量回归率。3) 借势流量明星影响力，触达更多年轻消费者。2017–2022年，公司广宣支出占收入比重维持在10%–12%左右，品牌代言人矩阵在2018年之前主要为专业运动员，在2019年及之后开始与具有运动气质的流量明星合作，塑造了更加贴近年轻消费者的品牌形象。4) 供应链改革，调整自产外包比例。2012年公司自产鞋服占比为46%和16%，2022年已下降至21%和10%，附加值较低的成衣生产外包，鞋类自产比例高实现技术沉淀。
- **集团童装业务增长明显，通过聚焦儿童专业运动赛道，收入已领先头部国际品牌：**2013–2022年，集团童装收入由4.7亿元增长至49.8亿元，增长近10倍，2020–2022年CAGR为26.7%。1) 市场份额方面：2022年安踏儿童在中国童装行业的市占率增加0.4pct至2.1%，目前已稳居第二位。从产品力来看，安踏儿童在提升产品专业性能的同时，在产品设计中也注重科技、人文等因素的深度融合。2) 行业规模方面：当前中国童装行业处于快速成长阶段，2013–2022年，中国童装行业市场规模由1164亿元增至2374亿元，增长超一倍。3) 行业格局方面：2013–2022年，中国童装行业市场集中度呈上升趋势，行业CR5由6%上升至11%。从市场均价来看，中国童装销售均价在2020–2022年间逐步回升，2022年增长5%至65元。
- **中国运动鞋服市场规模庞大，增长空间可观：**Euromonitor数据显示，中国运动鞋服市场规模2022年增长2%至3627亿元，2013–2022年CAGR达到11.6%。1) “量”方面：2016年以来中国经常锻炼人数维持在4亿以上，根据国家体育总局，中国体育产业总规模2012–2021年CAGR为14%，2025年有望达到5万亿元。2) “价”方面：中国运动鞋服市场均价提升明显，其中运动鞋和运动服/休闲服装市场均价2015–2022年CAGR分别为4.4%和2.2%。3) 市场格局方面：2015–2022年内资品牌的市占率稳步提升，在中国运动鞋服市场的份额由30%上升至43%，在中国鞋类市场的份额提升至18%。

- **行业头部品牌加速渠道变革，DTC取代经销成为主流：**各品牌渠道变革的普遍趋势在于精简零售终端网点，开大店关小店以提升店效。1) 精简渠道：当前头部运动品牌门店数与高峰期相比均有不同程度的下降，同时大店占比均明显提升，其中安踏品牌门店数由2019年的10516家减少至2023H1的9633家，FILA品牌门店数由2019年的1951家减少至2023H1的1942家。2) DTC转型：面对Z世代的消费人群，运动/服饰头部国际品牌均大力推进DTC模式，其中威富、耐克、阿迪达斯分别于2005、2011和2021年规划开拓DTC业务，2022年DTC收入占比分别为46%、42%、39%。安踏在2020年启动DTC模式转型，在该年其DTC收入占比为9%，2022年迅速增至49%，领先行业头部国际品牌。
- **对比多品牌集团——VF集团盲目追求潮牌，当前集团业绩承压，库存高企：**2023财年VF集团收入为116亿美元，同比增长-2%，净利润减少至1.18亿美元，业绩陷入低迷，截至2023年4月1日，集团库存同比增加62%至23亿美元，库存风险加大。一方面，集团Vans、Timberland等主力品牌陷入增长瓶颈，另一方面，集团2020年收购的Supreme潮牌销售表现不佳，在生产量与销售网络的扩张下，品牌价值在不断稀释，转售平台Stock X数据显示，Supreme在二级市场平均溢价比例从2020年的67%下降至2022年的57%，生产量激增导致的收藏价值下降是主要原因。
- **多品牌集团安踏体育收购破局，以专业品牌为代表，势必行稳致远：**1) FILA品牌：2023H1营业收入为122亿元，占集团总收入比重为41.3%，消费群体定位为中产阶级的中高端具有经济实力的消费者，在渠道快速扩张下实现规模增长。2) 迪桑特品牌：安踏集团基于迪桑特的悠久历史，在中国市场对迪桑特进行了本土化改造，目前定位为综合性运动品牌。根据集团计划，迪桑特2026年目标流水100亿元，有望成为安踏集团第3个百亿品牌，截至2023H1，公司门店数目稳步扩张至183家。3) 可隆品牌：销售季节性明显，主要运营户外产品品类，专注时尚&轻户外，重视户外体验，定位于构建户外运动社交生活方式的专业品牌。可隆2019-2022流水年复合增长率达25%，根据集团计划，2023-2026年目标流水年复合增长率30%-35%左右。截至2023H1，品牌门店数量为160家。4) 亚玛芬集团：2023年1-9月营收31亿美元，同比增长29.9%，毛利率52.2%，经调整EBITDA为4.2亿美元，同比增长61.3%，看好2024年对集团的利润贡献。其旗下始祖鸟等品牌亦是安踏体育新的发力点，安踏提出“运奢”概念，并开始以奢侈品思维运作始祖鸟，截止到2023年9月30日，始祖鸟全球自营门店达138家，并基于品牌特性开设了不少特色门店，注重会员体验。同时，2023年安踏集团通过收购MAIA ACTIVE补充女子运动板块，进一步强化集团品牌组合，多品牌运营能力突出，看好集团未来细分板块的快速增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年实现收入619/717/811亿元人民币，同比+15.4%/+15.7%/+13.2%，归母净利润97/113/132亿元人民币，同比+27.4%/+17.2%/+16.4%，2024年1月24日收盘价69.9港元，对应2023-2025年PE为18.6/15.9/13.6X。我们继续看好公司旗下品牌的渠道优化及门店运营改善、布局新品牌成长贡献业绩收入，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观环境风险；行业竞争风险；消费者偏好风险；供应链风险；市场开拓及产品推广风险；收购风险；中国与国际运动鞋服市场不可直接对比；国内国际市场估值体系存在差异；其他风险等。

# 安踏体育集团旗下主要品牌一览



	负责人背景	门店分布	收入及占比 (2023H1)	细分赛道及行业成长性 (CAGR)	毛利率及电商占比 (2023H1)
安踏	徐阳：专业运动品牌群CEO，2006年加入集团，原始祖鸟大中华区总经理，带领始祖鸟中国区由原本批发零售的模式转为专注消费体验的品牌公司	总门店：9633家 成人：6941家 儿童：2692家 (中国大陆及海外)	营业收入：142亿元 占总收入比重：47.8%	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>运动鞋服</b> 2013-2022年中国运动鞋服市场规模CAGR为11.6%</li> <li><b>儿童服装</b> 2013-2022年中国童装市场规模CAGR为8%</li> <li><b>女子运动</b> 据Maximize Market Research，预计2022-2029年全球女子运动服饰市场规模CAGR为8%</li> </ul>	毛利率：55.8% 电商占比：32.7%
FILA	姚伟雄：时尚运动群CEO，自2010年起担任FILA大中华区总裁，加入 FILA 前，曾任职LACOSTE中国CEO, L'OREAL中国副总裁以及SANOFI中国总经理	总门店：1942家 (中国大陆、港澳及新加坡)	营业收入：122亿元 占总收入比重：41.3%		毛利率：69.2% 电商占比：\
可隆 迪桑特	丁少翔：迪桑特（中国）董事长 丁思榕：可隆体育（中国）董事长兼CEO	可隆：160家 (中国大陆及香港) 迪桑特：183家 (中国大陆及港澳)	营业收入：32.5亿元 占总收入比重：10.9%	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>户外用品</b> 据艾瑞咨询，预计2020-2025年中国户外用品市场规模CAGR为7%</li> <li><b>冰雪运动</b> 据艾媒咨询，预计2016-2025年中国冰雪运动核心市场规模CAGR为15%</li> </ul>	毛利率：73.4% 电商占比：\

Amer Sports 合营公司旗下品牌——负责人郑捷，Amer Sports CEO，2008年10月加入安踏集团，营销管理方面拥有超过二十年经验

始祖鸟	Stuart Haselden：始祖鸟品牌CEO，2021年起加入公司并成为董事会成员	全球自营门店： 138家	2023年1-9月实现营收9.4亿美元，同比增长65.3%	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>体育产业</b> 据Statista，预计2022-2027年全球体育产业收入年均复合增长率为5%</li> </ul>
威尔胜	Joe Dudy：威尔胜品牌CEO，1995年起加入公司，2019年成为董事会成员	全球自营门店： 9家	2023年1-9月实现营收8.7亿美元，同比增长9.9%	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>户外服装</b> 据Technavio，预计2022-2027年全球运动户外市场规模CAGR为5.6%</li> </ul>
萨洛蒙	Franco Fogliato：萨洛蒙品牌CEO，2021年起加入公司并成为董事会成员	全球自营门店： 114家	2023年1-9月实现营收9.5亿美元，同比增长34.6%	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>运动鞋</b> 据Statista，预计2024-2028年全球运动鞋市场规模CAGR为4.1%</li> </ul>
其他品牌	阿托米克：诞生于1955年，生产滑雪专业产品，持续参与并赞助比赛赛事，产品涉及高山滑雪、自由式、登山滑雪以及越野滑雪等运动 壁克峰：诞生于1986年，以北欧山系为基因，秉承斯堪的纳维亚风格，糅合专业户外功能与风格美学为一体			
	注：安踏、FILA、可隆及迪桑特财务及门店数据截至2023年中报，始祖鸟、威尔胜、萨洛蒙门店数据截至2023年9月30日			

# 一、ANTA与FILA：永不停止的坚实脚步

# 一、ANTA与FILA：永不停止的坚实脚步

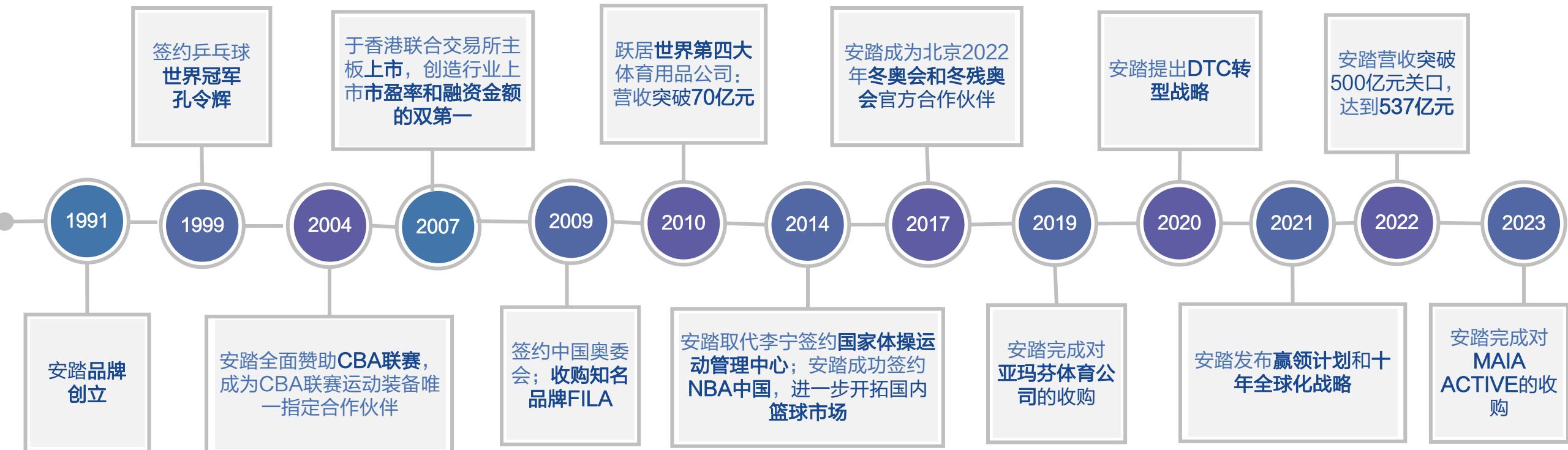


- 1.1 安踏体育：国内龙头运动鞋服集团
- 1.2 股权架构：大股东合计持股52.53%，股权结构稳定
- 1.3 董事会与管理层：团队汇集职业经理人与零售专家
- 1.4 历史复盘：制造起家，品牌立身，多品牌的体育集团走向世界
- 1.5 盈利能力：近年来FILA毛利率引领集团盈利能力增强，2022年向下调整
- 1.6.1 品类趋势：鞋类占比提高，产品矩阵深化
- 1.6.2 跑鞋品类：性能比肩外资品牌顶尖跑鞋，性价比优势明显
- 1.6.3 球鞋品类：产品功能多样化，专业化程度不断提升
- 1.6.4 球鞋代言：持续签约顶级球星，强化品牌专业形象
- 1.7 技术革新：紧随行业技术趋势，重视产品性能优化
- 1.8 品牌重塑：代言人从专业体育运动形象到加入更多时尚形象代表
- 1.9 供应链改革：服装生产尽量外包，鞋类保持一定自产
- 1.10.1 安踏儿童：主要产品矩阵逐步完善，营业收入实现较快增长
- 1.10.2 童装市场：市场规模扩大，行业集中度提升
- 1.10.3 安踏儿童产品力：科技人文设计赋能产品，多细节提升产品体验
- 1.10.4 同业对比：聚焦儿童专业运动赛道，收入领先头部国际品牌

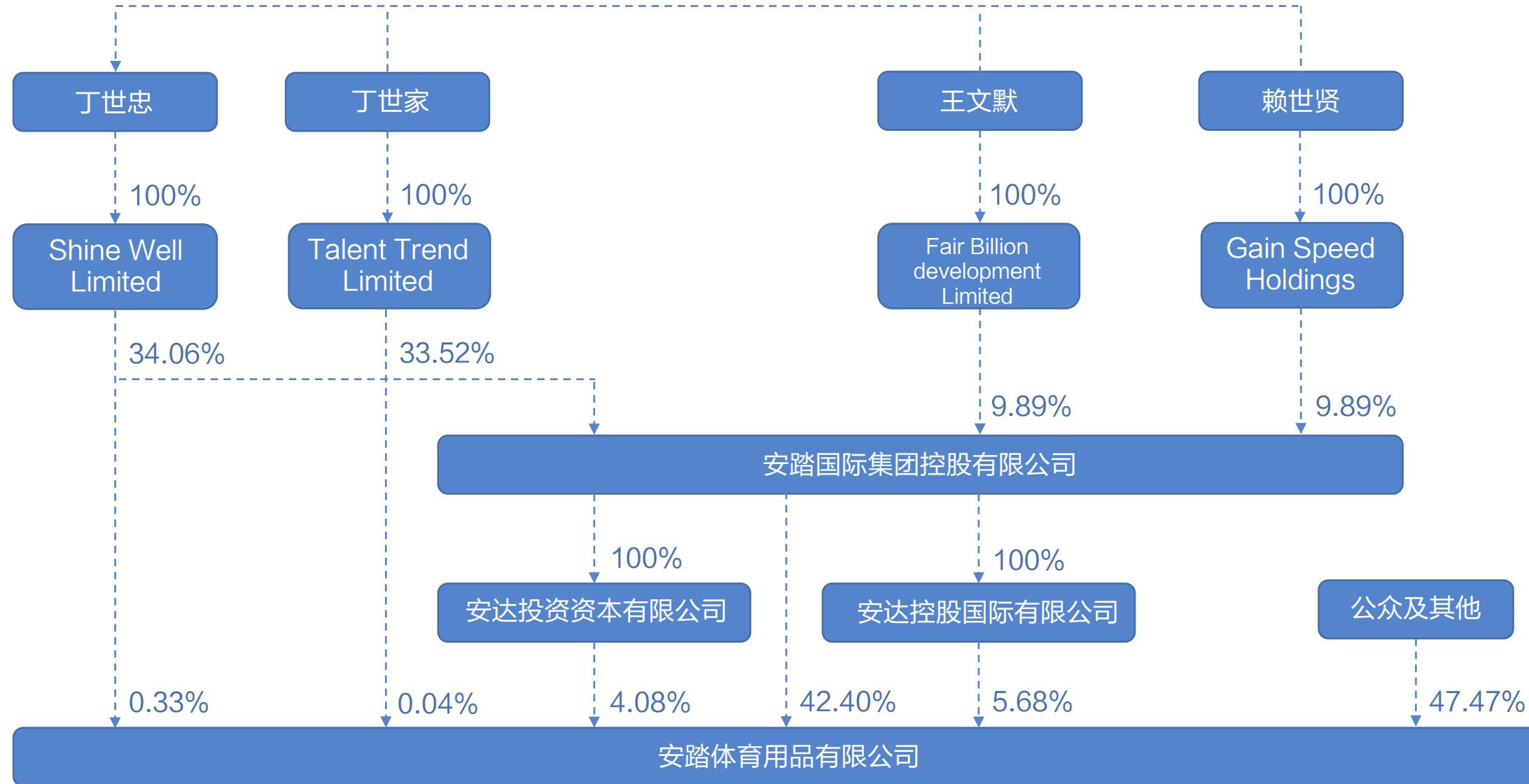
# 1.1 安踏体育：国内龙头运动鞋服集团

- 安踏体育用品有限公司成立于1991年，生产制造起家，2000年，安踏开始创立自己的品牌，从“工厂生产阶段”转型到“品牌批发阶段”，并在2007年于香港交易所主板上市。安踏体育主要从事设计、开发、制造和行销安踏体育用品，在中国向大众市场提供专业的体育用品，类型包括运动鞋、服装及配饰。公司致力于打造多元化的品牌布局，旗下目前拥有包括安踏、FILA、DESCENTE和KOLON SPORT在内的众多品牌，以及组成投资者财团于2019年成功收购的芬兰运动品牌集团AMER SPORTS，拥有国际认可品牌包括Arc'teryx、Salomon、Peak Performance、Atomic、Suunto和Wilson等。
- 自2012年以来，安踏体育一直稳居中国体育用品行业公司市占率第一。根据Euromonitor统计数据，安踏体育在中国运动鞋服市场占有率由2020年的16%上升至2021年的18.5%，超越Adidas成为国内市场第二大运动品牌集团，2022年市占率已增至20.4%，NIKE公司为22.6%。

## 三十年发展，成为多元化品牌的全球领先体育用品公司



# 1.2 股权架构：大股东合计持股52.53%，股权结构稳定



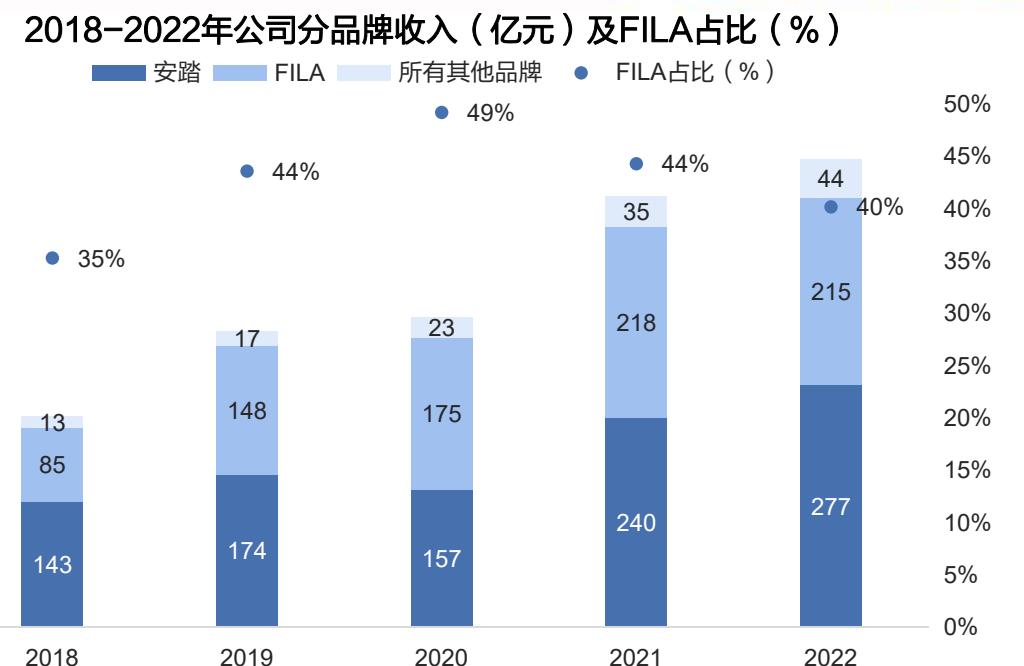
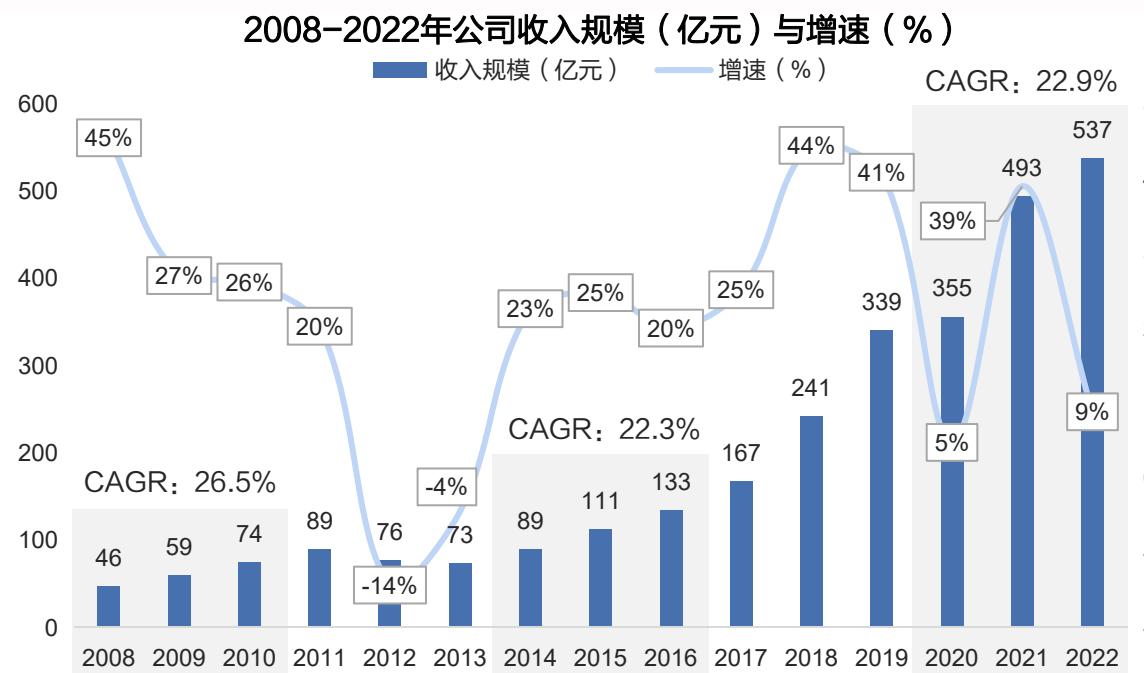
# 1.3 董事会与管理层：团队汇集职业经理人与零售专家



姓名	年龄	职务	主要职责	履历
丁世忠	52	董事会主席、执行董事	集团的企业策略、人才建设、企业文化、经营监督等	集团的创办人之一，致力拓展及推广集团业务及发展中国体育用品业。在2014年及2018年，获授优秀中国特色社会主义事业建设者，2014年度华人经济领袖大奖，改革开放40年40位福建最有影响力企业家及2018中国十大经济年度人物的荣衔。现为中华全国工商业联合会副主席、中国体育用品业联合会副主席、萨马兰奇体育发展基金会理事会成员、中国篮球协会顾问及中国奥委会委员。
丁世家	58	董事会副主席、执行董事	管理集团的生产职能	集团的创办人之一，于中国体育用品业拥有超过30年经验。2002-2004年获授泉州市优秀青年企业家的荣衔，2011-2016年曾任晋江市人民代表大会常委。
赖世贤	48	执行董事、联席CEO	负责安踏品牌、除FILA品牌以外的所有其他品牌、集团采购以及集团的若干职能	2003年3月加入集团，于行政及财务管理方面拥有超过20年经验，拥有中欧国际工商学院的高层管理人员工商管理硕士学位，2011-2017年曾担任中国人民政治协商会议泉州市委员会委员。现为福建省工商业联合会（总商会）副会长和泉州市工商业联合会（总商会）副主席。
吴永华	52	执行董事、联席CEO	负责FILA品牌管理、集团国际业务及集团若干职能	2003年10月加入集团，于中国销售及营销方面拥有超过20年经验。
郑捷	54	执行董事	负责Amer Sports相关业务	2008年10月加入集团，Amer Sports CEO，于营销管理方面拥有超过20年经验，包括于国际运动服饰品牌中国业务部任职销售副总裁及总经理超过8年，拥有复旦大学管理科学学士学位。现为世界体育用品联合会（WFSGI）的联合主席。
毕明伟	50	执行董事、首席财务官	集团的财务管理及若干中后台职能	2007年5月加入本集团，于财务管理及运动服饰行业拥有超过20年经验，拥有中国对外经济贸易大学会计学学士学位，为中国注册会计师协会非执业会员。
姚建华	62	独立非执行董事	监督管理层、参与制定公司业务及事务上的方向等	2018年6月加入董事会，于1983年取得香港理工学院（现称香港理工大学）会计专业文凭，拥有英国华威大学工商管理硕士学位，为特许公认会计师公会、香港会计师公会和英格兰及威尔斯特许会计师公会资深会员。于1994年成为毕马威合伙人，现为保险业监管局主席兼非执行董事、外汇基金咨询委员会委员等。
赖显荣	66	独立非执行董事	监督管理层、参与制定公司业务及事务上的方向等	2020年11月加入董事会，毕业于香港大学并拥有法律学士学位，为香港、英格兰及威尔斯与澳洲维多利亚州认可律师。现为香港律师兼国际公证人事务所胡百全律师事务所的合伙人兼联席主席，于法律界执业超过40年。
王佳茜	44	独立非执行董事	监督管理层、参与制定公司业务及事务上的方向等	2021年7月加入董事会，拥有中国南京大学英语语言文学专业学士学位及中国北京大学金融专业硕士学位，于零售及消费品战略及商业咨询方面拥有超过15年经验。
夏莲	44	独立非执行董事	监督管理层、参与制定公司业务及事务上的方向等	2022年7月加入董事会，拥有中国北京大学市场营销学士学位及欧洲工商管理学院（INSEAD）组织变革高管硕士，于工商管理及商业咨询方面拥有超过20年经验。
谢建聪	42	公司秘书	负责风险管理、内部监控及合规等工作	2007年加入集团，具有超过15年审计及财务管理经验，拥有香港理工大学会计学学士学位，为香港会计师公会会员。

注：截至2023年11月

# 1.4历史复盘：制造起家，品牌立身，多品牌体育集团走向世界



## 战略1.0 生产制造批发

安踏开始创立自己的品牌并抓住2000年悉尼奥运会的机会，开启体育明星+央视的模式，安踏品牌实现10亿元到100亿元的腾飞。

1991-1999年

国民对运动鞋的概念浅薄，全国很多城市都有批发市场，市场空间大，安踏实现50万元起家到10亿元的规模。

## 战略2.0 品牌批发

2000-2010年

## 战略3.0 转型品牌零售

2011-2015年

随着中国体育行业高速增长，同质化竞争越发严重，体育鞋服行业面临库存危机，从品牌批发转向品牌零售，是消费者升级的必然趋势。

聚焦体育用品市场，打造专业运动、时尚运动、户外运动多品牌矩阵，通过全渠道战略全面把握中国大众及高端市场零售渠道的各种机遇。

## 战略4.0 单聚焦、多品牌、全渠道

2016-2020

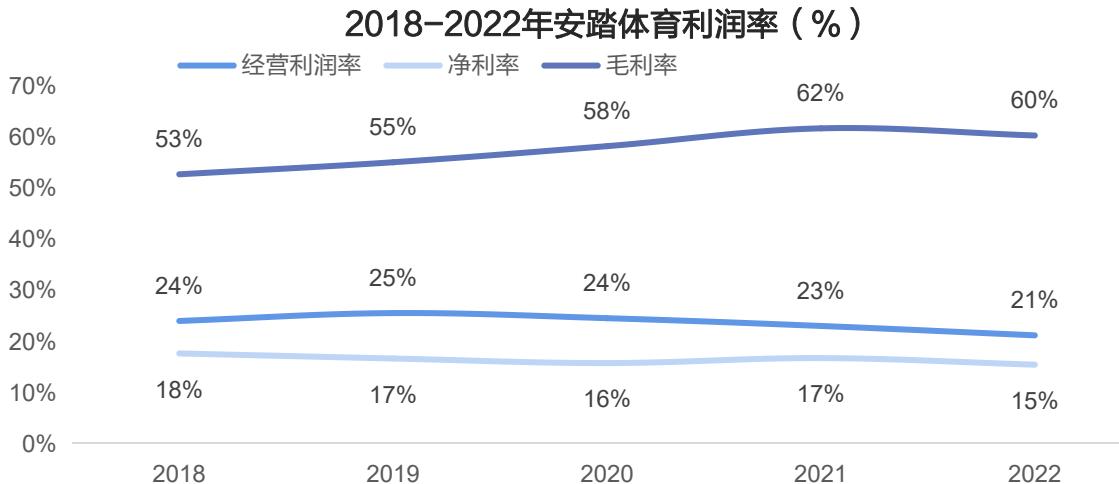
## 战略5.0 单聚焦、多品牌、全球化

2021-至今

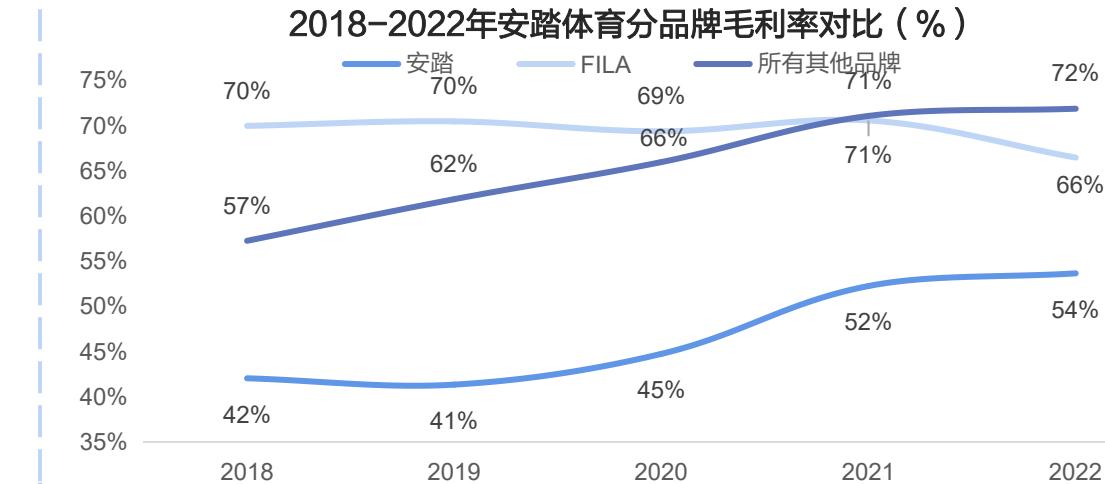
致力于让中国品牌走向世界，让国际品牌在中国市场深耕发展，从而实现市场地位、品牌布局、价值链布局和治理结构的全球化。

# 1.5 盈利能力：近年来FILA毛利率引领集团盈利能力增强，2022年向下调整

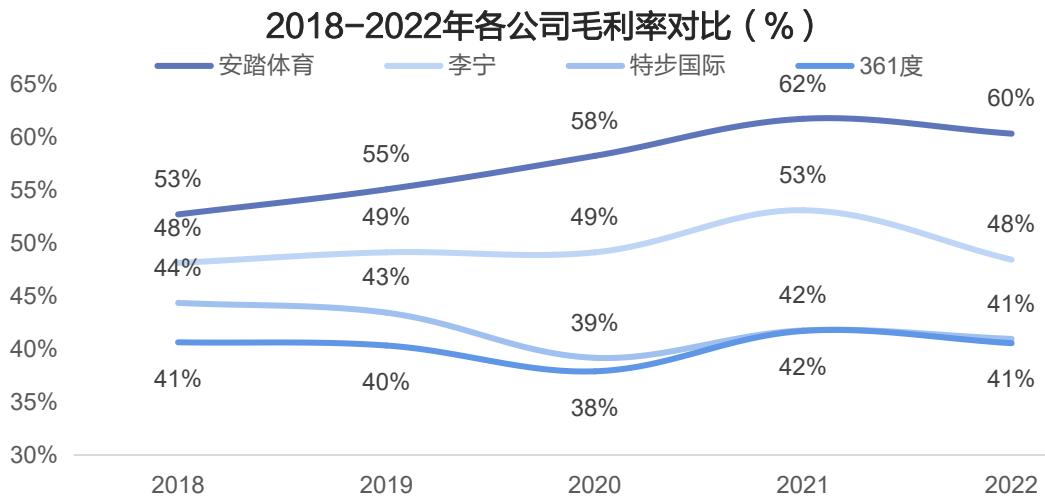
整体毛利率呈上升趋势，经营利润率和净利率维持稳定



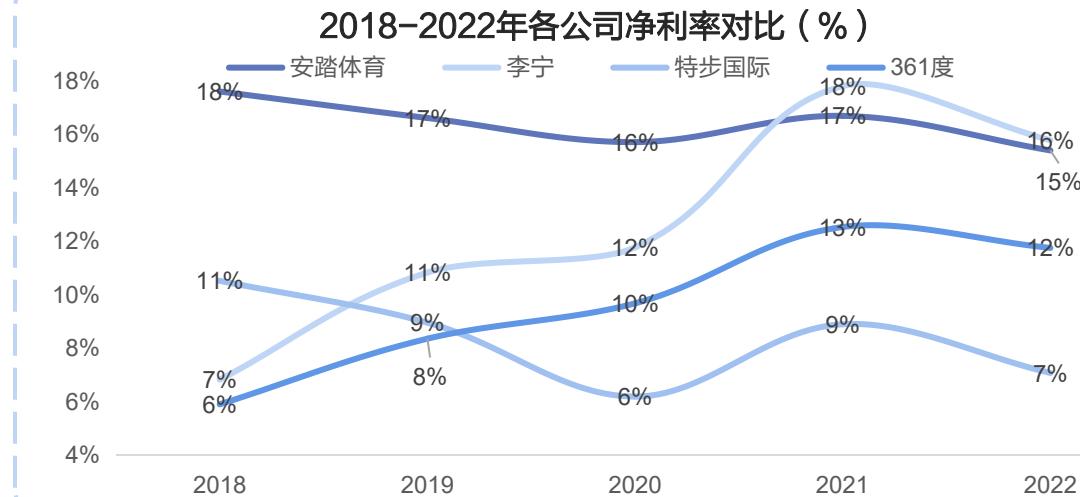
自主品牌安踏毛利率逐年增长，FILA毛利率保持在较高水平



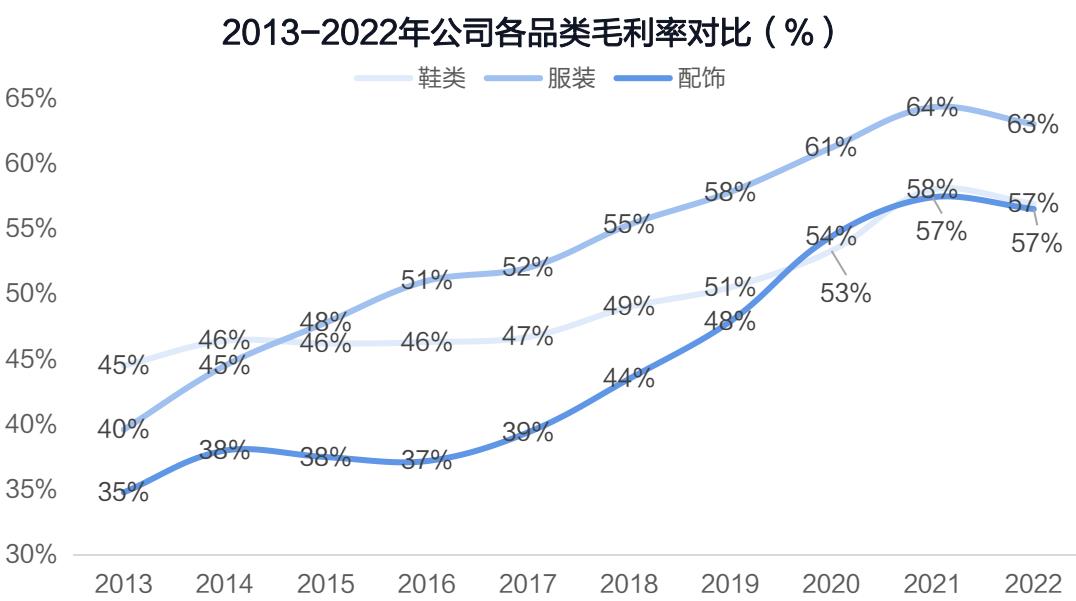
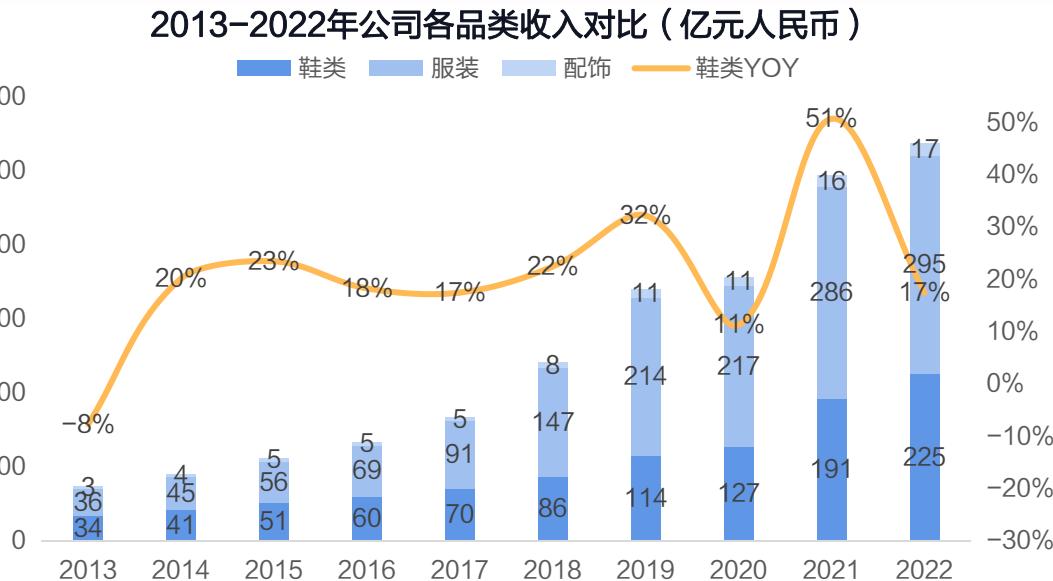
公司毛利率在2021年已超60%，处于行业领先水平



净利率维持在15%以上，属于行业前列



# 1.6.1 品类趋势：鞋类占比提高，产品矩阵深化



品类	主要产品	热卖单品名称	图例	月销量	均价(元)
鞋类	跑鞋	毒刺4		26386	399
		基础跑		18927	181
		城际		14439	219
		C37+		14109	359
鞋类	篮球鞋	水花4		3694	499
		见山2		2484	354
		KT7		1975	749
		KT7 LA		1737	799
鞋类	休闲鞋	吐司鞋		10418	439
		喵爪增高老爹鞋		5881	259
		复古小老爹		5759	229
		冰糖鞋		5411	369
服装	运动服	纯棉短T		15488	119
		速干T		12988	99
	运动裤	休闲卫裤		12208	148
		速干裤		8214	99
配饰	运动袜	训练袜		10466	61
	运动帽	棒球帽		3332	59
	运动鞋垫	篮球鞋垫		1465	49

注：月销量和价格数据来源于炼丹炉「安踏官方网店」2023年3月相关数据，统计时间为2023年4月7日。

## 1.6.2 跑鞋品类：性能比肩外资品牌顶尖跑鞋，性价比优势明显



跑鞋新品	中底科技	底料	重量(单只)	跟差	适用场景	能量反馈	吊牌价(元)
C37 3	C37/氮科技	EVA/橡胶/TPU	/	/	都市畅跑	78.4%	599
羚跑3	A-FLASHFOAM	EVA/橡胶/TPU	272g	10mm	进阶训练	73.3%	499
创3	氮科技	TPU/橡胶	/	/	进阶训练	82%	699
C100	氮科技	ZFTPU/橡胶/TPU	/	10mm	越野跑	79.9%	599
氢跑4	火星泡棉科技/氢科技4	EVA/橡胶/ETPU	185g	/	竞速训练	78.1%	499
马赫pro	氮科技	TPU/CPU/尼龙	228g	6mm	竞速训练	86.5%	799
C202 GT 2	氮科技	POE/CPU/碳纤	228g	6mm	专业马拉松	83.1%	999

### 国产品牌运动鞋科技

#### 安踏：氮科技

首创尼龙弹性体子坯发泡工艺，采用PEBA泡棉作为中底，在超临界发泡过程中注入氮气进行物理发泡，能更有效地提升回弹性、缓震性、耐用性和舒适性，能量回归率86.8%。

#### 李宁：䨻科技

原材料为热塑性弹性体PEBAX材料，通过超临界流体发泡工艺成型，相较于普通减震材料，能够大幅降低中底重量，显著提高回弹性能，具有较长使用期限，能量回归率80%。

#### 特步：动力巢科技

灵感来源于蜂巢，发泡材料从普通EVA逐步升级为ETPU和ETPSIU，在动力巢PB中进一步采用超临界发泡材料PEBA，能量回归率80%。

#### 匹克：态极科技

由应变率敏感型凝胶材料P4U和EVA复合发泡而成，根据不同运动状态，能够实现独特的自适应能力，态极5.0能量回归率提升至70%。

### 外资品牌运动鞋科技

#### 耐克：ZoomX

以PEBAX为原材料，通过超临界发泡工艺而成，具有轻量、高回弹、强缓震、低衰减的性能，能量回归率85%。

#### 阿迪达斯：Boost

采用发泡热塑性聚氨酯ETPU材料，将TPU的特性和泡沫的优势融为一体，使得整个中底具有出色的缓震性能，能量回归率70%。

注：截至2023年11月

注：截至2023年11月

品牌	专业竞速跑鞋	价格(元)	品牌	专业竞速跑鞋	价格(元)
耐克	ALPHAFLY 2	2299	李宁	飞电3 ULTRA	2299
阿迪达斯	ADIZERO	2099	特步	160X 3 PRO	1299
安踏	C202 GT Pro	1299	匹克	态极UP30 2	799

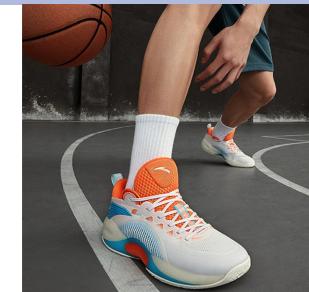
# 1.6.3 球鞋品类：产品功能多样化，专业化程度不断提升

突破型



狂潮4：鞋面科技由高强度纱线编制而成，形态随受力变化而变化，TPU支撑结构，变向过程提升鞋身侧向支撑，稳定性及整体包裹性。

速度型



GH3：创新性的HARNESS锁定系统，通过拉动鞋身两侧绑带固定双脚，增强鞋面包裹性，耐磨橡胶大底，增强防滑与抓地力。

水泥泡泡3：A-FLASHBUBBLE科技，每只43码鞋中底约有66万个泡泡气囊，抗压性能高于普通EVA材料10%，水泥克星大底，耐磨耗性能强。

全能型



KT8 LA：以克莱的船为设计灵感，3D模压可变鞋帮，全掌氮科技鞋垫、中底，加载SMART S.A.M科技，水波纹止滑大底，能量回归率82.6%。

ZUP1：兼容各类球员球风，满足不同位置打法，HARNESS LINE锁定系统，双层抗扭、双层氮科技，侧向TPU强力支撑，水波纹大底抓地力强劲。

力量型



神盾：更注重保护球员脚踝，采用高帮一体加厚织料密缝，加厚分区鞋舌，内置柔软海绵织物，紧密贴合脚踝，展翼状态可用鞋舌沟壑贴紧鞋帮。

霸道：侧面大面积TPU提高稳定性，全掌搭载A-FLASHEDGE轻量韧弹材质，水泥克星大底橡胶止滑耐磨，矩阵式加粗纹路设计提供强劲抓地反馈。

# 1.6.4 球鞋代言：持续签约顶级球星，强化品牌专业形象

安踏篮球品类历史签约球星



路易斯·斯科拉



史蒂夫·弗朗西斯



拉简·隆多



克莱·汤普森



凯文·鲁尼



凯里·欧文

2007年

2013年

2015年

2019年

2023年



孟克·巴特尔



凯文·加内特



钱德勒·帕森斯



戈登·海沃德



詹姆斯·怀斯曼



阿列克斯·卡鲁索



普雷舍斯·阿丘瓦



哈米杜·迪亚洛



伊托万·摩尔



马克斯·斯特鲁斯

# 1.7 技术革新：紧随行业技术趋势，重视产品性能优化



## A-WARM TECH炽热科技

通过采用石墨烯，聚热棉以及超级羽绒等高级材料，达到制服高效蓄热、快速升温、超强保暖的功效。

2023/24 德国ISPO TEXTRENDS全球精选奖

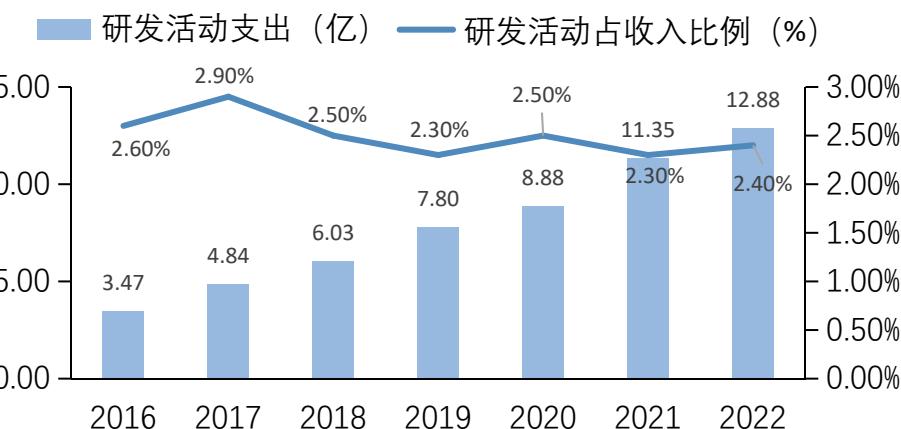


## A-CHILL TOUCH冰肤科技

在SORONA纤维中添加一定比例的超微粒玉石粉体，使纤维在保持良好纺丝性能的前提下，增加纤维的凉爽功能，令夏季的服装更具凉爽触感。

2023/24 德国ISPO TEXTRENDS全球前十大奖

2016-2022年公司研发活动支出（亿）及占比（%）



2009-2010年

A-JELLY弹力胶科技  
SUPER FLEXI易弯折功能  
AUTO-ARCH足中支撑稳定技术  
A-WEARABLE RB耐磨橡胶

2013-2014年

A-WEB呼吸网技术  
A-WEB呼吸网技术2.0  
A-LOOP能量环技术

2017年

A-FLASHFOAM闪能科技  
A-LIVEFOAM动态网科技  
A-SMART菱足科技  
A-WARM保暖科技2.0  
A-LIVEKNIT凌线科技  
A-LIVEZONE动态索科技

2020年

A-FLASHLITE氢科技2.0  
A-FLASHFOAM+++  
A-FLASHEDGE舒弹科技  
A-FLASH BUBBLE细胞元科技  
FLASHPLATE 3D仿生足型碳板  
SMART S.A.M科技

2022年

A-TRON缓震系统

2003-2008年

A-CORE芯技术  
A-CORE芯技术2.0

2011-2012年

A-Helmet趾头保护功能  
A-XFOAM动力泡棉  
A-SILO柔软柱  
A-STICKY RB止滑橡胶  
A-TWIST易扭转技术

2015-2016年

A-WEB呼吸网技术3.0  
A-STRATA双承科技  
A-FIT透足科技  
CONTROL-5WD五驱掌控科技  
A-RENO光科技  
A-GRIP户外灵爪科技

2018-2019年

SORONA科技  
A-RAIN PROOF防泼水3.0  
A-FLASHLITE氢科技

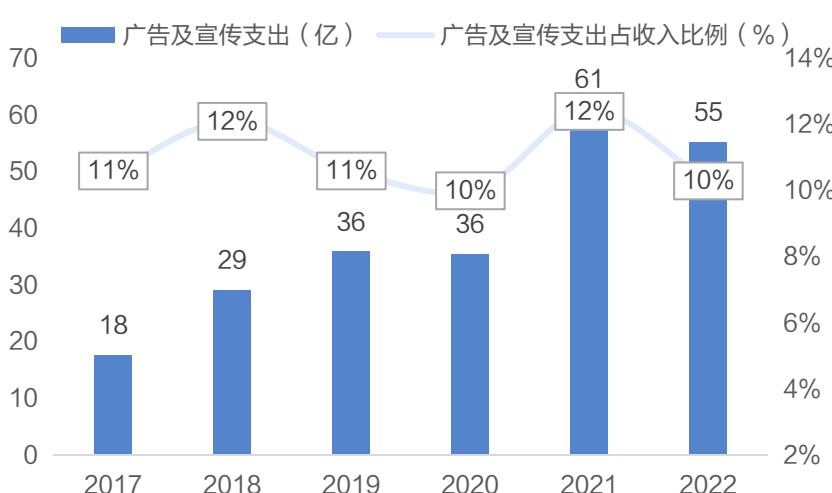
2021年

NITROEDGE氮科技  
MARS FORM火星泡棉科技  
A-GRIP PRO科技

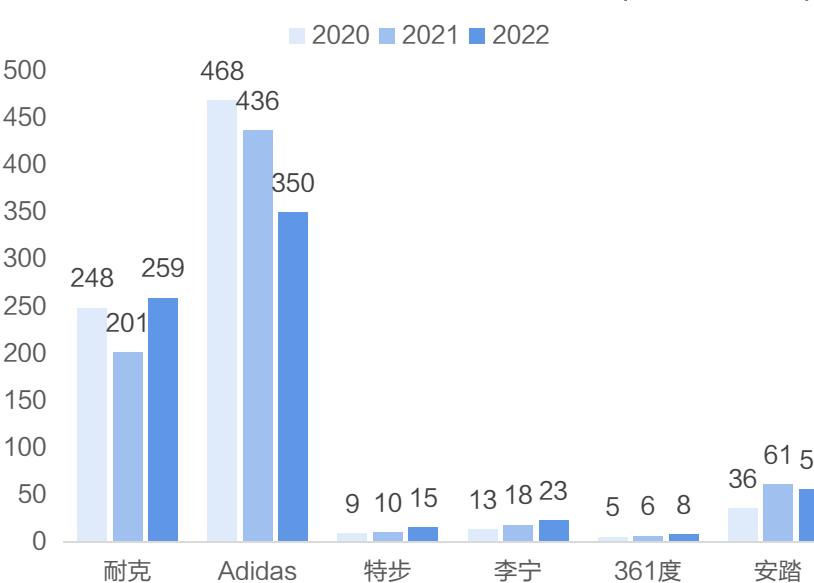
# 1.8 品牌重塑：代言人从专业体育运动形象到加入更多时尚形象代表



2017-2022年安踏体育广宣支出及占收入比例



2020-2022年头部运动品牌广宣支出对比 (亿元人民币)



时间	联名
2022	苏州博物馆联名系列、与著名设计师Robert Geller联名系列
2020	ANTA NASA A-CORE、雪碧联名款系列、致敬李白的安踏国潮系列、龙珠超系列、Jason Freeny X ANTA跑步系列、与国际知名球鞋设计师Salehe Bembury合作的安踏巢鞋款等
2019	NASA、漫威、龙珠超、OPENING CEREMONY和STASH等跨界联名产品、与可口可乐携手推出多款联名鞋款及服饰
2018	与NASA跨界合作推出SEED系列鞋款、联名KIKS推出限量版老爹鞋
2014	「安踏 - NBA」联名品牌系列

2010年及之前



2009年签约世界排名第一的女子网球选手伊莲娜·扬科维奇



2010年安踏体育于冬奥举行前与10名冰雪运动员签约成为代言人

2011-2018年



2011年签约奥运冠军郭晶晶为安踏女子训练代言人



2015年签约篮球专业运动员克莱·汤普森，汤普森至今仍为安踏代言人之一

2019年及之后新签约



2019年签约影视明星关晓彤



2020年签约世界自由式滑雪冠军谷爱凌

专业运动员

有时尚气质的运动员/有运动气质的流量明星

# 1.9 供应链改革：服装生产尽量外包，鞋类保持一定自产

- 安踏供应链：垂直一体化
- 产品的品牌设计、部分生产制造、营销售后等均由企业自身完成



## 数字化

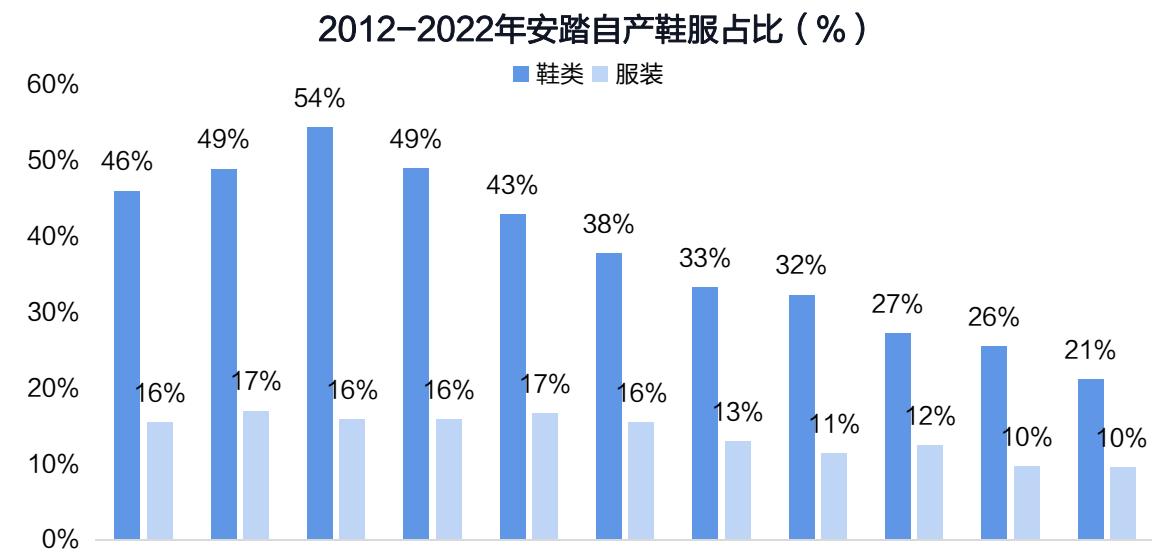
- **会员价值：**基于消费者体验，通过数字化更好地洞察消费者需求和服务消费者
- **商品智能化：**以消费者数据驱动商品运营，提升商品效率
- **官网升级：**透过官网提升品牌形象，提升会员体验，线上线下全渠道打通
- **供应链数字化平台：**通过物联网、数字化、智能化建设，实现从供应商、品牌、分销商、零售门店和消费者的全价值链数据互通，将供应链业务与数据深度融合，构建以大数据决策模式

## 全渠道商品整合

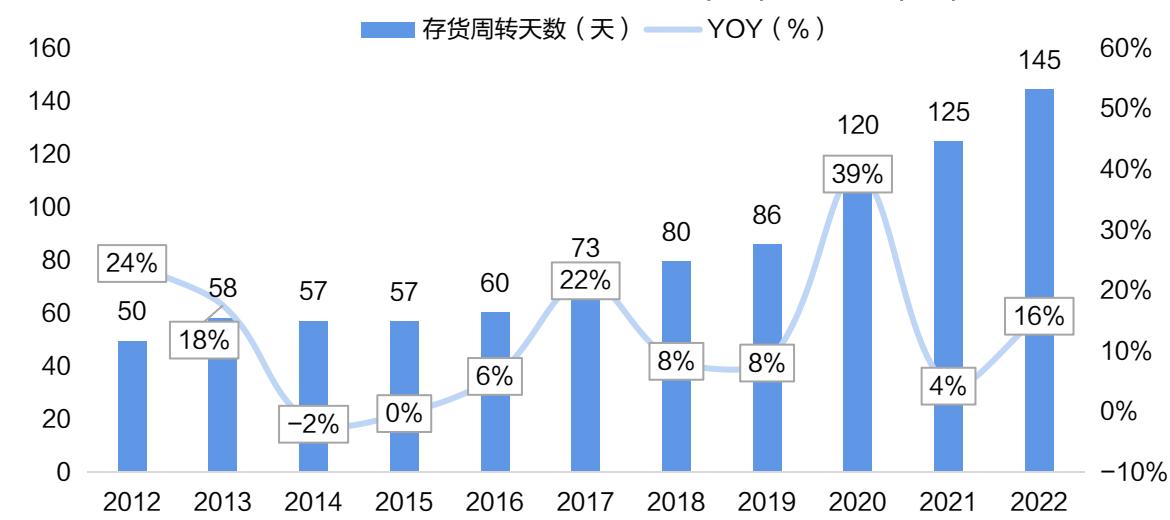
- **精细化运营：**分级分渠道组货机制，明确各渠道不同产品的比例
- **线上线下互通：**各品牌发挥全渠道直营优势，强化线上线下互通能力，促成各业务部门的融合，打通线上线下全场景，整合官网及小程序
- **全渠道建设：**透过“全员零售”、“直播+电商”等营销模式，利用社交渠道的客户流量，促进网络销售

## 柔性供应链

- **供应链管理：**通过打造数字化平台、技术创新与材料突破，实现产品研发、生产提速和赋能各品牌发展，以降低成本、退货率以及提升整体效率，灵活地处理补单并保持成本优势，进一步优化生产流程和配送效率
- **供应商：**严格筛选合作伙伴，重塑供应商结构，提升核心供应商占比；引入和储备高端科技材料供货商和高端生产商，在材料质量升级的同时保持性价比
- **生产外包：**策略性地将内部生产和外包生产互相结合，更快速地回应市场环境和消费者喜好变化



## 2012-2022年公司存货周转天数（天）与增速（%）

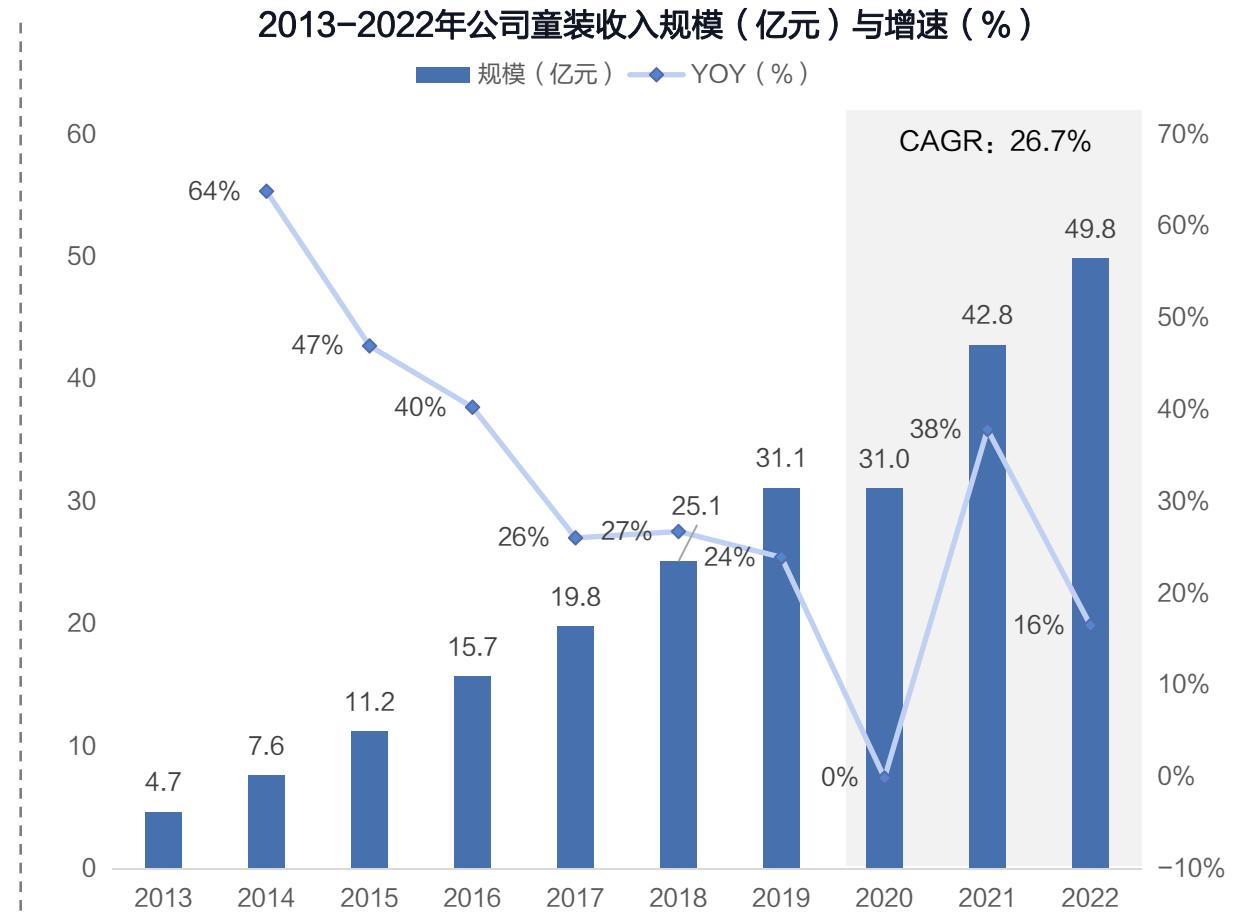


# 1.10.1 安踏儿童：主要产品矩阵逐步完善，营业收入实现较快增长

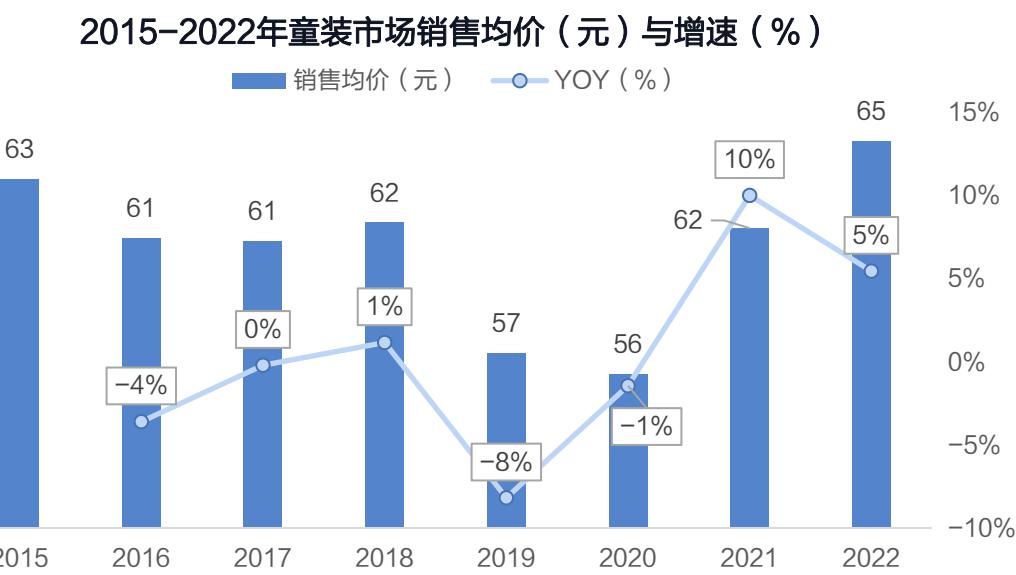
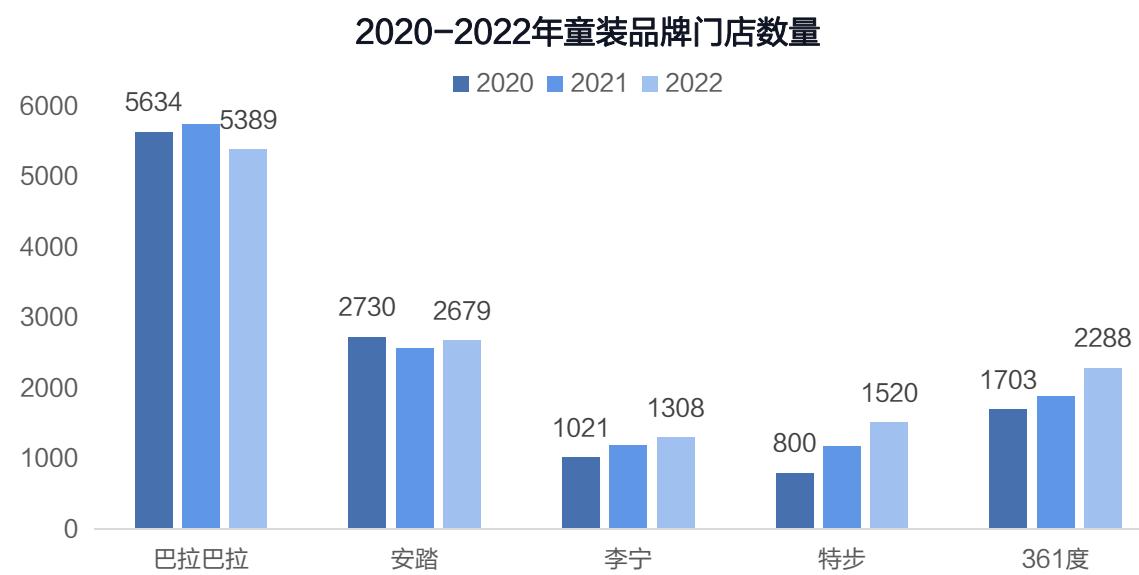
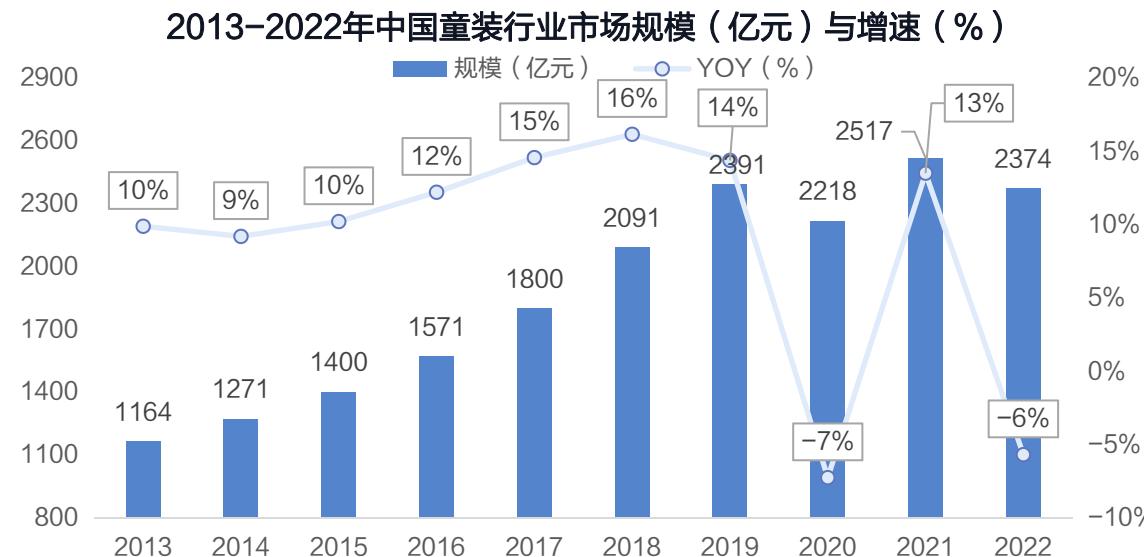
- 安踏儿童(ANTA KIDS)品牌始创于2008年，定位为儿童专业运动品牌。致力于为1至14岁的儿童提供高质量、专业且科技驱动的运动装备，全面满足专业比赛、训练、体育课、户外运动、跑步、篮球等运动场景的穿着需求，专注于具高增长潜力的中国儿童体育用品市场。
- 作为最早进入儿童领域的运动品牌，安踏儿童具有独特的「先行者优势」及一直倡导的品牌理念「顽出成长」。

主要产品	分类	价格(元)	图例		
跑鞋	入门级别	179-419	蓄力胶囊5	能量环8	星轨2
	进阶级别	179-549	逐月	追风5	赤焰3
	专业级别	399-1499	骇浪GT	骇浪FT	D7
篮球鞋	射手型球员	199-549	青狂2	异形2	御空
	突破型球员	199-899	KT8	逆鳞2	狂潮3

注：表中价格数据来源于淘宝网「anta安踏童装旗舰店」，统计时间为2023年4月7日。



# 1.10.2 童装市场：市场规模扩大，行业集中度提升



# 1.10.3 安踏儿童产品力：科技人文设计赋能产品，多细节提升产品体验



## 奥运经典 × 运动科技

「运动机能风」结合奥运灵感和最新科技设计推出三大系列：

**顽家源系列**：与潮牌Opening Ceremony的合作设计，选用了奥运经典图腾如象征和平的橄榄枝、开幕式火炬，以及中国奥运记忆“1984”。

**顽家能系列**：以奥运火炬为灵感，并加入光纤、OLED等充斥着未来科技元素的概念让童装融合现实与未来，展现孩子对于未来的无限想象力。

**顽家耀系列**：以中国国家队奥运领奖服和赛场服为灵感，从儿童视角出发，以廓形、叠穿、不对称等方式趣味解构设计元素，将儿童天性、运动潮流以及奥运赛场荣耀感相融合，打造少年顽家的专属装备。



源系列

能系列

耀系列

## 传统文化 × 现代潮流



「千里江山图」系列

设计灵感源于《千里江山图》，将传统绢本画的自然色彩与现代服饰融合，以千里江山为蓝本，色彩层次分明，传统韵味隐藏其中，打造现代古风潮童。

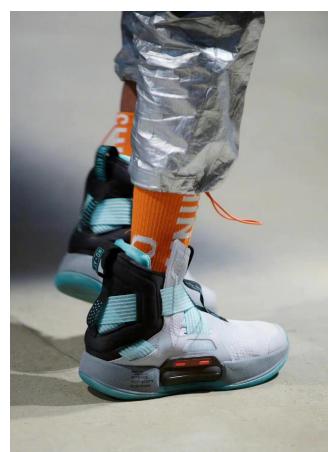


异形1「风生水起」



「兔跃千山」系列

以玉兔神话故事为设计灵感，将古代神话故事与中国航天的故事结合。



X进化 潮流机能鞋

## 科技感 × 未来感

「X进化」：搭载A-SMART FIIIX智能韧带系统，该系统源自A-FIIIX人工韧带的一次科技升级，是与智能芯片机组结合而生的未来科技产物。双脚嵌入鞋内，后跟的压力感应会启动智能芯片机组，发动机带动智能韧带自动抱紧，达到舒适和包裹的平衡。

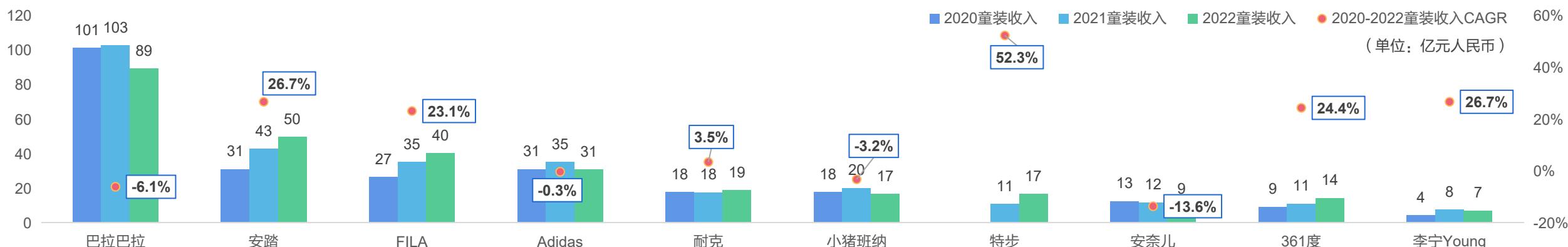


与中国天眼联名鞋款

# 1.10.4 同业对比：聚焦儿童专业运动赛道，收入领先头部国际品牌



品牌名称	品牌介绍	细分市场	旗下产品	均价(元)
巴拉巴拉	时尚大众童装品牌，于2002年创建，主打休闲/时尚/运动/健康的都市化风格，为中国童装行业第一龙头。	时尚/大众	奶茶系列、山野系列、高弹科技系列、绘本系列、迪士尼联名系列、奥特曼联名系列等	115
安踏儿童	于2008年推出的儿童体育用品品牌，同时是第一家进军该市场的中国体育用品品牌，店铺主要位于中国的二线及三线城市。	专业运动/大众	UFO系列、追风系列、热返科技系列、漫威联名系列、冰雪奇缘联名系列等	179
FILA KIDS	于2015年推出，高档儿童时尚服饰品牌。	时尚/高端	PePe Shimada联名系列、MSGM联名系列、环保胶囊系列等	436
Adidas Kids	成立于1949年，高档童装品牌，具有运动/休闲/自然/时尚的风格。	时尚/高端	GRAND COURT系列、BREAKNET系列、乐高联名系列等	295
耐克Kids	成立于1972年，高档童装品牌，为儿童提供品质优秀、功能突出的个性化专业运动、休闲产品。	专业运动/高端	AIR MAX系列、AIR FORCE系列、Dynamo系列等	312
小猪班纳	始创于1995年，采用北欧原生态设计，追求童装的健康、舒适和自然的特色，主要提供中大童流行服饰。	时尚/大众	阿童木联名系列、梦想家系列、爱宠系列等	112
特步儿童	于2012年推出，中高档的商品定位，三、四线城市的价格定位，主要提供儿童运动用品。	专业运动/大众	氢风系列、减震旋系列、中国系列、少林联名功夫系列等	101
安奈儿	始创于1996年，国内童装行业第一家上市公司，主要提供中高档休闲童装。	时尚/中高端	CUL联名系列、QEE联名系列、国风系列等	174
361度	361度童装于2009年创立，是国内较早进入童装市场的体育用品品牌之一，品牌风格兼具运动休闲与时尚潮流。	专业运动/大众	敦煌系列、米菲系列、风透系列、闪速系列等	117
李宁Young	创立于2018年，由2010年推出的李宁KIDS升级而来，聚焦儿童及青少年运动市场，是一家专业运动童装品牌。	专业运动/大众	全城系列、驭帅系列、超轻系列、音速系列、先锋灵TEAM系列、先锋灵PRIMARY系列等	162



资料来源：各公司公告/官网，淘宝网，久谦中台，西部资讯网，品牌服装网，童装加盟网，中国经济网，采购网，企业管理杂志公众号，  
Euromonitor, 同花顺ifind, 国海证券研究所（均价统计时间为2023年4月7日）  
请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

## 二、行业+国货双 $\beta$ ：黄金赛道战略必选

## 二、行业+国货双β：黄金赛道战略必选

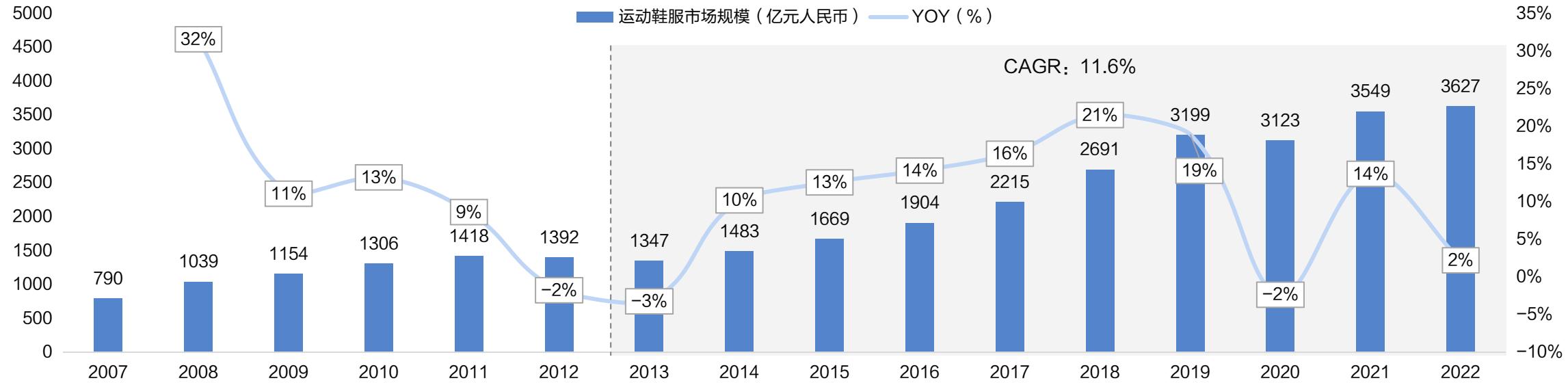


- 2.1 市场空间：2013–2022年中国运动鞋服市场规模CAGR为11.6%
- 2.2 相关政策：国家政策出台释放红利，激发体育产业增长动力
- 2.3.1 运动鞋服市场一量：体育锻炼人数逐年增长，体育产业总规模超3万亿
- 2.3.2 运动鞋服市场一价：人均消费水平整体提升，市场均价提升明显
- 2.4 市场格局：外资节节败退，国货长驱直入
- 2.5.1 渠道变化：零售终端网点精简，开大店关小店成为共识
- 2.5.2 渠道变革：安踏从店效优化走入DTC转型新时代
- 2.5.3 渠道分布：线上普遍占比三分之一，直营取代批发
- 2.6 直营魅力：国际龙头战略布局DTC，把握消费人群变化

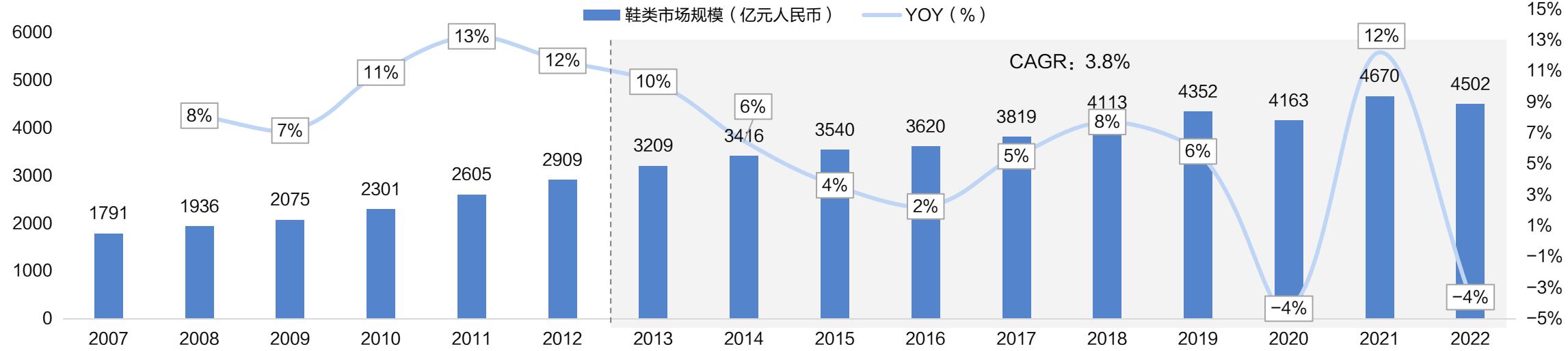
# 2.1 市场空间：2013-2022年中国运动鞋服市场规模CAGR为11.6%



2007-2022年中国运动鞋服市场规模（亿元）与增速（%）



2007-2022年中国鞋类市场规模（亿元）与增速（%）



## 2.2相关政策：国家政策出台释放红利，激发体育产业增长动力

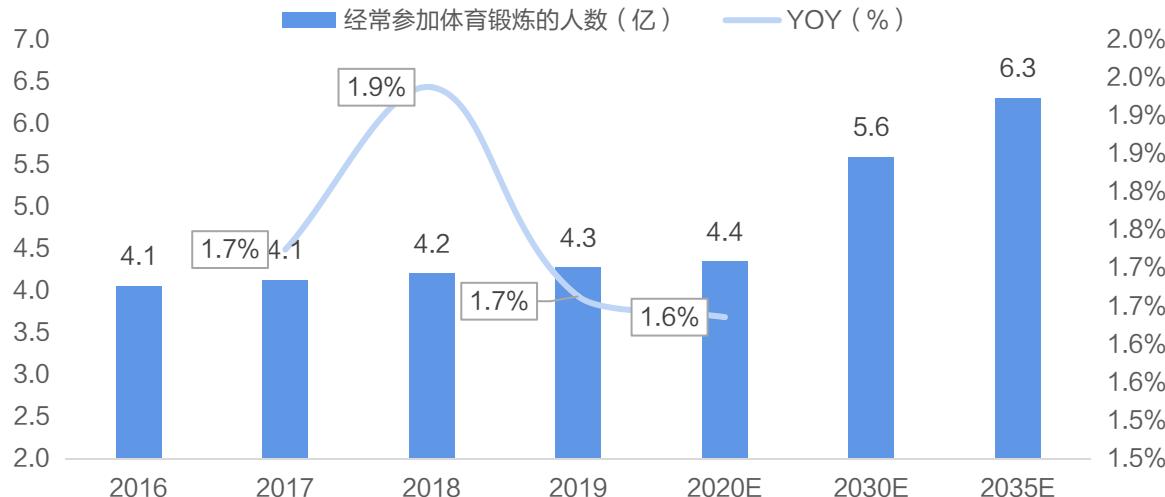


政策	发布时间	政策目标
国务院《关于加快发展体育产业，促进体育消费的若干意见》	2014.10	中国计划到2025年，建立门类齐全的体育产业，提供完善的体育机制，同时合理分配体育资源。到2025年，中国体育产业的市场规模有望超过人民币5万亿元。
国家体育总局《体育产业发展“十三五”规划》	2016.7	中国计划到2020年，体育产业的市场规模增至人民币3万亿元，从业人员总数超过600万人。此外，到2020年，人均体育场地面积有望超过1.8平方米，中国的人均体育消费额占人均居民可支配收入比例超过2.5%。
《国务院办公厅关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	2016.10	中国健身休闲产业是体育产业的重要子行业，到2025年，其市场规模有望超过人民币3万亿元。
国务院办公厅印发《关于以2022年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》	2019.3	深入实施冰雪运动“南展西扩东进”战略，推动冰雪运动向四季拓展，努力实现带动3亿人参与冰雪运动的目标。
《健康中国行动（2019—2030年）》	2019.7	“全民健身行动”提出了到2022年和2030年，城乡居民达到《国民体质测定标准》合格以上的人数比例分别不低于90.86%和92.17%；经常参加体育锻炼人数比例达到37%及以上和40%及以上；人均体育场地面积分别达到1.9平方米及以上和2.3平方米及以上；每千人拥有社会体育指导员不少于1.9名和2.3名；农村行政村体育设施覆盖率基本实现全覆盖和覆盖率100%等目标。
国务院办公厅《关于印发体育强国建设纲要的通知》	2019.9	到2035年，全民健身更亲民、更便利、更普及，经常参加体育锻炼人数比例达到45%以上，人均体育场地面积达到2.5平方米，城乡居民达到《国民体质测定标准》合格以上的人数比例超过92%
国务院办公厅《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》	2019.9	力争到2022年，体育服务业增加值占体育产业增加值的比重达到60%。 力争到2022年，冰雪产业总规模超过8000亿元，推动实现“三亿人参与冰雪运动”目标。
国务院办公厅《关于加强全民健身场地设施建设发展群众体育的意见》	2020.10	“十四五”期间，在全国新建或改扩建1000个左右体育公园，打造全民健身新载体。
国务院印发《全民健身计划（2021—2025年）》	2021.7	到2025年，经常参加体育锻炼人数比例达到38.5%，县（市、区）、乡镇（街道）、行政村（社区）三级公共健身设施和社区15分钟健身圈实现全覆盖，每千人拥有社会体育指导员2.16名，带动全国体育产业总规模达到5万亿元。
国家体育总局印发《“十四五”体育发展规划》	2021.10	到2025年，人均体育场地面积达到2.6平方米，经常参加体育锻炼人数比例达到38.5%，每千人拥有社会体育指导员2.16名。体育产业总规模达到5万亿元，增加值占国内生产总值比重达到2%，居民体育消费总规模超过2.8万亿元，从业人员超过800万人。
中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》	2022.4	到2035年，经常参加体育锻炼人数比例达到45%以上，体育健身和运动休闲成为普遍生活方式。
《户外运动产业发展规划(2022—2025年)》	2022.11	到2025年，户外运动产业总规模超过3万亿元。 到2035年，户外运动产业规模更大、质量更优、动力更强、活力更足、发展更安全。

## 2.3.1 运动鞋服市场一量：体育锻炼人数逐年增长，体育产业总规模超3万亿

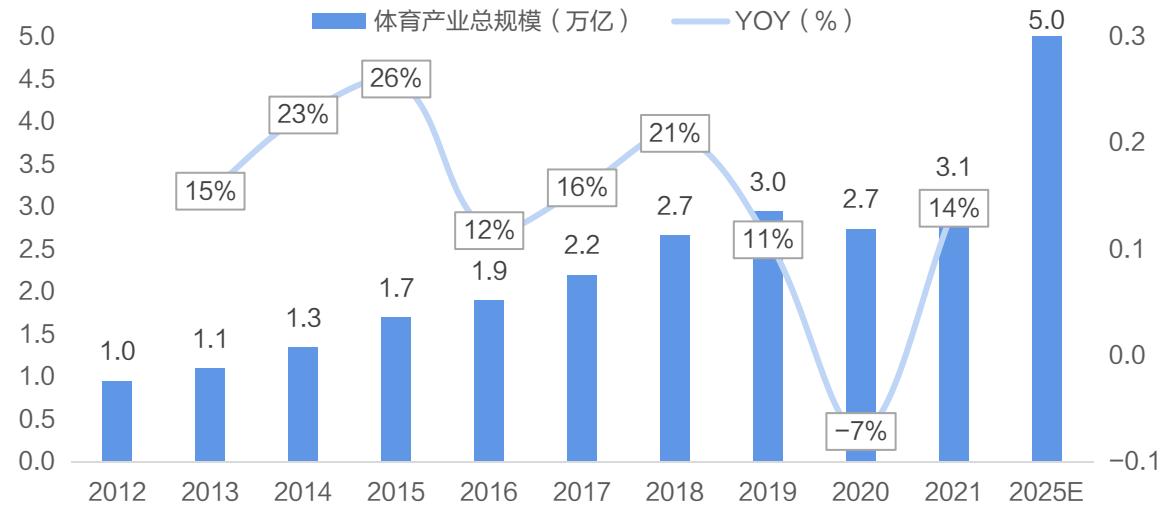
国海证券  
SEALAND SECURITIES

2016-2035年中国常参加体育锻炼人数及预测

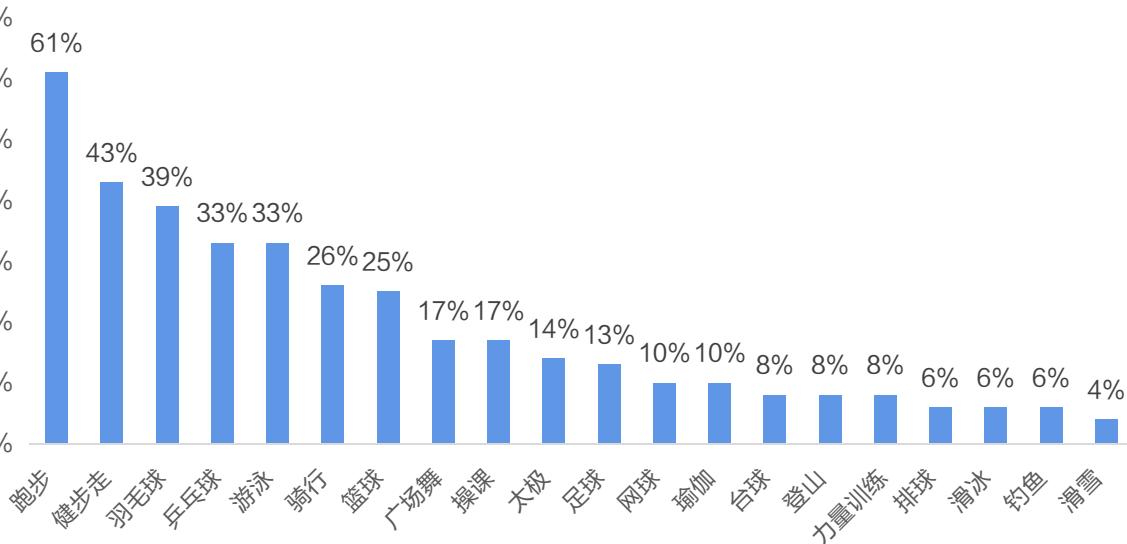


注：将每周锻炼三次以上，每次时间持续30分钟及以上，运动强度达到中等及以上人口称为经常锻炼人口。

2012-2025年中国体育产业总规模及预测



2022年中国大众健身运动项目参与度对比



- **2016以来中国经常锻炼人数维持在4亿以上：**中国经常参加体育锻炼人口由2016年4.1亿增加到2019年的4.3亿，逐年增长，增速在1.7%-1.9%左右，据国家体育总局，在2020年该类人口比例已达37.2%。
- **预计2035年中国经常锻炼人数超6亿：**据Mob研究院预测2030年中国经常参加体育锻炼人口保持稳定增长，有望达到5.6亿，根据国家体育总局预测，2035年该类人口将有望突破6亿人，达到6.3亿。
- **跑步是大众参与度最高的运动项目之一：**人民数据研究院《2022年大众健身行为与消费研究报告》显示，跑步是参与度最高的运动类型，占比达到61%。
- **预计2025年中国体育产业总规模达到5万亿元：**2012-2021年中国体育产业总规模CAGR为14%，根据国家“十四五”体育发展规划，体育产业总规模于2025年有望达到5万亿元。

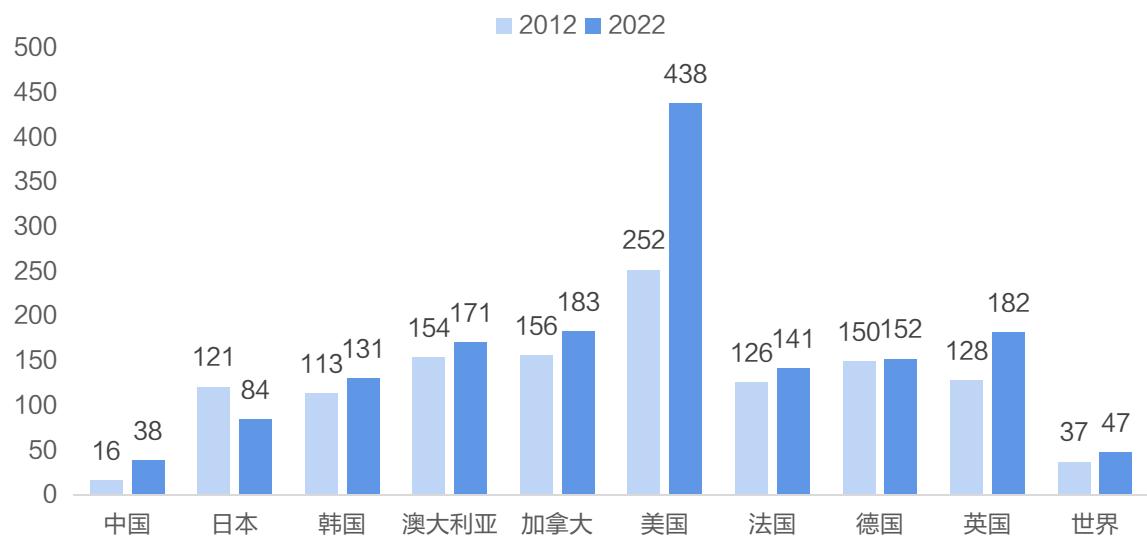
## 2.3.2运动鞋服市场一价：人均消费水平整体提升，市场均价提升明显



2015-2022年行业运动鞋与运动服/休闲服装平均销售价格 (元)

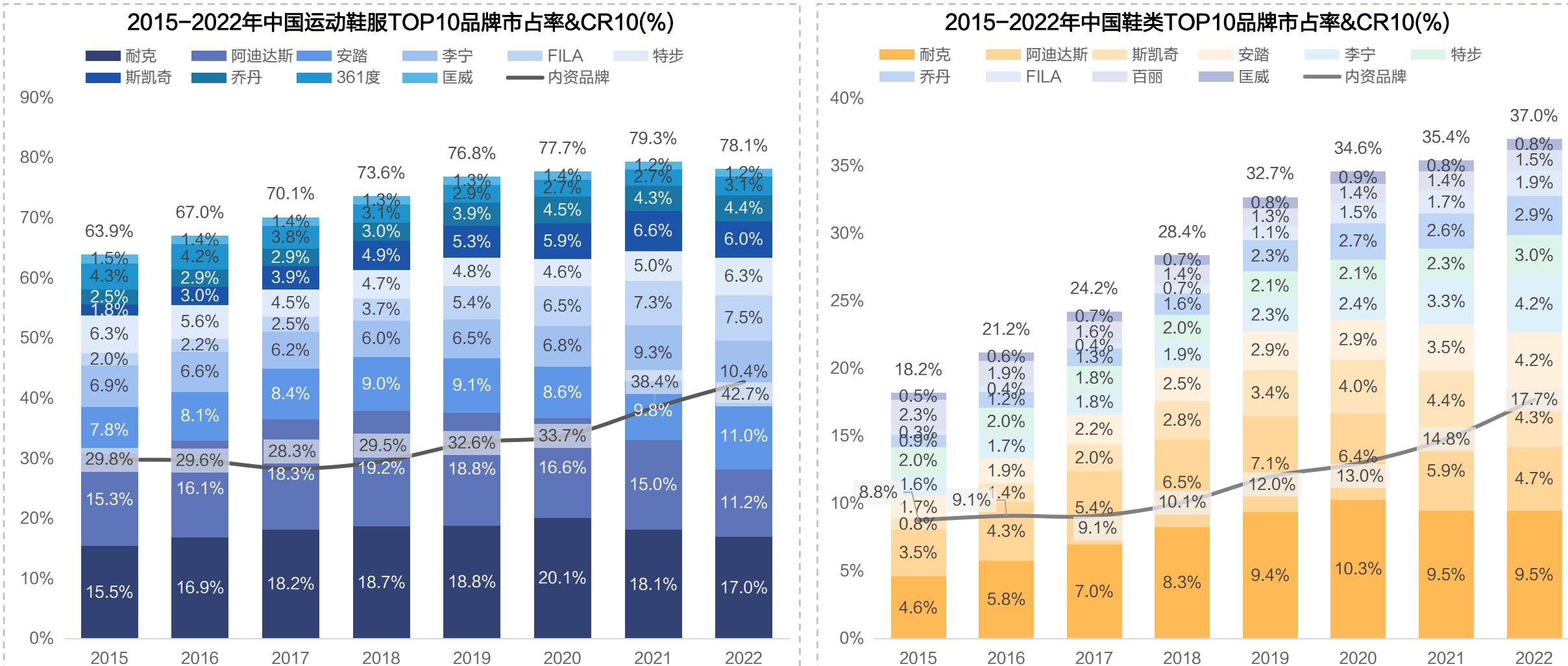


2012年和2022年世界主要国家人均运动鞋服消费水平对比 (美元)



- 居民人均可支配收入和消费支出整体增长：**2012-2022年，中国居民人均可支配收入CAGR为8.4%，人均消费支出CAGR为7.4%。
- 中国运动鞋服市场均价提升明显：**2015-2022年中国运动鞋和运动服/休闲服装市场均价的CAGR分别为4.4%和2.2%。
- 世界人均运动鞋服消费水平普遍提升：**除日本外，世界主要国家人均运动鞋服消费水平均有不同程度的增长，其中中国增长最为迅速，2022年较2010年增长高达164%，同期增长较快的美国、韩国和英国的增速分别为95%、62%和56%。
- 中国人均运动鞋服消费水平存在较大增长空间：**2022年人均运动鞋服消费水平为38.3美元，略低于世界平均水平47.2美元，大幅低于美国和英国等发达国家。

## 2.4 市场格局：外资节节败退，国货长驱直入

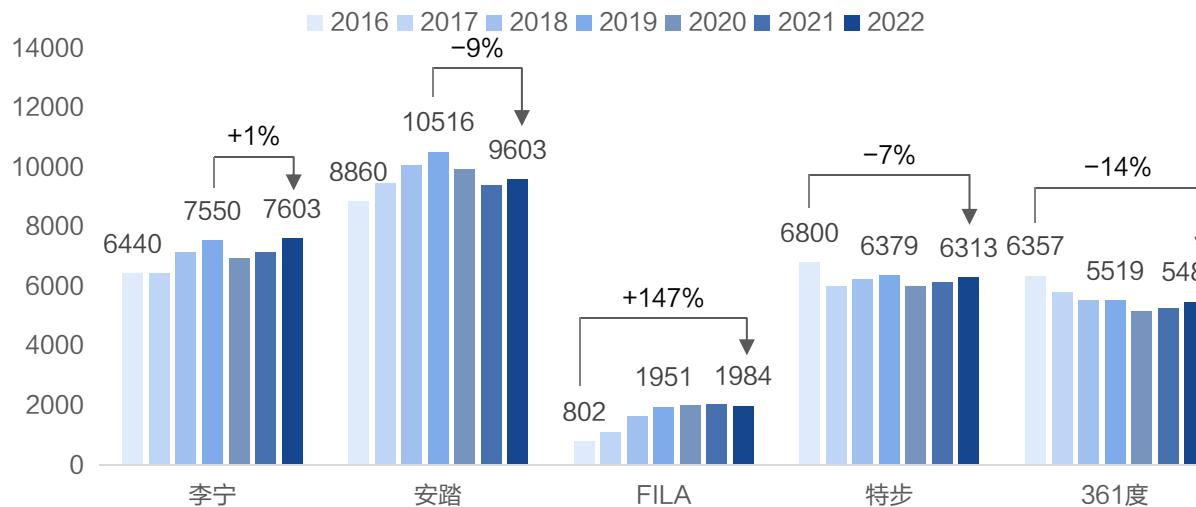


内资品牌在中国运动鞋服市场的占有率稳步提升：2015-2022年内资品牌所占份额由30%上升至43%；2021-2022年该份额的提升更为显著，同比增长均在4pct以上。

中国鞋类市场集中度持续提高，内资品牌市占率逐年攀升：2022年鞋类市场CR10达到37%，与2015年相比提升幅度在一倍以上；内资品牌所占份额同样实现了超一倍的增长，数值已接近18%。

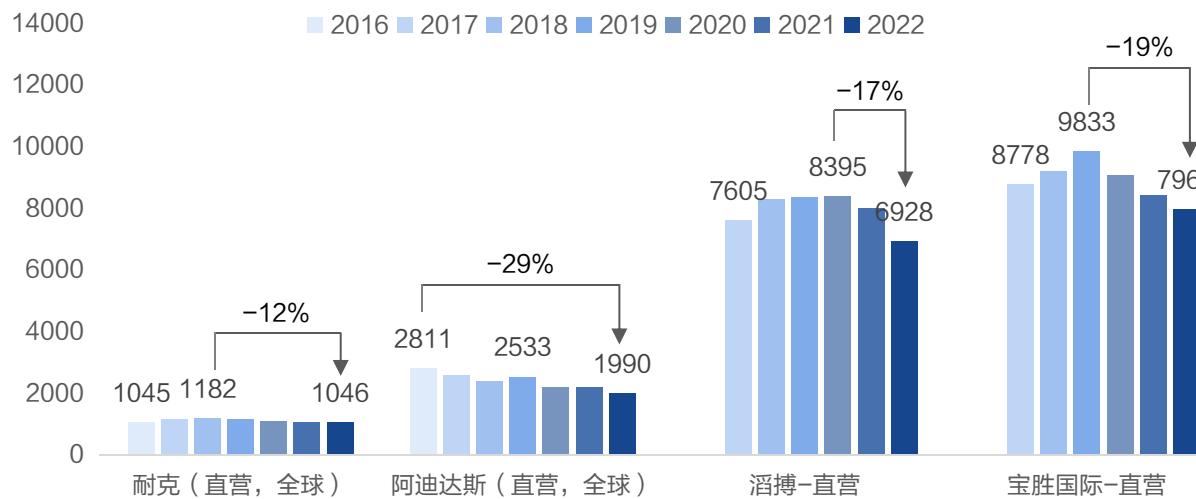
## 2.5.1 渠道变化：零售终端网点精简，开大店关小店成为共识

2016-2022年运动鞋服头部内资品牌商线下渠道数量（家）



运动鞋服头部品牌商/大型经销商门店变化：大店占比均明显提升

2016-2022年运动鞋服头部国际品牌及其国内大型经销商渠道数量（家）



### 李宁

- 平均面积  
由2015年的110m<sup>2</sup>增长至2022年的230m<sup>2</sup>
- 大店  
2022年超1600家，平均面积超410m<sup>2</sup>

### 安踏

- 2013年提出开大店关小店以提升整体店效
- 2019年2000m<sup>2</sup>的上海安踏第九代店铺对外亮相

### FILA

- 平均面积  
由2019年的200m<sup>2</sup>增长至2021年的265m<sup>2</sup>

### 特步

- 平均面积  
由2019年的110m<sup>2</sup>增至2021年的200m<sup>2</sup>
- 九代店  
2022年达到2878家，占比为45%

### 361度

- 平均面积  
由2019年的111m<sup>2</sup>增至2022年的129m<sup>2</sup>
- 九代店  
2022年达到2664家，占比为49%

### 耐克

- 直营店  
2022年达到1046家
- 直营店面积  
2018年耐克在上海推出中国第一家直营店，面积达3822m<sup>2</sup>

### 阿迪达斯

- 直营店  
2022年达到1990家
- 直营店面积  
2022年阿迪达斯在北京三里屯升级的全球旗舰店面积超4000m<sup>2</sup>

### 滔搏

- 超过300m<sup>2</sup>的店铺  
占比由2019年的5%增长至2022年的15%

### 宝胜国际

- 2019年开始推出全新大型概念店铺
- 超过300m<sup>2</sup>的店铺  
占比由2019年的9%增长至2022年的17%

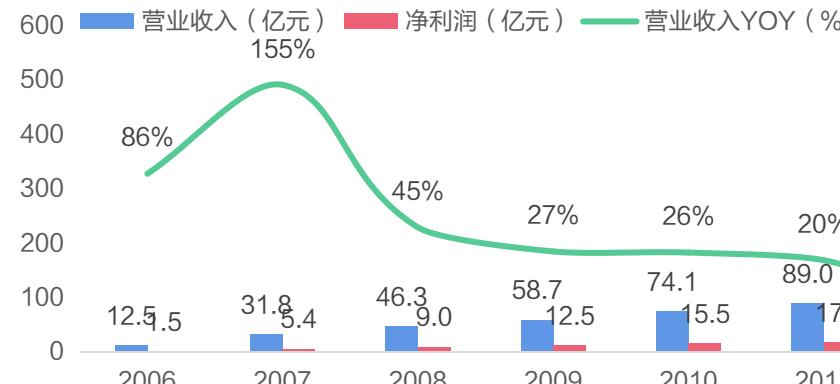
## 2.5.2 渠道变革：安踏从店效优化走入DTC转型新时代



2008-2011

统一标准；紧密监控

- 2008：**设立3个地区管理中心和6个营运分部以构建可监控庞大分销和零售网络的平台。发布「地区性管理标准手册」，统一营运程序、顾客服务要求和培训准则。对分销商采取分级管理制，给予分销商不同的出厂价优惠。严格审批分销商开设新安踏店，并要求分销商依照本集团的品牌形象及陈列规格装修安踏店。47个分销商和43%的销售网点系统已和集团的ERP联网。优化安踏店，鼓励分销商开设大店。
- 2009：**开设旗舰店，安踏旗舰店数目增至12家。鼓励分销商及加盟商积极开设新店-改造店铺，2009年底约78%的安踏店(2008年:53%)已提升至第五代安踏店的标准。继续优化「地区性管理标准手册」以及多个实用指南。加强对分销商及终端网点的监察。在季度订货会中提供指引及数据分析以确保分销商及加盟商的订单更加准确。
- 2010：**继续加强店铺改造，2010年底约85%的安踏店提升至第五代安踏店标准。一线城市开设的安踏旗舰店达到13家。通过实时ERP系统及每周报告，评估各地区的零售表现从而及时发现问题。筹办多次全国性培训，以增强并统一各地区的销售技巧、产品及陈列知识，并协助其提高存货管理的能力。
- 2011：**透过ERP系统、每周报告及实地视察，紧密监控零售层面的销售及存货表现。推出第六代门店。



2012-2014

稳库存；提店效

- 2012：**相较于店数增长，更注重店效提升。策略性整合位置欠佳或租约到期的店铺，并合并运动生活系列店铺于专业体育用品系列店铺中。
- 2013：**以单店为基础提供精准的订货指引，以稳定店内库存水平。鼓励零售商灵活补单，以降低库存风险，同时把握市场机会。管理清货渠道(包括工厂店、折扣店和电子商务平台等)，让分销商舒缓库存压力。继续鼓励零售商升级店铺，与第七代店铺形象保持一致。
- 2014：**对拓展销售网络保持谨慎，致力提升我们零售商的店效和盈利能力。进一步优化视觉陈列营销，让主推的产品成为焦点。

2015-2017

规范店铺形象；渠道拓展

- 2015：**整合较小和效益较低的店铺，开设第七代店铺，以提升整体店效。于全国性分销网络建立一致店铺形象，规范产品陈列设备和店内宣传物品。继续鼓励零售商升级店铺装潢，与第七代店铺形象保持一致。
- 2016：**优化零售管理的能力，按不同品牌的消费者特点，于街铺、商场、百货公司、奥特莱斯和电子商务等主要零售渠道出售产品。积极在大型商场和百货公司进行渠道拓展，进一步完善零售渠道建设。
- 2017：**允许一些优秀的线下分销商在线上售卖安踏产品。

2018-至今

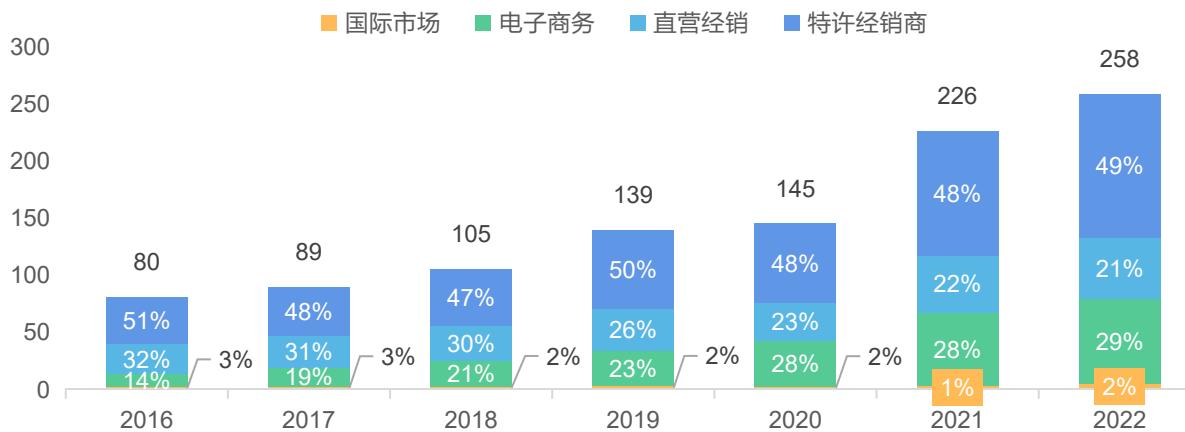
信息化；建设物流中心；DTC模式转型

- 2018：**要求店铺均使用电子系统，以达到资源优化配置。针对分销商的表现向其提供培训及营运指导。物流中心于年中开始运营，预计当中心最终达到其成熟期时，可提高供应链的速度。推出第八代门店。
- 2019：**推出第九代门店。
- 2020：**启动DTC模式转型，在中国11个地区开展混合营运模式，涉及的3,500家安踏店中60%由安踏直营，40%由加盟商按照安踏新运营标准营运。细化各类渠道开店标准，提升销售渠道质量，并推出十代店。
- 2021：**在18个地区采用混合运营模式，安踏门店的52%由安踏直营，48%由加盟商按照安踏运营标准运营。进一步优化DTC模式的管理效率，各门店在店效、产品效率和盈利等方面皆有提升。兴建筑物流中心二期，为物流程序和供应链管理提供更好的解决方案。
- 2022：**混合运营模式已覆盖全国23个地区，安踏和安踏儿童门店的直营比例分别达到44%和67%。

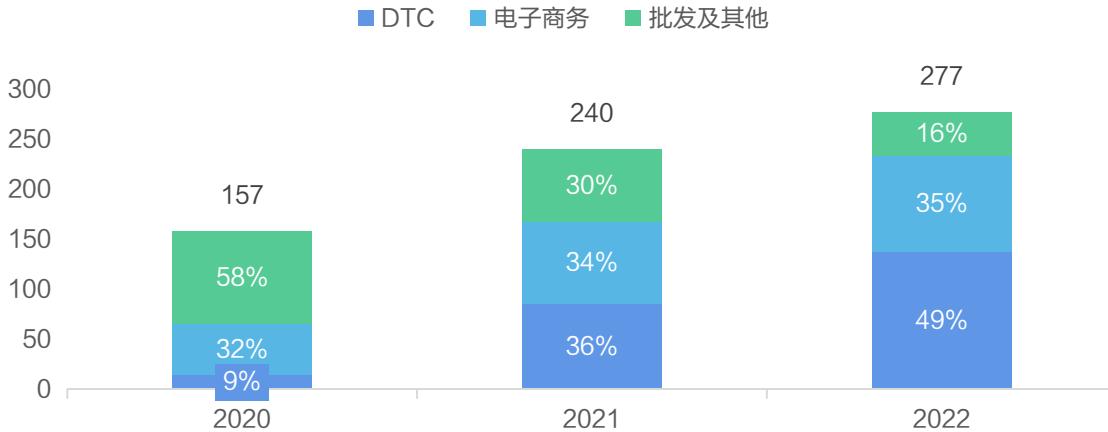
## 2.5.3 渠道分布：线上普遍占比三分之一，直营取代批发

头部内资运动品牌收入渠道拆分：线上占比提升，部分品牌直营取代批发

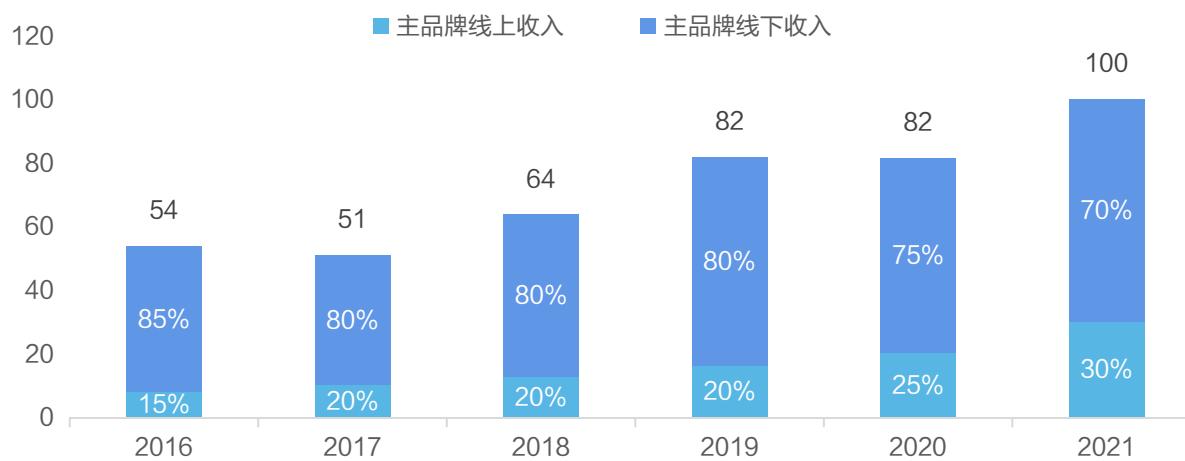
李宁 2016-2022 收入按渠道拆分（亿元）



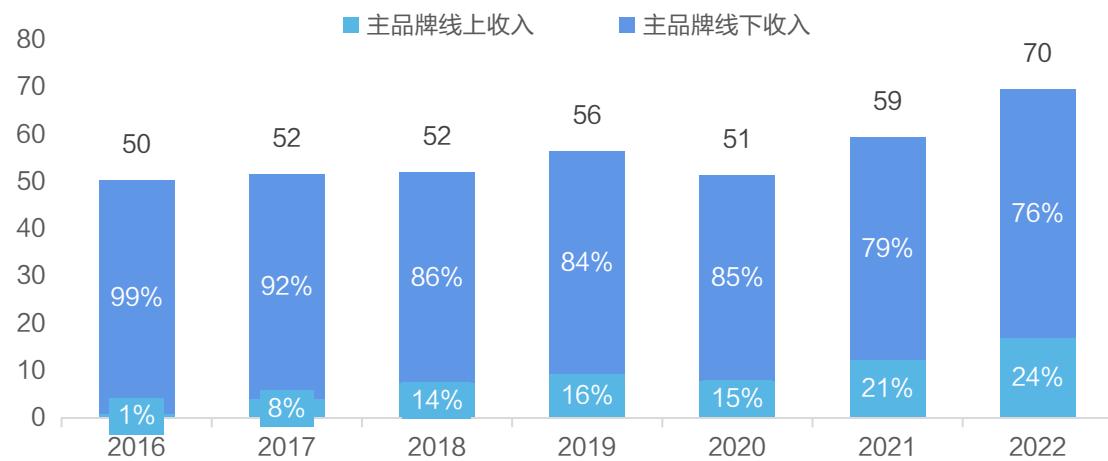
安踏体育 2020-2022 收入按渠道拆分（亿元）



特步 2016-2021 收入按渠道拆分（亿元）



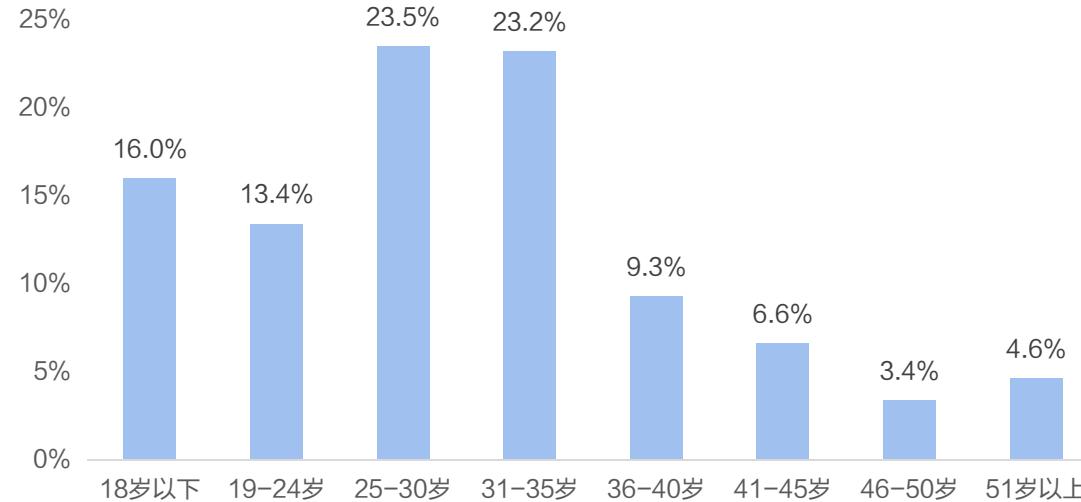
361度 2016-2022 收入按渠道拆分（亿元）



# 2.6 直营魅力：国际龙头战略布局DTC，把握消费人群变化



2022年跑步人群变化：Z世代成为主力军



注：截至2022年9月、全中国各省市

## DTC模式的优势

### 更强的需求响应能力

DTC模式减少了经销商环节，拉近了企业与消费者之间的距离，能够精准收集第一手的消费者信息与反馈，使决策依据足够及时和有效，迅速优化产品与服务，高效响应用户需求。

### 更高的市场下沉效率

通过线上平台实现对低线市场的迅速覆盖，并结合数字化技术对市场进行精准选择与布局，革命性地提升市场下沉效率。

### 更好的消费用户体验

通过加强线上线下融通力度，搭建场景化的经营空间，打破消费者体验产品、获取产品的时间与距离限制，从而增强品牌与用户之间的互动，提升消费者体验。

## 运动/服饰头部国际品牌大力推进DTC模式



### 三、剑指成长：多品牌集团运营之道

### 三、剑指成长：多品牌集团运营之道



3.1 对比多品牌集团：VF集团盲目追求潮牌，库存高企

3.1.1 VF集团困局：品牌运营不达预期，内部管理层频繁调整

3.1.2 VF集团发展：集团经营陷入低谷，宣布转型计划

3.2 安踏集团运营之道：FILA历史复盘——渠道快速扩张下实现规模增长

3.2.1 FILA：运动时尚，以城市中产阶级为客户群

3.2.2 FILA产品矩阵：产品系列覆盖面广，多年龄层结构

3.2.3 FILA品牌发展：渠道缩减，持续调整后重回高质量增长

3.3 安踏集团运营之道：如何运营迪桑特——悠久历史+本土化改造

3.3.1 迪桑特产品矩阵：兼具专业性与时尚性，定位综合性运动品牌

3.3.2 迪桑特品牌运营：多级会员体系绑定高净值顾客，落地概念店树立品牌形象

3.3.3 迪桑特未来发展：流水、店效均高速增长，2026年目标流水百亿

3.4 安踏集团运营之道：可隆历史复盘——专注时尚&轻户外，重视户外体验

3.4.1 可隆产品矩阵：产品多元化，构建户外运动社交生活方式

3.4.2 可隆市场分析：户外赛道龙头选手，线上销售季节性明显

### 三、剑指成长：多品牌集团运营之道



3.5 安踏集团收购亚玛芬：进军海外，收购破局

3.5.1 亚玛芬：聚焦户外的运动用品集团

3.5.2 财务：2023年前三季度盈利能力提升明显

3.5.3 财务：2023年前三季度四大核心品牌营收占比71%

3.6 始祖鸟历史复盘：户外品牌中的“爱马仕”

3.6.1 始祖鸟产品：30余年专注于户外技术服装系列产品

3.6.2 始祖鸟市场：定价高端，目标客群消费力稳健

3.6.3 始祖鸟工艺：技术先进，工艺壁垒高

3.6.4 始祖鸟品牌运营：垂直营销，满足个性化需求，重视顾客体验

### 3.1 对比多品牌集团：VF集团盲目追求潮牌，库存高企

- 世界上最大的服装、鞋类和配饰集团之一。截至2023年11月，VF集团产品销售至多达125个国家，创立品牌123余年，自有零售门店1300余家，旗下子品牌12个，品牌类型主要涉及户外、运动、商务三类别。
- 主力品牌表现疲软+潮牌Supreme投资及运营不佳，当前集团业绩承压，库存大幅增长。FY2023集团收入为116亿美元，同比-2%，净利润减少至1.18亿美元，业绩陷入低迷，截至2023年4月1日，集团库存同比增加62%至23亿美元，库存风险加大。一方面，集团 Vans、Timberland等主力品牌陷入增长瓶颈，另一方面，集团2020年收购的Supreme潮牌销售表现不佳，在生产量与销售网络的扩张下，品牌价值在不断稀释，转售平台Stock X数据显示，Supreme在二级市场平均溢价比例从2020年的67%下降至2022年的57%，生产量激增导致的收藏价值下降是主要原因。

类别	品牌	Logo	产品及服务
户外	The North Face		高性能户外服装、鞋类、设备、配件
	Timberland		以户外探险为灵感的生活方式鞋类、服装、配饰
	Smartwool		高性能羊毛和其他基于天然纤维的服装和配饰
	Icebreaker		基于天然纤维的高性能服装和配饰
	Altra		基于性能的鞋类
运动	Vans		以青少年文化/运动为灵感的鞋类、服装和配饰
	Supreme		街头服饰、鞋类、配饰
	Napapijri		以户外为灵感的高级服装、鞋类和配饰
	Kipling		手提包、行李、背包、配件等
	Eastpak		背包、行李等
商务	JanSport		背包、行李等
	Dickies		以工作为灵感的生活方式服装和鞋类
	Timberland PRO		防护工作鞋及以工作为灵感的生活方式服装

### 3.1.1 VF集团困局：品牌运营不达预期，内部管理层频繁调整

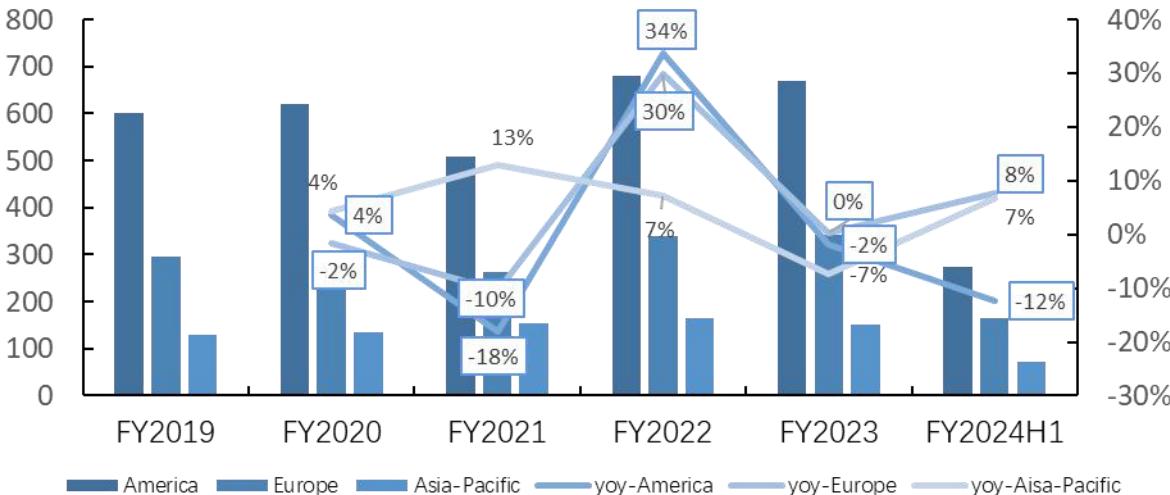


姓名	职位	工作经历
Bracken Darrell	总裁&首席执行官	拥有超过30年的在国际性快消公司商业领导和品牌管理的工作经验，于2023年加入VF
Matt Puckett	执行副总裁&首席财务官	拥有 20 年的财务经验，于 2001 年加入 VF，担任财务组织的高级会计师，后于 2021 年被任命为首席财务官
Cameron Bailey	全球供应链执行副总裁	拥有超过 25 年的制造和运营管理经验，目前负责监督 VF 全球供应链的各个方面，1989 加入VF
Kevin Bailey	Vans全球品牌总裁&执行副总裁 &亚太地区和新兴品牌总裁	负责领导 VF 的亚太地区平台，监管新兴品牌平台；监督Vans全球业务的战略方向，2004年加入VF
Velia Carboni	执行副总裁&首席技术官	负责公司业务各方面世界级数字化能力的整合，领导公司数字战略，推动所有消费者触点的增长，监督 VF 的分析职能，于 2018 年入 VF
Martino Scabbia Guerrini	执行副总裁兼EMEA(欧洲、中东、非洲)，亚太及新兴品牌总裁	负责监督VF在欧洲、中东和非洲地区的业务运营以及VF的全球新兴品牌平台和战略，其中包括监督Altra, Eastpak, icebreaker, JanSport,Kipling,Napapijri和Smartwool品牌，于2006年加入VF
Craig Hodges	副总裁	拥有20年的企业传播经验，负责有助于促进和保护VF声誉的所有沟通，领导内部沟通战略并帮助管理VF与主要利益相关者的关系
Todd Dalhausser	Dickies全球品牌总裁	负责实施市场细分战略、领导Dickies的数字化转型以及建立以消费者为中心的组织，于2018年加入VF
Brent Hyder	首席人事官	负责领导公司全球人力资源职能，包括全球人才战略—以目标为导向、与战略相一致的人才、组织、文化和绩效管理方法
Susie Mulder	Timberland全球品牌总裁	负责推动品牌与鞋类和服装产品多样化相关的核心战略重点，于 2021 年加入VF
Nicole Otto	The North Face全球品牌总裁	负责推动北面在业务的各个方面制定战略来打造全球品牌，于2022年加入VF
Jenn Sim	执行副总裁&总法律顾问&秘书	超过20年的法律从业经验，大部分专注于知识产权，于2013年加入VF

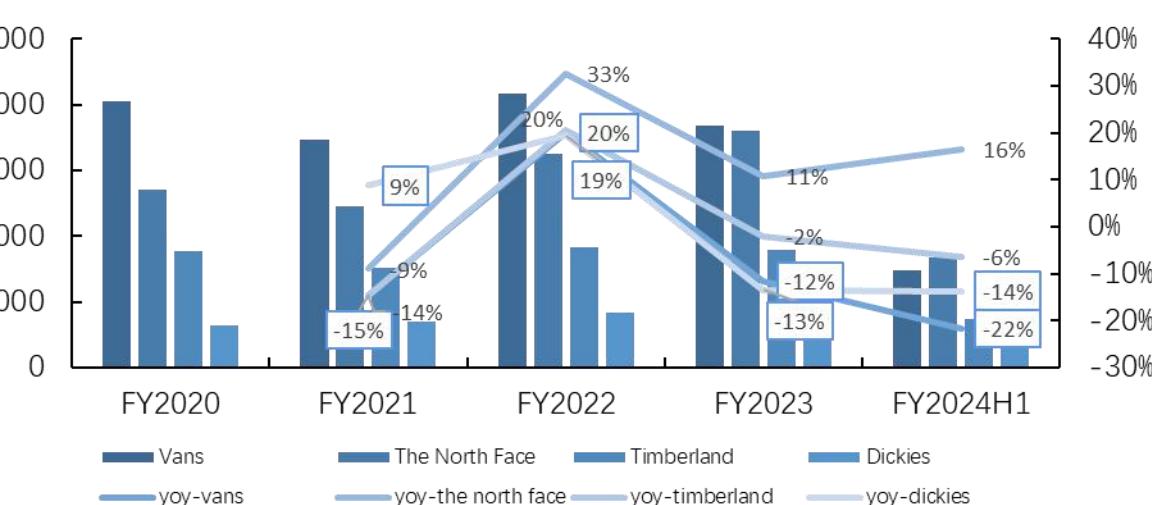
注：截至2023年11月

### 3.1.2 VF集团发展：集团经营陷入低谷，宣布转型计划

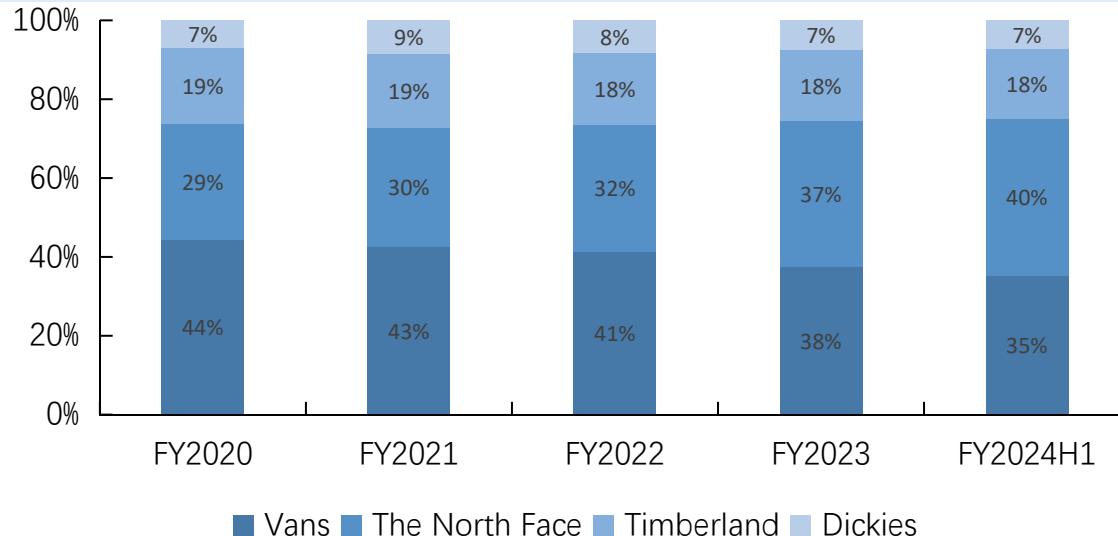
FY2019–FY2024H1集团各地区收入（百万美元）：FY2024H1美国区域负增长



FY2019–FY2024H1集团各品牌收入（百万美元）：主力品牌增长陷入瓶颈



FY2020–FY2024H1集团旗下各品牌收入占比：Vans占比下降



#### VF未来转型计划



### 3.2 安踏集团运营之道：FILA历史复盘——渠道快速扩张下实现规模增长



1. 创立：1911年，FILA兄弟在意大利创办名为FILA的家族纺织企业。
2. 改造：1923年，FILA发展成以内衣制造为主的毛织类企业。
3. 扩张：20世纪70年代，FILA开设篮球、滑雪、登山、瑜伽等产品线。
4. 突破：1972年，销售额突破10亿里拉。
5. 注册：1982年，FILA兄弟在中国成功注册FILA商标。
6. 巅峰：1997年，FILA在美国的销售额高达6.87亿美元，全球销售额为14亿美元，市值达到15亿美元。到了20世纪90年代，FILA已经成为全球排名前三的运动品牌。

1. 瓶颈：进入2000年后斐乐试图进入奢侈品领域，但因战略失败逐渐陷入瓶颈，2003年的全球销售额仅为7.92亿美元。
2. 收购：2003年被美国对冲基金Cerberus Capital Management旗下的Sports Brands International以3.51亿美元收购。
3. 引入：2005年，香港联亚集团将FILA引入中国，并于2006年在上海开设第一家FILA旗舰店。
4. 转让：2007年，FILA将FILA中国商标以4800万美元转让给百丽国际，成立合资公司Full Prospect Limited。香港零售公司负责在香港地区经营「FILA」零售业务，2006年亏损约1387万港元。
5. 亏损：收购后连年亏损，2007年FILA在美国已亏损4200万美元。
6. 收购：2007年，FILA韩国花费4.5亿美元价格从Sports Brands International收购FILA商标，将FILA总部搬迁至首尔。
7. 再转让：2007至2008两年，FILA中国亏损分别高达1096万元和3900万元，最终2009年安踏以3.32亿元收购FILA中国。

1. 渠道变化：从2010年到2021年，FILA的门店数量已从200家增长至2054家，规模扩张迅速。2022年，运动时尚潮流风潮过后，FILA发展进入调整期，渠道端也开始缩减。2023H1，FILA走出调整期重回高质量增长。
2. 收入占比：FILA收入占比在2020年达49%，超过安踏主品牌。2023H1，FILA收入占比为41.3%。
3. 设计变化：以运动为基础融入时尚潮流元素，整体风格从专业运动转向复古潮流，定位高端运动时尚。

全球运动服装  
品牌地位确立

进入低谷期，  
发展起伏不定

成为安踏增长的  
主要驱动因素  
调整期后重回增长

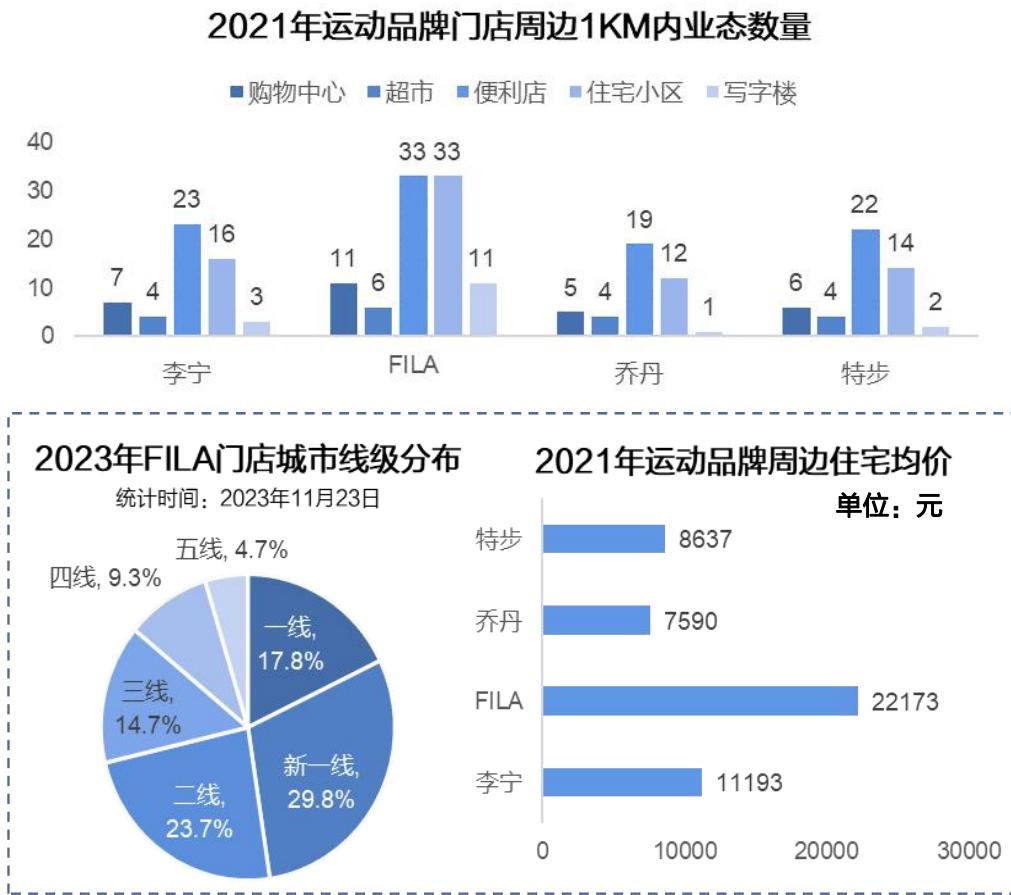
1910-2000年

2000-2009年

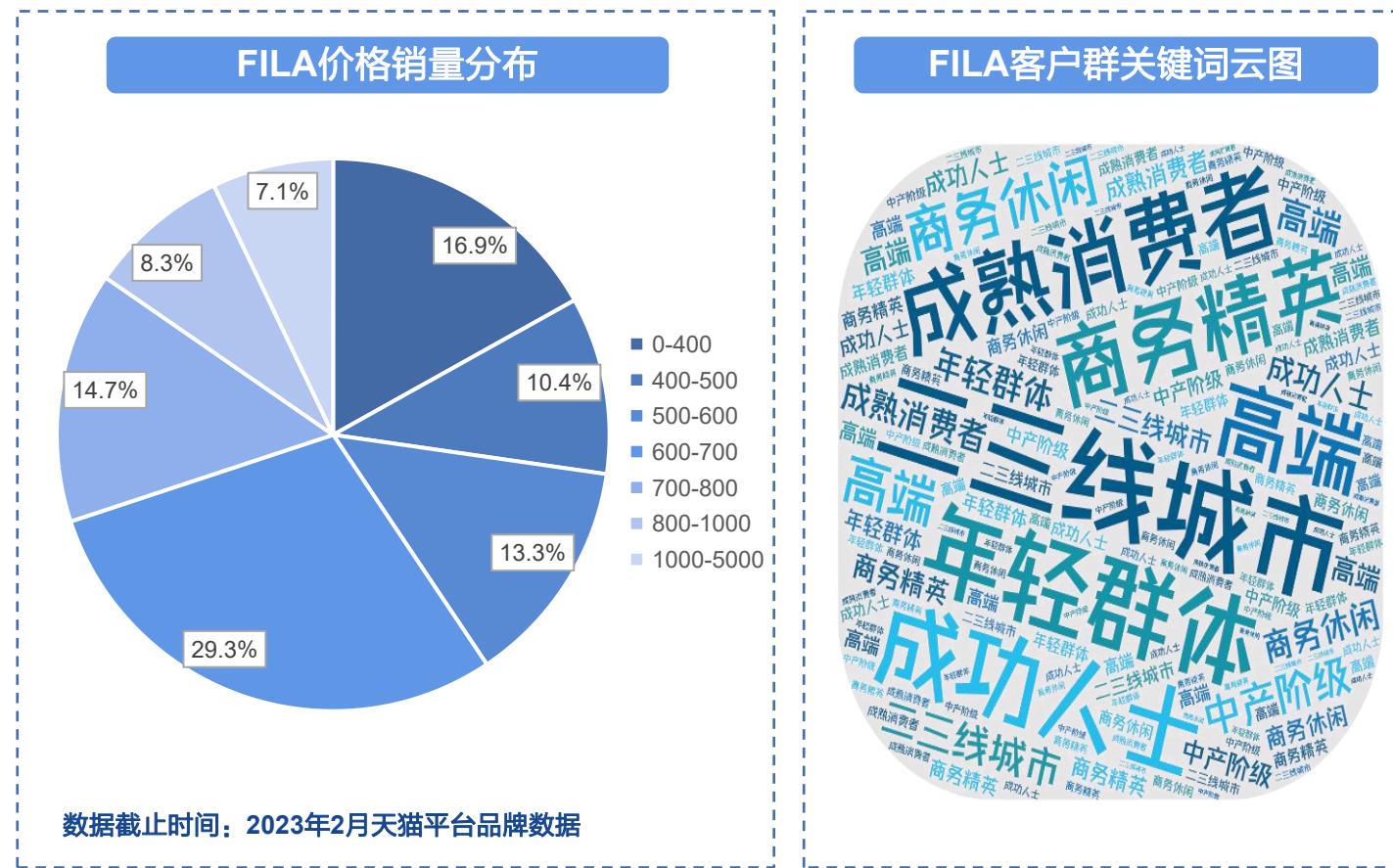
2009-2023年

### 3.2.1 FILA品牌定位：运动时尚，以城市中产阶级为客户群

➤ 在门店选址方面，FILA的定位高端，购物中心、超市、便利店和专卖店四个业态指数都偏高，对消费活动的集中性有较高要求。通过门店周边住宅均价我们可以洞察各运动品牌门店选址所辐射的地段质量与人群潜在消费能力。FILA的周边住宅均价达2万余元，符合其高端定位特征。

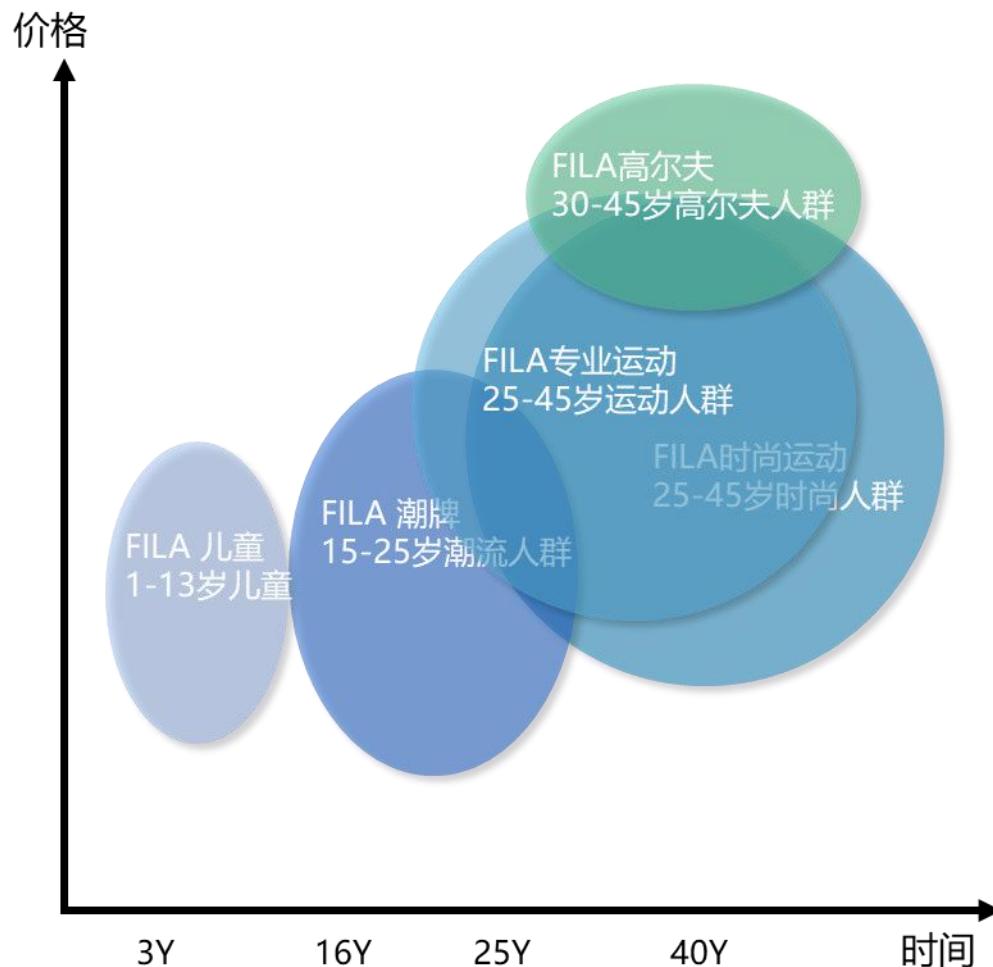


➤ FILA定位客户群体为中高端群体，根据2023年2月天猫平台数据，其成交产品均价600-700元内比重最高。根据明亮公司关于FILA的市场调研，进入中国市场之后，经过几年的发展，FILA从聚焦一线城市的中端市场，到逐步形成以二三线城市中端客群为主的品牌定位。其大多为年轻群体、成功人士和商务精英，迫切需要“高端的商务休闲服饰”



### 3.2.2 FILA产品矩阵：产品系列覆盖面广，多年龄层结构

➤ FILA的产品覆盖面广。从产品上来看，FILA产品主要类别分为体育训练、首饰、休闲、意大利经典，从运动服饰、鞋到手表、挎包，并根据市场需求不断更新产品，通过复古或者联名等方式与市场接轨，FILA产品从儿童跨越成人，并在不同年龄层打造不同模式的产品，类似潮流、运动、时尚等不同定位，形成多年龄层的产品矩阵。FILA近几年增长的关键举措也在于稳老拓新+品类突破，深耕各个年龄段机会人群，产品矩阵的拓展是其持续增长的重要引擎。



注：热卖单品为2023年4月淘宝旗舰店销量最高产品

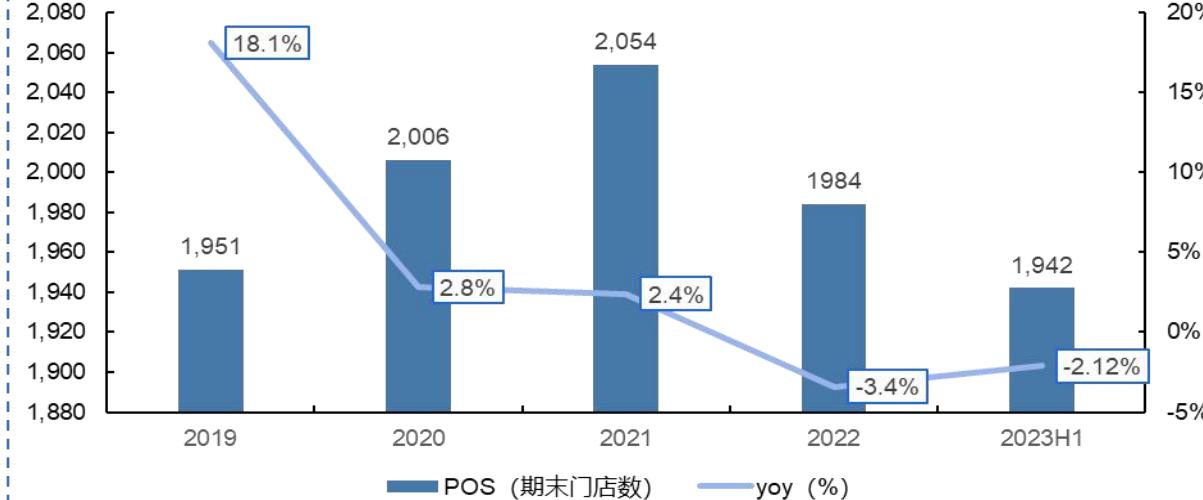
品类	主要产品	热卖单品名称	图例
服装	T恤/上衣	丝柔棉休闲宽松短T	
	POLO衫	透气翻领商务T恤	
	卫衣	宽松时尚休闲卫衣	
	外套	商务休闲梭织外套	
	裤装/连衣裙/半身裙	宽松休闲束脚收口裤	
鞋类	休闲鞋	猫爪鞋四代老爹鞋	
	运动鞋	火星鞋二代跑步鞋	
配饰	包包附配饰	运动斜挎腋下休闲包	
新品专区	多彩系列	小蛮腰系列	美式复古系列
	FILA x magic stick联名	硬糖女孩	夏日轻型特刊

### 3.2.3 FILA品牌发展：渠道缩减，持续调整后重回高质量增长



FILA历年线下门店数量变化情况

单位：家



FILA历年营业收入及在总收入占比变化

单位：亿元



FILA  
未来三年  
增长策略

公司  
增长  
目标

坚持高端运动时尚定位

2023–2026 年复合增长 10%–15%  
未来三年维持400–500亿规划

守住 时尚运动护城河 开辟 专业运动 新战场

时尚运动市场  
三个顶级 巩固高端时尚心智  
创新度/品质感 驱动时尚保鲜

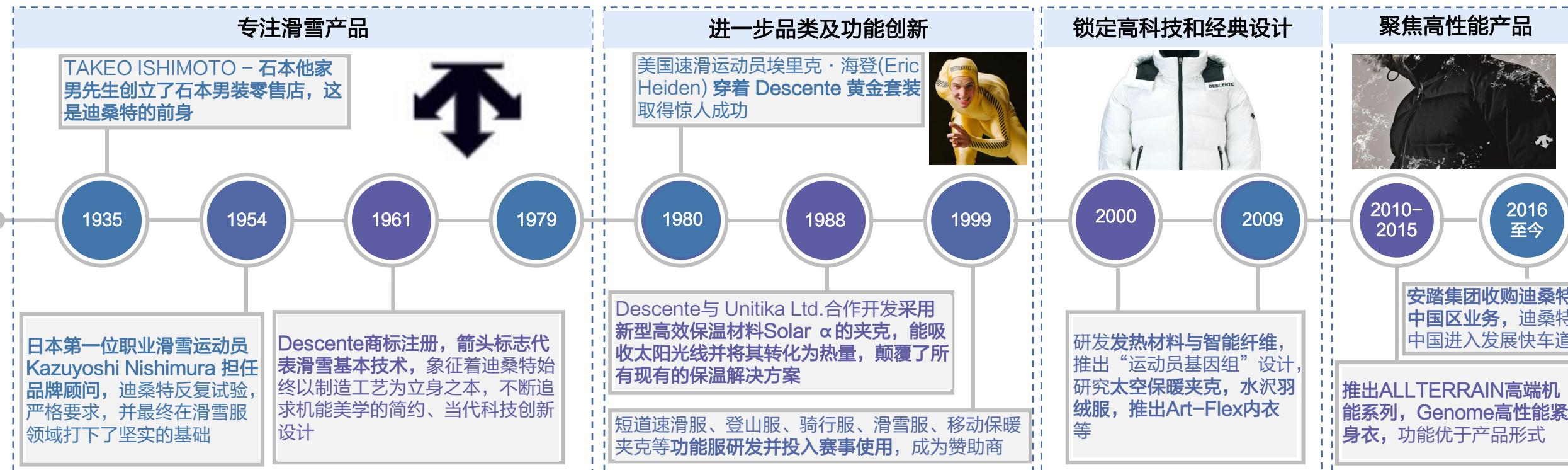
中高端儿童市场  
发力儿童运动 布局幼小童  
亲子场景 与 亲子人群 转化

专业运动市场  
差异化聚焦 高端菁英运动  
时尚设计+强功能性 产品风格

### 3.3 安踏集团运营之道：如何运营迪桑特——悠久历史+本土化改造



- 八十余年品牌历史沉淀，树立中高端专业运动品牌形象。迪桑特为日本的运动品牌，其前身为石本男装零售店，由著名的日本企业家石本他家男（TAKEO ISHIMOTO）先生于1935年创办。回顾发展历史，主要可分为四个发展阶段：
- 1) 1935-1979年，滑雪产品起家，并专注各类滑雪服、滑雪裤的研发，在滑雪品类打下了坚实的基础；
  - 2) 1980-1999年，进一步品类及功能创新，Solar α夹克、短道速滑服、登山服、骑行服、滑雪服、移动保暖夹克等功能服研发并投入赛事使用，成为各类赛事赞助商；
  - 3) 2000-2009年，继续锁定高科技和经典设计，推出了太空保暖夹克、水沢羽绒服及Art-Flex内衣等革命性产品；
  - 4) 2010年至今，以推出ALL TERRAIN高端机能系列为开端，聚焦高性能产品的研发，继续拓宽产品矩阵，2016年，安踏集团收购迪桑特中国区业务，迪桑特中国进入发展快车道。



### 3.3.1 迪桑特产品矩阵：兼具专业性与时尚性，定位综合性运动品牌



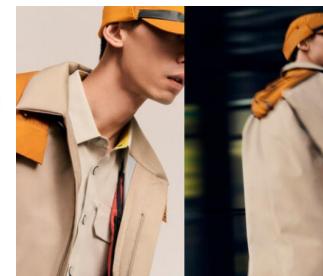
持续拓品类扩大客群覆盖面，产品设计兼具专业性与时尚性。迪桑特前期专注于滑雪等专业运动产品，较为小众，随着品类的拓展，覆盖客群也愈加广泛，解决了原本销售的季节性和库存问题。同时，迪桑特产品不仅具备专业性，通过与兰博基尼、Paul Smith等品牌的联名，产品也更具新意与时尚性。代言人契合品牌形象，带来较大热度。迪桑特先后签约了吴彦祖、彭于晏、陈伟霆作为代言人，在明星效应加持下也逐步打开了中国



- 推出ALLTERRAIN高端机能系列，研发设计的ALLTERRAIN Transform夹克荣获ISPO金奖



- 发布SIO概念，该设计将正面、背面和袖子图案合二为一，显着减少缝线数量，从而提高防风和防水性能



- 联名英国时尚生活品牌Paul Smith，发布兼具时尚感与运动舒适性的Modern Wardrobe现代衣橱主题系列



- 2018年签下吴彦祖作为首位华人代言人，成功在中国市场吸引流量和俘获年轻客群，并陆续签约了彭于晏、陈伟霆

迪桑特产品矩阵：不断拓展品牌的专业运动领域，定位综合性运动品牌				
女子运动场景专区	女子跑步	女子铁人三项	男子运动场景专区	男子跑步
	女子训练	女子潮流运动		男子训练
	女子全地形	女子高尔夫		男子全地形
	女子运动生活	女子健身滑雪		男子运动生活
女子品类专区	外套 运动裙	长短裤/紧身裤	男子品类专区	外套
	卫衣/长T	羽绒服/滑雪服		卫衣/长T
	T恤/POLO衫	鞋类/配件		羽绒服/滑雪服
	运动bra/背心	紧身上衣		T恤/背心
				POLO衫
				长裤/短裤
				紧身衣/裤
				鞋类/配件

22M11-23M10迪桑特天猫平台各品类销售情况

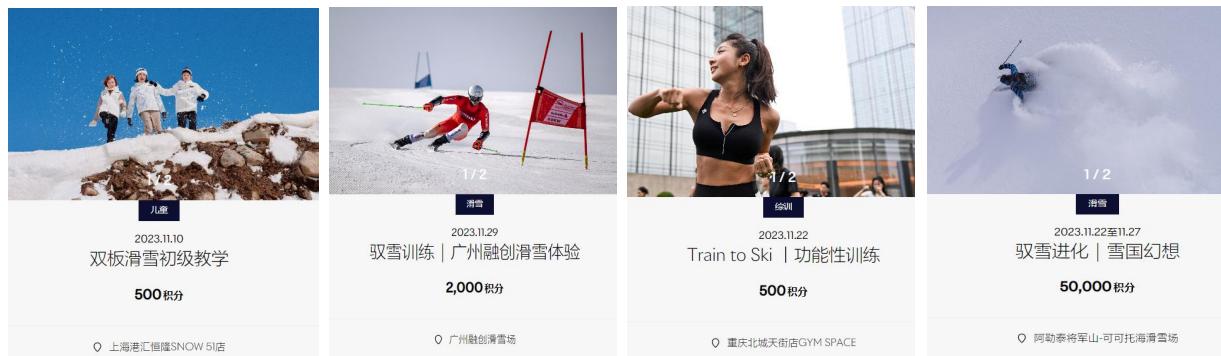
品类	22M11	22M12	23M1	23M2	23M3	23M4	23M5	23M6	23M7	23M8	23M9	23M10
均价(元)	1563	1736	1777	1404	1201	1015	892	924	937	1137	1369	1774
运动服饰 折扣	86%	84%	97%	96%	98%	97%	90%	93%	/	99%	98%	92%
市占率	1.1%	1.4%	1.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.8%	0.7%	1.0%	2.1%
服装配饰	均价(元)	2676	2553	2747	2538	2841	1948	/	2957	/	3115	2177
	折扣	89%	86%	97%	99%	99%	91%	/	/	/	86%	93%
户外服饰	均价(元)	3075	2886	3551	4156	1457	1280	1389	1531	1382	1396	1290
	折扣	85%	84%	98%	97%	/	90%	96%	97%	/	/	73%
												98%

### 3.3.2 迪桑特品牌运营：多级会员体系绑定高净值顾客，落地概念店树立品牌形象



➤ 多级会员体系绑定高净值顾客，活动赛事助力会员社群运营。迪桑特建立了高价值会员体系，依靠消费者圈层文化进行推广，核心会员成为了品牌影响力扩大的助推者，截至2023年11月已累计活跃会员 80万+。旗下行动家俱乐部也包含儿童、滑雪、高尔夫、综训、骑跑等多种会员活动赛事，有利于和品牌会员互动与提升顾客粘性。

- 迪桑特行动家俱乐部可根据不同积分参加不同类型的会员活动

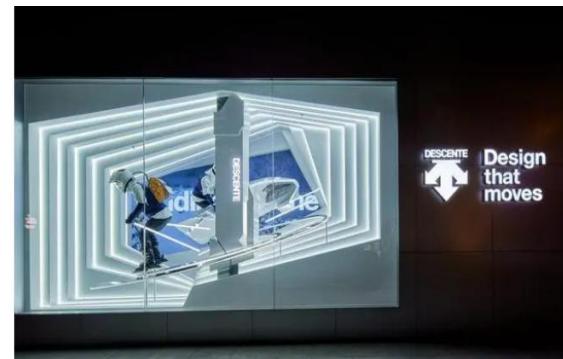


➤ 高端商场落地概念店树立品牌形象。2020年，迪桑特于北京三里屯北区启幕中国首个 DESCENTE BLANC 品牌概念零售空间，并开启终端零售的升级，定位直营、高端店铺。2021年，迪桑特于北京三里屯落地 DKL 动力实验室全球体验中心，全面提升顾客线下消费体验。

- 北京DESCENTE BLANC品牌概念零售空间



- 北京DKL 动力实验室全球体验中心

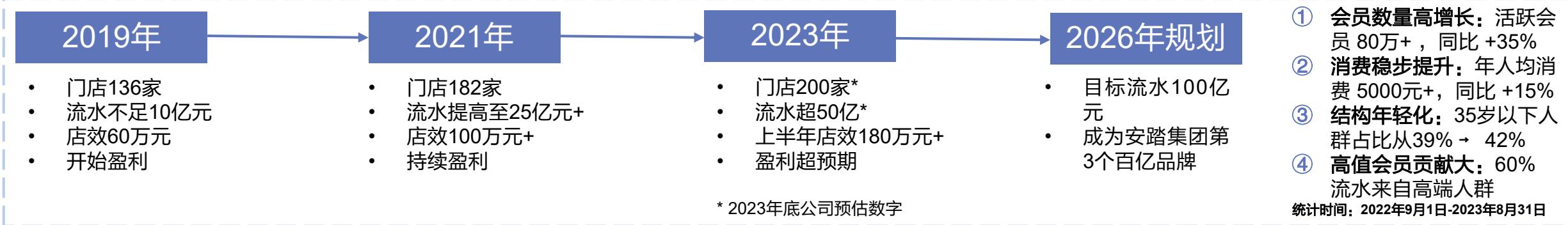


等级	对应消费	生日电子兑换券	升级礼	积分累积标准 (仅限购买六折以上商品)	积分有效期	D-Fan会员健身课程兑换	D-Fan会员线下训练营兑换	DESCENTE 品牌活动邀约	D-Fan VIP 专属活动	D-Fan会员活动派对	获得限量版产品首发预订资格	第一时间收到产品及活动信息
黑卡	100000	500元	√	1元=2积分	24个月	√	√	√	√	√	√	√
钻石	30000	300元	√	1元=1.5积分	12个月	√	√	√	√	√	√	√
金卡	6000	100元	√	1元=1积分	12个月	√	√	√		√	√	√
银卡	任意消费			1元=1积分	12个月	√	√	√		√	√	√
普通	注册成功			1元=1积分	12个月							√

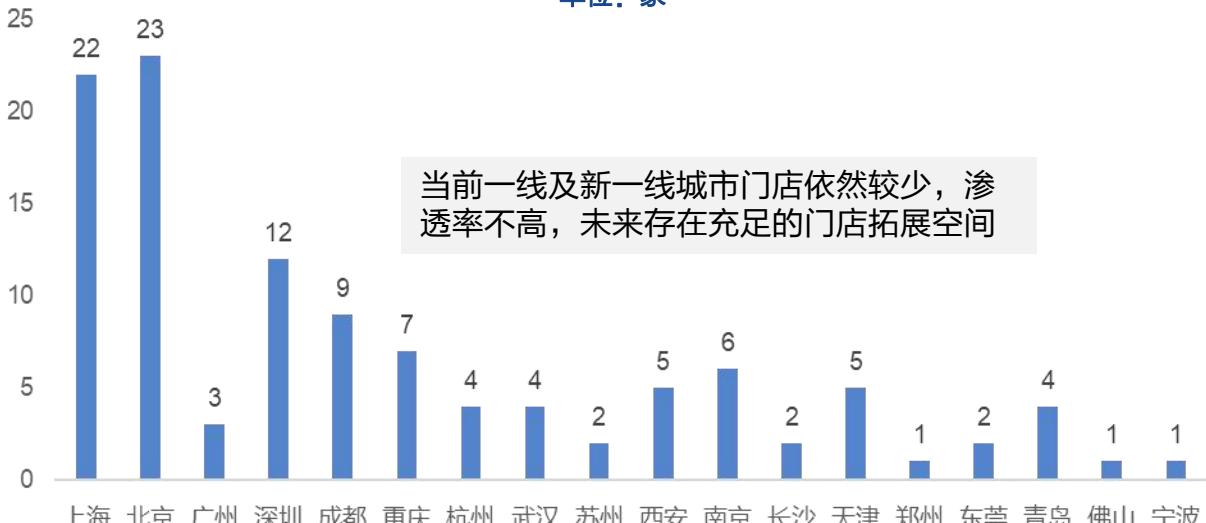
### 3.3.3 迪桑特未来发展：流水、店效均高速增长，2026年目标流水百亿



➤ 经营质量持续提升，实现高速增长。前期迪桑特更注重专业运动品类的研发设计，2019年实现盈利，后期在安踏集团协助下通过终端零售升级、会员社群运营以及品类拓宽实现了快速的发展，当前品牌会员高增长、顾客年人均消费稳步提升、年轻化营销效果显著。高线门店扩张空间充足，2026年有望成为安踏集团第三个百亿品牌。

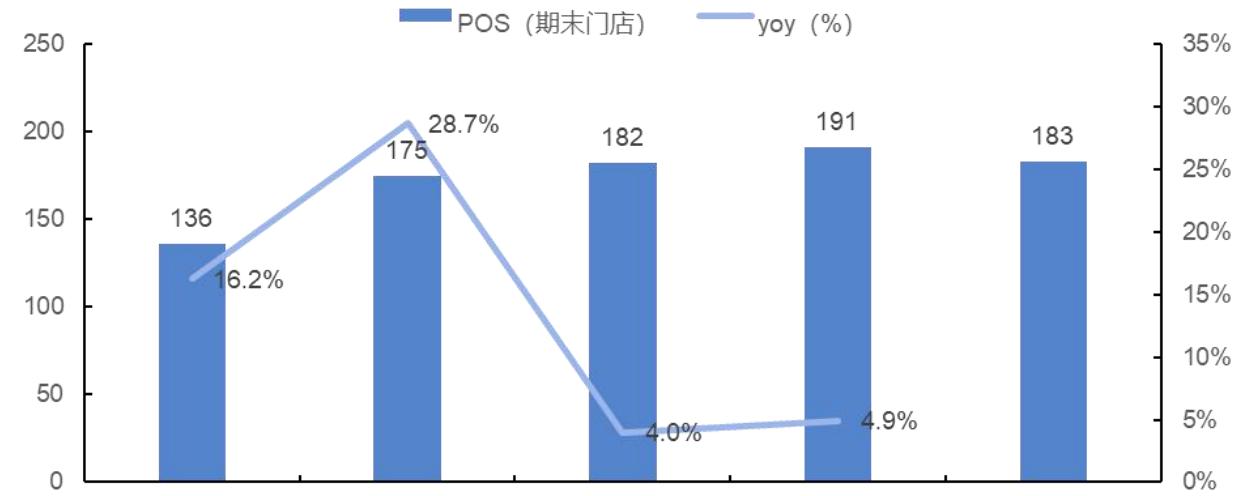


中国市场迪桑特高线城市门店分布情况  
单位：家



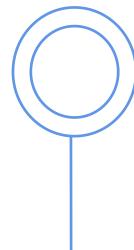
注：截至2023年11月

中国市场迪桑特历年门店数变化  
单位：家



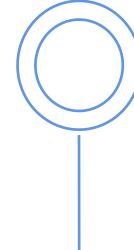
注：截至2023年11月

### 3.4 安踏集团运营之道：可隆历史复盘——专注时尚&轻户外，重视户外体验



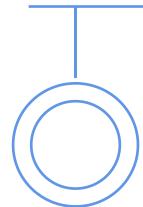
#### 尼龙原丝牵线者

- 1973年，以先锋开拓者身份推出第一顶帐篷
- 1981年，推出隧道帐篷
- 1985年，KOLON SPORT更开设登山学校，开始向公众和登山者传播山地文化
- 1988年，赞助汉城奥运会



#### 高潜力赛道的高质量增长

- 2017年，与安踏成立合资公司；2020年，扭亏为盈
- 2022年，全年流水13亿+，全年店效55w+，**2019–2022流水年复合增长率达25%**
- 2023H1流水同比翻倍，店效90w+，**2023–2026年目标流水年复合增长率：30%~35%**



#### 创立起源

- 1954年，可隆集团前身向韩国独家供应尼龙，国内首次量产尼龙
- 1973年，**可隆体育成立，韩国首个户外品牌诞生，并逐步成长为全球化公司**

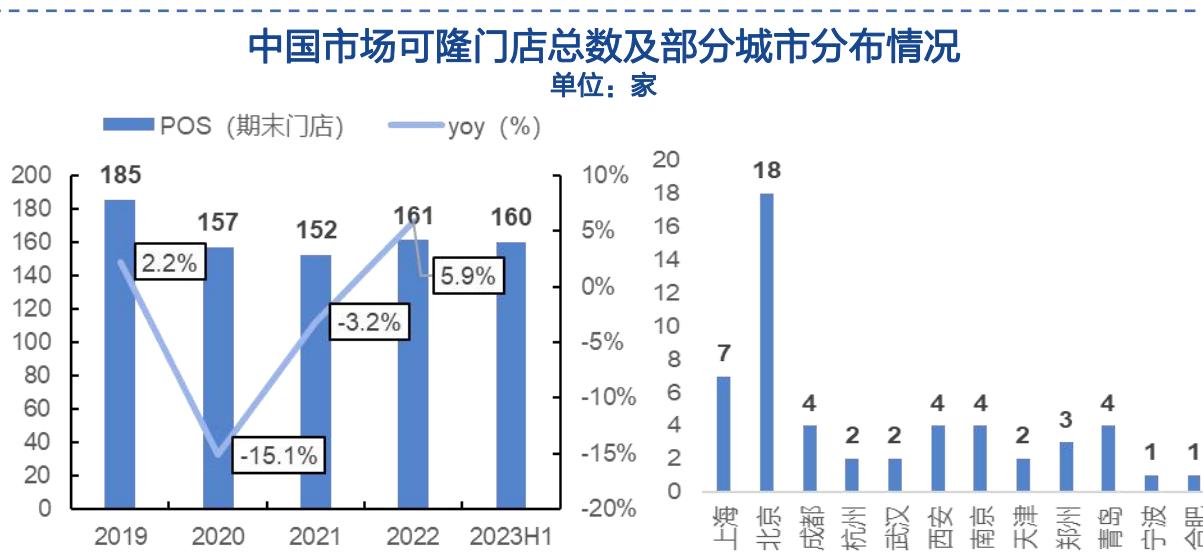


#### 从传播理念到亚洲领先

- 1992年，它**成为亚洲第一个生产和使用GORE-TEX的品牌**，由此和GORE-TEX成为了良好的合作伙伴
- 2004年，开发最高耐风帐篷
- 2006年，**进入中国市场**
- 2016年，可隆在中国内地销售额为5.2亿元

➤ KOLON SPORT是著名的体育品牌，在“Your Best Way to Nature”的旗帜下引领户外运动文化及风格，以崭新的设计和50年沉淀精湛技术全力呈现出传承正统和历史并追求创新进步的品牌精神。

➤ 可隆刚进入中国时大部分店铺都是在百货商场。成立合资公司后，**借助安踏集团强大的本土网络进入到一线城市或者新一线核心商圈**，这也与品牌高端化转型相辅相成。2022年1月15日，可隆在北京APM购物中心开设首家城市概念店，未来还会陆陆续续在中国开出非常多的城市概念店和品牌文化中心，覆盖北京、上海、成都、武汉等关键城市。



### 3.4.1 可隆产品矩阵：产品多元化，构建户外运动社交生活方式

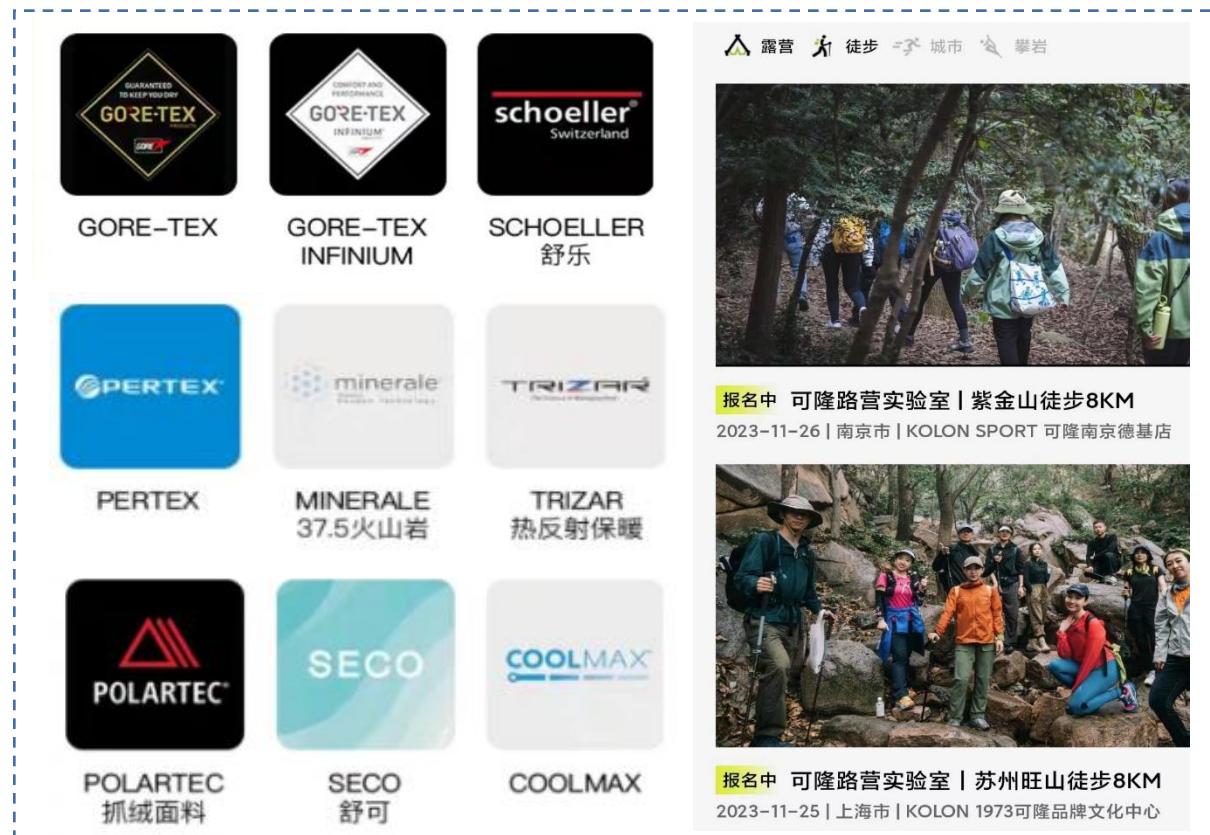


- 在高品质的高端服饰之外，可隆也拥有精致丰富的露营产品线。可隆致力拓展露营装备及户外产品系列，于2022年度发布了ODUMAK小木屋系列露营产品、轻量AEROLITE陨石帐篷系列、ZERO G零感轻跑夹克和轻量露营夹克等全新系列产品。
- 品牌亦拓展年轻及女性产品线，以成为青少年及女性友好的品牌，挖掘相关市场的潜力，扩充产品的价位分布。KOLON SPORT将会持续拓展其在高端购物中心和构建户外运动生活方式的战略布局，有望成为安踏重要的增长动力之一。

可隆产品布局：涵盖女子、男子运动以及精致露营等

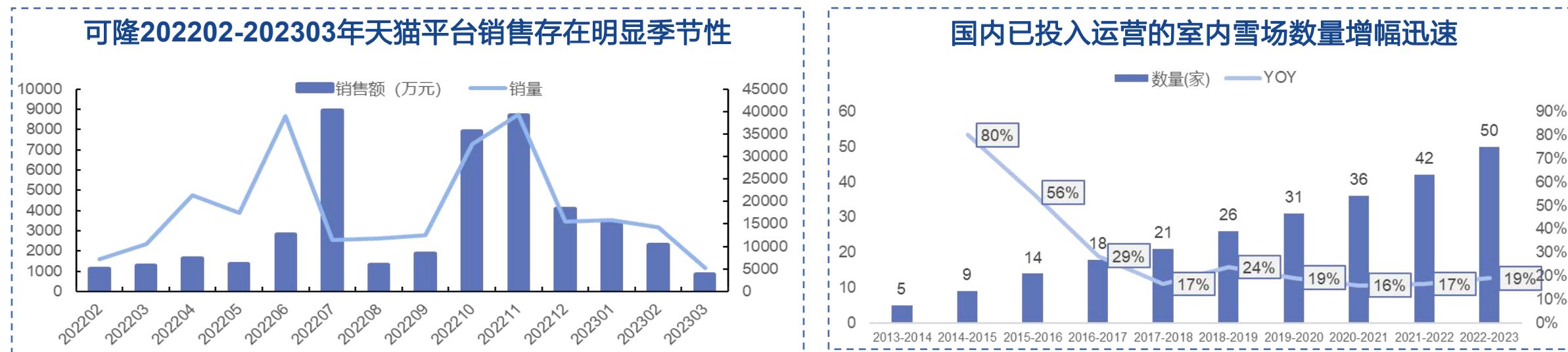


面料科技适应多种户外场景需求，路营实验室构建运动社交生活方式



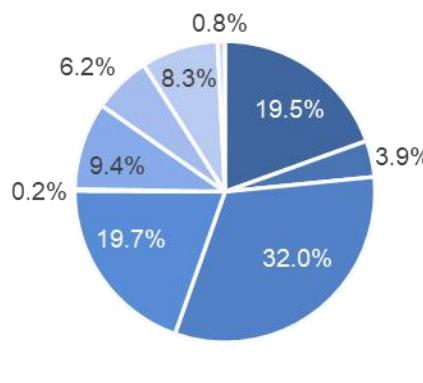
### 3.4.2 可隆市场分析：户外赛道龙头选手，线上销售季节性明显

- 随着我国滑雪市场规模逐渐扩大，专注于登山滑雪系列产品的可隆也获强劲发展。根据天猫平台销售数据，可隆销售季节性趋势明显，价格分布以600-2000元为主。在户外服饰领域，2023年10月，天猫平台市占率达3.2%，均价为1947元，定位中高端户外品牌。



#### 可隆成交价格分布

数据截止时间：2023年3月10日kolonsport天猫旗舰店（单位：元）



22M11-23M10可隆天猫平台各品类销售情况														
品类	品类		22M11	22M12	23M1	23M2	23M3	23M4	23M5	23M6	23M7	23M8	23M9	23M10
	均价	1807	2075	2127	1475	1299	1112	805	897	857	1243	1711	1947	
	折扣	87%	83%	98%	95%	95%	99%	91%	96%	93%	96%	90%	89%	
户外服饰	市占率	2.9%	1.7%	2.8%	2.1%	1.6%	1.4%	0.7%	1.1%	0.9%	1.4%	2.4%	3.2%	
运动配饰	均价	384	354	448	447	498	477	589	544	561	592	598	592	
运动配饰	折扣	96%	86%	93%	95%	94%	/	/	/	97%	98%	95%	/	
厨具餐具	均价	923	410	707	890	490	736	/	/	390	390	390	390	
户外装备	均价	1258	1161	1145	1375	1200	1255	1290	1323	1290	1290	990	/	

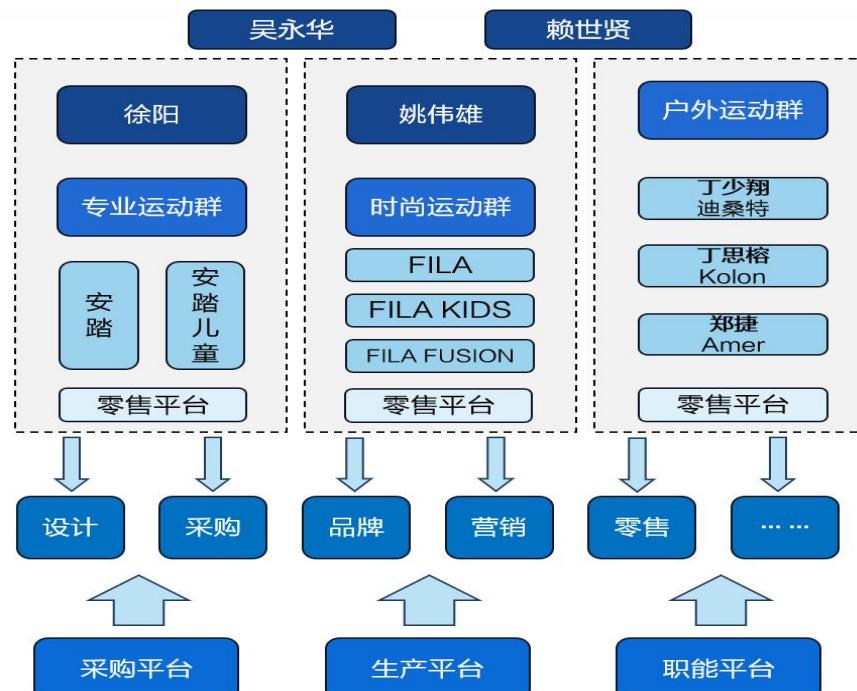
### 3.5 安踏集团收购亚玛芬：进军海外，收购破局

- 2018年12月7日，安踏体育正式发布公告称，与方源资本(FVFund)和Anamered Investments Incorporation(由露露乐蒙的创始人兼前董事长Chip Wilson所有)组成投资者财团，以40欧元每股的现金要约价收购AmerSports全部已发行的流通股份。总收购价约46.6亿欧元，折合人民币约366.7亿元，本次收购是中国鞋服业金额最大的一笔对外收购。该要约收购已于2019年3月29日截止，最终要约人共收购了亚玛芬体育98.11%的股份(包含投票权)，标志着安踏成功并购了亚玛芬体育集团。

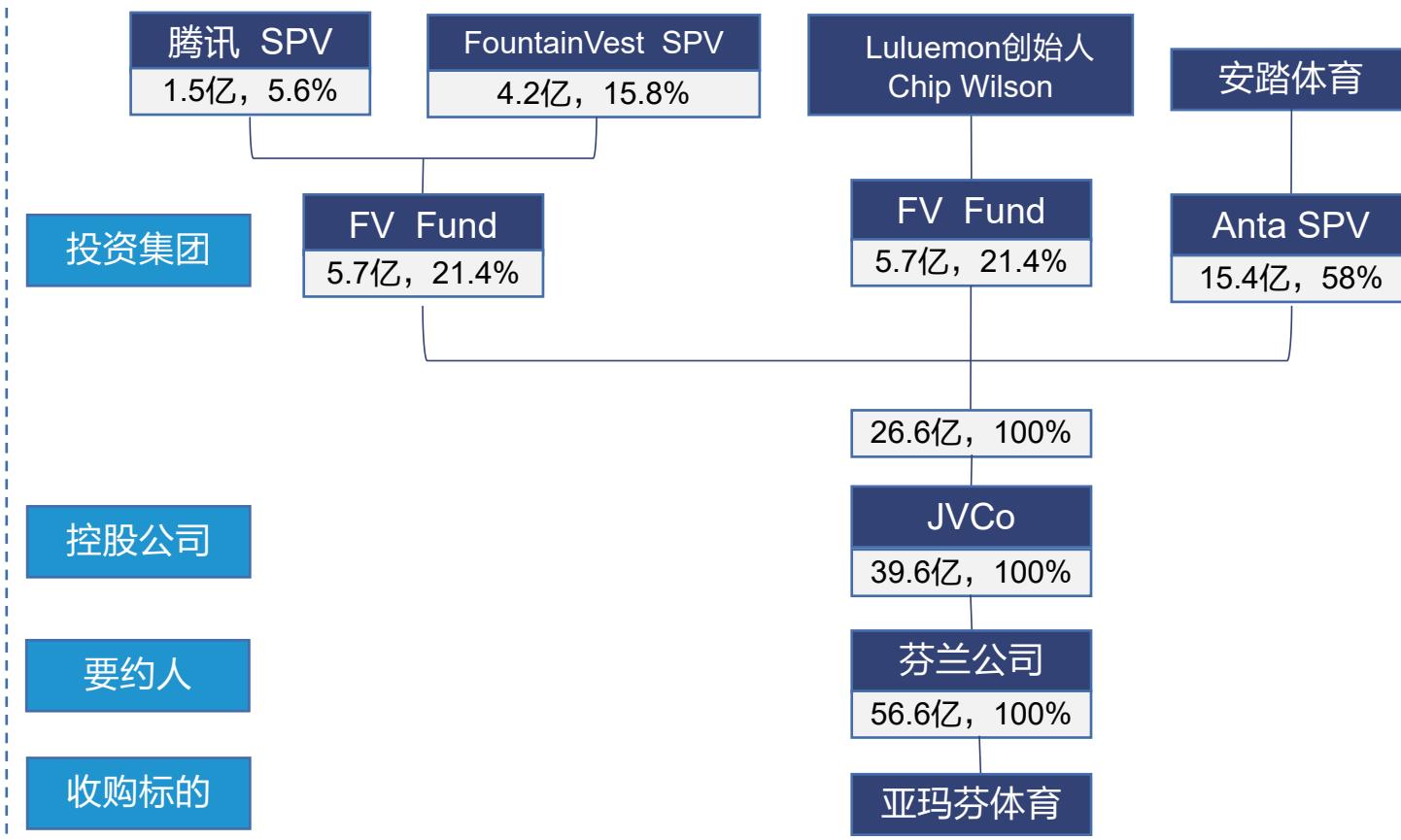
#### 2018年正式进军海外市场，打造世界级体育用品公司

- 2018年，安踏正式开启全球化战略，从主营市场来看，亚玛芬一直以来深耕EMEA(欧洲、中东、非洲)和美洲市场。2018年其收入的43%来自EMEA地区，42%来自美洲。加之亚玛芬旗下众多品牌在海外的细分市场拥有很高的认可度，**收购亚玛芬有望帮助安踏打开海外市场**。

#### 2023年搭建全新组织架构，优化运营效率



#### 收购结构与并购后（截至2019年4月）亚玛芬体育的股权结构（单位：亿元）



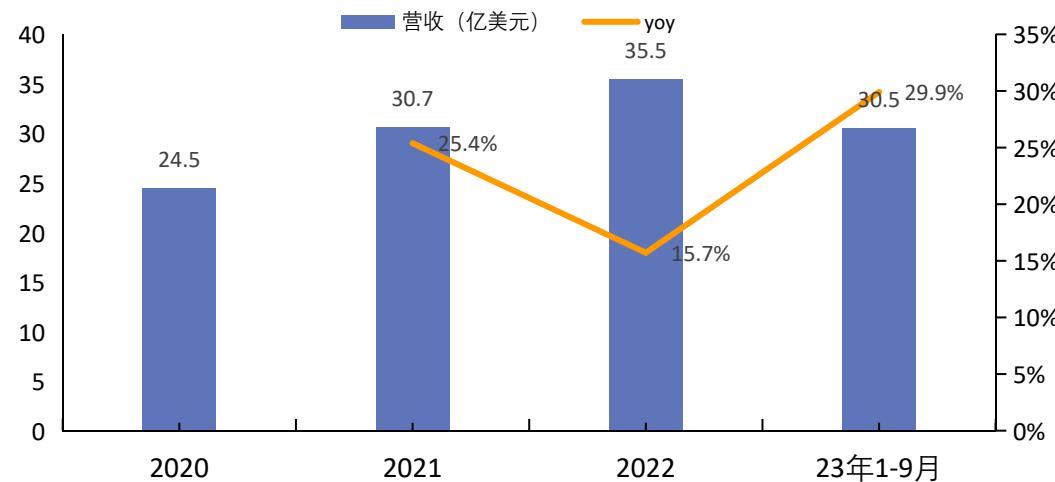
### 3.5.1 亚玛芬：聚焦户外的运动用品集团

- 亚玛芬体育公司是一家拥有国际知名品牌的体育用品公司。亚玛芬旗下有三个核心品牌——始祖鸟、萨洛蒙、威尔胜。目前亚玛芬中国市场业务渐入佳境，中国市场业务占比与2019年收购时相比，已接近翻了三倍。
- 亚玛芬体育通过品牌商店、工厂网点和电子商务以及体育用品链、专业零售商、大众商家、健身俱乐部和分销商的贸易客户直接向消费者销售其产品。截止2023年11月，亚玛芬体育的销售组织覆盖了101个国家，囊括12个品牌，拥有70余年历史。

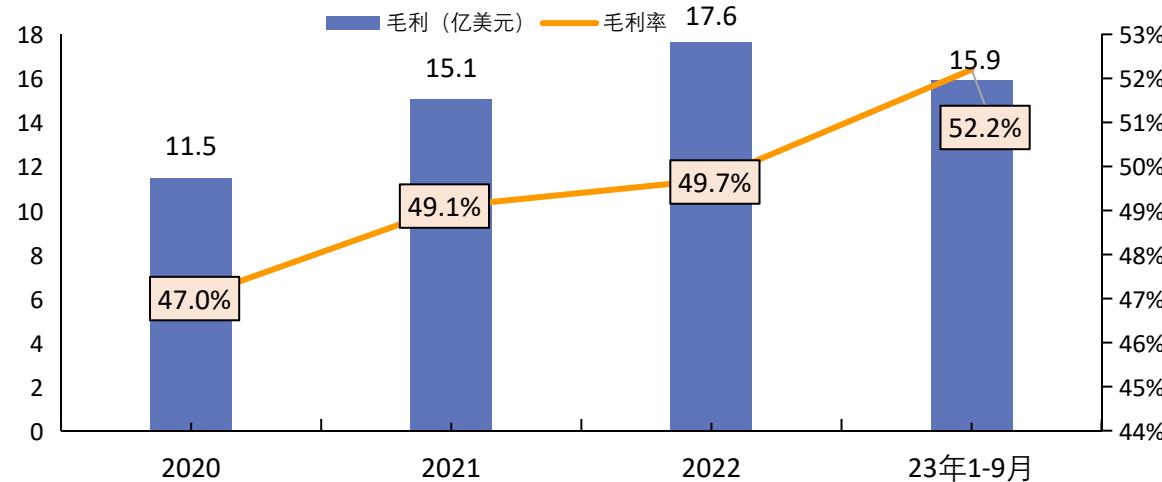
品牌名	Logo	品牌介绍	代表性产品 <small>注：为2023年4月淘宝旗舰店销量最高产品</small>
始祖鸟		诞生于1989年，扎根于高山的高端专业户外品牌，专注科技与时尚相结合的先锋观念，独树一帜的产品风格，在全球户外领域一枝独秀。	轻量男子登山鞋、防风夹克；轻量女子防风夹克
阿托米克		诞生于1955年，生产滑雪专业产品，持续参与并赞助比赛赛事，产品涉及高山滑雪、自由式、登山滑雪以及越野滑雪等运动。	成人男女滑雪头盔；DESCENTE X ATOMIC联名款滑雪棉服
萨洛蒙		诞生于1947年，在滑雪捆绑、靴子、滑雪板和服装方面创造了革命性的新概念，并为滑雪板、冒险赛车、登山等运动的鞋类、服装和设备带来了创新解决方案。	户外两穿溯溪鞋；户外潮流越野休闲鞋；防水透气多功能徒步鞋
威尔胜		诞生于1914年，提供专业运动装备，运动服装和运动配件。其核心系列涵盖篮球、网球、高尔夫、棒球、橄榄球等。	NCAA专业赛事通用标准7号PU篮球；进阶版全碳素一体轻量减震网球拍
壁克峰	PeakPerformance	诞生于1986年，以北欧山系为基因，秉承斯堪的纳维亚风格，糅合专业户外功能与风格美学为一体。	HELIUM系列；FROST系列；ORIGINALS系列

### 3.5.2 财务：2023年前三季度盈利能力提升明显

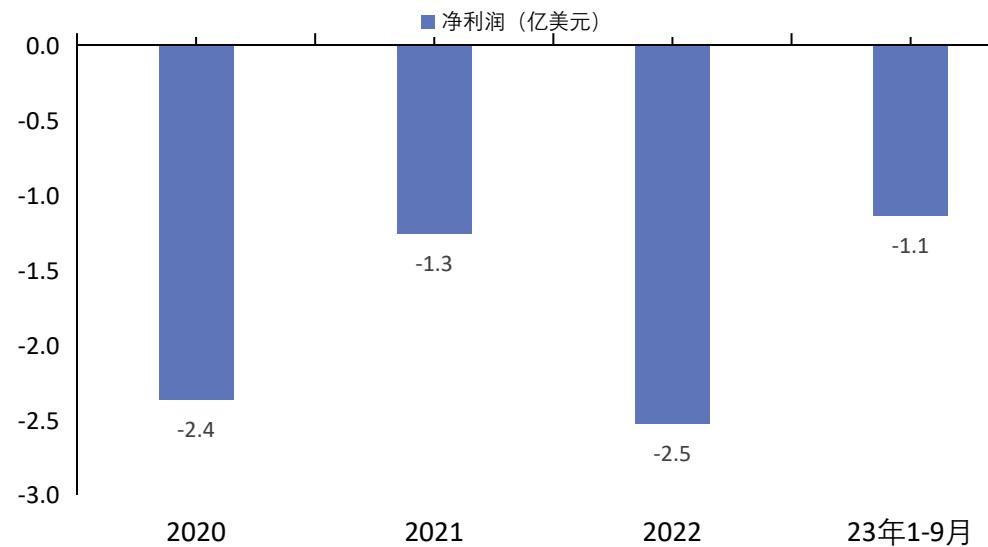
亚玛芬营收：2020-2022收入CAGR为20%



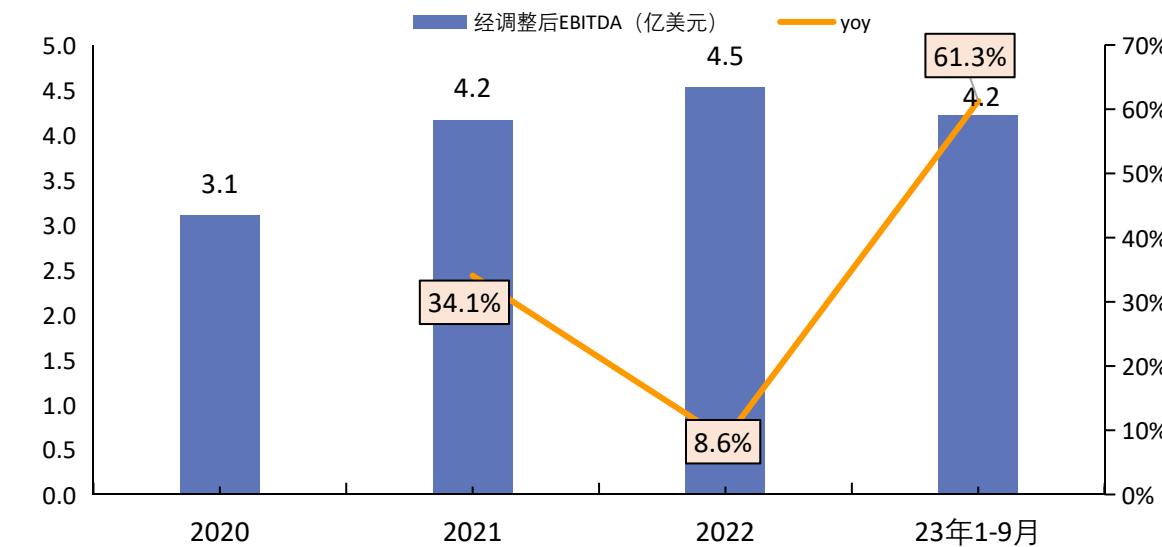
亚玛芬毛利率：2023年前三季度毛利率达52.2%



亚玛芬净利润：2023年前三季度小幅亏损



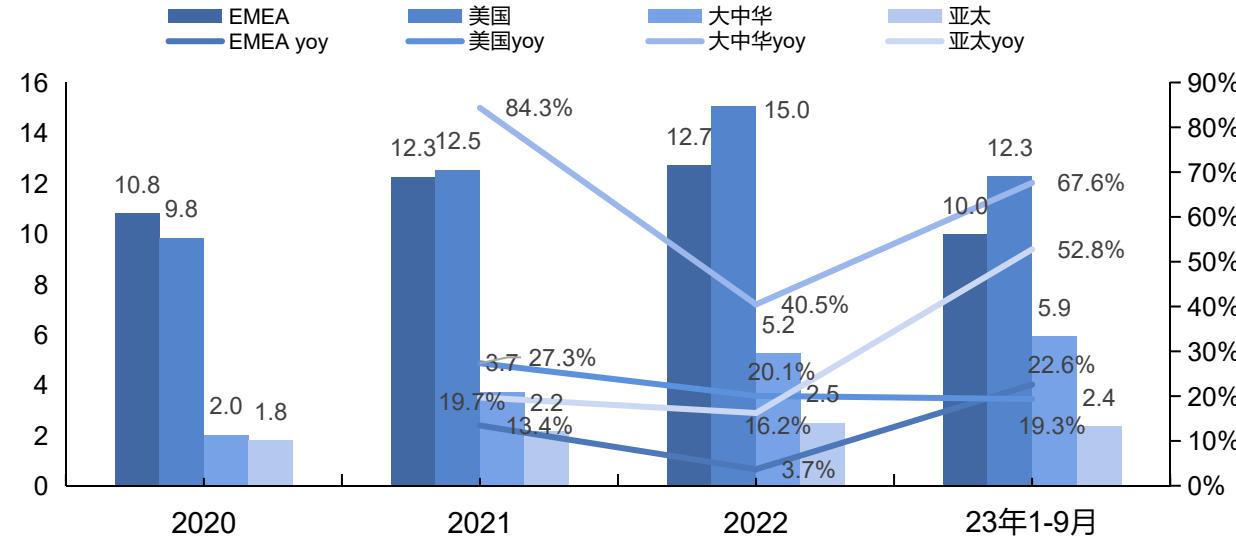
亚玛芬经调整后EBITDA：2023年前三季度实现同比增长61.3%



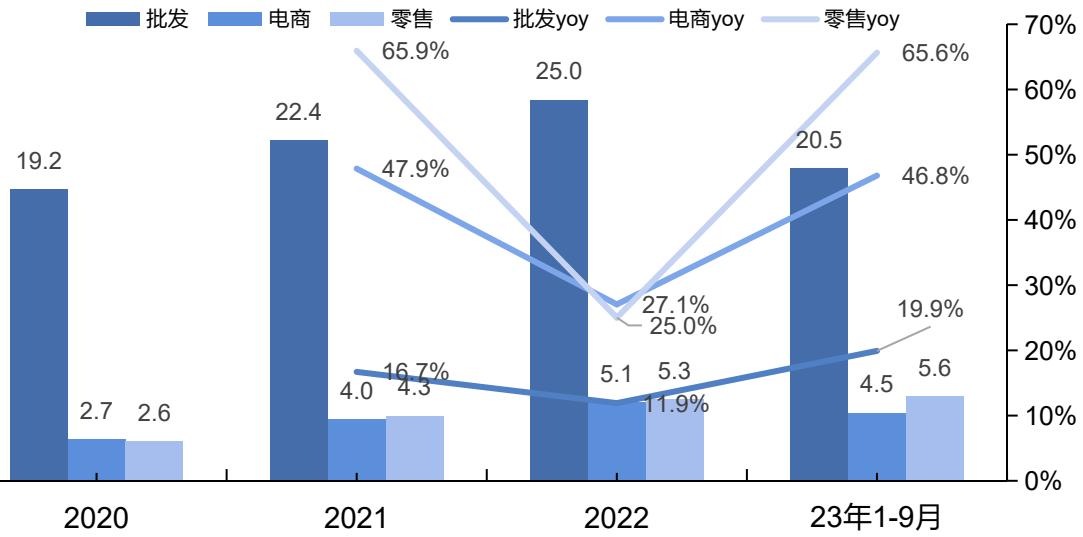
### 3.5.3 财务：2023年前三季度三大核心品牌营收占比90%



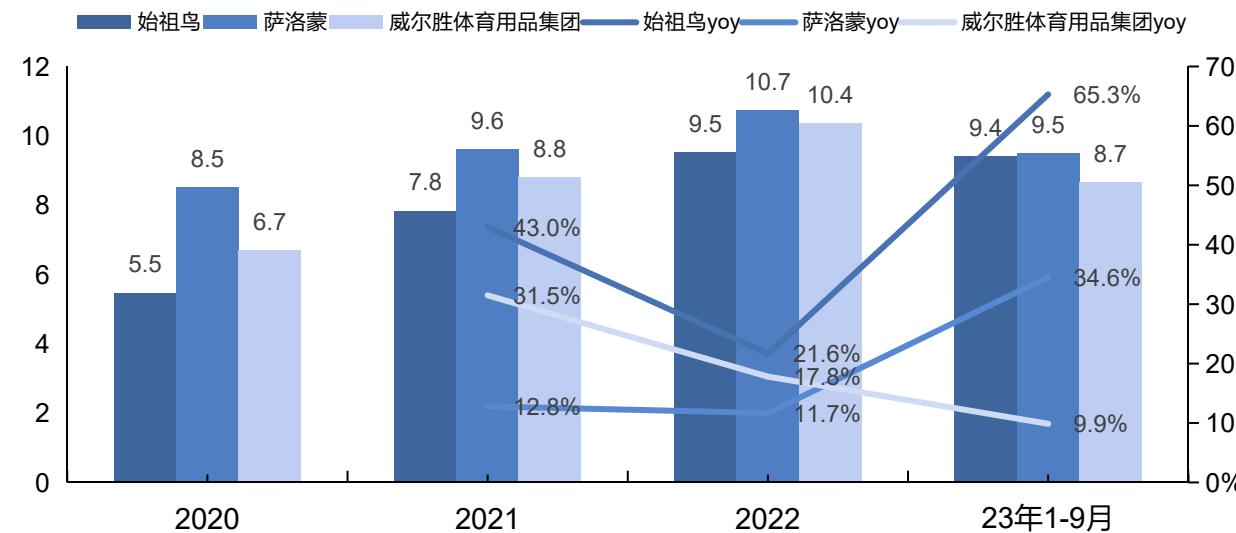
亚玛芬分地区营收：2023年前三季度大中华区营收占比19%



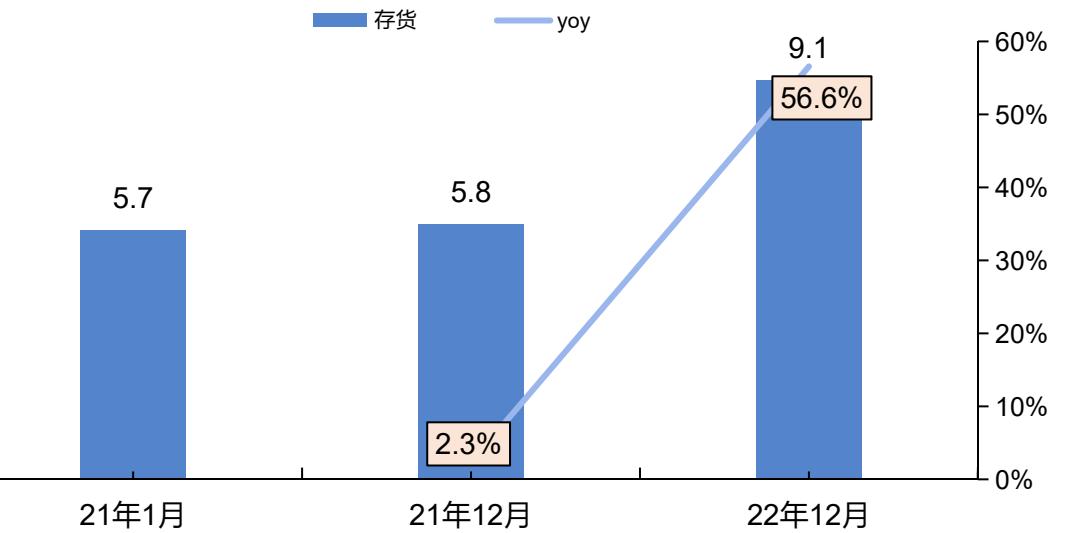
亚玛芬分渠道营收：2023年前三季度批发渠道增速亮眼



亚玛芬分品牌营收：2023年前三季度三大核心品牌营收占比90%



亚玛芬存货：截止2022年底，存货金额为9.1亿美元



### 3.6 始祖鸟历史复盘：户外品牌中的“爱马仕”

始祖鸟，1989年创立于加拿大不列颠哥伦比亚的温哥华，有部分附属产品的生产移至了新西兰、越南和中国等地，但公司的总部、设计室、主要的生产车间仍然在温哥华，产品多用于攀岩、徒步和冰雪运动等活动。由于对新工艺和新技术的不断追求，在短短十几年时间内，成长成为公认的北美乃至全球领导型的户外品牌，在服装和背包领域类有着优秀产品。截止2023年9月30日，始祖鸟全球自营门店达138家。

#### 品牌发展：专业产品起步，历史悠久

Arc'teryx的前身叫RockSolid，**1989年由Dave Lane和Jeremy Guard创建**，最早的产品是攀登装备，使用热压合技术设计和生产的Vapor安全带。**1996年Arc'teryx获得了GORE-TEX织物的授权**，开始生产其崭新的户外技术服装系列。

**2002年，始祖鸟被A-S集团收购**，随后，Salomon被分拆售予Amer集团，始祖鸟仍然保持了其在温哥华的独立运营，其的产品线今天依然只涉及户外服装、背包和攀登护具。

**2020年，刘雯成为始祖鸟全球首位品牌代言人，进军女性市场**，2021年，始祖鸟推出潮流系列**SYSTEM\_A**，该系列采用功能性面料，同时在设计上进行了改动，使之更具时尚属性。**2022年，始祖鸟销售额突破9亿欧元**。



**Arc'teryx的名字和商标图案来自人类所知最早的鸟类生物始祖鸟。**因此Arc'teryx品牌中文一般称作“始祖鸟”，俗称“加拿大鸟”，以区别于另一个使用鸟类图案商标的美国品牌Osprey。

2018年9月12日，安踏体育发布公告称，公司拟联合私募股权基金方源资本，按每股40欧元的价格以现金方式收购Amer Sports全部股权。**2019年2月25日，安踏体育公布收购“始祖鸟”母公司Amer Sports Corporation。**



1

2

3

4

5

#### 安踏集团收购后始祖鸟的渠道、营销升级改造

##### 淘汰经销商，提升门店体验

**整合经销渠道，提升自营比例：**一大批加盟商和经销商被淘汰，包括最重要的三夫户外

**收回部分经营权，统一库存管理：**2020年，始祖鸟收回了所有奥莱店铺和线上店铺的经营权，并统一了所有的库存配置

**实行“收缩性增长”策略：**关闭年销售额低于千万的门店，新店铺围绕3个关键词：**Bigger（更大面积）、Better（更好形象）、Lower（更低楼层）**

##### 强化品牌IP，提供情绪价值

**·安踏提出“运奢”概念：**开始以奢侈品思维运作始祖鸟，将门店开到奢侈品附近，售后服务也对标奢侈品

**·提升用户体验：**2022年，始祖鸟全年组织了55+场户外活动和45+场门店活动，引入“山地课堂”IP，拉进与消费者距离

**·开设目的地门店：**开在远离城市的地方，可以让用户沉浸式体验户外运动。始祖鸟山地课堂香格里拉店是其中的代表，有利于塑造品牌专业形象

##### 跨界联名，突破圈层

**·潮流品牌联名：**始祖鸟与日本潮流品牌BEAMS、英国滑板品牌Palace、德国时尚品牌ILSANDER、英国设计师品牌Greater Goods等推出联名系列，将专业户外与街头潮流进一步融合

**·艺术联名：**发起“Artist Series社区活动”，筛选艺术家和机构，并与他们推出客制联名款

**·电影联名：**2023年4月26日，始祖鸟与法国艺术家Ivan Le Pays合作，上线实验电影《A Line Alone》

### 3.6.1 始祖鸟产品：30余年专注于户外技术服装系列产品



➤ 始祖鸟旗下共有五大运动系列。除了产品线的广度拓展，始祖鸟也非常注重新消费时代的个性化需求的满足。例如推出Alpha SL系列全球限量款成功出圈，或与英国滑板品牌PALACE Skateboards 的发售限量联名款，贴近年轻客群，拓展潮流市场等方式。

#### 24系列

将户外运动与都市生活巧妙地融为一体。优质的天然纤维织物与高科技面料工艺结合，加之始祖鸟丰富的专业体系，造就了不断创新、功能强大的城市生活产品。

#### 雪线系列（Whiteline）

专为双板滑雪和单板滑雪运动设计。该系列所采用的材料和结构不仅保暖性出色，且能为滑雪者带来充分的活动自由度，每一件产品都极富设计感。

#### 徒步系列（Traverse）

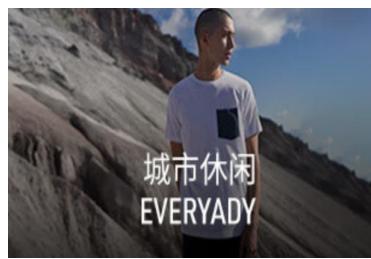
产品系列很精分，涉及到短期徒步到远足的各个领域。具有出色的轻便性、快干性、吸湿排汗性及长久抑味和高效保暖等特性，同时在高摩擦和易磨损的部位进行了加固处理增强了耐磨性，给远足和多日徒步探险者带来舒适的感受、简洁轻便的体验与行动的紧凑与高效。

#### 轻快系列（Endorphin）

专为山地越野跑等高强度有氧运动而设计。具有极佳的吸湿排汗性，并采用轻便结构设计，令每一件产品都具有流畅线条与体贴入微细节。

#### 攀登系列（Ascent）

口碑产品最多的一个系列，专为阿尔卑斯式攀登和攀岩运动度身定做，无论是硬壳、软壳、长裤等服装，还是安全带、背包等装备，都以最少的重量实现最安全的保障，最大限度确保技术型攀登的效率。

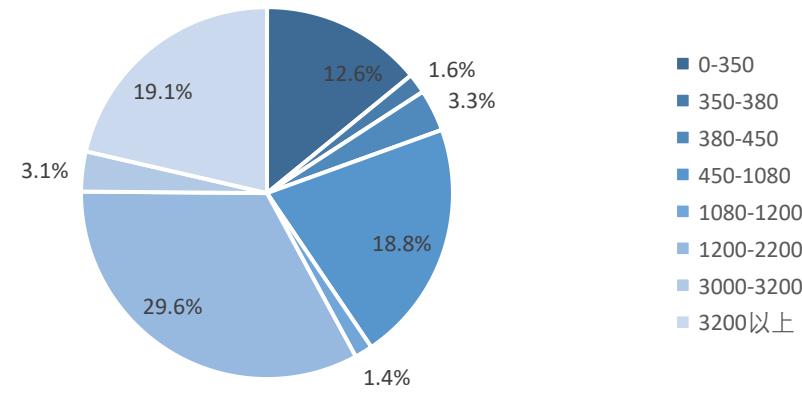


### 3.6.2 始祖鸟市场：定价高端，目标客群消费力稳健

➤ 从天猫平台销售数据变化来看，始祖鸟成交价格较多分布在500-2500元及3200元以上，产品销售上，以户外休闲服饰为主，品牌产品矩阵较完善。

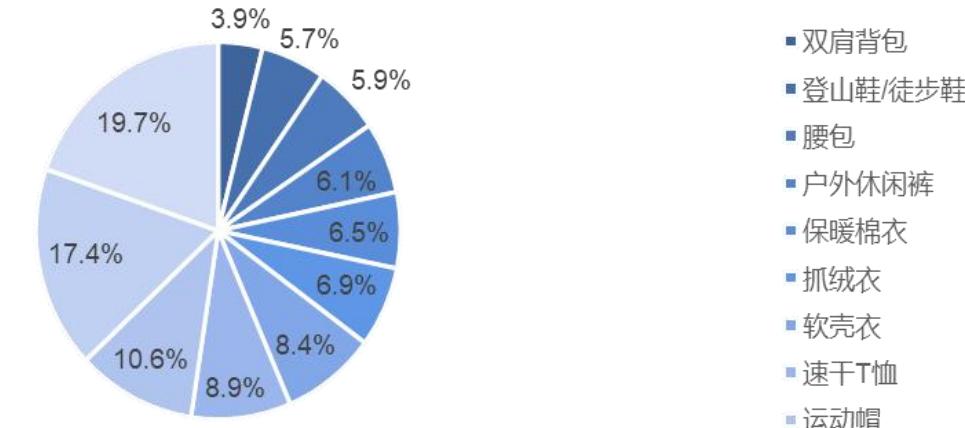
始祖鸟天猫平台成交价格分布

数据截止时间：2023年3月10日arcteryx始祖鸟天猫官方旗舰店



始祖鸟天猫平台销量分布

数据截止时间：2023年3月10日arcteryx始祖鸟天猫官方旗舰店



22M11-23M10始祖鸟天猫平台各品类销售情况

品类		22M11	22M12	23M1	23M2	23M3	23M4	23M5	23M6	23M7	23M8	23M9	23M10
户外服饰	均价	2193	2535	2740	2230	1632	1569	1456	1372	1578	2282	2356	2528
	折扣	97%	97%	99%	99%	99%	/	99%	99%	/	/	/	99%
	市占率	2.8%	1.9%	3.8%	3.2%	2.0%	1.3%	1.3%	1.8%	1.5%	3.4%	3.0%	2.6%
运动配饰	均价	709	621	698	738	635	708	612	719	734	703	758	592
	折扣	99%	98%	99%	99%	97%	/	/	/	/	/	/	/
	市占率	/	/	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
户外装备	均价	/	/	/	/	5000	5000	5000	2667	1500	1500	/	5000

### 3.6.3 始祖鸟工艺：技术先进，工艺壁垒高



特殊棉花	制衣技术	背包科技
<ul style="list-style-type: none"><li><b>T棉</b>: Thermatek棉，材料由单丝空心纤维构成，优点是保暖透气，有一定的疏水、拒水性。在不需要额外保暖内层的加持下，最大可以抵御零下30度的低温。始祖鸟大棉猴Dually Belay Parka Men's，选用的就是T棉。</li><li><b>P棉</b>: Primaloft是一种超柔软拒水性超细纤维，它是羽绒纤维的良好替代品，重量轻。</li><li><b>C棉</b>: 始祖鸟独有的Coreloft棉，以前始祖鸟一直使用的是经典的P棉。后来由于C棉的出现，P棉就被淘汰。C棉的最大优点是拥有极强的亲肤性，还具备柔软、轻薄、高保暖，速干和拒水性等优点。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li><b>智能拼接技术</b>: 1. <b>材料合理配置</b>: 将蓬松的羽绒分配在大衣主要位置与手臂，以提供身体所需的热能，人造纤维则是锁定容易累积湿气的腋下或帽檐一带。2. <b>分区填充</b>: 利用分区填充技术，在身体主要部分使用羽绒，让羽绒服饰可以运用在更多元的天气状况，达到最佳的保暖效果。3. <b>轻量好收纳</b>: 面料经防泼水处理，可防潮。女生M号仅重275克，男生M号重305克。并附有收纳袋，收纳方便。4. <b>更保暖</b>: 2017年改版，将衣服长度加长，增加保暖范围，再加上立体剪裁，在行动时仍能服贴身体，避免温度流失。</li><li><b>三维填充技术</b>: 让面料更服贴，减少大衣与身体间的空隙，更加保暖。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li><b>Tegris®背板技术</b>: 弹力与抗冲击力出众 BORA AR背包运用新型材料Tegris®制成。这款革命性材料弹力和抗冲击力出众，可以直接粘在其他材质表面，也可以缝合在一起，或进行层压，亦或热塑成型。发挥最大功效，提升贴合性和背负的舒适感。</li><li><b>RotoGlide™系统</b>: 1. <b>灵感来源</b>: 人们在负重行走时背部会发生倾斜，背部的长度也会随之发生改变，身体前倾，就会变长；站直，就会缩短。 2. <b>运用创新</b>: 腰带顺着轨道流畅地垂直滑动，延长和矫正背部姿态，沿着胯部的自然运动而自由旋转。一个类似悬挂的创新结构，让行走中的步幅更自然，有效减少了腰椎和胯部的不适感。</li></ul>
GORE-TEX®和GORE公司	GORE-TEX®薄膜如何做到防水又透气	
<ul style="list-style-type: none"><li>始祖鸟所有的防水商品皆是使用GORE-TEX，始祖鸟是GORE全球合作最密切的户外品牌。二者一起研发最新的防水科技及布料，除了部分新技术会优先提供给始祖鸟使用，有些GORE的防水布料也是提供给始祖鸟独家使用，而GORE在测试时所使用的商品也是始祖鸟的。</li><li>戈尔公司从治疗动脉血管瘤的医疗产品起步，拓展到纺织品，素来以创新技术型产品闻名于世。在GORE-TEX®布料发明前，防水外套一般都很笨重，而且汗水无法排出，使衣服内里非常潮湿，而GORE革命性的专利薄膜技术完全改变高性能外套的标准，达到防水、防风又透气。</li></ul>	<p><b>01</b> GORE-TEX®薄膜是由一种特殊的多功能材料PTFE制成（又称聚四氟乙烯），每平方英寸上有超过90亿个小细孔；它比水滴小2万倍，但比水分子大700倍，所以布料能防风防水，还拥有绝佳的透气性。</p> <p><b>02</b> 不规则小细孔织物特性让GORE-TEX®的布料独一无二，而且不受人体油脂分泌物影响功能。其化学性与温度稳定性也表现优异，低温不会脆化、高温不会变形，能应付极端气候。而且超轻薄、持久耐用。</p> <p><b>03</b> GORE-TEX®对服饰接缝要求非常严谨，每英寸都需缝制16针，而一般的防水外套通常只有12-14针；也因为接缝及针孔都可能漏水，因此GORE-TEX®的胶条作业均需经过专业培训的制造商处理，而且需要在经过认证的工厂、使用GORE专利设备来完成，二者缺一不可。</p> <p><b>04</b> 防水胶条是GORE的专利，它也是全球第一个生产压胶机且温度超过500度的厂商。使用GORE防水胶条制作的外套皆需要人与机器相互配合生产，无法以纯机器量产。也因为对工艺的极致要求，追求更轻量透气的效果，GORE采用了0.8~1.3cm的胶条，把所有由缝纫机造成的针孔完全密封。</p>	

### 3.6.4 始祖鸟品牌运营：垂直营销，满足个性化需求，重视顾客体验



➤ 个性化营销，重视消费者品牌体验。目前始祖鸟品线矩阵中也孵化了更年轻更潮流的System A系列，通过扩大商品宽度，匹配更大的需求人群，实现销售额的增长。

地点	重点门店	特点	面积
上海	始祖鸟阿尔法中心Arc'teryx Alpha Center (简称AAC旗舰店)	始祖鸟全球最大旗舰店； 10大OUTDOOR STYLE特色区域； 犹如一座世界级户外展览馆	736
	香港广场始祖鸟店	全球第三家全国首家始祖鸟品牌体验店	300+
	上海奕欧来奥特莱斯店	精品奥莱形象店	400+
北京	王府中環始祖鸟店	始祖鸟首家中国旗舰店	288
	国贸大厦始祖鸟点	全新概念店——始祖鸟之家	600左右
沈阳	始祖鸟阿尔法旗舰店AAFS	始祖鸟鸟巢计划正式启航 山地课堂沈阳特别版上线，正式启动东北山地课堂项目	500左右

会员等级与对应权益：ALPHA会员能够被邀请至霞慕尼高山学院、斯阔米什攀岩学院以及始祖鸟野雪学院登山、攀岩、滑雪

等级	消费	获取最新产品及活动信息	售后维修清洗	积分商城专属兑换	社区活动	定制生日礼品	VIP专属活动	会员专属品购买资格	全球邀请活动
ALPHA	100000元	√	√	√	√	√	√	√	√
BETA	30000元	√	√	√	√	√	√		
GAMMA	6000元	√	√	√	√	√			
ZETA	任意	√	√	√	√				

## 四、盈利预测与投资评级

## 4.1 盈利预测与估值：多品牌战略驱动高质量发展，2024年目标价95港元



- **投资建议及评级：**我们预计公司2023-2025年实现收入619/717/811亿元人民币，同比+15.4%/15.7%/13.2%，归母净利润97/113/132亿元人民币，同比+27.4%/+17.2%/+16.4%，2024年1月24日收盘价69.9港元，对应2023-2025年PE为18.6/15.9/13.6X。我们继续看好公司旗下品牌的渠道优化及门店运营改善、布局新品牌成长贡献业绩收入，维持“买入”评级。
- ✓ **安踏品牌：**我们预计安踏品牌 2023-2025 年营收同比+9%/+12%/+11%至300.8/336.4/372.7亿元，目前安踏品牌线下渠道持续转型，品牌影响力提升，专业品类扩充，有望驱动未来销售量价齐升，DTC 模式下门店经营效率及库存管理把控能力均提升明显。安踏儿童行业领先，重装赛道仍具β，有望保持较高的增长。
- ✓ **Fila 品牌：**我们预计 Fila 品牌 2023-2025 年营收同比+14%/+11%/+9%至244.8/271.9/297.2亿元。目前Fila 品牌经历了渠道调整，正从高速增长阶段转向高质量增长阶段，品牌更加聚焦店效提升及高端品类，并通过门店产品结构优化带动同店增长，新兴电商平台也顺利拓展，处于快速增长阶段。
- ✓ **迪桑特、可隆等其他品牌：**我们预计其他品牌 2023-2025 年营收同比+67%/+47%/+30%至73.7/108.5/141.5亿元。目前冰雪、露营等户外运动正处于快速增长阶段，迪桑特和可隆体育专业品牌力和产品力均领先，在集团多品牌运营能力下，我们预计未来三年营收仍将维持高增势头。

可比公司	PE			
	2022A	2023E	2024E	2025E
李宁	33	10	9	7
特步国际	22	9	8	6
361度	9	7	6	5
平均	21	9	7	6

可比公司	PS			
	2022A	2023E	2024E	2025E
比音勒芬	5	5	4	3
波司登	2	2	2	1
平均	4	3	3	2
爱马仕	17	14	12	10
露露乐蒙	5	6	5	4

分部估值表	估值方法	2024年对应估值	2024年对应市值(百万人民币)
安踏	PEG	1	67506
FILA	PEG	1.6	111655
迪桑特及可隆等其他品牌	PS	3	32543
Amer sports	PS	1.7	31891
目标市值			243594
股本(百万股)			2833
港元兑人民币汇率			0.91
目标股价(港元)			95

# 安踏体育盈利预测表



证券代码：02020 股价：69.90 投资评级：买入(维持) 日期：20240124

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	17378	25874	33096	46330	营业收入	53651	61933	71672	81137	每股指标				
应收款项	2978	4764	3924	5622	营业成本	21333	22818	26180	29164	EPS	2.82	3.41	4.00	4.66
存货净额	8490	6722	10731	8711	营业税金及附加					BVPS	12.73	15.68	19.70	24.37
其他流动资产	13750	16449	19082	22197	销售费用	19629	21859	24549	27587	估值				
<b>流动资产合计</b>	<b>42596</b>	<b>53808</b>	<b>66832</b>	<b>82860</b>	管理费用	3587	3632	4471	5197	P/E	32.6	18.6	15.9	13.6
固定资产	4774	5510	5430	5353	财务费用	-98	-96	-116	-40	P/B	7.2	4.1	3.2	2.6
在建工程					其他费用/(-收入)	0	0	0	0	P/S	4.6	2.9	2.5	2.2
无形资产及其他	8114	8346	8879	9316	<b>营业利润</b>	<b>12287</b>	<b>18155</b>	<b>21219</b>	<b>24030</b>	财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	9343	9243	9293	9343	营业外净收支	0	0	0	0	盈利能力				
<b>资产总计</b>	<b>69195</b>	<b>82076</b>	<b>96202</b>	<b>113240</b>	利润总额	<b>11355</b>	<b>14319</b>	<b>16788</b>	<b>19430</b>	ROE	22%	22%	20%	19%
短期借款	12198	12198	12198	12198	所得税费用	3110	3923	4600	5246	毛利率	60%	63%	63%	64%
应付款项	2750	3770	3710	4622	<b>净利润</b>	<b>8245</b>	<b>10395</b>	<b>12188</b>	<b>14184</b>	期间费率	46%	41%	40%	40%
预收帐款					少数股东损益	655	728	853	993	销售净利率	14%	16%	16%	16%
其他流动负债	11259	12387	14334	16227	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7590</b>	<b>9668</b>	<b>11335</b>	<b>13191</b>	成长能力				
<b>流动负债合计</b>	<b>26207</b>	<b>28354</b>	<b>30243</b>	<b>33047</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	收入增长率	9%	15%	16%	13%
长期借款及应付债券	492	492	492	492	<b>经营活动现金流</b>	<b>12147</b>	<b>15770</b>	<b>15374</b>	<b>21957</b>	利润增长率	-2%	27%	17%	16%
其他长期负债	4657	4657	4657	4657	净利润	7590	9668	11335	13191	营运能力				
<b>长期负债合计</b>	<b>5149</b>	<b>5149</b>	<b>5149</b>	<b>5149</b>	少数股东权益	655	728	853	993	总资产周转率	0.78	0.75	0.75	0.72
负债合计	31356	33503	35392	38196	折旧摊销	4464	4532	4748	4839	应收账款周转率	17.10	16.00	16.50	17.00
					公允价值变动	1036	-87	352	422	存货周转率	2.64	3.00	3.00	3.00
					营运资金变动	-1598	931	-1913	2511	偿债能力				
					投资活动现金流	<b>-4774</b>	<b>-7100</b>	<b>-7650</b>	<b>-8150</b>	资产负债率	45%	41%	37%	34%
					资本支出	-1736	-5500	-5200	-5200	流动比	1.63	1.90	2.21	2.51
					长期投资	-3043	-2200	-2650	-3150	速动比	1.27	1.65	1.84	2.23
					其他	5	600	200	200					
					<b>筹资活动现金流</b>	<b>-7841</b>	<b>-513</b>	<b>-552</b>	<b>-622</b>					
					债务融资	-483	0	0	0					
					权益融资	0	0	0	0					
					其它	-7358	-513	-552	-622					
					<b>现金净增加额</b>	<b>-214</b>	<b>8496</b>	<b>7222</b>	<b>13235</b>					
<b>股东权益</b>	<b>37839</b>	<b>48572</b>	<b>60810</b>	<b>75044</b>										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>69195</b>	<b>82076</b>	<b>96202</b>	<b>113240</b>										

资料来源：Wind，国海证券研究所

注：股价单位为港元，股价日期为2024年1月24日，货币单位为人民币，汇率采用1港元=0.90901元人民币

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

# 五、风险提示

- 宏观环境风险：突发公共卫生事件，线下销售受影响风险；
- 行业竞争风险：行业竞争加剧，竞争格局恶化风险；
- 消费者偏好风险：消费者喜好改变，产品销量不及预期风险；
- 供应链风险：受突发事件影响，上游工厂关闭影响供应链带来的风险；
- 市场开拓及产品推广风险：开拓新市场、新客户、推广新产品带来的不确定性风险；
- 收购风险：拟收购事项的不确定性风险；
- 中国与国际运动鞋服市场不可直接对比；
- 国内国际市场估值体系存在差异；
- 其他风险等。

## 海外消费&纺织服装小组介绍

马川琪：组长、资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：研究助理，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

## 分析师承诺

杨仁文, 马川琪, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立, 客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因, 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取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；  
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；  
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担责任。

国海证券 · 研究所 · 海外消费&纺织服装研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦  
邮编：200023  
电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F  
邮编：518041  
电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F  
邮编：100044  
电话：010-88576597