

亚玛芬体育 (AS)

证券研究报告

2024年07月23日

户外运动巨头加速成长

投资评级

6个月评级

增持 (首次评级)

作者

孙海洋

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518070004

sunhaiyang@tfzq.com

相关报告

AMER 为全球领先运动服饰企业, 拥有三大业务板块。Amer Sports 系全球性的标志性运动和户外品牌集团, 旗下品牌以其细致的工艺、坚定不移的真实性、优质的市场定位和令人信服的市场份额而闻名。公司开发了定义体育制胜时刻的下一代产品, 品牌创造了卓越服装、鞋类、设备、防护装备和配件。公司包含三个可细分分部: 技术服装、户外性能、和球拍运动; 每个细分市场都由一个核心品牌领导: 始祖鸟 (Arc'teryx)、萨洛蒙 (Salomon) 以及威尔胜 (Wilson)。

收购转型释放品牌增长潜力, 启动美股上市后新征程, 盈利能力逐年提升。2019 年安踏采用财团方式, 联合方源资本、Anamed investments 完成收购 Amer Sports, 收购价格约为 46 亿欧元, 安踏持有合营公司 Amer Sports 47.46% 的股权。2024 年 2 月 1 日, Amer Sports 在纽约证券交易所 (NYSE) 上市, 作为一个由标志性运动和户外品牌组成的全球集团, Amer sports 继续释放其品牌的全部潜力。

2020 年-2023 年公司收入从 24.46 提升至 43.68 亿美元 (CAGR21.3%), 经调整 EBITDA 从 3.11 亿美元增长至 6.11 亿美元, GAGR 为 25.2%; 毛利率从 47% 增长到 52.1%; 2024Q1 公司净利率 0.58%。公司指引 24 年收入增速为中双位数, 毛利率 53.5%-54%; 从中长期来看, 公司预计未来收入保持每年低双至中双位数增速, 毛利率在 3-5 年内提高 3pct 以上。

三大品牌三管齐下, 性能强大, 产品为王:

始祖鸟 (Arc'teryx) 消费分层, 中国市场潜力较大。在始祖鸟 2023 年营收中, 美国市场营收 17.27 亿美元, GAGR 达 20.6%; 大中华地区营收 8.41 亿美元, 但 GAGR 达 60.8%。从始祖鸟营收上看, 2020-2022 年 GAGR 达 31.9%, 同期技术服装部下另一品牌 GAGR 仅为 1.9%。消费分层下, 中国市场还有较大的消费潜力待释放。

萨洛蒙 (Salomon) 雪圈起家, 跻身时尚圈, 从人群痛点出发实现跨品类跨圈层增长。它建立品牌的方式是从人群痛点出发, 研判上升趋势, 及时抓住变化, 实现跨品类跨圈层的增长。「功能打底、文化加持、一鞋多穿」, 拥有强大品牌产品力。

威尔胜 (Wilson) 为网球、垒球头部品牌, 产品线持续拓展升级。作为顶级网球品牌, 在中高端专业球拍市场, Wilson 通过和顶尖运动员合作, 赞助一大批职业选手等方式在业内获得较高的知名度, Wilson 球拍的标志性人物费德勒保持着 302 周世界第一的记录。Wilson 品牌持续拓展升级, 在全球和中国市场同步展开了品牌扩张的全新路线。同时, Wilson 在品牌联动方面动作不断, 开始涉足时尚领域。

首次覆盖, 给予“增持”评级。自 2019 年收购以来, 公司制定了走向市场的战略, 强调通过各种分销渠道与消费者建立更紧密的联系。在始祖鸟品牌领导的技术服装部门、户外性能分部的推动下, 公司在零售、以及电子商务领域 DTC 渠道都取得了增长。公司计划专注于提高品牌知名度, 深化 DTC 渗透率, 优化主要批发伙伴的合作。

我们预计公司 24-26 年收入分别为 50.30/56.62/63.81 亿美元, 净利润分别为 1.72/3.20/4.39 亿美元, EPS 分别为 0.35/0.66/0.90 美元/股, 对应 PE 分别为 32/17/12X。

风险提示: 业务和行业相关风险; 供应链相关风险; 商品价格风险; 通货膨胀风险; 资金风险; 流动性风险; 测算主观性风险等。

内容目录

1. 启动美股 IPO 后新征程.....	4
1.1. 拥有始祖鸟、萨洛蒙等知名品牌.....	4
1.2. 股权稳定集中，高管经验丰富.....	7
1.3. 收入逐年增长，毛利率稳步上升.....	8
2. 三大品牌三管齐下，性能强大，产品为王.....	13
2.1. 始祖鸟（Arc' teryx）——产品体系鲜明，细分市场潜力较大.....	13
2.2. 萨洛蒙（Salomon）——痛点出发，实现跨品类跨圈层增长.....	16
2.3. 威尔胜（Wilson）——网球、垒球头部品牌，产品线持续拓展升级.....	18
3. 全球运动鞋服市场蓬勃发展.....	21
3.1. 全球运动鞋服、运动装备市场空间广阔.....	21
3.2. 体育赛事迭起，我国运动户外市场蓬勃发展.....	23
3.3. 全球运动服饰行业竞争格局分散，国内市场集中度较高.....	25
4. 盈利预测与估值.....	26
5. 风险提示.....	27

图表目录

图 1：考特尼·道沃特打破超级马拉松世界纪录，穿着 Salomon 鞋、服装和背包.....	4
图 2：Marta Kostyuk 在罗兰·加洛斯球场出庭，全身身着 Wilson 打球.....	4
图 3：职业自由球员克里斯·本切特勒（Chris Benchetler）穿着 Arc' teryx 夹克经历恶劣天气.....	4
图 4：米凯拉·希夫林（Mikaela Shiffrin）在 2023 年赢得了她的第 88 场世界杯比赛，创下了历史上阿尔卑斯山世界杯夺冠次数最多的纪录.....	4
图 5：公司三大分部：技术服装（Technical Apparel）、户外性能（Outdoor Performance）以及球拍运动（Ball & Racquet Sports）.....	5
图 6：公司发展历程.....	7
图 7：公司股权架构（截至 2024 年 2 月 29 日）.....	7
图 8：公司 2020-2024Q1 营业收入（亿美元）、yoy（%）.....	9
图 9：公司 2020-2024Q1 净利润（亿美元）、yoy（%）.....	9
图 10：公司 2020-2024Q1 经调整 EBITDA（亿美元）、经调整 EBITDA 率（%）.....	9
图 11：公司 2020-2024Q1 毛利率（%）、净利率（%）.....	9
图 12：公司 2020-24Q1 分渠道收入（亿美元）.....	10
图 13：公司 2020-24Q1 分地区收入（亿美元）.....	10
图 14：公司 2020-2024Q1 细分市场分部收入（亿美元）.....	10
图 15：技术服装分部分渠道营业收入（亿美元）.....	11
图 16：技术服装分部分品牌营业收入（亿美元）.....	11
图 17：户外性能分部分渠道营业收入（亿元）.....	12
图 18：户外性能分部分品牌营业收入（亿元）.....	12

图 19: 球拍运动分部分渠道营业收入 (亿美元)	12
图 20: 始祖鸟发展历程	13
图 21: 始祖鸟 (Arc' teryx) 产品定价	13
图 22: 始祖鸟近三年在各大电商平台销售额 (百万元)	15
图 23: Salomon 发展历程	16
图 24: 萨洛蒙 (Salomon) 产品定价	16
图 25: 萨洛蒙当家科技 Contagrip	18
图 26: 威尔胜 (Wilson) 发展历程	18
图 27: 威尔逊 (Wilson) 产品定价	19
图 28: 世界知名网球运动员费德勒与 Wilson 球拍	19
图 29: 汤姆汉克斯《荒岛余生》中 Wilson 排球	19
图 30: Wilson 品牌联名	20
图 31: 全球运动服市场规模 (亿美元)、yoy (%)	22
图 32: 全球运动鞋市场规模 (亿美元)、yoy (%)	22
图 33: 全球运动设备市场规模 (亿美元)、yoy (%)	22
图 34: 我国运动行业政策	23
图 35: 近年大型世界级体育赛事举办情况	23
图 36: 传统运动&户外运动大众参与率及 18-29 岁参与偏好度	24
图 37: 天猫 6 大新百亿户外市场	24
图 38: 2023 年中国运动服饰行业品牌市占率	25
图 39: 2023 年全球运动服饰行业品牌市占率	25
表 1: 三大分部主要品牌介绍	5
表 2: 公司高管介绍	8
表 3: 始祖鸟畅销产品简介	14
表 4: 始祖鸟攀登服装子系列分类	14
表 5: 萨洛蒙产品演变进阶历程	17
表 6: XT-6 鞋款科技	17
表 7: AMER 各品牌未来增长策略	20
表 8: AMER 盈利预测 (单位: 亿美元)	27

1. 启动美股 IPO 后新征程

1.1. 拥有始祖鸟、萨洛蒙等知名品牌

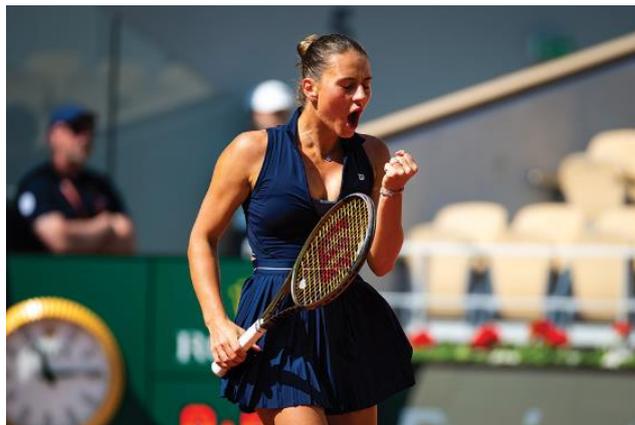
Amer Sports 是一家全球性的标志性运动和户外品牌集团，包括 Arc' teryx、Salomon、Wilson、Atomic 和 Peak Performance。品牌以其细致的工艺、坚定不移的真实性、优质的市场定位和令人信服的市场份额而闻名。通过与行业影响者、精英运动员以及其服务的各个社区的合作，公司开发了定义体育制胜时刻的下一代产品，品牌创造了卓越服装、鞋类、设备、防护装备和配件。

图 1：考特尼·道沃特打破超级马拉松世界纪录，穿着 Salomon 鞋、服装和背包



资料来源：AMER 招股书，天风证券研究所

图 2：Marta Kostyuk 在罗兰·加洛斯球场出庭，全身身着 Wilson 打球



资料来源：AMER 招股书，天风证券研究所

图 3：职业自由球员克里斯·本切特勒（Chris Benchetler）穿着 Arc' teryx 夹克经历恶劣天气



资料来源：AMER 招股书，天风证券研究所

图 4：米凯拉·希夫林（Mikaela Shiffrin）在 2023 年赢得了她的第 88 场世界杯比赛，创下了历史上阿尔卑斯山世界杯夺冠次数最多的纪录



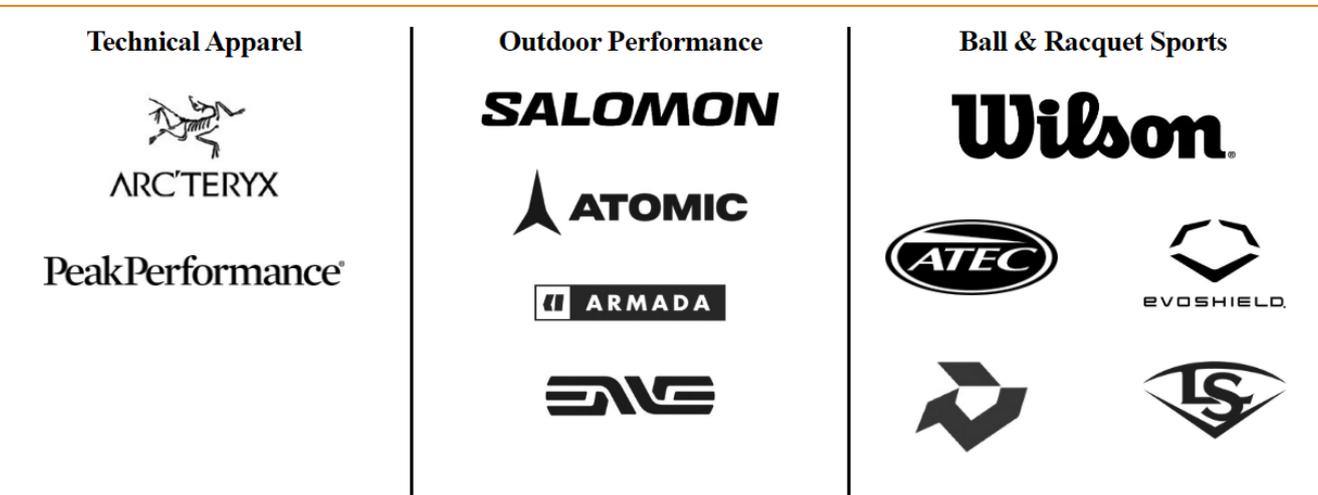
资料来源：AMER 招股书，天风证券研究所

公司品牌远近文明，并在全球范围内为质量、性能和品牌体验设定标准。尽管公司品牌如今已确立市场领先地位，但任重道远。公司包含三个可细分分部：技术服装（Technical Apparel）、户外性能（Outdoor Performance）和球拍运动（Ball & Racquet Sports）；细分市场包括公司的“品牌集群”（brand clusters）。

1) 技术服装（Technical Apparel）包括户外服装、鞋类和配饰，由始祖鸟 Arc' teryx 和 Peak Performance 品牌组成。

- 2) 户外性能 (Outdoor Performance) 包括户外服装、鞋类、配件和冬季运动设备, 由 Salomon、Atomic、 Armada 和 ENVE 品牌组成。
- 3) 球拍运动 (Ball & Racquet Sports) 包括运动器材、服装和配件, 由 Wilson、Louisville Slugger、DeMarini、EvoShield 和 ATEC 品牌组成。

图 5: 公司三大分部: 技术服装 (Technical Apparel)、户外性能 (Outdoor Performance) 以及 球拍运动 (Ball & Racquet Sports)



资料来源: AMER 招股书, 天风证券研究所

每个细分市场都由一个核心品牌领导: 始祖鸟 (Arc' teryx)、萨洛蒙 (Salomon) 以及威尔胜 (Wilson):

表 1: 三大分部主要品牌介绍

	ARC'TERYX	SALOMON	WILSON
成立日期	1989	1947	1914
目标	为山地运动员提供雪地、越野和登山产品, 引领世界	为了通过山地运动释放人们最好的一面	让每个人都像运动员一样生活
活动	攀岩、登山、徒步旅行、滑雪、单板滑雪	越野跑、公路跑、徒步旅行、单板滑雪、高山滑雪、北欧滑雪	球拍运动、棒球、垒球、足球、篮球、排球、高尔夫
主要产品	性能外套	跑鞋	网球拍
关键品牌属性	提供领先的山地外套, 专为极端需求而设计	鞋类和冬季运动装备的全球领导者, 在创新的推动下打造了一个 365 天全年无休的品牌	提供持续增长和性能的综合运动硬件制造商

资料来源: AMER 招股书, 天风证券研究所

1) 始祖鸟 (Arc' teryx) 品牌:

Arc' teryx 是一个技术户外服装品牌, 灵感来自加拿大海岸山脉, 建立在痴迷、精确的设计和生原则之上。Arc' teryx 装备突破了性能的极限, 使冒险家能够在山区、穷乡僻壤和世界上一些最具技术性的攀登中脱颖而出。这些产品以其极简主义的设计、时尚流线型的美学以及不断推动户外活动的新的创新功能而闻名。从材料到设计的产品质量使 Arc' teryx 能够获得品牌溢价, 其在北美最畅销的“硬壳”夹克 Alpha SV 的零售价为 800 美元就是证明。

2) 萨洛蒙 (Salomon) 品牌:

Salomon 1947 年诞生于法国阿尔卑斯山, 创造了优质的创新鞋类、服装、冬季运动设备和配件。自成立以来, Salomon 一直秉承设计、工艺、持续创新的理念, 其灵感来自进步、

户外活动和运动员。该品牌首先生产金属滑雪板边缘，并扩展到可释放的滑雪板绑定，然后推出改变行业的后入式滑雪靴和单体滑雪板。该品牌在冬季运动领域的领导地位有助于推动其进入多元化的运动和产品组合，包括鞋类和服装。如今，Salomon 是全球越野跑步鞋和高级徒步鞋的市场领导者，其产品以其性能、风格、耐用性和可持续性而闻名。萨洛蒙 2022 年超过 60% 的收入来自鞋类，同时在其传统冬季运动装备类别（滑雪板、单板滑雪板、靴子、绑带、护目镜、头盔等）中也具有领先的市场地位。

3) 威尔逊 (Wilson Sporting Goods) 品牌:

Wilson Sporting Goods 于 1914 年在伊利诺伊州芝加哥成立，是一家领先的高性能运动器材、服装、鞋类和配件制造商。Wilson Sporting Goods 的产品组合由标志性的 Wilson 品牌以及 Louisville Slugger、DeMarini、EvoShield 和 ATEC 组成。总的来说，这些品牌为各种主流体育运动带来了三个多世纪的创新、历史和遗产。作为一个多运动平台，Wilson 通过利用品牌各个学科的知识，包括网球、棒球和篮球等运动，推动创新和产品卓越。Wilson 品牌作为顶级运动装备有着悠久的历史，与罗杰·费德勒、拉塞尔·威尔逊和贾马尔·穆雷等传奇运动员有着密切的联系。此外，Wilson 是职业体育联盟的官方合作伙伴，包括 NBA、WNBA、NFL、美国网球公开赛和罗兰·加洛斯大满贯网球锦标赛，以及 NCAA，使威尔逊的产品成为体育表现不可或缺的一部分。这些运动员和联盟证明了威尔逊创新和卓越产品的信誉和声誉。

虽然 Arc'teryx、Salomon 和 Wilson 在公司三个细分市场分部中占据领先地位，但其他品牌也适合以运动为导向的产品组合。Atomic 和 Peak Performance 等品牌增强了公司规模、竞争定位和体育类别的多元化。公司各个品牌使公司在各个体育领域发挥领导和竞争作用，推动产品组合的持续成功。

公司发展历程:

开端 (1950-1970 年): 1950 年，四个学生组织成立了 Amer 烟草公司，到 20 世纪 60 年代中期，Amer 将业务扩展到航运领域。1970 年，通过收购芬兰印刷出版公司 Weilin+Gös，Amer 成立了一个出版和印刷部门，该部门隶属于 Amer 超 25 年。

公司上市、国际化飞跃 (1970-1990 年): 1977 年，Amer 在赫尔辛基证券交易所上市，1984 年在伦敦证券交易所上市。Koho Tuote 是世界上最好的球员使用的冰球棍和防护设备的制造商，Amer 体育用品业务开始于收购 Koho Tuote。1985 年，通过收购全球知名的芬兰设计和纺织公司 Marimekko，Amer 进入了室内装饰和成衣领域。Marimekko 于 1991 年被剥离。Amer 在 20 世纪 80 年代开始专注于体育用品行业，收购了一些世界领先的体育品牌，后来剥离了其非核心业务。

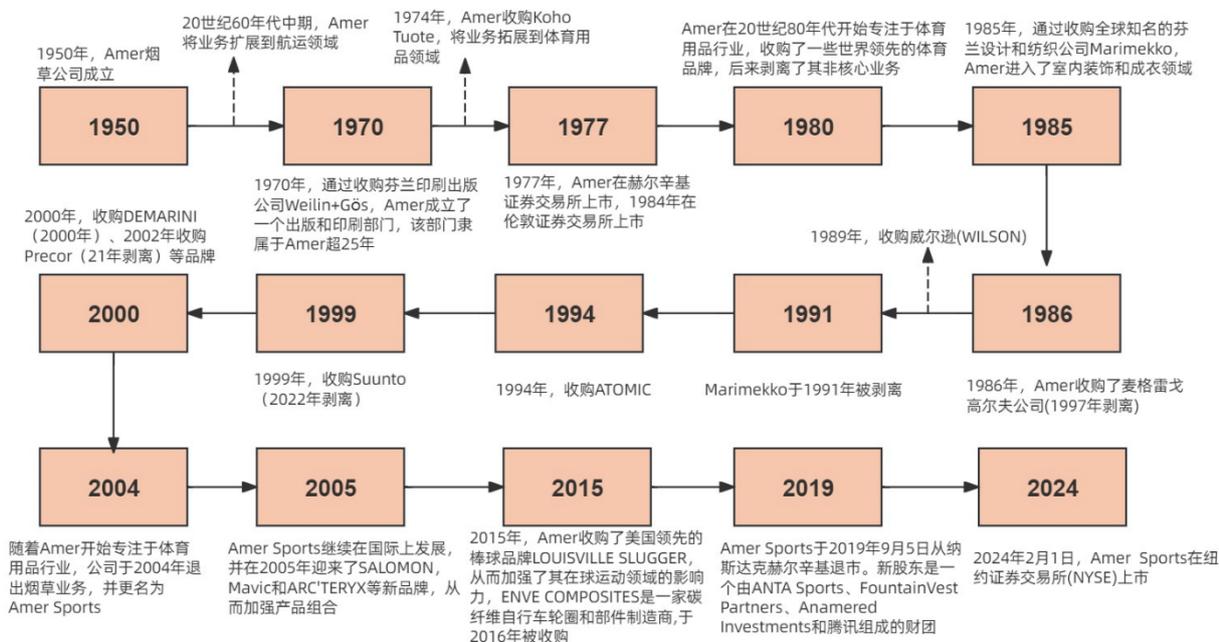
建立体育部门: 1986 年，Amer 收购了麦格雷戈高尔夫公司(1997 年剥离)、威尔逊 WILSON (1989 年)、ATOMIC (1994 年)、Suunto (1999 年，2022 年剥离)，DEMARINI (2000 年) 和 Precor (2002 年，2021 年剥离) 等品牌，并成为球和冬季运动器材、运动手表、潜水电脑和健身器材的专家。随着 Amer 开始专注于体育用品行业，公司于 2004 年退出烟草业务，并更名为 Amer Sports。

加强全球影响力 (2000-2020 年): Amer Sports 继续在国际上发展，并在 2005 年迎来了 SALOMON、Mavic 和 ARC'TERYX 等新品牌，从而加强了产品组合。2015 年，该公司收购了美国领先的棒球品牌 LOUISVILLE SLUGGER，从而加强了其在球运动领域的影响力。ENVE COMPOSITES 是一家碳纤维自行车轮圈和部件制造商，于 2016 年被收购。美国滑雪品牌 ARMADA 于 2017 年加入 Amer Sports，随后于 2018 年加入瑞典标志性外套和街头服饰品牌 PEAK PERFORMANCE。

新的所有权推动了 Amer Sports 的发展 (2019 年): Amer Sports 于 2019 年 9 月 5 日从纳斯达克赫尔辛基退市。新股东是一个由 ANTA Sports、FountainVest Partners、Anamered Investments 和腾讯组成的财团。

在纽交所上市 (2024年): 2024年2月1日, Amer Sports 成为一家在著名的纽约证券交易所 (NYSE) 上市的上市公司, 一个新的时代开始了。作为一个由标志性运动和户外品牌组成的全球集团, Amer sports 继续释放其品牌的全部潜力, 并与消费者社区建立更紧密的联系, 真正通过体育提升世界。

图 6: 公司发展历程

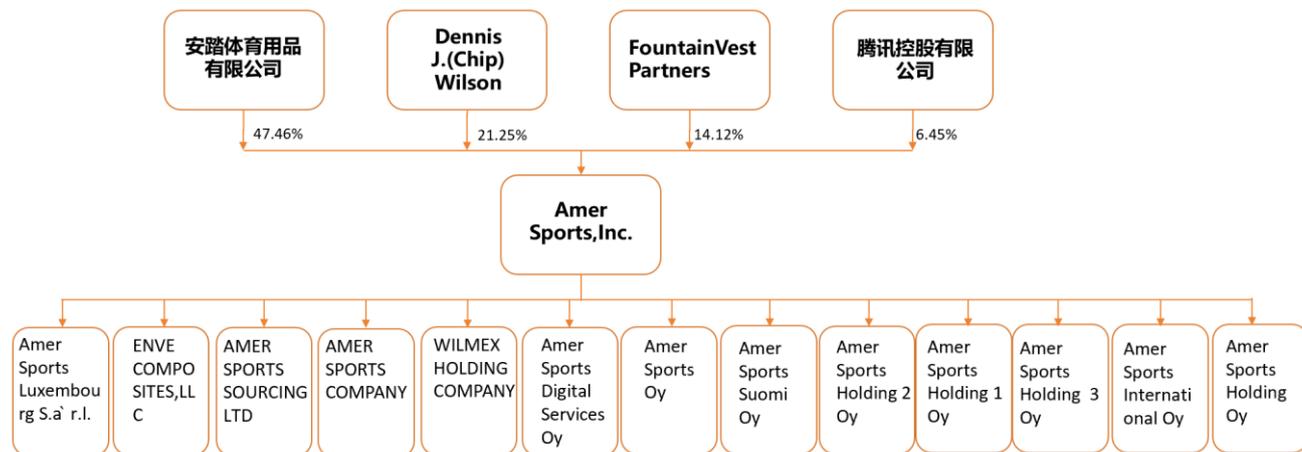


资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

1.2. 股权稳定集中, 高管经验丰富

启动美股 IPO 后新征程, 公司股权架构稳定。2019 年安踏采用财团方式, 联合方源资本、Anamered investments 完成收购 Amer Sports, 收购价格约为 46 亿欧元, 根据 Amer 招股书, 安踏持有合营公司 Amer Sports 47.46%的股权。

图 7: 公司股权架构 (截至 2024 年 2 月 29 日)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

高管团队经验丰富。始祖鸟的新任 CEO Haselden 曾在 lululemon 任职五年，而这恰好与始祖鸟当下拓展女性消费市场的目标相符；领导萨洛蒙的 Franco Fogliato，曾在 Columbia 担任全球全渠道执行副总裁，其规划将萨洛蒙与山地运动更加紧密结合。除此之外，安踏抽调郑捷、徐阳、殷一等安踏品牌的老班底加入亚玛芬，前者担任亚玛芬 CEO 进行全球资源协同，后面分别成为了始祖鸟和萨洛蒙的中国区 CEO，负责在中国国内开疆拓土。

表 2：公司高管介绍

姓名	职务	加入时间	工作经历
郑捷	CEO	2019	自 2009 年起担任 ANTA Sports 董事, 2001-2008 年就职于 Adidas 在 Adidas 担任过多个职位, 于 2008 年加入 ANTA Sports, 在担任首席执行官之前, 曾任集团总裁兼执行董事。自 2020 年起担任 Amer Sports 首席执行官。
Andrew E. Page	CFO	2023	2021-2023 年, 曾就职于鞋类零售公司 Foot Locker, 担任的首席财务官; 2019-2021 年, 曾就职于 Advance Auto Parts, 任首席会计官; 2011-2019 年, 就职于 Under Armour 并担任多个职位, 包括公司总监和首席会计官; 自 2022 年起担任 Kontoor Brands 的董事和审计委员会成员。
Michael Hauge Sørensen	COO	2020	1994-2013 年, 在全球鞋类公司 ECCO 担任多个职位, 包括全球销售执行副总裁兼首席运营官。2013-2019 年, 曾在多家上市公司董事会任职, 包括 Pandora Jewelry、Santa Fe Group 和 IC Group。2019 年起担任 Amer Sports 顾问, 2020 年担任 COO。
Wen-Chang (Victor) Chen	CSO	2020	2009-2020 年, 曾就职于 Boston Consulting Group 担任合伙人。2002-2006 年, 就职于 Golin 的担任董事。2020 年起担任 Amer Sports 首席战略官。
Stuart C. Haselden	Arc'teryx CEO	2021	曾就职于 Away 的董事会, 于 2020-2021 年担任 Away 首席执行官。曾就职于 Lululemon Athletica、J.Crew 并担任过多个职位。自 2021 年起担任 Arc'teryx 首席执行官, 与此同时任 Amer Sports 董事会的顾问。
Franco Fogliato	Salomon CEO	2021	2013-2021 年, 就职于 Columbia Sportswear Company, 担任 EMEA 总经理和全球全渠道执行副总裁。2004- 2013 年, 担任比拉邦首席执行官。自 2021 年起担任 Salomon 总裁兼首席执行官。
Joseph Dudy	Wilson CEO	2019	于 1995 年加入 Wilson, 曾在该品牌担任多个职位, 包括 Wilson Team Sports 的财务总监和 Wilson Sporting Goods 的财务副总裁。自 2019 年起担任 Wilson 的总裁兼首席执行官。

资料来源：AMER 招股书、天风证券研究所

1.3. 收入逐年增长，毛利率稳步上升

转型释放品牌增长潜力，收入逐年增长。2019 年, 由 ANTA Sports、FountainVest、Anamered Investments (Chip Wilson 的附属实体) 和腾讯组成的国际投资财团收购了 Amer Sports, 目的是通过转变商业模式、投资品牌、扩大地域和制定多渠道战略来释放潜在品牌增长潜力。收购后, 带来了强劲的收入增长、毛利率的提高和盈利能力的提高。

2021 年收入 30.66 亿美元, 同增 25.4%, 主要系受新冠疫情后销量复苏的推动, 每个分部消费者需求增长, 部分被重大供应链中断和当地防范措施的影响所抵消。2022 年的收入增加至 35.49 亿美元, 同增 15.7%, 主要系新产品推出、新零售店开业、品牌知名度提高和销售点扩张, 以及新冠疫情后供应链复苏, 各个市场的消费者需求增加所致。

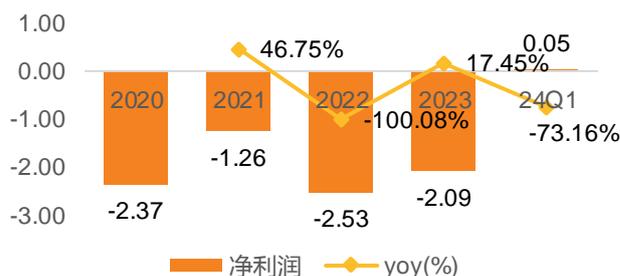
2020 年-2023 年公司收入从 24.46 提升至 43.68 亿美元 (CAGR 为 21.3%), 而毛利率从 47% 增长到 52%。

图 8：公司 2020-2024Q1 营业收入 (亿美元)、yoy (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

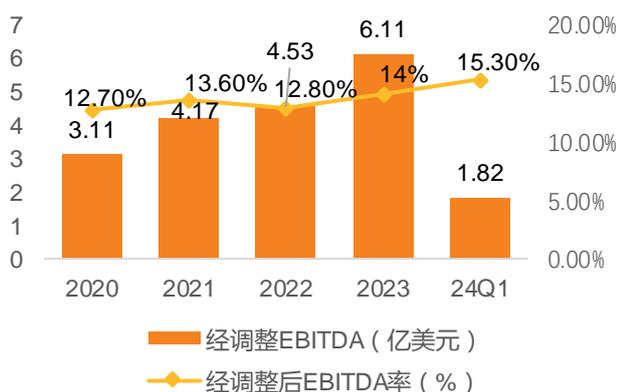
图 9：公司 2020-2024Q1 净利润 (亿美元)、yoy (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

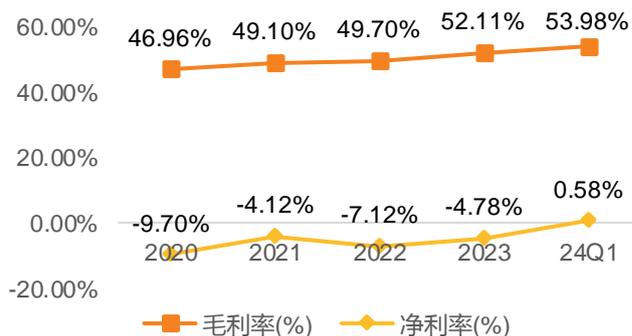
盈利能力逐年提升。2020-2023 年公司经调整 EBITDA 从 3.11 亿美元增长至 6.11 亿美元，GAGR 为 25.2%；经调整 EBITDA 利润率从 12.7% 增长至 14%，同增 1.3pct。盈利能力逐年提升，2020-2023 年公司毛利率从 47% 增长到 52.1%，同增 5.2pct；**2024Q1 公司净利率 0.58%**。

图 10：公司 2020-2024Q1 经调整 EBITDA (亿美元)、经调整 EBITDA 率 (%)



资料来源：AMER 招股书，公司公告，天风证券研究所

图 11：公司 2020-2024Q1 毛利率 (%)、净利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

分渠道，2021 年批发收入 22.36 亿美元，同增 16.7%，主要系球拍运动和户外性能分部销售额增加推动的。

2021 年 DTC 收入增至 8.3 亿美元，同增 56.6%。主要系技术服装部门的销售额增加、2020 年疫情后自有零售店的显著复苏、以及受到自有零售店总数同比净增 22 家推动所致。此外，电子商务同增 47.9%，主要系公司电子商务网站的流量同增 42%，与消费者对网上购物偏好的转变一致。

2022 年批发收入增加至 25.03 亿美元，同增 11.9%，主要系终端消费者的销售有所改善，零售商加快了产品的补货速度，球拍运动和户外性能销售额增加所致。

2022 年 DTC 收入 10.46 亿美元，同增 26.0%，主要系零售店比 21 年净增加了 25 家，电子商务总销售额同增 27.0%，达 5.14 亿美元。与 2021 年相比，公司电子商务网站的总流量增长了 81%，这反过来又推动了电子商务总销售额的增长。

2023 年批发收入 28.10 亿美元，同增 12%，主要系大中华区和亚太地区的成长。**2023 年 DTC 收入 15.59 亿元，同增 49%**，主要系 Arc'teryx 美洲和大中华区的带动，同时电子商务

也继续保持两位数的增长趋势。

分地区，2021-23 年所有地理区域的收入都有所增长。

2021 年美洲收入同增 27.3%，主要系技术服装和球拍运动分部的强劲表现所致。受现有零售店生产力提高、电子商务网站流量增加以及新店开业的推动，**大中华区收入同增 84.3%**。

EMEA 地区收入同增 13.4%，主要系户外性能分部销售额的整体增长所致，但部分被消费者旅行（主要是冬季相关产品）的减少所抵消。**亚太地区收入同增 19.7%**，主要系消费者对技术服装、和球拍运动的需求增加。

2022 年美洲收入同增 20.1%，主要得益于技术服装和球赛运动领域的强劲表现；大中华区收入同增 40.5%，主要系现有自有零售店生产力的提高、自有电子商务网站的流量增加以及开设新店所致。EMEA 地区的收入同增 3.7%，主要系户外性能部门的批发渠道销售额有所提高（虽然俄罗斯的所有重要商业活动在 2022 年底前暂停）。**亚太地区收入同增 16.2%**，**得益于各个细分市场的消费者需求的广泛复苏。**

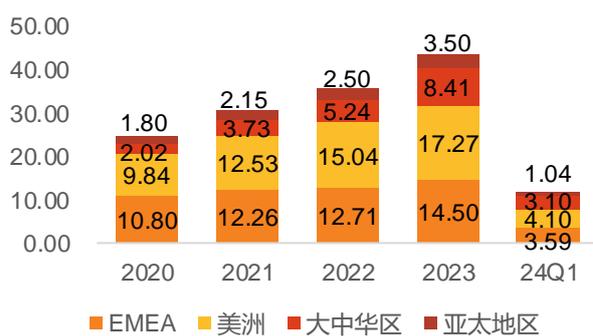
在 DTC 强劲推动下 2023 年各地市场分别实现同比增长。2023 年总营收 43.68 亿美元，同增 23%。大中华区增长 61%，三个分部细分市场都实现了稳健增长，亚太地区增长 40%。在 DTC 强劲增长推动下，美洲增长 15%，EMEA 增长 14%。

图 12：公司 2020-24Q1 分渠道收入（亿美元）



资料来源：AMER 招股书，公司公告，天风证券研究所

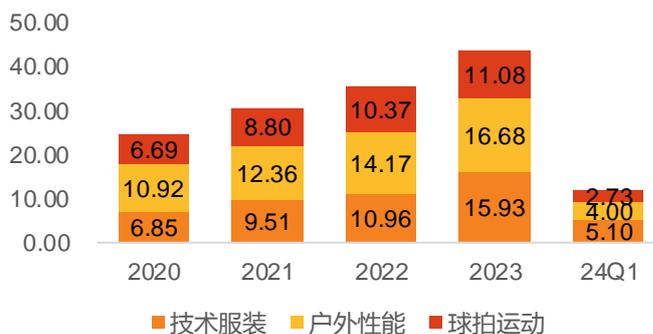
图 13：公司 2020-24Q1 分地区收入（亿美元）



资料来源：AMER 招股书，公司公告，天风证券研究所

分市场，2020-2023 年技术服装细分部收入从 6.85 亿美元增长至 15.93 亿美元，GAGR 为 32.5%；户外性能分部收入从 10.92 亿美元增长至 16.68 亿美元，GAGR 为 15.2%；球拍运动分部收入从 6.69 亿美元增长至 11.08 亿美元，GAGR 为 18.3%。**24Q1，技术服装/户外性能/球拍运动分部收入分别为 5.10/4.00/2.73 亿美元，分别占比 43.1%/33.8%/23.1%。**

图 14：公司 2020-2024Q1 细分市场分部收入（亿美元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1) 技术服装分部：

2021 年收入从 2020 年的 6.85 亿美元增加到 9.51 亿美元，同增 38.7%，主要系 DTC 渠道战略带来的销售额增长，以及渠道组合的转变和新冠疫情相关政策的变化所致。由于公司旗下电子商务网站的流量增加，电子商务的分部收入从 2020 年的 1.32 亿美元增加到 2021 年的 2.06 亿美元。DTC 渠道销售额的增长进一步受到 14 家自有零售店净增长的推动。按地域划分，2021 年，美洲 DTC 渠道的分部收入同增 64.8%，大中华区分部收入同增 105.8%。

2022 年的收入 10.96 亿美元，同增 15.2%，主要系 DTC 渠道的销售额增长推动所致。由于公司旗下电子商务网站的流量增加，电子商务的分部收入从 2021 年的 2.06 亿美元增加至 2022 年的 2.64 亿美元。DTC 渠道销售额的增长进一步受到 5 家自有零售店净增长的推动。按地域划分，2022 年，美洲 DTC 渠道的细分市场收入与 2021 年相比同增 45.0%，大中华区 2022 年与 2021 年比较同增 34.4%。DTC 的增长部分被批发渠道的分部收入的下降所抵消，渠道组合主要依靠 DTC 渠道战略发展。

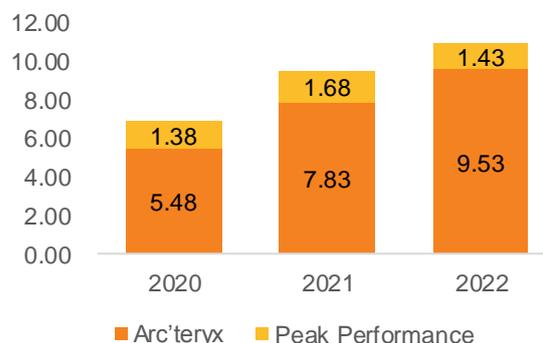
2023 年技术服装分部收入 15.9 亿美元，同增 45%，这得益于 57% 的 DTC 的增长，包括 55% 的全方位复合增长和 27% 的批发增长。技术服装在各个地区、渠道和类别中都有广泛的增长。技术服装部门调整后的营业利润率同增 4.1pct，达到 19.7%，得益于毛利润的增长，以及强劲的利润增长势头推动的营业费用杠杆作用。

图 15：技术服装分部分渠道营业收入（亿美元）



资料来源：AMER 招股书，天风证券研究所

图 16：技术服装分部分品牌营业收入（亿美元）



资料来源：AMER 招股书，天风证券研究所

2) 户外性能分部：

2021 年，户外性能细分市场总收入从 20 年的 10.92 亿美元增至 12.36 亿美元，同增 13.2%，主要系消费者对公司鞋类和服装产品的强劲需求推动，而供应链限制部分抵消了这一需求，

包括越南鞋类和服装供应商的关闭以及海运集装箱短缺，导致货物到货晚于预期。滑雪设备仅小幅增长，部分原因系 EMEA 地区的 2020 年和 2021 年冬季旅行受到新冠疫情的影响。

2022 年户外性能分部细分市场总收入 14.17 亿美元，同增 14.6%，主要系所有地理区域批发渠道的销售额增加推动。2021 年，随着越南鞋类和服装制造商从新冠疫情中恢复，由于强劲的消费者需求和供应链能力的提高，鞋类销售带来的分部收入增加，而北美消费者需求持续高涨，加上欧洲、中东和非洲地区前一个冬季旅行受新冠疫情影响后出现反弹，推动了滑雪设备分部收入的增加。

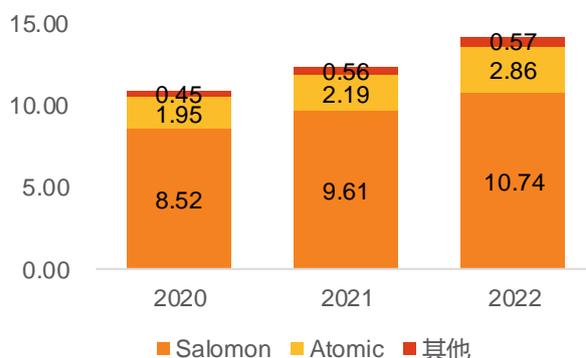
2023 年户外性能分部收入 16.7 亿美元，同增 18%，其中 EMEA、大中华区和亚太地区的收入居首位。户外性能部门调整后的营业利润率同比增长 0.8pct，达到 9.1%，这主要得益于毛利率的增长，但为支持萨洛蒙在鞋类和大中华区的发展，所增加的投资和营业费用又抵消了这一增长。

图 17：户外性能分部分渠道营业收入（亿元）



资料来源：AMER 招股书，天风证券研究所

图 18：户外性能分部分品牌营业收入（亿元）



资料来源：AMER 招股书，天风证券研究所

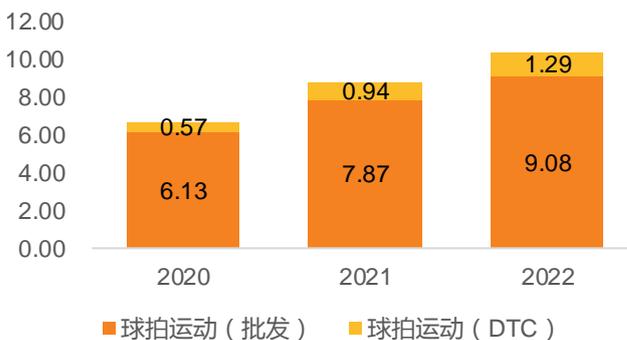
3) 球拍运动分部：

2021 年球拍运动细分市场总收入达 8.80 亿美元，增幅 31.5%，主要系网球和棒球等所有产品类别的强劲消费者需求推动所致（随着新冠疫情的好转，消费者对团队和个人运动的参与有所反弹，公司作为 NBA 的独家篮球供应商和许可证持有人导致销售额有所增加）。2021 年，球拍运动细分市场总收入增长主要集中在美洲，收入从 2021 年的 4.58 亿美元增长至 2022 年的 5.96 亿美元，同增 30.1%。

2022 年球拍运动分部收入 10.37 亿美元，同增 17.8%，主要系消费者对篮球、棒球和高性能网球产品的强劲需求，部分原因系新产品的推出，公司作为 NBA 独家篮球供应商和许可证持有人的第一个全年销售额的增加，以及新冠疫情过后对棒球的需求增加所致。2022 年球拍运动分部细分市场总收入增长主要集中在美洲，收入从 2021 年的 5.96 亿美元增长至 2022 年的 7.29 亿美元，增长了 1.327 亿美，同增 22.3%。

2023 年球拍运动分部收入 11.1 亿美元，同增 7%，因为网球、棒球和高尔夫的销售放缓抵消了该分部的实力。管理层在 2023 年第四季度做出战略决策，采取必要的促销行动，以便在 2024 年初公司的球类和球拍类产品库存水平更加健康，因此球拍运动分部调整后的营业利润率同减 3.1pct，达到 2.8%。

图 19：球拍运动分部分渠道营业收入（亿美元）



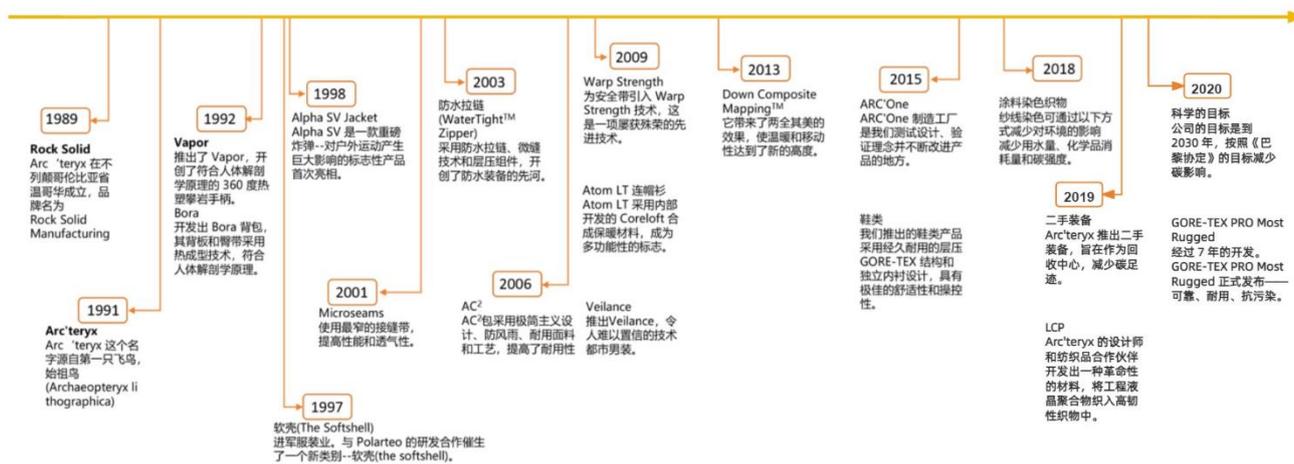
资料来源: AMER 招股书, 天风证券研究所

2. 三大品牌三管齐下, 性能强大, 产品为王

2.1. 始祖鸟 (Arc' teryx) ——产品体系鲜明, 细分市场潜力较大

Arc' teryx 于 1989 年在不列颠哥伦比亚省北温哥华成立, 是一个户外服装品牌, 以执着、精确的设计和制造为原则。Arc' teryx 装备突破了性能的极限, 使冒险家能够在户外活动中脱颖而出。这些产品以其极简主义设计、时尚流线型的美学、具有特殊结构的最高质量工艺和耐用度而闻名, 能够承受极端户外冒险的严酷考验。Arc' teryx 是由其总部所在的加拿大海岸山脉塑造的, 这是一个地形复杂的偏远地区, 为品牌在现实世界中测试产品提供了完美的环境, 这一资源使团队能够在极端需要的时候创造出一些合适的、持久的、功能完备的技术产品, 并具有优越的性能。

图 20: 始祖鸟发展历程



资料来源: AMER 招股书, 天风证券研究所

始祖鸟 (Arc' teryx) 的产品包括技术户外服装、鞋类和配件, 包括登山装备。

图 21: 始祖鸟 (Arc' teryx) 产品定价



Atom LT Hoody (\$300)



Alpha SV Jacket (\$800)



Acrux LT GTX Boot (\$400)



Bora 75 Backpack (\$360)

资料来源：AMER 招股书，天风证券研究所

始祖鸟主要产品分为五个系列：Alpha、Beta、Zeta、GAMMA、SOLANO HOODY：

始祖鸟冲锋衣细分有：Alpha、Beta、Zeta 三大系列硬壳冲锋衣，和 GAMMA、SOLANO HOODY 系列的软壳冲锋衣。其中，硬壳冲锋衣是最知名的款式，其功能性的外壳能够应对多变、极端的天气环境，常被用于攀冰、攀雪山、专业探险中。

表 3：始祖鸟畅销产品简介

系列名称	系列简介
Alpha SV	始祖鸟旗下最具人气的冲锋衣款式，这款冲锋衣最早诞生于 1998 年，完全针对户外极限的环境设计，《谍影重重 4》中亦有惊艳亮相
Beta AR	拥有专业的功能性，但面料更为柔软，注重多用途性，性价比比 Alpha SV 高上不少。作为短款冲锋衣，它在设计上也更加修身，适合低海拔、中低强度的户外运动
Zeta AR	主打轻量化，相比 Alpha 与 Beta 系列，Zeta LT 在剪裁方面呈现出更简单的感觉，整体造型会偏长，性能上则更适合城市与轻户外穿搭
Gamma Mx	一款透气防风的轻度保暖连帽夹克，采用耐磨而且高度防风的面料，外层面料可以抵挡雨水，内里的抓绒则舒适又保暖，同时也能吸湿排汗，比较适合在干燥和复杂的天气使用
Solano HOODY	始祖鸟旗下最城市化的单品，比起为了应对户外复杂地形与天气条件的冲锋衣设计，这款单品更侧重日常的潮流风格

资料来源：得物 App 公众号，天风证券研究所

其中，根据不同攀登环境及攀登风格，攀登系列提供四个子系列：

表 4：始祖鸟攀登服装子系列分类

分类	特点
SV	极佳的耐磨性，适应恶劣极端环境
AR	全天候穿着
FL	快速&轻量

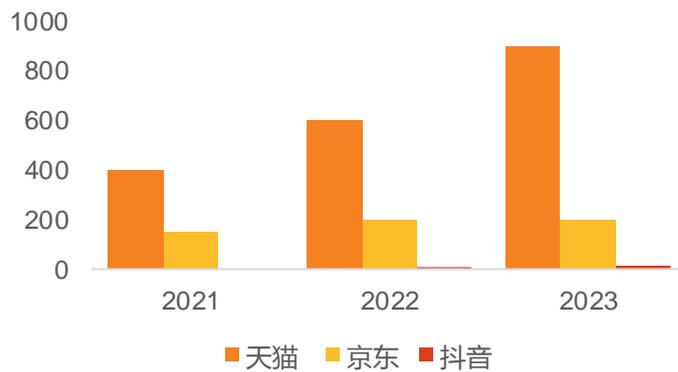
SL

超轻量，设计极简

资料来源：COSTF 大户外产业展公众号，天风证券研究所

加速电商平台渗透，增长机会在私域。加强了线下直营的掌控后，始祖鸟同样回收了线上经销商的经营权，只在国内几个主流电商平台中开设旗舰店。通过抓取始祖鸟在国内三大主流电商平台的销售情况，可以看到其线上增速迅猛，特别是天猫平台。

图 22：始祖鸟近三年在各大电商平台销售额（百万元）



资料来源：沥金公众号，魔镜洞察，天风证券研究所

2023 年，始祖鸟在天猫销售额超 9 亿，增速近 50%。天猫是线上电商销售的大盘，始祖鸟在天猫进行了较大力度的品牌投入，也收获了高销售额与增速。

一) 天猫有较强的大牌心智，是传递品牌调性的首选渠道。国内几大主流电商平台中，天猫在承接高端品牌的运营、销售方面起步早，“天猫即品牌”在国内具有较强的消费者心智，有利于始祖鸟传递品牌调性，巩固品牌形象。

二) 重视品牌私域生态，为品牌做用户沉淀。作为国内发展最早、最完善，规模最大的电商平台之一，淘宝天猫不仅是用户数最多，也是几大平台中唯一坚持以店铺为运营基础的电商平台。做好私域是所有品牌找寻业务增长的必经之地，这意味着始祖鸟不仅可以在平台的大体量之上创造业绩，还可以通过完善的直营店会员体系来做用户沉淀。

消费分层，中国市场潜力大。2023 年，AMER 美洲市场营收 17.27 亿美元，2020-2023 年 GAGR 达 20.6%；大中华地区营收 8.41 亿美元，但 2020-2023 年 GAGR 高达 60.8%。从始祖鸟的营收上看，其 2020-2022 年 GAGR 达 31.9%，同期技术服装部下另一品牌 GAGR 仅为 1.9%。消费分层下，中国市场还有较大的消费潜力待释放。

始祖鸟如何挖掘市场机遇：

一) 通过亮相时装周、社媒营销、跨界联名等方式加速破圈，提高品牌渗透率。始祖鸟不仅在 2020 年亮相了巴黎时装周，让品牌得到了大范围的传播，还在社媒上发布了测评防水功效的短视频，带动大量用户模仿挑战，进行病毒式传播，吸引了大量的 KOL 加速品牌破圈传播。此外，始祖鸟还与滑板潮牌 Palace、德国高端时装品牌 Jil Sander 等推出联名新品，吸引了大量爱好时尚、潮流的年轻人群，进一步提升品牌渗透率。

二) 拓展产品线，抢占用户心智。始祖鸟在户外技术服装领域大获成功后，又将焦点放在了女装、鞋类等新产品领域，稳固住核心客群的同时，拓展新产品抢占消费者心智，扩大市场份额。这可以从高层履历上透析，始祖鸟新任 CEO Stuart Haselden 的工作履历包括 Lululemon，旅行生活方式品牌 Away，这与品牌接下来试图做女装，覆盖女性群体，提升

市场份额的计划相匹配。

2.2. 萨洛蒙 (Salomon) —— 痛点出发, 实现跨品类跨圈层增长

萨洛蒙 (Salomon) 1947 年诞生于法国阿尔卑斯山, 是现代山地运动生活方式品牌。Salomon 专注于卓越的设计和性能, 打造优质的鞋类、服装、装备和冬季运动装备。该品牌在冬季运动中的成功推动其多元化发展到其他户外运动, 即越野跑、公路跑和徒步旅行。如今, Salomon 是全球领先的越野跑品牌之一, 运动员在这项运动的各个层面都取得了成功。他们的鞋类以其耐用性、功能性和性能而广受认可。Salomon 的产品由经验丰富的专业工程师、设计师和运动员在其位于法国的安纳西设计中心构思。

图 23: Salomon 发展历程



资料来源: AMER 招股书, 天风证券研究所

萨洛蒙 (Salomon) 的产品包括徒步旅行和跑步鞋、功能性服装、滑雪和单板滑雪装备以及生活鞋。

图 24: 萨洛蒙 (Salomon) 产品定价



资料来源: AMER 招股书, 天风证券研究所

雪圈起家，跻身时尚圈，从人群痛点出发实现跨品类跨圈层增长。萨洛蒙的起点是一个精准的人群，通过为他们提升产品的使用体验完成品牌在 0-1 阶段的积累。1950 年结束二战，有钱去欧洲度假滑雪的游客增多。萨洛蒙通过改进滑雪板的固定器，降低受伤风险，扩大了滑雪运动人群，彻底改变了滑雪行业。

在滑雪行业闯出名头后，萨洛蒙敏锐地洞察到它的核心人群的新兴趣——越野跑。围绕新需求，萨洛蒙推出了越野跑鞋 Speedcross，代替笨重的登山鞋，既满足消费者对防水透气、抓地耐磨的要求，又足够轻便，能够适应越野场景。从滑雪拓展到越野跑和马拉松，在产品场景上实现了 1-10 的突破。

2014 年，萨洛蒙发现自家的越野鞋不仅出现在山里，还被时尚圈人士带去了巴黎的秀场。

萨洛蒙乘胜追击，抓住 Gorpcore 风潮，与巴黎时尚买手店 The Broken Arm 合作，推出了 Salomon x The Broken Arm Snowcross，将自家产品变为时尚单品。德国时尚潮流网站 Highsnobiety 在报道中提到：“萨洛蒙赶上了由 Nike ACG 和 Acronym 开创的机能风时代。”

被安踏收购后，在中国，萨洛蒙的“人以群分”表现的更为明显，山系潮流、飞盘、马拉松、腰旗橄榄球、棍网球、越野跑、滑雪一个不落，通过线下活动及赛事，建立并持续维护属于自己的圈子。萨洛蒙是很典型的人群品牌，从“满足一类人的需求”出发，针对核心人群提供产品解决方案，不断优化运动体验，而非死磕某个单品或品类。**它建立品牌的方式是从人群痛点出发，研判上升趋势，及时抓住变化，实现跨品类跨圈层的增长。**

表 5：萨洛蒙产品演变进阶历程

第一阶段	<p>入局，从锯片工厂到滑雪冠军</p> <p>痛点：滑雪需求增长，技术改革提供安全保障</p> <p>痒点：“你的守护天使”，站在消费者角度传递品牌理念</p>
第二阶段	<p>攀升，滑雪业务向登山越野的转变</p> <p>用户痛点：站在用户角度，才能创造一款被用户需要的产品</p> <p>顺利占领登山鞋市场之后，萨洛蒙做起了越野鞋产品。</p> <p>萨洛蒙改变越野鞋设计，增加更多色彩，成为最早开始设计潮流越野鞋款的公司。</p>
第三阶段	<p>扩张，乘上时尚与小众运动风潮</p> <p>一加一大于三：开启品牌联名，保护品牌基因，而不是“重塑”品牌。</p> <p>试水成功后，萨洛蒙加快跨界计划，先后与多家时尚品牌进行联名合作，打开了新的市场。</p>

资料来源：刀法研究所公众号，天风证券研究所

「功能打底、文化加持、一鞋多穿」，拥有强大品牌产品力。相比极致供应链带来的绝对性价比，萨洛蒙依靠的是强大产品力和品牌力支撑的相对性价比。

萨洛蒙的热门款主要是 XT-4，XT-6 和 ACS Pro。首先是扎实的户外功能科技。最新一代 XT-6 的全称是 S/Lab XT-6 Softground LT ADV。S/Lab 是萨洛蒙的顶级运动实验室，联合全球专业户外运动员共同研发产品，致力推出最具创新性的高性能产品。标有 S/Lab 的鞋款基本融合了萨洛蒙多个当家科技。

表 6：XT-6 鞋款科技

XT-6 系统	XT-6 鞋款科技
Contagrip	外底牵引系统，会针对不同地形设计不同的鞋底几何纹路，再配合特制的橡胶，确保鞋底的抓地力和耐磨性。XT-6 是针对泥地的纹路设计。

ACS (AgileChassis System)	敏捷稳定底盘系统，AC Muscle 2都是中底缓震系统，能敏捷应对越野跑中的跳跃扭转转移，具有缓冲 稳定的功能。
Pronation Control	中底外翻控制系统，针对户外运动过程中的急停急转，它可以防止在行走或跑步时过度内旋。
Sensifit	鞋面包裹系统，鞋面锯齿开合的贴条与鞋带配合，当鞋带系紧时，让鞋面压向脚背，最大程度包裹贴合双脚。
Endofit	内嵌式袜套设计，鞋舌固定，防止其在跑步过程中左右扭转，实现高速奔跑中的人鞋合一。
Quicklace	快速系解鞋带系统，快速穿脱、方便调节。

资料来源：窄播公众号，天风证券研究所

图 25：萨洛蒙当家科技 Contagrip

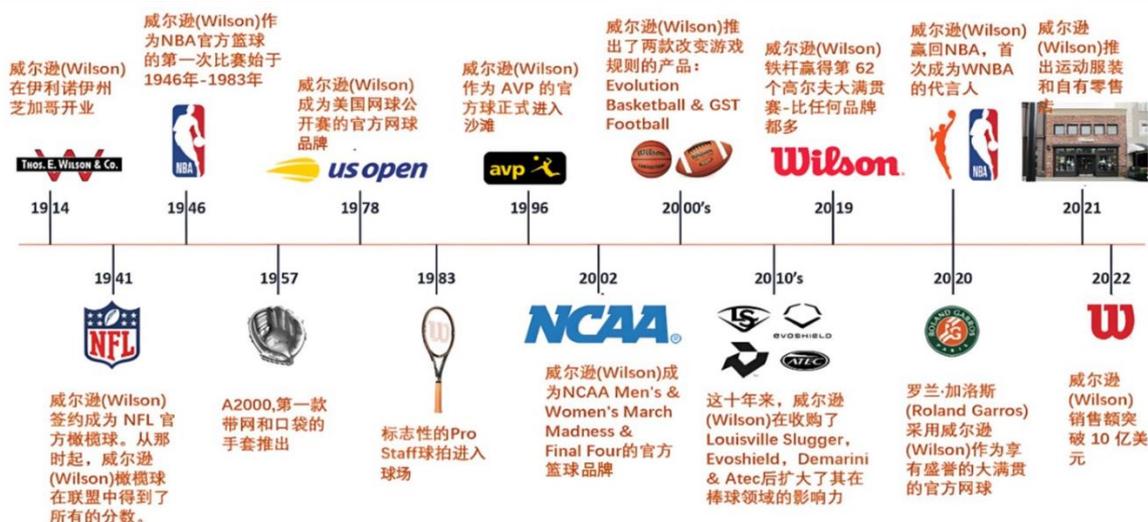


资料来源：窄播公众号，天风证券研究所

2.3. 威尔胜 (Wilson) —— 网球、全球头部品牌，产品线持续拓展升级

威尔胜 (Wilson) 品牌于 1914 年在伊利诺伊州芝加哥成立，是一家领先的高性能运动器材、服装、鞋类和配件制造商，在球拍运动、棒球、垒球、足球、篮球、排球、足球和高尔夫领域拥有一个多世纪的创新、历史和传统。威尔胜作为顶级运动器材有着悠久的历史，与罗杰·费德勒、拉塞尔·威尔逊和贾马尔·穆雷等传奇运动员有着密切的联系。此外，职业体育联盟，包括 NBA、WNBA、NFL 和两届大满贯网球锦标赛，以及 NCAA，都使用 Wilson 产品进行比赛。这些运动员和联盟增加了 Wilson 优质产品的可信度和声誉，使其成为世界上最受认可和尊敬的品牌之一，并有助于 Wilson 在体育领域的真实性和领先地位。质量和性能对 Wilson 的产品至关重要，这些产品经过严格的测试，以确保耐用性、可靠性和卓越性能。Wilson 利用球员的洞察力创造产品，将设备和服装创新推向新的领域，使各个级别的运动员都能发挥出最佳表现。

图 26：威尔胜 (Wilson) 发展历程



资料来源：AMER 招股书，天风证券研究所

Wilson 的产品包括网球、棒球、美式足球、篮球、高尔夫和各种其他专业和娱乐运动的运动器材，以及功能性运动服装。

图 27：威尔逊 (Wilson) 产品定价



资料来源：AMER 招股书，天风证券研究所

Wilson 拥有众多世界顶级运动员资产。1914 年成立于美国芝加哥的 Wilson，至今已经发展出自己的运动帝国，囊括足篮排、网球、橄榄球等领域。也正是它，让最早为白色的网球，变成现在标志性的荧光黄色。到 2018 年，Wilson 球拍的标志性人物费德勒保持着 302 周世界第一的记录，Wilson 也助力他不断打破自己的记录，不断突破自我极限。

汤姆·汉克斯出演过无数影视作品，其中《荒岛余生》对于他来说应该是最意义非凡的一部。对于观众而言，除了汤姆·汉克斯本人以外，电影中另一位「主角」也让人印象深刻——Wilson 排球。

图 28：世界知名网球运动员费德勒与 Wilson 球拍

图 29：汤姆汉克斯《荒岛余生》中 Wilson 排球



资料来源：POP SHANGHAI 公众号，天风证券研究所



资料来源：NOWRE 公众号，天风证券研究所

威尔胜品牌持续拓展升级，全球和中国市场同步展开了品牌扩张的全新路线。21年5月，Wilson 正式推出基于性能的运动生活服饰系列 Wilson Sportswear，不断助推运动理念深入到更多人的生活中去。21年7月，Wilson 在品牌总部芝加哥开设了全球首家零售店，2247平方英尺的超大购物空间环伺于品牌历史资产中。更在8月下旬美国网球公开赛期间，将 Wilson 快闪历史博物馆落地纽约百老汇。2023年12月，威尔逊南山万象天地店正式对外亮相，是继北京、武汉、上海之后，Wilson 威尔胜在深圳乃至华南地区的品牌首店。

作为品牌直面消费者策略（Direct to Consumer）的重要落脚点，门店无疑是提供体验、服务及消费者互动的重点场景。Wilson 敏锐捕捉到了当下市场的市场趋势，并做出了精准判断。Wilson 线下零售门店的开设，让更多运动爱好者能够沉浸在运动的世界中。

在数字化消费如火如荼的中国市场，Wilson 还特别探索了更多数字化的打法，他们不仅入驻天猫和京东旗舰店，更是开辟了小程序主阵地，向着数字化新时代不断迈进。

Wilson 在品牌联动方面动作不断，涉足时尚领域。此前与 KITH、Supreme、BAPE、LV 众多品牌推出联名款。在与时尚前沿品牌的合作与联名中，Wilson 不断寻找新的可能性。与 A BATHING APE®、小黄人、FILA、UNDEFEATED 等品牌都有过合作，以此能窥见潮流、创意单位对于 Wilson 地位的认可。

图 30：Wilson 品牌联名



资料来源：体育产业生态圈公众号，天风证券研究所

表 7：AMER 各品牌未来增长策略

品牌	产品创新	市场扩张	品牌影响力	渠道战略
----	------	------	-------	------

Arc'teryx	<p>1)可持续发展计划 :ReCare™ 为消费者提供产品的家庭护理和现场维修信息,而 ReCut™ 计划则将回收的纺织品重新利用,制作原创单品。2)已投资于新的领先设计,包括扩大产品种类、色调和更新版型,并与女运动员密切合作,以进一步扩大女性消费者的市场份额。3)进一步丰富产品线的季节性</p>	<p>在美国、加拿大、大中华区和日本新开设了五家 ReBird™ 服务中心</p>	<p>1)在技术服装领域,Arc'teryx 未来的地域增长将以北美和大中华区的历史发展势头为基础,同时在欧洲和亚太其他地区也有相当大的机会。Arc'teryx 打算在这些市场继续扩张其线下零售门店,以提高品牌知名度并促进增长。2)在欧洲,巴黎等大型都市区以及阿尔卑斯山的标志性户外地点都有零售机会,包括法国夏慕尼、瑞士采尔马特和奥地利圣安东,在这些地方,重要的社区建设“山地商店”是打造真实品牌定位的目标。</p>	<p>通过 DTC 渠道,利用基层社区营销策略提供更加灵活的库存管理模式,重点关注新鲜产品的持续流动。批发仍将是其分销战略的重要组成部分,但自有零售和电子商务将继续使 DTC 成为品牌增长最快的渠道。</p>
Salomon	<p>1)致力于鞋类产品的创新;2)坚定不移地致力于生产高品质的冬季运动装备,改进现有产品线并开发新产品,以推动增长并提高市场份额。</p>	<p>进一步提升品牌在北美和大中华区的知名度。这些市场代表着强劲的增长机遇。在大中华区,截至 2023 年 9 月 30 日,萨洛蒙已成功开设了 30 家自有零售店,并计划加快在大中华区市场的零售推广。</p>	<p>萨洛蒙在欧洲的知名度相对较高,但该品牌在大中华区和美国的知名度要低得多。</p>	<p>1)在户外运动领域,优化了萨洛蒙的市场战略,从传统的批发模式转变为以消费者为中心的现代均衡零售战略;2)直接面向消费者:品牌制定了战略性零售扩张计划,重点在巴黎和米兰等全球主要城市发展多运动体验式店铺,并在大中华区增加以运动风格为主的店铺数量。3)萨洛蒙打算进一步增加其在欧洲的战略批发客户数量,特别是在西欧渗透率较低的地区,以及在美国,萨洛蒙希望瞄准顶级体育用品零售商。</p>
Wilson 旗下品牌矩阵	<p>1)将业务拓展到软商品领域。2)探索专业创新跨品牌应用:Louisville Slugger 棒球棒采用了与人工智能相结合的模拟软件,首先应用于高尔夫球领域,然后扩展到棒球领域。</p>	<p>1)Wilson 计划扩大其在大中华区和欧洲市场的领先地位,同时推动大中华区和欧洲市场的增长。2)在大中华区,针对儿童、年轻人和妇女的消费群体,利用 Tennis 360 Softgoods 战略推动服装和鞋类产品的增长。3)在欧洲,威尔胜计划利用其在球拍类运动中的产品权威,推动该地区快速增长的流行运动—壁式网球的市场份额增长。</p>	<p>1)在大中华区与欧洲市场,Wilson 计划利用与 NBA 的合作关系,以及网球等体育和户外活动参与度不断提高的优势,采用 Tennis 360 战略,以推动服装和鞋类产品的增长。2)在社交媒体发起话题挑战提升话题度。</p>	<p>1)以批发模式为主,零售和电商平台作为新增长动力。2)随着威尔胜继续提供卓越的产品,它打算继续提高与战略批发合作伙伴的生产率和货架空间。3)威尔胜利用 DTC 渠道,通过提高品牌知名度和提升品牌来补充其批发战略。</p>

资料来源:AMER 招股书,天风证券研究所

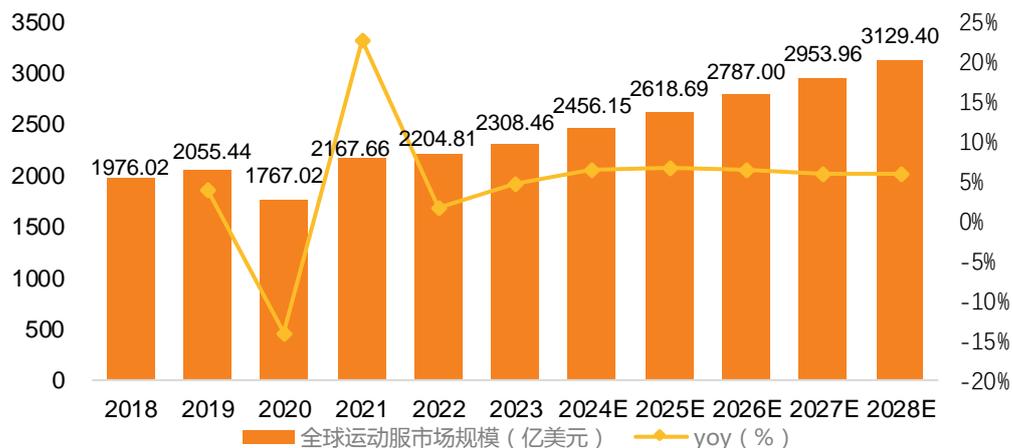
3. 全球运动鞋服市场蓬勃发展

3.1. 全球运动鞋服、运动装备市场空间广阔

公司品牌遍布多个市场,包括运动服装、运动鞋和运动设备市场。全球运动服装市场:根据欧睿国际的数据,2023 年全球运动服装的市场规模为 2308.46 亿美元,预计 23-28 年

CAGR 为 6.27%。

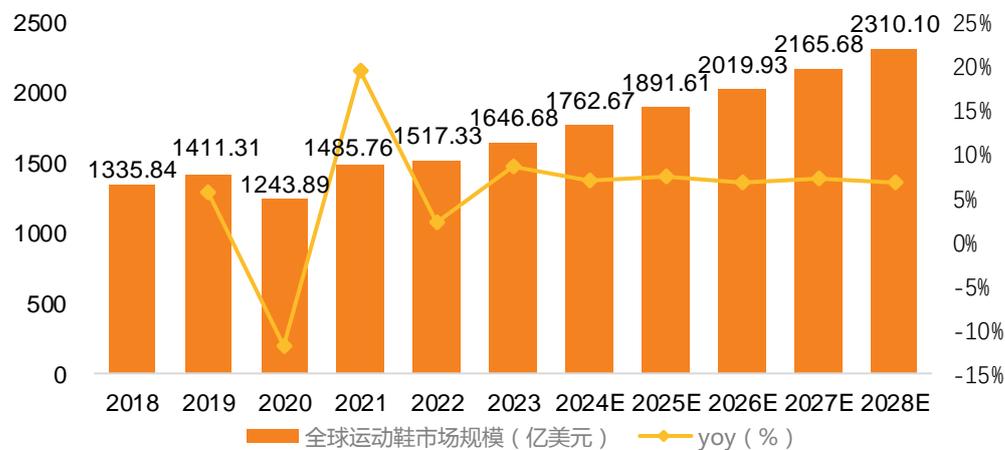
图 31: 全球运动服市场规模 (亿美元)、yoy (%)



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

全球运动鞋市场: 根据欧睿国际的数据, 2023 年全球运动鞋的市场规模为 1646.68 亿美元, 预计 23-28 年 CAGR 为 7.01%。

图 32: 全球运动鞋市场规模 (亿美元)、yoy (%)



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

全球运动设备市场: 根据 Statista 的数据, 2023 年全球运动设备的市场规模为 1608.9 亿美元, 预计 23-28 年 CAGR 为 6.02%。

图 33: 全球运动设备市场规模 (亿美元)、yoy (%)



资料来源: Statista, 天风证券研究所

3.2. 体育赛事迭起, 我国运动户外市场蓬勃发展

图 34: 我国运动行业政策



资料来源: 《2024 春夏淘宝天猫户外运动行业趋势白皮书》, 天风证券研究所

在赛事和政策的三重推动下, 国民运动户外参与意愿高涨。根据《2024 春夏淘宝天猫户外运动行业趋势白皮书》调研, 超过六成的受访者表示近一年显著增加了运动户外的频率, 各类运动项目正在快速走向“全民化”。2024 年, 随巴黎奥运会、美洲杯等赛事的举办, 全民运动热情将进一步被激发。在这一消费热情下, 我国的户外用品行业呈现出蓬勃的发展态势, 市场规模不断扩大。

图 35: 近年大型世界级体育赛事举办情况

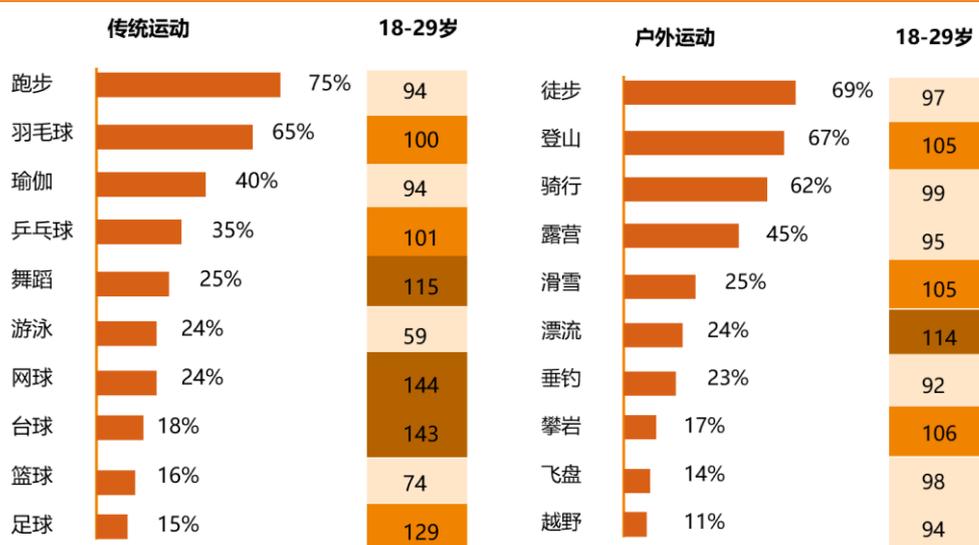


资料来源: 《2024 春夏淘宝天猫户外运动行业趋势白皮书》, 天风证券研究所

综上，运动服饰市场需求在现代社会中持续增长，我们预计未来有望持续保持增长的态势发展，运动服饰市场发展前景广阔。

涌起户外运动热潮，年轻人穿搭偏好场景化、潮流化。跑步、羽毛球、瑜伽是 18-29 岁参与最多的三大传统运动，18-29 岁年轻人更偏好球类运动，如网球、台球、足球等；徒步、登山、骑行是 18-29 岁参与度最高的户外活动，18-29 岁年轻人对于漂流、攀岩、滑雪更为青睐。在运动户外穿搭选择上，近 60% 年轻人表示会根据运动场景选择适合的服饰；近 40% 会穿着当下潮流服饰，潮流户外运动服饰的“时尚+功能”和可搭配性为年轻人选择的主要原因，同时三成左右消费者更为看重设计，并愿意为明星/博主同款及颜色喜好买单。

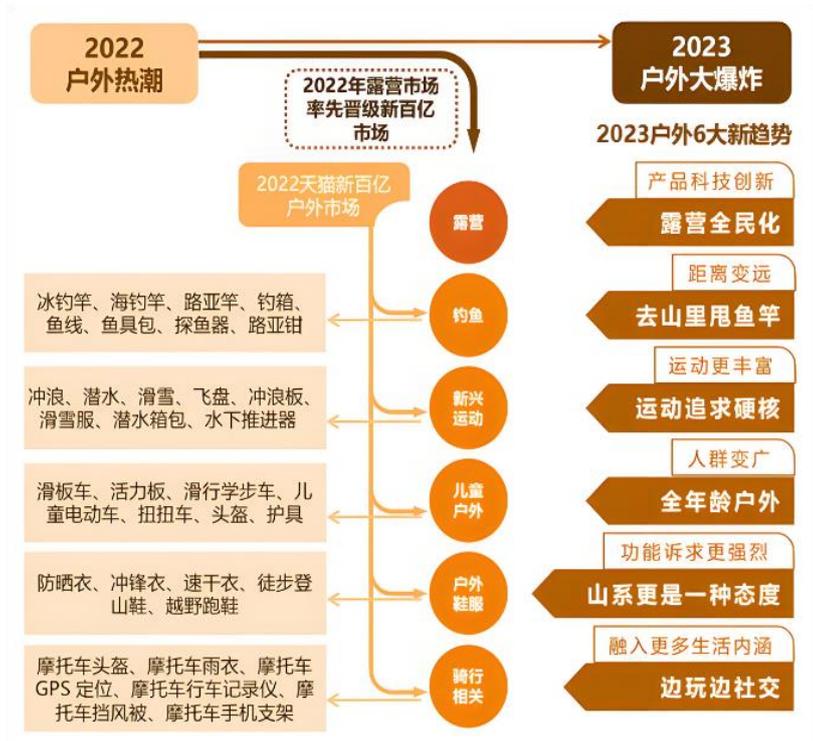
图 36：传统运动&户外运动大众参与率及 18-29 岁参与偏好度



资料来源：《2024 春夏淘宝天猫户外运动行业趋势白皮书》，阿里消费洞察，TMIC 问卷调研(N=793)，小红书，Digitown 数字重阵公众号，天风证券研究所

从生活趋势到消费热潮，天猫户外运动涌现六大新百亿市场。户外运动进入新阶段，旺盛需求正在转化为消费新赛道。22 年，淘宝天猫露营市场率先突破百亿大关，23 年，露营用品仍在天猫保持高速增长，带动了整个大户外市场的增长。

图 37：天猫 6 大新百亿户外市场



资料来源：《天猫户外六大新百亿市场报告》，DT 研究院公众号，天风证券研究所

3.3. 全球运动服饰行业竞争格局分散，国内市场集中度较高

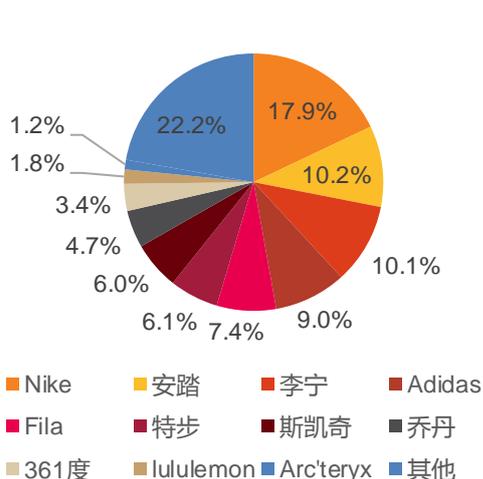
从竞争格局来看，2023年中国市场的头部品牌中，前三名的市占率都达到了10%以上，呈现出几个寡头相互竞争且集中度较高的状态。耐克和阿迪达斯作为全球知名运动品牌，除本身极强的消费者心智表现外，其丰富的产品线和广泛的销售网络使得品牌在市场效应方面依然占据领先地位。其中，Nike以17.9%的市场份额领先，在中国运动服饰市场中，拥有强大影响力和广泛的品牌认知度。安踏和李宁紧随其后，分别占有10.2%和10.1%的市场份额。

而在全球市场环境中，2023年，耐克以42.84%的市场份额高居榜首，其他大部分头部品牌市占率都在10%以下甚至更低，市场结构高度集中，呈现出了耐克作为市场主导者的绝对优势。

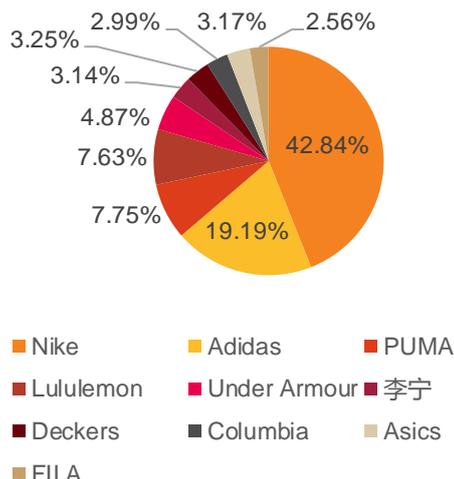
相比较而言，全球市场的集中度更高，其中Nike的市场份额特别突出，而中国市场则较为分散，头部品牌之间的市场份额更为接近，且本土品牌如Anta和李宁在国内市场更有发展空间。

图 38：2023 年中国运动服饰行业品牌市占率

图 39：2023 年全球运动服饰行业品牌市占率



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

自 2019 年被安踏财团收购以来，公司制定了走向市场的战略，强调通过各种分销渠道与消费者建立更紧密的联系。公司在零售、以及电子商务领域 DTC 渠道都经历了增长，主要受始祖鸟（Arc'teryx）品牌领导的技术服装部门、户外性能部门的推动。截至 2023 年 9 月 30 日，公司自有零售店数已增至 330 多家，较 2019 年 1 月 1 日数据增长约 69%。Amer 有机会在全球范围内大幅增加品牌的新店数量，公司拥有的零售店，特别是始祖鸟（Arc'teryx）商店，已经显示出强大的生产力水平，同时，拥有的零售商推广战略有望在未来重复并提高商店生产力。

Amer 市场扩张战略一直是近期收入增长的关键驱动力，公司已经确定了更多规模可观、不断增长和渗透率不足的市场。公司计划在这些市场继续执行扩张战略，尤其是在北美、欧洲和大中华区。在所有品牌的市场中，Amer 计划专注于提高品牌知名度，深化 DTC 渗透率，并优化与主要批发合作伙伴的关系。基于 Amer 的创新力、营销能力与消费者接受度，它有望持续推动各市场的增长。公司预计，随规模扩张，销售和营销费用将继续增长，预期收入也将持续增长。

核心假设：根据公司指引，预计 24 年 Amer 收入增速为中双位数，毛利率 53.5%-54%；从中长期来看，公司预计未来收入保持每年低双至中双位数增速，毛利率在 3-5 年内提高 3pct 以上。

收入端：考虑到始祖鸟门店的持续扩张，公司 DTC 渠道与大中华区收入的强劲增长，以及国内外运动市场规模的持续增长趋势。我们预计 24-26 年，公司总营收分别为 50.30/56.62/63.81 亿美元。

- 1) 技术服装部：**始祖鸟所属的技术服装部收入在 2023 年达到了 45.39% 的同比增长，2024Q1 收入大幅增长 44% 至 5.1 亿美元。主要系 Arc'teryx 继续在全地区、渠道、消费群体和产品类别中保持强劲的品牌势头，推动了业绩的超预期增长，故预测 24 年增长率维持在 25% 以上。预计 24-26 年，技术服装部收入增速分别为 29.17%/22.11%/20.39%，对应营收 20.57/25.12/30.25 亿美元。
- 2) 户外性能部：**虽在过去三年中保持了高增长，但 24Q1 同比增长只有 6%，主要系美洲地区批发市场受到严峻挑战，导致整体增长疲软的态势明显，所以后续增长预期在 10% 以内。预计 24-26 年户外性能部收入增速分别为 9.56%/7.34%/8.10%，对应营收

18.27/19.61/21.20 亿美元。

- 3) **球拍运动部**: 考虑 24Q1 该分部业务在去年同期高基数与核心市场销售压力的影响下, 收入同比有所减少, 或对全年表现有所拖累; 同时参考公司指引, 我们预计其今年全年增速或放缓, 未来保持稳健成长。预计 24-26 年球拍运动部收入增速分别为 3.42%/3.70%/4.05%, 对应营收 11.46/11.88/12.36 亿美元。

利润端: 根据公司毛利率指引, 我们预计 24-26 年, 公司毛利率分别为 53.91%/54.10%/55.21%。

表 8: AMER 盈利预测 (单位: 亿美元)

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	24.46	30.66	35.49	43.68	50.30	56.62	63.81
yoy(%)		25.35	15.73	23.10	15.15	12.55	12.70
毛利率	46.96%	49.10%	49.70%	52.11%	53.91%	54.10%	55.21%
分部门							
技术服装	6.85	9.51	10.96	15.93	20.57	25.12	30.25
yoy(%)		38.71	15.23	45.39	29.17	22.11	20.39
户外性能	10.92	12.36	14.17	16.68	18.27	19.61	21.20
yoy(%)		13.20	14.63	17.73	9.56	7.34	8.10
球拍运动	6.69	8.80	10.37	11.08	11.46	11.88	12.36
yoy(%)		31.50	17.79	6.86	3.42	3.70	4.05

资料来源: AMER 招股书, AMER2023 年报, 天风证券研究所

首次覆盖, 给予“增持”评级。我们预计公司 24-26 年收入分别为 50.30/56.62/63.81 亿美元, 分别同增 15.15%/12.55%/12.70%, 毛利率分别为 53.91%/54.10%/55.21%, 净利润分别为 1.72/3.20/4.39 亿美元, EPS 分别为 0.35/0.66/0.90 美元/股, 对应 PE 分别为 32/17/12X。

5. 风险提示

1) 业务和行业相关风险:

市场趋势及消费者偏好的波动可能对公司财务表现产生负面影响; 产品、服务与体验领域正面临日益激烈的竞争。品牌声誉受损, 可能削弱公司吸引和保持消费者、批发商、员工、品牌大使、合作伙伴及其他利益相关者的能力。公司发展策略包括持续扩大 DTC 渠道, 涵盖零售店与电子商务平台, 这可能带来风险与挑战。公司在创新、产品线拓展及成功执行增长策略方面可能存在不确定性, 这些计划的实施或将分散公司的运营、管理和行政资源, 进而可能削弱公司的竞争力, 影响收入和盈利能力。此外, 公司国际业务所面临的固有风险也可能对业务造成不利影响。

2) 供应链相关风险:

若公司批发合作伙伴在预测对公司产品的需求方面出现偏差, 或者公司在产品制造决策上未能取得成功, 公司的业务运营和财务成果可能会遭受不利影响。

3) 商品价格风险:

Amer Sports 在商品及其他价格方面面临风险, 包括橡胶、尼龙、聚酯、钢材、铝材等原材料。公司通过直接采购或以布料等加工形式获取这些材料, 同时还涉及能源、运输和物流服务等其他投入。为应对商品价格波动的风险, 管理层在可行的情况下会预

先协商定价。历史上，Amer Sports 并未采用衍生金融工具来管理其大宗商品的价格敞口。

4) 通货膨胀风险：

Amer Sports 近期的产品生产成本，包括劳动力、原材料及其他投入成本有所上升，并且这种增长趋势可能会持续。公司已经并可能继续面临超出预期的通货膨胀问题，这涉及到运输、商品以及其他供应链成本的增加和中断。如果公司的成本因巨大的通货膨胀压力而显著上升，Amer Sports 可能难以通过提高产品价格来完全抵消这些成本增长，这可能会对其业务运营、经营成果或整体财务状况造成不利影响。

5) 资金风险：

Amer Sports 股份有限公司在筹集资金以履行与现有金融工具相关的承诺方面遇到困难的风险。

6) 流动性风险

在运营层面，公司的流动性风险主要与其周期性的营运资金需求相关，这些支出是公司整体流动性战略的关键要素。通常情况下，当短期债务与存货和应收账款紧密相关时，第三季度的营运资金需求会达到峰值。

7) 测算主观性风险： 本文涉及盈利预测的测算及相关假设有一定主观性，仅供参考。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com