

Amer招股书拆解，国内成主要驱动

分析师：叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC编号：S1440519030001

SFC编号：BOT812

分析师：魏中泰

weizhongtai@csc.com.cn

18518549766

SAC编号：S1440523080003

发布日期：2024年1月14日

核心要点

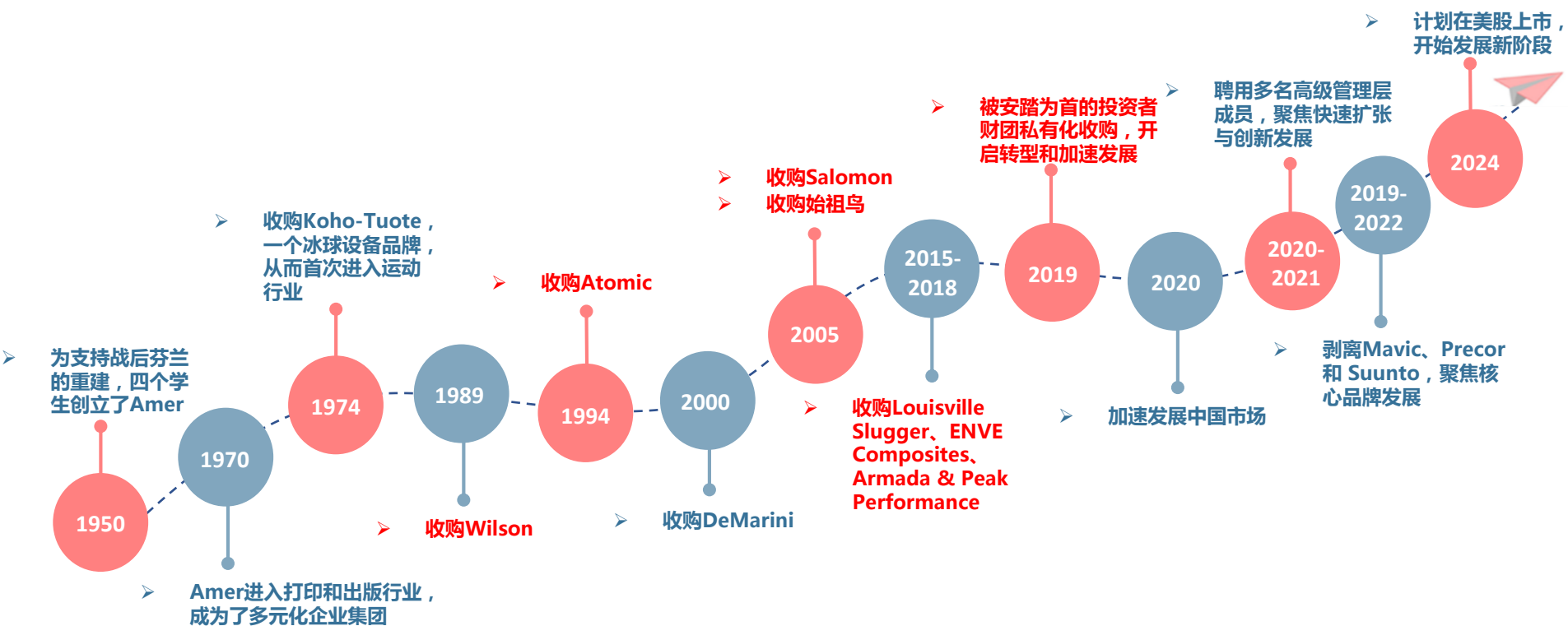
24年1月4日，Amer Sports在纽交所提交上市申请。Amer旗下包含始祖鸟、Salomon、Wilson等顶级户外及球类运动品牌，总品牌数达11家，19年被以安踏为核心组成的财团收购，20年开始快速发展，22年营收达到35.5亿美元，2020-22年CAGR达20%。23Q1-3营收同增30%达到30.5亿美元，其中：始祖鸟、Salomon、Wilson三大品牌收入占比分别为31%、31%、28%，同比增速分别为65%、35%、10%；EMEA、美洲、大中华占比33%、40%、19%，大中华区是当前核心增长驱动，23Q1-3同增68%至5.9亿美元。

23Q1-3，Amer经调整EBITDA为4.5亿美元/+61%，经调整EBITDA利润率从20年的12.7%持续提升到23Q1-3的13.8%，公司当前因债务（主要为19年被收购期间产生）带来利息费用较多，23Q1-3净利润为-1.1亿美元（期间财务费用为2.9亿美元），本次上市有利于Amer偿还债务、减少财务费用，并为后续长远发展增加资源支持。

附：户外运动鞋服市场规模：美国2023年户外服饰、户外鞋市场分别为135、48亿美元，2009-23年CAGR分别为7%、5%；中国2023年户外服饰、户外鞋市场分别为316、143亿元人民币，2009-23年CAGR分别为19%、18%。

Amer旗下拥有众多顶级体育品牌，先后收购Wilson、始祖鸟、Salomon等，19年被安踏等完成私有化后加速成长，24年递交IPO申请，拟在纽交所上市开启新篇章

- Amer Sports是一家高端体育品牌管理集团公司，于1950年在芬兰首都赫尔辛基创立，并于1977年在纳斯达克北欧市场上市，2019年被安踏体育为核心组成的投资者财团完成私有化收购，2024年1月4日公司提交了IPO申请，计划在纽约证券交易所上市，开启发展新阶段。
- Amer Sports早期通过持续收购扩充品牌矩阵，当前旗下拥有众多顶级体育品牌，当前核心三大品牌为始祖鸟（2005年收购）、Salomon（2005年收购）、Wilson（1989年收购），22年营收占比分别为31%、31%、28%，其他品牌包括Atomic、Peak performance、ARMADA等，品牌覆盖各类户外、球类等运动项目。



2020-23年Amer营收保持20%+的快速增长，毛利率持续提升至52%，销售及管理费用率稳健，23Q1-3营业利润率达8%，调整后EBITDA已达到14%，财务费用是公司净利润核心拖累，近年来财务费用达2-3亿美元，影响下净利润仍为亏损

• 营收：Amer营收规模在2022年达到35.5亿美元，23Q1-3实现30%的快速增长。

• 盈利能力&费用率：毛利率持续提升，销售及管理费用率稳健，利润主要受到财务费用拖累：

Amer毛利率自2020年的47%持续提升至23Q1-3的52%；销售费用率维持在30%-31%，管理费用率维持在11-12%。安踏杠杆收购产生的利息费用是Amer的利润的核心拖累，财务费用达2-3亿美元，影响下公司近年来净利润均为亏损1-2亿美元。

• 剔除财务费用影响，23Q1-3营业利润达到8%，调整后EBITDA达到14%：营业利润率持续提升，23Q1-3升至7.9%（22年受信用减值拖累）。按公司non-IFRS调整口径，加回部分非经营性费用，公司经调整EBITDA利润率从2020年的12.7%升至2023Q1-3的13.8%。

IFRS口径 (单位：百万美元)	2020	2021	2022	2023Q1-3	
营收	2,446.3	3,066.5	3,548.8	3,053.4	
	<i>yoy</i>	<i>25.4%</i>	<i>15.7%</i>	<i>29.9%</i>	
毛利	1,148.9	1,505.6	1,763.6	1,592.9	
	<i>yoy</i>	<i>31.0%</i>	<i>17.1%</i>	<i>37.1%</i>	
	毛利率	47.0%	49.1%	49.7%	52.2%
	销售费用率	30.0%	31.4%	31.2%	31.3%
	管理费用率	11.3%	11.9%	11.7%	12.8%
营业利润	125.1	186.9	50.6	242.6	
	<i>yoy</i>	<i>49.4%</i>	<i>-72.9%</i>	<i>123.0%</i>	
营业利润率	5.1%	6.1%	1.4%	7.9%	
财务费用	272.5	276.7	233.2	292.1	
	财务费用率	11.1%	9.0%	6.6%	9.6%
	财务收入	1.6	2.3	3.3	4.5
	有息贷款利息费用	101.8	98.3	90.5	122.4
	对关联方的利息费用	133.5	142.6	138.5	165.8
	其他财务费用	8.1	10.7	-6.4	7.4
净利润	-237.2	-126.3	-252.7	-113.9	

non-IFRS调整后口径 (单位：百万美元)	2020	2021	2022	2023Q1-3
EBITDA	281.6	388.7	225.5	401.1
非经常性经营产生的费用	23.4	-6.1	19.4	18.3
重组费用	11.0	33.6	5.8	2.3
收购相关费用	-4.7	0.6	0.3	18.7
商誉减值			198.1	
部分法律流程费用			3.9	
经调整-EBITDA (加回上述费用)	311.4	416.8	453.0	422.1
	<i>yoy</i>	<i>33.8%</i>	<i>8.7%</i>	<i>61.2%</i>
经调整-EBITDA利润率	12.7%	13.6%	12.8%	13.8%
净利润	-237.2	-126.3	-252.7	-113.9
非经常性经营产生的费用	75.0	4.6	21.6	21.8
重组费用	11.0	33.6	5.8	2.3
收购相关费用	-4.7	0.6	0.3	18.7
商誉减值			198.1	
部分法律流程费用			3.9	
部分所得税项目	-14.2	-11.2	-6.9	-1.3
经调整-净利润 (加回上述费用)	-170.0	-98.7	-29.9	-94.2

Amer债务主要分为：1) 19年安踏组成财团收购Amer时产生的关联债务，合计40亿美元，产生的利息费用占Amer总财务费用的60%，IPO后将全部出清；2) 金融机构借款，合计20亿美元，利息费用占Amer总财务费用的39%，主要于26年到期，招股书未说明是否提前偿还

Amer Sports合计40亿美元的关联债务来自于19年安踏为核心的财团收购Amer时产生，债务的详细情况：财团通过公司Mascot JVCo（即AS Holding）间接全资持有Amer Sports，财团为收购注入的资金分为：

- 1) 财团为JVCo股本注资26亿欧元，再通过借款方式借予Amer Sports，成为Amer Sports的“JVCo Loan1”。该笔26.6亿欧元借款计划IPO后，转为Amer Sports的资本金，不需要偿还；
- 2) JVCo作为借款人，债务融资13亿欧元，再通过借款方式借予Amer Sports，成为Amer Sports的“JVCo Loan2”。该笔13亿欧元借款计划IPO后，通过IPO融资资金完成偿还；
- 3) Mascot Bidco（收购后Amer Sports的直接母公司）作为借款人借款17亿欧元，目前在Amer报表的“来自于金融机构贷款”下面，IPO后是否偿还取决于Amer安排，招股书未说明。

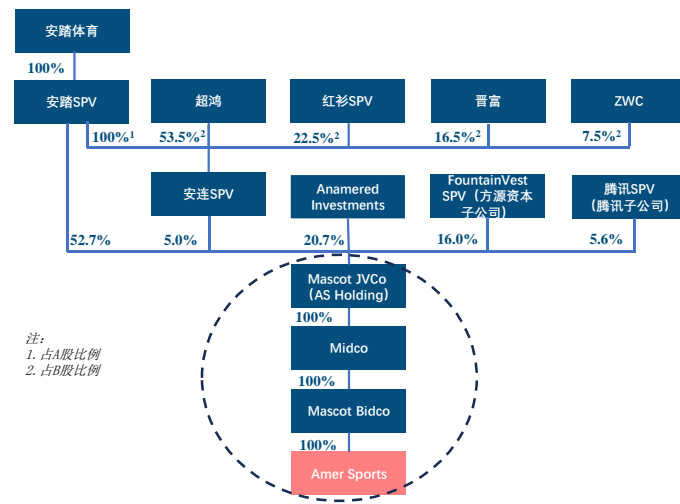
（通过三种方式合计融资56.6亿欧元，用于：收购Amer Sports股权费用46亿欧元、偿还Amer债务9.5亿欧元及其他融资及交易相关费用。）

总结：26亿欧元的JVCo Loan1和13亿欧元的JVCo Loan2是Amer Sports当前最为核心的关联债务（22年产生利息费用1.4亿美元），预计IPO完成后JVCo Loan1将转为Amer Sports的资本金，JVCo Loan2通过IPO融资资金完成偿还。

图表：Amer财务费用及债务情况

单位：百万美元	2020	2021	2022	2023Q1-3	备注
财务费用	272.5	276.7	233.2	292.1	
1) 财务收入	1.6	2.3	3.3	4.5	
2) 有息贷款的利息费用	101.8	98.3	90.5	122.4	
占比	37%	36%	39%	42%	
来自金融机构贷款总金额			1,966		2026年到期，IPO后是否有提前还款招股书未披露
3) 对关联方的利息费用	133.5	142.6	138.5	165.8	IPO后归零
占比	49%	52%	59%	57%	
来自关联方贷款总金额			4,039		
JVCo Loan1			约2,600		IPO后转为资本金
JVCo Loan2			约1,400		IPO后偿还
Co-Invest Loan 1			7.5		IPO后转为资本金
Co-Invest Loan 2			3.9		IPO后偿还
4) 其他财务费用	24.7	24.4	8.5	3.9	
占比	9%	9%	4%	1%	

图表：截至23H1 Amer股权结构



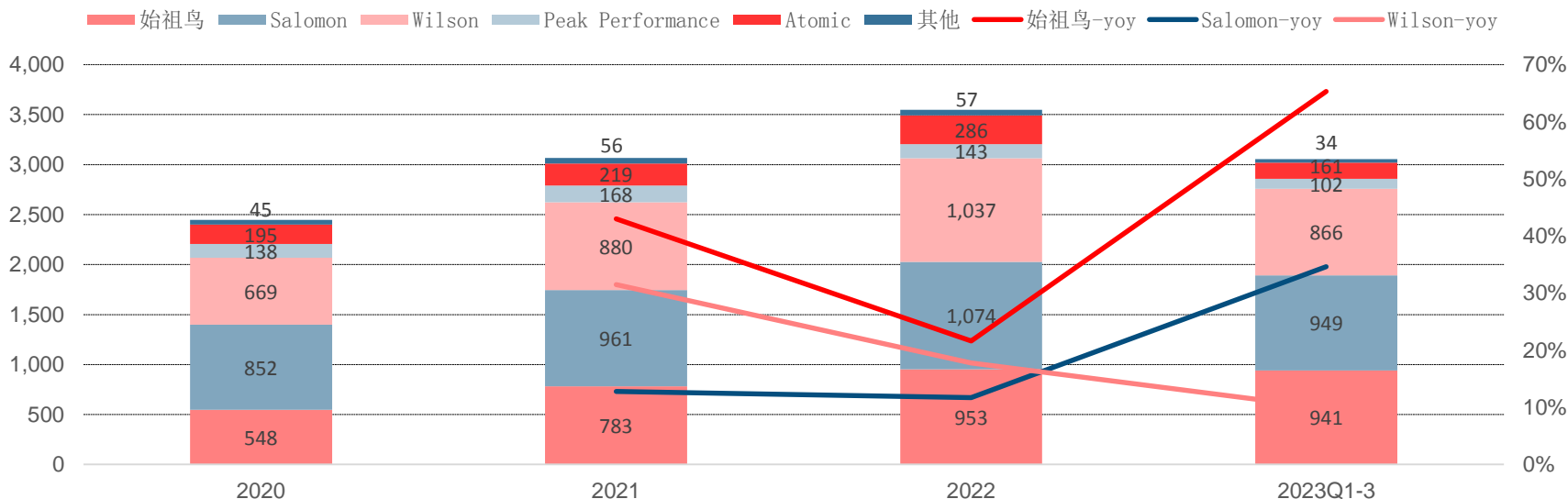
始祖鸟、Salomon、Wilson为Amer三大核心品牌，23Q1-3营收占比分别为31%、31%、28%，同比增速分别为65%、35%、10%

- Amer将旗下品牌分为科技服装、户外表现、球类三大板块，每大板块当前均有一个核心品牌，2023Q1-3，始祖鸟（科技服装）、Salomon（户外表现）、Wilson（球类）、其他品牌营收占比分别为31%、31%、28%、10%，三大核心品牌收入占比较为均衡。
- 2020-23Q3，始祖鸟增速领先，Salomon在中国市场带动下自23年明显提速，Wilson稳健增长，部分其他品牌仍在调整

图表：Amer当前旗下品牌矩阵

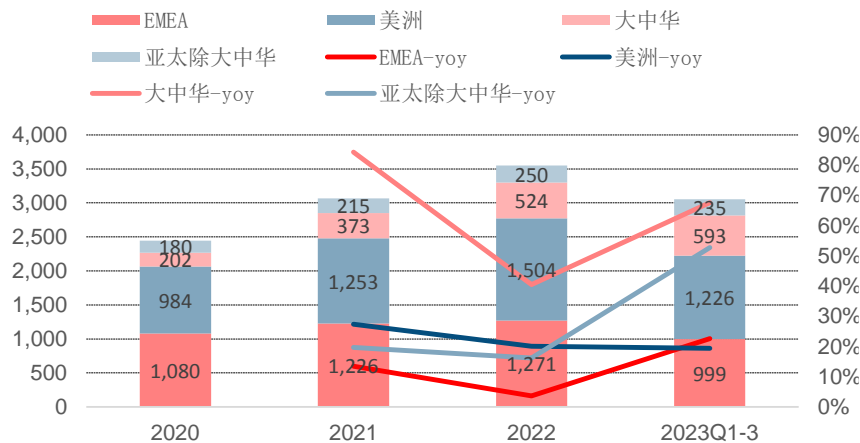


Amer营收按品牌拆分（百万美元）

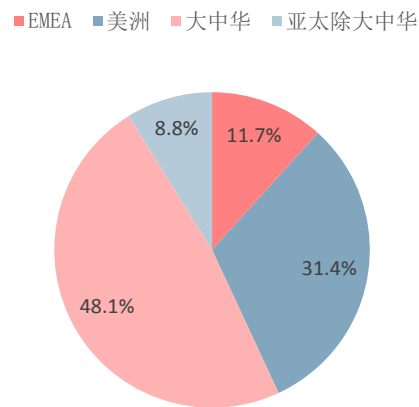


Amer营收23Q1-3在EMEA、美洲、大中华占比33%、40%、19%，20年起中国收入高增，当前始祖鸟以中国&美洲为主，Salomon EMEA占比56%，Wilson美洲占比70%

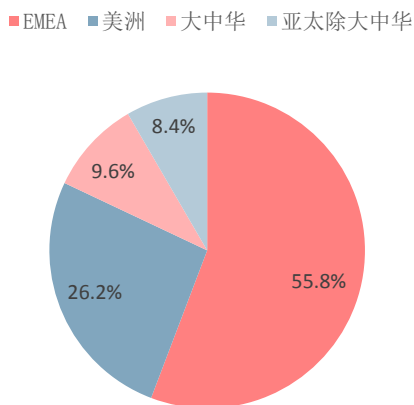
Amer营收分地区拆分（百万美元）



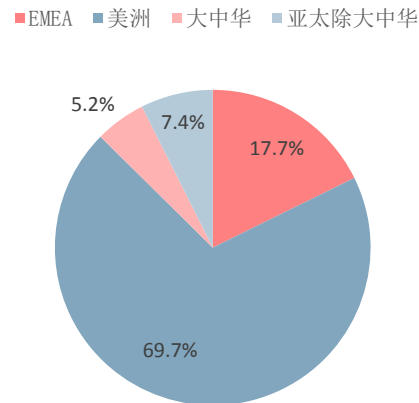
始祖鸟品牌23Q1-3营收分地区拆分



Salomon品牌23Q1-3营收分地区拆分

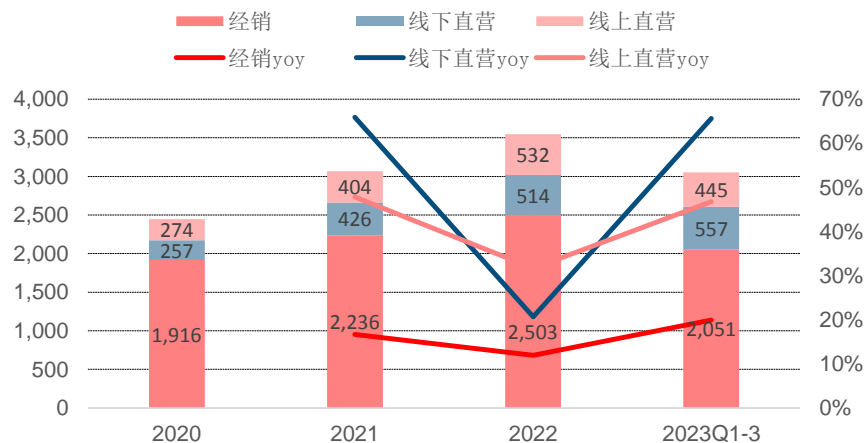


Wilson品牌23Q1-3营收分地区拆分

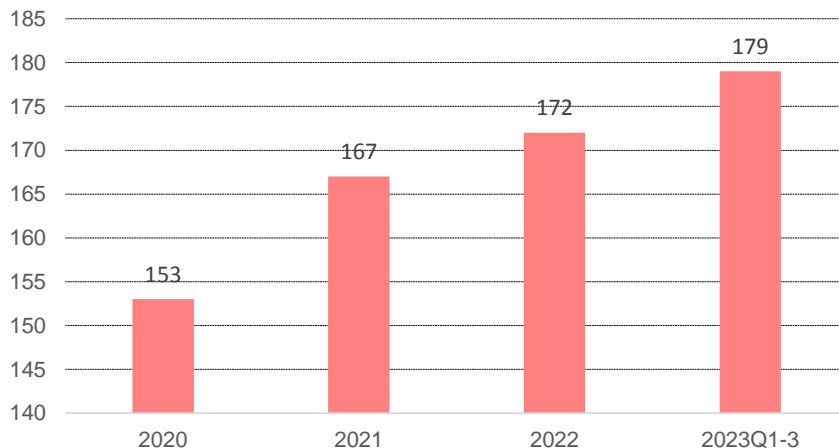


Amer当前渠道以经销为主，直营占比快速提升，线下直营及线上直营收入占比从2020年的8%、9%，提升至23Q1-3的18%、15%

Amer营收分渠道拆分（百万美元）



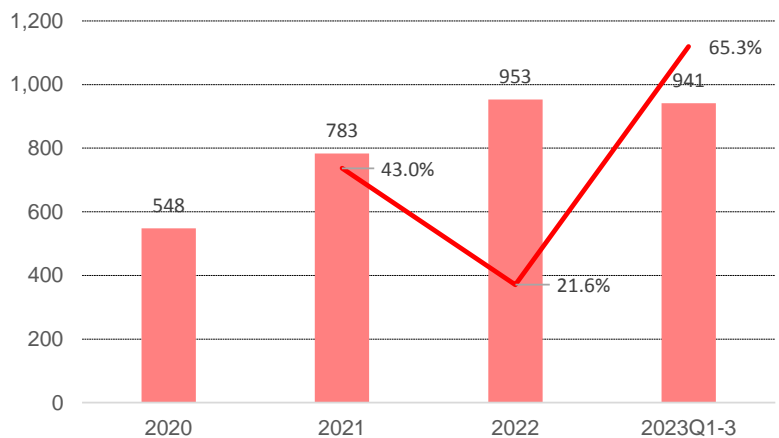
始祖鸟及Peak Performance合计直营门店数（主要为始祖鸟）



始祖鸟：全球顶级户外运动品牌，较早将Gore-Tex面料应用到户外服装，2020年开始中国市场高增成为核心驱动，在国内从户外拓展到生活场景

- 始祖鸟品牌于1989年成立于加拿大，最早的产品为攀登装备，创立以来始终聚焦产品科技，是第一家采用热压合固定技术的品牌，1996年获得Gore-Tex布料的授权，成为第一个将Gore-Tex运用到户外产品中的品牌，1998年研发出防水拉链，其产品压胶条宽、每英寸缝线数等等细节均大幅优于行业标准，逐步发展成全球顶级的户外运动品牌。2002年，始祖鸟被Adidas-Salomon集团收购，2005年被分拆售予Amer，19年跟随Amer被安踏收购。
- 始祖鸟营收2020-22年CAGR为32%，22年达到9.5亿美元，23Q1-3进一步同增65%。截至23Q1-3，始祖鸟营收大中华、美洲、EMEA、亚太占比分别为48%、31%、12%、9%。，23Q1-3始祖鸟与Peak Performance合计营收的DTC占比为63%。始祖鸟截至23年9月底直营门店数为138家，其中63家在大中华区。

始祖鸟品牌营收（百万美元）



年份	始祖鸟发展历程
1989年	始祖鸟的前身叫Rock Solid，在加拿大温哥华创立
1991年	新名字来自于人类所知最早的鸟类生物Archaeopteryx，即始祖鸟
1992年	设计Vapor系带，是符合解剖学形状全方位热成型的攀岩安全带先锋；研发出Bora背包，以符合解剖学和热成型的腰带为特色
1997年	进入服装行业，与Polartec进行研发合作，开发新品类Shoftshell
1998年	Alpha SV问世，这款标志性产品对户外产业造成了巨大的影响
2001年	用最窄的接缝胶带来增强功能性和透气性
2003年	率先制造防水装备，包括防水拉链，微缝技术和层压技术
2006年	AC^2提高了耐用性标准，采用了极简主义设计和防风雨的面料及工艺
2009年	引进系带Warp strength技术，获得奖项；内部研发合成绝缘材料，Atom LT Hoody成为多功能的象征；发布Veilance，绝佳的专业都市男装
2013年	向下复合映射技术使得温暖和流动性同时增加成为可能
2015年	我们在ARC' One中测试产品，并持续推动产品更新迭代；以耐久度高CORE-TEX为特色的鞋面世，独立的内衬设计带来卓越的舒适度和控制力
2018年	原液染色减少了环境影响，减少了水的使用、化学物质的使用和碳排放
2019年	创建二手回收中心Used Gear；始祖鸟的设计师和纺织合作伙伴共同开放了革命性的材料Engineered Ripstop Fabric
2020年	为了在2030年之前达到巴黎协议的目标，致力于减少碳排放；历经了七年的研发，终于发布GORE-TEX Pro Most Rugged系列，该系列可靠、耐用且防污染

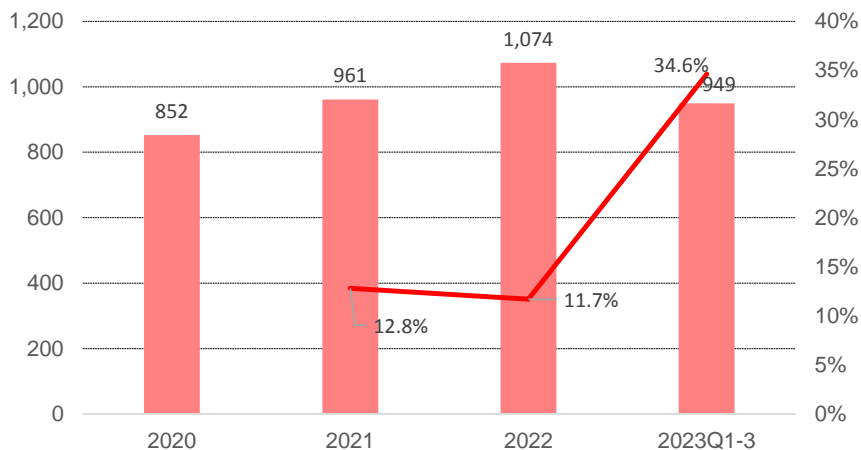
图表：始祖鸟核心产品品类

产品品类	冲锋衣-硬壳	冲锋衣-软壳	滑雪服	羽绒服	户外鞋	
核心系列	ALPHA、BETA、ZETA	GAMMA、SOLAND、TRINO	RUSH、SABRE	MACAI、CERIUM	NORVAN、AERIOS	
产品介绍	搭配在最外层，特点是其功能性的外壳能应对多变极端的天气，常用于户外活动	面料比起硬壳更加柔软，既可以当作外套也能作为内搭，通常为防水、防风的轻薄款式	专为滑雪运动而设计，采用保暖性好的材料和结构，为滑雪者带来充分的活动自由度	锁住空气达到保暖效果，在同等重量下保暖效果最好，防风保暖，可压缩打包	用于远足、户外徒步、越野跑等户外活动，轻量、耐磨、防水、防撕裂	
价格带	2000-9000	2000-5000	6000-9000	5000-10000+	1000-4000	
产品图片						

Salomon: 创立于法国的顶级滑雪装备及越野&徒步鞋品牌，欧洲是品牌主要市场，23年开始中国市场加速成长，23Q1-3大中华区营收同增168%，有望持续驱动成长

- Salomon品牌于1947年创立于法国阿尔卑斯山，早期产品以滑雪板为主，其推出了改变行业的后入式滑雪靴和单体滑雪板。后续在越野跑步鞋和高级徒步鞋板块也发展成为市场领导品牌。品牌2022年超过60%的收入来自鞋类，在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。
- Salomon营收2020-22年CAGR为12%，22年达到10.7亿美元，23Q1-3进一步同增35%。截至23Q1-3，Salomon营收EMEA、美洲、大中华、亚太占比分别为56%、26%、10%、8%，23年中国市场加速发展，前三季度营收同增168%。Salomon在欧洲市场开拓相对更为成熟，早期以经销渠道为主，截至23年9月底品牌在全球合计直营门店数为114家，其中30家在大中华区（大中华区另有37家经销门店），当前在中国市场在加大发力，后续有望增长提速。

Salomon品牌营收（百万美元）



年份	Salomon发展历程
1947年	Francois Salomon 创立萨洛蒙
1957年	推出革命性的可释放的滑雪板固定器"Skade"
1979年	推出行业颠覆性的后入式滑雪靴SX90
1980年	推出创新性的SNS北欧式滑雪靴固定系统
1990年	推出第一个滑雪板S9000
1992年	推出冒险徒步靴系列
1997年	推出萨洛蒙滑雪板
2001年	推出萨洛蒙专业服装系列
2002年	推出XA Pro 越野跑鞋
2006年	推出萨洛蒙S/LAB鞋类合集
2013年	推出XT-6 越野跑鞋
2019年	推出Index.01可回收鞋
2021年	在法国设立ASF4.0鞋工厂
2022年	萨洛蒙成立75周年纪念日；在北京冬奥会上获得28枚金牌

图表：Salomon核心产品品类

产品品类	滑雪靴	滑雪板	攀岩鞋	越野跑鞋	户外服装
核心系列	SUPRA、ACCESS	SIEEPWALKER、RACE、ABSTRACT	XA Pro 3D、X ULTRA、QUEST	ALPHACROSS、SPEEDCROSS、SENSE、ULTRA	BONATTI、EQUIPE、EXPLORE
产品介绍	适用于专业滑雪运动，分为单板雪鞋和双板雪鞋两种	涉及单板和双板，单板中尤其以自由式全能单板系列最为出名，采用CAMBER曲面板型有效边刃长，滑行更稳定而有力，适用于多种地形。	适合重装徒步、高山和长途探险等恶劣条件，提供足部减震和稳定，抓地性强	主打泥地、山地越野跑，兼具稳定性，出色的包裹性和卓越的抓地性	包括短袖、卫衣、抓绒、羽绒服、冲锋衣、紧身裤等等品类户外运动服饰
价格带	1000-5000	1000-7000	1000-1500	1000-1800	300-4000
产品图片					

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/69614222051010035>