

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

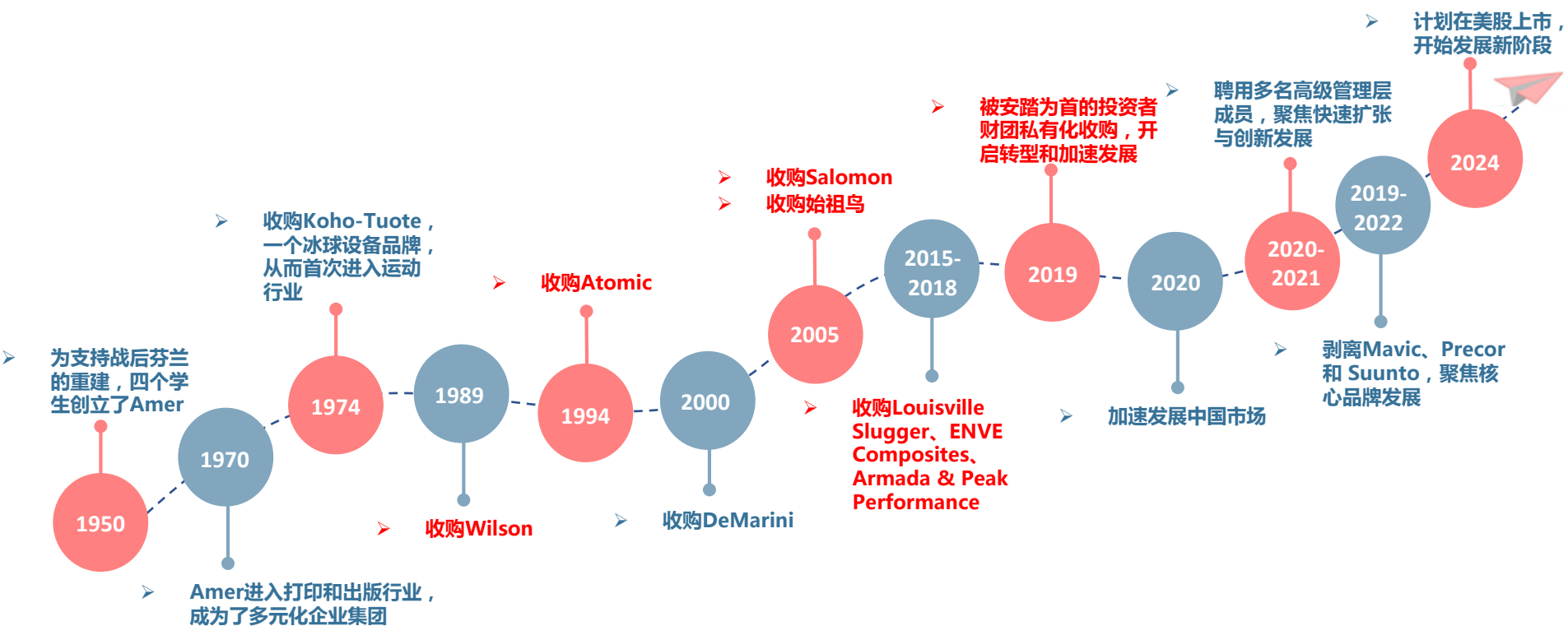
24年1月4日，Amer Sports在纽交所提交上市申请。Amer旗下包含始祖鸟、Salomon、Wilson等顶级户外及球类运动品牌，总品牌数达11家，19年被以安踏为核心组成的财团收购，20年开始快速发展，22年营收达到35.5亿美元，2020-22年CAGR达20%。23Q1-3营收同增30%达到30.5亿美元，其中：始祖鸟、Salomon、Wilson三大品牌收入占比分别为31%、31%、28%，同比增速分别为65%、35%、10%；EMEA、美洲、大中华占比33%、40%、19%，大中华区是当前核心增长驱动，23Q1-3同增68%至5.9亿美元。

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。

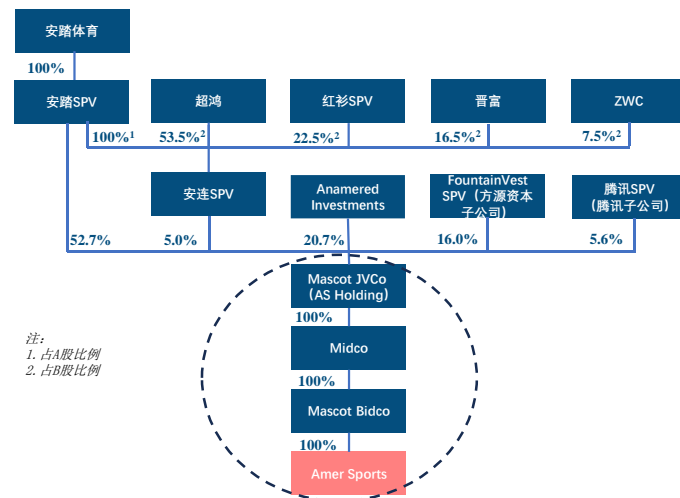
（通过三种方式合计融资56.6亿欧元，用于：收购Amer Sports股权费用46亿欧元、偿还Amer债务9.5亿欧元及其他融资及交易相关费用。）

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



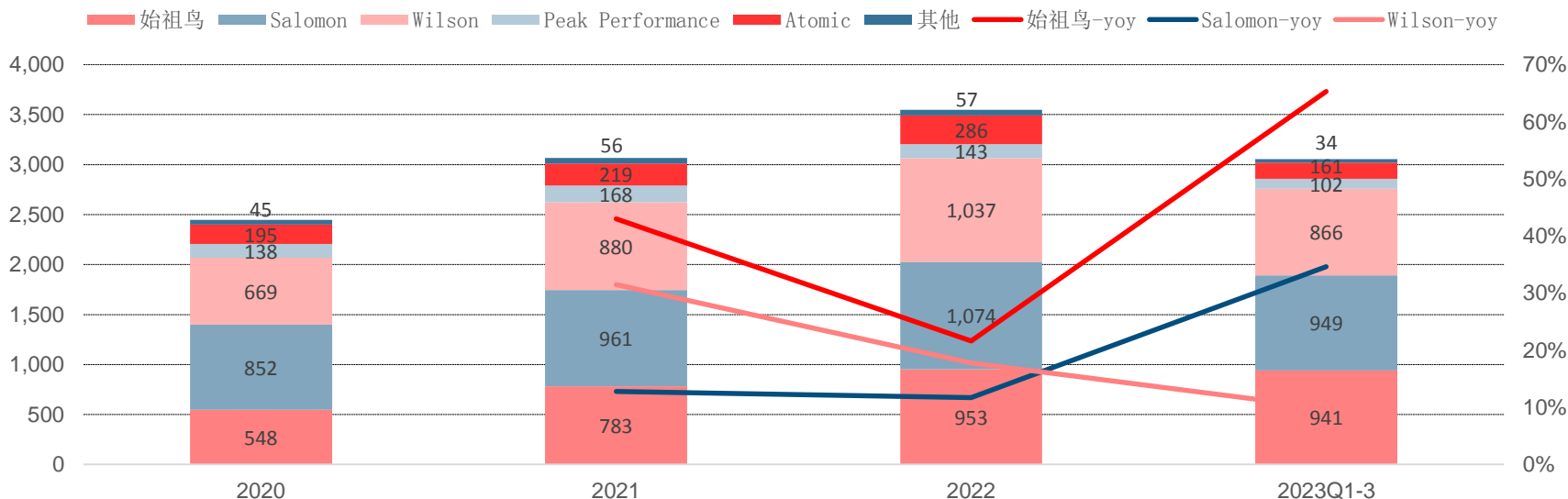
始祖鸟、Salomon、Wilson为Amer三大核心品牌，23Q1-3营收占比分别为31%、31%、28%，同比增速分别为65%、35%、10%

- 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

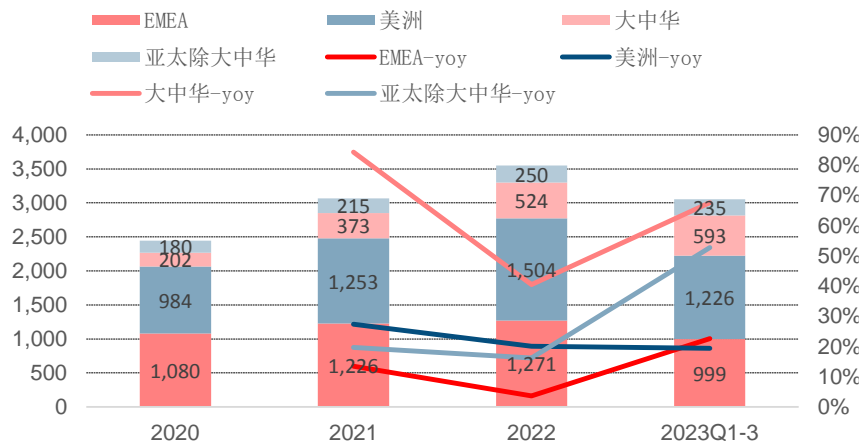


Amer营收按品牌拆分（百万美元）

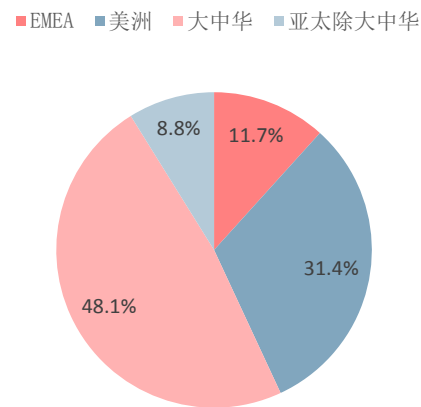


Amer营收23Q1-3在EMEA、美洲、大中华占比33%、40%、19%，20年起中国收入高增，当前始祖鸟以中国&美洲为主，Salomon EMEA占比56%，Wilson美洲占比70%

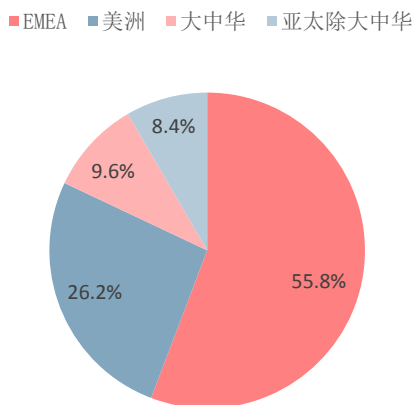
Amer营收分地区拆分（百万美元）



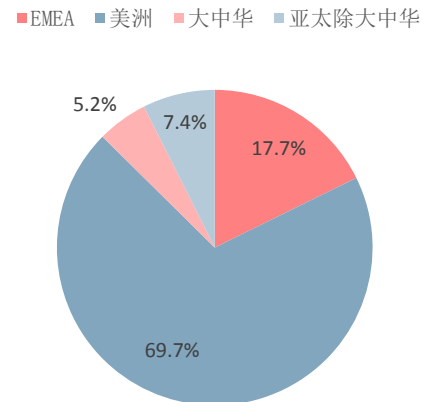
始祖鸟品牌23Q1-3营收分地区拆分



Salomon品牌23Q1-3营收分地区拆分

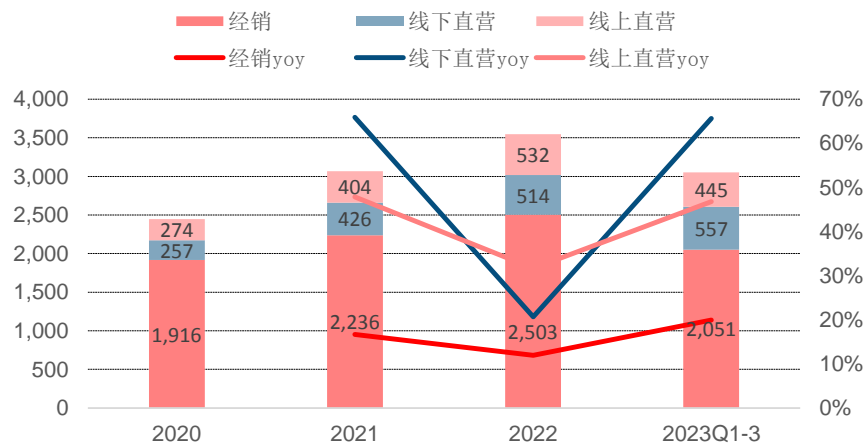


Wilson品牌23Q1-3营收分地区拆分

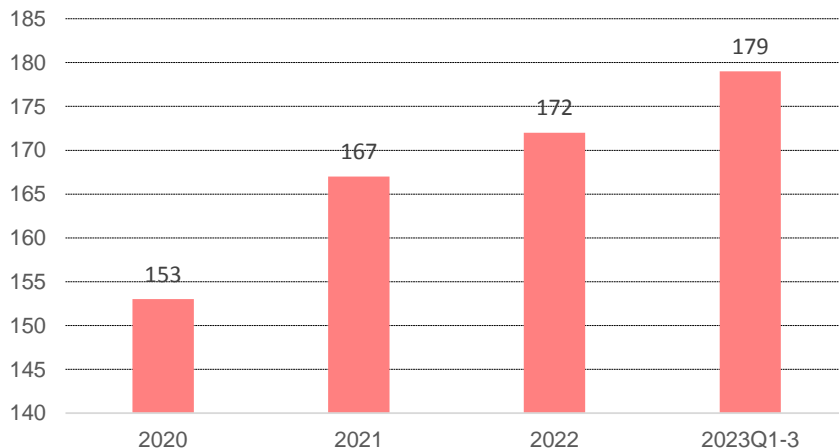


Amer当前渠道以经销为主，直营占比快速提升，线下直营及线上直营收入占比从2020年的8%、9%，提升至23Q1-3的18%、15%

Amer营收分渠道拆分（百万美元）



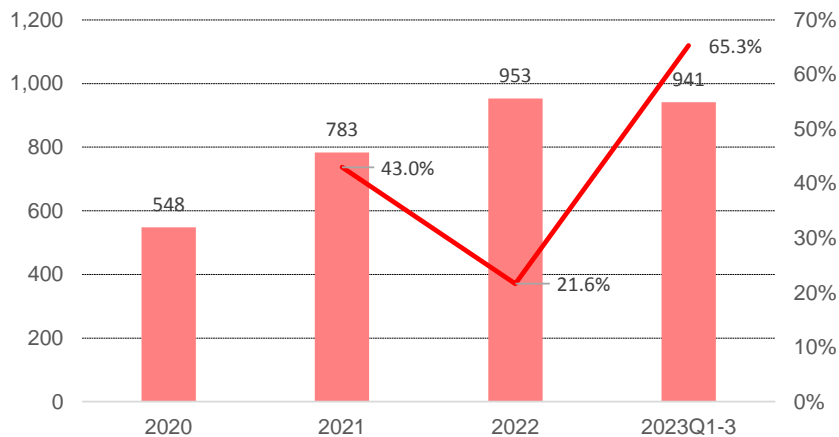
始祖鸟及Peak Performance合计直营门店数（主要为始祖鸟）



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

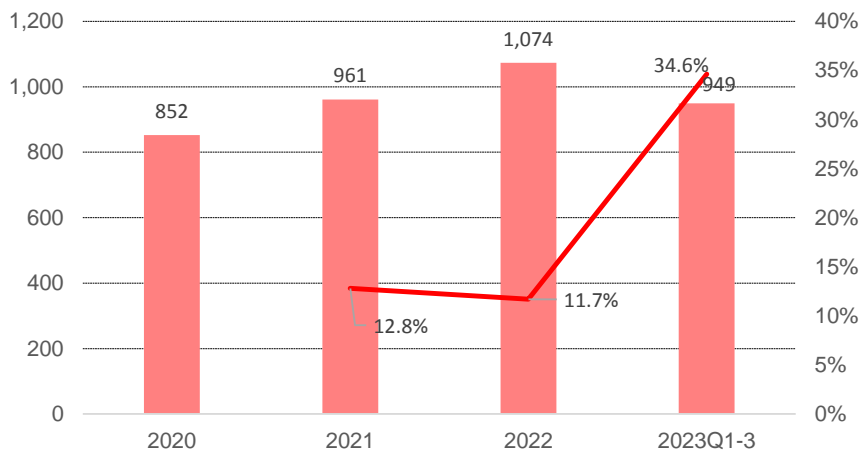
图表：始祖鸟核心产品品类

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>