

证券研究报告—动态报告/海外公司快评

港股

(HS) 纺织及服饰

安踏体育 (02020)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2019年12月09日

主业表现超预期，Amer 产生并购亏损

证券分析师：王学恒 010-88005382

wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514030002

联系人：丁诗洁 0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

事项：

2019年12月6日，公司公告：2019财年本公司股东应占溢利（按综合基准，未计及分占合营公司亏损）将同比增长不少于45%；分占合营公司亏损将不多于人民币6.5亿元；2019财年本公司股东应占溢利（按综合基准，已计及分占合营公司亏损）将增长不少于30%。

国信观点：1) 主业利润超预期，经营实力凸显；2) Amer 亏损来自交易费用与收购价格分摊 (PPA)，主要为暂时性影响；3) 风险提示：宏观经济与消费需求疲弱，集团品牌销售不及预期；新品牌发展进度不及预期；4) 投资建议：公司作为国产体育用品龙头，盈利能力强，品牌矩阵丰富，长期空间广阔。鉴于公司主业利润超预期，而并购产生暂时性亏损，我们调整盈利预测，预计公司19-21年净利润增速分别为31.4%/28.0%/21.1%（此前为36.2%/23.1%/21.7%），EPS分别为2.00/2.55/3.09元（此前为2.07/2.55/3.10元），PE分别为34.3x/26.8x/22.1x，维持合理估值82-85港元，对应2020年29-30x PE，维持“买入”评级。

评论：

■ 主业利润超预期，经营实力凸显

根据公告，公司归母净利润预期增长主要由于（包括但不限于）以下原因：

1. 收入预计同增超过35%，来自于安踏品牌及其他品牌产品销售持续强劲增长；

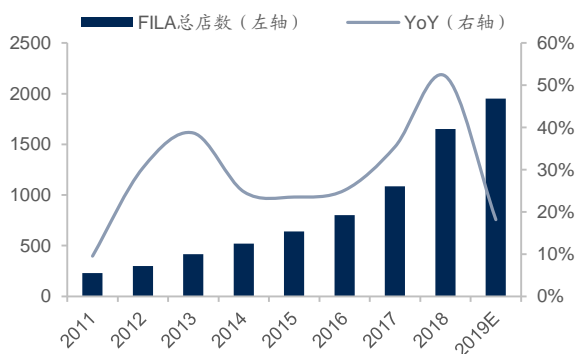
2. 经营利润率有所提升，主要由于：

(a) 高毛利率的零售业务占比增大带来公司毛利率结构性提升；

(b) 经营开支占收入比率相对稳定。

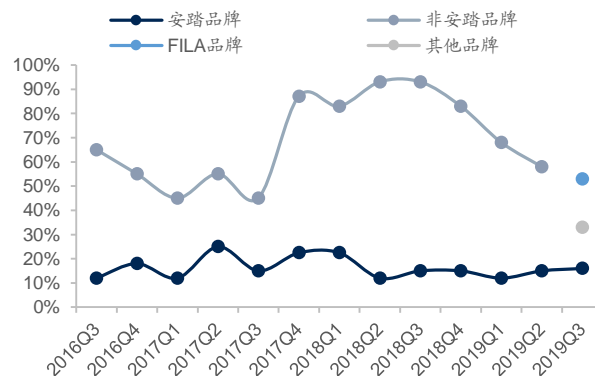
在2019年前三季度，公司的安踏品牌流水分别同增低双位数/中双位数/中双位数，非安踏品牌(Q3为FILA品牌)分别同增65-70%/55-60%/50-55%，增长强劲，同时保持良好的折扣与库销比。全年来看，我们预计安踏品牌收入端增速与流水增速相近，而FILA品牌由于正在进行少数店铺的批发转直营，将使得营收增速小幅高于流水增速。在利润方面，安踏品牌受益于赛事小年，广告开支占比预计同比有小幅下降，而FILA品牌受益于规模的快速增长以及新开店铺的逐渐成熟，利润贡献增长显著，而未来随着店铺开设接近目标，成熟门店比例进一步扩大有助于经营利润率进一步提升；其他品牌如迪桑特等，随着规模逐渐增长，利润提升空间较大，有望为公司的持续增长形成新品牌接力的趋势。

图 1: FILA 店铺数量与同比增速



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司各品牌季度流水同比增速



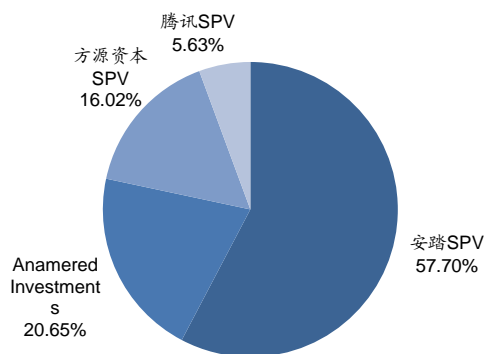
资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

■ Amer 亏损来自交易费用与收购价格分摊 (PPA), 主要为暂时性影响

根据公告, 预期公司于 2019 财年分占合营公司亏损将不多于人民币 6.5 亿元, 其中涉及的收购相关一次性费用之影响将不多于人民币 2.0 亿元及购买价格分配工作 (PPA) 初步结果之影响将不多于人民币 5.0 亿元。(PPA 是通过识别所收购企业的各项资产和负债, 评估各项资产和负债的公允价值, 将收购企业的收购价格根据合并中取得的被购买方可辨认资产、负债及或有负债的公允价值进行分配, 其分配差额为商誉, 即不能分配的归为商誉。) PPA 对公司的影响在 2019 年最大, 预计自 2020 年起负面影响将能够被合营公司的利润抵消。

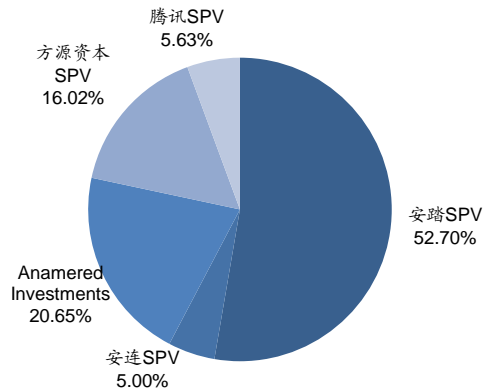
根据公司 2019 年 11 月 12 日公告, 公司间接出售部分 AMER SPORTS 权益后, 公司享有合营公司 57.7%的控制权和 52.7%的分红权。安踏董事和管理层通过自有资金入股, 并引入了红杉和 ZWC, 有助于形成管理层与 Amer 经营的利益一致化并传递信心。

图 3: 合营公司 A 股股权 (控制权) 结构



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 4: 合营公司 B 股股权 (分红权) 结构



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

■ 风险提示

1.宏观经济与消费需求疲弱, 集团品牌销售不及预期。2.新品牌发展进度不及预期。

■ 投资建议: 主业盈利能力超预期, 维持“买入”评级

公司作为国产体育用品龙头, 盈利能力强, 品牌矩阵丰富, 长期空间广阔。鉴于公司主业利润超预期, 而并购产生暂时性亏损, 我们调整盈利预测, 预计公司 19-21 年净利润增速分别为 31.4%/28.0%/21.1% (此前为 36.2%/23.1%/21.7%), EPS 分别为 2.00/2.55/3.09 元 (此前为 2.07/2.55/3.10 元), PE 分别为 34.3x/26.8x/22.1x, 维持合理估值 82-85 港元, 对应 2020 年 29-30x PE, 维持“买入”评级。

表 1: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	24,100	32,863	40,048	47,999
(+/-%)	44.4%	36.4%	21.9%	19.9%
净利润(百万元)	4,103	5,390	6,900	8,355
(+/-%)	32.9%	31.4%	28.0%	21.1%
每股收益(元)	1.53	2.00	2.55	3.09
毛利率	52.6%	54.4%	55.2%	55.9%
经营利润率	23.7%	25.1%	24.3%	24.3%
净利率	17.0%	16.4%	17.2%	17.4%
净资产收益率 (ROE)	26.0%	27.6%	29.1%	30.0%
市盈率 (PE)	44.7	34.3	26.8	22.1
EV/EBITDA	36.6	27.7	23.7	19.9
市净率 (PB)	11.63	9.44	7.79	6.63

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

表 2: 盈利预测调整情况及原因

项目	2019E	2020E	2021E
原净利润(百万元)	5,589	6,879	8,374
现净利润(百万元)	5,390	6,900	8,355
调整方向	下调	上调	下调
调整原因	盈利预喜显示主业净利润超预期, 而此前盈利预测未考虑到 PPA 亏损, 综合预计净利润比此前预期有所减少	2019 年利润率提升显著, 预计主要促进利润改善的因素可持续至 2020 年	2019 年合营公司经营利润略低于我们此前假设, 小幅下调合营公司对利润的贡献

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

表 3: 可比公司估值

证券简称	股票代码	总市值(亿港元)	收盘价	货币	EPS			PE			评级
					19E	20E	21E	19E	20E	21E	
安踏体育	2020.HK	2,052	76.0	HKD	2.00	2.55	3.09	33.9	26.5	21.9	买入
特步国际	1368.HK	99	3.9	HKD	0.28	0.36	0.41	12.4	9.8	8.7	买入
李宁*	2331.HK	604	26.1	HKD	0.58	0.71	0.91	40.0	32.8	25.4	无评级
Nike*	NKE.N	11,855	97.0	USD	2.98	3.45	4.03	32.6	28.1	24.0	无评级
Adidas*	ADS.DF	4,868	279.4	EUR	9.79	11.00	12.37	28.5	25.4	22.6	无评级

资料来源:Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《安踏体育-02020.HK-重大事件快评：经营表现出色，业绩持续性强》——2019-10-18
- 《安踏体育-02020.HK-财报点评：再创佳绩，彰显实力》——2019-08-28
- 《安踏体育-02020.HK-重大事件快评：盈利能力再超预期，成长空间广阔》——2019-07-23
- 《安踏体育-02020.HK-重大事件快评：良好的经营表现持续印证经营实力》——2019-07-12
- 《安踏体育-02020.HK-财报点评：业绩耀眼，巨轮起航》——2019-02-28

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032