

出售 Amer 少数股权一举两得，看好公司中长期增长空间

事件：根据 11 月 12 日公告，公司间接出售 5% Amer Sports 权益至超鸿（安踏 4 名执行董事控制），晋富（安踏管理层控制）、红杉 SPV 和 ZWC，四方将分别持股 2.67%、0.83%、1.13% 和 0.38%，均为无投票权的 B 股，总代价约 1.33 亿欧元，价值公允。同时公司转让 0.25% JVCo 权益至方源资本，总代价约 670 万欧元。

核心观点

- 我们认为本次股权转让对公司未来发展整体偏正面：（1）一方面，安踏董事和管理层通过自有资金入股 Amer，实现利益绑定，表明集团内部对 Amer 长期发展的看好，也有利于后续 Amer 业务的有效整合和推进。四名执行董事（丁世忠、赖世贤、吴永华和郑捷）深度参与 Amer 的收购与战略制定，管理层也将在 Amer 未来的调整和扩张中起到重要作用。我们认为此次入股能帮助安踏的董事和管理层更好地推进 Amer 业务的发展，保证双方长期利益的一致性。（2）另一方面，新进投资者红杉和 ZWC 以无投票权形式加入，显示了市场机构对 Amer 未来发展的信心，同时有望给 Amer 对接丰富的全球产业资源，有利于 Amer 业务的拓展。红杉和 ZWC 均为业内优秀的私募股权基金，它们入股能给 Amer 在经营和发展上提出宝贵建议，也能为 Amer 对接丰富产业资源。两家基金愿意接受无表决权的 B 股，表明外界对本次收购的看好，同时也有效避免对现有董事会和决策体系的冲击。
- 公司基本面表现仍然强劲。公司双十一全天流水同比增长 63%，其中安踏品牌成交额位列行业第三，FILA 品牌位列第五（今年超过彪马上升一名）。此前披露的三季度零售运营数据也非常亮眼，安踏品牌同比增长 10%-20% 中段，环比提速；FILA 品牌同比增长 50%-55%（由于去年高基数环比增速放缓），但电商增速仍高达 80%。通过多年的自主品牌培育和收购整合，公司将逐步跻身世界顶级的运动服饰集团。在行业本身高景气 and 强者愈强的竞争属性下，我们继续看好公司。

财务预测与投资建议

- 我们维持公司的盈利预测，2019-2021 的每股收益分别为 2.09 元、2.65 元和 3.20 元，参考可比公司估值，给予公司 2019 年 33.8 倍的市盈率，对应目标价为 77.7 港币（70.5 元人民币），维持公司“买入”评级。

风险提示：专业运动和潮流时尚风格轮动对销售的影响，国际并购和多品牌发展的管理挑战和财务波动，经济减速，开店速度、店效、毛利率不及预期等。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	16,692	24,100	32,222	39,383	46,631
同比增长	25.1%	44.4%	33.7%	22.2%	18.4%
营业利润（百万元）	4,311	5,767	7,907	10,058	12,152
同比增长	30.2%	33.8%	37.1%	27.2%	20.8%
归属母公司净利润（百万元）	3,088	4,103	5,632	7,154	8,648
同比增长	29.4%	32.9%	37.3%	27.0%	20.9%
每股收益（元）	1.14	1.52	2.09	2.65	3.20
毛利率	49.4%	52.6%	56.1%	57.5%	58.6%
净利率	18.5%	17.0%	17.5%	18.2%	18.5%
净资产收益率	26.6%	27.8%	31.6%	32.4%	32.2%
市盈率（倍）	58.8	44.3	32.3	25.4	21.0
市净率（倍）	12.6	11.0	8.8	7.2	5.9

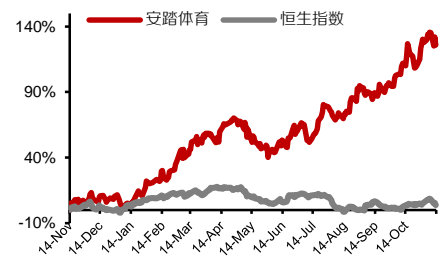
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价（2019 年 11 月 14 日）	74.5 港币
目标价格	77.7 港币
52 周最高价/最低价	78.6/33.4 港币
总股本/流通 A 股（万股）	270,127
A 股市值（百万元）	203,446
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2019 年 11 月 14 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-3.3	3.9	33.1	125.8
相对表现	0.7	3.7	28.0	122.2
恒生指数	-4.0	0.3	5.1	3.6



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

证券分析师 赵越峰
021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513060001

联系人 朱炎
021-63325888-6107
zhuyan3@orientsec.com.cn

联系人 张维益
021-63325888-7535
zhangweiyi@orientsec.com.cn

相关报告		
黄金赛道 强者愈强 --国内运动服饰行业深度报告		2019-08-15
安踏体育首次覆盖报告：从本土龙头向全球顶级运动服饰集团的成长之路		2019-09-24
李宁首次覆盖报告：国潮李宁 上升进行时		2019-11-12

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

我们维持公司的盈利预测，2019-2021 的每股收益分别为 2.09 元、2.65 元和 3.20 元，参考可比公司估值，给予公司 2019 年 33.8 倍的市盈率，对应目标价为 77.7 港币（70.5 元人民币），维持公司“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值

公司名称	公司代码	每股收益（港币）				市盈率			
		2018A	2019E	2020E	2021E	TTM	2019E	2020E	2021E
李宁	2331.HK	0.4	0.6	0.7	0.9	39.0	36.1	30.1	23.7
申洲国际	2313.HK	3.6	3.9	4.7	5.6	29.3	26.5	22.1	18.5
耐克	NIKE US EQUITY	19.5	22.6	26.5	30.8	35.2	30.4	25.9	22.3
阿迪达斯	ADS GR EQUITY	78.1	84.9	95.9	110.4	29.8	28.0	24.8	21.5
露露柠檬	LULU US EQUITY	30.1	37.1	44.0	52.0	45.1	40.8	34.4	29.1
安德玛	UAA US Equity	2.1	2.7	3.8	5.2	56.3	58.4	41.2	29.5
调整后平均							33.8	28.8	24.1

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所，耐克和露露柠檬选取的是财报数据，截止于 2019 年 9 月 24 日

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金及等价物	9,404	10,091	13,493	16,491	19,736	营业收入	16,692	24,100	32,222	39,383	46,631
应收账款	2,089	2,505	4,205	3,946	5,455	营业成本	(8,451)	(11,413)	(14,138)	(16,751)	(19,291)
其他应收款	1,644	2,133	2,857	3,293	3,978	毛利	8,241	12,687	18,084	22,632	27,341
预付账款	0	0	0	0	0	其他收净额	458	760	760	760	760
存货	2,155	2,892	3,110	4,147	4,126	销售费用	(3,809)	(6,525)	(9,506)	(12,209)	(14,689)
其他	150	1,662	159	159	159	管理费用	(901)	(1,223)	(1,635)	(1,998)	(2,366)
流动资产合计	15,442	19,284	23,825	28,037	33,455	财务费用	322	68	10	134	248
合资公司投资	0	0	11,415	11,415	11,415	应占共同控制实体损益	0	0	193	738	858
固定资产	1,203	1,787	2,461	2,485	2,505	除税前溢利	4,311	5,767	7,907	10,058	12,152
在建工程	706	749	403	672	940	所得税	(1,152)	(1,533)	(2,095)	(2,675)	(3,227)
预付账款	536.1	787.5	305.0	271.4	256.1	净利润(含少数股东权益)	3,159	4,234	5,813	7,383	8,925
无形资产	705	685	660	633	605	净利润	3,088	4,103	5,632	7,154	8,648
递延所得税资产	330	403	367	385	376	少数股东权益	71	131	180	229	277
其他	482	1,081	1,044	1,062	1,053	其他综合收益	(463)	389	0	0	0
非流动资产合计	3,632	5,090	16,288	16,538	16,774	其他综合收益(收购)	0	0	(119)	0	0
资产总计	19,074	24,374	40,113	44,575	50,228	综合收益总额(含少数股东权益)	2,696	4,623	5,694	7,383	8,925
短期借款	148	1,244	3,068	1,684	1,000	综合收益总额	2,625	4,491	5,513	7,154	8,648
应付账款	1,447	1,792	2,378	2,824	3,431	少数股东权益	71	131	180	229	277
其他	2,904	4,512	6,278	7,637	8,426	每股收益(元)	1.14	1.52	2.09	2.65	3.20
流动负债合计	4,498	7,548	11,724	12,144	12,856	主要财务比率					
长期借款	0	70	6,677	6,177	5,677		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
递延税项负债	215	236	953	958	956	成长能力					
非流动负债合计	215	306	7,630	7,136	6,633	营业收入	25.1%	44.4%	33.7%	22.2%	18.4%
负债合计	4,714	7,854	19,354	19,280	19,490	除税前溢利	30.2%	33.8%	37.1%	27.2%	20.8%
少数股东权益	654	743	880	1,066	1,300	归属于母公司净利润	29.4%	32.9%	37.3%	27.0%	20.9%
股本	259	259	260	260	260	获利能力					
储备	13,447	15,518	19,619	23,968	29,178	毛利率	49.4%	52.6%	56.1%	57.5%	58.6%
股东权益合计	14,361	16,520	20,759	25,295	30,739	净利率	18.5%	17.0%	17.5%	18.2%	18.5%
负债和股东权益总计	19,074	24,374	40,113	44,575	50,228	ROE	26.6%	27.8%	31.6%	32.4%	32.2%
						ROIC	23.1%	25.9%	23.4%	21.2%	23.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	24.7%	32.2%	48.2%	43.3%	38.8%
净利润	3,159	4,234	5,813	7,383	8,925	净负债率	-64.5%	-53.1%	-18.1%	-34.1%	-42.5%
折旧摊销	252	342	281	334	369	流动比率	3.43	2.55	2.03	2.31	2.60
财务费用	322	68	10	134	248	速动比率	2.95	2.17	1.77	1.97	2.28
其他综合收益类科目调整	0	(175)	119	0	0	营运能力					
营运资金变动	(936)	311	(1,122)	591	(777)	应收账款周转率	8.9	10.5	9.6	9.7	9.9
其它	385	(341)	1,465	(13)	6	存货周转率	4.9	4.5	4.7	4.6	4.7
经营活动现金流	3,181	4,440	6,566	8,429	8,771	总资产周转率	1.0	1.1	1.0	0.9	1.0
资本支出	(1,051)	(940)	(573)	(599)	(629)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	(11,415)	0	0	每股收益	1.14	1.52	2.09	2.65	3.20
其他	(528)	(261)	1,856	34	15	每股经营现金流	1.18	1.64	2.43	3.12	3.25
投资活动现金流	(1,579)	(1,201)	(10,132)	(565)	(614)	每股净资产	5.32	6.12	7.68	9.36	11.38
债权融资	(1,112)	1,098	8,421	(2,019)	(1,432)	估值比率					
其他	1,109	(2,234)	(1,454)	(2,847)	(3,481)	市盈率	58.8	44.3	32.3	25.4	21.0
筹资活动现金流	(2)	(1,136)	6,967	(4,866)	(4,912)	市净率	12.6	11.0	8.8	7.2	5.9
汇率变动影响	(463)	214	0	0	0	EV/EBIT					
现金净增加额	1,138	2,316	3,401	2,998	3,245						
现金净增加额	1,138	2,316	3,401	2,998	3,245						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

