

安踏体育 (02020.HK)

“双A”集团携手，全球化战略展开

Amer 集团规划未来 5 年收入 CAGR10%-15%，净利润增速高于收入增速。公司召开“双A”(ANTA&AMER)战略规划发布会，提出未来 5 年 Amer 集团的“大品牌、大渠道、大国家”战略：1) 将 Arc'teryx、Salomon 及 Wilson 三大品牌发展成十亿欧元品牌，更聚焦鞋服领域，对应将产品从专业户外运动拓展至户外生活运动，强调专业属性基础上加入时尚生活元素；2) 加快渠道转型，大力发展 D2C 直营渠道，从现有的 360 余家自营渠道拓展至 1000+家；3) 加快中国、美国等大市场的发展，到 2023 年规划中国区收入增长四倍（2018 年约为 1.4 亿欧元），业务占比从 5%提升至 15%，美国业务增速超过 50%。整体未来五年 amer 集团计划实现收入 CAGR 为 10%-15%，提升效率的基础上实现净利率的提升。

“双A”集团已达成文化融合，未来业务发展机会与挑战并存。目前双方已达成对公司文化的认同及组织架构调整为未来业务发展形成制度基础：1) 安踏完成平台搭建，形成专业、时尚、户外运动三大品牌事业群，同时搭建零售平台、供应链平台以及 IT 财务等后台组织平台，为 AMER 集团提供零售等资源支持；2) Amer 集团层面已经形成全新董事会，构建 GTM 组织，同时实施全新的管理层激励计划。Amer 集团业务进入中国区域相对较晚，仍有较大的发展潜力，Arc'teryx、Salomon 两个核心品牌在中国将进入门店直营比例提升+店效提升的阶段：Arc'teryx 门店数量有望从 100 家+拓展至 300 家左右；Salomon 品牌将会从过去的户外专业设备向鞋服产品延伸，拓展直营门店。而我们认为，全球业务方面的运营和磨合将是双 A 集团未来需要攻克挑战，2020 年为调整阶段，2021 年有望开始见效增长。

安踏集团 2019 年运营超预期。预计公司 2019 年收入增速超过 35%（安踏品牌实现中双位数增长，FILA 品牌流水增速超过 50%），经营业绩达 59.45 亿元以上，增速超过 45%，归母净利润预计超过 53.3 亿元，增速 30%+。在对 amer Sports 整合过程中，合营公司 JVco 预计给安踏集团报表带来亏损不超过 6.5 亿元，其中 2 亿左右为一次性财务费用，不到 5 亿的部分为收购价格分摊费用（PPA）摊销，我们估算 Amer Sports 常规业务为盈利状态，未来 5 年摊销费用逐步减少。

投资建议：安踏集团已成为全球化运营的运动鞋服龙头公司，当前多品牌战略发展迅速。我们预计公司 2019/2020/2021 年净利润为 54.1/70.2/85.8 亿元，给予目标市值 2200 亿港元，目标价 82 港币，对应 2020 年 PE28 倍，维持“买入”评级。

风险提示：终端需求下滑，多品牌及海外业务开展不顺；人民币汇率变动带来业绩波动。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	16,692	24,100	32,563	41,082	49,691
增长率 yoy (%)	25.1	44.4	35.1	26.2	21.0
归母净利润(百万元)	3,088	4,103	5,410	7,017	8,577
增长率 yoy (%)	29.4	32.9	31.8	29.7	22.2
EPS 最新摊薄(元/股)	1.15	1.53	2.01	2.61	3.19
净资产收益率(%)	22.0	25.6	28.0	30.1	30.5
P/E(倍)	56.2	42.3	32.1	24.7	20.2
P/B(倍)	12.1	10.5	8.7	7.2	6.0

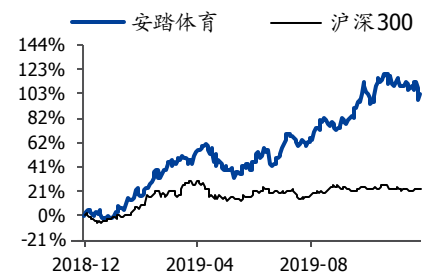
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	
前次评级	买入
最新收盘价	72.00
总市值(百万元)	172,800.00
总股本(百万股)	2,400.00
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	21.3

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

研究助理 杨莹

邮箱：yangying1@gszq.com

研究助理 刘家薇

邮箱：liujiawei@gszq.com

相关研究

- 《安踏体育 (02020.HK)：2019 运营超预期，收购交易产生费用》2019-12-07
- 《安踏体育 (02020.HK)：Q3 流水高增长，国际化进展顺利》2019-10-16
- 《安踏体育 (02020.HK)：高歌猛进，再起预期》2019-08-26



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	15442	19284	16737	19545	23400
现金	6968	9284	4411	5932	6790
应收账款	2089	2505	4008	4047	5696
其他应收款	1644	2133	2915	3405	3957
预付账款	2436	808	1579	1608	1331
存货	2155	2892	3156	3726	4573
其他流动资产	150	1662	669	827	1053
非流动资产	3632	5090	22843	23120	23368
长期投资	0	507	18307	18357	18457
固定投资	1909	2536	2642	2777	2935
无形资产	705	685	750	750	778
其他非流动资产	1018	1361	1144	1236	1198
资产总计	19074	24374	39580	42664	46768
流动负债	4498	7548	21421	22440	23559
短期借款	148	1244	13773	13448	14098
应付账款	1447	2262	2710	3688	4028
其他流动负债	2904	4043	4938	5304	5433
非流动负债	215	306	-1779	-3799	-5806
长期借款	0	70	-1944	-3958	-5972
其他非流动负债	215	236	165	159	166
负债合计	4714	7854	19642	18641	17753
少数股东权益	259	259	259	259	259
股本	3841	3847	3847	3847	3847
资本公积	9606	11671	14917	18777	23494
留存收益	13706	15777	19023	22883	27600
归属母公司股东收益	654	743	916	1140	1415
负债和股东权益	19074	24374	39580	42664	46768

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	3181	4440	3802	8262	7196
净利润	3088	4103	5583	7242	8852
折旧摊销	250	342	301	341	390
财务费用	-155	-175	316	671	582
投资损失	0	0	600	-50	-100
营运资金变动	-381	-444	-2997	58	-2528
其他经营现金流	379	614	0	0	0
投资活动净现金流	-1579	-1201	-18654	-568	-539
资本支出	-585	-808	-242	-141	-179
长期投资	-1047	1302	-18101	-391	-490
其他投资现金流	53	-1695	-311	-36	130
筹资活动净现金流	-2	-1136	9979	-6173	-5798
短期借款	0	0	12214	-996	68
长期借款	-1427	1361	-2014	-2014	-2014
普通股增加	3435	4	0	0	0
资本公积增加	-1937	-2425	-2164	-3158	-3860
其他筹资现金流	-73	-77	1943	-6	7
现金净增加额	1601	2102	-4873	1521	859

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	16692	24100	32563	41082	49691
营业成本	8451	11413	14666	18236	21991
营业税金及附加	2	2	14	9	12
营业费用	3809	6525	8760	11051	13516
管理费用	901	1223	1563	1992	2485
财务费用	-155	-175	316	671	582
资产减值损失	170	225	137	103	127
公允价值变动收益	169	-86	0	0	0
投资净收益	0	0	-600	50	100
营业利润	3853	5050	6644	9174	11206
营业外收入	458	718	900	613	757
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	4311	5767	7544	9787	11962
所得税	1152	1533	1962	2544	3110
净利润	3159	4234	5583	7242	8852
少数股东收益	71	131	173	225	275
归属母公司净利润	3088	4103	5410	7017	8577
EBITDA	4406	5934	8161	10798	12934
EPS (元/股)	1.15	1.53	2.01	2.61	3.19

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	25.1	44.4	35.1	26.2	21.0
营业利润 (%)	28.1	31.1	31.6	38.1	22.2
归属母公司净利润 (%)	29.4	32.9	31.8	29.7	22.2
盈利能力					
毛利率 (%)	49.4	52.6	55.0	55.6	55.7
净利率 (%)	18.5	17.0	16.6	17.1	17.3
ROE (%)	22.0	25.6	28.0	30.1	30.5
ROIC (%)	21.6	23.7	17.6	22.4	24.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.7	32.2	49.6	43.7	38.0
净负债比率 (%)	-15.7	-8.7	76.4	52.9	37.8
流动比率	3.4	2.6	0.8	0.9	1.0
速动比率	3.0	2.2	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	8.9	10.5	10.0	10.2	10.2
应付账款周转率	5.7	6.2	5.9	5.7	5.7
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	1.15	1.53	2.01	2.61	3.19
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.18	1.65	1.42	3.08	2.68
每股净资产 (最新摊薄)	5.35	6.15	7.43	8.95	10.81
估值指标 (倍)					
P/E	56.2	42.3	32.1	24.7	20.2
P/B	12.1	10.5	8.7	7.2	6.0
EV/EBITDA	38.0	28.1	22.6	16.7	13.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com