

中信证券研究部

核心观点



薛缘
 首席纺织服装
 分析师
 S1010514080007



联系人：郑一鸣

安踏体育 2019Q1 经营数据靓丽，主品牌/非安踏品牌零售额增长低双位数/65%-70%，Amer 整合顺利、新董事会成立。看好公司绝对龙头实力，维持“买入”评级。

■ **2019Q1 经营数据公布，消费放缓背景下持续靓丽表现。** 安踏品牌零售额 2019Q1 实现低双位数增长，2018Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现 20%-25%/低双位数/中双位数/低双位数增长，连续多季度延续稳定表现；非安踏品牌零售额 2019Q1 实现 65%-70% 增长，继续维持较高增长，2018Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现 80%-85%/90%-95%/90%-95%/80%-85% 增长。龙头公司一季度靓丽的经营数据，既证明安踏本身能力的优秀，再结合特步等一季度经营表现，进一步证明运动行业当期仍处较高景气阶段。

■ **安踏品牌稳健增长，FILA&Descente 继续高增。** 拆分来看，(1) 安踏品牌中成人线下实现高单位数增长、儿童线下实现 20% 增长、电商实现中双位数增长（转为利润导向，适当控制折扣），整体安踏品牌库销比略低于 4，环比 2018Q4 改善，折扣控制良好。(2) 非安踏品牌中，FILA 流水同增 70% 左右，去年新增门店&老店店效共同推动再超预期，库存控制良好、库销比 5-6，折扣率同比提升。其中 Classic 线下同增 50%+，Fashion 增长 6 倍，kids 增长 70%+，电商翻倍增长。此外，迪桑特延续较快增长，Kolon 仍在调整。

■ **2019 年展望：主品牌能力夯实&龙头稳固，FILA 继续较高增长，Descente 逐渐进入收获期。** 主品牌方面，安踏已经成功构建了从终端零售到供应链、产品打造的能力，我们预计大货店效仍有提升空间，童装+电商继续提升望支撑安踏品牌整体增长，2019 年预计开店 100-200 家（以童装为主），未来几年收入望保持双位数增长。多品牌方面，FILA 持续高增验证公司多品牌打造能力，预计未来有望实现 30%+ 增长，①成人装市场仍有开店空间、2019 年有望继续新增几十家；②支线品牌生根发芽，Kids 中高端童装领先/享行业红利持续高增、Fusion 潮牌享消费升级成长发力，预计 2019 年两个品牌有望各自新增数十家。其他品牌中，Descente 经过几年培育已近盈亏平衡，2018 年店效达到 50+ 万/月，预计 2019 年望净开门店 20 家左右、实现盈亏平衡。

■ **Amer 收购进展顺利，新董事会成立、拓展方案逐渐明晰。** 收购 Amer 进展顺利，目前安踏为首的财团已经成功收购 98% 股权，并成立新的 Amer 董事会（合计 7 人、安踏 4 人）。2019Q1 Amer 经营稳健，并从 Q2 开始计投资收益进入报表，考虑到 Amer 以冬季产品为主、历史上 Q2 多为亏损且收购产生一次性费用，预计对公司上半年业绩产生影响，但全年来看有望望厚 EPS（具体测算和规划详见 12 月的深度报告《安踏收购 Amer，从优秀到卓越的起点》）。短期来看，安踏望从三方面发力：①重点打造始祖鸟和所罗门品牌，丰富产品线、加强时尚元素；②强化直营；③加强中国地区投入。长期看，安踏有望借助 Amer 实现①快速发力专业小众市场；②主品牌再上台阶，最终实现从优秀到卓越的跨越。

■ **风险因素：**收购 Amer Sports 整合效果存不确定性；消费景气下行超预期。

■ **投资建议：**公司 2019Q1 经营数据靓丽，Amer 整合顺利、新董事会成立。看好公司绝对龙头实力，维持公司 2019/2020/2021 年 EPS 预测 1.84/2.20/2.57 元（对应 2.10/2.50/2.94 港元），对应 2019 年 26 倍 PE，维持“买入”评级。

安踏体育	02020.HK
评级	买入（维持）
当前价	53.50 港元
总股本	2,685 百万股
港股流通股本	2,685 百万股
52 周最高/最低价	53.5/30.3 港元
近 1 月绝对涨幅	9.34%
近 6 月绝对涨幅	69.70%
近 12 月绝对涨幅	18.89%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	16692	24100	28865	33994	39937
变化 (%)	25.08	44.38	19.77	17.77	17.48
净利润(百万元)	3088	4103	4935	5895	6911
变化 (%)	29.44	32.87	20.29	19.45	17.23
每股收益 (港元)	1.31	1.74	2.10	2.50	2.94
市盈率 (倍)	41	31	26	21	18

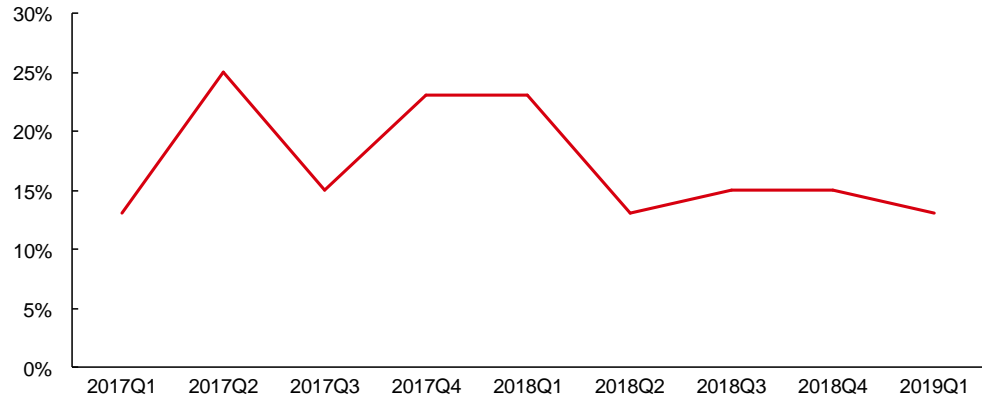
资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 4 月 12 日收盘价

■ 公司经营数据梳理

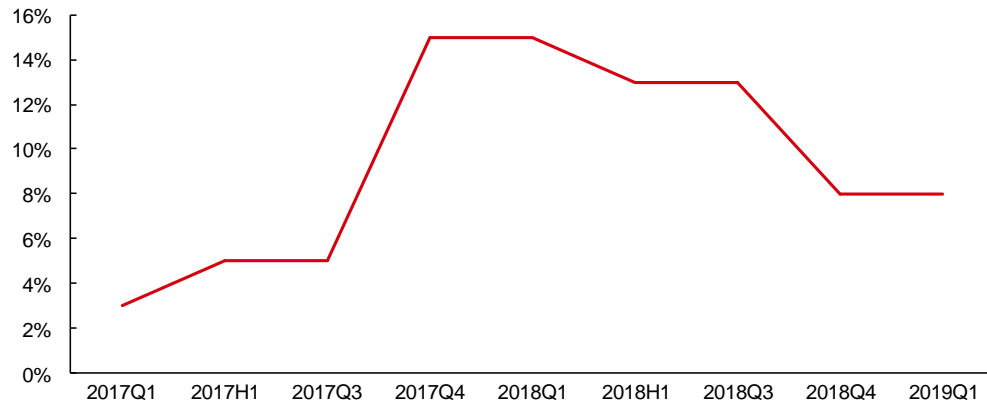
公司分品牌、分季度经营数据如下：

图 1：安踏品牌分季度零售额增速



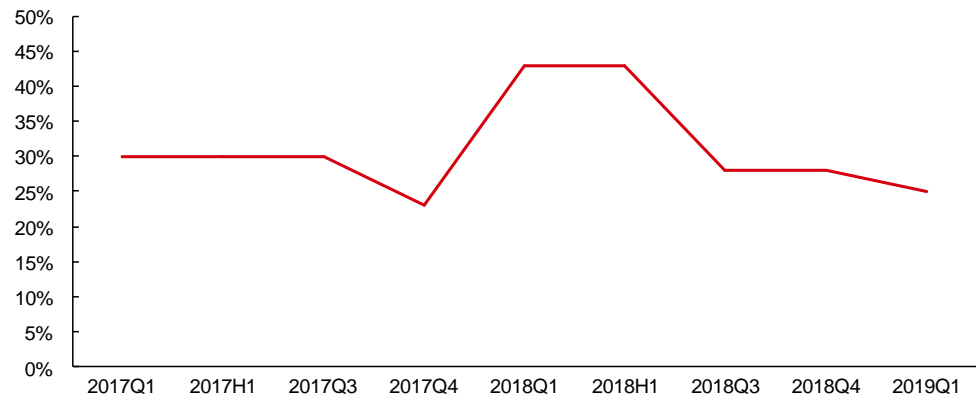
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：低/中/高双位数分别按照 13%/15%/18%代替，以此类推

图 2：安踏成人装线下分季度零售额增速



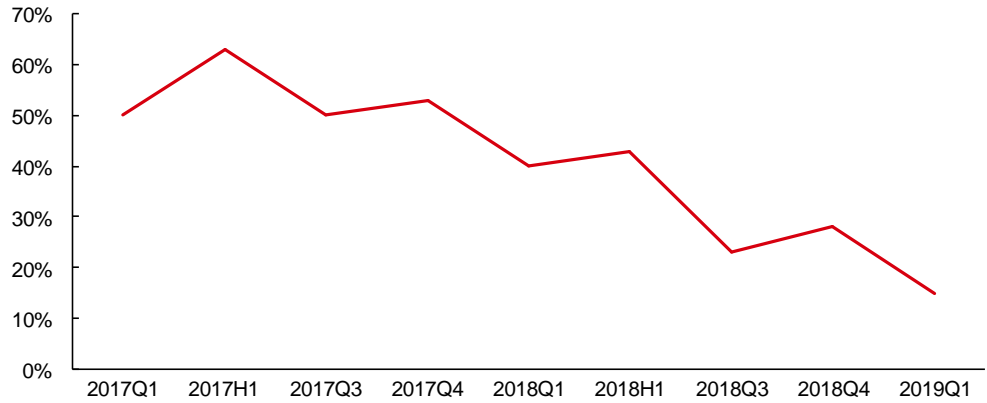
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：低/中/高双位数分别按照 13%/15%/18%代替，以此类推

图 3：安踏童装线下分季度零售额增速



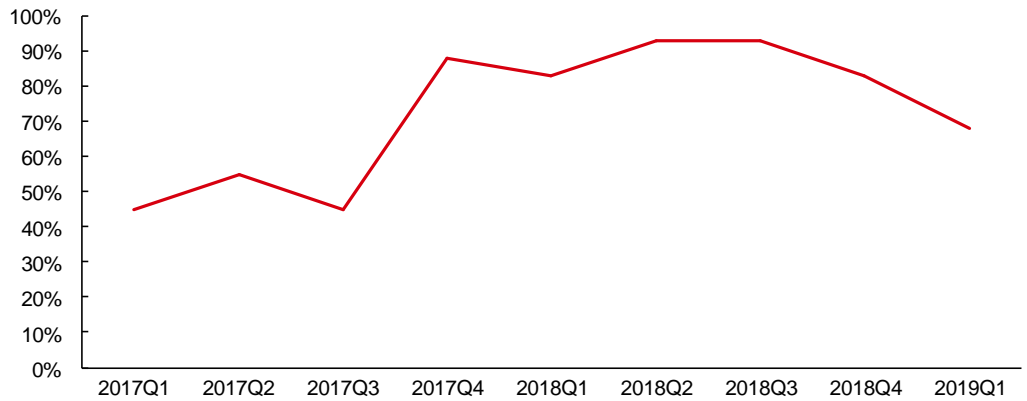
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：低/中/高双位数分别按照 13%/15%/18%代替，以此类推

图 4：安踏线上分季度零售额增速



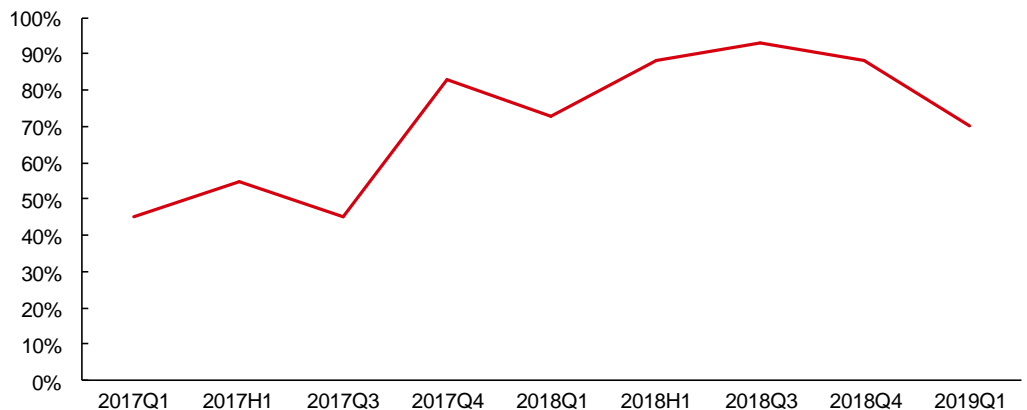
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：低/中/高双位数分别按照 13%/15%/18%代替，以此类推

图 5：非安踏品牌分季度零售额增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：低/中/高双位数分别按照 13%/15%/18%代替，以此类推

图 6：FILA 分季度零售额增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：低/中/高双位数分别按照 13%/15%/18%代替，以此类推

■ 相关研究

- 安踏体育 (02020.HK) 2018 年报点评暨公司交流纪要: 2018 交出靓丽答卷, Amer 收购顺利推进 (2019-02-27)
- 安踏体育 (2020.HK) 重大事项点评: 主品牌环比改善, FILA 持续高增 (2018-10-12)
- 安踏体育 (2020.HK) 2018 年中报点评: 安踏龙头地位夯实, FILA 大超预期 (2018-08-20)
- 安踏体育 (2020.HK) 重大事项点评: 做空安踏? 我们怎么看 (2018-06-15)
- 安踏体育 (2020.HK) 2018Q1 业绩交流电话会议: 大货表现亮眼, FILA 持续高增 (2018-04-11)
- 安踏体育 (2020.HK) 2017 年年报点评: 业绩持续兑现, 创新赋能多品牌发展 (2018-03-01)

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	16692.49	24100.04	28865.20	33993.97	39937.46
销售及劳务成本	-8451.35	-11412.76	-13781.82	-15544.31	-17623.48
毛利	8241.15	12687.28	15083.37	18449.67	22313.98
其它收入	0.00	20.90	210.05	245.35	290.52
销售及推广费用	-3809.31	-6524.92	-7540.02	-8957.82	-11037.29
其它经营费用	-902.96	-1222.59	-1443.26	-2039.64	-2396.25
其他收益及亏损	451.53	717.83	550.00	500.00	550.00
经营利润	3980.40	5678.50	6860.15	8197.56	9720.97
应占联营公司溢利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	4001.37	5416.96	6965.69	8332.94	9876.42
所得税开支	-1151.67	-1533.15	-1915.56	-2274.89	-2666.63
少数股东权益	-71.05	-131.34	-114.86	-163.06	-298.87
股东应占利润	3087.84	4102.86	4935.26	5731.93	6612.05
EBITDA	4421.78	5984.29	7263.06	8640.47	10187.88
EBIT	4171.50	5642.08	7020.15	8357.56	9880.97

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	6967.6	9283.7	11546.1	12787.5	16076.0
应收贸易账款及其他应收款项	3732.7	4638.2	4985.5	5718.2	6327.2
存货	2155.3	2892.5	3199.7	3837.5	4303.0
其他流动资产	2586.4	2470.0	2470.0	2470.0	2470.0
流动资产合计	15441.9	19284.4	22201.2	24813.3	29176.2
物业、厂房及设备	1908.6	2536.4	2793.5	3010.5	3003.6
权益性投资	0.0	506.6	506.6	506.6	506.6
商誉及无形资产	705.3	685.4	685.4	685.4	685.4
其他非流动资产	1018.3	1361.5	1177.7	1200.2	1246.5
非流动资产合计	3632.3	5089.8	5163.2	5402.8	5442.1
总资产	19074.2	24374.2	27364.4	30216.1	34618.3
应付账款及其他应付款	3803.8	5420.6	6568.1	7607.1	8874.1
短期借贷及长期借贷当期到期部分	147.9	1243.6	835.9	0.0	0.0
其他流动负债	546.6	883.7	964.1	1177.4	1419.7
流动负债合计	4498.4	7547.9	8368.1	8784.4	10293.8
长期借贷	0.0	70.0	70.0	70.0	70.0
其他非流动负债	215.3	236.5	236.5	236.5	236.5
非流动负债合计	215.3	306.5	306.5	306.5	306.5
总负债	4713.7	7854.4	8674.6	9090.9	10600.3
普通股股本	259.0	259.0	259.0	259.0	259.0
储备	14075.0	15932.1	17987.1	20259.4	22853.4
股东权益合计	14360.5	16519.9	18689.8	21125.2	24018.0
总负债及总权益	19074.2	24374.2	27364.4	30216.1	34618.3
已动用资本	14575.9	16826.4	18996.3	21431.6	24324.5
营运资金	10943.6	11387.8	10814.4	10932.8	10497.9
净现金/(负债)	6819.7	7970.1	10640.1	12717.5	16006.0

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	4001.4	5417.0	6965.7	8332.9	9876.4
营运资金变动	-380.6	-444.3	573.4	-118.4	434.9
折旧及摊销	250.3	342.2	242.9	282.9	306.9
其他	-689.6	-875.2	-2069.4	-2656.7	-3249.6
经营现金流	3181.5	4439.7	5712.6	5840.8	7368.7
资本支出	-585.0	-808.2	-500.0	-500.0	-300.0
资产变卖	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其它	-993.5	-392.9	183.8	-22.5	-46.2
投资现金流	-1578.5	-1201.1	-316.2	-522.5	-346.2
发行普通股的所得款项	3435.0	4.4	0.0	0.0	0.0
借贷变化	-1427.3	1361.3	-407.6	-835.9	0.0
已付股息	1936.8	2425.1	-2880.2	-3459.6	-4018.1
其它	-3946.9	-4927.2	153.8	218.7	284.1
融资现金流	-2.4	-1136.4	-3134.0	-4076.8	-3734.0
外汇汇率变动之影响	-462.9	213.9	0.0	0.0	0.0
变动净现金流	1137.6	2316.1	2262.4	1241.5	3288.4
自由现金流	2596.4	3631.5	5212.6	5340.8	7068.7

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率 (%)					
毛利	27.6	54.0	18.9	22.3	20.9
除息、税、折旧及摊销前利润(不计联营贡献)	24.7	35.3	21.4	19.0	17.9
除息、税前利润(不计联营贡献)	25.6	35.3	24.4	19.1	18.2
股东应占利润	29.4	32.9	20.3	16.1	15.4
利润率 (%)					
毛利	49.4	52.6	52.3	54.3	55.9
除息、税、折旧及摊销前利润(不计联营贡献)	26.5	24.8	25.2	25.4	25.5
除息、税前利润(不计联营贡献)	25.0	23.4	24.3	24.6	24.7
股东应占利润	18.5	17.0	17.1	16.9	16.6
其它 (%)					
有效税率	28.8	28.3	27.5	27.3	27.0
已动用资本回报率	21.2	24.4	26.0	26.7	27.2
股东回报率	25.5	26.6	28.0	28.8	29.3
资产回报率	18.5	18.9	19.1	19.9	20.4

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。