安踏体育（02020.HK）

Q3 流水高增长，国际化进展顺利

安踏品牌 Q3 流水实现中双位数增长，在 H1 基础上提速。根据公司公告 2019Q3 公司安踏主品牌终端流水实现中双位数增长，在 2019H1 低双位数的基础上提速。我们判断：1）安踏大货 Q1 线下流水实现低双位数增长，考虑门店数量基本维持稳定，流水增速主要由店效增长贡献；2）安踏儿童线下流水维持 25%的增速增长；3）安踏电商流水增速为 30%-35%，相较上半年大幅度提升，且电商当前折扣水平有所改善，盈利水平提升。安踏品牌终端折扣水平保持在 72 折左右，库销比保持在 4-5 之间，整体终端表现比较健康。

FILA 品牌持续超预期增长。FILA 品牌延续高增长趋势，Q3 流水增速超过 50%，主要来自新店扩张及原有店铺店效提升，且库销比维持健康水平，同时终端折扣保持在 8 折左右。我们测算分渠道看：1）线下方面，FILA Classic 线下流水同增 40%+，平均店效超过 80 万；子品牌 FILA Fusion 线下流水是同期 2 倍，FILA KIDS 线下流水同增 70%+。子品牌增长势头良好，且公司前期布局的 FILA 专业运动线也进入了测试状态。2）线上方面，FILA 品牌电商销售势头良好，实现 80%+增长。其他品牌我们估计迪桑特、KOLON 等其他品牌终端仍然维持良好势头增长，实现 30%-35%增长，其中迪桑特表现更佳，上半年已经进入盈利状态，Q3 维持了良好的增长势头。

收购 Amer Sports 事项稳步推进，国内业务整合加快。以安踏为首的财团收购 Amer Sports 后成立新董事会将对 Amer 未来 5 年业务发展进行规划，希望经整合后的 Amer 集团未来每年实现收入 10%-15%的增长。当前公司加强始祖鸟、索罗门等品牌在中国市场的发展，已经逐步开展门店收归直营，电商团队组建等工作。Amer Sports 主要盈利季在秋冬，收购事项及亏损给安集团 H1 带来 4.9 亿亏损，我们预计全年对安踏集团报表带来微增。

盈利预测与投资建议。作为本土体育服饰龙头，品牌矩阵完善，主品牌稳健，FILA 高速增长。同时公司战略性收购 Amer，打开国际化大门。我们预计公司 2019/2020/2021 年净利润为 56.3/70.5/86.7 亿元，给予目标市值 2200 亿港币，目标价 82 港币，对应 2020 年 PE28 倍，维持“买入”评级。

风险提示：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	32,288	40,348	48,791
增长率 yoy（%）	25.1	44.4	34.0	25.0	20.9
归母净利润（百万元）	3,088	4,103	5,632	7,053	8,666
增长率 yoy（%）	29.4	32.9	37.3	25.2	22.9
EPS 最新摊薄（元/股）	1.15	1.53	2.10	2.63	3.23
净资产收益率（%）	22.0	25.6	28.9	30.1	30.6
P/E（倍）	58.2	43.8	31.9	25.5	20.7
P/B（倍）	12.5	10.9	9.0	7.4	6.2

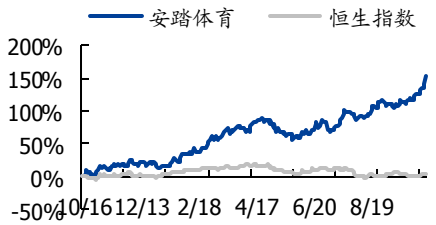
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	
前次评级	买入
最新收盘价	75.65
总市值(百万元)	173,880.00
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)	239.04

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

1、《安踏体育（02020.HK）：高歌猛进，再超预期》2019-08-26
2、《安踏体育（02020.HK）：19H1 经营利润增速 50%+，再超预期》2019-07-22
3、《安踏体育（02020.HK）：FILA 数据解构，19Q2 集团势头良好》2019-05-31

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	16531	19214	23010
现金	6968	9284	4374	5826	6667
应收账款	2089	2505	3953	3959	5608
其他应收款	1644	2133	2873	3335	3893
预付账款	2436	808	1579	1608	1331
存货	2155	2892	3084	3660	4457
其他流动资产	150	1662	669	827	1053
非流动资产	3632	5090	23443	23670	23818
长期投资	0	507	18907	18907	18907
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	39974	42883	46829
流动负债	4498	7548	21673	22498	23407
短期借款	148	1244	14084	13575	14046
应付账款	1447	2262	2651	3619	3928
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	19894	18699	17601
少数股东权益	259	259	259	259	259
股本	3841	3847	3847	3847	3847
资本公积	9606	11671	15051	18930	23696
留存收益	13706	15777	19157	23036	27802
归属母公司股东收益	654	743	923	1149	1426
负债和股东权益	19074	24374	39974	42883	46829

现金流表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	3181	4440	3373	8259	7253
净利润	3088	4103	5813	7278	8943
折旧摊销	250	342	301	341	390
财务费用	-155	-175	326	686	587
投资损失	0	0	-130	-100	-100
营运资金变动	-381	-444	-2886	103	-2517
其他经营现金流	379	614	-50	-50	-50
投资活动净现金流	-1579	-1201	-18474	-418	-389
资本支出	-585	-808	-242	-141	-179
长期投资	-1047	1302	-18701	-341	-390
其他投资现金流	53	-1695	469	64	180
筹资活动净现金流	-2	-1136	10191	-6389	-6022
短期借款	0	0	12515	-1196	-116
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	-2253	-3174	-3900
其他筹资现金流	-73	-77	1943	-6	7
现金净增加额	1601	2102	-4910	1452	842

利润表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	16692	24100	32288	40348	48791
营业成本	8451	11413	14493	17871	21508
营业税金及附加	2	2	14	9	12
营业费用	3809	6525	8718	10813	12930
管理费用	901	1223	1550	1937	2440
财务费用	-155	-175	326	686	587
资产减值损失	170	225	137	102	125
公允价值变动收益	169	-86	50	50	50
投资净收益	0	0	130	100	100
营业利润	3853	5050	7367	9183	11465
营业外收入	458	718	588	653	620
营业外支出	0	0	100	0	0
利润总额	4311	5767	7855	9836	12086
所得税	1152	1533	2042	2557	3142
净利润	3159	4234	5813	7278	8943
少数股东收益	71	131	180	226	277
归属母公司净利润	3088	4103	5632	7053	8666
EBITDA	4406	5934	8482	10863	13062
EPS（元/股）	1.15	1.53	2.10	2.63	3.23

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	34.0	25.0	20.9
营业利润（%）	28.1	31.1	45.9	24.6	24.9
归属母公司净利润（%）	29.4	32.9	37.3	25.2	22.9
盈利能力					
毛利率（%）	49.4	52.6	55.1	55.7	55.9
净利率（%）	18.5	17.0	17.4	17.5	17.8
ROE（%）	22.0	25.6	28.9	30.1	30.6
ROIC（%）	21.6	23.7	18.1	22.4	24.6
偿债能力					
资产负债率（%）	24.7	32.2	49.8	43.6	37.6
净负债比率（%）	-15.7	-8.7	77.3	53.2	37.4
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	2.10	2.63	3.23
每股经营现金流（最新摊薄）	1.18	1.65	1.26	3.08	2.70
每股净资产（最新摊薄）	5.35	6.15	7.48	9.01	10.89
估值指标（倍）					
P/E	58.2	43.8	31.9	25.5	20.7
P/B	12.5	10.9	9.0	7.4	6.2
EV/EBITDA	39.5	29.1	22.5	17.2	14.1

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

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

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

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