

AMEAS 发展规划细节公布，令人振奋的扩张蓝图

买入（维持）

2019年12月12日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002
021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	24,100.04	33,016.42	40,889.68	48,858.44
同比（%）	44.38%	37.00%	23.85%	19.49%
归母净利润（百万元）	4,102.85	5,404.75	6,932.82	8,482.47
同比（%）	32.87%	31.73%	28.27%	22.35%
每股收益（元/股）	1.53	2.00	2.57	3.14
P/E（倍）	42.7	32.4	25.2	20.6

投资要点

■ **事件：**公司 11 日举行投资者接待日，详细阐述 AMEAS 未来 5 年的战略规划部署。

■ **大品牌、大渠道、大市场战略下，鞋服、直营业务、中国业务成为 AMEAS 未来 5 年的发力重点。** AMEAS 作为全球细分体育市场领导者，本身在越野跑及装备(SALOMON)、高山滑雪器具 (ATOMIC、SALOMON)、网球 (Wilson)、潜水手表 (SUUNTO) 等领域占据全球第一地位，2018 年起全球收入达到 28 亿欧元，在超过 34 个国家经营业务。以安踏为首的财团对 AMEAS 进行私有化收购后，为其树立了清晰的 5 年发展战略，主要包括：

1) **全球范围内重组 GTM：**由品牌组合型 GTM 转为聚焦单品牌的 GTM，并计划培育出 3 个 10 亿欧元收入体量的单一品牌，即 ARC'TERYX、SALOMON、Wilson；

2) **聚焦鞋服业务：**鞋服产品销售占比从 18 年的 40% 提升至 50% 以上；

3) **零售转型：**DTC 业务收入占比从 2018 年的 11% 提升至 30%，整合集团资源加速全球 SAP 零售系统更新，给予消费者更好的零售体验；

4) **加速中国市场发展：**中国市场从 2018 年占比 5% 提升至 15%，其中尤其发力 ARC'TERYX、SALOMON 等品牌在华业务，希望 ARC'TERYX 门店数量从现有的 100+ 扩张到 300-400 家，SALOMON 业务也更多向鞋服领域延伸，并拓展在华直营门店；

5) **新的管理层激励和战略性指引：**AMEAS 原 CEO 和主要管理层继续领导公司，品各品牌高管与核心人员也在收购后留任，对管理层的激励将侧重长期价值创造，新董事会也将给管理层提供战略性指引；

总体来看，公司计划 AMEAS 在未来 4-5 年内收入 CAGR 达到 10%-15%，同时盈利能力提升。

■ **安踏对 AMEAS 寄予厚望，管理层直接持股彰显对其信心。** 11 月安踏公告向四位执行董事 (2.67%)、高级管理层团队成员 (0.83%) 及红杉资本 (1.13%)、ZWC 资本 (0.38%) 出售所持有的 Amer Sports 5% 的经济利益 (无投票权 B 股，安踏体育投票权不变) 并向 Fountain Vest (方源资本) 出售所持有的 Amer Sports 0.25% 的股权。其中，安踏体育执行董事丁世忠、赖世贤、吴永华、郑捷四人将用自有资金出资合计 7120 万欧元收购 Amer Sports B 股，这四位执行董事均对 Amer Sports 的中国区扩张以及整体业务架构调整有直接参与，此次入股能够进一步绑定管理层与公司的利益，也侧面说明管理层对 AMEAS 未来发展前景的看好。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	72.00
一年最低/最高价	33.25/79.90
市净率(倍)	9.71
港股流通市值(百万港元)	194536.08

基础数据

每股净资产(元)	6.67
资产负债率(%)	46.42
总股本(百万股)	2701.89
流通股本(百万股)	2701.89

相关研究

- 1、《安踏体育 (02020)：19H2 主业增长仍强劲，收购 AMEAS 后 PPA 影响表现增速》2019-12-08
- 2、《安踏体育 (02020)：管理层入股 Amer Sports 股份，彰显公司对未来信心》2019-11-12

- **盈利预测与投资评级：**总体来看，公司 19 年表现靓丽，原有主业收入/归母净利同增 35%/45%+，AMEAS 并购 19 年为安踏报表带来 6.5 亿费用（主要为 JVCO 层面的交易和财务费用以及 PPA 摊销影响），但 2020 年开始将有望带来正向利润贡献，我们预计 19/20/21 年归母净利同增 31.7%/28.3%/22.4% 至 54.0/69.3/84.8 亿元，对应 PE32/25/21X，作为全球第三大体育龙头持续看好成长性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**零售遇冷导致同店增长不及预期，展店不及预期，AMER SPORTS 运营不及预期

安踏体育三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	19,284.4	18,972.9	23,331.7	29,330.3	营业收入	24,100.0	33,016.4	40,889.7	48,858.4
现金	9,283.7	8,607.5	11,066.6	15,321.5	营业成本	11,412.8	14,928.3	18,110.6	21,313.2
应收款项	4,635.9	6,014.6	7,391.9	8,368.9	销售费用	6,524.9	9,013.5	11,858.0	14,168.9
存货	2,892.5	4,050.9	4,573.2	5,339.9	管理费用	1,222.6	1,650.8	2,044.5	2,442.9
其他	2,472.3	300.0	300.0	300.0	营业外净收入	760.0	1,001.2	1,051.2	1,103.8
非流动资产	5,089.9	19,329.8	19,955.4	20,599.5	营业利润	5,699.8	8,425.0	9,927.9	12,037.2
固定资产	1,787.3	2,283.4	2,734.0	3,157.6	财务费用	(67.6)	154.7	211.5	178.0
在建工程	749.0	749.0	749.0	749.0	利润总额	5,767.4	7,620.3	9,801.1	11,994.0
无形资产	685.5	715.0	733.0	749.2	所得税费用	1,533.2	2,018.5	2,606.8	3,185.1
其他	1,868.0	15,582.3	15,739.4	15,943.6	少数股东损益	131.3	197.0	261.5	326.4
资产总计	24,374.2	38,302.7	43,287.1	49,929.8	归属母公司净利润	4,102.9	5,404.7	6,932.8	8,482.5
流动负债	7,547.9	9,480.8	10,355.2	12,042.9	EBIT	4,939.8	7,423.8	8,876.6	10,933.4
短期借款	1,243.6	890.0	890.0	890.0	EBITDA	5,282.0	7,626.9	9,180.1	11,265.5
应付账款	5,633.2	6,807.0	7,681.4	9,369.1					
其他	671.1	1,783.8	1,783.8	1,783.8					
非流动负债	306.5	7,640.7	7,640.7	7,640.7					
其他	236.5	236.5	236.5	236.5					
负债总计	7,854.4	17,121.5	17,995.9	19,683.6					
少数股东权益	742.5	939.5	1,201.1	1,527.4					
归属母公司股东权益	15,777.3	20,241.7	24,090.1	28,718.8					
负债和股东权益总计	24,374.2	38,302.7	43,287.1	49,929.8					

重要财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益(元)	1.53	2.00	2.57	3.14
每股净资产(元)	5.88	7.49	8.92	10.63
发行在外股份(百万股)	2684.9	2701.9	2701.9	2701.9
ROIC(%)	21.3%	25.8%	26.1%	27.1%
ROE(%)	27.8%	30.0%	31.3%	32.1%
毛利率(%)	52.6%	54.8%	55.7%	56.4%
EBIT Margin(%)	20.5%	22.5%	21.7%	22.4%
销售净利率(%)	17.0%	16.4%	17.0%	17.4%
资产负债率(%)	32.2%	44.7%	41.6%	39.4%
收入增长率(%)	44.4%	37.0%	23.8%	19.5%
净利润增长率(%)	32.9%	31.7%	28.3%	22.4%
P/E	42.7	32.4	25.2	20.6
P/B	11.1	8.6	7.3	6.1
EV/EBITDA	32.9	24.1	19.8	15.9

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4,439.7	4,745.1	6,833.0	9,411.7
投资活动现金流	(1,201.1)	(9,894.1)	(1,115.1)	(1,128.7)
筹资活动现金流	(1,136.4)	4,472.7	(3,258.8)	(4,028.2)
现金净增加额	2,102.2	(676.2)	2,459.2	4,254.9
折旧与摊销	342.2	203.1	303.5	332.2
资本开支	182.1	710.0	710.0	710.0
营运资本变动	(444.3)	(1,363.3)	(1,025.2)	(56.1)
企业自由现金流	3,706.6	5,007.1	6,504.1	9,016.0

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

