

疫情短期冲击有限，公司长期价值凸显

—— 安踏体育 (2020.HK) 2019 年报点评暨新冠肺炎疫情疫情影响测算报告

公司动态

◆ 公司收入实现快速增长，收购 Amer 影响净利增速

2019 年公司实现收入 339.28 亿元（人民币，下同）、同增 40.8%，归母净利润 53.4 亿元、同增 30.3%，EPS1.987 元。公司主要品牌收入均保持较快增长，收购 Amer Sports 带来亏损约 6.3 亿元（主要为收购一次性费用、PPA（合并对价分摊评估）等影响）导致净利增速低于收入，FILA 占比提升促毛利率同增 2.4PCT 至 55.0%。

◆ 安踏、FILA 影响力持续提升、渠道数量扩张，20 年将更注重增长质量

公司持续加大研发、设计、营销投入提升品牌影响力，渠道数量继续扩张。19 年安踏、FILA、其他品牌分别实现收入 174.50 亿、147.70 亿、17.08 亿，同增 21.8%、73.9%、33.3%。19 年末安踏（含儿童）门店 10516 家、增 4.56%，FILA 门店 1951 家、增 18.10%。

公司构建零售、供应链、后台支持三大共享平台，将优化渠道结构、注重单店产出、推动高质量增长。20 年末安踏目标门店数量 1.02-1.03 万家、减少 300 家，FILA 门店 2000-2100 家、增 100 家（19 年增 300 家）。

◆ 新冠肺炎疫情疫情影响公司收入增长，Amer 预计带来一定亏损

新冠肺炎疫情导致公司 2-3 月整体流水受到影响同比下滑，公司预计 20Q1 销售流水下降 20% 左右，其中安踏、FILA 预计下降 20%-30%、10%-20%，预计 20H2 安踏流水恢复双位数增长，FILA 恢复 30%+ 增长。

据我们保守测算：2020 年疫情导致公司收入增速较此前预期下滑 18PCT；假设 Amer 各区域受疫情影响时间为两个季度，预计疫情将导致 20 年 Amer 收入损失 6.09 亿欧元，利润略有亏损、考虑 PPA 影响预计将导致安踏投资收益减少 2.32 亿人民币。

◆ 短期影响不改长期逻辑，本土运动鞋服龙头仍有成长空间

疫情带来短期负面影响，但难改行业与公司长期逻辑，疫情结束后体育健身需求将增加、同时受益政策支持，户外运动消费有望反弹，同时本次疫情推动国民认同感提升、加速行业出清，利好本土服装品牌成长。

受疫情影响下调 20-22 年 EPS 预测为 2.08/2.72/3.21 元，20 年受外部事件影响业绩增速较低，21 年利润增速有望反弹，目前股价对应 20 年 24 倍 PE，已反映市场悲观预期，具备长期投资价值，维持“买入”评级。

◆ 风险提示：疫情影响超预期，并购整合不达预期，渠道库存出现恶化等。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	24,121	33,926	36,293	45,862	53,908
营业收入增长率	44.4%	40.8%	7.0%	26.4%	17.5%
净利润（百万元）	4,103	5,344	5,600	7,316	8,642
净利润增长率	32.9%	30.3%	4.8%	30.7%	18.1%
EPS（元）	1.53	1.99	2.08	2.72	3.21
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.0%	26.6%	23.6%	25.7%	26.3%
P/E	33	26	24	18	16
P/B	9.5	7.5	6.3	5.2	4.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 1 日，港股兑人民币汇率为 0.92

买入（维持）

当前价：54.55 港币

分析师

李婕 (SAC 编号：S0930511010001)
021-52523339lijie_yjs@ebsec.com

汲肖飞(SAC 编号：S0930517100004)

021-52523675

jixiaofei@ebsec.com

市场数据

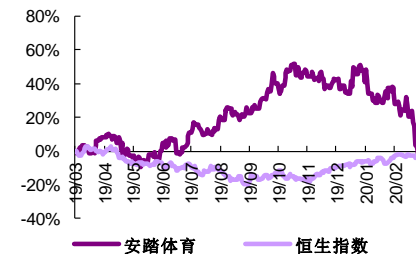
总股本(亿股)：27.02

总市值(亿元)：1,409.07

一年最低/最高(元)：42.00/79.90

近 3 月换手率(%)：0.4

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.4	-10.1	22.4
绝对	-26.9	-28.3	0.2

资料来源：Wind

相关研报

- FILA 快速增长，运动服饰龙头业绩再超预期 2019-08-28
- 全年业绩增长超市场预期 2019-02-27
- 要约收购进入落实阶段，集团发展将开启新纪元 2018-12-10
- 延续高速增长 2018-10-12
- FILA 品牌展现强劲增长态势 2018-08-14

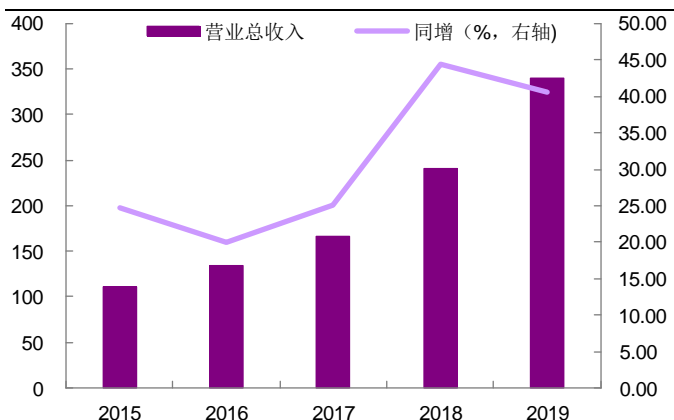
1、收入保持较快增速，推出业务共享平台注重增长质量

1.1、19 年各品牌收入保持增长，盈利能力提升

2019 年公司实现收入 339.28 亿元（人民币，下同）、同增 40.8%，归母净利润 53.4 亿元、同增 30.3%，EPS 为 1.987 元。

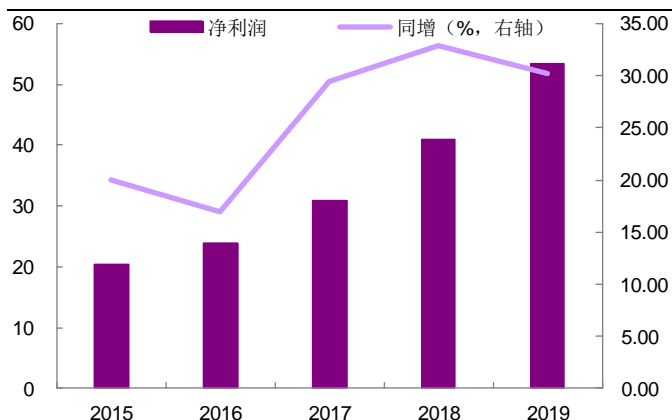
公司主要品牌收入均保持较快增长，带动整体收入保持较快增速。2019 年 3 月底公司完成收购 Amer 集团、目前持股比例为 53.82%，2019 年 Amer 收购带来亏损约 6.3 亿元（主要为收购一次性费用不超过 2 亿元、PPA（合并对价分摊评估）不超过 5 亿元等影响）导致净利增速低于收入。

图 1：近年来公司收入及增长情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：近年来公司净利及增长情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

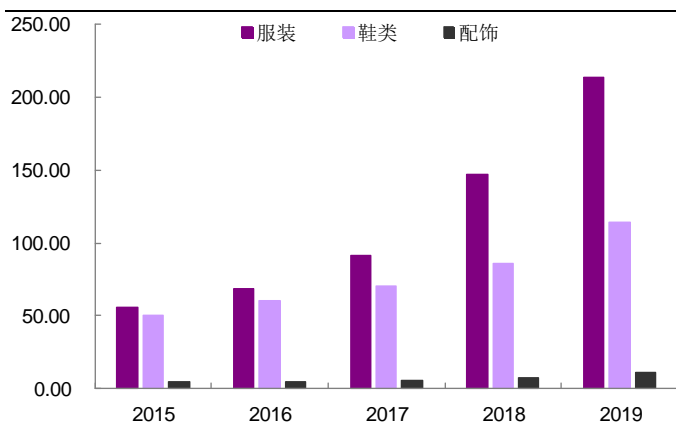
分品牌来看，2019 年安踏、FILA、其他品牌分别实现收入 174.50 亿元、147.70 亿元、17.08 亿元，同增 21.8%、73.9%、33.3%。

其中安踏增速较快主要由于安踏品牌市场认可度提升及安踏儿童收入增速较快，2019 年末安踏（包括安踏儿童）共有门店 10516 家、外延同增 4.56%。

FILA 保持快速增长主要由于品牌知名度提升带动店效增长、电商渠道收入增速相对较高（公司整体线上收入增速约 40%）以及门店数量快速扩张，2019 年末 FILA（包括 FILA KIDS 和 FILA FUSION）共有门店 1951 家、外延同增 18.10%。

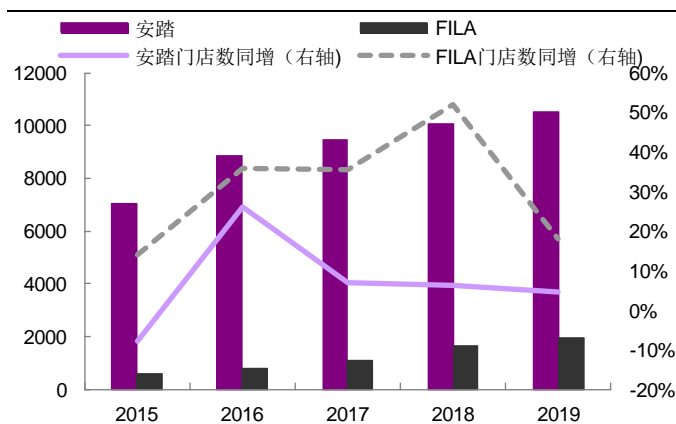
分产品来看，2019 年公司鞋类、服装、配饰收入为 114.10 亿元、213.98 亿元、11.20 亿元，同比增长 32.2%、45.5%、47.5%。公司 FILA 品牌定位运动时尚、服装收入占比较高，2019 年 FILA 收入增速较高推动整体服装收入占比同比提升 2.04PCT 至 63.07%。

图 3: 近年来公司分品类收入情况 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 4: 近年来公司各品牌门店及增长情况

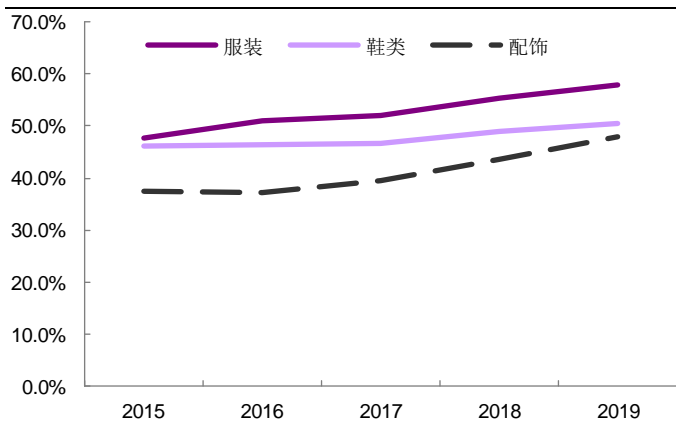


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

毛利率方面, 2019 年公司毛利率同增 2.4PCT 至 55.0%, 主要由于 FILA 毛利率较高、收入占比提升。分品牌来看, 2019 年安踏、FILA、其他品牌毛利率分别同增 -0.7PCT、+0.5PCT、+4.6PCT 至 41.3%、70.4%、61.8%, 安踏毛利率下降主要由于品牌提升性价比、增加鞋类产品科技创新以及公司给予分销商更多返利于门店升级、数字化改造所致。

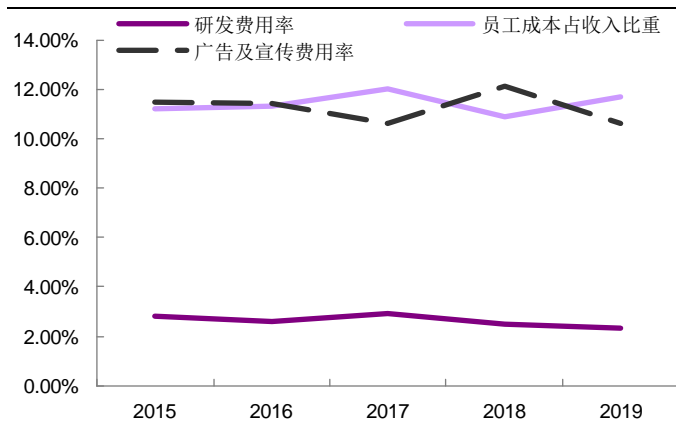
费用率方面, 2019 年公司研发、人工、广告及宣传占收入比重分别为 2.3%、11.7%、10.6%, 同增 -0.2PCT、0.8PCT、-1.5PCT。公司整体业务拓展、员工人数增加且授予员工奖励股份, 导致人工支出占比提升。公司收入增速较高导致研发、广告及宣传占收入比重有所下滑。

图 5: 近年来公司毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 6: 近年来公司费用率变化情况



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

其他财务指标:

1) 2019 年末公司存货为 44.05 亿元, 较年初增 52.30%, 主要由于各品牌业务规模扩大。2019 年公司平均存货周转天数为 87 天, 同增 6 天, 主要由于 FILA 以直营为主、存货周转速度相对较慢。

2) 2019 年末公司应收账款为 38.96 亿元, 较年初增 55.55%, 主要由于公司业务规模扩大, 2019 年平均应收账款周转天数为 34 天, 同降 1 天。

3) 2019 年公司分占合营公司亏损为 6.33 亿元, 主要由于收购 Amer Sports 相关一次性费用不超过 2.0 亿元及 PPA (合并对价分摊评估) 影响不超过 5.0 亿元。

4) 2019 年公司经营活动现金流净额为 74.85 亿元、同增 68.59%，主要由于公司现金产出能力增强。

1.2、持续加大品牌投入，组织变革推动高质量增长

➤ 公司主要品牌持续加大研发、设计、营销投入，提升品牌影响力

公司主品牌安踏定位大众市场高性价比功能性体育用品，主打跑步、综训、篮球、搏击等。2019 年安踏加大研发投入，推出 KT5 篮球鞋、“氢跑鞋”、Challenge202 跑步鞋等产品，并与可口可乐、NASA、漫威等知名 IP 跨界联名，继续赞助奥运赛事、NBA 球星，强化品牌影响力。2019 年安踏开始推出第九代门店，进一步升级店铺形象、用户体验。安踏儿童推出跨界联名产品，升级四代门店，2019 年 9 月成为第一家登陆纽约时装周的中国儿童运动品牌，品牌知名度提升带动安踏儿童收入快速增长。

FILA 品牌定位高端运动时尚市场，2019 年继续与知名设计师联名，赞助中国网球公开赛，并推出多种时尚系列，FILA FUSION 签约日本模特木村光希为代言人，提升品牌影响力。FILA KIDS2019 年推出意境探奇等多款系列产品，受到市场欢迎。

图 7：2019 年安踏推出第九代门店



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 8：FILA FUSION 签约日本模特木村光希



资料来源：公司公告，光大证券研究所

➤ 安踏品牌注重线上渠道、店效增长，FILA 保持渠道扩张

2020 年公司将注重增长质量，安踏追求性价比和战略聚焦，优化渠道结构，2020 年末安踏及安踏儿童目标门店数量为 1.02-1.03 万家，同比减少约 300 家，品牌影响力扩大、产品优化带动店效增长，线上渠道保持较快增速。

FILA 由高速增长转为高质量增长，公司注重提高单店产出，提升消费者体验，2020 年末目标门店数量为 2000-2100 家，外延同增约 100 家，与 19 年净增约 300 家门店相比有所减少。

其他品牌门店数量保持扩张。

➤ 公司构建三大共享平台，推动高质量增长

公司推行组织变革，成立专业运动、时尚运动、户外运动三大运动品牌群和零售、供应链、集团后台支持三大共享平台，发挥多品牌协同效应，推动品牌店效、线上渠道增长，实现高质量增长目标。

零售方面，公司优化各品牌渠道结构，注重单店收入，通过数字化加强线下业务管理，加强全渠道、多品牌 CRM 建设，强化会员管理和营销。公司以消费者为导向，提供多品牌营销服务挖掘用户需求。

供应链方面，公司注重供应商生产、研发、品质管理能力，并缩短交货周期、提升反应速度。公司各品牌注重供应链协同，规模化生产降低成本，确保主品牌性价比优势。

后台支持方面，公司共享法律、财务、人力资源等部门，降低运营成本，为各品牌发展提供支持。

2、新冠肺炎疫情对公司业绩影响测算

不考虑新冠肺炎疫情影响，我们预计 2020 年公司主品牌安踏收入同增 10% 以上，FILA 收入保持 30% 以上增速，整体收入增速约 25%，品牌影响力提升、线上线下渠道升级带动收入保持较快增长。

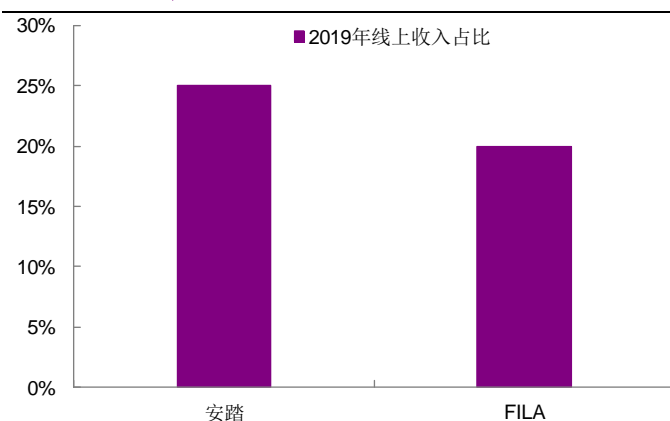
疫情将拖累公司业绩，我们下面进行测算分析。首先对疫情对公司主体业务的收入影响进行测算；其次 19 年公司完成并购的 Amer Sports 会通过投资收益影响利润，测算疫情对 Amer 集团收入及利润影响。

2.1、公司采取措施应对肺炎疫情影响

2020 年 1 月底新冠肺炎疫情爆发后，公司产品销售及生产受到一定影响，主要体现在：1) 零售方面，公司安踏、FILA 品牌武汉地区门店数量占比约 1%、占比较小，但由于 2-3 月份公司暂停全国部分门店营业或缩短运营时间，消费者减少外出购物，线下收入同比下滑；2) 生产方面，受疫情影响公司自有工厂停工时间较往年增加两周，2020 年 2 月 17 日开始逐步复工，但由于各地限制人口流动，公司工厂员工未能全部返回，产能受到一定影响。

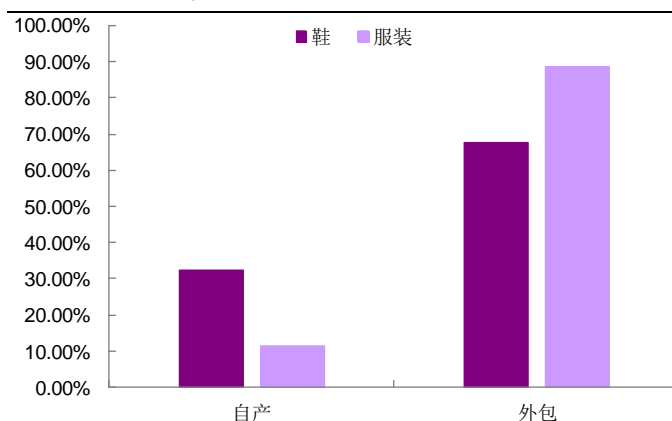
公司积极采取措施控制疫情影响，包括：1) 大力发展天猫、直播、微信小程序等电商渠道，缓解疫情对线下门店的冲击，2019 年公司线上渠道收入同增 40%，安踏、FILA 品牌线上收入占比分别为 25%、20%。2) 公司与分销商加强沟通，监控终端库存情况，控制运营风险，并给予分销商退货支持，以出厂价回购分销商订货金额的 10%-15%。3) 生产方面，公司以外包生产为主，2019 年安踏品牌自产鞋类、服装的比例仅为 32.2%、11.4%，公司通过与外包工厂协调产能可缓和疫情影响。疫情发生后公司减少 2020Q2-Q3 采购订单的 10%-15%，未来根据疫情影响动态调整订单，减少渠道库存压力。

图 9：2019 年公司线上收入占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 10：2019 年安踏自产鞋类、服装比例



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司通过对接外部产能、生产调节能力较强，生产端受疫情影响相对较小，主要是零售端受影响较大。尽管公司零售端亦采取多项措施缓和疫情冲击，但是由于线下门店客流下滑严重，公司业绩仍会受损。我们在下文测算本次疫情对安踏体育及 Amer 集团 2020 年零售端的影响。

2.2、疫情预计导致公司收入增速下降 18PCT

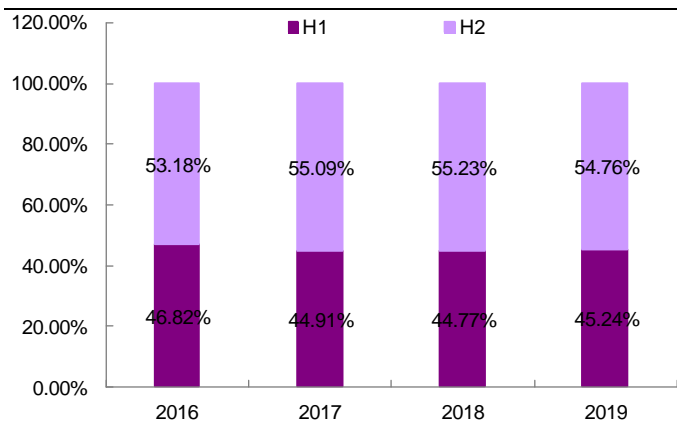
由于居民自觉减少出行、线下消费，肺炎疫情不可避免地对我国服装行业及优质龙头公司收入产生影响，我们对安踏受影响幅度进行测算。

从时间轴来看，目前国内新冠肺炎疫情控制取得明显效果，疫情对线下客流影响主要集中在 2020 年 2-3 月。我们假设疫情对公司业绩影响体现在 2019H1，其中 2-3 月影响幅度较大，20Q2 影响幅度减弱，下半年线下流量恢复正常，公司收入恢复正常增长（即不考虑疫情影响 2020 年公司收入预计增速 25%，下同，乐观假设下如果疫情完全控制、运动鞋服消费可能出现反弹，公司收入增速将进一步提升，我们保守估计暂不考虑运动鞋服消费的反弹）。

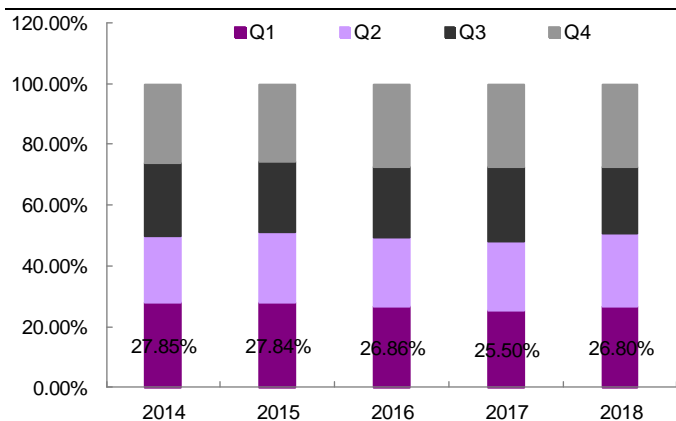
近年来公司上下半年收入占比基本为 45%:55%，我们假设 Q1 收入占比为 25%，其中 1、2、3 月份收入占比为 10%、7%、8%（1 月为春节前收入旺季、收入占比较高，2 月天数少、且有春节放假影响，收入占比较低）。

图 11：近年来公司上下半年收入占比

图 12：近年来 A 股服装公司各季度收入占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所



资料来源：公司公告，光大证券研究所

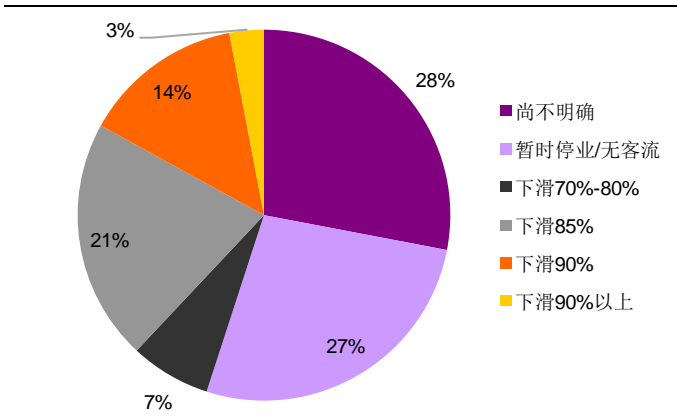
从影响幅度来看，为方便测算我们不考虑公司批发模式下发货节奏对收入的影响，以终端零售额增速大致测速疫情对公司收入增速的影响。2020年3月中旬公司预计疫情发生后2020Q1销售流水下降20%左右，其中安踏、FILA预计分别下降20%-30%、10%-20%，假设2020年上半年疫情得到控制，公司希望20H2安踏品牌流水恢复双位数增长，FILA恢复30%+增长。

据此我们作出如下判断：

1) 1月：肺炎疫情影响较小，叠加春节前销售旺季同比提前，假设公司终端零售额增速高于正常预期水平25%。

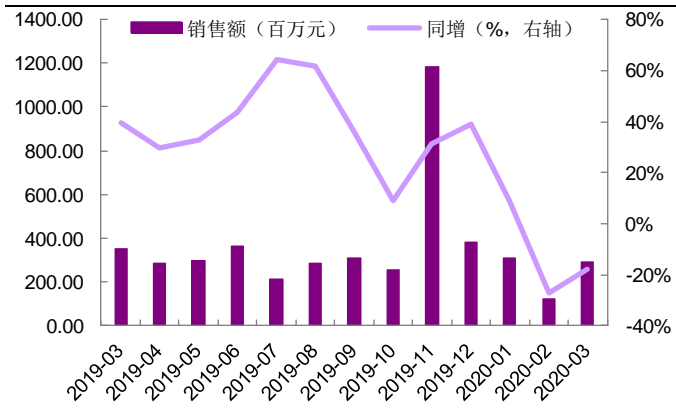
2) 2月：线下门店多处于关闭或低客流状态，受疫情影响较大，据调研公司整体零售额达到预期水平的25%，不考虑疫情影响预期公司收入同增25%左右，测算预计零售额同比下滑约65%，其中线下零售额同降75%（据地产咨询公司高力国际2020年2月调研，国内约70%的零售物业客流同比下滑70%以上），线上零售额同降25%（据淘数据，2020年2月安踏运动鞋、运动服销售额同比下滑25%左右）。

图 13：2020 年 2 月零售物业业主客流同比下滑情况



资料来源：高力国际，光大证券研究所

图 14：近年来安踏线上运动鞋、运动服销售额及增速



资料来源：淘数据，光大证券研究所

3) 3月：公司希望零售额恢复到预期的40%，测算零售额同比下滑50%，根据淘数据3月安踏线上增速表现，我们预计线下、线上零售额增速为-60%、-10%。

4) 2020Q2: 我们假设 2020Q2 全国疫情得到控制, 各省份将陆续恢复正常生活运营, 我们保守预计公司线下/线上零售额分别同增-20%/30%, 增速较 20 年 3 月进一步改善。

5) 2020H2: 公司希望下半年安踏品牌流水恢复双位数增长, FILA 实现 30%+ 增长, 我们预计公司整体收入恢复 25% 的正常增速。

表 1: 新冠肺炎疫情对公司主业收入影响测算 (单位: 百万元)

项目	Q1			Q2	H2	全年 (Q1+Q2+H2)
	1月	2月	3月			
2019 年收入	3,393	2,375	2,714	6,867	18,577	33,926
各季度 (月) 收入占比	10%	7.00%	8.00%	20%	55%	100%
线上收入同比增速 (假设线上收入占比 22%)	35%	-25%	-10%	30%	25%	6.97%
线下收入同比增速 (假设线下收入占比 78%)	35%	-75%	-60%	-20%		
整体收入同比增速	35%	-64%	-49%	-9%		
2020 年收入	4,580	855	1,384	6,249	23,221	36,289

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 2019H1 公司各月、季度收入数据为光大证券研究所测算, 2019 年安踏、FILA 线上收入占比分别为 25%、20%, 预计 2020 年公司整体线上收入占比为 22%。

在上述假设下我们保守测算 2020 年公司收入为 362.89 亿元, 同比增长 6.97%。不考虑疫情影响我们预期 2020 年公司收入为 424 亿元, 肺炎疫情导致 2020 年公司收入损失约为 60 亿元, 增速较我们此前预期的 25% 下降约 18PCT (即损失的收入占 2019 年收入比重)。

对比国际其他运动品牌, 阿迪达斯在 2020 年 3 月预计 2020Q1 大中华区收入将同比减少 8-10 亿欧元, 收入损失占 2019 年阿迪达斯大中华区收入 (52.78 亿欧元) 的 15%-19%。2020 年 3 月海外分析师预测耐克 2019 财年四季度 (2020 年 3-5 月) 收入将损失 35 亿美元, 单季收入损失占 2018 财年收入的 8.95%; 英国研究机构 Woozle Research 调查数据显示 2020 年 2 月中旬到 3 月 10 日耐克全球销售额同比下降 21%, 估计未来 3-6 个月内耐克收入损失可能超过 55 亿美元, 占 2018 财年收入的 14% 以上。

综上, 我们估计 2020 年安踏体育收入同比增长约 7%、疫情导致公司收入损失占比为 18% 的判断较为合理。

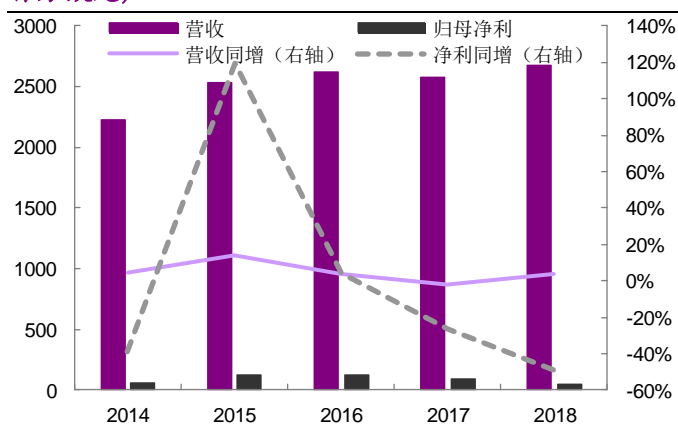
2.3、新冠肺炎疫情对 Amer Sports 影响测算

2019H1 公司完成收购 Amer Sports (亚玛芬集团), 国际化战略进一步拓展, 收购完成后 Amer 集团盈利情况将影响投资收益、进而影响公司利

润水平。2020年3月新冠疫情全球扩散后，Amer旗下始祖鸟、萨洛蒙等品牌同样采取关店保护员工健康，我们同样对疫情的影响进行测算。

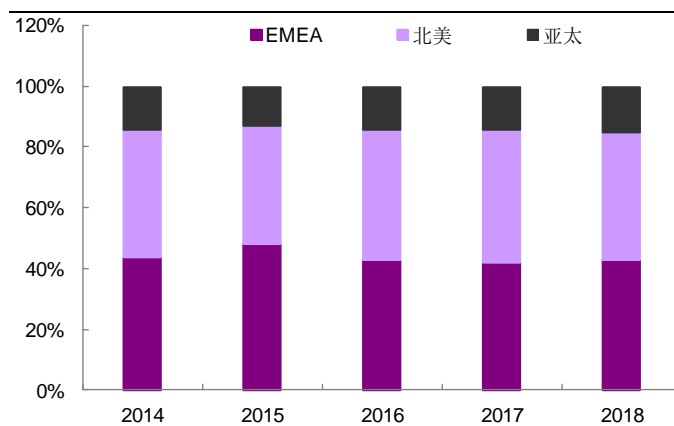
从收入结构来看，Amer收入主要分为三部分：欧洲、中东、非洲市场，美洲市场和亚太市场，2018年上述地区收入占比为43%、42%、15%，其中亚太地区中国收入占比为35%、其他区域占比为65%。我们假设2019-2020年上述区域收入占比保持不变。

图 15: 近年来 Amer 集团收入、利润增长情况 (单位: 百万欧元)



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

图 16: 近年来 Amer 集团分区域收入占比



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

从影响程度来看，我们同样不考虑批发模式下发货节奏对收入的影响，以终端零售额增速大致测速疫情对 Amer 收入增速的影响。

表 2: 国际主要运动品牌单季度受疫情影响测算

品牌	不受疫情影响假设下 2020Q1 预期收入	2019Q1 收入 (1)	受疫情影响收入损失金额 (2)	疫情影响收入同比下滑幅度 (2/1)
耐克 (全球)	111.9 亿美元	101.8 亿美元	35-55 亿美元	31%-49%
阿迪达斯 (大中华区)	15.0 亿美元	13.1 亿美元	8-10 亿美元	53%-67%
安踏集团 (中国地区)	106.02 亿人民币	84.82 亿人民币	38.11 亿人民币	45%

资料来源: 腾讯, Woozle Research, 光大证券研究所

注: 1) 表中耐克、阿迪达斯、安踏集团受疫情影响收入损失金额分别来源于海外投行测算、公司业绩交流会披露、光大证券研究所测算;

2) 不受疫情影响下 20Q1 预期收入, 由 19Q1 收入乘以疫情发生前 2020 年预期收入增速测算, 耐克为 2019Q4 (2020 年 3-5 月) 数据。

参照中国抗疫经验，我们假设在全球各洲疫情对零售行业影响集中在两个季度，其中第一个季度 Amer 收入的下滑幅度我们参考耐克、阿迪达斯、安踏等品牌受疫情影响收入下滑幅度 (表 2)，第二个季度收入下滑幅度会较第一个季度有所收窄。假设第一个、第二个季度疫情分别会导致 Amer 收入同比下滑 30%-60%、20%-40%，测算不同区域疫情对公司收入的影响。

2018年Amer集团收入为26.78亿欧元,2019Q2-Q4安踏收购的Amer主体JVco收入同比实现高单位数增长至22.86亿欧元(174.99亿元人民币)。2019年12月安踏发布Amer发展规划,拟推动Amer未来4-5年收入复合增速为10%-15%,利润增速高于收入。

我们保守假设2019年Amer收入同增5%、达到28.12亿欧元,不考虑疫情影响假设2020年收入增速为10%。根据下表我们测算受疫情影响后2020年Amer收入约为24.84亿欧元,同比下滑12%,相较于不考虑疫情影响公司20年预期收入,疫情导致的收入损失为6.09亿欧元、收入增速相较不考虑疫情影响情况下滑22PCT。

表3: 新冠肺炎疫情对Amer Sports收入影响测算(单位:亿欧元)

	欧洲、中东、非洲市场	美洲市场	亚洲市场		总收入
			中国	其他区域	
2019年收入	12.21	11.80	1.41	2.70	28.12
各区收入占比(根据2018年数据)	43%	42%	5%	10%	100%
受影响第一个季度收入同比增速	-60%	-50%	-50%	-30%	-
受影响第二个季度收入同比增速	-30%	-20%	-20%	-30%	-
其他季度收入同比增速	10%	10%	10%	10%	-
全年收入同比增速	-14%	-10%	-12%	-9%	-12%
2020年收入	10.48	10.65	1.24	2.46	24.84

资料来源:公司年报,光大证券研究所预测

注:1)考虑到欧洲地区受疫情影响较为严重,预计收入同比下滑幅度较大,目前来看亚太中国以外地区受疫情影响相对较小。

2)根据2018年Amer披露季报数据假设各季度收入占比为25%:22%:22%:31%。

利润影响方面,因2019年Amer财报未披露,我们假设在不考虑疫情影响下,2020年Amer收入同增10%,毛利率、费用率与18年相同,测算可持续经营净利润(Net Result From Continuing Operations)为1.33亿欧元(2018年为1.25亿欧元),占收入比例为4.7%(2018年为4.66%)。

考虑疫情影响后2020年Amer收入为24.84亿欧元,保守估计公司售罄率下降、存货处理力度加大,毛利率由45.6%降为42%,由于人力、租金等支出较为刚性,假设费用率有所提升。上述假设下我们测算2020年Amer净利润为-0.2亿欧元。疫情将导致公司收入、经营利润、净利润分别下降6.09亿欧元、1.76亿欧元、1.53亿欧元。

类比之下阿迪达斯于2020年3月预计疫情将导致公司2020Q1大中华区收入减少8-10亿欧元,经营利润减少4-5亿欧元,考虑到当季多数产品已发货、毛利率受影响幅度最大,全年来看阿迪达斯经营利润减少金额占收入损失的比重应低于50%,上述对Amer利润测算具有一定参考意义。

表4: 新冠肺炎疫情对2020年Amer Sports利润表影响测算(亿欧元)

	受疫情影响前		受疫情影响后		受疫情影响变化金额
	金额(亿欧元)	占收入比重	金额(亿欧元)	占收入比重	
营业收入	30.93	100%	24.84	100%	-6.09
营业成本	16.83	54.4%	14.40	58.0%	-2.43

毛利	14.10	45.6%	10.44	40.0%	-3.66
研发费用	1.11	3.6%	1.12	5.0%	+0.01
销售费用	8.38	27.1%	6.95	28.0%	-1.43
管理费用	2.35	7.6%	1.86	7.5%	-0.49
经营利润	2.26	7.3%	0.50	-2.0%	-1.76
财务费用、所得税等	0.93	3.0%	0.70	2.8%	-0.23
净利润	1.33	4.3%	-0.20	-0.8%	-1.53

资料来源：公司年报，光大证券研究所预测

因此受疫情影响，预计 2020 年 Amer 亏损将导致安踏权益性投资收益减少 0.82 亿人民币，假设 PPA（合并对价分摊评估）影响约 1.5 亿人民币（2019 年约 5 亿元人民币），将导致安踏投资收益减少 2.32 亿人民币。

2021 年 Amer 运营有望恢复正常，考虑低基数效应收入增速有望提升，盈利能力回到正常水平，对安踏带来投资收益贡献，推动整体利润水平显著回升。

2.4、疫情短期影响公司业绩，长期有望催化龙头成长

根据上述测算，我们认为本次疫情将导致 2020 年公司收入增速减少 18PCT（不考虑疫情影响预计公司收入同增 25%），受疫情影响 2020 年 Amer 收入增速将下滑 22PCT（不考虑疫情影响预计收入同增 10%）、净利润为-0.20 亿欧元（不考虑疫情影响预计为 1.33 亿欧元），Amer 亏损预计将导致安踏权益性投资收益减少 0.82 亿人民币。

需要指出的是，上述测算是基于疫情控制后居民运动鞋服消费未出现反弹的保守假设，据我们 2020 年 3 月 8 日发布的报告《疫情影响服装消费先承压后反弹，关注行业趋势性变化》中研究显示，2003 年非典疫情发生后服装消费短期受到压制，疫情结束后出现了恢复性消费。我们认为本次新冠肺炎疫情结束后国内居民运动需求亦有望出现反弹，且政府近期出台多项政策促进消费回升，体育运动作为消费升级行业预计将得到政府更多政策支持。安踏作为本土品牌龙头近年来持续加强品牌研发、设计、营销投入，品牌形象改善，有望受益于未来居民运动消费的反弹，在疫情发展程度同等情况下、公司受影响程度可能会低于我们本次预测值。

从长周期来看，肺炎疫情是短期事件，不仅难以改变行业和公司长期发展逻辑，而且会推动消费者未来更加注重健康运动、继而推动运动服饰品类高景气的持续，同时安踏作为运动服饰的龙头企业亦有望在长期竞争中受益：1) 疫情全球蔓延后中国控制疫情的较好表现推动国民认同感、自豪感提升，未来消费者有望更加认同本土优质消费品牌。2) 肺炎疫情短期对运动鞋服全行业产生冲击，其中中小品牌抗风险能力弱，渠道、库存、现金流面临更大压力，受疫情影响更为显著，疫情预计将加速行业中小企业退出，有助于安踏、李宁等龙头品牌扩张市场份额。

3、投资建议

自新冠肺炎疫情发生后，市场预期安踏及 Amer 业绩受到影响，安踏股价也有所调整。我们认为：

1) 收入方面，公司作为本土体育鞋服行业龙头，品牌运营能力较强，近年来收入保持快速增长。2020 年公司注重增长质量，安踏品牌门店将有所收缩，FILA 开店速度放缓，但注重提升单店创收能力、并推动线上渠道快速发展。不考虑疫情影响我们预计 2020 年安踏、FILA 收入增速为双位数、30%以上，公司整体收入增速为 25%、基本维持此前预期。考虑新冠肺炎疫情带来的影响，我们预计 2020 年公司收入增速将有所收窄，2021 年受基数较低影响、收入增速将回升。

2) 利润方面，公司 FILA 品牌以直营为主、毛利率较高，近年来收入占比提升带动毛利率提升。不考虑疫情影响我们预计 2020 年 FILA 收入占比持续提升，毛利率、费用率有所增长，净利增速预计为 25%左右、维持此前预期。但考虑肺炎疫情影响，预计公司产品售罄率降低、毛利率将同比下滑，且 Amer 收入、净利下滑导致公司权益性投资收益与不考虑疫情情况下相比有所下滑，2020 年净利增速将会放缓，2021 年公司毛利率有望恢复正常水平，受低基数影响，净利增速将有所提升。

3) 长周期看，预计本轮疫情将带来行业趋势性变化，体育服饰行业景气度持续较高，疫情结束后消费者运动健身需求有望反弹，利好安踏等行业龙头成长。

综合考虑公司内生成长性以及肺炎疫情外部冲击影响，我们下调 2020-21 年 EPS 预测为 2.08/2.72 元（原值为 2.68/3.20 元），预测 2022 年 EPS 为 3.21 元。

目前股价对应 2020 年 24 倍 PE、2021 年 18 倍 PE。2020 年受外部事件影响公司业绩增速较低，2021 年利润增速将实现反弹，目前安踏股价已反应市场悲观预期，具备长期投资价值，且未来有望受益于长周期本土品牌认可度提升、行业加速出清影响，维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元人民币）	24,121	33,926	36,293	45,862	53,908
营业收入增长率	44.4%	40.8%	7.0%	26.4%	17.5%
净利润（百万元人民币）	4,103	5,344	5,600	7,316	8,642
净利润增长率	32.9%	30.3%	4.8%	30.7%	18.1%
EPS（元人民币）	1.53	1.99	2.08	2.72	3.21
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.0%	26.6%	23.6%	25.7%	26.3%
P/E	33	26	24	18	16
P/B	9.5	7.5	6.3	5.2	4.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 1 日；港股兑人民币汇率为 0.92

4、风险分析

新冠肺炎疫情影响超预期风险：如果新冠肺炎疫情全球蔓延时间超出此前预期，将显著影响安踏及 Amer 集团门店运营，导致业绩增长低于预期。

并购整合不达预期风险：公司并购 Amer 集团后发布新的战略规划，推动 Amer 收入、业绩增速提升，如果本次并购整合不达预期，将影响公司业绩增长。

渠道库存出现恶化风险：公司库存周转速度有所放缓，如果未来公司或经销商库存出现积压，将影响公司业绩增长。

附录

表 5：利润表

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	24,121	33,926	36,293	45,862	53,908
营业成本	11,413	15,269	17,330	21,091	24,549
营业毛利	12,687	18,659	18,963	24,771	29,359
销售费用	-6,525	-9,721	-9,981	-13,392	-15,903
管理费用	-1,223	-1,313	-1,561	-2,018	-2,426
EBITDA	5,875	8,806	8,249	10,385	12,225
折旧	-291	-389	-259	-289	-322
EBIT	5,700	8,695	8,148	10,279	12,109
净利息费用/收入	68	-53	-78	-90	-99
其他收益	760	1,070	726	917	1,078
权益性投资损益	-	-633	-232	80	120
EBT	5,767	8,008	7,838	10,269	12,129
所得税	-1,533	-2,384	-1,959	-2,567	-3,032
净利润(不含少数股东损益)	4,103	5,344	5,600	7,316	8,642
年内已发行普通股加权平均数	2,685	2,690	2,690	2,690	2,690
EPS (元)	1.53	1.99	2.08	2.72	3.21

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 6：资产负债表

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	19,284	23,321	23,432	30,548	37,138
现金及等价物	9,284	8,221	7,217	6,977	6,308
应收账款及应收票据合计	4,638	6,309	6,748	8,528	10,024
存货(净值)	2,892	4,405	5,080	6,183	7,196
其他流动资产/受限制现金	11,754	12,607	11,603	15,837	19,918

非流动资产	5,090	17,898	22,890	23,372	23,737
预付土地租赁款项	421	-	-	-	-
土地使用权	326	53	53	53	53
固定资产/PP&E	1,787	2,148	2,593	3,426	4,146
无形资产	685	678	742	751	770
其他非流动资产	1,830	11,782	15,266	15,251	15,286
总资产	24,374	41,218	46,322	53,919	60,875
流动负债	7,548	12,412	13,597	15,761	17,941
短期借贷及长期借贷当期到期部分	1,244	1,359	1,359	1,359	1,359
应付账款及票据	5,633	8,783	9,969	12,132	14,121
应交税费	650	1,225	1,225	1,225	1,225
其他流动负债	21	26	26	26	26
非流动负债	306	7,746	7,746	8,039	8,039
长期借款	70	6,644	6,644	6,644	6,644
其他非流动负债	236	256	256	256	256
经营性负债合计	7,854	20,157	21,343	23,800	25,980
股本	259	261	261	261	261
储备	15,518	19,821	23,461	28,217	32,538
少数股东权益	743	979	1,258	1,643	2,098
股东权益合计(不含少数股东权益)	15,777	20,082	23,722	28,477	32,798
股东权益合计(含少数股东权益)	16,520	21,061	24,980	30,120	34,896
负债及股东权益总计	24,374	41,218	46,323	53,920	60,876

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 7：现金流量表

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,440	7,485	6,173	7,228	8,847
净利润	4,103	5,344	5,600	7,316	8,642
折旧摊销	291	389	259	289	322
营运资本变化	-444	-802	71	-718	-521
其他经营活动产生的现金流量净额	490	2,554	244	341	404
投资活动现金流	-1,201	-13,065	-5,217	-4,908	-5,195
资本性支出	-807	-1,028	-485	-434	-445
投资变化	-394	-12,013	-4,732	-4,474	-4,750
其他投资活动产生的现金流量净额	-	-	-	-	-
融资活动现金流	-1,136	4,670	-1,960	-2,561	-4,321
短期债务增加	1,165	7,733	-	-	-
债务减少	-157	-1,298	-	-	-
股本增加	-	-	-	-	-
支付的股利合计	-	-	-	-	-
其他筹资活动产生的现金流量净额	-2,425	-1,417	-1,960	-2,561	-4,321
净现金流	281	-349	-	-	-

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 8：关键指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	44.4%	40.8%	7.0%	26.4%	17.5%

净利润增长率	32.9%	30.3%	4.8%	30.7%	18.1%
EBITDA 增长率	42.9%	49.9%	-6.3%	25.9%	17.7%
EBT 增长率	42.9%	52.5%	-6.3%	26.2%	17.8%
估值指标					
PE	32.58	25.06	23.91	18.30	15.50
PB	9.52	7.47	6.29	5.22	4.51
EV/EBITDA	26.52	19.21	20.77	16.76	14.47
EV/EBIT	27.34	19.46	21.03	16.93	14.61
EV/NOPLAT	27.02	21.12	21.86	16.95	14.59
EV/Sales	6.46	4.99	4.72	3.80	3.28
盈利能力 (%)					
毛利率	52.6%	55.0%	52.2%	54.0%	54.5%
EBITDA 率	24.4%	26.0%	22.7%	22.6%	22.7%
EBT 率	23.7%	25.6%	22.4%	22.4%	22.5%
税后净利润率 (归属母公司)	17.0%	15.8%	15.4%	16.0%	16.0%
ROA	23.7%	19.4%	16.9%	19.0%	19.9%
ROE (归属母公司) (摊薄)	26.0%	26.6%	23.6%	25.7%	26.3%
偿债能力					
流动比率	2.6	1.9	1.7	1.9	2.1
速动比率	2.2	1.5	1.3	1.5	1.7
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.53	1.99	2.08	2.72	3.21
每股红利	0.69	0.60	0.73	0.95	1.61
每股经营现金流	1.65	2.78	2.30	2.69	3.29
每股自由现金流(FCFF)	0.78	-0.34	-0.37	-0.09	-0.25
每股净资产	6.15	7.83	9.29	11.20	12.97
每股销售收入	8.98	12.61	13.49	17.05	20.04

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼