安踏体育（02020）

最佳赛道的最强α，安踏 Q3 零售增长如期强劲

买入（维持）

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	24,100.04	32,523.66	40,251.09	47,497.14
同比（%）	44.38%	34.95%	23.76%	18.00%
归母净利润（百万元）	4,102.85	5,701.11	7,179.53	8,685.35
同比（%）	32.87%	38.95%	25.93%	20.97%
每股收益（元/股）	1.53	2.11	2.66	3.22
P/E（倍）	44.9	32.3	25.7	21.2

投资要点

- **事件：**公司公布 Q3 零售流水，其中安踏品牌 10%-20%中段增长，FILA 品牌 50%-55%增长，其他品牌 30%-35%增长。
- **安踏品牌：Q3 零售流水增长较 Q2 提速，电商增长仍是亮点，9 月受备货节奏影响渠道库存略有上行。**19Q3 安踏品牌流水中双位数增长，较 Q2 有所提速，其中大货低双位数增长、儿童增长 25%，电商增长 30%-35%，电商增速较 19H1 上行。但由于 9 月秋冬装备货已经开始但天气转冷速度略慢，Q3 零售折扣率略有上升（从去年同期 7.4 折转为 19Q3 的 7.2 折），渠道库存周期也略有延长（库销比由去年同期的 4+上行至接近 5），但总体来看运营质量比较稳定。
- **FILA 品牌：高基数下维持高速增长，零售折扣率及周转稳定。**FILA19Q3 整体增长 50%-55%，考虑 18Q3/Q4 增速高达 90%/85%，高基数下仍然维持了高增速水准。分品牌来看，大货/儿童/FUSION/电商增速分别达到 40%/70%+/200%/80%+，儿童和电商显现增长活力。同时，19Q3FILA 品牌整体零售折扣率保持在 8.0 折（大货折扣率持平、FUSION 起量后折扣率略有下行属正常情况），库销比也与前期持平在 5-6 之间，展现出高质量的增长。
- **其他品牌：DESCENTE 带动整体增长加速。**DESCENTE 品牌增长提速，全年零售流水有望冲击 10 亿人民币，快速增长带动 19Q3 除安踏及 FILA 外的品牌零售额增长 30%-35%，而 KOLON/KINGKOW/ Sprandi 品牌仍在货品调整中，增速与前期类似，较为平缓。
- **盈利预测与投资评级：**

  从 12 年领先全行业完成零售改革，到 FILA 的逆势高增成为集团新增长极，再到启动国际化收购 AMER SPORTS，安踏作为体育行业龙头展现出的前瞻性及行动力有目共睹。我们长期看好运动服饰赛道，同时也看好公司作为行业龙头全方位领先的能力。

  公司 19 半年报表现靓丽，Q3 流水表现亦符合公司规划，我们预计 19H2 安踏品牌增速快于 H1，同时 FILA 也有望维持 50%收入增长，带动 19/20/21 年归母净利同增 39%/26%/21%至 57.0/71.8/86.9 亿元，对应 PE32/26/21X，坚定维持“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 收购进展不及预期

2019 年 10 月 16 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

股价走势

市场数据

收盘价(港元)	75.65
一年最低/最高价	30.19/75.90
市净率(倍)	10.23
港股流通市值(百万港元)	204,353.12

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)	2,701.30
流通股本(百万股)	2,701.30

相关研究

1、《安踏体育（02020）：体育服饰龙头再超市场预期，强者恒强坚定推荐》2019-08-26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表：安踏体育季度零售额增长情况

	2016	2017	2018	2019
安踏品牌				
第一季度同比	中单位数	低双位数	20%-25%	10%-20%低段
第二季度同比	高单位数	20%-30%	低双位数	10%-20%中段
第三季度同比	低双位数	中双位数	中双位数	10%-20%中段
第四季度同比	高双位数	20%-25%	10%-20%中段	
非安踏品牌				
第一季度同比	-	40-50%	80-85%	65%-70%
第二季度同比	-	50-60%	90%-95%	55%-60%
第三季度同比	60-70%	40-50%	90%-95%	FILA50%-55% 其他品牌 30%-35%
第四季度同比	50-60%	85-90%	80%-85%	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

安踏体育三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	**19,284.4**	**19,067.3**	**23,656.0**	**29,434.0**
现金	9,283.7	8,776.7	11,620.1	14,799.8
应收款项	4,635.9	6,027.6	7,389.4	8,988.9
存货	2,892.5	3,963.0	4,346.4	5,345.3
其他	2,472.3	300.0	300.0	300.0
非流动资产	**5,089.9**	**19,329.8**	**19,955.4**	**20,599.5**
固定资产	1,787.3	2,283.4	2,734.0	3,157.6
在建工程	749.0	749.0	749.0	749.0
无形资产	685.5	715.0	733.0	749.2
预付租金	420.7	0.0	0.0	0.0
其他	1,447.3	15,582.3	15,739.4	15,943.6
资产总计	**24,374.2**	**38,397.1**	**43,611.4**	**50,033.5**
流动负债	**7,547.9**	**9,323.3**	**10,316.5**	**11,700.9**
短期借款	1,243.6	890.0	890.0	890.0
应付账款	5,633.2	6,649.5	7,642.7	9,027.1
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**	**16,963.9**	**17,957.1**	**19,341.5**
少数股东权益	742.5	939.5	1,201.2	1,519.8
归属母公司股东权益	15,777.3	20,493.6	24,453.0	29,172.1
负债和股东权益总计	**24,374.2**	**38,397.1**	**43,611.4**	**50,033.5**

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**24,100.0**	**32,523.7**	**40,251.1**	**47,497.1**
营业成本	11,412.8	14,739.3	17,865.3	20,837.3
销售费用	6,524.9	9,041.6	11,431.3	13,299.2
管理费用	1,222.6	1,658.7	2,052.8	2,422.4
营业外净收入	760.0	1,056.1	1,108.9	1,164.3
其他	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	**5,699.8**	**8,140.2**	**10,010.6**	**12,102.7**
财务费用	(67.6)	153.9	207.9	177.8
利润总额	**5,767.4**	**8,023.4**	**10,137.4**	**12,259.6**
所得税费用	1,533.2	2,125.3	2,696.2	3,255.7
少数股东损益	131.3	197.0	261.7	318.6
归属母公司净利润	**4,102.9**	**5,701.1**	**7,179.5**	**8,685.3**
EBIT	4,939.8	7,084.1	8,901.7	10,938.3
EBITDA	5,282.0	7,287.2	9,205.2	11,270.5

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4,439.7	4,958.0	7,349.4	8,448.8
投资活动现金流	(1,201.1)	(9,893.2)	(1,111.5)	(1,128.5)
筹资活动现金流	(1,136.4)	4,428.3	(3,394.5)	(4,140.6)
现金净增加额	2,102.2	(507.0)	2,843.4	3,179.7
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)	(1,445.9)	(752.1)	(1,213.9)
企业自由现金流	3,706.6	4,827.3	7,104.1	8,105.5

重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益(元)	1.53	2.11	2.66	3.22
每股净资产(元)	5.88	7.59	9.05	10.80
发行在外股份(百万股)	2684.9	2701.3	2701.3	2701.3
ROIC(%)	21.3%	24.4%	25.8%	26.7%
ROE(%)	27.8%	31.4%	31.9%	32.4%
毛利率(%)	52.6%	54.7%	55.6%	56.1%
EBIT Margin(%)	20.5%	21.8%	22.1%	23.0%
销售净利率(%)	17.0%	17.5%	17.8%	18.3%
资产负债率(%)	32.2%	44.2%	41.2%	38.7%
收入增长率(%)	44.4%	35.0%	23.8%	18.0%
净利润增长率(%)	32.9%	39.0%	25.9%	21.0%
P/E	44.9	32.3	25.7	21.2
P/B	11.7	9.0	7.5	6.3
EV/EBITDA	34.6	26.4	20.7	16.8

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所，港币汇率为 1 港币=0.9017 人民币

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