强强联合，安踏拟牵头财团收购 Amer Sports

方正证券研究所证券研究报告

安踏体育(02020)　　公司研究

纺织服装行业　　公司事件点评报告

2018.12.09/推荐(维持)

首席分析师　丰毅

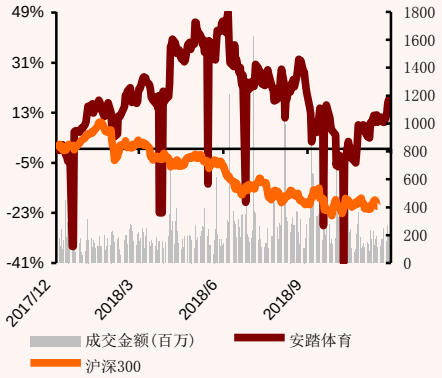
执业证书编号：S1220518070001

E-mail　fengyi@foundersc.com

联系人：　王佳敏

E-mail：wangjiamin@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《运动航母，时尚领军》2018.11.24

请务必阅读最后特别声明与免责条款

【事件】

2018 年 12 月 7 日晚公司发布公告，公司联合方源资本、Chip Wilson 及腾讯组成投资财团自愿性建议公开现金要约收购芬兰体育集团 Amer Sports 所有已发行及发行在外股份。

【点评】

安踏牵头财团拟以 40 欧元/股收购 Amer Sports

(1)交易价格方面：本次交易财团收购 Amer Sports 的要约价格为 40 欧元/股，较 3 个月不受干扰成交量加权平均交易价溢价 43%，对应市值约 46.4 亿欧元（折合人民币约 360 亿元），加上偿还 Amer Sports 现有债务 9.5 亿欧元、融资费用及其他交易费用 0.73 亿欧元，交易需支付 56.63 亿欧元。若财团未能按约定条件收购，将赔付被收购方 0.20-1.75 亿欧元不等违约金。根据协议，收购完成后不会将 Amer Sports 合并报表。

（2）交易结构方面：财团成立的 JVCo 参与收购并对其注资 26.63 亿欧元，同时以债务融资 30 亿欧元，完成支付总计 56.63 亿欧元。**股权注资方面**，交易完成后，财团将全资控股 JVCo，JVCo 全资控股 Midco, Midco 全资控股 Bidco, Bidco 作为要约人完成要约收购。其中，安踏作为发起人将持 JVCo 股权 57.95%，FV Fund（方源资本）、Anamered Investments（Lululemon 创始人 Chip Wilson 投资公司）将分别持股 21.40%、20.65%，腾讯通过对方源资本投资将对 JVCo 持股 5.63%。安踏体育对 JVCo 股权注资 15.43 亿欧元中，自有资金及债务融资分别为 7 亿欧元、8.43 亿欧元。**债务融资方面，** 30 亿欧元债务融资由 13 亿欧元借款、17 亿欧元借款组成。13 亿欧元借款人为 JV Co，担保人为安踏，贷款 5 年期，预计利率 2%；17 亿欧元贷款人为要约人（Bidco，JV Co 全资孙公司），Midco（JV Co 全资子公司）担保，贷款 7 年期，预计利率 3.25%。预计 30 亿欧元由财团共同负责且其中还款将部分来自 Amer Sports 分红，其中 13 亿欧元安踏负有担保责任。

（3）收购时间方面：要约期维持 10 周，预计 2019Q2 完成收购。Amer Sports 一致建议股东接受要约收购，目前接受不可撤销要约收购股东持股及投票权比例合计占 Amer Sports 总股本 7.91%，此外持股 4.29%的股东表示对要约持正面看法。要约期预计将于本年 12 月 20 日前后开始并维持 10 周，目前预期要约收购最迟将于 2019 年第二季度完成。

（4）收购后 Amer Sports 运营方面：收购完成后 Amer Sports

独立于安踏营运、拥有独立董事会、维持现有管理团队。过去集团董事会偏向财务管控，目标较保守，收购后投资者财团拟帮助 Amer Sports 加快中国市场业务扩张，聚焦所罗门和始祖鸟等鞋服相关品牌。同时，JVCo 董事会将由 7 名董事组成，其中 4 名董事由公司委任，其他 3 名分别由 FountainVest SPV、Anamered Investments、腾讯 SPV 委任。

收购 Amer Sports 后，对安踏业务互补性较强

（1）多元化品牌布局再下一城。Amer Sports 旗下子品牌大多为高端户外运动服饰龙头、球类产品龙头等等，与安踏现有品牌在产品、定位方面形成互补，有助进一步完善公司多品牌矩阵。

（2）全球化战略起航。Amer Sports 旗下各品牌拥有成熟运营团队，多品牌、全球化经营管理经验丰富，公司望通过收购 Amer 逐步积累全球化运营经验。另外此次收购财团成员包括 Lululemon 创办人 Chip Wilson，未来望借助 Lululemon 成功品牌管理经验助力 Amer Sports 北美销售增长。

（3）零售供应链协同，Amer Sports 中国业务望快速增长。2017 年 Amer Sports 亚太区收入占比 14.51%，与欧美区相比收入占比最低但收入增速最高，其中中国区收入规模 1.2 亿欧元，同比增长 15%，长期收入目标 2 亿欧元。收购后望借助安踏渠道、本土零售管理优势实现中国区渠道及销售收入增长。
AMEAS 外包、自产、合资工厂产品生产比例分别为 64%、23%、13%，分区域看，亚太、EMEA、美洲产能占比分别达 60%、27%、13%，中国产能占比为 24%，亚洲产能未来仍有提升空间，若收购成功鞋服产品望与安踏供应链方面形成协同。

安踏体育核心逻辑：多品牌持续落地，供应链壁垒稳步提升

（1）产品渠道覆盖全面，多品牌持续推进。公司旗下产品涵盖大众（安踏及安踏 KIDS、Sprandi、NBA）、中高端（FILA、KOLON、KINGKOW、AntapluS）、高端（DESCENTE）品牌，已形成较完整的价格梯队，旗下产品涉及综训、跑步、滑雪等 8 大领域，产品覆盖全面。此次要约收购 Amer Sports 将进一步丰富公司品牌矩阵。

（2）研发投入领先，产品不断获消费者认证。投入研发绝对值行业居首，并通过引进全球知名设计师、合作知名 IP 打造人气爆款，KT 球鞋量价齐升，老爹鞋发售即售罄，产品力、消费者认可度持续提升

（3）主品牌内生稳增，FILA 高速成长。通过一系列渠道改革，2014 年起主品牌整体同店增速高于渠道增速，成为收入增长主要驱动，未来随购物中心店占比提升店效望进一步提升。FILA 品牌 2014-2017 年复合增速超 50%快速成长，FILA KIDS、FUSION 门店拓展及 FILA 大货同店提升望带动品牌继续保持较快增速。

（4）多方位营销，提升品牌影响力美誉度。安踏为 2009-2022

年中国奥委会合作伙伴，赞助奥运队数量 24 个行业领先，代言人包括汤普森、张继科等海内外知名运动明星。FILA 自 2009 年起赞助香港奥运队，签约陈坤、高圆圆、王源等人气偶像，公司体育、娱乐营销资源丰富，各品牌影响力持续提升。

（5）物流园投产，供应链效率持续提升。2018 上半年新物流中心投入使用，补单时间从 1 个月缩短至 2 周，效率稳升。

【投资建议】

（暂不考虑 Amer Sports 收购影响）预计 2018/2019/2020 年公司归母净利润分别为 40.09/ 49.96 /60.86 亿元，同比增速达 29.83%/24.61%/21.81%，对应 EPS 为 1.49/1.86/2.27 元/股，对应 P/E 为 21.38/17.15/14.08，维持“推荐”评级。

【风险提示】

（1）收购交易不确定性：至 2017 年底 Amer Sports 持有 10 万股以上股东 58 家，持股比例 81.3%，收购方案需要得到持股 90% 以上原股东同意，若达成收购协议股东比例较低，交易将存在一定不确定性。

（2）新品牌发展不及预期：公司持续进行对新品牌的收购及培育，新品牌发展若不及预期，将对业绩产生一定影响，同时公司对 Amer Sports 的收购不及预期也将对公司股价产生一定影响。

（3）经济下行超预期：服装行业进入库存回升销售下行阶段，若消费继续下行，预计对可选属性强、弹性大的体育用品行业受影响较大，将对公司业绩产生一定影响。

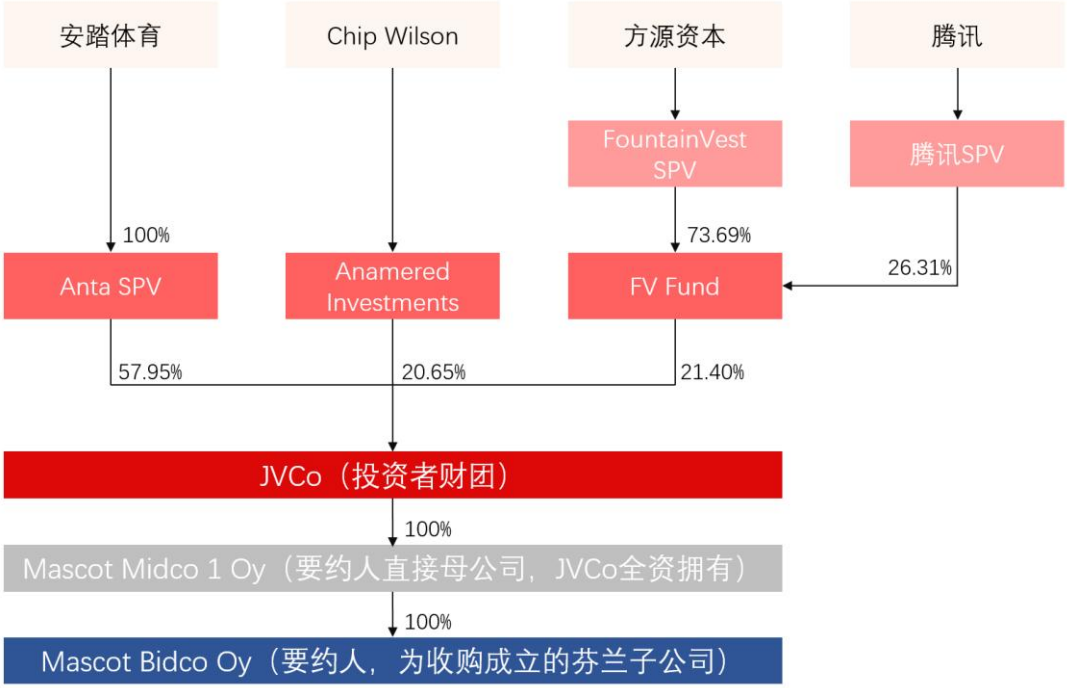
（4）主品牌销售低于预期：安踏、FILA 收入占比较高，安踏品牌为国内体育鞋服领域中端品牌龙头，行业竞争激烈，受阿迪、耐克以及李宁等公司的竞争影响明显，竞品的快速成长将对安踏品牌产生一定影响，同时 FILA 品牌已处于品牌发展中期阶段，如果门店拓展不利、团队管理出现问题，同样对经营业绩产生一定影响。

盈利预测：

单位/百万	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	16692	21954	27141	32626
(+/-)(%)	25.08	31.52	23.62	20.21
净利润	3088	4009	4996	6086
(+/-)(%)	29.44	29.83	24.61	21.81
EPS(元)	1.15	1.49	1.86	2.27
P/E	27.75	21.38	17.15	14.08

数据来源：wind 方正证券研究所

图表1： 整体收购结构



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表2： 融资金额拆分（百万欧元）

融资额		Amer Sports 收购额	
JVCo 股权注资		Amer Sports 股权价值（要约价为每股 40 欧元；于交割日期估计发行在外股份为 1.16 亿股）	4640
公司	1543		
FV Fund	570		
-腾讯	150		
-Fountain Vest SPV（方源资本控股）	420		
Anamered Investments（Chip Wilson 投资公司）	550	Amer Sports 现有债务	950
股权注资合计	**2663**		
债务融资			
具追索权优先融资的 A 融资协议（投资者财团 JVCo 为借款人，公司担保）	1300		
无追索权有期贷款（要约人为借款人，JV Co 全资公司 Midco 担保）	1700	融资及其他交易费用	73
债务融资合计	**3000**		
合计 5663			

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表3： 借贷拆分（百万欧元）

类型	金额（亿欧元）	借款人	担保人	年限	预计利率
财团融资	13	JVCo（财团）	公司	5 年	2%
	17	Bidco（要约人）	Midco（财团子公司）	7 年	3.75%
	17（过渡融资条款）	Bidco（要约人）	Midco（财团子公司）	90.日	3.75%
其他融资	3.15	Bidco（要约人）	Midco（财团子公司）	6.5 年	3.25%
	3.15（过渡融资条款）	Bidco（要约人）	Midco（财团子公司）	90.日	3.25%
	9	Anta SPV	公司	5	2%

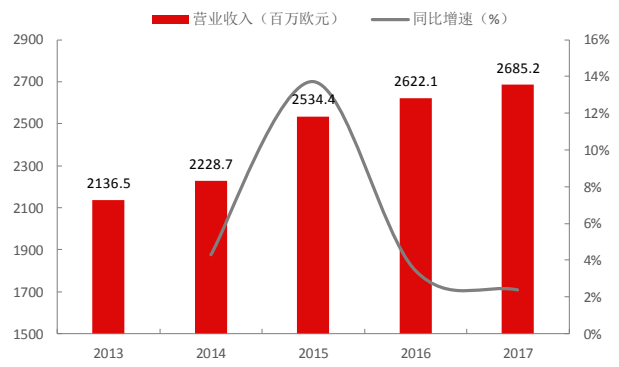
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表4： 违约条款及违约金细则

违约金	违约条款
1.75 亿欧元	（1）于截止日期前未能达成中国的监管批准及规定，惟该等批准及规定并非由合并协议日期后生效的任何新法例或其他新法规所要求 （2）要约收购不获本公司股东批准 （3）在中国颁布的任何最终及不可上诉法院裁决，其将阻止或推迟完成要约收购的全部或任何重要部分 （4）要约人未在规定的日期前开始要约收购，或在达成要约条件后未按照合并协议完成要约收购，包括倘一间融资银行未能按照本公告所述的融资安排提供资金，导致要约人未能完成要约收购（除非银行已破产而被法律或法规禁止垫款）
1 亿欧元	（1）于截止日期前未能达成中国境外的若干监管批准及规定（CFIUS 或美国总统根据国防生产法除外），惟该等批准及规定并非由合并协议日期后生效的任何新法例或其他新法规所要求 （2）在中国境外颁布的任何最终及不可上诉法院或监管机构裁决（CFIUS 或美国总统根据国防生产法除外），其将阻止或推迟完成要约收购的全部或任何重要部分
2000 万欧元	倘由于 CFIUS 或美国总统根据国防生产法颁布命令终止合并协议
上限 1500 万欧元	倘合并协议因合并协议订明的若干原因而终止，Amer Sports 则应偿付要约人招致的费用

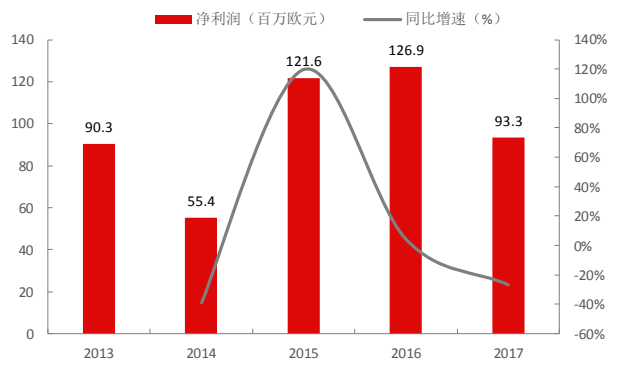
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表5： Amer Sports 营收及增速



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表6： Amer Sports 净利润及增速



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表7： Amer Sports 分地区收入

	2013	2014	2015	2016	2017
EMEA（欧洲、中东、非洲）	1025.20	1064.00	1114.70	1133.70	1173.50
同比（%）	6.49%	3.78%	4.77%	1.70%	3.51%
占比（%）	47.99%	47.74%	43.98%	43.24%	43.70%
美洲	839.4	874.3	1070.10	1116.00	1122.20
同比（%）	0.64%	4.16%	22.40%	4.29%	0.56%
占比（%）	39.29%	39.23%	42.22%	42.56%	41.79%
亚太地区	271.9	290.4	349.6	372.4	389.5
同比（%）	1.76%	6.80%	20.39%	6.52%	4.59%
占比（%）	12.73%	130.30%	13.79%	14.20%	14.51%

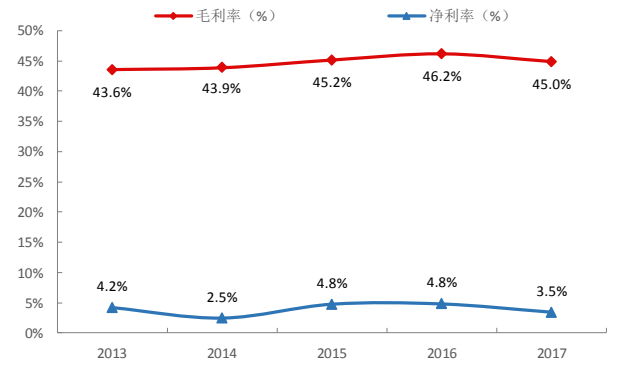
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表8： Amer Sports 分品类收入

	2013	2014	2015	2016	2017
户外	1289.5	1371.2	1530.1	1601.8	1670.9
同比（%）	5.59%	6.34%	11.59%	4.69%	4.31%
占比（%）	60.36%	61.52%	60.37%	61.09%	62.23%
鞋履	341.2	391.9	461.2	490.5	501.3
同比（%）	8.52%	14.86%	17.68%	6.35%	2.20%
占比（%）	15.97%	17.58%	18.20%	18.71%	18.67%
服装	285.4	328.5	387.2	431.1	479.7
同比（%）	14.80%	15.10%	17.87%	11.34%	11.27%
占比（%）	13.36%	14.74%	15.28%	16.44%	17.86%
冬季运动设备	416.7	386.7	400.2	388.5	414
同比（%）	-1.95%	-7.20%	3.49%	-2.92%	6.56%
占比（%）	19.50%	17.35%	15.79%	14.82%	15.42%
自行车	128.2	138.5	138.5	150.2	134.3
同比（%）	-0.62%	8.03%	0.00%	8.45%	-10.59%
占比（%）	6.00%	6.21%	5.46%	5.73%	5.00%
体育仪器配件	118	125.6	143	141.5	141.6
同比（%）	13.24%	6.44%	13.85%	-1.05%	0.07%
占比（%）	5.52%	5.64%	5.64%	5.40%	5.27%
球类运动	551	536.7	647	671.1	653.2
同比（%）	-3.28%	-2.60%	20.55%	3.72%	-2.67%
占比（%）	25.79%	24.08%	25.53%	25.59%	24.33%
单人运动	306	290.4	315.4	299.8	294.3
同比（%）	-4.02%	-5.10%	8.61%	-4.95%	-1.83%
占比（%）	14.32%	13.03%	12.44%	11.43%	10.96%
团体运动	245	246.3	331.6	371.3	358.9
同比（%）	-2.35%	0.53%	34.63%	11.97%	-3.34%
占比（%）	11.47%	11.05%	13.08%	14.16%	13.37%
健身	296	320.8	357.3	349.2	361.1
同比（%）	8.39%	8.38%	11.38%	-2.27%	3.41%
占比（%）	13.85%	14.39%	14.10%	13.32%	13.45%

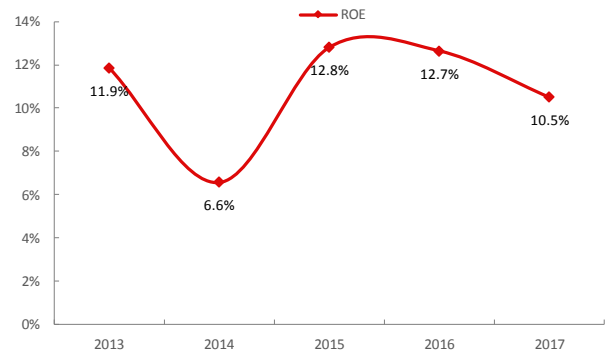
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表9： Amer Sports 毛利率及净利率



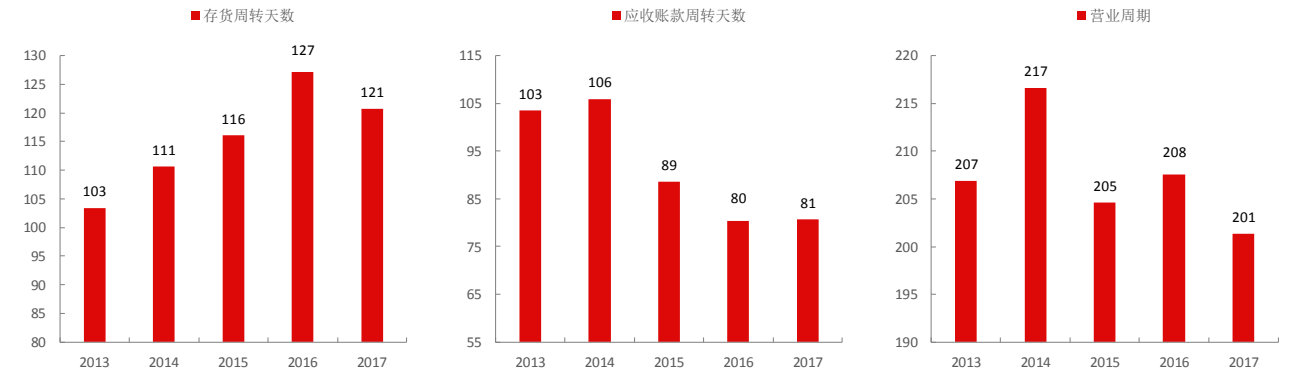
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表10： Amer Sports ROE



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表11： Amer Sports 营运指标



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表12： Amer Sports 旗下户外品牌简介

品牌	品牌形象	成立/收购时间	收购价格	品牌介绍
salomon		1947/2005	Salomon、Arcteryx、Mavic 与 Bonfire、Cliché 五个品牌合计收购金额 4.85 亿欧元。	全球顶级户外运动品牌，设计制造各类顶级专业的鞋类、服装、背包及各类滑雪器材。
ARC'TERYX		1989/2005		全球专业户外登山运动品牌，主要产品包括户外服装、背包和攀登护具。
MAVIC		1889/2005		全球专业自行车品牌，主要产品包括自行车轮组、骑行鞋、服装、头盔等配件。
ATOMIC		1955/1994	6680 万欧元	全球专业滑雪运动品牌制造商，产品包括高山滑雪板、越野板和单板等。

SUUNTO		1936/--	--	全球领先的运动测量装备的设计和制造商，主要产品为用于登山、潜水、滑雪、航海和高尔夫等运动的运动测量装备。
		2007/2016	5000 万美元	全球专业自行车品牌，主要产品为手工碳纤维自行车轮辋以及其他配件，具有强大的碳纤维复合材料研发能力。
ARMADA		2002/2017	410 万美元	全球专业滑雪运动品牌，主要产品包括滑雪用品、 配饰和登山设备等。

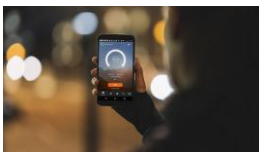
资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表13： Amer Sports 旗下球类品牌简介

品牌	品牌形象	成立/收购时间	收购价格	品牌介绍
Wilson		1913/1989	2 亿美元	全球专业球类运动设备制造商，主要产品包括网球、棒球、美式足球、高尔夫球、篮球等。
DeMARINI		1989/2000	--	全球知名棒球与垒球球棒制造商，主要产品为高科技球棒和球服。
LOUISVILLE Slugger		1884/2015	--	全球知名球棒制造商，主要产品棒球球棒、木质纪念品球棒，以及棒球手套和装备包。

资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表14： Amer Sports 健身设备及运动时尚品牌

品牌	品牌形象	成立/收购时间	收购价格	品牌介绍
PRECOR		1980/2002	1.8 亿欧元	全球领先健身器材提供商。
SPORTS TRACKER		2004/2015	--	一款用于跑步、骑自行车和日常训练的健身应用程序。
PeakPerformance		1986/2018	19 亿丹麦克朗（2.54 亿欧元）	北欧最大的户外时装品牌，主要产品分为专业户外和休闲服饰系列。

资料来源：公司官网，方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

利润表	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**16692**	**21954**	**27141**	**32626**
营业成本	8451	10573	12611	14857
毛利	**8241**	**11382**	**14530**	**17769**
其他收入及损益	458	458	461	462
销售费用	3809	5357	6948	8581
管理费用	901	1273	1547	1729
营业利润	3989	5209	6496	7921
应占共同控制实体/联	0	0	0	0
财务费用	-322	-423	-523	-629
税前利润	4311	5633	7019	8550
所得税	1152	1521	1895	2309
净利润(含少数股东权	3159	4112	5124	6242
净利润(不含少数股东	3088	4009	4996	6086
净利率	18.50	18.26%	18.41%	18.65%
总股本(摊薄，百万股)	2685	2685	2685	2685
摊薄每股收益（元/股）	1.15	1.49	1.86	2.27
据最新股本调整后 EPS	1.15	1.49	1.86	2.27
基于调整后 EPS 的 PE	27.75	21.38	17.15	14.08

现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	**2241**	**3320**	**4655**	**6421**
净利润	3088	4009	4996	6086
折旧及摊销	250	384	519	652
营运资金变动	-1034	-1220	-1087	-512
投资活动现金流	**-1579**	**-903**	**-601**	**-1008**
融资活动现金流	**-2**	**-2336**	**-2058**	**-2047**
经营活动现金流净额	**2241**	**3320**	**4655**	**6421**
现金流净额	660.3	81	1997	3366
期末现金及等价物	**6968**	**7048**	**9045**	**12411**

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	**15442**	**16333**	**19000**	**23388**
货币资金	6968	7048	9045	12411
应收账款	2436	2694	2821	3061
存货	3733	4210	4461	4916
非流动资产	**2155**	**2230**	**2522**	**2849**
固定资产净值	3632	5186	5875	6463
无形资产	1203	1678	2035	2275
可供出售金融资产	705	1008	1339	1688
资产总计	**706**	**1050**	**1050**	**1050**
流动负债	**19074**	**21520**	**24875**	**29851**
短期借款	4498	5968	5528	5844
应付账款	148	1248	1253	1259
其他应付款	3978	4345	3801	4071
非流动负债	**215**	**215**	**225**	**255**
长期借款	0	0	0	0
负债总计	4714	6183	5753	6099
归属于母公司股东权	13706	15380	18594	23074
少数股东权益	654	757	885	1041
总权益	14361	16136	19479	24115

财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
总资产周转率	1.00	1.08	1.17	1.19
应收账款周转率	5.24	5.53	6.26	6.96
应付账款周转率	4.74	5.28	6.66	8.29
每股收益	1.15	1.49	1.86	2.27
每股净资产	5.35	6.01	7.26	8.98
P/E	27.75	21.38	17.15	14.08
P/B	5.97	5.31	4.40	3.55

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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保持在最新状态。同时，本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com