

安踏体育 (02020)

八大问题梳理重量级交易——安踏收购亚玛芬点评

证券研究报告

2018 年 12 月 11 日

投资评级

行业	消费品制造业/纺织、服饰及个人护理
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	36.05 港元
目标价格	52.5 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	2,684.90
港股总市值(百万港元)	96,790.79
每股净资产(港元)	5.38
资产负债率(%)	26.68
一年内最高/最低(港元)	49.30/29.05

作者

吕明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518040001	
lvming@tfzq.com	
郭彬	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120001	
guobin@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《安踏体育-公司点评:多品牌贡献动力, FILA 引领非主品牌高增长超预期》
2018-08-15
- 2 《安踏体育-公司深度研究:国内运动服饰龙头,多品牌全渠道发展空间广阔》
2018-06-16

事件:

安踏体育 12 月 7 日公告,安踏体育用品有限公司(“安踏体育”)、FV Fund (“FV Fund”)和 Anamerred Investments Incorporation (“Anamerred Investments”)(合称“财团”)与 Amer Sports Oyj (“亚玛芬体育”)签署了合并协议,在合并协议的条款与条件的约束下,财团将发起自愿性的受到推荐的公开现金收购要约,收购亚玛芬体育(始祖鸟母公司)的全部已发行流通股份。

安踏领头财团以要约价 40 欧元/股现金收购,总收购价 46 亿欧元,交易规模预计 26 亿欧元。未来 Amer 仍将由原有团队保持独立的运营。

本次交易规模 26 亿欧元,其中安踏出资 15 亿欧元左右。交易完成后,安踏体育持股 58%、方源资本和 Anamerred Investments (Lululemon 创始人 Chip Wilson 拥有)各占 21%,腾讯通过方源资本参与。

我们的观点:

安踏及财团有望为 Amer 旗下各品牌在供应链、渠道及零售运营方面提供支持协同。亚玛芬体育旗下主要始祖鸟,萨洛蒙等在中国国内的竞争优势并不明显。安踏收购完成后将分享中国国内的供应链、渠道、研发以及零售运营方面的资源与经验,实现强强联合的协同效应。Anamerred 的合作也有利于 lululemon 的品牌管理经验分享促进 AMER 的北美销售,提供诸多协同。

保持原有经营团队,有利于延续旗下各品牌运营的稳定性。未来亚玛芬将以独立公司的形式运营,其管理团队也将继续保留,继续由原 CEO 领导,有利于旗下品牌的稳定运营和平稳过渡。未来其品牌的发展方向也将更加趋向长期目标。

收购亚玛芬体育极大的扩充了安踏的品牌与品类版图,并且为品牌进一步国际化打下基础。亚玛芬体育旗下拥有越野跑鞋、高山滑雪装备、超高端户外服装、越野滑雪器具、自行车轮、网球、棒球足球篮球、滑雪板、运动手表和商用健身机械等品类。极大的扩充的安踏的品类和品牌版图,旗下各品牌在海外运营良好,有利于安踏积累海外运营的经验与资源,为品牌国际化打下基础。

看好多品牌战略继续发力,维持业绩预测。预计到 2020 年安踏公司整体销售额复合增速 15-20%,其中安踏品牌销售额复合增速达中双位数、FILA 销售额复合增长超过 40%、DESCENTE 销售额达到 25 亿、2020 年电商占总销售额比例望达 20%;到 2025 年实现千亿销售。

盈利预测:预计 18-20 年实现收入 205/255/318 亿人民币,同比增长 23%/25%/24%;实现净利润 39/47/57 亿人民币,同比增长 26%/21%/22%;EPS 为 1.45/1.76/2.14 元,对应 PE 24.6/20/16.7 倍。给予 18 年 32 倍 PE,目标价 46.4 元,对应港币 52.5 元。(截至 2018 年 12 月 11 日汇率 1:1.13)

风险提示:收购不达预期的风险,海外业务拓展风险



1. 八大问题梳理重量级交易

事件：

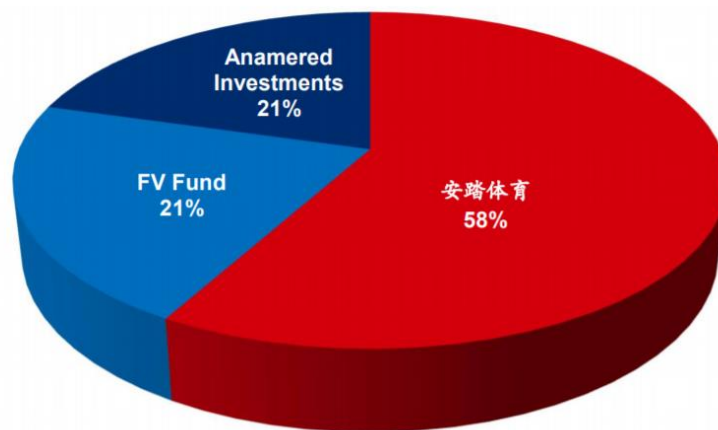
安踏体育 12 月 7 日公告，安踏体育用品有限公司（“安踏体育”）、FV Fund（“FV Fund”）和 Anamered Investments Incorporation（“Anamered Investments”）（合称“财团”）与 Amer Sports Oyj（“亚玛芬体育”）签署了合并协议，在合并协议的条款与条件的约束下，财团将发起自愿性的受到推荐的公开现金收购要约，收购亚玛芬体育（始祖鸟母公司）的全部已发行流通股份。

安踏领头财团以要约价 40 欧元/股现金收购，总收购价 46 亿欧元，交易规模预计 26 亿欧元。未来 Amer 仍将由原有团队将保持独立的运营。

（1）本次收购的构成？

本次交易规模 26 亿欧元，其中安踏出资 15 亿欧左右。交易完成后，安踏体育持股 58%、方源资本和 Anamered Investments（Lululemon 创始人 Chip Wilson 拥有）各占 21%，腾讯通过方源资本参与。

图 1：本次收购财团出资构成



资料来源：公司官网，天风证券研究所

（2）要约价格相对亚玛芬市价如何？

对亚玛芬体育股份的现金要约价格为每股 40.00 欧元。要约价格的溢价幅度为：

—— 39%，相较于 2018 年 9 月 10 日（“最初披露日期”）的收盘价，亚玛芬体育确认收到财团提交的非约束性意向书中包含的指示性价格的前一个交易日。

—— 43%，相较于最初披露日期当日及之前 3 个月的成交量加权平均股价

—— 63%，相较于最初披露日期当日及之前 12 个月的成交量加权平均股价

（3）收购的财务成本？

成本方面：安踏出资 15 亿欧元中有 7.5 亿欧元左右借款，预计安踏和财团的贷款利率是在 2%（贷欧元，根据欧元区利率稍微会有小浮动，会保持浮动利率，不排除做远期外汇来锁定汇率），标的公司贷款利率是 3.75%，整个成本控制的非常好。

（4）如何确定的 40 元/股的收购价格？

本次收购主要参考市场上并购普遍的溢价水平，以及对公司未来发展的财务模型的分析，最终双方认为这是一个对彼此来说都比较合理、能够促成交易的价格。

（5）本次要约收购预计什么时候完成？

要约期预计将于 2018 年 12 月 20 日开始，持续大约 10 个星期。要约方可延长要约期。我们预计最快也将在 2019 年一季度末完成。

（6）亚玛芬是一个怎样的公司？旗下有哪些品牌？

1950 年创立的亚玛芬体育，目前旗下品牌产品线覆盖网球、羽毛球、高尔夫、高山滑雪、

越野滑雪、滑板、健身器材、自行车、越野跑装备、徒步装备及潜水等多种运动项目。

旗下品牌包括：

加拿大奢侈级户外装备品牌 Arc'teryx（始祖鸟）

法国山地户外越野品牌 Salomon（萨洛蒙）

美国网球装备品牌 Wilson（威尔逊）

棒球装备品牌 Louisville Slugger（路易斯维尔斯拉格）

棒球和垒球设备制造商 DeMarini

北欧运动时尚品牌 Peak Performance

奥地利滑雪板品牌 Atomic Skis

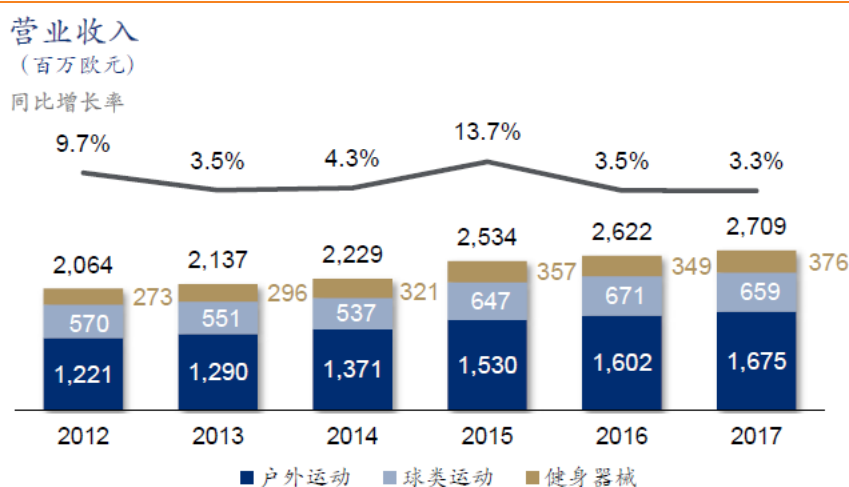
奥地利滑雪装备品牌 Atomic

顶级自行车轮组品牌 Mavic 和 ENVE

芬兰运动腕表等户外装备品牌 Suunto

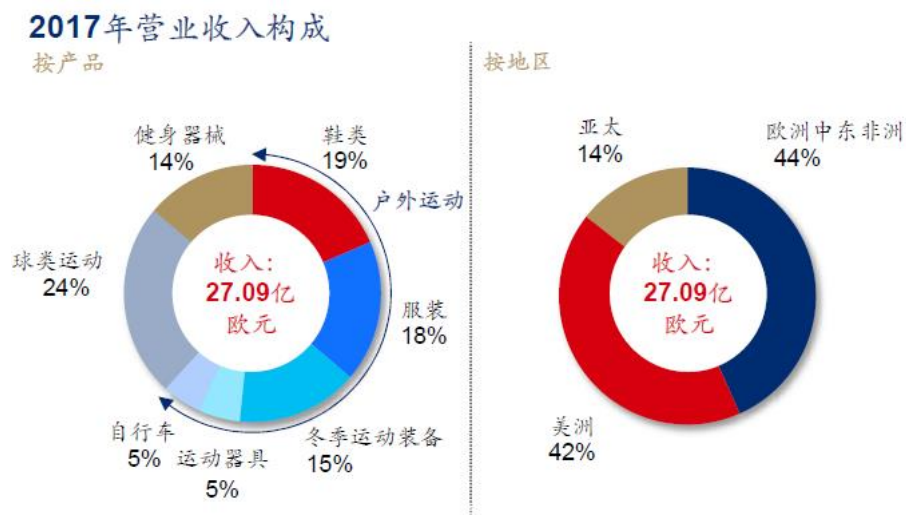
美国跑步机品牌 Precor 等品牌。

图 2：亚玛芬近年来财务情况



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 3：亚玛芬 2017 年营业构成



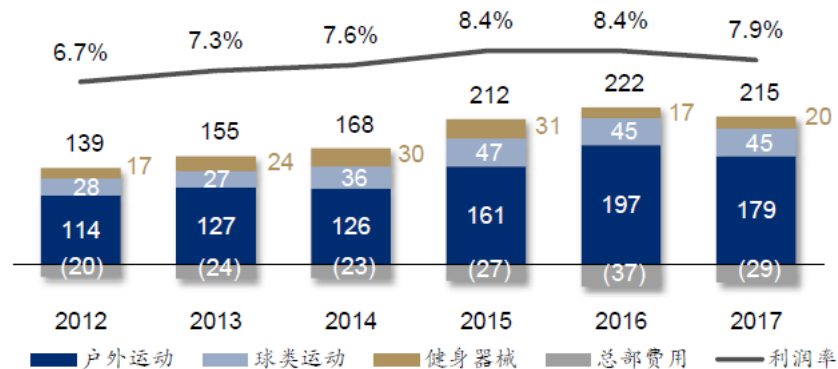
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 4：2012-2017 亚玛芬经调整 EBIT

经调整 EBIT

(百万欧元)

经调整 EBIT 利润率

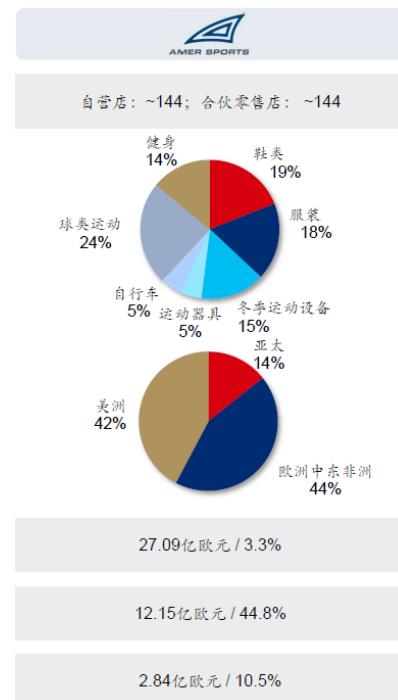
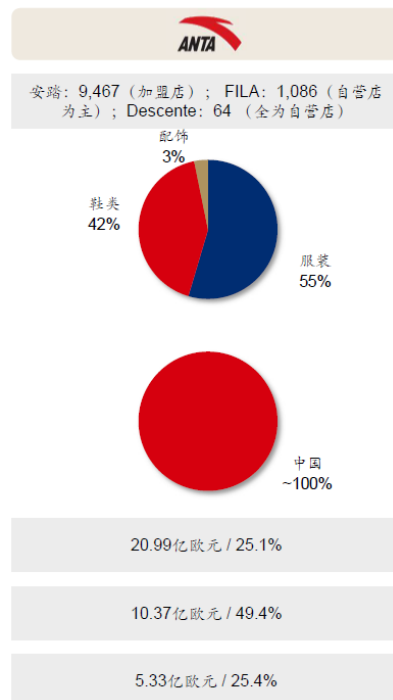


资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 5：安踏与亚玛芬运营数据对比

百万欧元
2017 年财务数据，另行注明除外

零售店数量 ¹
按产品划分的收入构成
按地区划分的收入构成
收入 / 收入增长率
经调整毛利润 / 利润率
经调整 EBITDA / 利润率



资料来源：公司官网、天风证券研究所

(7) 收购财团将会为亚玛芬旗下品牌提供哪些支持?

- 1) 财团计划投入大量的时间、资源和精力，帮助亚玛芬体育在私有架构下加快实施多项正在进行中以及新的重要战略举措，包括扩大亚玛芬体育在中国市场的业务活动。
- 2) 财团计划在全球范围内对产品开发 and 人才投入资本及资源，为亚玛芬体育的现有管理团队和员工提供最优的平台，助力其开展中长期发展计划。
- 3) 为亚玛芬体育提供安踏在中国广泛的分销网络、研发资源和生产采购能力。

(8) 交易结束后，未来亚玛芬将如何运营?

- 1) 要约结束后，财团计划让亚玛芬体育成为一个独立于安踏体育的公司运营，设立由财团代表组成的单独的董事会。新董事会成立后，相对过去财务管控型的董事会来说新董事会会对长期激励有更有针对性、更合理的安排，激励主要会和 AMER 挂钩。

- 2) 财团已经邀请了 Heikki Takala 先生（亚玛芬体育的首席执行官及总裁）和他的主要执行人员继续领导公司
- 3) 在新的架构下，亚玛芬体育的管理团队将在董事会的战略指导下拥有执行其商业计划的自主权
- 4) 对亚玛芬体育的运营、资产、管理层及员工岗位、经营场所没有重大影响

我们的观点：

安踏及财团有望为 Amer 旗下各品牌在供应链、渠道及零售运营方面提供支持并协同。亚玛芬体育旗下主要始祖鸟、萨洛蒙等在中国国内的竞争优势并不明显。安踏收购完成后将分享中国国内的供应链、渠道、研发以及零售运营方面的资源与经验，实现强强联合的协同效应。Anamered 的合作也有利于 lululemin 的品牌管理经验分享促进 AMER 的北美销售，提供诸多协同。

保持原有经营团队，有利于延续旗下各品牌运营的稳定性。未来亚玛芬将以独立公司的形式运营，其管理团队也将继续保留，继续由原 CEO 领导，有利于旗下品牌的稳定运营和平稳过渡。未来其品牌的发展方向也将更加趋向长期目标。

收购亚玛芬体育极大的扩充了安踏的品牌与品类版图，并且为品牌进一步国际化打下基础。亚玛芬体育旗下拥有越野跑鞋、高山滑雪装备、超高端户外服装、越野滑雪器具、自行车轮、网球、棒球足球篮球、滑雪板、运动手表和商用健身机械等品类。极大的扩充了安踏的品类和品牌版图，旗下各品牌在海外运营良好，有利于安踏积累海外运营的经验与资源，为品牌国际化打下基础。

盈利预测：预计 18-20 年实现收入 205/255/318 亿人民币，同比增长 23%/25%/24%；实现净利润 39/47/57 亿人民币，同比增长 26%/21%/22%；EPS 为 1.45/1.76/2.14 元，对应 PE 24.6/20/16.7 倍。给予 18 年 32 倍 PE，目标价 46.4 元，对应港币 52.5 元。（截至 2018 年 12 月 11 日汇率 1:1.13）

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com