

证券研究报告—动态报告/海外公司快评

港股

(HS) 纺织及服饰

安踏体育 (02020)

重大事件快评

2021年01月14日

Q4 去库存顺利，新品牌开启快速成长通道

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520040004

事项：

2021年1月13日，公司公告2020年第四季度营运表现，安踏品牌与2019年同期比较录得低单位数的正增长，FILA品牌与2019年同期比较录得25-30%的正增长，其他品牌与2019年同期比较录得55-60%的正增长。于2020年，全年安踏品牌与2019年同期比较录得中单位数的负增长。全年FILA品牌与2019年同期比较录得中双位数的正增长。全年其他品牌与2019年同期比较录得35-40%的正增长。

国信观点：1) 四季度整体流水同比增长加速，库销比环比改善；2) Amer下半年将实现盈利，DTC改革进度加快；3) 2021年主品牌增长与盈利水平有望恢复疫情前水平，新品牌利润率将显著提升；4) 风险提示：宏观经济与消费需求疲弱，疫情反复或持续时间长于预期；新品牌发展进度不及预期；5) 投资建议：四季度公司主品牌库存去化顺利，新品牌进入快速增长通道。公司在2020年疫情冲击下及时恢复较好的库存水平，在电商发展、新品牌孵化、DTC转型、供应链整合等多方面为未来增长打下良好基础，我们看好公司在2021年疫情受控的情况下的业绩改善空间，以及多品牌孵化带来长期深耕运动市场的广阔前景。我们维持盈利预测，预计20-22年净利润分别同比-3.6%/49.7%/23.8%，EPS分别为1.91/2.86/3.53元，当前股价对应PE分别为57.9x/38.7x/31.3x，维持“买入”评级。

评论：

■ 四季度整体流水同比增长加速，库销比环比改善

公司四季度主品牌增速维持，其他品牌加速增长，线上快速增长，库销比接近健康水平。

公司四季度各品牌具体情况如下：

1、分品牌流水增长：

安踏品牌：整体/大货/儿童/电商 低单位数/低单位数/低单位数/正增长（低于预期）；

FILA品牌：整体/大货/儿童/潮牌/电商 25%-30%/中双位数/20%+/50%+/70%-80%增长（好于预期）；

其他品牌：整体/迪桑特/Kolon 55%-60%/80%+/30%-40%增长（好于预期）；

2、分品牌库存折扣情况：

Q4库销比：安踏/FILA分别录得5+/6+（2020 Q3为6+/8+，2019 Q4为4+/5+）

Q4折扣：安踏大货/FILA分别录得70折（同比下降2-3个点，环比持平）/73折（正价83-84折，同比下降2-3个点，环比持平）

■ Amer下半年将实现盈利，DTC改革进度加快

Amer 2020下半年实现盈利，2021年整体将好于2020年水平。

1、收入与流水：Amer上半年收入下降约20%，下半年降幅预计在高单位数到低双位数之间。中国区全年预计有双位

数上涨。

- 2、**费用与利润**：由于公司执行严格的开支控制，下半年费用率有明显收窄，将实现盈利；
- 3、**核心品牌战略**：公司推出核心品牌战略初步取得成效，核心品牌收入下降幅度只有单位数，好于预期，低于整个集团的下降幅度。
- 4、**展望 2021**：Amer 整体的利润情况将好于 2020 年，中国区继续加大核心品牌直营店的开设。

DTC 转型进度快于预期，将于 2021 年 Q1 完成。公司此前对 DTC 转型计划是回收 3500 个门店，预计在 2021 年上半年完成，而目前进展顺利，发展快于预期，当下现在已经完成了 80% 的交接，预计 2021 年 Q1 就能完成。回收门店和 DTC 转型快于预期的原因在于加快了店铺生意的调整，对某些疫情影响较大的地区也在加大清库存力度。

■ **2021 年主品牌增长速度与盈利水平有望恢复疫情前水平，新品牌利润率将显著提升**

以健康库存水平迎接消费复苏，2021 年主业有望回到正轨。在疫情影响流水情况下，目前公司库销比水平和 2019 年底已经较为接近，而售罄率有显著改善，包括儿童，线上线下售罄率实现了同比改善。相比 2019 年，线下安踏大货售罄率改善了 9 个点，库存已经恢复较为健康的水平。展望 2021 年，在疫情受控良好的假设下，公司预计：

- 1、安踏和 FILA 品牌分别实现 10%+ 和 20%+ 的流水同比增长；
- 2、安踏和 FILA 品牌在可比口径下均有望回到 2019 年的利润率水平；
- 3、迪桑特等新品牌将有利润率显著提升；
- 4、Amer 盈利状况比 2020 年将有所改善。

■ **看好公司在 2021 年全面复苏与长期发展空间，维持“买入”评级**

四季度公司主品牌库存去化顺利，新品牌进入快速增长通道。公司在 2020 年疫情冲击下及时恢复较好的库存水平，在电商发展、新品牌孵化、DTC 转型、供应链整合等多方面为未来增长打下良好基础，我们看好公司在 2021 年疫情受控的情况下的业绩改善空间，以及多品牌孵化带来长期深耕运动市场的广阔前景。我们维持盈利预测，预计 20-22 年净利润分别同比 -3.6%/49.7%/23.8%，EPS 分别为 1.91/2.86/3.53 元，当前股价对应 PE 分别为 57.9x/38.7x/31.3x，维持“买入”评级。

表 1：盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33,928	35,003	44,889	53,729
(+/-%)	40.8%	3.2%	28.2%	19.7%
净利润(百万元)	5,344	5,151	7,713	9,548
(+/-%)	30.3%	-3.6%	49.7%	23.8%
每股收益(元)	1.98	1.91	2.86	3.53
毛利率	55.0%	56.0%	57.8%	58.5%
经营利润率	25.6%	23.6%	25.5%	25.8%
净利率	15.8%	14.7%	17.2%	17.8%
净资产收益率 (ROE)	26.6%	21.7%	27.2%	28.9%
市盈率 (PE)	55.9	57.9	38.7	31.3
EV/EBITDA	35.0	44.0	32.0	26.3
市净率 (PB)	14.9	12.6	10.5	9.0

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告

- 《安踏体育-02020.HK-重大事件快评：出售非核心品牌增厚业绩，看好多品牌运营潜力》——2020-12-22 《衍生》
- 《安踏体育-02020.HK-重大事件快评：Q3持续改善，黄金周增长亮眼》——2020-10-16 《衍生》
- 《安踏体育-02020.HK-财报点评：持续蜕变，期待破茧成蝶》——2020-08-26
- 《安踏体育-02020.HK-重大事件快评：流水超预期，业绩韧性显现》——2020-07-16
- 《安踏体育-02020.HK-重大事件快评：Q1零售流水超预期，复苏强劲》——2020-04-16

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做

出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032