

零售端逐季改善，主品牌 DTC 顺利推进



核心观点

- 安踏体育发布 20Q4 及全年经营（零售端）表现，从 Q4 来看，安踏/FILA/其他品牌流水分别实现低单/25%-30%/55%-60%正增长，从全年来看，安踏/FILA/其他品牌流水分别实现中单负增长/中双正增长/35%-40%正增长。
- 安踏主品牌库存和售罄率环比改善，DTC 推进顺利。安踏品牌 Q4 流水同比实现低单正增长，其中安踏大货和儿童流水均为低单位数，但是线下整体流水仍未转正，主要原因为：1) 受疫情影响，公司将部分 Q1 订单转移至 Q3 和 Q4 销售；2) 零售折扣同比有所增加，约 2-3 个百分点左右。但是另一方面，库存和售罄率指标均有所好转，Q4 线下库销比略超 5，已完成年初目标，售罄率同比改善约 9 个点。此外，DTC 变革推进顺利，截至 2020 年底已完成 82%，预计 2021Q1 将全部完成。
- FILA 流水增长环比继续提速。FILA 品牌 Q4 流水同比实现 25-30%增长，相比 Q3 同比 20-25%增长环比提速，拆分来看，FILA 大货/潮牌/儿童分别实现中双/50%+/20%+增长。Q4 线下库销比约为 6+，同样环比改善，此外 Q4 的店效水平已高于疫情前的 2019 年同期，以 FILA 大货为例，平均月店效已超过 100 万。Amer Sports 下半年表现符合预期，2020H2 已开始贡献利润，其他品牌中迪桑特和可隆仍然维持高增，Q4 分别实现 80%+和 30-40%的正增长，有望在未来成为公司新的增长动能。
- 展望 2021 年，在国内外疫情仍有不确定性的背景下，我们继续看好安踏作为行业龙头的增长韧性，预计全年安踏和 FILA 流水将分别实现双位数和 20%+的增长。净利率方面，安踏批发业务有望恢复至 2019 年水平，安踏零售业务（DTC）有望维持在低单位数水平。迪桑特、可隆等品牌仍然有快速增长的空间。

财务预测与投资建议

- 根据四季度运营数据，我们微调公司未来三年的盈利预测，预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.97 元、2.73 元和 3.35 元（原 1.94、2.77 和 3.46 元），参考可比公司估值，给予公司 2021 年 43 倍的 PE，对应目标价 139 港币（117.4 人民币），维持“买入”评级。

风险提示：国内外疫情的反复，回收经销商带来的短期业绩波动

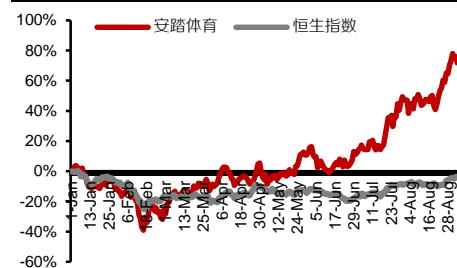
公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	24,100	33,928	35,823	45,755	54,419
同比增长	44.4%	40.8%	5.6%	27.7%	18.9%
营业利润（百万元）	5,700	8,695	8,695	11,146	13,359
同比增长	42.9%	52.5%	0.0%	28.2%	19.9%
归属母公司净利润（百万元）	4,103	5,344	5,320	7,385	9,066
同比增长	32.9%	30.3%	-0.4%	38.8%	22.8%
每股收益（元）	1.52	1.98	1.97	2.73	3.35
毛利率	52.6%	55.0%	56.9%	59.5%	60.5%
净利率	17.0%	15.8%	14.9%	16.1%	16.7%
净资产收益率	24.8%	25.4%	21.4%	24.1%	24.3%
市盈率（倍）	73.2	56.2	56.4	40.7	33.1
市净率（倍）	18.2	14.3	12.1	9.8	8.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2021 年 1 月 13 日）	130.0 港币
目标价格	139 港币
52 周最高价/最低价	132.8/45.4 港币
总股本/流通 H 股（万股）	270,333
H 股市值（百万元港币）	351,433
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021 年 01 月 13 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	4.3	19.1	46.5	71.8
相对表现	1.8	13.0	33.3	75.5
恒生指数	2.5	6.1	13.2	-3.6



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

证券分析师 赵越峰
021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513060001
香港证监会牌照：BPU173

联系人 朱炎
021-63325888*6107
zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

出售非核心品牌 Precor，聚焦 Amer+Sports 2020-12-22
中长期发展战略：
全渠道流水加速复苏，DTC 变革进展顺利： 2020-10-15
中报好于预期，主品牌 DTC 变革迎来长期 2020-09-01
发展新阶段：

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

根据四季度运营数据，我们微调公司未来三年的盈利预测，预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.97 元、2.73 元和 3.35 元（原 1.94、2.77 和 3.46 元），参考可比公司估值，给予公司 2021 年 43 倍的 PE，对应目标价 139 港币（117.4 人民币），维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值

公司名称	公司代码	每股收益（港币）				市盈率			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
李宁	2331.HK	0.7	0.8	1.1	1.4	72	64	46	36
彪马	PUMA SE	15.5	5.1	18.4	24.9	208	162	45	33
耐克	NIKE US EQUITY	14.2	23.4	30.0	35.2	71	48	37	32
阿迪达斯	ADS GR EQUITY	85.1	20.6	81.6	100.6	119	131	33	27
露露柠檬	LULU US EQUITY	38.6	35.7	52.0	62.9	81	78	53	44
调整后平均							91	43	34

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所，耐克和露露柠檬选取的是财报数据，截止于 2021 年 1 月 13 日

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及等价物	10,091	12,603	17,623	25,609	27,019	营业收入	24,100	33,928	35,823	45,755	54,419
应收账款	2,505	3,896	4,064	5,110	5,981	营业成本	(11,413)	(15,269)	(15,429)	(18,511)	(21,469)
其他应收款	2,133	2,412	3,558	3,418	4,801	毛利	12,687	18,659	20,394	27,244	32,950
预付账款	0	0	0	0	0	其他收净额	760	1,070	1,197	1,197	1,197
存货	2,892	4,405	5,452	5,654	5,676	销售费用	(6,525)	(9,721)	(11,284)	(15,328)	(18,557)
其他	1,662	4	4	4	4	管理费用	(1,223)	(1,313)	(1,612)	(1,967)	(2,231)
流动资产合计	19,284	23,321	30,702	39,795	43,482	财务费用	68	(53)	(104)	(160)	(112)
合资公司投资	0	10,551	9,961	9,925	10,029	来自 Amer 损益	0	(633)	(590)	(36)	104
固定资产	1,787	2,148	2,165	2,240	2,350	除税前溢利	5,767	8,008	8,000	10,950	13,351
在建工程	749	421	421	421	421	所得税	(1,533)	(2,384)	(2,400)	(3,285)	(4,005)
预付账款	787.5	52.8	52.8	52.8	52.8	净利润(含少数股东权益)	4,234	5,624	5,600	7,665	9,345
无形资产	685	678	674	678	690	净利润	4,103	5,344	5,320	7,385	9,066
递延所得税资产	403	746	746	746	746	少数股东权益	131	280	280	280	280
其他	1,081	4,047	3,425	4,367	5,057	其他综合收益	389	25	0	0	0
非流动资产合计	5,090	17,898	16,698	17,684	18,599	综合收益总额(含少数股东权益)	4,623	5,649	5,600	7,665	9,345
资产总计	24,374	41,218	47,400	57,479	62,081	综合收益总额	4,491	5,369	5,320	7,385	9,066
短期借款	1,244	1,359	4,000	0	0	少数股东权益	131	280	280	280	280
应付账款	1,792	2,963	1,875	4,425	3,020	每股收益(元)	1.52	1.98	1.97	2.73	3.35
其他	4,512	8,090	6,083	11,379	10,227						
流动负债合计	7,548	12,412	11,959	15,805	13,248						
长期借款	70	6,644	9,706	9,818	9,930						
递延税项负债	236	1,102	820	1,247	1,560						
非流动负债合计	306	7,746	10,526	11,066	11,491						
负债合计	7,854	20,157	22,485	26,870	24,738						
少数股东权益	743	979	1,162	1,344	1,527						
股本	259	261	261	261	261						
储备	15,518	19,821	23,493	29,004	35,555						
股东权益合计	16,520	21,061	24,915	30,609	37,342						
负债和股东权益总计	24,374	41,218	47,400	57,479	62,081						

现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E						
净利润	4,103	5,344	5,320	7,385	9,066	成长能力					
折旧摊销	4,394	6,765	6,567	8,944	10,917	营业收入	27.8%	69.1%	15.0%	21.3%	8.0%
财务费用	(68)	53	104	160	112	营业利润	42.9%	52.5%	0.0%	28.2%	19.9%
处置	49	292	378	317	416	归属于母公司净利润	32.9%	30.3%	-0.4%	38.8%	22.8%
营运资金变动	418	1,049	(5,115)	6,225	(5,211)	获利能力					
其它	(4,458)	(6,019)	(4,730)	(7,350)	(9,169)	毛利率	52.6%	55.0%	56.9%	59.5%	60.5%
经营活动现金流	4,440	7,485	2,524	15,681	6,131	净利率	17.0%	15.8%	14.9%	16.1%	16.7%
资本支出	(278)	(406)	(429)	(547)	(651)	ROE	24.8%	25.4%	21.4%	24.1%	24.3%
合资公司投资	0	(10,551)	590	36	(104)						
其他	(923)	(2,108)	(590)	(36)	104	偿债能力					
投资活动现金流	(1,201)	(13,065)	(428)	(547)	(651)	资产负债率	32.2%	48.9%	47.4%	46.7%	39.8%
债权融资	1,166	6,689	5,704	(3,888)	112	净负债率	-53.1%	-21.8%	-15.7%	-51.6%	-45.8%
其他	(2,302)	(2,019)	(2,779)	(3,260)	(4,183)	流动比率	2.55	1.88	2.57	2.52	3.28
筹资活动现金流	(1,136)	4,670	2,924	(7,148)	(4,070)	速动比率	2.17	1.52	2.11	2.16	2.85
现金净增加额	2,102	(910)	5,021	7,986	1,409	营运能力					
现金净增加额	2,102	(910)	5,021	7,986	1,409	应收账款周转率	10.5	10.6	9.0	10.0	9.8
						存货周转率	4.5	4.2	3.1	3.3	3.8
						总资产周转率	1.1	1.0	0.8	0.9	0.9
						每股指标(元)					
						每股收益	1.52	1.98	1.97	2.73	3.35
						每股经营现金流	1.64	2.77	0.93	5.80	2.27
						每股净资产	6.11	7.79	9.22	11.32	13.81
						估值比率					
						市盈率	72.3	55.5	55.8	40.2	32.7
						市净率	18.0	14.1	11.9	9.7	7.9
						EV/EBIT					

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn