

审慎增持 (维持)

2020.HK 安踏体育

目标价: 146.3 港元

现价: 130 港元

Q4 流水符合预期, 库存更健康

2021 年 1 月 14 日

预期升幅: 12.5%

市场数据

日期	20210113
收盘价(港元)	130
总股本(亿股)	27.0
总市值(亿港元)	3514.3
净资产(亿元)	213.9
总资产(亿元)	495.2
每股净资产(元)	7.88

数据来源: Wind

相关报告

安踏体育(2020.HK)_跟踪报告
_出售非核心资产 Precor, 资源聚焦_20201222安踏体育(2020.HK)_跟踪报告
_FILA 表现优于预期, 加速复苏_20201016安踏体育(2020.HK)_跟踪报告
_直营好于批发, 开启 DTC 零售转型_20200827

海外消费研究

分析师:

韩亦佳

hanyij@xyzq.com.cn

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33,928	36,312	42,536	48,913
同比增长(%)	40.8	7.0	17.1	15.0
归母净利润(百万元)	5,344	5,085	7,791	9,580
同比增长(%)	30.3	-4.8	53.2	23.0
毛利率(%)	55	54.7	56.5	57.8
归母净利率(%)	15.8	14.0	18.3	19.6
净资产收益率(%)	28.0	23.1	28.9	29.1
基本每股收益(元)	1.99	1.89	2.90	3.57

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

公司公布四季度及全年营运表现: 2020Q4 安踏品牌流水同比为低单位数正增长, FILA 品牌同比为 25-30%正增长, 其他品牌(不含 Amer Sports)同比为 50-55%正增长; 全年安踏品牌同比为低单位数负增长, FILA 品牌同比为中单位数正增长, 其他品牌同比为 35-50%正增长。

点评:

- **安踏品牌流水表现略低于预期; 但库存表现更加健康, 且售罄率显著改善。**安踏品牌流水同比为低单位数正增速, 折扣率平均为 7 折左右, 同比增加 2-3ppt。由于 2020 年疫情影响, 公司策略性的在 Q4 优先清理 Q1 库存, 致使四季度新货订单减少, 且折扣力度加大, 导致整体流水表现略低于预期。但是, 在公司 2020 年“库存为先”的策略下, Q4 库销比略超 5 倍, 库存表现更加健康, 利好公司长期发展。同时, Q4 售罄率较去年同期显著改善, 特别是线下售罄率较去年同期提升 9ppt。此外, 安踏品牌渠道 D2C 进程加速, 到 2020 年底已完成 82%, 预计到 2021Q1 将完成全部进程。在受疫情影响较大的地区, 公司加快渠道转型及加速清理库存, 这对安踏品牌 Q4 流水略有负面影响, 但利好其长期业绩。
- **FILA 品牌流水持续高增长, 且好于预期。**Q4 公司策略性调整 FILA 的零售折扣, 客单价、连带率的提高助力四季度 FILA 流水的持续高增长。Q4 FILA 库销比为 6 倍左右, 折扣率 7 折左右, 同比增加 2-3ppt, Q4 新品折扣为 8.3-8.4 折, 由于线上折扣较低, 拉低整体折扣水平。
- **其他品牌流水同比为 55-60%的高增长。**Q4 迪桑特零售流水 YoY+80%以上, KOLON SPORTS 零售流水 YoY+30-40%。由于迪桑特与 KOLON SPORTS 冬季厚衣服占比较多, 利好其四季度冬衣产品销售。
- **上调目标价至 146.3 港元, 且维持审慎增持评级。**我们持续看好公司多品牌、拓品类、全渠道、新零售带来的业绩驱动, 预计 2020/2021/2022 年营收为 363.1 亿元/425.4 亿元/489.1 亿元, 同比+7.0%/+17.1%/+15.0%; 归母净利润 50.9 亿元/77.9 亿元/95.8 亿元, 同比-4.8%/+53.2%/+23%; EPS 分别为 1.89 元/2.90 元/3.57 元, 当前股价对应 2020/2021/2022 年 P/E 分别为 57.2/37.3x/30.4x, 上调公司目标价至 146.3 港元, 维持审慎增持评级。

风险提示: 行业竞争加剧, 新开门店低于预期, 新品牌推广费用超出预期

报告正文

公司公布四季度及全年营运表现: 2021 年 1 月 13 日公司发布 2020 年四季度及全年营运流水, 2020Q4 安踏品牌产品零售额较去年同期为低单位数正增长, FILA 品牌同比为 25-30%正增长, 其他品牌(不含 Amer Sports 旗下品牌)同比为 50-55%正增长; 2020 全年安踏品牌产品零售额较去年同期为低单位数负增长, FILA 品牌同比为中双位数正增长, 其他品牌(不含 Amer Sports 旗下品牌)同比为 35-50%正增长。

点评:

- **安踏品牌流水表现略低于预期;但库存表现更加健康,且售罄率显著改善。**受益于极寒冷冬天气导致需求增加,四季度终端零售恢复较好,安踏品牌流水同比为低单位数正增速,零售折扣平均为 7 折左右,折扣率较去年同期增加 2-3ppt。由于 2020 年疫情影响,公司策略性的在 Q4 优先清理 Q1 库存,致使四季度新货订单减少,且折扣力度加大,导致整体流水表现略低于预期。但是,在公司 2020 年“库存为先”的策略下,Q4 安踏品牌库销比略超 5 倍,库存表现更加健康,利好公司长期发展。同时,Q4 安踏品牌售罄率较去年同期显著改善,特别是线下售罄率较去年同期提升 9ppt。此外,安踏品牌渠道 D2C 进程加速,到 2020 年底已完成 82%,预计到 2021Q1 将完成全部进程。在受疫情影响较大的地区,公司加快渠道转型及加速清理库存,这对安踏品牌 Q4 流水略有负面影响,但利好其长期业绩。
- **FILA 品牌流水持续高增长,且好于预期。**Q4 公司策略性调整 FILA 品牌的零售折扣,客单价、连带率的提高助力四季度 FILA 流水的持续高增长。四季度 FILA 品牌库销比为 6 倍左右,零售折扣整体约为 7 折左右,较去年同期增加 2-3ppt,Q4 新品折扣为 8.3-8.4 折,由于线上折扣较低,拉低整体折扣水平。
- **其他品牌流水同比为 55-60%的高增长。**Q4 迪桑特零售流水 YoY+80%以上,KOLON SPORTS 零售流水 YoY+30-40%。由于冷冬因素,以及迪桑特与 KOLON SPORTS 冬季厚衣服占比较多,利好其四季度冬衣产品销售。

表 1、2020Q1-Q3 公司营运流水同比增速表现(%)

品牌	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020 全年
安踏牌	- 20-25%	负低单位数	正低单位数	正低单位数	负中单位数
FILA 牌	负中单位数	10-20%	20-25%	25-30%	正中双位数
其他品牌 (不含 Amer Sports 旗下品牌)	负高单位数	25-30%	50-55%	55-60%	35-40%

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司多品牌战略将持续发力,预计 Amer Sports 旗下品牌表现也将有所恢复。**公司渠道持续改革,新开门店数量将稳健推进。公司指引 2020 全年安踏店将调整至 9600-9700 家(其中安踏儿童 2600-2700 家),持续关闭低

效门店，较去年同期减少 500 家左右；FILA 将保持在 2000-2100 家门店，新增 100-200 家左右，其中大部分新增为 FILA Fusion 和 Kids 的门店；DESCENTE 为 200 家左右门店，新增 60-70 家左右，并以一、二线城市的高端商场为主。此外，公司将延续线上渠道发展的策略，除经营官方网上商城外，还与天猫、京东、唯品会等联手，并增加私域流量的销售，将线上与线下实现相融合。

- **我们的观点：**我们持续看好公司多品牌、拓品类、全渠道、新零售带来的业绩驱动，特别是 2021 年零售流水的加速复苏。预计 2020/2021/2022 年营收为 363.1 亿元/425.4 亿元/489.1 亿元，同比+7.0%/+17.1%/+15.0%；归母净利润 50.9 亿元/77.9 亿元/95.8 亿元，同比-4.8%/+53.2%/+23%；EPS 分别为 1.89 元/2.90 元/3.57 元，当前股价对应 2020/2021/2022 年 P/E 分别为 57.2/37.3x/30.4x，上调公司目标价至 146.3 港元，维持审慎增持评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，新开门店低于预期，新品牌推广费用超出预期

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	23,321	28,496	35,860	44,686	
货币资金	8,221	12,806	19,269	27,030	
应收账款	6,309	6,602	7,462	8,735	
存货	4,405	4,701	4,742	4,535	
其他	4,386	4,386	4,386	4,386	
非流动资产	17,898	17,801	17,655	17,460	
固定资产	2,148	2,061	1,926	1,744	
无形资产	678	669	658	645	
预付租金	0	0	0	0	
其他	15,072	15,072	15,072	15,072	
资产总计	41,218	46,297	53,516	62,146	
流动负债	12,412	13,553	14,914	16,341	
短期借款	1,359	1,359	1,359	1,359	
应付账款	9,828	10,969	12,330	13,758	
其他	1,225	1,225	1,225	1,225	
非流动负债	7,746	7,746	7,746	7,746	
负债合计	20,157	21,299	22,660	24,087	
股本	261	261	261	261	
储备	19,821	23,381	28,662	35,155	
归母权益	20,082	23,642	28,922	35,415	
股东权益合计	21,061	24,998	30,856	38,059	
负债及权益合计	41,218	46,297	53,516	62,146	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
税前利润	8,008	7,833	11,078	13,600	
折旧和摊销	389	452	500	547	
营运资金的变动	10,220	8,812	12,106	14,678	
资本性支出	(1,000)	(1,200)	(1,300)	(1,299)	
经营活动现金流	8,008	7,833	11,078	13,600	
投资活动现金流	(13,065)	(406)	(406)	(406)	
融资活动现金流	4,670	(1,526)	(2,511)	(3,087)	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	33,928	36,312	42,536	48,913	
营业成本	(15,269)	(16,454)	(18,495)	(20,636)	
毛利	18,659	19,857	24,040	28,277	
其他收入	1,070	1,145	1,341	1,542	
销售费用	(9,721)	(10,167)	(12,123)	(13,940)	
管理费用	(1,313)	(2,179)	(2,339)	(2,690)	
净融资收入	(53)	(190)	(84)	52	
分占合营公司利润	(633)	(633)	243	360	
税前利润	8,008	7,833	11,078	13,600	
所得税	(2,384)	(2,370)	(2,709)	(3,310)	
净利润	5,624	5,462	8,369	10,290	
少数股东损益	280	377	577	710	
归属母公司净利润	5,344	5,085	7,791	9,580	
EPS(元)	1.99	1.89	2.90	3.57	
主要财务比率					
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
成长性					
营业收入增长率	40.8%	7.0%	17.1%	15.0%	
毛利润增长率	47.1%	6.4%	21.1%	17.6%	
归母净利润增长率	30.3%	-4.8%	53.2%	23.0%	
盈利能力					
毛利率	55.0%	54.7%	56.5%	57.8%	
归母净利率	15.8%	14.0%	18.3%	19.6%	
ROE	28.0%	23.1%	28.9%	29.1%	
偿债能力					
资产负债率	48.9%	46.0%	42.3%	38.8%	
流动比率	2.6	1.9	2.1	2.4	
营运能力					
资产周转率(次)	0.82	0.78	0.79	0.79	
存货周转率(次)	4.18	3.61	3.92	4.45	
每股资料					
每股收益(元)	1.99	1.89	2.90	3.57	
每股经营现金(元)	2.79	2.43	3.49	4.19	
每股净资产(元)	7.48	8.81	10.77	13.19	
估值比率(倍)					
PE	54.4	57.2	37.3	30.4	

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知悉的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。