

【广发纺服】安踏体育 (02020.HK)

忽略短期波动，聚焦长期运营能力

核心观点：

- **安踏主品牌增速低于预期：**零售流水单四季度同比增长低单位数，全年同比增长中单位数。公司主品牌单四季度流水低于预期主要系集中精力处理库存，导致 Q4 线下流水负增长、零售折扣同比下降 2-3 个点至 7 折。但目前公司库销比略超 5（线上、线下、物流中心 3 个部分的总体库销比略超 6，前两季为 7 以上），且售罄率同比提升 9 个点。管理层预期 21 年安踏主品牌流水增长 10%+，精力仍然集中在库存去化和直营店整合上。
- **FILA 增速符合预期：**零售流水单四季度同比增长 25%-30%，全年同比增长中单位数。FILA 目前店效已超疫情前水平，库销比降至 6 左右。目前仍有一定折扣，正价店折扣为 83-84。FILA 有望继续成为公司业务增长的主要引擎，管理层预期 21 年 FILA 流水同比增长 20%+。
- **其他品牌增速超预期：**零售流水单四季度同比增长 55%-60%，全年同比增长 35%-40%。其中迪桑特同比增长 80%+、Kolon 同比增长 30%-40%。迪桑特是高增长的主因，2020 年全年流水超 16 亿元。
- **忽略短期波动，聚焦长期运营能力。**虽然短期以库存去化为主，业绩增速规划保守，但公司的渠道管理模式扁平、业务人员的执行效率高，运营护城河深厚。目前一阶段的主品牌直营回收计划已完成 82%，我们看好直营店面在库存去化完成后，顺利实现盈利能力改善。
- **20-22 年业绩分别为 1.88 元/股、2.71 元/股、3.37 元/股。**预计公司 2020-2022 年收入分别达 359.7/431.5/516.4 亿元，分别同比增长 6.0%/20.0%/19.7%；预计归母净利润分别达 51.0/73.3/91.1 亿元，分别同比增长 -4.7%/43.8%/24.3%。给予公司 2021 年 45 倍 PE，人民币港币汇率取 0.8337，对应合理价值 146.27 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**FILA 增速明显放缓、Amer 海外业务利润低于预期等。

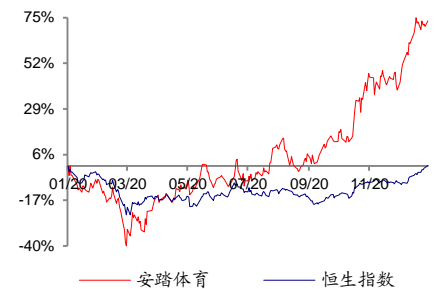
盈利预测：*本文如无特殊说明，货币单位均为人民币

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	24,100	33,928	35,966	43,149	51,643
增长率（%）	44.4%	40.8%	6.0%	20.0%	19.7%
EBITDA（百万元）	4,704	8,303	8,706	11,653	14,233
归母净利润（百万元）	4,103	5,344	5,096	7,325	9,108
增长率（%）	32.9%	30.3%	-4.7%	43.8%	24.3%
EPS（元/股）	1.53	1.98	1.88	2.71	3.37
市盈率（P/E）	20.5	29.4	58.2	40.5	32.5
ROE（%）	26.0%	26.6%	20.4%	22.8%	22.2%
EV/EBITDA	16.17	18.90	33.65	29.82	23.99

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	131.50 港元
合理价值	146.27 港元
前次评级	买入
报告日期	2021-01-19

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发纺服】安踏体育 (02020.HK) : 出售 Precor, 户外品牌矩阵精简化 2021-01-14
- 【广发纺服&海外】安踏体育 (02020.HK) : 20Q3 业绩符合预期，看好 Q4 继续恢复 2020-10-16
- 【广发纺服】安踏体育 (02020.HK) : 上半年顺利收官，看好主品牌直营化 2020-08-26

一、盈利预测与估值

收入拆分：我们预计公司 2020-2022 年收入分别达 359.7/431.5/516.4 亿元，分别同比增长 6.0%/20.0%/19.7%。其中安踏品牌收入分别达 165.6/189.2/220.4 亿元，分别同比增长-5.1%/14.3%/16.5%；FILA 品牌收入分别达 170.3/210.2/254.2 亿元，分别同比增长 15.3%/23.4%/21.0%；其他品牌收入分别达 23.8/32.1/41.8 亿元，分别同比增长 39.3%/35.0%/30.0%。FILA 仍然是整体收入增长的主力，其他品牌大幅增长主要受益于迪桑特扩张势能的延续，迪桑特 2020 年全年流水超 16 亿元。

毛利率：预计 2020-2022 年毛利率分别达 56.1%/59.0%/60.4%，其中安踏品牌分别达 40.5%/42.5%/43.3%；FILA 分别达 69.6%/72.2%/73.2%；其他品牌分别达 67.2%/70.2%/73.2%。这主要都是受益于吊牌价的稳步提升和发货折扣的稳定，另外 2020 年毛利率相比 2019 年有所下降主要系安踏品牌回收经销商部分库存以减轻终端压力、FILA 终端折扣因疫情影响而跟随行业提升折扣所致。

表 1：安踏体育收入拆分

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
安踏收入(百万元)	11,985	14,327	17,450	16,558	18,919	22,044
YOY		19.5%	21.8%	-5.1%	14.3%	16.5%
FILA 收入(百万元)	4,351	8,492	14,770	17,028	21,017	25,423
YOY		95.2%	73.9%	15.3%	23.4%	21.0%
其他品牌收入(百万元)	356	1,282	1,708	2,380	3,213	4,176
YOY		260.0%	33.3%	39.3%	35.0%	30.0%
合计收入(百万元)	16,692	24,100	33,928	35,966	43,149	51,643
YOY		44.4%	40.8%	6.0%	20.0%	19.7%

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

综上，预计归母净利润分别达 51.0/73.3/91.1 亿元，分别同比增长 -4.7%/43.8%/24.3%；EPS 分别为 1.88 元/股、2.71 元/股、3.37 元/股，对应 2.26 HKD/股、3.25HKD/股、4.04 HKD/股，人民币港币汇率取 0.8337。可比公司 2021 年 PE 平均值为 50.2x，剔除异常值的露露柠檬，则可比公司 PE 平均值为 44.0x。给予安踏 2021 年 45 倍 PE，对应合理价值 146.27 港元/股，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（收盘价截至 2021 年 1 月 18 日）

股票简称	股票代码	货币单位	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
耐克	NKE.N	USD	140.72	2.50	3.03	3.88	56.37	46.42	36.28
阿迪达斯	ADS.DF	EUR	290.30	2.19	8.67	10.68	132.78	33.46	27.18
露露柠檬	LULU.O	USD	344.50	5.35	4.60	6.71	64.44	74.97	51.34
李宁	02331.HK	HKD	53.25	0.77	1.06	1.36	68.93	50.22	39.08
彪马	PUM.DF	EUR	89.02	0.51	1.94	2.61	173.87	45.79	34.07
平均值							99.28	50.17	37.59

数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

二、风险提示

（一）FILA 增速明显放缓的风险：FILA 是近年来公司股价上涨的主要动力，由此前的 50%+增长放缓至本年度的 20%-25%左右增长（疫情影响），由于 FILA 定位高端，能够开拓的门店有限，因此未来增速放缓是必然的，但是若 FILA 增速下降过快，可能存在股价剧烈波动的风险。

（二）Amer 海外业务利润低于预期的风险：Amer 业务主要收入来自海外，在疫情影响下，海外业务受挫严重，且国内的扩张还需时间消化亏损，不足以填补海外业务的亏损，因此若海外业务录得巨额亏损，对投资收益影响较大，进而影响归母净利润。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	19,284	23,321	33,505	39,831	47,501	经营活动现金流	4,440	7,485	5,305	6,718	8,279
货币资金	9,284	8,221	16,426	19,544	23,520	净利润	4,103	5,344	5,096	7,325	9,108
应收及预付	4,638	6,306	7,050	7,859	8,833	折旧摊销	342	1,469	1,426	1,541	1,664
存货	2,892	4,405	5,637	8,034	10,751	营运资金变动	-444	-802	-1,422	-2,095	-2,419
其他流动资产	2,470	4,389	4,391	4,395	4,398	其它	439	1,474	205	-53	-74
非流动资产	5,090	17,898	18,444	19,224	20,156	投资活动现金流	-1,201	-13,065	-1,470	-1,230	-1,470
长期股权投资	507	10,551	10,390	10,545	10,809	资本支出	-808	-1,087	-1,945	-2,101	-2,269
固定资产	2,536	2,569	2,774	2,996	3,236	投资变动	1,302	-13,457	95	-222	-330
在建工程	-	-	-	-	-	其他	-1,695	1,479	380	1,093	1,128
无形资产	685	3,915	4,228	4,567	4,932	筹资活动现金流	-1,136	4,670	4,370	-2,371	-2,832
其他长期资产	1,361	863	1,052	1,116	1,179	股权融资	4	709	-	-	-
资产总计	24,374	41,218	51,949	59,055	67,657	银行借款	1,361	6,006	5,044	-1,545	-2,045
流动负债	7,548	12,412	12,607	13,718	14,491	其他	-2,502	-2,046	-674	-825	-787
短期借款	1,244	1,359	1,000	1,000	500	现金净增加额	2,102	-910	8,205	3,118	3,976
应付及预收	2,262	4,163	4,303	4,818	5,569	汇率变动	214	-153	-	-	-
其他流动负债	4,043	6,890	7,304	7,900	8,422	期初现金余额	6,968	9,284	8,221	16,426	19,544
非流动负债	306	7,746	13,036	11,491	9,946	期末现金余额	9,284	8,221	16,426	19,544	23,520
长期借款	70	6,644	12,046	10,501	8,956						
应付债券	-	-	-	-	-						
其他非流动负债	236	1,102	990	990	990						
负债合计	7,854	20,157	25,643	25,209	24,437						
股本	259	261	261	261	261						
储备	15,932	20,171	25,119	32,233	41,077						
其他	-414	-350	-350	-350	-350						
归属母公司股东权益	15,777	20,082	25,030	32,144	40,988						
少数股东权益	743	979	1,276	1,702	2,232						
负债和股东权益	24,374	41,218	51,949	59,055	67,657						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	24,100	33,928	35,966	43,149	51,643
营业成本	11,413	15,269	15,785	17,674	20,426
其他收入	21	-2	20	20	20
费用拆分:					
销售费用	6,525	9,721	10,693	12,709	15,469
管理费用	1,223	1,313	1,391	1,669	1,998
研发费用	599	789	837	1,004	1,201
其他费用	-	-	-	-	-
经营利润	4,961	7,623	7,279	10,113	12,569
财务费用	-175	110	408	439	311
投资净收益	-	-633	-510	-35	-
其他非经营性损益	631	1,128	1,128	1,128	1,128
税前利润	5,767	8,008	7,489	10,766	13,386
所得税	1,533	2,384	2,097	3,015	3,748
净利润	4,234	5,624	5,392	7,752	9,638
少数股东损益	131	280	297	426	530
归属母公司净利润	4,103	5,344	5,096	7,325	9,108
EBITDA	4,704	8,303	8,706	11,653	14,233
EPS (元)	1.53	1.98	1.88	2.71	3.37

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	44.38%	40.78%	6.01%	19.97%	19.69%
营业利润增长	40.57%	53.68%	-4.52%	38.92%	24.29%
归母净利润增长	32.87%	30.25%	-4.65%	43.76%	24.33%
获利能力					
毛利率	52.64%	55.00%	56.11%	59.04%	60.45%
净利率	17.02%	15.75%	14.17%	16.98%	17.64%
ROE	26.00%	26.61%	20.36%	22.79%	22.22%
ROIC	23.01%	18.39%	12.95%	16.15%	17.29%
偿债能力					
资产负债率	32.22%	48.90%	49.36%	42.69%	36.12%
净负债比率	47.54%	95.71%	97.48%	74.48%	56.54%
流动比率	2.55	1.88	2.66	2.90	3.28
速动比率	1.95	1.52	2.21	2.32	2.54
营运能力					
总资产周转率	0.99	0.82	0.69	0.73	0.76
应收账款周转率	9.50	8.59	7.89	8.88	9.87
存货周转率	8.22	7.60	6.30	5.30	4.74
每股指标 (元)					
每股收益	1.53	1.98	1.88	2.71	3.37
每股经营现金流	1.65	2.77	1.96	2.49	3.06
每股净资产	6.15	7.79	9.73	12.52	15.99
估值比率					
P/E	20.49	29.40	58.16	40.46	32.54
P/B	5.09	7.46	11.27	8.76	6.86
EV/EBITDA	16.17	18.90	33.65	29.82	23.99

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。