

# 安踏体育 (02020.HK)

## 安踏运营改善, FILA/迪桑特高增长

安踏品牌 Q4 流水低单位数增长, 运营健康。2020 年 Q4 流水低单位数增长, 全年流水中单位数下滑。我们估算单 Q4: 1) 分拆品牌来看, 安踏大货/儿童流水(全渠道)均为低单位数增长; 2) 分拆渠道来看, 线上流水实现正增长, 线下同比仍下滑。在运营质量上改善趋势明显: 为了加速去化终端库存, 我们估计安踏品牌终端折扣同比加深 2-3 个点至 7 折左右。截至到 12 月底库存恢复健康, 我们估算安踏品牌线下库销比降至正常水平约 5+, 同时售罄率同比改善, 我们估算安踏大货线下售罄率同比改善约高个位数。当前 DTC 转型计划稳步推进, 且快于原先预期。我们估算公司已经完成原计划中 80%+ 的店铺 DTC 转型, 同时门店结构优化、零售平台搭建工作持续持续, 为 2021 年的增长奠定良好基础。

**FILA/迪桑特 Q4 流水高基数下仍然实现 25%-30%/80%+ 增长。** 1) FILA 品牌 2020 年 Q4 流水同增 25%~30%, 全年流水中双位数增长。我们估算单 Q4: ①分拆品牌来看: FILA Core 流水中双位数增长, FILA KIDS 流水增速超 20%, FILA Fusion 流水增速超 50%。②分拆渠道来看: 电商实现 70%+ 强劲增长。我们估算当前 FILA 品牌线下库销比 6+, 终端折扣同比加深 2-3 个点至当前 7 折+, 正价折扣恢复到 8.2-8.3, 预计随终端转好不断恢复。2) 其他品牌 Q4 流水增速 55%~60%, 全年流水增 35%~40%, 其中迪桑特/KOLON 表现尤为突出, 估算 Q4 流水增速超 80%/40%。我们预计迪桑特 2020 年全年收入能够实现 50%+ 增长, 2021 年冬奥会助力下有望再创佳绩, 长期来看门店有望达到 300-500 家(2019 年末 180+ 家, 预计 2020 年会有正增加)。

**我们预计 2020 年集团收入平稳增长。** 1) 估算 2020 全年: 我们认为安踏品牌保持平稳, FILA 品牌收入有望实现双位数增长。2) 展望 2021 全年: 我们预计安踏/FILA 品牌能够 10%+/20%+ 增长。

**Amer 集团经营改善, 中国区/电商表现突出。** 我们判断 Amer 全球业务 2020 年 H2 运营改善明显, DTC 及中国区业务表现较优。全年来看: 1) Amer 旗下品牌冬季收入占比 65% 左右, 始祖鸟、所罗门品牌终端表现优于预期, 电商/中国区业务增长尤为迅速; 2) 管理层严格控费提效, 出售 Precor 资产改善现金基础、优化业务配置, 我们预计 2020H2 合营公司在利润层面将有正向贡献, 全年给安踏报表带来亏损低于 H1 的 7.3 亿, 长期来看, Amer 多品牌规划清晰, 有望持续增长。

**盈利预测与投资建议。** 安踏集团作为全球运动鞋服龙头之一, 坚持“多品牌、全渠道、全覆盖”战略, 整合 Amer 集团加速国际化, 主品牌 DTC 转型拓展增长空间。我们预计公司 2020-2022 年业绩 52.1/73.5/92.1 亿元, 现价 130.0 港币, 对应 2021 年 PE 为 40 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 疫情持续的范围及时间超过预期; 终端需求下滑; 多品牌及海外业务开展不顺; 人民币汇率变动带来业绩波动。

| 财务指标          | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 24,100 | 33,928 | 36,247 | 45,618 | 54,529 |
| 增长率 yoy (%)   | 44.4   | 40.8   | 6.8    | 25.9   | 19.5   |
| 归母净利润(百万元)    | 4,103  | 5,344  | 5,208  | 7,346  | 9,210  |
| 增长率 yoy (%)   | 32.9   | 30.3   | -2.5   | 41.1   | 25.4   |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 1.52   | 1.98   | 1.93   | 2.72   | 3.41   |
| 净资产收益率(%)     | 25.6   | 28.0   | 22.4   | 26.8   | 28.1   |
| P/E(倍)        | 71.4   | 54.8   | 56.3   | 39.9   | 31.8   |
| P/B(倍)        | 17.7   | 14.6   | 12.0   | 10.1   | 8.5    |

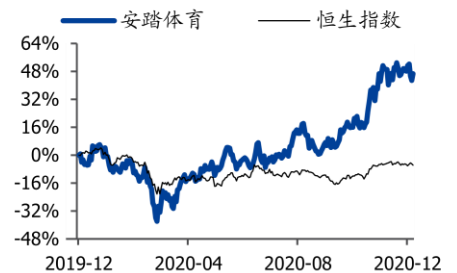
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入(维持)

### 股票信息

|            |            |
|------------|------------|
| 行业         | 纺织服装       |
| 前次评级       | 买入         |
| 最新收盘价      | 130.00     |
| 总市值(百万元)   | 312,000.00 |
| 总股本(百万股)   | 2,400.00   |
| 其中自由流通股(%) | 100.00     |

### 股价走势



### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号: S0680520070003

邮箱: yangying1@gszq.com

### 相关研究

- 《安踏体育(02020.HK): Q3 全线环比改善, 迪桑特超预期增长》2020-10-15
- 《安踏体育(02020.HK): FILA/迪桑特表现亮眼, 主品牌 DTC 转型启动》2020-08-26
- 《安踏体育(02020.HK): Q2 流水趋势向上, 迪桑特表现亮眼》2020-07-15



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 19284 | 23321 | 14315 | 19466 | 17451 |
| 现金             | 9284  | 12603 | 3597  | 3487  | 3193  |
| 应收票据及应收账款      | 2505  | 3896  | 3353  | 5591  | 5100  |
| 其他应收款          | 2133  | 2412  | 3207  | 3811  | 4268  |
| 预付账款           | 808   | 0     | 1081  | 630   | 570   |
| 存货             | 2892  | 4405  | 2470  | 5190  | 3864  |
| 其他流动资产         | 1662  | 4     | 606   | 757   | 456   |
| <b>非流动资产</b>   | 5090  | 17898 | 34053 | 34292 | 34835 |
| 长期投资           | 507   | 10551 | 28951 | 28951 | 28951 |
| 固定资产           | 2536  | 2148  | 2175  | 2199  | 2123  |
| 无形资产           | 685   | 678   | 631   | 587   | 541   |
| 其他非流动资产        | 1361  | 4521  | 2296  | 2555  | 3221  |
| <b>资产总计</b>    | 24374 | 41218 | 48368 | 53758 | 52286 |
| <b>流动负债</b>    | 7548  | 12412 | 20214 | 24444 | 20661 |
| 短期借款           | 1244  | 1359  | 13644 | 10554 | 13180 |
| 应付票据及应付账款      | 2262  | 8783  | 0     | 7123  | 1296  |
| 其他流动负债         | 4043  | 2269  | 6570  | 6768  | 6185  |
| <b>非流动负债</b>   | 306   | 7746  | 3696  | 430   | -2806 |
| 长期借款           | 70    | 6644  | 3315  | -14   | -3343 |
| 其他非流动负债        | 236   | 1102  | 381   | 443   | 536   |
| <b>负债合计</b>    | 7854  | 20157 | 23909 | 24874 | 17854 |
| 少数股东权益         | 259   | 261   | 261   | 261   | 261   |
| 股本             | 3847  | 3849  | 3849  | 3849  | 3849  |
| 资本公积           | 11671 | 14993 | 18118 | 22159 | 27224 |
| 留存收益           | 15777 | 20082 | 23207 | 27247 | 32313 |
| 归属母公司股东权益      | 743   | 979   | 1252  | 1637  | 2119  |
| <b>负债和股东权益</b> | 24374 | 41218 | 48368 | 53758 | 52286 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2018A | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E |
|----------------|-------|--------|--------|--------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 342   | 1469   | 252    | 276    | 298   |
| 净利润            | -175  | 74     | 512    | 777    | 642   |
| 折旧摊销           | 0     | 0      | 500    | 50     | -300  |
| 财务费用           | -444  | -42    | -7302  | 1805   | -4562 |
| 投资损失           | 614   | 640    | 127    | -54    | -73   |
| 营运资金变动         | -1201 | -13065 | -17205 | -482   | -431  |
| 其他经营现金流        | -808  | -1087  | -702   | 83     | 215   |
| <b>投资活动现金流</b> | 1302  | -10844 | -18652 | -276   | -298  |
| 资本支出           | -1695 | -1134  | 2148   | -289   | -348  |
| 长期投资           | -1136 | 4670   | 8630   | -10213 | -5560 |
| 其他投资现金流        | 0     | 0      | 11263  | -3613  | 1858  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1361  | 9031   | -3329  | -3329  | -3329 |
| 短期借款           | 0     | 0      | 11263  | -3613  | 1858  |
| 长期借款           | 1361  | 9031   | -3329  | -3329  | -3329 |
| 股本增加           | 4     | 17     | 0      | 0      | 0     |
| 支付股利           | -2425 | -1514  | -2083  | -3306  | -4144 |
| 其他筹资现金流        | -77   | -2865  | 2778   | 34     | 55    |
| <b>现金净增加额</b>  | 2102  | -910   | -9006  | -109   | -294  |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 24100 | 33928 | 36247 | 45618 | 54529 |
| 营业成本            | 11413 | 15269 | 16674 | 20300 | 23993 |
| 其他经营费用          | 2     | 0     | 2     | 2     | 2     |
| 销售费用            | 6525  | 9721  | 9859  | 12545 | 14995 |
| 管理费用            | 1223  | 1313  | 1341  | 1825  | 2427  |
| 财务费用            | -175  | 74    | 512   | 777   | 642   |
| 利息收入            | 225   | 168   | 162   | 71    | 67    |
| 其他非经营性损益        | -86   | 1070  | 200   | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0     | -633  | -500  | -50   | 300   |
| <b>营业利润</b>     | 5050  | 7988  | 7558  | 10119 | 12770 |
| 其他收益及亏损         | 718   | 21    | 120   | 329   | 327   |
| 营业外支出           | 0     | 0     | 170   | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 5767  | 8008  | 7508  | 10448 | 13097 |
| 所得税             | 1533  | 2384  | 2027  | 2716  | 3405  |
| <b>净利润</b>      | 4234  | 5624  | 5481  | 7731  | 9692  |
| 少数股东损益          | 131   | 280   | 273   | 385   | 482   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 4103  | 5344  | 5208  | 7346  | 9210  |
| EBITDA          | 5934  | 9551  | 8273  | 11502 | 14037 |
| EPS (元)         | 1.52  | 1.98  | 1.93  | 2.72  | 3.41  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 44.4  | 40.8  | 6.8   | 25.9  | 19.5  |
| 营业利润(%)         | 31.1  | 58.2  | -5.4  | 33.9  | 26.2  |
| 归属于母公司净利润(%)    | 32.9  | 30.3  | -2.5  | 41.1  | 25.4  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 52.6  | 55.0  | 54.0  | 55.5  | 56.0  |
| 净利率(%)          | 17.0  | 15.8  | 14.4  | 16.1  | 16.9  |
| ROE(%)          | 25.6  | 28.0  | 22.4  | 26.8  | 28.1  |
| ROIC(%)         | 23.7  | 19.0  | 13.2  | 19.7  | 21.9  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 32.2  | 48.9  | 49.4  | 46.3  | 34.1  |
| 净负债比率(%)        | -8.7  | 37.6  | 83.0  | 74.0  | 42.6  |
| 流动比率            | 2.6   | 1.9   | 0.7   | 0.8   | 0.8   |
| 速动比率            | 2.2   | 1.5   | 0.6   | 0.6   | 0.7   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 1.1   | 1.0   | 0.8   | 0.9   | 1.0   |
| 应收账款周转率         | 10.5  | 10.6  | 10.0  | 10.2  | 10.2  |
| 应付账款周转率         | 6.2   | 2.8   | 5.9   | 5.7   | 5.7   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 1.52  | 1.98  | 1.93  | 2.72  | 3.41  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.64  | 2.77  | -0.16 | 3.92  | 2.11  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 6.11  | 7.43  | 9.05  | 10.68 | 12.74 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 71.4  | 54.8  | 56.3  | 39.9  | 31.8  |
| P/B             | 17.7  | 14.6  | 12.0  | 10.1  | 8.5   |
| EV/EBITDA       | 48.2  | 30.5  | 37.7  | 26.6  | 21.8  |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                         |      | 评级 | 说明                     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|                                                                                                                                                   |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|                                                                                                                                                   |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|                                                                                                                                                   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|                                                                                                                                                   | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|                                                                                                                                                   |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com