

买入

外部环境致 Q3 承压，中长期增长后劲十足

安踏体育 (2020.HK)

2021-10-20 星期三

投资要点

目标价: **158.0 港元**
 现价: 130.9 港元
 预计升幅: 21%

重要数据

日期	2021/10/19
收盘价 (港元)	130.9
总股本 (亿股)	27.0
总市值 (亿港元)	3538.7
净资产 (亿港元)	348.5
总资产 (亿港元)	651.3
52 周高低 (港元)	191.9/ 83.5
每股净资产 (港元)	11.94

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

安踏国际集团控股有限公司	47.56%
安达控股国际有限公司	5.95%
安达投资资本有限公司	4.27%

相关报告

研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

➤ 安踏品牌 DTC 改革效果显现, Q3 折扣、库销比及售罄率显著改善:

三季度营运指标的改善体现 DTC 改革后安踏主品牌对渠道掌控能力提高。21Q3 安踏品牌整体/大货/儿童均录得低双位数增长, 较 19 同期录得中双位数/中双位数/25-30% 的增长; 安踏品牌电商录得 25-30% 的同比增长, 较 19 同期增长 90+%; 折扣率约 74-75 折, 同比改善 5 个百分点; 售罄率较 19Q3 改善 10 个百分点, 库销比 5。全年流水目标维持 20%。下半年以来, 安踏品牌陆续举办创新科技大会并发布氮科技、开设冠军店, 坚定执行赢领计划。

➤ 短期外部环境扰动致 FILA Q3 承压, 看好高质量成长策略:

受 Q3 疫情等因素影响, 21Q3 FILA 整体/大货/儿童/潮牌分别录得中单位数/正增长/低双位数/中双位数的同比增长, 整体较 19 同期录得 25-30% 增长; FILA 电商录得 20-25% 的同比增长, 较 19 同期增长 1.3 倍。折扣率约 86 折, 同比改善 5 个百分点, 含奥莱 76-77 折, 维持较优水平; 库销比为 6-7, 环比较 q2 略有上升, 原因是提前备货。未来 FILA 将持续推行高质量成长策略, 通过“顶级商品、顶级品牌、顶级渠道”以推动业务增长, 全年流水预期为 20-25%。未来 FILA 增长动力包括: 开设大店和集合店以改善连带及提升店效、鞋品占比及商品 ASP 未来仍有提升空间。

➤ 迪桑特和 Kolon 维持快速成长, Amer 持续改善:

其他品牌录得同比 35-40% 的正增长。其中迪桑特同比增长 50%, 较 19 同期增 180%; Kolon 同比增长 30%, 较 19 同期增 55%, 多品牌布局为公司带来增长后劲。预计 Amer 于 2H 有望开始贡献利润。

➤ 维持买入评级, 给予目标价 158.0 港元:

我们的观点: 三季度外部环境扰动为线下零售带来挑战, 公司多品牌布局、强运营能力、强渠道掌控力的核心优势不改。双奥顶级赛事资源催化品牌升级及产品升级, 多品牌布局带来充足发展后劲, 看好公司中长期高质量成长。预计 21E 至 23E 营收分别为 478/ 582/ 703 亿元, 同比+35%/ +22%/ +21%; 净利润分别为 75.4/ 96.4/ 120.9 亿元, 同比+46%/ +28%/ +25%。给予目标价 158.0 港元, 维持买入评级, 目标价对应 22E PE 约 36 倍。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	33,928	35,512	47,800	58,240	70,341
同比增长 (%)	40.8%	4.7%	34.6%	21.8%	20.8%
毛利率	55.0%	58.2%	62.1%	63.0%	63.4%
归母净利润	5,344	5,162	7,535	9,642	12,087
同比增长 (%)	30.3%	-3.4%	46.0%	28.0%	25.3%
归母净利润率	15.8%	14.5%	15.8%	16.6%	17.2%
每股盈利	1.99	1.92	2.79	3.57	4.47
PE@130.9HKD	54.0	55.9	38.5	30.1	24.0

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

公司发布 Q3 营运数据：

21Q3 安踏品牌流水录得同比 10-20%的低段正增长，FILA 流水录得同比中单位数正增长，所有其他品牌录得同比 35-40%的正增长。

安踏品牌 DTC 改革效果显现，Q3 折扣、库销比及售罄率显著改善：

三季度营运指标的改善体现 DTC 改革后安踏主品牌对渠道掌控能力提高。21Q3 安踏品牌整体/大货/儿童均录得低双位数增长，较 19 同期录得中双位数/中双位数/25-30%的增长；安踏品牌电商录得 25-30%的同比增长，较 19 同期增长 90+%；折扣率约 74-75 折，同比改善 5 个百分点；售罄率较 19Q3 改善 10 个百分点，库销比为 5。全年流水目标维持 20%。下半年以来，安踏品牌陆续举办创新科技大会并发布氮科技、开设冠军店，坚定执行赢领计划。

短期外部环境扰动致 FILA Q3 承压，看好高质量成长策略：

受 Q3 疫情等因素影响，21Q3 FILA 整体/大货/儿童/潮牌分别录得中单位数/正增长/低双位数/中双位数的同比增长，整体较 19 同期录得 25-30%增长；FILA 电商录得 20-25%的同比增长，较 19 同期增长 1.3 倍。折扣率约 86 折，同比改善 5 个百分点，含奥莱 76-77 折，维持较优水平；库销比为 6-7，环比较 q2 略有上升，原因是提前备货。未来 FILA 将持续推行高质量增长策略，通过“顶级商品、顶级品牌、顶级渠道”以推动业务增长，全年流水预期为 20-25%。未来 FILA 增长动力包括：提升渠道体验（开设大店和集合店）以改善连带及提升店效、提升品牌力及打造联名产品等，鞋品占比及商品 ASP 未来仍有提升空间。

表 1：安踏集团零售流水增长

零售流水	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
安踏牌	- 低单位数	+ 低单位数	+ 低单位数	+ 40-45%	+ 35-40%	+ 10-15%
大货	-低单位数	正增长	+ 低单位数	35-40%	+ 35%-40%	+低双位数
KIDS	+ 单位数	+ 低双位数	+ 低单位数	45-50%	+ 35%-40%	+低双位数
电商	+ 40%以上	+ 近 50%	正增长	+ 60%以上	45%+	+25%-30%增长
FILA	+10-20%低段	+ 20-25%	+ 25-30%	+ 75-80%	30-35%正增长	+ 中单位数
大货	+ 中单位数		+ 中双位数	80%+	20%+	正增长
KIDS	+30%以上		+20%以上	100%+	40%+	+ 低双位数
FUSION	+70%以上	+ 双位数	+ 50%以上	150%+	80%+	+ 中双位数
电商	90%	80%	+ 70-80%	40%+	40%+	20%-25%增长
其他品牌	+ 25-30%	+ 50-55%	+ 55-60%	+ 115-120%	+ 70-75%	+ 35%-40%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

迪桑特和 Kolon 维持快速成长，Amer 持续改善：

其他品牌录得同比 35-40% 的正增长。其中迪桑特同比增长 50%，较 19 同期增 180%；Kolon 同比增长 30%，较 19 同期增 55%，多品牌布局为公司带来增长后劲。预计 Amer 于 2H 有望开始贡献利润。

维持买入评级，给予目标价 158.0 港元：

我们的观点：三季度外部环境扰动为线下零售带来挑战，公司多品牌布局、强运营能力、强渠道掌控力的核心优势不改。双奥顶级赛事资源催化品牌升级及产品升级，多品牌布局带来充足发展后劲，看好公司中长期高质量成长。预计 21E 至 23E 营收分别为 478/ 582/ 703 亿人民币元，同比+35%/ +22%/ +21%；净利润分别为 75.4/ 96.4/ 120.9 亿人民币元，同比+46%/ +28%/ +25%。给予目标价 158.0 港元，维持买入评级，目标价对应 22E PE 约 36 倍。

风险提示：

线下疫情反复、终端运动鞋服需求不及预期、DTC 改革进展不及预期、行业竞争格局恶化等。

财务报表摘要

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	23,321	32,717	38,833	46,470	55,873
现金	8,221	15,323	20,592	27,303	35,694
定期存款	4,382	5,023	5,023	5,023	5,023
应收账款	3,896	3,731	4,029	4,352	4,700
存货	4,405	5,486	6,035	6,638	7,302
其他	2,417	3,154	3,154	3,154	3,154
非流动资产	17,898	19,150	19,385	19,656	19,965
物业、厂房及设备	2,148	2,184	2,402	2,643	2,907
有使用权资产	3,237	4,108	4,108	4,108	4,108
于合营公司的投资	10,551	9,658	9,658	9,658	9,658
无形资产	678	1,579	1,500	1,425	1,354
其他	1,284	1,621	1,717	1,823	1,939
资产总计	41,218	51,867	58,219	66,126	75,838
流动负债	12,412	11,715	12,083	12,477	12,899
短期借款	1,359	1,968	2,066	2,170	2,278
应付账款	2,963	2,376	2,495	2,620	2,751
租赁	1,019	1,273	1,273	1,273	1,273
应交税费	1,225	1,507	1,658	1,823	2,006
其他	5,847	4,591	4,591	4,591	4,591
非流动负债	7,746	14,328	14,630	14,987	15,410
长期借款	6,644	12,456	12,456	12,456	12,456
递延税项负债	256	527	580	638	701
其他	846	1,345	1,594	1,893	2,252
负债合计	20,157	26,043	26,713	27,464	28,308
股本	261	261	261	261	261
储备	19,821	23,752	29,027	35,777	44,237
少数股东权益	979	1,811	2,218	2,625	3,032
归属于母公司的所有者权益	20,082	24,013	29,288	36,038	44,498
负债及权益合计	41,218	51,867	58,219	66,126	75,838

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
除税前净利润	8,008	8,089	11,346	14,356	17,848
折旧摊销	1,497	2,082	512	552	529
财务费用	110	136	382	349	352
营运资金变动	-802	-2,212	-621	-683	-751
已付所得税	-2,133	-2,181	-3,404	-4,307	-5,354
其它	805	1,544	4	4	71
经营活动现金流	7,485	7,458	8,220	10,271	12,694
投资活动现金流	-13,065	-1,923	-1,038	-1,070	-1,144
筹资活动现金流	4,670	1,229	-1,913	-2,490	-3,159
现金净增加额	-910	6,764	5,269	6,711	8,391
现金期初金额	9,284	8,221	15,323	20,592	27,303
现金期末金额	8,221	15,323	20,592	27,303	35,694

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	33,928	35,512	47,800	58,240	70,341
营业成本	-15,269	-14,861	-18,130	-21,549	-25,721
毛利	18,659	20,651	29,670	36,692	44,620
销售费用	-9,721	-10,766	-16,013	-19,394	-23,283
管理费用	-1,313	-2,122	-2,629	-3,203	-3,869
其他收支净额	1,070	1,389	801	611	631
营业利润	8,695	9,152	11,829	14,706	18,100
财务费用净额	-53	-462	-382	-349	-352
分占合营公司损益	-633	-601	-100	0	100
除税前溢利	8,008	8,089	11,346	14,356	17,848
所得税	-2,384	-2,520	-3,404	-4,307	-5,354
净利润	5,624	5,569	7,942	10,049	12,494
少数股东损益	280	407	407	407	407
归属于母公司净利润	5,344	5,162	7,535	9,642	12,087
EPS (元)	1.99	1.92	2.79	3.57	4.47

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长性					
营业收入yoy	40.8%	4.7%	34.6%	21.8%	20.8%
营业利润yoy	52.5%	5.3%	29.2%	24.3%	23.1%
归母净利润yoy	30.3%	-3.4%	46.0%	28.0%	25.3%
盈利能力					
毛利率	55.0%	58.2%	62.1%	63.0%	63.4%
净利率	16.6%	15.7%	16.6%	17.3%	17.8%
归母净利率	15.8%	14.5%	15.8%	16.6%	17.2%
ROE	26.6%	21.5%	25.7%	26.8%	27.2%

资产负债率	48.9%	50.2%	45.9%	41.5%	37.3%
负债权益比	1.0	1.1	0.9	0.8	0.6
流动比率	1.9	2.8	3.2	3.7	4.3
速动比率	1.5	2.3	2.7	3.2	3.8

存货周转天数	87.0	122.0	114.4	105.9	97.6
应收账款周转天数	34.0	39.0	29.2	25.9	23.2

每股收益	1.99	1.92	2.79	3.57	4.47
每股净资产	7.43	8.88	11.65	14.30	17.58

PE	54.0	55.9	38.5	30.1	24.0
PB	14.4	12.1	9.2	7.5	6.1

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>