

## 买入

## Q4 业绩稳健，21 年有望企稳回升

安踏体育 (2020.HK)

2021-1-14 星期四

## 投资要点

目标价: **156.93 港元**  
 现价: 130.00 港元  
 预计升幅: 20.70%

➤ Q4 安踏主品牌略低预期

安踏大货 Q4 零售金额同比低单位数的正增长，略低于预期主要由于：  
 1) Q4 优先处理 Q1 库存。Q4 订单有所减少，同时加大零售折扣。但库销比恢复到 5 倍，售罄率亦继续改善，优于去年同期。2) DTC 转型快于预期，目前 80% 以上店铺已在交接，因此加大了库存清理，影响了短期表现。全年来看，安踏品牌负中位数虽然低于我们此前的预期，但考虑到库存和 DTC 因素，属于合理范围，且该表现不逊于同业对手。

## 重要数据

日期	2021-01-13
收盘价 (港元)	130
总股本 (百万股)	2,702
总市值 (百万港元)	352,200
净资产 (百万元)	22,370
总资产 (百万元)	49,525
52 周高低 (港元)	134.90/41.66
每股净资产 (元)	7.88

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ FILA 超预期，迪桑特领衔其他品牌

FILA Q4 零售金额同比 25-30% 的正增长，好于预期主要由于：1) FILA Q4 策略性调整零售折扣，抓连带率，客单价，提升店效效果较好。Q4 店效已经高于疫情前水平。2) 库存水平逐渐恢复。虽然 Q4 库存还在 6 以上，但结合零售折扣和电商占比加大的因素来看，未来库存水平有望继续回暖。3、其他品牌 Q4 达到 55-60% 的增长 (Q1 负增长，Q2 恢复到 20 以上增长，Q3 50% 增长，逐季度转好)。其中迪桑特 Q4 增长 80%，Kolon 增加 30-40%。我们认为 FILA 的客群稳定，恢复迅速，未来仍将增长，同时看好迪桑特在公司平台的培育下持续成长。

## 主要股东

安踏国际集团控股有限公司	(50.84%)
安达控股国际有限公司	(5.95%)
安达投资资本有限公司	(4.28%)

➤ 2021 年增速有望企稳回升

公司 Q4 库销比按季度回暖，安踏大货回到 5 倍。售罄率上，安踏大货比去年同期显著改善 9%。公司预计 2021 年安踏和 FILA 流水分别可以增长 10%/20%，且利润率可回到 2019 年水平。结合 AMER 利润水平回暖，我们认为 2021 年有望整体呈现企稳回升的趋势。

## 相关报告

首发报告-20200522

➤ 维持“买入”评级，给予目标价 156.93 港元

综合来看，公司 Q4 业绩稳健回暖，全年业绩短期受疫情影响，但不改长期增长。预计公司 2020/2021/2022 的 EPS 分别为 1.91/2.77/3.35 元，给予 2021 年 52 倍 PE，给予公司目标价 156.93 港元，维持“买入”评级。

百万元人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	24100.04	33927.85	36253.85	44296.21	53252.24
同比增长 (%)	44.38%	40.78%	6.86%	22.18%	20.22%
毛利率	52.64%	55.00%	54.10%	55.82%	56.65%
归母净利润	4102.85	5344.15	5143.93	7458.32	9001.79
同比增长 (%)	32.87%	30.25%	-3.75%	44.99%	20.69%
归母净利润率	17.02%	15.75%	14.19%	16.84%	16.90%
每股盈利	1.53	1.99	1.91	2.77	3.35
PE@130HKD	78.17	60.12	62.46	43.08	35.69

数据来源: wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 研究部

姓名: 高翔

SFC: BMV271

电话: 0755-21519155

Email: gaoxiang@gyzq.com.hk

## 报告正文

### ➤ Q4 安踏主品牌略低预期

安踏大货 Q4 零售金额同比低单位数的正增长，略低于预期主要由于：1) Q4 优先处理 Q1 库存。Q4 订单有所减少，同时加大零售折扣。但库销比恢复到 5 倍，售罄率亦继续改善，优于去年同期。2) DTC 转型快于预期，目前 80% 以上店铺已在交接，因此加大了库存清理，影响了短期表现。全年来看，安踏品牌负中位数虽然低于我们此前的预期，但考虑到库存和 DTC 因素，属于合理范围，且该表现不逊于同业对手。

### ➤ FILA 超预期，迪桑特领衔其他品牌

FILA Q4 零售金额同比 25-30% 的正增长，好于预期主要由于：1) FILA Q4 策略性调整零售折扣，抓连带率，客单价，提升店效效果较好。Q4 店效已经高于疫情前水平。2) 库存水平逐渐恢复。虽然 Q4 库存还在 6 以上，但结合零售折扣和电商占比加大的因素来看，未来库存水平有望继续回暖。3、其他品牌 Q4 达到 55-60% 的增长（Q1 负增长，Q2 恢复到 20 以上增长，Q3 50% 增长，逐季度转好）。其中迪桑特 Q4 增长 80%，Kolon 增加 30-40%。我们认为 FILA 的客群稳定，恢复迅速，未来仍将增长，同时看好迪桑特在公司平台的培育下持续成长。

### ➤ 2021 年增速有望企稳回升

公司 Q4 库销比按季度回暖，安踏大货回到 5 倍。售罄率安踏大货比去年同期显著改善 9%。公司预计 2021 年安踏和 FILA 流水分别可以增长 10%/20%，且利润率可回到 2019 年水平。结合 AMER 利润水平回暖，2021 年有望整体呈现企稳回升的趋势。

表 1：我们对于公司本年度收入预期进行了调整（百万元）

	2018	2019	2020E 此前预期	2020E 调整后	2021E	2022E
<b>安踏</b>						
上半年	6,416.70	7,589.70	6,045.20	6,777.00	8,132.40	9,596.23
yoy		18.28%	-20.35%	-10.71%	20.00%	18.00%
占比	44.79%	43.49%	34.19%	40.49%	40.70%	39.70%
全年总收入	14,326.80	17,449.80	17,680.11	16,735.70	19,983.25	24,172.78
yoy		21.80%	1.32%	-4.09%	13.03%	20.97%
<b>FILA</b>						
上半年	3,635.10	6,537.80	5,782.68	7,152.00	8,940.00	10,728.00
yoy		79.85%	-11.55%	9.39%	25.00%	20.00%
占比	42.81%	44.26%	36.54%	41.59%	41.98%	42.39%

全年总收入	8,491.70	14,770.10	15,826.09	17,195.41	21,293.39	25,305.00
yoy		73.94%	7.15%	16.42%	23.83%	18.84%
<b>全年预测</b>						
集团总收入	24,100.00	33,927.80	35,299.50	36,253.85	44,296.21	53,252.24
yoy		40.78%	4.04%	6.86%	22.18%	20.22%

资料来源：安踏公告、国元证券经纪（香港）整理

### 维持“买入”评级，调整目标价至 156.93 港元

综合来看，公司 Q4 业绩稳健回暖，全年业绩短期受疫情影响，但不改长期增长。预计公司 2020/2021/2022 的 EPS 分别为 1.91/2.77/3.35 元，给予 2021 年 52 倍 PE，给予公司目标价 156.93 港元，维持“买入”评级。

财务报表摘要

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	19284.38	23320.81	36872.26	42874.08	50876.68
现金	9283.68	8220.75	15435.01	18042.16	21838.99
应收账款	2504.90	3896.27	4130.05	4749.55	5699.46
其他应收款	2133.30	2412.30	2557.04	2940.59	3528.71
存货	2892.49	4405.28	5913.87	6305.47	6973.22
其他	2470.01	4386.21	8836.30	10836.30	12836.30
<b>非流动资产</b>	5089.85	17897.58	18119.32	18352.67	18598.51
固定资产-物业、厂房及	1787.33	2147.66	2212.09	2278.45	2346.81
在建工程	749.03	420.93	418.93	416.93	414.93
于合营公司的投资-非溢	0.00	10550.97	10550.97	10550.97	10550.97
无形资产	685.45	678.25	691.82	705.65	719.76
其他	1868.04	4099.77	4245.52	4400.67	4566.04
<b>资产总计</b>	<b>24374.23</b>	<b>41218.39</b>	<b>54991.59</b>	<b>61226.74</b>	<b>69475.19</b>
<b>流动负债</b>	7547.87	12411.54	13526.88	14352.07	15023.44
短期借款	1243.56	1358.85	3397.13	3295.21	3196.35
应付账款	1792.25	2962.64	2666.38	2799.69	2939.68
应付关联方款项	21.20	25.89	27.18	28.54	29.97
应交税费	649.89	1224.96	1179.07	1709.56	2063.35
其他	3840.97	6839.20	6257.13	6519.06	6794.09
<b>非流动负债</b>	306.49	7745.74	14250.95	13654.13	13092.93
长期借款	70.00	6643.60	13093.69	12439.01	11817.06
递延税项负债-非流动	236.49	256.25	269.06	282.52	296.64
其他	0.00	845.89	888.20	932.60	979.23
<b>负债合计</b>	<b>7854.36</b>	<b>20157.28</b>	<b>27777.83</b>	<b>28006.20</b>	<b>28116.37</b>
股本	259.04	260.55	260.55	260.55	260.55
储备	15518.29	19821.12	25875.83	31774.89	39794.65
少数股东权益	742.53	979.43	1077.37	1185.11	1303.62
归属于母公司所有者权益	15777.33	20081.68	26136.38	32035.44	40055.20
<b>负债及权益合计</b>	<b>24374.22</b>	<b>41218.39</b>	<b>54991.59</b>	<b>61226.74</b>	<b>69475.19</b>

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	24100.04	33927.85	36253.85	44296.21	53252.24
营业成本	(11412.76)	(15268.89)	(16640.41)	(19568.70)	(23083.75)
毛利	12687.28	18658.96	19613.45	24727.51	30168.49
销售费用	(6524.92)	(9721.33)	(10876.16)	(12845.90)	(15443.15)
管理费用	(1222.59)	(1312.61)	(1486.41)	(1771.85)	(2662.61)
<b>营业利润</b>	<b>5699.78</b>	<b>8694.70</b>	<b>8393.90</b>	<b>11506.33</b>	<b>13741.67</b>
财务收入/(费用)净额	67.56	(53.08)	(185.45)	(193.65)	(202.01)
应占共同控制实体损	0	-633.13	-500	-136	-50
<b>利润总额</b>	<b>5767.35</b>	<b>8008.49</b>	<b>7708.45</b>	<b>11176.69</b>	<b>13489.66</b>
所得税	(1533.15)	(2384.42)	(2295.09)	(3327.71)	(4016.36)
净利润	4234.19	5624.07	5413.36	7848.98	9473.29
少数股东损益	131.34	279.92	269.43	390.66	471.50
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4102.85</b>	<b>5344.15</b>	<b>5143.93</b>	<b>7458.32</b>	<b>9001.79</b>
<b>EPS (元)</b>	1.53	1.99	1.91	2.77	3.35

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	4439.71	7484.98	5360.47	9439.39	10401.29
除税前溢利	5767.35	8008.49	7708.45	11176.69	13489.66
折旧摊销	291.30	388.82	427.70	470.47	517.52
利息收入	(225.13)	(167.71)	(224.56)	(224.56)	(224.56)
无形资产摊销	40.88	48.05	52.86	58.14	63.95
营运资金变动	(444.25)	(802.09)	(2764.14)	(998.06)	(1789.34)
其它	(990.44)	9.42	160.16	(1043.29)	(1655.95)
<b>投资活动现金流</b>	(1201.10)	(13065.05)	(5129.64)	(3355.48)	(2743.71)
资本支出	(462.38)	(511.82)	(527.17)	(542.99)	(559.28)
其他投资	(738.72)	(12553.23)	(4602.46)	(2812.49)	(2184.43)
<b>筹资活动现金流</b>	(1136.38)	4669.72	7056.51	(3358.09)	(3828.13)
借款变动	1835.29	5427.78	(4397.51)	(2140.19)	3.06
股利分配	(2425.06)	(1416.62)	(1363.55)	(1977.04)	(2386.18)
其他	(546.61)	658.56	12817.56	759.14	(1445.00)
<b>现金净增加额</b>	2102.23	(910.35)	7287.34	2725.82	3829.45
<b>现金期初金额</b>	6967.59	9283.68	8220.75	15435.01	18042.16
<b>现金期末金额</b>	9283.68	8220.75	15435.01	18042.16	21838.99

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	44.38%	40.78%	6.86%	22.18%	20.22%
营业利润	42.90%	52.54%	-3.46%	37.08%	19.43%
归母净利润	32.87%	30.25%	-3.75%	44.99%	20.69%
<b>获利能力</b>					
毛利率	52.64%	55.00%	54.10%	55.82%	56.65%
净利率	17.57%	16.58%	14.93%	17.72%	17.79%
归母净利润率	17.02%	15.75%	14.19%	16.84%	16.90%
ROE	25.63%	26.70%	19.89%	23.63%	22.91%
ROIC	24.12%	19.17%	11.96%	15.64%	16.45%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.22%	48.90%	50.51%	45.74%	40.47%
负债权益比	47.55%	95.71%	102.07%	84.30%	67.98%
流动比率	2.55	1.88	2.73	2.99	3.39
速动比率	2.17	1.52	2.29	2.55	2.92
<b>营运能力</b>					
资产周转率	4.44	4.14	3.50	3.89	4.11
应收帐款周转率	5.20	5.38	5.42	5.76	5.77
应付帐款周转率	2.97	2.62	3.18	3.56	4.00
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.53	1.99	1.91	2.77	3.35
每股经营现金	1.65	2.78	1.99	3.51	3.87
每股净资产	6.15	7.83	10.12	12.35	15.38
每股股利	0.78	0.67	0.60	1.02	1.41
<b>估值比率</b>					
PE	78.17	60.12	62.46	43.08	35.69
PB	19.41	15.25	11.81	9.67	7.77

# 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基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，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>