

买入

Q4 流水环比提速，冬奥为安踏品牌向上带来机遇

安踏体育 (2020.HK)

2022-01-28 星期五

投资要点

目标价：**150.0 港元**
 现价：117.4 港元
 预计升幅：28%

重要数据

日期	2022/1/28
收盘价 (港元)	117.4
总股本 (亿股)	27.0
总市值 (亿港元)	3173.7
净资产 (亿港元)	348.5
总资产 (亿港元)	651.3
52 周高低 (港元)	190.7/105.5
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

安踏 (2020.HK) 更新报告: 外部环境致 Q3 承压, 中长期增长后劲十足-20211020

研究部

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

➤ 安踏品牌 Q4 流水提速，冬奥为安踏品牌向上带来机遇，增长目标明确：

21Q4 安踏主品牌营运指标均呈现持续向好态势，电商和儿童环比提速明显。21Q4 安踏品牌整体/大货/儿童/电商分别录得 10-20% 中段/ 10-15%/ 25-30%/ 30-35% 的同比增速，安踏牌整体 19 年同期录得 10-20% 高段增长。安踏牌 21 全年流水同比增 25-30%，高于 Q3 时 yoy +20% 的指引。**2022 展望：**安踏牌明确提出 22E 18-25% 的流水增速指引，彰显经营信心。主品牌成长驱动力充足，主要为 1) 品牌营销上，安踏将把握冬奥机遇期并结合安踏奥运科技做品牌传播；2) 产品上，安踏攻克了氮科技发泡成本高和量产难度大的痛点，氮科技在安踏鞋品覆盖度的提升将助力产品向上突破。22 年订货会 ASP yoy +10% 可归因于中高端产品占比提升；3) 渠道上，安踏 DTC 成效显著，渠道结构优化将助力公司更好匹配中高端产品目标客群。

➤ FILA Q4 环比改善，高质量发展战略将驱动品牌实现高于行业的增速：

21Q4 FILA 流水同比增高单位数，较 19 同期增 35-40%。考虑到国际品牌在 21H2 销售不振、疫情反复等影响，Q4 FILA 虽承压但逐步改善。该季度增长主要由 FILA 子品牌及电商贡献。21Q4 FILA 线下大货/儿童/潮牌/电商流水增速分别为持平/中双/低双/ 25-30%。2021 FILA 全年流水同比增 25-30%，优于 Q3 时 20-25% 的指引。**2022 展望：**FILA 将持续推行高质量增长策略，当前市场预期 FILA 22 年流水增速约 15-20%。增长驱动力包括：1) 渠道升级，开大店和关低效店以改善连带及提店效；2) 在目前约 20%+ 的基础上提升电商和鞋占比；3) 重视品牌专业运动基因，于网球/滑雪等领域进行突破。

➤ 维持买入评级，给予目标价 150.0 港元：

我们的观点：四季度整体表现符合预期，安踏主品牌增长动能清晰，基于 FILA 清晰的高质量增长战略、及其在中国运动时尚领域的强品牌力和领导地位，看好 FILA 22 年流水增长较 21H2 回暖。长期而言，公司多品牌布局、强运营能力、强渠道掌控力、强执行力的核心优势不改。预计 21E 至 23E 营收分别为 488/ 593/ 717 亿元，同比+37%/ +22%/ +21%；净利润分别为 75.7/ 93.8/ 117.4 亿元，同比+47%/ +24%/ +25%。给予目标价 150.0 港元，维持买入评级，目标价对应 22E PE 约 35 倍。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	33,928	35,512	48,775	59,347	71,743
同比增长 (%)	40.8%	4.7%	37.3%	21.7%	20.9%
毛利率	55.0%	58.2%	61.0%	61.6%	61.7%
归母净利润	5,344	5,162	7,570	9,379	11,735
同比增长 (%)	30.3%	-3.4%	46.6%	23.9%	25.1%
归母净利润率	15.8%	14.5%	15.5%	15.8%	16.4%
每股盈利	1.99	1.92	2.80	3.47	4.34
PE@117.4HKD	48.4	50.2	34.4	27.7	22.2

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

安踏发布 Q4 营运数据和 21 全年盈利预喜，整体符合预期：

21Q4 安踏品牌流水录得同比 10-20% 的中段正增长，FILA 流水录得同比高单位数正增长（相比 19 同期为 35-40% 高段正增长），所有其他品牌录得同比 30-35% 的正增长（相比 19 同期为 100-105% 正增长）。公司发布盈利预喜，不含/包含 JV 影响的归母净利润同比增长不低于 35%/45%，主要是由于 1) 公司预计 2021 全年收入同比增长不低于 35%；2) Amer 合营公司减亏；3) 融资端由去年同期的成本转为正收益。

➤ **安踏品牌 Q4 流水提速，22 冬奥为安踏品牌向上带来机遇，增长目标明确：**

2021Q4 安踏主品牌营运指标均呈现持续向好的趋势，电商和儿童环比提速明显。2021Q4 安踏品牌整体/大货/儿童/电商分别录得 10-20% 中段/10-15%/25-30%/30-35% 的同比增速，安踏品牌整体 19 年同期录得 10-20% 高段正增长。综合折扣率约 74 折，库销比略低于 5，环比 Q3 有所改善，营运状况健康。全年流水方面，安踏品牌全年流水实现 25-30% 同比增长，高于此前同比增长 20% 的指引。

展望：安踏主品牌 2022 增长目标明确，明确提出 22E 18-25% 的流水增速指引，彰显经营信心。主品牌成长驱动力充足，主要为 1) 品牌营销上，安踏将把握冬奥机遇期并结合安踏奥运科技做品牌传播；2) 产品上，安踏攻克了氮科技发泡成本高和量产难度大的行业痛点，率先实现可控成本下高效量产，氮科技在安踏鞋品覆盖度的提升将助力产品向上突破。22 年订货会 ASP 10% yoy 可主要归因于中高端产品占比提升；3) 渠道上，安踏 DTC 成效显著，渠道结构的优化将助力公司中高端产品与客群的更好匹配。

表 1：安踏集团零售流水增长

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

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ **FILA 四季度环比改善，高质量发展战略将驱动品牌实现高于行业的增速：**

21Q4 FILA 流水录得高单位数增长（21Q3 为中单位数），考虑到国际品牌在 21 下半年销售不振、以及疫情反复削弱高线城市客流等不利因素的影响，四季度 FILA 不可避免地承压，但趋势向好。该季度增长主要由 FILA 子品牌及电商所贡献。2021Q4 FILA 线下大货/线下儿童/线下潮牌/电商流水分别录得持平/中双/低双/ 25-30%的同比增长；FILA 整体较 19 同期录得 35-40%增长。折扣率约 86 折，同比改善 5 个百分点，大货/潮牌/儿童 76/78/78 折，库销比为 6-7，环比略有改善。全年流水方面，FILA 实现 25-30%的同比增长，优于 Q3 时 20-25%的指引。

展望：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”以实现高于行业的增速。当前市场对 FILA 2022 年流水增速的预期可参考 15-20%。**FILA 的成长驱动力包括：1) 渠道升级，开大店和关闭低效店以改善连带及提升店效；2) 在目前约 20%+的基础上进一步提升电商和鞋品占比；3) 重视品牌专业运动基因，于网球/高尔夫/滑雪等领域进行突破；4) 通过跨界联名等方式进一步提升品牌认知。**

➤ **迪桑特和 Kolon 维持快速成长，Amer 亏损大幅收窄，预计 21 年亏损少于 3 亿：**

21Q4 其他品牌录得同比 30-35%的正增长，受天气因素等影响环比小幅放缓，较 2019 同期增长 105-110%。其中 21Q4 迪桑特同比增长 40-45%，较 19 同期增 160%；Kolon 同比增高双位数，较 19 同期增 65%。2021 全年，其他品牌实现 50-55%的增长，其中迪桑特同比增 70%，Kolon 同比增 30%+。

测算得 Amer 21 全年亏损额在 3 亿以内，较 20 年同期的 6 亿元显著收窄。21 下半年 Amer 受到东南亚供应链影响，目前供应链正常运行。预计 22 年将 Amer 将持续改善。公司维持 2025 年 3 个 10 亿欧元目标不变。

维持买入评级，给予目标价 150.0 港元：

我们的观点：四季度整体表现符合预期，安踏主品牌增长动能明确，基于 FILA 清晰的高质量增长战略、及其在中国运动时尚领域的品牌力及领导地位，看好其 22 年流水增长较近两个季度回暖。长期而言，公司多品牌布局、强运营能力、强渠道掌控力、强执行力的核心优势不改。预计 21E 至 23E 营收分别为 488/ 593/ 717 亿元，同比+37%/+22%/+21%；净利润分别为 75.7/ 93.8/ 117.4 亿元，同比+47%/+24%/+25%。给予目标价 150.0 港元，维持买入评级，目标价对应 22E PE 约 35 倍。

风险提示：线下疫情反复、行业竞争格局恶化、DTC 进展及终端销售不及预期等。

财务报表摘要

财务报表摘要

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	23,321	32,717	39,020	46,771	56,404
现金	8,221	15,323	20,779	27,604	36,225
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	58,405	66,427	76,369
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	29,051	35,616	43,830
少数股东权益	979	1,811	2,381	3,087	3,970
归属于母公司的所有者权益	20,082	24,013	29,312	35,877	44,091
负债及权益合计	41,218	51,867	58,405	66,427	76,369

现金流量表

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
除税前净利润	8,008	8,089	11,628	14,407	18,026
折旧摊销	1,497	2,082	512	552	529
财务费用	110	136	-49	356	359
营运资金变动	-802	-2,212	-621	-683	-751
已付所得税	-2,133	-2,181	-3,488	-4,322	-5,408
其它	805	1,544	4	4	71
经营活动现金流	7,485	7,458	7,986	10,313	12,825
投资活动现金流	-13,065	-1,923	-606	-1,077	-1,152
筹资活动现金流	4,670	1,229	-1,923	-2,411	-3,053
现金净增加额	-910	6,764	5,456	6,825	8,621
现金期初金额	9,284	8,221	15,323	20,779	27,604
现金期末金额	8,221	15,323	20,779	27,604	36,225

利润表

单位: 百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	33,928	35,512	48,775	59,347	71,743
营业成本	-15,269	-14,861	-19,044	-22,786	-27,449
毛利	18,659	20,651	29,731	36,561	44,294
销售费用	-9,721	-10,766	-16,340	-19,763	-23,029
管理费用	-1,313	-2,122	-2,683	-3,205	-3,802
其他收支净额	1,070	1,389	1,150	1,170	823
营业利润	8,695	9,152	11,859	14,763	18,284
财务费用净额	-53	-462	49	-356	-359
分占合营公司损益	-633	-601	-280	0	100
除税前溢利	8,008	8,089	11,628	14,407	18,026
所得税	-2,384	-2,520	-3,488	-4,322	-5,408
净利润	5,624	5,569	8,139	10,085	12,618
少数股东损益	280	407	570	706	883
归属于母公司净利润	5,344	5,162	7,570	9,379	11,735
EPS (元)	1.99	1.92	2.80	3.47	4.34

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长性					
营业收入yoy	40.8%	4.7%	37.3%	21.7%	20.9%
营业利润yoy	52.5%	5.3%	29.6%	24.5%	23.9%
归母净利润yoy	30.3%	-3.4%	46.6%	23.9%	25.1%
盈利能力					
毛利率	55.0%	58.2%	61.0%	61.6%	61.7%
净利率	16.6%	15.7%	16.7%	17.0%	17.6%
归母净利率	15.8%	14.5%	15.5%	15.8%	16.4%
ROE	26.6%	21.5%	25.8%	26.1%	26.6%

偿债能力

资产负债率	48.9%	50.2%	45.7%	41.3%	37.1%
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	4.4
速动比率	1.5	2.3	2.7	3.2	3.8

营运能力

存货周转天数	87	122	109	100	91
应收账款周转天数	34	39	29	25	23

每股资料 (元)

每股收益	1.99	1.92	2.80	3.47	4.34
每股净资产	7.43	8.88	11.72	14.41	17.78

估值比率

PE@117.4	48.4	50.2	34.4	27.7	22.2
PB	13.0	10.8	8.2	6.7	5.4

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>