



安踏 (2020.HK): 安踏品牌五年战略目标高于预期, 彰显管理层强大信心

安踏品牌未来 5 年 18-25% 的零售流水增长目标彰显了管理层对品牌未来的信心, 也将在短期内提振股价表现。我们持续看好管理层对品牌的执行力以及对行业未来发展的洞察力。维持买入评级。

- 安踏品牌未来五年目标:** 在 7 月 8 日下午 4 点举行的安踏投资者日电话会议中, 安踏管理层披露了公司对于安踏品牌的五年 (2020-2025) 战略目标, 包括: (1) **流水年复合增长率达到 18-25%**。即使用低端 18% 来计算, 这意味着安踏品牌将于 2025 年超过 Nike 目前的市场规模; (2) **市场份额提升 3-5%**。基于安踏品牌 2020 年 9% 的市场份额 (Euromonitor 数据), 公司目标 2025 年安踏品牌市场份额达到 12-14%; (3) **加强 1-3 线城市的布局**。作为国内大众品牌领导者, 这显示出公司在当下国潮背景下拓展高端产品线 (例如国旗系列、奥运系列等)、吸引高线城市年轻消费者的决心; (4) **线上流水年复合增长率超过 30%, 线上流水占比超 40%**。根据我们计算, 这表示公司对安踏品牌线下流水的复合增长率目标在 13-23%。鉴于公司不打算继续大规模扩张线下零售网络, 安踏品牌线下流水未来的增长主要来自于店效的提升。安踏集团对安踏品牌未来 5 年整体流水的增速目标高于我们的预期, 彰显了管理层对安踏品牌增长前景的信心。然而基于保守原则, 我们依然维持目前的盈利预测不变。我们对安踏品牌未来三年 (2020-23) 收入的复合增长率预测为 19%。维持当前买入评级。
- DTC 改革效果好于预期:** 管理层表示, 公司 2020 年下半年开始的 DTC 改革效果好于预期, 从经销商手里收回改直营的店铺 2021 年上半年已经实现整体盈利。管理层目标在未来两年将线下直营店的店效从目前的 30 万提升至 40 万, 并在未来五年将 DTC (包括线下直营店与线上) 的流水占比从目前的 40-50% 提升至 70%。
- 维持买入评级:** 安踏体育强大的财务实力、娴熟的资本市场运作及通过 Fila 所积累的丰富国际品牌运营能力使其在多品牌策略方面具有得天独厚的优势。安踏收购的国际品牌不仅为企业注入新的增长动力, 弥补了安踏品类上的缺失, 也为成为国际化运动服饰集团打下坚实基础。同时, 我们认为 Fila 作为为数不多完全定位运动时尚领域的运动服饰品牌将继续受益于运动时尚潮流风行趋势, 并在未来两年维持较高高速增长。暂时维持盈利预测及 HK225.7 目标价不变。继续买入评级。
- 投资风险:** 行业需求放缓 Fila 增速放缓快于市场预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	33,928	35,512	49,292	60,548	72,677
同比变动 (%)	41%	5%	39%	23%	20%
归母净利润	5,344	5,162	7,432	10,032	12,832
同比变动 (%)	30%	-3%	44%	35%	28%
PE (X)	73	77	52	39	30
ROE (%)	30%	23%	28%	30%	32%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2021 年 7 月 9 日

评级

买入

目标价 (港元)	225.7
潜在升幅/降幅	+30.1%
目前股价 (港元)	173.5
52 周内股价区间 (港元)	67.9-190.1
总市值 (百万港元)	469,028
近 3 月日均成交额 (百万)	1,295

注: 截至 2021 年 7 月 8 日收盘价

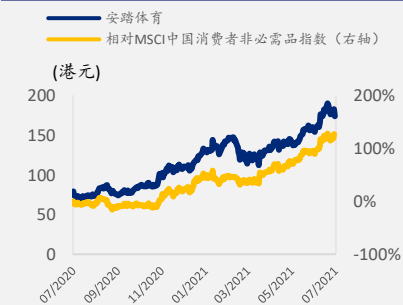
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

公司研究

安踏 (2020.HK) : 安踏品牌五年战略目标高于预期, 彰显管理层强大信心

财务报表分析与预测 - 安踏体育

利润表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	33,928	35,512	49,292	60,548	72,677
同比	41%	5%	39%	23%	20%
销售成本	-15,269	-14,861	-19,562	-23,383	-27,396
毛利	18,659	20,651	29,730	37,165	45,281
毛利率	55%	58%	60%	61%	62%
销售费用	-9,721	-10,766	-16,891	-20,642	-24,747
管理费用	-1,313	-2,122	-2,240	-2,533	-2,878
其他经营收入及收益 (损失)	1,070	1,389	1,350	1,300	1,300
经营盈利	8,695	9,152	11,950	15,290	18,956
经营利润率	26%	26%	24%	25%	26%
净融资成本	-53	-462	-415	-199	-66
税前盈利	8,009	8,089	11,203	14,917	18,837
所得税开支	-2,384	-2,520	-3,249	-4,177	-5,086
所得税率	30%	31%	29%	28%	27%
少数股东权益	-280	-407	-523	-708	-919
归母净利润	5,344	5,162	7,432	10,032	12,832
归母净利率	16%	15%	15%	17%	18%
同比	30%	-3%	44%	35%	28%

现金流量表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前盈利	8,008	8,089	11,203	14,917	18,837
物业、机器及设备折旧	389	414	465	566	661
使用权资产折旧	1,032	1,589	0	0	0
无形资产摊销	48	76	111	104	97
利息支出	278	407	576	406	381
利息收入	-168	-271	-305	-350	-459
其他	633	1,289	1	1	1
营运资金变动前经营现金流量	10,220	11,593	12,050	15,643	19,518
存货增加	-1,547	-1,253	-409	-511	-1,099
应收贸易账款及其他流动资产变动	-1,692	-304	-1,691	-1,731	-1,811
抵押贷款变动	0	0	1	0	0
应付贸易账款及其他流动负债变动	2,432	-648	1,734	1,696	1,781
应付关连人士款项变动	5	-7	1	0	0
已付所得税	-2,133	-2,181	-3,536	-4,177	-5,086
经营活动所得 (所用) 现金净额	7,285	7,200	8,150	10,921	13,302
购买物业、厂房及设备所付款	-477	-649	-494	-480	-370
支付土地使用权购买预付款	-494	0	-10	-10	-10
购买无形资产所付款项	-56	-84	-10	-10	-10
以收取利息	200	258	305	350	459
存款期超过三个月的银行定期存款	-1,794	-1,070	23	0	0
其他	-10,243	-120	0	0	0
投资活动所用现金净额	-12,865	-1,665	-186	-149	69
借贷	7,166	-2,545	-5,814	-1,000	0
发行可转换债券	0	7,678	0	0	0
已支付股利	-1,514	-1,481	-1,563	-3,344	-4,514
已支付利息	-110	-152	-576	-406	-381
其他	-873	-2,271	0	0	0
融资活动 (所用) 所得现金净额	4,670	1,229	-7,953	-4,750	-4,895
现金及现金等价物变动	-910	6,764	11	6,022	8,476
于年初的现金及现金等价物	9,284	8,221	15,323	15,334	21,356
现金及现金等价物汇兑差额	-153	338	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	8,221	15,323	15,334	21,356	29,833

资产负债表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设	2,569	2,729	2,758	2,671	2,381
使用权资产	3,237	4,108	4,108	4,108	4,108
土地使用权及其他非流动资产预付款	53	46	55	64	72
无形资产	678	1,579	1,478	1,384	1,297
合营公司投资	10,551	9,658	9,658	9,658	9,658
递延税项资产	746	960	960	960	960
其他	64	70	70	70	70
非流动资产	17,898	19,150	19,087	18,915	18,546
其他金融资产	0	270	270	270	270
存货	4,405	5,486	5,895	6,406	7,506
应收账款	3,896	3,731	4,997	5,972	6,969
其他应收账款	2,412	2,883	3,309	4,064	4,878
已抵押存款	4	1	0	0	0
存款期超过三个月的银行定期存款	4,382	5,023	5,000	5,000	5,000
现金及现金等价物	8,221	15,323	15,334	21,356	29,833
流动资产	23,321	32,717	34,805	43,069	54,456
借贷	2,559	1,968	1,000	0	0
应付贸易账款	2,963	2,376	3,216	3,844	4,503
租赁负债	1,019	1,273	1,273	1,273	1,273
其他应付款	4,621	4,572	5,467	6,534	7,656
应付关连人士款项	26	19	20	20	20
即期应付税项	1,225	1,507	1,220	1,220	1,220
流动负债	12,412	11,715	12,195	12,891	14,672
递延税项负债	256	527	527	527	527
租赁负债	846	1,246	1,246	1,246	1,246
借贷	6,644	4,846	0	0	0
可转换债券	0	7,610	7,610	7,610	7,610
应付非控股权益款	0	99	99	99	99
非流动负债	7,746	14,328	9,482	9,482	9,482
股本	261	261	261	261	261
储备	19,821	23,752	29,621	36,309	44,626
非控股权益	979	1,811	2,334	3,041	3,961
权益	21,061	25,824	32,215	39,611	48,847

财务和估值比率

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.98	1.86	2.76	3.72	4.76
每股销售额	12.58	12.83	18.28	22.45	26.95
每股股息	0.61	0.58	1.24	1.68	2.15
同比变动					
收入	41%	5%	39%	23%	20%
经营盈利	53%	5%	31%	28%	24%
归母净利润	30%	-3%	44%	35%	28%
摊薄每股收益	30%	-6%	48%	35%	28%
费用与利润率					
毛利率	55%	58%	60%	61%	62%
经营利润率	26%	26%	24%	25%	26%
归母净利率	16%	15%	15%	17%	18%
回报率					
平均股本回报率	30%	23%	28%	30%	32%
平均资产回报率	17%	12%	15%	18%	19%
资产效率					
库存周转天数	87	121	110	100	100
应收账款周转天数	34	39	37	36	35
应付账款周转天数	57	66	60	60	60
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
速动比率 (x)					
现金比率 (x)	2.3	2.1	1.8	1.5	1.3
负债/权益 (%)					
估值					
市盈率 (x)	72.8	77.4	52.4	38.8	30.3
市销率 (x)	11.5	11.3	7.9	6.4	5.4
股息率	0%	0%	1%	1%	1%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

安踏(2020.HK): 安踏品牌五年战略目标高于预期, 彰显管理层强大信心

安踏品牌未来五年目标

在7月8日下午4点举行的安踏投资者日电话会议中, 安踏管理层披露了公司对于安踏品牌的五年(2020-2025)战略目标, 包括:

(1) **流水年复合增长率达到18-25%**。即使用低端18%来计算, 这意味着安踏品牌将于2025年超过Nike目前的市场规模;

(2) **市场份额提升3-5%**。基于安踏品牌2020年9%的市场份额(Euromonitor数据), 公司目标2025年安踏品牌市场份额达到12-14%;

(3) **加强1-3线城市的布局**。作为国内大众品牌领导者, 这显示出公司在当下国潮背景下拓展高端产品线(例如国旗系列、奥运系列等)、吸引一线城市年轻消费者的决心;

(4) **线上流水年复合增长率超过30%, 线上流水占比超40%**。根据我们计算, 这表示公司对安踏品牌线下流水的复合增长率目标在13-23%。鉴于公司不打算继续大规模扩张线下零售网络, 安踏品牌线下流水未来的增长主要来自于店效的提升。

安踏集团对安踏品牌未来5年整体流水的增速目标高于我们的预期, 彰显了管理层对安踏品牌增长前景的信心。然而基于保守原则, 我们依然维持目前的盈利预测不变。我们对安踏品牌未来三年(2020-23)收入的复合增长率预测为19%。维持当前买入评级。

DTC改革效果好于预期

管理层表示, 公司2020年下半年开始的DTC改革效果好于预期, 从经销商手里收回改直营的店铺2021年上半年已经实现整体盈利。管理层将其归功于公司经营Fila直营店所积累的丰富零售管理经验。公司目标未来通过店铺转型、全渠道发展、提升购物中心店占比、实现B2C线上线下库存共享等举措, 进一步深化DTC改革, 提升店效水平。管理层目标在未来两年将线下直营店的店效从目前的30万提升至40万, 并在未来五年将DTC(包括线下直营店与线上)的流水占比从目前的40-50%提升至70%。

2Q21 零售流水维持较高增长

安踏品牌零售流水 2Q21 同比增长 30-35%，而相对 2019 年同期增长超 35%，好于我们预期。安踏品牌线上流水整体同比增长超 40%。安踏品牌库销比维持在 5 倍，而零售折扣基本上回到了 2019 年的水平。Fila 的零售流水同比增长在高基数下从 1Q21 的 75-80% 放缓至 30-35%，基本符合预期。库销比维持在 6 倍左右，而零售折扣同比与环比皆有改善。这也使 Fila 在 1H21 的零售流水增长达到 50-55%，远高于管理层 2021 全年 30% 以上流水增长的目标。随着下半年基数的不断增高，Fila 的零售流水增速有可能将进一步放缓，但超过 30% 的全年流水目标应该不成问题。

图表 2: 安踏各品牌季度流水增速

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
安踏品牌	增长 14-16%	增长 17-19%	下降 20-25%	下降 1-3%	增长 1-3%	增长 1-3%	增长 40-45%	增长 35-40%
Fila	增长 50-55%	增长 50-55%	下降 4-6%	增长 14-16%	增长 20-25%	增长 20-25%	增长 75-80%	增长 30-35%
其他品牌	增长 30-35%	增长 25-30%	增长 7-9%	增长 25-30%	增长 50-55%	增长 55-60%	增长 115-120%	增长 70-75%

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 3: 未来 24 个月重点举措：“赢领计划”聚焦 8 大领域

专业为本	
1) 持续为中国国家队打造比赛装备	<ul style="list-style-type: none"> 助力中国运动员征战世界顶级体育赛事 引领专业创新研发提升
2) 整合全球顶级运动科技研发力量	<ul style="list-style-type: none"> 强化全球研发体系 深化顶级机构合作 未来持续加大研发投入
3) 核心品类突破	<ul style="list-style-type: none"> 跑步：未来 5 年跑鞋销售数量从 2000 万双提升到 4000 万双 篮球：未来 5 年篮球鞋销售数量从 600 万双提升到 2300 万双 女子：2025 年女子品类流水规模接近 200 亿人民币
品牌向上	
4) 聚焦双奥战役	<ul style="list-style-type: none"> 商品：中国国家队系列、北京冬奥特许国旗款 品牌：联合奥运发声、共推国民运动事业 渠道：打造新店铺、安踏冠军店
5) 赢领 Z 世代	<ul style="list-style-type: none"> 运动赛道年轻化 商品设计年轻化 品牌互动年轻化 品牌资源年轻化
6) 加速 DTC 升级和数字化变革	<ul style="list-style-type: none"> 加速 DTC 升级：运营提效、渠道转型、全渠道商品整合、加速线上发展 数字化变革：加大数字化投入、强化会员管理及人群运营、提升商品效率
7) 巩固安踏儿童市场领导地位	<ul style="list-style-type: none"> 打造儿童专属运动科技 提升全渠道运营效率
8) 推动可持续发展及体育工艺	<ul style="list-style-type: none"> 加大可持续发展的商品研发与创新 推动 ESG 建设和行业可持续发展 持续强化企业社会责任

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 4: 安踏五年战略目标

战略目标	内容
规模领先	<ul style="list-style-type: none"> 流水年复合增长率 18-25% 市场份额提升 3-5 个百分点
高质量增长	<ul style="list-style-type: none"> 加强一至三线城市渠道布局 加强购物中心布局 提升线上占比至 40%

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 安踏体育



注: 截至 2021 年 7 月 8 日收盘价; ③ 卖出、④ 持有、⑤ 买入。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (港币)	评级	目标价 (港币)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	88.4	买入	116.8	2021 年 7 月 6 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	173.5	买入	225.7	2021 年 7 月 6 日	运动服饰品牌
6110 HK Equity	滔搏	11.5	买入	15.6	2021 年 7 月 6 日	运动服饰零售
3813 HK Equity	宝胜国际	1.8	买入	2.1	2021 年 7 月 6 日	运动服饰零售

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2021 年 7 月 8 日收盘价

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,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,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本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。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼