



安踏体育 (2020.HK): 3Q21 零售表现符合预期, Fila 新常态有助释放长远价值

我们认为管理层对 Fila 更务实的长期增长目标短期内也许将使股价承压, 但长期却去除了抑制股价的主要因素, 能够释放出公司多品牌战略下更大的价值。下调盈利与目标价, 但维持“买入”评级不变。

• **Fila: 从高速增长到高质量增长。**在今天的电话会中, 管理层提醒市场理性看待 Fila 未来的增速, 毕竟在如此大的体量下, 难以一直保持 30% 以上的增速。通过对商品、品牌以及渠道三个维度的持续提升, 管理层目标 Fila 未来几年维持双位数 (并努力争取达到 20% 以上) 的零售流水增长。与此同时, Fila 将更加聚焦于零售折扣、售罄率、库销比等运营指标, 从而保证品牌稳定、高质量、可持续的增长。长久以来, 作为安踏公司主要的收入增长动力, Fila 的增速“终将会放缓”是市场共识, 也是抑制安踏股价的主要因素。公司这次主动降低市场对 Fila 的预期, 并给出更务实的长期目标, 短期内也许对股价会产生负面影响, 但长期来看, 却是除去了对其股价表现的最大威胁, 使市场将更多目光转向安踏品牌复兴以及迪桑特与 Kolon 的高速增长上, 从而进一步释放出其多品牌战略的价值。

• **3Q21 零售数据大体符合市场预期:** Fila 在 3Q21 的零售流水同比增速从 2Q21 年的 30-35% 放缓至中单位数。考虑到 3Q21 整体行业受到疫情与不利天气的双重影响, 我们认为 Fila 的零售表现符合我们与市场的预期。值得欣慰的是, Fila 正价商品的零售折扣在 3Q 依然维持在 86 折, 与 2Q 一致, 而线下的库销比达到 6-7x, 同比与环比皆有改善。另一方面, 3Q 安踏品牌总体零售流水同比增长低双位数, 同时线下折扣率同比大幅改善五个百分点。管理层指出, 因去年基数较高, 公司于十一长假总体零售表现并不理想, 但假期后在有利的天气条件下有所好转。公司维持对安踏品牌全年 20% 以上的零售流水增长目标, 但下调 Fila 全年零售流水增速至 20-25% (此前: 30% 以上)。

• **下调目标价, 维持买入评级:** 我们下调了对 Fila 的收入预期。然而, 我们依然认为, 作为为数不多完全定位运动时尚领域的运动服饰品牌, Fila 将继续受益于运动时尚潮流风行趋势。此外, 基于安踏品牌的总体零售数据与 DTC 改革效果皆好于预期, 我们适度上调了对安踏品牌的收入预测。下调目标价至 HK\$173.5 并维持“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	46,353	55,425	65,455
同比变动 (%)	40.8%	4.7%	30.5%	19.6%	18.1%
归母净利润	5,344	5,162	7,660	9,669	11,917
同比变动 (%)	30.3%	-3.4%	48.4%	26.2%	23.3%
PE (X)	53	56	37	29	24
ROE (%)	29.8%	23.4%	28.3%	29.1%	29.7%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、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 10 月 19 日

评级

买入

目标价 (港元)	173.5
潜在升幅/降幅	+36.8%
目前股价 (港元)	126.8
52 周内股价区间 (港元)	83.5-191.9
总市值 (百万港元)	342,782
近 3 月日均成交额 (百万)	949

注: 截至 2021 年 10 月 18 日收盘价

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



扫码关注浦银国际研究

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	46,353	55,425	65,455
同比	41%	5%	31%	20%	18%
销售成本	-15,269	-14,861	-17,703	-20,974	-24,440
毛利	18,659	20,651	28,650	34,451	41,015
毛利率	55%	58%	62%	62%	63%
销售费用	-9,721	-10,766	-16,012	-18,695	-22,125
管理费用	-1,313	-2,122	-2,340	-2,633	-2,978
其他经营收入及收益(损失)	1,070	1,389	1,350	1,300	1,300
经营溢利	8,695	9,152	11,649	14,423	17,213
经营利润率	26%	26%	25%	26%	26%
净融资成本	-53	-462	-220	-197	-72
税前溢利	8,009	8,089	11,262	14,195	17,244
所得税开支	-2,384	-2,520	-3,153	-3,975	-4,656
所得税率	30%	31%	28%	28%	27%
少数股东权益	-280	-407	-449	-552	-671
归母净利润	5,344	5,162	7,660	9,669	11,917
归母净利率	16%	15%	17%	17%	18%
同比	30%	-3%	48%	26%	23%

资产负债表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设备	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	5,335	5,746	6,696
应收账款	3,896	3,731	4,699	5,467	6,277
其他应收账款	2,412	2,883	3,111	3,720	4,394
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	15,719	21,329	29,041
流动资产	23,321	32,717	34,135	41,532	51,677
借贷	2,559	1,968	1,000	0	0
应付贸易账款	2,963	2,376	2,910	3,448	4,017
租赁负债	1,019	1,273	1,273	1,273	1,273
其他应付款	4,621	4,572	4,947	5,861	6,830
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	11,370	11,822	13,360
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	29,849	36,071	43,637
非控股权益	979	1,811	2,260	2,812	3,483
权益	21,061	25,824	32,369	39,143	47,381

现金流量表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前溢利	8,008	8,089	11,262	14,195	17,244
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	-500	-353	-453
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	11,915	14,919	17,931
存货增加	-1,547	-1,253	151	-411	-949
应收贸易账款及其他流动资产变动	-1,692	-304	-1,196	-1,377	-1,483
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	909	1,452	1,538
应付关连人士款项变动	5	-7	1	0	0
已付所得税	-2,133	-2,181	-3,440	-3,975	-4,656
经营活动所得(所用)现金净额	7,285	7,200	8,340	10,608	12,381
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	500	353	453
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	9	-147	63
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	-3,447	-4,351
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	-4,853	-4,731
现金及现金等价物变动	-910	6,764	396	5,609	7,712
于年初的现金及现金等价物	9,284	8,221	15,323	15,719	21,329
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	15,719	21,329	29,041

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	2.84	3.59	4.42
每股销售额	12.58	12.83	17.19	20.55	24.27
每股股息	0.61	0.58	1.28	1.62	1.99
同比变动					
收入	41%	5%	31%	20%	18%
经营溢利	53%	5%	27%	24%	19%
归母净利润	30%	-3%	48%	26%	23%
摊薄每股收益	30%	-6%	52%	26%	23%
费用与利润率					
毛利率	55%	58%	62%	62%	63%
经营利润率	26%	26%	25%	26%	26%
归母净利率	16%	15%	17%	17%	18%
回报率					
平均股本回报率	30%	23%	28%	29%	30%
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	0.2	0.1
速动比率(x)					
现金比率(x)	2.3	2.1	2.0	1.6	1.4
负债/权益(%)					
估值					
市盈率(x)	52.9	56.2	36.9	29.2	23.7
市销率(x)	8.3	8.2	6.1	5.1	4.3
股息率	0%	0%	1%	1%	2%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

● 浦银预测与目标价调整

考虑到十一假期以后气温有所下降，且即将到来的双十一期间公司大概率将适当放宽零售折扣，我们预测 Fila 在 4Q21 的零售流水相比 3Q21 将有所加速，并有望回到双位数增长。

我们预计安踏主品牌在 4Q21 将维持 3Q21 的低双位数零售流水增速。

图表 2: 安踏各品牌季度流水增速

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
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%	▲增长 低双位数
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%	▲增长 中单位数
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%	▲增长 35-40%

资料来源：公司资料、浦银国际

考虑到公司对于 Fila 更务实的长期零售流水增长目标，我们下调了对 Fila 的收入预测。另一方面，基于安踏品牌的总体零售数据与 DTC 改革效果皆好于预期，我们适度上调了对安踏品牌的收入预测。

因此，我们对公司 2021/2022/2023 整体的收入预测下调 4.5%/7.0%/8.1%，对公司整体净利润下调 4.9%/7.5%/8.6%。

出于短期较弱的市场情绪，我们下调目标价至 HK\$173.5 (此前: HK\$209.7)。此目标价是基于 40x 2022E P/E (相当于 1.0x PEG)。

图表 3: SPDBI 财务预测变化

(人民币百万)	2021E	2022E	2023E
营业收入			
旧预测	48,516	59,621	71,218
新预测	46,353	55,425	65,455
变动	-4.5%	-7.0%	-8.1%
净利润			
旧预测	8,051	10,455	13,031
新预测	7,660	9,669	11,917
变动	-4.9%	-7.5%	-8.6%

资料来源：浦银国际预测

图表 4: SPDBI 目标价: 安踏体育



注: 截至 2021 年 10 月 18 日收盘价: ③ 卖出、④ 持有、⑤ 买入。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

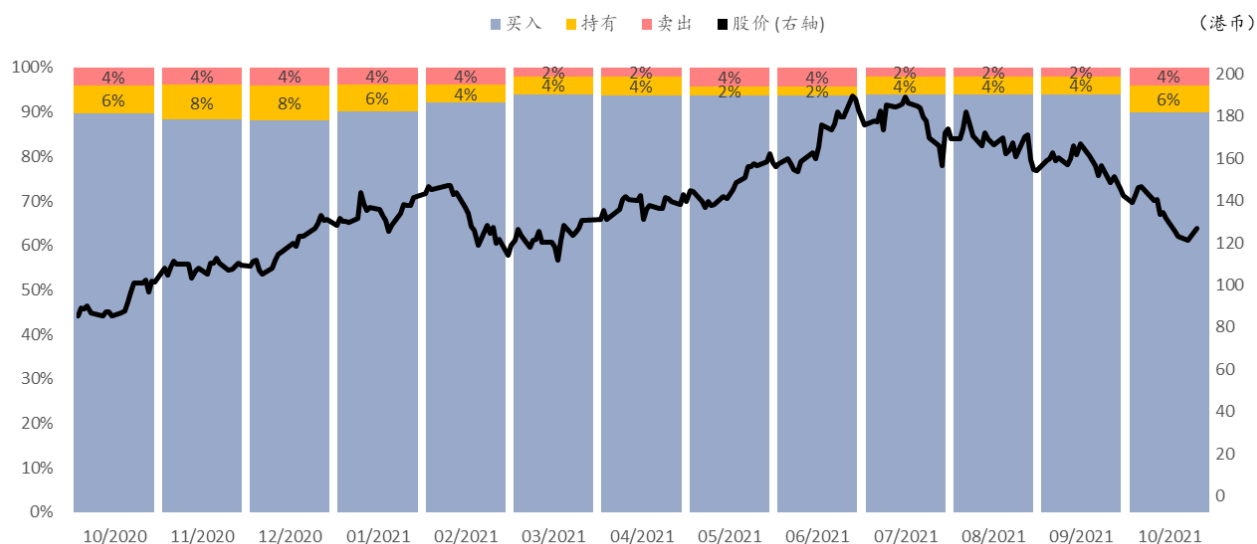
图表 5: SPDBI 消费行业覆盖公司

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
2150 HK Equity	奈雪的茶	10.1	持有	11.7	2021 年 9 月 2 日	现制茶饮
2331 HK Equity	李宁	87.6	买入	116.8	2021 年 7 月 6 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	126.8	买入	173.5	2021 年 10 月 19 日	运动服饰品牌
6110 HK Equity	滔搏	9.1	买入	15.6	2021 年 7 月 6 日	运动服饰零售
3813 HK Equity	宝胜国际	1.4	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 10 月 18 日收盘价

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 安踏体育市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 安踏体育 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 199.5 港元

概率: 30%

- 安踏品牌 2022 年收入同比增长 20%;
- Fila 品牌 2022 年收入同比增长 40%;
- 集团毛利率 2022 年同比扩张 180bps;
- Amer Sports 联营公司 2022 年盈亏平衡。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 147.0 港元

概率: 20%

- 安踏品牌 2022 年收入同比增长 5%;
- Fila 品牌 2022 年收入同比增长 20%;
- 集团毛利率 2022 年同比扩张 40bps;
- Amer Sports 联营公司 2022 年亏损同比未有收窄。

资料来源: 浦银国际

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经授权的行为。

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

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

