

安踏 (2020.HK)

浦银国际启航 2022 企业日纪要

1月12日，我们邀请安踏管理层来参加浦银国际企业日。以下为主要的会议纪要。我们认为，公司短期内面临挑战，但基本面与现金流稳定，多品牌战略所带来的长期增长动力与想象空间未变。

- 4Q21 表现和 2021 年全年指引：**尽管中国内地疫情反复，管理层表示，集团 2021 年四季度整体表现环比优于三季度，主要是基于库存情况改善和双十一折扣率少于预期。全年表现方面，管理层有信心达成 2021 年零售流水的全年指引：安踏品牌全年完成 20% 以上的零售流水增长，Fila 全年零售流水增速完成 20-25% 的目标。
- Fila：从高速增长到高质量增长的转型。**Fila 的零售流水增速在 2021 年三季度大幅放缓。管理层预计 2021 年全年 Fila 零售流水约为 200 亿元人民币。管理层表示，Fila 的增长模式将由高速增长转为高质量增长，长期零售流水预计未来有望达到 400-500 亿元。管理层预计未来 Fila 将维持 10% 以上的零售流水增长，增长动力主要来自于 (1) 持续提高电商销售占比 (目前率高于 20%)，(2) 继续降低零售折扣率，(3) 加强与潮牌联动，推出更多跨界合作产品来增强品牌影响力；(4) 回归专业运动领域，增加鞋履类销售占比 (目前仅为 20%)；以及 (5) Fila 童装及潮牌店铺的持续扩张。
- 安踏品牌：加强品牌影响力，助力单价提升。**公司对安踏品牌 2020-25 年 18-25% 的复合零售流水增长目标 (即未来四年平均每年增长 20% 以上) 充满信心，主要是基于以下原因：(1) 产品结构优化提升平均单价：公司计划在二季度推出更多高价位产品，预计 2022 年安踏品牌平均售价将提高 10% 以上。公司目标到 2025 年，高价位安踏品牌产品零售占比从目前的 11% 提升至 30%；(2) 加快一、二线城市冠军店建设：冠军店店效在 50 万以上，约为普通安踏店的两倍。公司计划于 2022 年和 2023 年分别增设 50-80 家和 100 家以上店铺，带动平均店效提升；(3) 加速 O2O 业务发展：2019 年大举收回经销商店铺为 O2O 业务打通了渠道。未来公司将加强电商业务发展，提升 O2O 业务占比；(4) 增加社交媒体投入，加强品牌影响力。但公司也指出，受冬奥会赞助费用影响，2022 年的广告费用率并不会低于 2021 年 11-13% 的水平。

林闻嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2021 年 1 月 17 日

评级


买入

目标价 (港元)	173.5
潜在升幅/降幅	+52.2%
目前股价 (港元)	114
52 周内股价区间 (港元)	105.5-191.4
总市值 (百万港元)	312,505
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,068

注：截至 2022 年 1 月 14 日收盘价

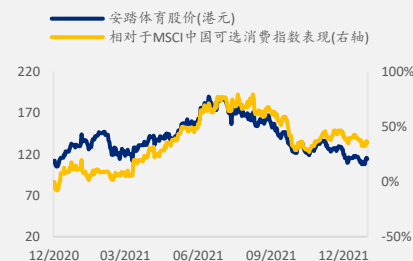
市场预期区间



注：截至 2022 年 1 月 14 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



注：截至 2022 年 1 月 14 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

- Amer Sports: 聚焦各子品牌特色。** 公司表示, Amer Sports 的表现符合公司预期, 供应链问题于 4Q21 环比 3Q21 有所改善, 2021 年下半年扭亏为盈。各子品牌将采用差异化的发展模式。其中, 始祖鸟将以直营模式在中国市场持续扩张(目前 50 多家, 未来增至 200 家以上), 而威尔胜(Wilson)与 NBA 的合作, 有望为品牌注入新的活力。基于欧美国家对疫情所持有的较为宽松的态度, 我们相信, Amer Sports 在海外市场(占其 90% 以上的销售)有望持续复苏。目前公司无计划出售旗下任何品牌。
- 维持“买入”评级:** 我们承认, 安踏短期内股价缺乏明显的催化剂, Fila 增速放缓也让市场情绪持续承压。然而, 公司基本面稳定、渠道力强、净现金持续稳定增长。作为中国运动服饰行业领头羊, 公司也将持续受益于中国消费者健康意识与运动参与度持续提升的趋势。长期来看, 安踏的多品牌战略依然使其在高端专业运动服饰领域具有较大的增长动力与想象空间。维持“买入”评级。

图表 1: 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

图表 2: 安踏冠军店店铺陈列



资料来源: 安踏官网、浦银国际

图表 3: 安踏冠军店产品



资料来源: 安踏官网、浦银国际

图表 4：安踏公司的品牌的定位以及领域

品牌	定位	主要针对城市
安踏 ANTA	 大众功能性运动 服饰	三四线及以下城市
斐乐 Fila	 高端时尚 运动服饰	一二线城市
迪桑特 Descente	 高端专业冬季运 动服饰及装备	一二线城市
可隆 Kolon	 高端户外 运动服饰	一二线城市
小笑牛 Kingkow	 高端童装品牌	全国
始祖鸟 ARC'TERYX	 高端专业户外运 动服饰及装备	一二线城市
萨罗蒙 Salomon	 高端专业户外运 动服饰及装备	一二线城市
威尔森 Wilson	 专业球类运动服 饰及器材	一二线城市

资料来源：浦银国际

图表 5: 运动服饰品牌企业估值表

股份代号	公司名称	股价(LC)	市值 (百万美元)	PE			EPS增速			EV/EBITDA		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
运动服饰品牌												
NKE.US Equity	耐克公司	149.6	236,546.0	48.4	41.1	31.6	95.9	4.1	30.0	34	31	24.0
ADS.GR Equity	阿迪达斯公司	254.6	56,059.1	34.3	26.3	21.6	233.4	30.6	21.6	16	13	11.5
2020.HK Equity	安踏体育	114.0	39,587.8	33.2	26.1	20.8	51.2	27.3	25.0	19	15	12.7
2331.HK Equity	李宁	76.9	25,830.4	44.6	35.7	28.4	112.1	25.1	25.7	29	23	19.1
PUMA GR Equity	彪马公司	8.9	15,387.2	4.5	3.2	2.6	N/A	38.5	23.4	19	15	12.3
UAA US Equity	安德玛公司	19.3	8,435.0	25.5	25.8	21.0	395.8	(1.3)	22.7	13	11	9.9
1368.HK Equity	特步国际	12.9	4,358.7	31.2	24.3	19.5	62.3	28.4	24.7	17	14	11.4
1361.HK Equity	361度	3.8	1,017.2	11.7	10.4	9.6	46.6	12.2	8.9	3	3	2.9
FILA IM Equity	Fila股份公司	9.7	475.8	12.8	10.2	9.3	68.3	25.2	9.4	8	7	6.9
平均值				42.0	34.9	27.2				28.0	24.7	19.7

E=Bloomberg 一致预期;

资料来源: Bloomberg、浦银国际; 数据截至 2022 年 1 月 14 日

图表 6: SPDBI 目标价: 安踏



注: 截至 2022 年 1 月 14 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 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	76.9	买入	116.8	2021 年 7 月 6 日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	114	买入	173.5	2021 年 10 月 19 日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	1.2	持有	1.22	2021 年 11 月 12 日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	7.7	买入	10	2021 年 12 月 23 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	7.7	持有	11.7	2021 年 9 月 2 日	现制茶饮

资料来源: Bloomberg、浦银国际

截至 2022 年 1 月 14 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逾 1%的财务权益。
- 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

