

买入

Q2 业绩超预期，展现强恢复能力

安踏体育 (2020.HK)

2020-07-20 星期一

投资要点

目标价: **87.55 港元**
 现价: 70.60 港元
 预计升幅: 24%

➤ 公司公告上半年盈利预警

公司 2020 年上半年整体收益同比持平或下降不超过 5%，净利润同比减少不超过 25%（不含合营亏损）或 35%（含合营亏损）。主要由于：1）安踏品牌进行了针对 Q1 货品的渠道回购，二次销售毛利率则较低；同时，FILA 零售折扣增加。2）应收贸易账款亏损拨备增加。3）员工成本上升及股权激励计划年内将开始摊销。4）AMER 合营亏损将高于去年同期（剔除 AMER 亏损及股权激励成本，净利润只有中双位数下降）。

重要数据

日期	2020-07-17
收盘价 (港元)	70.6
总股本 (百万股)	2,702
总市值 (百万港元)	190,500
净资产 (百万元)	21,061
总资产 (百万元)	41,218
52 周高低 (港元)	79.5/41.78
每股净资产 (元)	7.43

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 二季度表现好于预期，上半年营收好于我们预期

Q2 安踏品牌同比录得低单位数的负增长，FILA 录得 10-20%低段的正增长，好于公司此前给出的 15-20%下降/持平的指引，且其他品牌录得 25-30%的同比正增长。整个 H1，安踏/FILA 分别录得 10-20%低段的负增长/中单位数的正增长，其中两个品牌电商分别增长 40%/80%，好于我们此前的预期。

➤ 库存目前处于高位，折扣仍会持续，下半年降低业绩指引

目前安踏库销比 5-6 倍，折扣上，安踏大货零售折扣高于去年同期（Q1 的 68 折，Q2 七折）。FILA 库销比 Q1 超 8 倍，Q2 降至 8 倍，折扣上 Q2 持平 Q1，均为 72 折，同比增长 2-3%。由于目前库存仍处高位，折扣水平在 Q3 有望持续。另，公司亦下调下半年指引：安踏流水 5-10%增长（原本预期：双位数增长）。FILA 达 20%-30%的流水增长（原本预期：30%）。

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	(4.27%)

相关报告

首发报告-20200522

➤ 维持“买入”评级，给予目标价 87.55 港元

综合来看，公司 Q2 业绩展现了好于行业的恢复能力，全年业绩仍会受到疫情影响，但不改长期增长属性。预计公司 FY2021/2022/2023 的 EPS 分别为 2.00/2.68/3.25 元，给予 FY2021 年 30 倍 PE，给予公司目标价 87.55 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	37171.88	44295.20	53413.53
同比增长 (%)	44.38%	40.78%	9.56%	19.16%	20.59%
毛利率	52.64%	55.00%	53.81%	54.99%	55.83%
归母净利润	4102.85	5344.15	5384.31	7211.90	8735.45
同比增长 (%)	32.87%	30.25%	0.75%	33.94%	21.13%
归母净利润率	17.02%	15.75%	14.48%	16.28%	16.35%
每股盈利	1.53	1.99	2.00	2.68	3.25
PE@70.6HKD	42.45	32.65	32.41	24.19	19.97

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@gzyq.com.hk

报告正文

公司公告上半年盈利预警

公司 2020 年上半年整体收益同比持平或下降不超过 5%，净利润同比减少不超过 25%（不含合营亏损）或 35%（含合营亏损）。主要由于：1) 安踏品牌进行了针对 Q1 货品的渠道回购，二次销售毛利率则较低；同时，FILA 零售折扣增加。2) 应收贸易账款亏损拨备增加。3) 员工成本上升及股权激励计划年内将开始摊销。4) AMER 合营亏损将高于去年同期（剔除 AMER 亏损及股权激励成本，净利润只有中双位数下降）。

二季度表现好于预期，上半年营收好于我们预期

- 1) Q2 安踏品牌同比录得低单位数的负增长（Q1 总体下降 20-25，Q2 安踏大货负低单，儿童正单位数，电商 Q2 增长 40%，比一季度中单增长）。
- 2) FILA 录得 10-20% 低段的正增长（Q1 负中双增长，Q2 中单位数增长。Fusion 70% 增长，kids 30% 增长。线上超 80% 的增长），好于公司此前给出的 15-20% 下降/ 持平的指引。
- 3) 其他品牌录得 25-30% 的同比正增长（Q1 高单位跌幅，Q2 增长 25-30%。其中迪桑特 Q2 超 60% 增长，kolonQ2 正增长）。

整个 H1，安踏/FILA 分别录得 10-20% 低段的负增长/中单位数的正增长，其中两个品牌电商分别增长 40%/80%，好于我们此前的预期。

因此，针对公司 Q2 的表现，我们上调了公司的收入预测，若下半年业务顺利恢复的前提下，预计全年收入增长 9.56%。

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
安踏						
上半年	6,416.70	7,589.70	6,045.20	6,642.25	7,638.59	9,013.54
yoy		18.28%	-20.35%	-12.48%	15.00%	18.00%
占比	44.79%	43.49%	34.19%	36.34%	35.55%	34.61%
全年总收入	14,326.80	17,449.80	17,680.11	18,277.17	21,484.14	26,043.57
yoy		21.80%	1.32%	4.74%	21.52%	21.22%
FILA						
上半年	3,635.10	6,537.80	5,782.68	6,870.14	8,381.57	10,057.88
yoy		79.85%	-11.55%	5.08%	22.00%	20.00%
占比	42.81%	44.26%	36.54%	40.62%	41.02%	41.43%

全年总收入	8,491.70	14,770.10	15,826.09	16,913.54	20,433.66	24,279.35
yoy		73.94%	7.15%	14.51%	29.11%	18.82%
上半年预测						
上半年	10,553.52	14,810.56	12,724.53	14,502.97	17,693.63	21,232.35
yoy		40.34%	-14.08%	-2.08%	22.00%	20.00%
全年预测						
集团总收入	24,100.00	33,927.80	35,299.50	37,171.88	44,295.20	53,413.53
yoy		40.78%	4.04%	9.56%	25.48%	20.59%

资料来源：安踏公告、国元证券经纪（香港）整理

库存目前处于高位，折扣仍会持续，下半年降低业绩指引

目前安踏库销比 5-6 倍，折扣上，安踏大货零售折扣高于去年同期（Q1 的 68 折，Q2 七折）。FILA 库销比 Q1 超 8 倍，Q2 降至 8 倍，折扣上 Q2 持平 Q1，均为 72 折，同比增长 2-3%。由于目前库存仍处高位，折扣水平在 Q3 有望持续。

公司亦下调下半年指引：安踏流水 5-10% 增长（原本预期：双位数增长）。FILA 达 20%-30% 的流水增长（原本预期：30%）。

维持“买入”评级，调整目标价至 3.44 港元

综合来看，公司 Q2 业绩展现了多品牌优势之下好于行业的整体恢复能力，全年业绩虽然会受到疫情影响，但不改长期行业龙头的优势地位。我们认为安踏品牌上半年的表现持平行业表现，而 FILA 作为高端消费品牌跑赢行业，将为之后的恢复助力。折扣方面，我们认为短期内整个行业均面临库存高企的问题，特定时间内的略高的零售折扣并不会损害公司的品牌形象。预计公司 FY2021/2022/2023 的 EPS 分别为 2.00/2.68/3.25 元，给予 FY2021 年 30 倍 PE，给予公司目标价 87.55 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
流动资产	19284.38	23320.81	35256.71	41336.32	48404.34
现金	9283.68	8220.75	18606.68	22994.74	27948.96
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	5532.91	6177.14	6708.22
其他	2470.01	4386.21	4430.03	4474.29	4518.99
非流动资产	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
资产总计	24374.23	41218.39	53376.03	59688.99	67002.86
流动负债	7547.87	12411.54	12929.15	13881.88	14791.62
短期借款	1243.56	1358.85	1426.79	1498.13	1573.04
应付账款	1792.25	2962.64	3110.77	3266.31	3429.63
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	1234.17	1653.08	2002.30
其他	3840.97	6839.20	7130.23	7435.82	7756.68
非流动负债	306.49	7745.74	7800.86	7858.72	7919.48
长期借款	70.00	6643.60	6643.60	6643.60	6643.60
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
负债合计	7854.36	20157.28	20730.01	21740.60	22711.09
股本	259.04	260.55	260.55	260.55	260.55
储备	15518.29	19821.12	31308.10	36502.72	42727.59
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	31568.65	36763.27	42988.14
负债及权益合计	24374.22	41218.39	53376.03	59688.99	67002.86

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	24100.04	33927.85	37171.88	44295.20	53413.53
营业成本	(11412.76)	(15268.89)	(17171.10)	(19937.26)	(23594.41)
毛利	12687.28	18658.96	20000.78	24357.93	29819.12
销售费用	(6524.92)	(9721.33)	(11151.56)	(12845.61)	(15489.92)
管理费用	(1222.59)	(1312.61)	(1524.05)	(1771.81)	(2670.68)
营业利润	5699.78	8694.70	8497.12	11137.06	13342.54
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	-243	-136	-50
利润总额	5767.35	8008.49	8068.68	10807.41	13090.53
所得税	(1533.15)	(2384.42)	(2402.34)	(3217.76)	(3897.53)
净利润	4234.19	5624.07	5666.34	7589.65	9193.00
少数股东损益	131.34	279.92	282.02	377.75	457.55
归属于母公司净利润	4102.85	5344.15	5384.31	7211.90	8735.45
EPS (元)	1.53	1.99	2.00	2.68	3.25

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4439.71	7484.98	7066.20	8981.73	10314.32
除税前溢利	5767.35	8008.49	8068.68	10807.41	13090.53
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)	(1065.68)	(1184.81)	(1583.49)
其它	(990.44)	9.42	(192.79)	(944.93)	(1549.64)
投资活动现金流	(1201.10)	(13065.05)	(1629.64)	(1355.48)	(1743.71)
资本支出	(462.38)	(511.82)	(527.17)	(542.99)	(559.28)
其他投资	(738.72)	(12553.23)	(1102.46)	(812.49)	(1184.43)
筹资活动现金流	(1136.38)	4669.72	5022.46	(3119.51)	(3583.76)
借款变动	1835.29	5427.78	(6367.84)	3.40	3.57
股利分配	(2425.06)	(1416.62)	(1427.27)	(1911.72)	(2315.58)
其他	(546.61)	658.56	12817.56	(1211.19)	(1271.75)
现金净增加额	2102.23	(910.35)	10459.01	4506.73	4986.84
现金期初金额	6967.59	9283.68	8220.75	18606.68	22994.74
现金期末金额	9283.68	8220.75	18606.68	22994.74	27948.96

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	44.38%	40.78%	9.56%	19.16%	20.59%
营业利润	42.90%	52.54%	-2.27%	31.07%	19.80%
归母净利润	32.87%	30.25%	0.75%	33.94%	21.13%
获利能力					
毛利率	52.64%	55.00%	53.81%	54.99%	55.83%
净利率	17.57%	16.58%	15.24%	17.13%	17.21%
归母净利率	17.02%	15.75%	14.48%	16.28%	16.35%
ROE	25.63%	26.70%	17.36%	20.00%	20.76%
ROIC	24.12%	19.17%	13.46%	16.05%	17.12%
偿债能力					
资产负债率	32.22%	48.90%	38.84%	36.42%	33.90%
负债权益比	47.55%	95.71%	63.50%	57.29%	51.28%
流动比率	255.49%	187.90%	272.69%	297.77%	327.24%
速动比率	217.17%	152.40%	229.90%	253.27%	281.89%
营运能力					
资产周转率	4.44	4.14	2.80	2.87	2.87
应收帐款周转率	5.20	5.38	5.56	5.76	5.79
应付帐款周转率	2.97	2.62	2.81	3.11	3.50
每股资料 (元)					
每股收益	1.53	1.99	2.00	2.68	3.25
每股经营现金	1.65	2.78	2.63	3.34	3.84
每股净资产	6.15	7.83	12.14	14.11	16.47
每股股利	0.78	0.67	0.63	0.99	1.37
估值比率					
PE	42.45	32.65	32.41	24.19	19.97
PB	10.54	8.28	5.34	4.60	3.94

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>