

买入

疫情致短期承压，品牌向上及高质量发展仍可期待

安踏体育 (2020.HK)

2022-04-21 星期四

投资要点

目标价：**109.0 港元**
 现价：89.6 港元
 预计升幅：21.7%

重要数据

日期	2022/4/20
收盘价 (港元)	89.6
总股本 (亿股)	27.1
总市值 (亿港元)	2431.4
净资产 (亿港元)	387.3
总资产 (亿港元)	766.5
52 周高低 (港元)	191.4/79.4
每股净资产 (港元)	13.09

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	44.43%
安达控股国际有限公司	5.95%
安达投资资本有限公司	4.27%
和敏控股	3.13%

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
 安踏 (2020.HK) 更新报告: Q4 流水环比提速, 冬奥为安踏品牌向上带来机遇-20220128

研究部

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

➤ 安踏主品牌韧性十足，一季度受益冬奥品牌传播及 DTC 改革红利：

22Q1 安踏牌流水增 10-20% 高段，其中 1-2 月流水增超 20%，3 月全国线下流水下降中单位数；Q1 大货/儿童/电商分别增中双位数/20-25%/30+%。安踏牌综合折扣约 73 折，同比持平；库销比维持 5，营运状况健康。

公司在一季度把握冬奥契机，加大安踏主品牌曝光，同时 DTC 的加码助力公司增强终端库存和门店掌控力。截至 21 年末，安踏牌门店数为 9,403 个，其中 DTC 模式门店数达 6000 个(较 20H2 约增加 2,500 个)，占总门店 64%，22 年有望再纳入 700-900 家店到 DTC 模式。**展望：**安踏牌布局大众市场，业绩有望维持韧性，产品向上及 DTC 改革下零售运营效率提升仍值得期待。

➤ 布局高层级城市为主的 FILA 因疫情承压较大：

22Q1 FILA 流水增中单位数，其中 1-2 月增中高双位数，3 月下跌 20%。截至 22Q1 库销比为 6-7，环比和同比略有提升；综合零售折扣为 75 折，环比和同比持平。FILA 约 90% 门店位于购物中心，疫情扰动压力大于主品牌。

展望：根据业绩会，预计原定的 FILA 2022 年流水增速 15-20% 的预期和利润率目标或难以完成。从 3 月最后一周到 4 月初，FILA 达成率约 50%。参考 2020 年疫情同期，疫情受控后的当月/次月/下月以 50%/70%/90% 的达成率节奏恢复。若 5 月上旬疫情受控，我们预计 Q2 达成率有望接近 70%。费用和利润端，FILA 可变费用约占 50%，毛利率端 4 月以来 FILA 折扣加深 1-2pp，未来 FILA 折扣加深程度需取决于疫情受控时点。

➤ 维持买入评级，给予目标价 109.0 港元：

我们的观点：考虑近期疫情状况，公司上半年利润率或承压。中长期公司多品牌布局、强运营能力、强渠道掌控力、强执行力的核心优势不改。公司涵盖大众运动、中高端时尚运动、小众高端运动市场的品牌矩阵亦能有效应对多变的市场环境，实现品牌市占率提升。我们预计 22E 至 24E 营收分别为 561/674/802 亿元，同比+13.6%/+20.2%/+19.0%；归母净利润分别为 80.7/103.4/125.8 亿元，同比+4.5%/+28.1%/+21.6%。给予目标价 109.0 港元，维持买入评级，目标价对应 22E PE 约 30 倍。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	35,512	49,328	56,055	67,375	80,209
同比增长 (%)	4.7%	38.9%	13.6%	20.2%	19.0%
毛利率	58.2%	61.6%	60.6%	61.6%	61.7%
归母净利润	5,162	7,720	8,069	10,340	12,575
同比增长 (%)	-3.4%	49.6%	4.5%	28.1%	21.6%
归母净利率	14.5%	15.7%	14.4%	15.3%	15.7%
每股盈利	1.92	2.87	2.98	3.82	4.65
PE@89.6HKD	50.2	33.5	32.3	25.2	20.7

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

安踏公布 22Q1 营运数据，整体符合预期：

22Q1 安踏品牌流水录得同比 10-20% 高段正增长，FILA 流水录得同比中单位数正增长，所有其他品牌录得同比 40-45% 的正增长。整体符合预期。

➤ 安踏主品牌韧性十足，一季度受益冬奥品牌传播及 DTC 改革红利：

2022Q1 安踏主品牌流水增长 10-20% 高段，其中 1-2 月流水增长超 20%，3 月全国线下流水下降中单位数；大货/儿童/电商分别录得中双位数/ 20-25%/ 30+% 的同比增速。安踏主品牌综合折扣率约 73 折，同比持平；库销比维持 5，营运状况健康。

公司在一季度冬奥契机下加大安踏主品牌品牌曝光，同时 DTC 的加码亦有利于公司对于终端库存和门店进行有效管控。截至 2021 年末，安踏主品牌总门店数量为 9,403 个，其中 DTC 模式门店数达 6000 个（同比 20H2 约增加 2500 个），占总门店数的 64%，22 年有望再纳入 700-900 家店到 DTC 模式。**展望未来：**由于安踏主要布局二三线及以下层级的大众市场，业绩有望维持韧性，疫情受控后以氮科技引领的产品向上、以及 DTC 改革下门店零售运营效率提升仍然值得期待。

表 1：安踏集团零售流水增长

零售流水	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
安踏牌	+ 低单位数	+ 40-45%	+ 35-40%	+ 10-15%	+ 10%-20% 中段	+ 10-20% 高段
大货	+ 低单位数	35-40%	+ 35%-40%	+ 低双位数	+ 10-15%	+ 中双位数
KIDS	+ 低单位数	45-50%	+ 35%-40%	+ 低双位数	+ 25-30% 低段	+ 20-25%
电商	正增长	60%+	45%+	+25%-30%	+ 30%-35%	+ 30% 以上
FILA	+ 25-30%	+ 75-80%	+ 30-35%	+ 中单位数	+ 高单位数	+ 中单位数
大货	+ 中双位数	80%+	20%+	正增长	持平	NA
KIDS	+20% 以上	100%+	40%+	+ 低双位数	中双位数	+ 中双位数
FUSION	+ 50% 以上	150%+	80%+	+ 中双位数	低双位数	+ 20%
电商	+ 70-80%	40%+	40%+	+ 20%-25%	+ 25%-30%	电商占比 21-22%
其他品牌	+ 55-60%	+ 115-120%	+ 70-75%	+ 35%-40%	+ 30%-35%	+ 40%-45%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ 布局高层级城市为主的 FILA 因疫情承压较大：

22Q1 FILA 流水录得中单位数增长，其中 1-2 月中高双位数增长，3 月下跌 20%（其中疫情严重的地区上海、吉林、深圳、广州、福建 3 月下跌 30-40%）。截至 22Q1，库销比水平为 6-7，环比和同比略高；综合零售折扣维持 75 折，环比和同比持平。FILA 约 90% 门店位于购物中心，因此受疫情扰动压力大于安踏主品牌。

展望：根据业绩会，预计原 FILA 2022 年流水增速 15-20%的预期和利润率目标或难以完成。从 3 月最后一周到 4 月初，FILA 达成率约 50%。参考 2020 年疫情同期，疫情受控后的当月/次月/下月以 50%/70%/90%的达成率节奏恢复。若 5 月上旬疫情受控，我们预计 Q2 达成率有望接近 70%。费用和利润端，FILA 可变费用约占 50%，毛利率端 4 月以来 FILA 折扣加深 1-2pp，未来 FILA 折扣加深程度需取决于疫情受控时点。

➤ **迪桑特和 Kolon 22Q1 快速成长，以高质量增长保持品牌调性：**

22Q1 其他品牌录得同比 40-45%的正增长，其中 1-2 月增长超 60%，3 月流水负增长及关店为 20%。与 FILA 相似，迪桑特和 Kolon 门店集中于一二线及购物中心，因此疫情亦造成较大门店压力。

展望：在短期疫情扰动结束后，迪桑特和 Kolon 将顺应市场专业化、细分化的大趋势，坚定地以提供高品质产品作为核心品牌基因，以此保持在高端运动用品市场的竞争力。迪桑特/Kolon 的 21 年规模分别为 20+/10+亿元，未来几年迪桑特规模展望为 50 亿元。迪桑特定位小众高端运动品牌，增长空间广阔，开店步伐稳打稳扎（21 年末 182 个店，22 预期 190-200 个店），以高店效路线追求较好的效益和品牌调性。此外，目前 Kolon 正在产品调整途中。

维持买入评级，给予目标价 109.0 港元：

我们的观点：考虑近期疫情状况，公司上半年利润率或承压。中长期公司多品牌布局、强运营能力、强渠道掌控力、强执行力的核心优势不改。公司涵盖大众运动、中高端时尚运动、小众高端运动市场的品牌矩阵亦能有效应对多变的市场环境，实现品牌市占率提升。我们预计 22E 至 24E 营收分别为 561/ 674/ 802 亿元，同比+13.6%/ +20.2%/ +19.0%；归母净利润分别为 80.7/ 103.4/ 125.8 亿元，同比+4.5%/ +28.1%/ +21.6%。给予目标价 109.0 港元，维持买入评级，目标价对应 22E PE 约 30 倍。

风险提示：线下疫情反复、消费环境疲弱、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

资产负债表		单位：百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	32,717	39,902	46,170	54,218	51,462	
现金	15,323	17,592	22,832	29,755	25,765	
定期存款	5,023	6,985	6,985	6,985	6,985	
应收账款	3,731	3,296	3,560	3,844	4,152	
存货	5,486	7,644	8,408	9,249	10,174	
其他	3,154	4,385	4,385	4,385	4,385	
非流动资产	19,150	22,766	23,741	24,825	26,029	
物业、厂房及设备	2,184	2,853	3,138	3,452	3,797	
有使用权资产	4,108	6,611	7,272	7,999	8,799	
于合营公司的投资	9,658	9,027	9,027	9,027	9,027	
无形资产	1,579	1,531	1,454	1,382	1,313	
其他	1,621	2,744	2,849	2,965	3,093	
资产总计	51,867	62,668	69,911	79,044	77,490	
流动负债	11,715	15,943	16,369	16,826	17,316	
短期借款	1,968	1,748	1,835	1,927	2,024	
应付账款	2,376	3,146	3,303	3,468	3,642	
租赁	1,273	2,237	2,237	2,237	2,237	
应交税费	1,507	1,816	1,998	2,197	2,417	
其他	4,591	6,996	6,996	6,996	6,996	
非流动负债	14,328	15,062	15,709	16,479	17,396	
长期借款	12,456	11,425	11,425	11,425	11,425	
递延税项负债	527	655	721	793	872	
其他	1,345	2,982	3,564	4,262	5,099	
负债合计	26,043	31,005	32,078	33,305	34,711	
股本	261	261	261	261	261	
储备	23,752	28,662	34,310	41,548	37,775	
少数股东权益	1,811	2,740	3,262	3,930	4,743	
归属于母公司的所有者权益	24,013	28,923	34,571	41,809	38,036	
负债及权益合计	51,867	62,668	69,911	79,044	77,490	

现金流量表

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
除税前净利润	8,089	11,240	12,099	15,504	18,856
折旧摊销	2,132	3,214	1,966	2,082	2,290
财务费用	136	51	336	337	361
营运资金变动	-2,212	-282	-729	-804	-887
已付所得税	-2,181	-2,677	-3,509	-4,496	-5,468
其它	1,494	315	4	73	69
经营活动现金流	7,458	11,861	10,167	12,695	15,221
投资活动现金流	-1,923	-4,669	-3,176	-3,460	-3,796
筹资活动现金流	1,229	-4,947	-1,752	-2,312	-15,414
现金净增加额	6,764	2,245	5,240	6,923	-3,989
现金期初金额	8,221	15,323	17,592	22,832	29,755
现金期末金额	15,323	17,592	22,832	29,755	25,765

利润表		单位：百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	35,512	49,328	56,055	67,375	80,209	
营业成本	-14,861	-18,924	-22,094	-25,903	-30,693	
毛利	20,651	30,404	33,962	41,472	49,516	
销售费用	-10,766	-17,753	-19,788	-23,581	-27,913	
管理费用	-2,122	-2,928	-3,027	-3,571	-4,211	
其他收支净额	1,389	1,266	1,188	1,321	1,525	
营业利润	9,152	10,989	12,335	15,641	18,917	
财务费用净额	-462	332	-336	-337	-361	
分占合营公司损益	-601	-81	100	200	300	
除税前溢利	8,089	11,240	12,099	15,504	18,856	
所得税	-2,520	-3,021	-3,509	-4,496	-5,468	
净利润	5,569	8,219	8,590	11,008	13,388	
少数股东损益	407	499	522	668	813	
归属于母公司净利润	5,162	7,720	8,069	10,340	12,575	
EPS (元)	1.92	2.87	2.98	3.82	4.65	

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性					
营业收入yoy	4.7%	38.9%	13.6%	20.2%	19.0%
营业利润yoy	5.3%	20.1%	12.3%	26.8%	20.9%
归母净利润yoy	-3.4%	49.6%	4.5%	28.1%	21.6%
盈利能力					
毛利率	58.2%	61.6%	60.6%	61.6%	61.7%
净利率	15.7%	16.7%	15.3%	16.3%	16.7%
归母净利率	14.5%	15.7%	14.4%	15.3%	15.7%
ROE	21.5%	26.7%	23.3%	24.7%	33.1%

偿债能力

资产负债率	50.2%	49.5%	45.9%	42.1%	44.8%
负债权益比	1.1	1.1	0.9	0.8	0.9
流动比率	2.8	2.5	2.8	3.2	3.0
速动比率	2.3	2.0	2.3	2.7	2.4

营运能力

存货周转天数	122	125	131	123	114
应收账款周转天数	39	26	22	20	18

每股资料 (元)

每股收益	1.92	2.87	2.98	3.82	4.65
每股净资产	8.88	11.77	13.99	16.92	15.82

估值比率

PE@89.6HKD	50.2	33.5	32.3	25.2	20.7
PB	10.8	8.2	6.9	5.7	6.1

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>