

## 买入

## 22Q3 经营符合预期，中短期保持谨慎乐观

**安踏体育 (2020.HK)**

2022-10-19 星期三

### 投资要点

目标价：**101.0 港元**  
 现价：78.8 港元  
 预计升幅：28.2%

### 重要数据

日期	2022/10/18
收盘价 (港元)	78.8
总股本 (亿股)	27.1
总市值 (亿港元)	2,138.3
净资产 (亿港元)	407.4
总资产 (亿港元)	752.4
52 周高低 (港元)	138.41/73.65
每股净资产 (港元)	13.64

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	44.26%
安达控股国际有限公司	5.95%
安达投资资本有限公司	4.26%
Shine Well	0.35%

### 相关报告

安踏 (2020.HK) 更新报告: 22H1 业绩超预期, DTC 如期推进体现强劲执行力  
 -20220901

### 研究部

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

#### ➤ 安踏主品牌流水增长符合预期, 折扣和库销比环比大致持平:

7-8 月零售环境相对正常, 9 月以来疫情散发对线下零售造成影响。22Q3 安踏主品牌流水增长中单位数, 其中大货/儿童/电商分别录得中单位数/高单位数/高单位数的增速。折扣和库存方面, 安踏主品牌综合折扣率环比持平, 安踏儿童有 2-3pp 改善。Q3 库销比水平与 Q2 接近 (略超 5 倍), 营运状况相对维持健康状态。**展望未来:** 在即将到来的双十一, 公司将以流水为优先目标, 以流水增长带动库存去化, 合理控费。若疫情受控, 以奥运科技及氮平台引领的品牌向上和产品升级、以及 DTC 零售效率仍有较大提升空间。

#### ➤ Q3 FILA 电商驱动增长, 关注库存管控动态:

22Q3 FILA 录得低双位数流水增长, 符合市场预期, 其中大货/儿童/潮牌均分别录得中单/双位数/20% 以上的正增长。FILA 电商表现亮眼, 22Q3 线上同增 65%, 原因是: 公司加大与京东/天猫/小红书/抖音等电商平台的合作, 同时 Q3 受疫情影响的门店也相应增加直播来补回线下业绩。库存和折扣方面, 22Q3 零售库销比水平为 7-8 倍, 同比略高于正常水平。折扣维持稳定, 环比和同比有小幅加深, Q3 综合零售折扣维持 74-75 折 (Q2 综合折扣为 76)。**展望未来:** 短期来看流水和库存健康将成为品牌的首要考虑, 健康的库销比及存货结构是未来持续成长的基础条件, 目前 FILA 仍处于产品调整期。

#### ➤ 可隆品牌受益于户外露营需求兴起, 迪桑特快速增长:

22Q3 其他品牌录得同比 40-45% 增长, 其中迪桑特+35%, Kolon+55%。Kolon 线上与线下的增幅接近, 于集团品牌矩阵中表现最优, 原因是户外露营兴起, 同时高质感定位的可隆品牌在其领域暂无强大对手, 对目标客群有显著吸引力。Kolon 9-10 月店效达 50 万/月, 盈利能力有望随规模快速增长而提升。

#### ➤ 维持买入评级, 给予目标价 101.0 港元:

**观点:** 短期线下零售景气度取决于疫情动态, 中短期保持谨慎乐观。我们认为需密切关注 Q4 流水及库存管控动态, 良好的库存管控是明年经营利润率改善关键。考虑到明年零售环境的不确定因素, 相应下调了 FY23 盈利预测。预计 22E 至 24E 营收分别为 569/ 657/ 780 亿元, 同比+15%/ +16%/ +19%; 归母净利润分别为 81.7/ 96.0/ 119.2 亿元, 同比+6%/ +17%/ +24%。目标价 101.0 港元, 维持买入评级, 目标价对应 23E PE 25 倍。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	35,512	49,328	56,942	65,741	77,974
同比增长 (%)	4.7%	38.9%	15.4%	15.5%	18.6%
毛利率	58.2%	61.6%	61.6%	62.0%	62.3%
归母净利润	5,162	7,720	8,175	9,599	11,919
同比增长 (%)	-3.4%	49.6%	5.9%	17.4%	24.2%
归母净利润率	14.5%	15.7%	14.4%	14.6%	15.3%
每股盈利	1.92	2.87	3.02	3.55	4.41
PE@78.8HKD	37.0	24.7	23.5	20.0	16.1

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

## 报告正文

### ► 安踏主品牌流水增长符合预期，折扣和库销比环比大致持平：

22Q3 的 7-8 月零售环境相对正常，9 月以来疫情散发对线下零售造成影响。零售流水方面，2022Q3 安踏主品牌流水增长中单位数，其中大货/儿童/电商分别录得中单位数/高单位数/高单位数的同比增速。折扣率方面，安踏主品牌综合折扣率环比持平，安踏儿童有 2-3pp 改善。库存方面，Q3 库销比水平与 Q2 接近（略超 5 倍），营运状况相对维持健康状态。**展望未来：**（1）短期来看，在 Q4 即将到来的双十一销售旺季，公司将以流水作为优先目标，以流水增长带动库存去化，同时合理控费；（2）疫情受控后，以奥运科技及氮平台引领的品牌升级和产品向上、以及 DTC 模式下的零售营运效率仍有较大提升空间，而 DTC 零售效率能否大幅提升需取决于线下门店零售店效及流水增长能否达到理想水平。

表 1：安踏集团零售流水增长

零售流水	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
<b>安踏牌</b>	+ 35-40%	+ 10-15%	+ 10-20% 中段	+ 10-20% 高段	- 中单位数	+ 中单位数
大货	+ 35%-40%	+ 低双位数	+ 10-15%	+ 中双位数	- 低双位数	+ 中单位数
KIDS	+ 35%-40%	+ 低双位数	+ 25-30% 低段	+ 20-25%	+ 低单位数	+ 高单位数
电商	45%+	+25%-30%	+ 30%-35%	+ 30%以上	+ 高单位数	+ 高单位数
<b>FILA</b>	+ 30-35%	+ 中单位数	+ 高单位数	+ 中单位数	- 高单位数	+10%-15%
大货	20%+	正增长	持平	NA	- 高双位数	+ 中单位数
KIDS	40%+	+ 低双位数	中双位数	+ 中双位数	- 中单位数	+ 双位数
FUSION	80%+	+ 中双位数	低双位数	+ 20%	+ 高单位数	+20% 以上
电商	40%+	+ 20%-25%	+ 25%-30%	电商占比 21-22%	/	+65%
<b>其他品牌</b>	+ 70-75%	+ 35%-40%	+ 30%-35%	+ 40%-45%	+20-25%	+40-45%

  

库销比	2021q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
<b>安踏牌</b>	5 个月	5 个月	略低于 5 个月	维持 5	略超 5 个月	略超 5
<b>FILA 牌</b>	6 个月	6-7 个月	6-7 个月	6-7 个月	7-8 个月	7-8 个月

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### ► Q3 FILA 电商驱动增长，关注库存管控动态：

零售流水方面，22Q3 FILA 录得低双位数流水增长，符合市场预期，其中大货/儿童/潮牌均分别录得中单/双位数/20% 以上的正增长。FILA 电商表现亮眼，22Q3 线上同比增长达 65%，原因是：公司加大与京东和天猫等电商平台的合作，争取更多资源及加强了小红书/抖音等新渠道的推广力度；同时 Q3 线下有门店受疫情影响而静默，这部分门店也相应增加了直播来补回线下业绩。库存管理方面，22Q3 零售库销比水平为 7-8 倍，同比略高于正常水平。折扣率方面，折扣维持稳定，环比和同比有小幅加深，Q3

综合零售折扣维持 74-75 折（Q2 综合折扣为 76）。**展望未来：**（1）短期来看流水和库存健康将成为品牌的首要考虑，健康的库销比及存货结构是未来持续成长的基础条件；（2）FILA 品牌仍处于产品调整期，排除短期疫情干扰，我们认为 FILA 正走在正确的调整道路上，调整已初见成效。以鞋品类为例，FILA 鞋占比已从 19 年的 10+% 提升至 22H1 的超 30%。预计疫情阴霾排除后，调整成果将更显著地得到展现。

➤ **可隆品牌受益于户外露营需求兴起，迪桑特快速增长：**

22Q3 其他品牌录得同比 40-45% 的正增长，其中迪桑特+35%，Kolon+55%。Kolon 线上与线下的增幅接近，与集团品牌矩阵中表现最优，原因是户外露营兴起，带动领域内鞋服需求增加，同时可隆品牌坚持高端高质感定位，在其领域暂无强大对手，对其目标客群有显著吸引力。受益于需求带动，Kolon 品牌今年以来店效表现出色，9-10 月店效达 50 万/月，预计该品牌的盈利能力将随着规模快速增长而提升（22H1 可隆品牌的经营利润率达双位数）。

**维持买入评级，给予目标价 101.0 港元：**

**我们的观点：**公司各品牌十一假期零售流水均录得正增长，短期线下零售景气度需取决于疫情动态，中短期保持谨慎乐观。展望未来，我们认为需密切关注 Q4 流水增长及库存管控动态，良好的库存水平及结构是明年经营利润率改善的关键。考虑到疫情管控、消费疲软等扰动因素，目前时点来看，明年零售环境的不确定因素较多，小幅下调了 23 年的盈利预测。预计 22E 至 24E 营收分别为 569/ 657/ 780 亿元，同比+15.4%/ +15.5%/ +18.6%；归母净利润分别为 81.7/ 96.0/ 119.2 亿元，同比+5.9%/ +17.4%/ +24.2%。给予目标价 101.0 港元，维持买入评级，目标价对应 23E PE 约 25 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 效率提升不及预期等。

**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	
<b>流动资产</b>	<b>32,717</b>	<b>39,902</b>	<b>46,300</b>	<b>53,807</b>	<b>51,236</b>	
现金	15,323	17,592	22,962	29,343	25,539	
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	
<b>非流动资产</b>	<b>19,150</b>	<b>22,766</b>	<b>23,741</b>	<b>24,825</b>	<b>26,029</b>	
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	
<b>资产总计</b>	<b>51,867</b>	<b>62,668</b>	<b>70,041</b>	<b>78,632</b>	<b>77,264</b>	
<b>流动负债</b>	<b>11,715</b>	<b>15,943</b>	<b>16,369</b>	<b>16,826</b>	<b>17,316</b>	
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	
<b>非流动负债</b>	<b>14,328</b>	<b>15,062</b>	<b>15,709</b>	<b>16,479</b>	<b>17,396</b>	
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	
<b>负债合计</b>	<b>26,043</b>	<b>31,005</b>	<b>32,078</b>	<b>33,305</b>	<b>34,711</b>	
股本	261	261	261	261	261	
储备	23,752	28,662	34,384	41,103	37,528	
少数股东权益	1,811	2,740	3,318	3,963	4,764	
归属于母公司的所有者权益	24,013	28,923	34,645	41,364	37,789	
<b>负债及权益合计</b>	<b>51,867</b>	<b>62,668</b>	<b>70,041</b>	<b>78,632</b>	<b>77,264</b>	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>除税前净利润</b>	<b>8,089</b>	<b>11,240</b>	<b>12,414</b>	<b>14,635</b>	<b>18,172</b>	
折旧摊销	2,132	3,214	1,966	2,082	2,290	
财务费用	136	51	0	0	0	
营运资金变动	-2,212	-282	-729	-804	-887	
已付所得税	-2,181	-2,677	-3,662	-4,390	-5,452	
其它	1,494	315	4	73	69	
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,458</b>	<b>11,861</b>	<b>9,993</b>	<b>11,595</b>	<b>14,192</b>	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,923</b>	<b>-4,669</b>	<b>-2,839</b>	<b>-3,123</b>	<b>-3,435</b>	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,229</b>	<b>-4,947</b>	<b>-1,783</b>	<b>-2,090</b>	<b>-14,561</b>	
现金净增加额	6,764	2,245	5,370	6,381	-3,804	
现金期初金额	8,221	15,323	17,592	22,962	29,343	
现金期末金额	15,323	17,592	22,962	29,343	25,539	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	<b>35,512</b>	<b>49,328</b>	<b>56,942</b>	<b>65,741</b>	<b>77,974</b>	
营业成本	-14,861	-18,924	-21,851	-24,988	-29,390	
毛利	20,651	30,404	35,091	40,753	48,584	
销售费用	-10,766	-17,753	-20,784	-23,864	-28,226	
管理费用	-2,122	-2,928	-3,417	-3,944	-4,678	
其他收支净额	1,389	1,266	1,423	1,490	2,193	
<b>营业利润</b>	<b>9,152</b>	<b>10,989</b>	<b>12,314</b>	<b>14,435</b>	<b>17,872</b>	
财务费用净额	-462	332	0	0	0	
分占合营公司损益	-601	-81	100	200	300	
<b>除税前溢利</b>	<b>8,089</b>	<b>11,240</b>	<b>12,414</b>	<b>14,635</b>	<b>18,172</b>	
所得税	-2,520	-3,021	-3,662	-4,390	-5,452	
净利润	5,569	8,219	8,752	10,244	12,721	
少数股东损益	407	499	578	645	801	
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5,162</b>	<b>7,720</b>	<b>8,175</b>	<b>9,599</b>	<b>11,919</b>	
<b>EPS (元)</b>	<b>1.92</b>	<b>2.87</b>	<b>3.02</b>	<b>3.55</b>	<b>4.41</b>	

主要财务比率		单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>成长性</b>						
营业收入yoy	4.7%	38.9%	15.4%	15.5%	18.6%	
营业利润yoy	5.3%	20.1%	12.1%	17.2%	23.8%	
归母净利润yoy	-3.4%	49.6%	5.9%	17.4%	24.2%	
<b>盈利能力</b>						
毛利率	58.2%	61.6%	61.6%	62.0%	62.3%	
净利率	15.7%	16.7%	15.4%	15.6%	16.3%	
归母净利率	14.5%	15.7%	14.4%	14.6%	15.3%	
ROE	21.5%	26.7%	23.6%	23.2%	31.5%	

偿债能力		单位: 百万元				
资产负债率	50.2%	49.5%	45.8%	42.4%	44.9%	
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	2.6	2.4	

营运能力		单位: 百万元				
存货周转天数	122	125	132	127	119	
应收账款周转天数	39	26	22	20	18	

每股资料 (元)		单位: 百万元				
每股收益	1.92	2.87	3.02	3.55	4.41	
每股净资产	8.88	11.77	14.04	16.77	15.74	

估值比率		单位: 百万元				
PE@78.8HKD	37.0	24.7	23.5	20.0	16.1	
PB	8.0	6.0	5.1	4.2	4.5	

# 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>