

安踏体育 (02020.HK)

Q2 流水受疫情冲击, 品牌及产品力保持稳健 买入 (维持)

2022年07月11日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书: S0600120100009

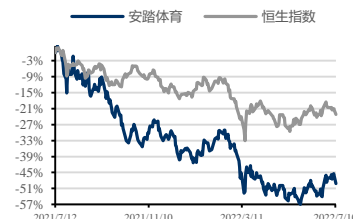
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	49,328	54,130	64,830	77,006
同比	38.9%	9.7%	19.8%	18.8%
归属母公司净利润 (百万元)	7,720	8,089	10,143	12,155
同比	49.6%	4.8%	25.4%	19.8%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.84	2.98	3.74	4.48
P/E (现价&最新股本摊薄)	27.6	26.3	21.0	17.5

投资要点

- **公司公布 22Q2 及上半年流水表现:** 22Q2 安踏品牌、FILA、其他品牌零售流水分别实现同比中单位数负增长、高单位数负增长、20%-25%正增长, 22H1 分别实现同比中单位数正增长、低单位数负增长、30%-35%正增长。由于疫情影响, Q2 流水同比表现明显弱于 Q1。
- **安踏品牌: Q2 电商实现高单位数增长、线下大货及儿童表现好于公司预期。** 1) **流水方面**, 22Q2 安踏品牌流水同比中单位数下滑。其中: 电商渠道在去年同期近 50% 的高基数及疫情影响下仍实现高单位数增长; 线下方面, 由于疫情对一二线城市影响更大, 因此以三四线城市为主的安踏品牌受影响相对有限, 其中儿童流水实现正增长, 大货流水虽同比下滑、但得益于公司 DTC 战略持续推进、应对不确定性的能力提升, 因此在 Q2 零售疲软环境下大货流水表现仍好于公司预期、好于行业整体表现 (4、5 月全国服装鞋帽针纺织品类商品零售额分别同比-22.8%、-16.2%)。2) **库存及折扣方面**, Q2 安踏品牌库销比略超 5 倍、较 Q1 有所提升、仍处可控范围; Q2 零售折扣约 7.5 折、同比及环比均有改善, 体现赢领计划下主品牌安踏的品牌力、产品力均有提升。
- **FILA: 受疫情影响, Q2 流水表现承压, 儿童实现正增长。** 1) **流水方面**, 22Q2 FILA 流水同比高单位数下滑, 其中大货、潮牌下滑较多, 儿童保持正增长。FILA 门店主要分布于一二线城市, 因此 4-5 月受疫情冲击较大, 最高峰时期线下闭店比例达到 20%+, 线下客流、消费意愿明显下滑, 大货和潮牌销售受到较大拖累, 儿童相对稳健。6 月随上海全面解封、叠加 618 带动线上销售, FILA 流水回暖, 从重开店角度看实现双位数恢复性增长。2) **库存及折扣方面**, 22Q2 FILA 库销比在 7 倍以上 (21Q2/22Q1 分别为 6/7), 同比、环比均略有升高; Q2 线下折扣 7.5-8 折、线上 6 折左右, 与 Q1 基本持平, 品牌力保持稳健。由于 6 月以来销售回暖, 叠加公司在过季产品处理方面积累了较丰富经验, 并加强了线上线下渠道沟通, 因此 FILA 库存有望逐步恢复至更可控水平。
- **其他品牌: 不利销售环境下, Q2 迪桑特、可隆流水均实现 20%+ 正增长。** 迪桑特、可隆店铺同样以一二线城市购物中心为主, 但品牌处快速发展阶段, 且定位户外品牌、受益于疫情后户外活动热潮, 因此 22Q2 流水均实现 20%+ 同比正增长、其中可隆线上同比增长近 100%。
- **盈利预测与投资评级:** 安踏体育为国内运动服饰龙头, 22Q2 各品牌流水受疫情影响表现承压, 但从运营指标 (库存、折扣) 来看, 在 DTC 战略、赢领计划顺利推进下, 公司品牌力、产品力均保持稳中有进, 现金流状况良好。当前消费环境面临疫情影响的不确定性, 居民消费力、消费意愿有所减弱, 对可选消费服装品牌形成挑战。在此环境下, 管理能力卓越、细分赛道景气的运动服饰龙头具有较强稀缺性, 长期坚定看好安踏体育的成长和发展。考虑疫情影响, 我们将 22 年归母净利润增速从 10.4% 下调为 4.8%, 22-24 年 EPS 分别为 2.98/3.74/4.48 元/股, 对应 PE26/21/18X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情封控持续影响消费、行业竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	92.30
一年最低/最高价	78.10/189.00
市净率(倍)	8.63
港股流通市值(亿港元)	250,467.45

基础数据

每股净资产(元)	10.70
资产负债率(%)	49.48
总股本(百万股)	2,713.62
流通股本(百万股)	2,713.62

相关研究

- 《安踏体育(02020.HK): Q1 流水表现较好, Q2 存疫情及高基数影响》 2022-04-15
- 《安踏体育(02020.HK): DTC 加速推进, 多品牌运营优势凸显》 2022-03-24
- 《安踏体育(02020.HK): Q4 流水超预期, 龙头尽显业绩张力》 2022-01-22

表1: 安踏体育各品牌季度流水表现

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
安踏	40-45%	35-40%	10%-20%低段增长	10-20%中段	10-20%高段增长	中单位数负增长
大货	35-40%	35-40%	低双位数增长 /10-15%	10-15%	高双位数增长	负增长
儿童	45-50%	35-40%	低双位数增长 /10-15%	25-30%	20-25%	正增长
电商	60%+	40%+	25-30%	30-35%	30%+	高单位数增长
FILA	75-80%	30-35%	中单位数增长	高单位数增长	中单位数增长	高单位数负增长
classic	80%+	20%+	低单位数增长	持平	低单位数增长	负增长
fusion	150%	80%+	中双位数增长	10-20%低段增长	20%+	负增长
kids	100%	40%+	低双位数增长	10-20%中段增长	中双位数增长	正增长
电商	40%	40%+	20-25%	25-30%	高单位数增长	/
其他品牌	115-120%	70-75%	35-40%	50-55%	40-45%	20-25%正增长

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

