

相关研究

《雄关漫道真如铁，而今迈步从头越》2022.04

疫情影响短期表现，期待下半年收入拐点

2022年7月12日

事件: 公司发布 2022Q2 经营数据, 2022Q2 安踏、FILA、其他品牌零售额同比分别实现中单位数下滑、高单位数下滑、20%-25%正增长。2022 年 3-5 月受全国部分地区新冠疫情反复, 且 2021Q2 品牌零售额高基数, 公司主要品牌零售额同比下滑, 其中 FILA 品牌在高线城市收入占比较高, 零售额受影响更大, 其他品牌收入体量较小, 在疫情影响下收入保持较快增长。

点评:

- **安踏品牌影响力提升, 上半年零售额保持增长。**分拆来看, 安踏大货线下、儿童线下、电商零售额 2022Q2 同比实现负低双位数、低单位数、高单位数增长, 2022H1 同比实现持平、高单位数、高双位数增长。公司发布赢领计划、聚焦提升安踏品牌势能, KT7、氢跑鞋 4、冰丝系列等新产品竞争力提升, DTC 整合、优化线下渠道, 赞助北京冬奥会强化专业形象, 消费者认可度提高, 推动上半年品牌零售额增长。安踏童装、线上业务零售额保持增长, 受疫情影响相对较小。2022Q2 安踏折扣率同比、环比有所改善, 库销比略高于正常水平, 整体经营较为稳健。
- **疫情影响 FILA 零售表现, 强化动态管理能力。**FILA 品牌 2022Q2 大货线下、潮牌线下、儿童线下、电商零售额同比实现负高双位数、高单位数、负中单位数、中单位数增长, 2022H1 同比实现负高单位数、高双位数、中单位数、高单位数增长。FILA 品牌受疫情影响相对较大, 但表现优于国际头部运动品牌, 6 月以来高线城市疫情管控效果显现, 销售回暖明显。二季度 FILA 品牌折扣率保持稳定, 库销比高于正常水平, 公司将继续强化动态管理能力应对疫情风险, 推动收入恢复增长。
- **其他品牌保持快速增长, 受益于户外行业发展。**迪桑特、可隆等小品牌处于快速发展阶段, 受益于疫情以来消费者户外、城市露营等需求快速释放, 推动相关产品收入快速增长。公司积极拓展线上渠道、提升品牌影响力, 2022H1 迪桑特、可隆等其他品牌零售额同增 30%-35%, 在高基数下仍实现较快增长。
- **疫情影响拐点有望显现, 关注下半年收入增长。**2022Q2 受疫情反复、高基数等影响, 国内消费压力加大, 公司主要品牌零售额同比下滑, 但表现整体优于国际头部运动品牌, 国潮趋势下优质本土品牌仍持续受益。2022 年下半年全国疫情预计将有效控制, 国内经济、居民收入增速有望回升, 运动鞋服消费将恢复增长。且 2021H2 公司收入增速相对较低, 下半年收入增速有望恢复至较快水平。
- **投资建议:** 我们认为公司受疫情影响最大的时期或已过, 下半年收入增长拐点有望显现, 公司作为国内运动鞋服行业龙头, 品牌竞争优势明显, 受益于国潮趋势, 持续扩张市场份额。我们维持公司 2022-24 年 EPS 预测为 2.99/3.53/4.17 元, 目前公司股价对应 22 年 26 倍 PE, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 新冠疫情反复风险、行业需求波动风险、Amer 运营整合风

险、产品开发风险等。

重要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	49435	56236	67028	79496
增长率 YoY%	39%	13.76%	19.19%	18.60%
归属母公司净利润(百万元)	7720	8089	9547	11277
增长率 YoY%	50%	4.78%	18.03%	18.12%
毛利率%	61.64%	61.90%	62.70%	63.47%
净资产收益率ROE%	26.69%	21.85%	20.51%	19.50%
EPS(摊薄)(元)	2.86	2.99	3.53	4.17
市盈率 P/E(倍)	40.94	25.22	21.37	18.09
市净率 P/B(倍)	9.98	5.06	4.04	3.26

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年7月11日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
资产负债表	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
流动资产	32,717	39,902	48,257	59,933	74,413	
现金	15,323	17,592	23,752	32,169	43,533	
应收账款	3,731	3,296	5,074	5,648	6,288	
存货	5,486	7,644	7,417	9,282	10,810	
其他	8,177	11,370	12,014	12,835	13,782	
非流动资产	19,150	22,766	23,966	24,416	24,816	
固定资产	2,729	3,779	4,379	4,529	4,629	
无形资产	5,687	8,142	8,742	9,042	9,342	
租金按金						
使用权资产						
其他	10,734	10,845	10,845	10,845	10,845	
资产总计	51,867	62,668	72,223	84,349	99,229	
流动负债	11,715	15,943	17,382	20,298	23,652	
短期借款	1,968	1,748	1,748	1,748	1,748	
应付账款	2,376	3,146	3,564	4,160	4,834	
其他	7,371	11,049	12,069	14,390	17,070	
非流动负债	14,328	15,062	14,562	13,562	13,062	
长期借款	12,456	11,425	10,925	9,925	9,425	
租赁负债						
其他	1,872	3,637	3,637	3,637	3,637	
负债合计	26,043	31,005	31,944	33,860	36,714	
少数股东权益	1,811	2,740	3,267	3,931	4,680	
股本	261	261	261	261	261	
留存收益和资本公积	23,752	28,662	36,751	46,297	57,574	
归属母公司股东权益	24,013	28,923	37,012	46,558	57,835	

重要财务指标		单位:百万元				
现金流量表	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	7,458	11,861	6,134	7,811	9,923	
净利润	5,162	7,720	8,089	9,547	11,277	
折旧摊销	2,079	3,266	0	0	0	
少数股东权益	407	499	527	664	749	
营运资金变动及其他	-190	376	-2,482	-2,400	-2,103	
投资活动现金流	-1,923	-4,669	631	1,711	2,046	
资本支出	-851	-1,493	-1,200	-450	-400	
其他投资	-1,072	-3,176	1,831	2,161	2,446	

利润表		单位:百万元				
利润表	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	35,606	49,435	56,236	67,028	79,496	
营业成本	14,861	18,924	21,386	24,962	29,002	
销售费用	10,766	17,753	20,209	24,630	29,773	
管理费用	2,122	2,928	3,200	3,882	4,684	
财务费用	136	51	-384	-476	-603	
营业利润	7,857	9,830	10,094	11,949	14,131	
利润总额	8,089	11,240	12,308	14,586	17,180	
所得税	2,520	3,021	3,693	4,376	5,154	
净利润	5,569	8,219	8,616	10,210	12,026	
少数股东损益	407	499	527	664	749	
归属母公司净	5,162	7,720	8,089	9,547	11,277	
EBITDA	9,065	11,982	10,094	11,949	14,131	
EPS (元)		2.86	2.99	3.53	4.17	
利润表	2021	2022	2023	2024		
营业总收入	35,606	49,435	56,236	67,028	79,496	
营业成本	14,861	18,924	21,386	24,962	29,002	

现金流量表		单位:百万元			
主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E	
成长能力					
营业收入	38.84%	13.76%	19.19%	18.60%	
营业利润	25.11%	2.68%	18.38%	18.26%	
归属母公司净	49.55%	4.78%	18.03%	18.12%	
获利能力					
毛利率	61.64%	61.90%	62.70%	63.47%	
净利率	16.63%	15.32%	15.23%	15.13%	
ROE	26.69%	21.85%	20.51%	19.50%	
ROIC	0.14	0.13	0.13	0.13	
偿债能力					
资产负债率	49.48%	44.23%	40.14%	37.00%	
净负债比率	-0.14	0.28	0.41	0.52	
流动比率	2.50	2.78	2.95	3.15	
速动比率	2.00	2.32	2.46	2.66	
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.78	0.79	0.80	

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

冯翠婷，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，研究方向为传媒。信达证券传媒互联网及海外首席分析师，曾获21年Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。