

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

安踏体育(2020 HK)

22年二季度流水降幅好于预期

- 22年二季度流水降幅好于预期
- 库存水平仍可控制; 预计折扣不会大幅加深
- 维持买入评级及目标价 112.4 港元

22年二季度零售流水下降, 但降幅好于预期

安踏公布了22年二季度安踏、FILA和其他品牌(主要是迪桑特和可隆)的零售流水, 分别下降了中单位数、高单位数, 和同比增长20-25%。虽然安踏和FILA的零售流水都出现了下降, 但降幅远好于预期, 尤其是FILA, 尽管受疫情影响的较高线城市对它的营收贡献大。管理层指出, 结束新冠疫情封锁措施的城市(如上海)的销售在6月份强劲反弹, 零售流水强于预期。

库存水平仍可控制; 预计折扣不会大幅加深

安踏22年二季度的折扣率约为25%, 好于一季度的27%。22年二季度的折扣高于21年二季度折扣率(当时因为新疆棉事件, 需求大增, 折扣<20%, 处于历史最低), 符合预期。FILA的折扣率约为20%-25%, 与21年二季度类似。安踏22年二季度的目前库存水平略高于5个月, 略高于22年一季度。FILA的库存水平在22年二季度略高于7个月, 高于22年一季度的6个月。安踏管理层预计22年下半年不会大幅提高折扣率, 因为库存主要是春季/夏季产品, 可以在今年晚些时候推向市场。

安踏的下半年流水增速有望与原先的全年流水增速指引一致

虽然安踏和FILA的22财年全年流水不太可能达到最初的指引, 即分别同比增长20%-25%和15%-20%, 但安踏管理层认为, 如果没有更多大规模新冠封控措施以及消费者信心没有明显降低的情况下, 零售额的增速有望在22年下半年保持。

维持买入评级和目标价112.4港元

由于22财年上半年营收预测下降, 我们将22财年每股收益预测下调了4%。我们维持112.4港元的目标价, 对应的12个月前瞻每股收益目标倍数为27.3倍。这一估值的假设是, 在22年下半年不会再有大规模的封控。维持买入评级。

主要催化剂: 22年二季度零售流水增长好于预期。Amer Sports的贡献高于预期;

主要风险: 新冠疫情导致零售流水低于预期。

盈利预测及估值

截至12月31日 (百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	35,512	49,328	55,697	70,878	86,357
同比增长	4.7%	38.9%	12.9%	27.3%	21.8%
可归属净利润	5,162	7,720	8,188	11,241	13,661
经调整摊薄每股盈利(人民币)	1.92	2.87	2.95	4.05	4.92
同比增长	-3.4%	49.5%	2.8%	37.3%	21.5%
市盈率(倍)	40.9x	27.3x	26.6x	19.4x	15.9x
ROE	23.4%	29.2%	26.0%	29.9%	30.0%
净负债(现金)/股东权益	-71.2%	-72.1%	-74.4%	-77.5%	-79.9%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; 股价截至2022年7月11日

黄建文 王钊熠
+852 3189 6357 +852 3189 6711
johnnywong@cmschina.com.hk bryanwang@cmschina.com.hk

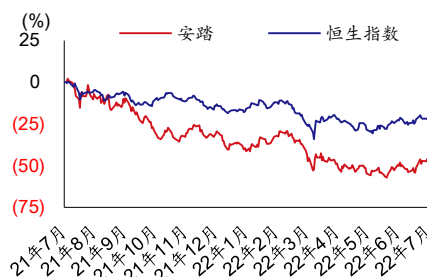
最新变动

22年二季度经营数据超预期; 维持买入评级和目标价112.4港元

买入

前次评级	买入
股价	92.3港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	112.4港元(+21.7%)
前次目标价	112.4港元

股价表现



资料来源: 彭博; 股价截至2022年7月11日

%	1m	6m	12m
2020 HK	0.8	(13.5)	(49.5)
恒生指数	(3.1)	(11.0)	(22.7)

行业: 消费

恒生指数(2022年7月11日)	21,124
国企指数(2022年7月11日)	7,321

重要数据

52周股价区间(港元)	75.75 - 191.367
市值(百万港元)	250,467
日均成交量(百万股)	14.6
每股净资产(人民币)	13.4

主要股东

Anta International Group	50.8%
Anda Holdings	6.0%
Anda Investment	4.3%
其他	0.4%
流通股数(百万股)	2,776
自由流通量	38.5%

资料来源: 彭博

相关报告

1. 中国运动服饰行业 - 22年下半年前景: 流水反弹; 22财年增长目标仍有望实现(推荐) (2022/7/5)
2. 安踏体育(2020 HK) - 6月零售流水较4月和5月有所改善(买入) (2022/6/23)

表1: 安踏历史流水增长

同比增长	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
零售流水 (安踏)	+10-15%	+15%	+15%	+15%-20%	-20-25%	-0-5%	+0-5%	+0-5%	+40-45%	+35-40%	+10-15%	+15%	+15-20%	下降中单位数
零售流水 (FILA)	n.a.	n.a.	+50-55%	+50-55%	-5%	+10-15%	+20-25%	+25-30%	+75-80%	+30-35%	+5%	+5-10%	+5%	下降高单位数
零售流水 (其他)	+60-75%	+55-60%	+30-35%	+25-30%	n.a.	+25-30%	+50-55%	+55-60%	+115-120%	+70-75%	+35-40%	+30-35%	+40-45%	+20-25%

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

注1: 其他品牌零售流水在19年二季度之前包括FILA, 而在19年二季度之后公司单独披露FILA的零售流水, 因此其他品牌中不再包括FILA

图2: 财务预测调整表

单位: 百万人民币	22财年			23财年			24财年		
	调整前	调整后	变动%	调整前	调整后	变动%	调整前	调整后	变动%
营业收入	58,283	55,697	-4.4%	70,812	70,878	0.1%	86,232	86,357	0.1%
安踏	28,995	27,822	-4.0%	35,550	35,570	0.1%	43,248	43,230	0.0%
FILA	24,095	22,921	-4.9%	27,644	27,663	0.1%	31,910	31,969	0.2%
其他	5,193	4,954	-4.6%	7,618	7,644	0.3%	11,074	11,158	0.8%
毛利率	60.3%	60.2%	-0.1ppt	61.3%	61.3%	0.0ppt	61.7%	61.7%	0.0ppt
安踏	51.4%	51.4%	0.0ppt	52.3%	52.3%	0.0ppt	52.8%	52.8%	0.0ppt
FILA	68.8%	68.7%	-0.1ppt	70.2%	70.2%	-0.1ppt	70.4%	70.4%	-0.1ppt
其他	70.5%	70.6%	0.0ppt	71.2%	71.3%	0.0ppt	71.4%	71.5%	0.0ppt
经营利润率	20.5%	20.5%	0.1ppt	22.0%	22.0%	0.0ppt	21.8%	21.7%	0.0ppt
净利润	8,525	8,188	-4.0%	11,246	11,241	0.0%	13,658	13,661	0.0%
每股盈利(人民币)	3.07	2.95	-4.0%	4.05	4.05	0.0%	4.92	4.92	0.0%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图3: 目标价及估值表

安踏估值表				
股价(港元)	92.3			
港币/人民币汇率	0.85			
日期	11/7/2022			
	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
每股盈利(人民币)	2.87	2.95	4.05	4.92
市盈率	27.3x	26.6x	19.4x	15.9x
每股盈利复合增长率(21年为基数)		2.8%	18.8%	19.7%
每股盈利复合增长率(FY21-24E)			19.7%	
目标市盈率			27.3x	
未来12个月每股盈利			3.50	
目标价(港元)			112.4	
上涨空间			21.7%	
股息率			1.2%	
总回报率			22.9%	
评级			买入	

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

财务报表

资产负债表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
物业, 厂房及设备	2,184	2,853	3,852	5,589	8,109
使用权资产	4,108	6,611	6,056	5,339	4,708
与联营公司的投资	9,658	9,027	9,027	9,027	9,027
其他非流动性资产	3,200	4,275	3,772	2,857	1,012
非流动性资产总值	19,150	22,766	22,707	22,812	22,856
库存	5,486	7,644	8,086	9,846	11,903
应收账款及预付款	6,614	6,914	7,908	9,889	12,096
其他金融资产	270	763	763	763	763
存款	5,024	6,989	8,503	10,633	13,006
银行结余及现金	15,323	17,592	20,968	25,966	32,161
流动性资产总值	32,717	39,902	46,228	57,096	69,929
资产总值	51,867	62,668	68,935	79,908	92,785
应付款项	6,915	10,076	10,510	12,796	15,470
应付关联方款项	33	39	39	39	39
银行借款	1,968	1,748	1,748	1,748	1,748
其他流动负债	2,799	4,080	4,536	5,250	5,855
流动负债	11,715	15,943	16,832	19,833	23,113
递延税项负债	527	655	819	1,077	1,295
租赁负债	1,246	2,908	2,908	2,908	2,908
银行借款	12,456	11,425	11,025	11,025	11,025
其他借款	2	3	4	4	4
拨备	97	71	70	70	70
非流动负债	14,328	15,062	14,826	15,084	15,302
总负债	26,043	31,005	31,658	34,917	38,415
股本	261	261	261	261	261
储备	23,752	28,662	33,839	40,954	49,603
非控股权益	1,811	2,740	3,177	3,777	4,505
权益总额	25,824	31,663	37,276	44,992	54,370
权益与负债总额	51,867	62,668	68,935	79,908	92,785

现金流量表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	8,089	11,240	11,739	16,137	19,616
财务成本	136	51	-254	-406	-606
应占联营公司溢利	601	81	-50	-150	-250
折旧与摊销	2,079	3,266	4,291	4,360	4,289
营运资金变动	-2,212	-282	-1,002	-1,454	-1,590
其它	688	-172	-651	-864	-830
已付所得税及其它	-1,923	-2,323	-2,405	-3,175	-4,015
经营活动现金流	7,458	11,861	11,668	14,447	16,615
资本支出	-649	-1,360	-854	-1,259	-1,538
投资	151	-100	-79	-76	-74
其他	-1,425	-3,209	-4,385	-4,588	-4,524
投资活动现金流	-1,923	-4,669	-5,317	-5,924	-6,136
已付股息	-1,481	-2,456	-3,011	-4,126	-5,012
股权融资	-443	0	0	0	0
债务融资(偿还)	4,135	-196	-400	0	0
其他	-982	-2,295	437	600	729
融资活动现金流	1,229	-4,947	-2,975	-3,526	-4,283
净现金流	6,764	2,245	3,376	4,997	6,196

利润表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	35,512	49,328	55,697	70,878	86,357
销售成本	-14,861	-18,924	-22,144	-27,419	-33,065
毛利	20,651	30,404	33,554	43,459	53,292
经销开支	-10,766	-17,753	-20,374	-25,269	-31,035
行政开支	-2,122	-2,928	-3,334	-4,239	-5,166
其他	1,389	1,266	1,589	1,629	1,669
经营溢利	9,152	10,989	11,435	15,580	18,760
财务成本	-462	332	254	406	606
其他收益(成本)	-601	-81	50	150	250
税前利润	8,089	11,240	11,739	16,137	19,616
所得税开支	-2,520	-3,021	-3,114	-4,296	-5,226
净利润	5,569	8,219	8,625	11,841	14,390
非控股权益	-407	-499	-437	-600	-729
本公司拥有人应占利润	5,162	7,720	8,188	11,241	13,661
每股基本盈利(人民币)	1.92	2.87	2.95	4.05	4.92
每股股息(人民币)	0.68	1.58	1.08	1.49	1.81

财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
同比增长率变化					
收入	4.7%	38.9%	12.9%	27.3%	21.8%
毛利	10.7%	47.2%	10.4%	29.5%	22.6%
经营利润	5.3%	20.1%	4.1%	36.3%	20.4%
净利润	-3.4%	49.6%	6.1%	37.3%	21.5%
每股盈利	-3.4%	49.5%	2.8%	37.3%	21.5%
利润率					
毛利润率	58.2%	61.6%	60.2%	61.3%	61.7%
经营利润率	25.8%	22.3%	20.5%	22.0%	21.7%
净利润率	14.5%	15.7%	14.7%	15.9%	15.8%
流动性					
应收账款天数	39.2	26.0	23.8	23.0	23.3
库存天数	121.5	126.6	129.6	119.4	120.0
应付账款天数	65.6	45.8	43.9	43.6	43.8
现金周转天数	95.1	106.8	109.6	98.8	99.6
现金流与杠杆率					
自由现金流	4,881	9,880	10,873	13,203	15,128
净负债率	-71.2%	-72.1%	-74.4%	-77.5%	-79.9%
股息分配比率	30.5%	47.8%	31.3%	31.2%	31.2%
股息率	0.7%	1.7%	1.2%	1.6%	2.0%
回报分析					
ROE	23.4%	29.2%	26.0%	29.9%	30.0%
资产周转率	0.8	0.9	0.8	1.0	1.0
净利润率	14.5%	15.7%	14.7%	15.9%	15.8%
财务杠杆	2.1	2.2	2.1	2.0	1.9
ROA	11.1%	13.5%	12.4%	15.1%	15.8%
ROCE	15.0%	17.8%	16.6%	20.0%	21.1%
估值倍数					
P/E(倍)	40.9x	27.3x	26.6x	19.4x	15.9x
P/B(倍)	8.4x	6.9x	5.8x	4.8x	3.3x

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828