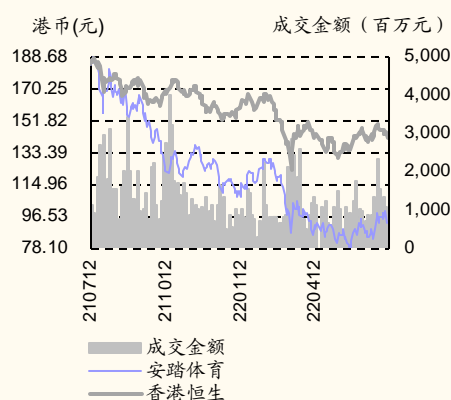


市价(港币): 92.300元

市场数据(港币)

收盘价(元)	92.300
流通港股(百万股)	2,713.62
总市值(百万元)	250,467.45
年内股价最高最低(元)	189.00/78.100
香港恒生指数	21124.20



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	1.32	-19.04	-49.95
相对香港恒生	2.23	-5.60	-26.72

相关报告

- 1.《安踏体育 1Q22 经营点评-短期疫情承压预期下调, 期待疫后复苏》, 2022.4.15
- 2.《安踏体育 21 年报点评-DTC 有效带动收入增长, 多品牌持续迈进》, 2022.3.24
- 3.《安踏体育点评-流水环比提速, AMER 减亏显著》, 2022.1.21
- 4.《安踏体育 Q3 经营数据点评-FILA 进入高质量增长阶段》, 2021.10.19
- 5.《安踏体育 2021 中报点评-历经考验, 持续升级》, 2021.8.27

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

品牌赢领优质增长, 疫后流水如期恢复

主要财务指标

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	35,606	49,435	54,977	65,671	77,620
营业收入增长率	4.95%	38.84%	11.21%	19.45%	18.19%
归母净利润(百万元)	5,162	7,720	7,911	9,921	11,852
归母净利润增长率	-3.41%	49.55%	2.48%	25.41%	19.46%
摊薄每股收益(元)	1.902	2.845	2.915	3.656	4.368
每股经营性现金流净额	2.75	4.37	3.65	4.45	5.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.50%	26.69%	21.59%	21.40%	20.46%
P/E	41.24	27.58	26.91	21.46	17.96
P/B	8.87	7.36	5.81	4.59	3.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 7 月 11 日发布 22Q2 及 H1 经营数据, 安踏主品牌/FILA/其他品牌 Q2 流水分别同比实现中单位数下滑/高单位数下滑/20%-25%增长, H1 流水分别同比实现中单位数增长/低单位数下滑/30%-35%增长, 符合此前预期。

评论

- **安踏品牌: 折扣环比优化, 存货可控。** Q2 流水在 21 年高基数叠加疫情影响下同比下滑中单位数, 其中线上、儿童均实现正增长; 6 月随着疫情防控成效显著重回双位数正增长, 疫后边际改善趋势明显。Q2 安踏品牌零售折扣约 75 折, 环比、同比均有所提升, 反映在赢领计划推动下品牌力、产品力逆势提升; 存货方面, 动态管理下库销比略超 5 倍, 仍处于可控水平。
- **FILA 品牌: 流水表现好于国际竞品, 期待下半年销售、运营改善。** FILA 品牌在高线城市占比较高、受疫情冲击更大背景下仍取得优于国际竞品的表现, H1 流水同比 20 年增长超 50%, 反映品牌长期势头仍健康向上; 6 月 FILA 流水恢复至双位数增长, 疫后反弹显著。FILA Q2 线下/线上折扣分别维持约 75 折/6 折水平, 库销比环比提升 1 个月至 7 以上, 下半年伴随着销售回暖预计将有所改善。
- **其他品牌: 户外风起, 多品牌矩阵优势凸显; Amer 进一步减亏。** 迪桑特、可隆 Q2 在去年同期高基数、门店集中高线城市的不利影响下仍实现了 20%-25%的同比增长, 其中可隆线上同增近 100%。Amer 国内业务在二季度关店拖累下仍有增长, 而国际业务表现较优, 带动 H1 亏损幅度进一步收窄。

投资建议

- **盈利预测与估值:** 预计 22 年安踏主品牌将再纳入约 700-900 家 DTC 店铺, 带动收入实现中双位数增长; FILA 品牌随着高线城市客流修复, 全年预计实现单位数稳健增长。长期来看, 安踏主品牌升级重塑推动稳定增长; FILA 鞋类、儿童及潮牌仍有较大增长空间; 迪桑特、可隆等仍处于高速增长阶段; 多品牌矩阵齐发力预计推动公司长期业绩增长。下调 22-24 年盈利预测, 预计 22-24 年归母净利润分别为 79.11(下调 4%)/99.21(下调 4%)/118.52(下调 4%)亿元, 对应 PE 为 27/21/18 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 全球疫情反复、新品牌推广不及预期、行业竞争加剧等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (百万元)							资产负债表 (百万元)							
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	33,928	35,606	49,435	54,977	65,671	77,620	货币资金	8,221	15,323	17,592	22,557	31,778	41,829	
增长率	40.7%	4.9%	38.8%	11.2%	19.5%	18.2%	应收款项	6,306	6,104	6,576	7,563	9,126	10,787	
主营业务成本	15,269	14,861	18,924	21,101	24,675	28,816	存货	4,405	5,486	7,644	7,536	8,225	9,605	
%销售收入	45.0%	41.7%	38.3%	38.4%	37.6%	37.1%	其他流动资产	4,389	5,804	8,090	8,798	8,905	9,024	
毛利	18,659	20,651	30,404	33,876	40,996	48,804	流动资产	23,321	32,717	39,902	46,454	58,034	71,245	
%销售收入	55.0%	58.0%	61.5%	61.6%	62.4%	62.9%	%总资产	56.6%	63.1%	63.7%	66.5%	70.5%	73.7%	
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	10,551	9,658	9,027	9,237	9,737	10,387	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	2,569	2,729	3,779	3,876	3,982	4,097	
销售费用	9,721	10,766	17,753	18,143	21,672	25,770	%总资产	6.2%	5.3%	6.0%	5.6%	4.8%	4.2%	
%销售收入	28.7%	30.2%	35.9%	33.0%	33.0%	33.2%	无形资产	3,915	5,687	6,730	7,019	7,389	7,737	
管理费用	1,313	2,122	2,928	3,244	3,875	4,618	非流动资产	17,898	19,150	22,766	23,362	24,339	25,452	
%销售收入	3.9%	6.0%	5.9%	5.9%	5.9%	6.0%	%总资产	43.4%	36.9%	36.3%	33.5%	29.5%	26.3%	
研发费用	789	871	1,116	1,264	1,576	2,018	资产总计	41,218	51,867	62,668	69,816	82,372	96,697	
%销售收入	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%	2.4%	2.6%	短期借款	1,359	1,968	1,748	1,548	1,448	1,348	
息税前利润 (EBIT)	6,834	6,986	8,714	11,226	13,874	16,397	应付款项	4,163	2,376	3,146	3,517	4,113	4,803	
%销售收入	20.1%	19.6%	17.6%	20.4%	21.1%	21.1%	其他流动负债	6,890	7,371	11,049	12,260	14,645	17,309	
财务费用	110	136	51	304	231	107	流动负债	12,412	11,715	15,943	17,325	20,205	23,460	
%销售收入	0.3%	0.4%	0.1%	0.6%	0.4%	0.1%	长期贷款	6,644	12,456	11,425	10,925	10,425	9,425	
—	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	1,102	1,872	3,637	1,670	1,568	1,423	
—	0	0	0	0	0	0	负债	20,157	26,043	31,005	29,920	32,198	34,308	
投资收益	-633	-601	-81	120	136	125	普通股股东权益	20,082	24,013	28,923	36,652	46,351	57,943	
%税前利润	n.a	n.a	n.a	1.1%	1.0%	0.7%	其中：股本	261	261	261	261	261	261	
营业利润	7,623	7,857	9,830	11,226	13,874	16,397	未分配利润	20,171	24,146	29,397	37,126	46,825	58,417	
营业利润率	22.5%	22.1%	19.9%	20.4%	21.1%	21.1%	少数股东权益	979	1,811	2,740	3,245	3,822	4,446	
营业外收支	1,128	969	1,542	180	220	220	负债股东权益合计	41,218	51,867	62,668	69,816	82,372	96,697	
税前利润	8,008	8,089	11,240	11,222	13,999	16,635	比率分析		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
利润率	23.6%	22.7%	22.7%	20.4%	21.3%	21.4%	每股指标							
所得税	2,384	2,520	3,021	2,805	3,500	4,159	每股收益	1.969	1.902	2.845	2.915	3.656	4.368	
所得税率	29.8%	31.2%	26.9%	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产	7.400	8.849	10.658	13.507	17.081	21.353	
净利润	5,624	5,569	8,219	8,416	10,499	12,476	每股经营现金净流	2.758	2.748	4.371	3.650	4.446	5.022	
少数股东损益	280	407	499	505	577	624	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.700	0.850	1.000	
归属于母公司的净利润	5,344	5,162	7,720	7,911	9,921	11,852	回报率							
净利率	15.8%	14.5%	15.6%	14.4%	15.1%	15.3%	净资产收益率	26.61%	21.50%	26.69%	21.59%	21.40%	20.46%	
							总资产收益率	12.97%	9.95%	12.32%	11.33%	12.04%	12.26%	
							投入资本收益率	15.91%	11.42%	13.15%	15.58%	16.36%	16.49%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	40.66%	4.95%	38.84%	11.21%	19.45%	18.19%	
							EBIT增长率	56.67%	2.22%	24.74%	28.83%	23.59%	18.19%	
							净利润增长率	30.25%	-3.41%	49.55%	2.48%	25.41%	19.46%	
							总资产增长率	69.11%	25.83%	20.82%	11.41%	17.98%	17.39%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	41.9	38.3	24.4	24.7	25.2	25.2	
							存货周转天数	105.3	134.7	147.4	130.4	121.7	121.7	
							应付账款周转天数	99.5	58.4	60.7	60.8	60.8	60.8	
							固定资产周转天数	27.6	28.0	27.9	25.7	22.1	19.3	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	4.19%	3.76%	-2.47%	-21.09%	-36.55%	-47.50%	
							EBIT利息保障倍数	62.2	51.4	170.9	36.9	60.0	153.0	
							资产负债率	48.90%	50.21%	49.48%	42.85%	39.09%	35.48%	

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用, 在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险, 可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密, 只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具, 本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告, 则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议, 国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有, 保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402