

## 02020.HK 安踏体育

买入 (维持)

FILA 表现好于预期

2022年7月12日

## 市场数据

日期	20220711
收盘价(港元)	92.30
总股本(百万股)	2,714
总市值(亿港元)	2,505
净资产(百万元)	28,923
总资产(百万元)	62,668
每股净资产(元)	10.66

数据来源: Wind

## 相关报告

跟踪报告\_疫情拖累终端表现,2季度有压力\_20220414  
 年报点评\_期待安踏品牌向上破圈\_20220323  
 跟踪报告\_Q4流水环比小幅提速,高质量发展\_20220120  
 跟踪报告\_公司下调FILA全年指引\_20211019  
 跟踪报告\_三大事业群齐头并进,DTC显著增厚利润\_20210824  
 跟踪报告\_品牌重塑“赢领”新发展\_20210709  
 跟踪报告\_H1净利增速超110%,安踏品牌上调指引\_20210620  
 调盈利预测\_20210414  
 跟踪报告\_实力再次印证,成长路径清晰\_20210325  
 深度报告\_全景复盘:从1+1到1+N\_20210315  
 跟踪报告\_Q4流水符合预期,库存更健康\_20210114  
 跟踪报告\_出售非核心资产Precor,资源聚焦\_20201222

## 海外纺服研究

分析师: 韩亦佳

hanyij@xyzq.com.cn

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

## 主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	49,328	54,914	64,760	76,503
同比增长(%)	38.9	11.3	17.9	18.1
归母净利润(百万元)	7,720	7,748	10,189	12,441
同比增长(%)	49.6	0.4	31.5	22.1
毛利率(%)	61.6	60.8	61.6	62.2
			16.9	17.4
净资产收益率(%)	28.4	25.3	28.7	30.0
基本每股收益(元)	2.86	2.87	3.77	4.60

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

## 投资要点

**事件: 安踏体育披露 22Q2 和 H1 零售表现:** 安踏主品牌流水 22Q2 同比跌中单位数, H1 同比增中单位数; FILA 流水 22Q2 同比跌高单位数, H1 同比跌低单位数; 其他品牌(不含 Amer Sports) 22Q2 流水同比增 20-25% 正增长, H1 同比增 30-35%。

**点评: 安踏牌 22Q2 流水同比跌中单位数, 折扣把控优秀。** 在 24 个月赢领计划下, 安踏在产品技术突破、产品矩阵升级等方面边际变化非常明显, 高端产品占比持续提升。尽管零售环境动荡, 安踏牌折扣管理优秀, 环比与同比皆有所改善, 库销比仍在可控范围内。

——安踏牌中, 儿童与电商表现亮眼, 22H1 皆实现双位数的同比增长。据魔镜市场情报, 618 期间(5.26-6.20), 安踏牌于天猫平台销售额同比高增 115.5% 至 9.6 亿元, 鞋服行业中仅次于 Nike, 期间安踏牌折扣并未大幅下调, 这也印证了安踏品牌重塑的成效。

**FILA 22Q2 表现优于预期, Q2 流水同比跌高单位数。** FILA 主要布局高线城市, 受本轮疫情影响较大, 公司保持动态管理, 折扣把控稳定, 库存压力有增加。其。FILA 向专业运

动领域的拓展稳步推进中, 高尔夫系列与网球系列销售占比皆有提升。FILA 库销比较正常水平还有一定差距, FILA 将聚焦 SKU 效率、产品设计差异化等方面打造三个顶级定位, 致力于恢复 FILA 高质量成长。

**户外野营蔚然成风, Kolon Sport 实现高增长。** 618 期间, 户外/露营用品增速非常亮眼。Kolon Sport 定位野营户外专业高端品牌, 精准踏准本轮东风, 并狙击消费韧性较强的高端客群, 整体经营后来追上, 上半年成功获取高成长。下半年, Kolon Sport 将于上海开设中国最大的品牌文化中心, 重点进攻华东市场, 稳立形象。

**我们的观点: 安踏牌处于品牌力高垒的布局期; FILA 流水表现亦优于预期, 其他品牌乘势户外野营东风有较充足增长动能, 集团折扣把控得当。** 我们上调盈利预测, 预计公司 22/23/24 年收入分别为 549.1/647.6/765.0 亿元, 同比分别 +11.3%/+17.9%/+18.1%, 归母净利润分别为 77.5/101.9/124.4 亿元, 同比分别 +0.4%/+31.5%/+22.1%, 目标价 100.8 港元, 维持“买入”评级。

**风险提示: 品牌推广低于预期, DTC 推行不及预期, 存货积压风险。**

## 报告正文

### 公司披露 2022 年第二季度及上半年零售表现:

安踏主品牌流水 22Q2 同比中单位数负增长, H1 同比中单位数正增长;

FILA 流水 22Q2 同比高单位数负增长, H1 同比低单位数负增长;

其他品牌(不含 Amer Sports) 22Q2 流水同比 20-25%正增长, H1 同比 30-35%正增长。

### 我们点评如下:

**安踏牌 22Q2 流水同比跌中单位数, 折扣把控优秀。**在 24 个月赢领计划下, 安踏在产品技术突破、产品矩阵升级等方面边际变化非常明显, 高端产品占比持续提高。尽管零售环境动荡, 安踏牌折扣管理优秀, 环比与同比皆有所改善, 库销比

——安踏牌中, 儿童与电商表现亮眼, 22H1 皆实现双位数的同比增长。据魔镜市场情报, 618 期间(5.26-6.20), 安踏牌于天猫平台销售额同比高增 115.5%至 9.6 亿元, 鞋服行业中仅次于 Nike, 期间安踏牌折扣并未大幅下调, 这也印证了安踏品牌重塑的成效。

——安踏牌仍处于奥运催化后的国民品牌力高垒的收获期, 产品创新成效显著, 夯实国民品牌形象, 继续赢领品牌向上。产品上, 精研科技, 打造众多爆款大众跑鞋, 如 C37 系列、绵绵弹系列、创跑鞋系列; 再推多款国家队同款科技如“冰绷带”焕新服装品类。同时, 王一博代言亦有效带货时尚类的爆款单品。渠道上, 5 月初于南京再开冠军店, 有序推进绑定奥运的国民品牌形象建设, 目前已开设有 7 家冠军店。

品牌	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
安踏牌	-低单位数	+低单位数	+低单位数	40-45%	35-40%	+(10-20)% 低段	+(10-20)% 中段	+(10-20)% 高段	-中单位数
FILA 牌	10-20%	20-25%	25-30%	75-80%	30-35%	+中单位数	+高单位数	+中单位数	-高单位数
其他品牌	25-30%	50-55%	55-60%	115-120%	70-75%	35-40%	30-35%	40-45%	20-25%

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院

**FILA 22Q2 表现优于预期, Q2 流水同比跌高单位数。**FILA 主要布局高线城市, 受本轮疫情影响较大, 公司保持动态管理, 折扣把控稳定, 库存压力有增加。其中, FILA 儿童业务线上线下皆实现高增长, 补充业务增长动能。FILA 向专业运动领域的拓展稳步推进中, 高尔夫系列与网球系列销售占比皆有提升。FILA 库销比较正常水平还有一定差距, FILA 将聚焦 SKU 效率、产品设计差异化等方面打

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

造三个顶级定位，致力于恢复 FILA 高质量成长。

**户外野营蔚然成风，Kolon Sport 实现高增长。**居民健康意识更强，户外运动/露营生活热兴起，618 期间，户外/露营用品的增速非常亮眼。Kolon Sport 定位野营户外专业高端品牌，精准踏准本轮东风，并狙击消费韧性较强的高端客群，整体经营后来追上，上半年成功获取高成长。下半年，Kolon Sport 将于上海开设中国最大的品牌文化中心，重点进攻华东市场，稳立形象。

#### 我们的观点：

安踏牌处于品牌力高垒的布局期；FILA 流水表现亦优于预期，其他品牌乘势户外野营东风有较充足增长动能，集团折扣把控得当。我们上调盈利预测，预计公司 22/23/24 年收入分别为 549.1/647.6/765.0 亿元，同比分别+11.3%/+17.9%/+18.1%，归母净利润分别为 77.5/101.9/124.4 亿元，同比分别+0.4%/+31.5%/+22.1%，目标

入”评级。

**风险提示：**品牌推广低于预期，DTC 推行不及预期，存货积压风险。

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>39,902</b>	<b>43,657</b>	<b>50,414</b>	<b>58,542</b>
货币资金	17,592	20,689	24,916	29,990
应收账款	6,914	7,523	8,871	10,480
存货	7,644	7,694	8,875	10,320
其他	7,752	7,752	7,752	7,752
<b>非流动资产</b>	<b>22,766</b>	<b>23,124</b>	<b>23,792</b>	<b>24,735</b>
固定资产	2,853	3,080	3,301	3,392
无形资产	1,531	1,478	1,419	1,356
合营公司资产	9,027	9,211	9,717	10,632
使用权资产	6,611	6,611	6,611	6,611
递延税项	1,053	1,053	1,053	1,053
其他	1,691	1,691	1,691	1,691
<b>资产总计</b>	<b>62,668</b>	<b>66,781</b>	<b>74,207</b>	<b>83,277</b>
<b>流动负债</b>	<b>15,943</b>	<b>15,538</b>	<b>17,023</b>	<b>18,839</b>
短期借款	1,748	1,748	1,748	1,748
应付账款	2,237			
即期应付税项	1,816	1,816	1,816	1,816
<b>非流动负债</b>	<b>15,062</b>	<b>15,062</b>	<b>15,062</b>	<b>15,062</b>
<b>负债合计</b>	<b>31,005</b>	<b>30,600</b>	<b>32,085</b>	<b>33,901</b>
股本	261	261	261	261
储备	28,662	32,623	37,833	44,193
股东权益	28,923	32,884	38,094	44,454
<b>权益合计</b>	<b>31,663</b>	<b>36,181</b>	<b>42,122</b>	<b>49,376</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>62,668</b>	<b>66,781</b>	<b>74,207</b>	<b>83,277</b>

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
税前利润	11,240	11,308	14,773	17,928
折旧和摊销	3,266	3,479	3,606	3,740
营运资金的变动	-282	-1,063	-1,045	-1,237
<b>经营活动现金流</b>	<b>11,861</b>	<b>10,856</b>	<b>13,232</b>	<b>15,099</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,669</b>	<b>-3,653</b>	<b>-3,767</b>	<b>-3,767</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-4,947</b>	<b>-4,106</b>	<b>-5,237</b>	<b>-6,258</b>

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>49,328</b>	<b>54,914</b>	<b>64,760</b>	<b>76,503</b>
营业成本	-18,924	-21,543	-24,850	-28,896
<b>毛利</b>	<b>30,404</b>	<b>33,371</b>	<b>39,910</b>	<b>47,608</b>
其他收入	1,266	1,497	1,782	2,125
销售费用	-17,753	-20,428	-23,573	-28,153
管理费用	-2,928	-3,350	-3,950	-4,743
净融资收入	332	35	97	176
分占合营公司利润	-81	184	506	915
<b>税前利润</b>	<b>11,240</b>	<b>11,308</b>	<b>14,773</b>	<b>17,928</b>
所得税	-3,021	-3,004	-3,852	-4,593
<b>净利润</b>	<b>8,219</b>	<b>8,305</b>	<b>10,921</b>	<b>13,334</b>
少数股东损益	499	556	732	893
<b>归母净利润</b>	<b>7,720</b>	<b>7,748</b>	<b>10,189</b>	<b>12,441</b>

			2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	38.9%	11.3%	17.9%	18.1%
毛利润增长率	47.2%	9.8%	19.6%	19.3%
归母净利润增长率	49.6%	0.4%	31.5%	22.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	61.6%	60.8%	61.6%	62.2%
净利率	16.7%	15.1%	16.9%	17.4%
ROE	28.4%	25.3%	28.7%	30.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.5%	45.8%	43.2%	40.7%
流动比率	2.8	2.5	2.8	3.0
<b>营运能力</b>				
资产周转率(次)	0.79	0.82	0.87	0.92
存货周转率(次)	2.88	2.81	3.00	3.01
<b>每股资料</b>				
每股收益(元)	2.86	2.87	3.77	4.60
每股经营现金(元)	4.39	4.02	4.89	5.59
每股净资产(元)	10.70	12.16	14.09	16.44
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	27.6	27.5	20.9	17.1

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

www.xyzq.com.cn 兴业证券股份有限公司 内部资料 仅供客户参考 不作为任何投资建议

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与China Great Wall International Holdings VI Limited、Coastal Emerald Limited、上海中南金石企业管理有限公司、山东高速集团有限公司、China Shandong Hi-Speed Financial Group Limited、山东黄金集团有限公司、广发控股(香港)有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、中国长城资产(国际)控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司、中原证券股份有限公司、丹阳投资集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、无锡惠山高科有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、东航海外(香港)有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、四海国际投资有限公司、宁波旷世智源工艺设计股份有限公司、平湖市国有资产控股集团有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、交运燃气有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、农银国际控股有限公司、华立大学集团有限公司、华鲁控股集团有限公司、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、成都经开区产业投资集团有限公司、成都高新投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、许昌市投资总公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、旷世控股有限公司、周口市城建投资发展有限公司、和誉开曼有限责任公司、宜昌高新投资开发有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、武汉金融控股(集团)有限公司、河南投资集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、环龙控股有限公司、环球新材国际控股有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、远东宏信有限公司、邳州市交通控股集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、Linyi City Development International Co., Limited、临沂城市发展集团有限公司、Linyi City Development Group Co., Ltd、信银(香港)投资有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、南京未来科技城经济发展集团有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、南洋商业银行有限公司、建发物业发展集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司、香港國際(青島)有限公司、HONGKONG INTERNATIONAL (QINGDAO) COMPANY LIMITED、晋江市路桥建设开发有限公司、Jinjiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、朗诗绿色生活服务股份有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、烟台市蓬莱区城市建设投资集团有限公司、珠海华发实业股份有限公司、珠海华发集团有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、阜博医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Huzhou Gas Co., Ltd.、湖南湘江新区发展集团有限公司、集友银行股份有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、新奥天然气股份有限公司、ENN Natural Gas Co., Ltd.、新奥能源控股有限公司、ENN Energy Holdings Limited、溧源国际有限公司、LIYUAN INTERNATIONAL CO., LIMITED、漳州市交通发展集团有限

公司、潍坊滨海投资发展有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、德信服务集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。我们不承诺预测可能发生的任何事件或趋势，也不对任何事件或趋势可能产生的任何影响或后果作出任何承诺。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层  
邮编：200135  
邮箱：research@xyzq.com.cn

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元  
邮编：100020  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼  
邮编：518035  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层  
传真：(852) 35095929  
邮箱：ir@xyzq.com.hk