

纺织服装 | 公司研究

2022年7月12日

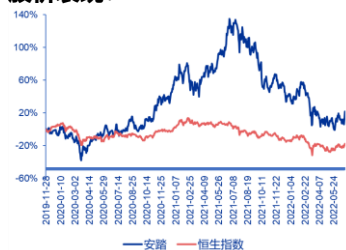
买入

维持

市场数据: 2022年7月11日

收盘价 (港币)	92.3
恒生指数	21124.2
52周最高/最低价 (港币)	189.13/75.75
H股市值 (亿港元)	2504.67
流通H股 (百万股)	2714
汇率 (人民币/港币)	1.17

股价表现:



资料来源: Wind

证券分析师

王立平
A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

刘佩
A0230121070001
liupeis@swsresearch.com

联系人

刘佩
(8621)23297818x转
liupeis@swsresearch.com

22Q2 流水好于预期, 看好下半年终端销售复苏

安踏体育 (02020:HK)

安踏公布 22 年二季度营运数据, 疫情及高基数压力下, 终端销售好于预期。 1) **安踏:** 22Q2 零售额同比中单位数下滑, 下滑幅度好于预期, 22 年上半年零售额同比增长中单位数, 单 Q2 及上半年同比 2020 年同期均有 30% 以上的增长。2) **Fila:** 22Q2 零售额同比高单位数下滑, 下跌幅度好于市场预期, 主要得益于 6 月销售明显回暖。22 年上半年零售额同比低单位数下滑, 单 Q2/上半年同比 2020 年同期分别增长接近 20%/近 50%。3) **其他品牌:** 22Q2 零售额同比增长 20-25%, 22 年上半年同比增长 30-35%, 在高基数及疫情影响下维持较快增长。

安踏主品牌及 FILA 小幅下滑, 新品牌维持快速增长。 1) **安踏品牌:** 2022Q2 中单位数下滑, 下滑幅度好于预期。安踏品牌 22Q2 零售额同比中单位数下滑, 库销比略超 5 倍, 仍处在可接受范围内, 品牌折扣率约为 7.5 折, 基本与 22Q1 持平。2) **FILA 品牌:** 受高线市场疫情冲击, 零售额高单位数下滑, 但下滑幅度好于预期。从经营情况来看, 品牌库销比略高于 7 倍, 同比增加约 1 个月, 线下折扣在 7.5 折以上, 线上折扣约 6 折, 二三季度衣着季节性较为相似, 预计疫情缓和后库存将有效消化。3) **所有其他品牌:** 2022Q2 同比增长 20-25%, Kolon Sport 线上增长亮眼。其他品牌 2022Q2 整体零售额同比增长 20-25%, 其中, Descente 和 Kolon Sport 在 22Q2 均有 20% 以上的增长, Kolon Sport 受益于轻户外和露营市场火热, 线上零售额增长近 100%。

短期疫情及高基数压力均有改善, 预计 Q2 为基本面底部, 下半年增速有望回升。 1) **主品牌“赢领计划”稳步推进。** 在核心产品品类、门店店效、渠道升级等方面, 均取得不错进展, DTC 转型有序推进, 下半年预计在正常消费环境下, 会逐步恢复到 18%-25% 的增速目标。2) **FILA 继续聚焦顶级品牌、顶级渠道、顶级商品。** FILA 在产品上 SKU 上会更加聚焦, 增加专业品类占比, 加强专利技术在产品中的运用, 并拓宽穿着场景, 打造全家人都能买的 FILA, 提升连带率。3) **新品牌增势强劲:** 新品牌中短期预计继续以高双位数快速增长, Amer Sports 在海外地区销售表现较好, 上半年亏损明显减少, 预计 22 年开始贡献利润。4) **强化成本控制与动态管理, 应对外部环境不确定性。** 下半年公司将强化成本管控, 通过减少人员开支、租金谈判等方式, 压缩成本支出, 同时, 加强“动态管理”模式, 维持健康的库存水平, 应对外部环境的不确定性。

公司为全球体育用品龙头, 多品牌矩阵共筑三大成长曲线, 接棒多元增长极。运动赛道增长确定性高, 空间大, 虽有短期疫情扰动, 不改中长期向好趋势, 继续看好国货运动龙头成长空间, 维持“买入”评级。 公司多品牌运营能力出众, 主品牌 DTC 进展超预期, FILA 注重高质量增长, Descente、Kolon Sport 等新品牌受益于全球户外运动热潮。考虑到二季度疫情影响持续时间较长, 且后续仍有反复风险, 我们下调公司盈利预测, 预计 22-24 年实现净利润为 78/96/115 亿元 (原为 82/105/127 亿元), 考虑到公司当前估值约为 27 倍, 下半年旺季来临将在一定程度上拉动估值回升, 回溯历史数据发现, 近三年公司在三四季度旺季估值普遍恢复到 35 倍以上, 若以 35 倍为参照, 对应 22 年底市值相比当前估值仍有约 29% 的上升空间, 维持买入评级。

风险提示: 线下恢复低于预期, 存货风险增加; 全球疫情导致 Amer 欧美门店关闭, 销售低于预期。

财务数据及盈利预测

人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	355.1	493.3	549.4	653.6	775.4
同比增长率 (%)	5%	39%	11%	19%	19%
归母净利润 (亿元)	51.6	77.2	78.3	95.9	114.7
同比增长率 (%)	-3%	50%	1%	22%	20%
每股收益 (元/股)	1.92	2.87	2.91	3.56	4.26
毛利率 (%)	58%	62%	61%	63%	64%
市盈率	41	28	27	22	19

注: “每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

表 1: 公司各品牌分季度零售额表现

		Q1	Q2	Q3	Q4	全年
2019	安踏品牌	10-20%低段	10-20%中段	10-20%中段	10-20%高段	10-20%中段
	FILA 品牌	-	-	50-55%	50-55%	55-70%
	其他品牌	60-70%	55-60%	30-35%	25-30%	30-35%
2020	安踏品牌	20-25%负增长	低单位数负增长	低单位数	低单位数	中单位数负增长
	FILA 品牌	中单位数负增长	10-20%低段	20-25%	25-30%	中双位数
	其他品牌	高单位数负增长	25-30%	50-55%	55-60%	35-40%
2021	安踏品牌	40-45%	35-40%	10-20%低段	10-20%中段	25-30%
	FILA 品牌	75-80%	30-35%	中单位数	高单位数	25-30%
	其他品牌	115-120%	70-75%	35-40%	30-35%	50-55%
2022	安踏品牌	10-20%高段	中单位数下滑	-	-	-
	FILA 品牌	中单位数	高单位数下滑	-	-	-
	其他品牌	40-50%	20-25%	-	-	-

注: 2019Q3 开始 FILA 品牌增速单独披露, 资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 1: 公司 PE (TTM)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

财务摘要

合并利润表

单位: (亿元人民币)	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业收入	355	493	549	654	775
营业成本	-149	-189	-213	-243	-283
毛利	207	304	337	411	493
其他净收入	14	78	14	4	0
销售费用	-108	-178	-199	-235	-278
管理费用	-21	-29	-34	-39	-46
营业利润	92	110	117	141	169
净融资(支出)/收入	-5	3	-3	-2	-4
分占合营公司亏损	-6	-1	1	1	1
除税前溢利	81	112	115	140	166
所得税	-25	-30	-32	-39	-46
年内溢利	56	82	83	101	120
汇兑差额	0	-3	0	0	0
分占合营公司的全面亏损(收益)	-3	3	0	0	0
综合收益总额	52	83	83	101	120
溢利分配为:	0	0	0	0	0
本公司股东	52	77	78	96	115
非控股权益	4	5	5	5	5

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。