

二季度 FILA 流水表现好于预期，看好公司中长期增长韧性

核心观点

- 公司发布二季度流水，安踏/FILA/其他品牌零售流水分别实现同比中单位数负增长、高单位数负增长、20-25%正增长，22H1 分别实现中单位数正增长、低单位数负增长、30-35%正增长。
- **安踏主品牌流水基本符合预期，考虑疫情和去年高基数，实属不易。**1) 流水：表现优于主要国际品牌，6月已经恢复到双位数增长；2) 折扣：Q2为75折，环比和同比均有所改善；3) 库销比：受制于疫情影响，库销比略超5X，环比Q1略有上升，在可控范围内；4) 电商：在去年高基数背景下，仍然实现高单位数增长。
- **FILA 品牌流水略超预期，折扣环比持平。**1) 流水：受益于618大促以及6月线下回暖，Q2流水增长略超市场预期；2) 折扣：环比角度与Q1整体持平，其中线下综合在75-8折，正价店86折左右，线上6折左右。同比角度，线上和奥莱店折扣同比增加1-2个点；3) 库销比：7X以上，与Q1比略有增加，考虑到6月复苏进度，公司有信心逐步恢复至可控水平。
- **其他品牌：**受益于轻露营、户外活动整体增长，其他品牌流水优异，特别是可隆表现超市场预期（线上增速接近100%）。Amer方面，受疫情影响，国内业务增速有所放缓，国际业务表现不错，预计22H1略有亏损，但亏损额同比将大幅减少。
- 受制于近期的疫情反复，公司中短期销售仍然面临挑战，FILA品牌预计受到的压力更大，主要原因为：1) FILA一二线城市门店占比高，受疫情影响更大；2) 国际品牌受制于库存压力，折扣有所放开，竞争将更激烈；3) FILA直营占比高，疫情背景下的经营负杠杆将对盈利能力带来挑战。**但另一方面，公司目前实施积极的动态调整策略，预计费用支出将更灵活，减少对盈利的负面影响；**长期来看，我们仍然看好公司完善的多品牌矩阵、扎实的渠道零售能力以及进取的企业文化，未来有望持续跑赢行业平均水平。

盈利预测与投资建议

- 考虑到短期疫情影响及不确定性，我们下调2022-2024年盈利预测，预计2022-2024年每股收益分别为2.83元、3.62元和4.45元（原3.08元、3.98元和5.22元），参考可比公司，给予2022年31倍PE，对应目标价102.3港币，维持“买入”评级。

风险提示：国内外疫情的反复，行业竞争加剧等。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	35,512	49,328	55,625	67,633	79,664
同比增长(%)	4.7%	38.9%	12.8%	21.6%	17.8%
营业利润(百万元)	9,152	10,989	11,067	13,772	16,649
同比增长(%)	5.3%	20.1%	0.7%	24.4%	20.9%
归属母公司净利润(百万元)	5,162	7,720	7,691	9,827	12,069
同比增长(%)	-3.4%	49.6%	-0.4%	27.8%	22.8%
每股收益(元)	1.90	2.84	2.83	3.62	4.45
毛利率(%)	58.2%	61.6%	61.1%	61.8%	62.4%
净利率(%)	14.5%	15.7%	13.8%	14.5%	15.2%
净资产收益率(%)	20.0%	24.4%	20.4%	22.0%	22.8%
市盈率(倍)	39.4	26.3	26.4	20.7	16.8
市净率(倍)	7.9	6.4	5.4	4.6	3.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（维持）
股价（2022年07月11日）	92.3 港元
目标价格	102.3 港元
52周最高价/最低价	189.13/75.75 港元
总股本/流通H股（万股）	271,362/271,362
H股市值（百万港币）	250,467
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2022年07月13日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.85	0.76	9.14	-49.49
相对表现	-0.62	3.89	9.54	-26.74
恒生指数	-3.23	-3.13	-0.4	-22.75



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
赵越峰	021-63325888*7507 zhaoyuefeng@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860513060001 香港证监会牌照：BPU173
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006

联系人

杨妍	yangyan3@orientsec.com.cn
----	---------------------------

相关报告

3月疫情拖累Q1流水表现，静待疫情拐点	2022-04-16
各品牌高质量增长，冬奥会提升品牌热度	2022-03-23
Q4流水表现环比向上，看好公司中长期发展	2022-01-20

考虑到短期疫情影响及不确定性，我们下调 2022-2024 年盈利预测（下调了收入和毛利率），预计 2022-2024 年每股收益分别为 2.83 元、3.62 元和 4.45 元（原 2022-2024 年为原 3.08 元、3.98 元和 5.22 元），参考可比公司，给予公司 2022 年 31 倍 PE，对应目标价 102.3 港币（汇率：1 人民币=1.166 港币），维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2022 年 7 月 12 日）

公司名称	公司代码	股价	每股收益				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
李宁	2331.HK	68.35	1.9	2.1	2.7	3.3	36	32	25	21
彪马	PUMA SE	64.9	2.1	2.6	3.4	4.0	31	25	19	16
耐克	NIKE US EQUITY	105.11	3.8	4.0	4.8	5.6	27	26	22	19
阿迪达斯	ADS GR EQUITY	161.4	7.5	8.9	10.7	12.8	22	18	15	13
露露柠檬	LULU US EQUITY	281.76	7.8	9.6	11.1	12.9	36	29	25	22
牧高笛	603908.SH	86.55	1.2	2.0	2.8	3.7	73	44	31	23
ON Running	ONON US Equity	17.32	-0.6	0.2	0.3	0.5	-29	94	53	35
调整后平均								31	25	20

数据来源：wind, Bloomberg, 东方证券研究所，注：李宁股价和 EPS 单位是港币，阿迪达斯和彪马是欧元，耐克、露露柠檬、安德玛、ON Running 是美元

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn