

## 疫情之下依然稳健，动态管理应对未知

事件：安踏体育公布 2022 年 Q2 及上半年零售表现，其中 Q2 安踏主品牌零售流水同比录得中单位数下滑；FILA 同比录得高单位数下滑；其他品牌同比增长 20-25%。上半年安踏主品牌同比录得中单位数增长；FILA 同比录得低单位数下滑；其他品牌同比增长 30-35%。我们维持此前预期，预测 2022-2024 年 EPS 为 3.09/3.82/4.55 元，给予公司 2023 年 25 倍 PE，目标价 118 港元，维持“买入”评级。

### 报告摘要

**疫情反复，影响线下销售** 今年上半年国内多地出现疫情反复，导致各地客流量显著下滑，为配合各地方政府的防疫要求，公司在疫情区域暂停运营线下店铺，因此线下零售受到较大的负面影响。此次疫情主要集中在高线城市，因此对于门店主要布局在高线城市及各城市购物中心的高端品牌受到疫情的影响更大。叠加去年因棉花事件带来的高基数，公司主要品牌在 Q2 的零售表现有不同程度的下滑，安踏主品牌同比录得中单位数下滑（Q1 为 10-20% 高段增长），但线上仍维持了高单位数的增长，且安踏儿童也保持了正增长；FILA 门店多分布于高线城市，因此同比录得高单位数下滑（Q1 为中单位数增长），但 6 月回暖势头明显，618 天猫销售排名第三；其他品牌因门店铺设数量不及主品牌和 FILA，受影响程度相对较小，录得 20-25% 增长（Q1 为 40-45% 增长）。在 Q2 的拖累下，上半年公司主品牌同比录得中单位数增长，FILA 录得低单位数下滑，其他品牌依旧保持增长态势，录得 30-35% 增长。此外，因海外大部分国家和地区对于疫情已采取开放态度，Amer 的海外业务开展符合公司预期，中国地区业务则同样受到疫情的影响，全年争取扭亏为盈。

**运营状况坚实稳健，动态管理应对未知变数** 主品牌的 DTC 模式和 FILA 及其他品牌的直营业务持续高效发展，对销售贡献较去年同期相比有所增长，因此零售相关开支也有所上升。公司过往实施了严格的成本控制相关措施，在可削减范围内维持经营开支在较低比例。上半年受到疫情的冲击，DTC 和直营业务下销售不及预期，削减的开支难以完全抵消销售下滑的影响。虽然经营环境内外充满了挑战，但公司的财务状况仍维持在稳健水平，良好的财务支撑使公司预期 2022 上半年录得经营现金净流入。此外，由于宏观市场未来仍然具有一定的不确定性，“动态管理”将作为公司长远实施方案，以此来维持健康的库存水平以应对瞬息万变的经营环境。

**投资建议：**虽然受到 Q2 的疫情影响，各品牌表现略逊于 Q1，但目前疫情逐渐缓和，各地逐步开放，且国家也推出各项政策鼓励体育消费，扶持体育产业发展，国内体育用品赛道长期增长逻辑不改。公司作为国产品牌行业龙头，将优先享受到行业增长红利。综合考虑，我们维持此前预期，预测 2022-2024 年 EPS 为 3.09/3.82/4.55 元，给予公司 2023 年 25 倍 PE，目标价 118 港元，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行；疫情反复；行业竞争加剧；新品牌后续发展不及预期。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	35,512	49,328	57,873	68,370	79,212
增长率 (%)	4.7%	38.9%	17.3%	18.1%	15.9%
净利润	5,162	7,720	8,325	10,271	12,245
增长率 (%)	-3.4%	49.6%	7.8%	23.4%	19.2%
毛利率 (%)	58.2%	61.6%	61.5%	61.9%	62.1%
净利润率 (%)	14.5%	15.7%	15.3%	16.0%	16.5%
每股收益 (元)	2.32	3.10	3.09	3.82	4.55
每股净资产 (元)	9.26	11.39	13.87	16.53	19.70
市盈率	33.12	24.82	24.84	20.13	16.89
市净率	8.30	6.75	5.54	4.65	3.90
股息收益率 (%)	1.17	1.63	1.20	1.48	1.77

数据来源：公司资料，安信国际预测

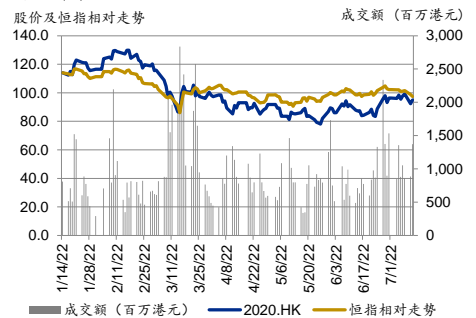
投资评级：	买入
目标价格：	118 港元
现价 (2022-7-12)：	94.9 港元

总市值 (百万港元)	257,522.87
流通市值 (百万港元)	257,522.87
总股本 (百万股)	2,713.62
流通股本 (百万股)	2,713.62
12 个月低/高 (港元)	75.8/134.2
平均成交 (百万港元)	891.60

### 股东结构

安踏国际集团控股有限公司	44.26%
The DSZ Family Trust	10.18%
先锋集团	1.67%
贝莱德	1.60%
其他	42.29%
总共	100%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.01	7.23	-24.29
绝对收益	3.60	5.01	-48.06

数据来源：WIND、港交所、公司

### 杨怡然 消费行业分析师

+852-2213 1401

laurayang@eif.com.hk

**附表：财务报表预测**

<b>利润表 (人民币百万元)</b>					
	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
收入	35,512	49,328	57,873	68,370	79,212
销售成本	-14,861	-18,924	-22,252	-26,067	-30,031
<b>毛利</b>	<b>20,651</b>	<b>30,404</b>	<b>35,620</b>	<b>42,303</b>	<b>49,180</b>
销售费用	-10,766	-17,753	-20,545	-24,271	-28,120
管理费用	-2,122	-2,928	-3,762	-4,239	-4,753
<b>经营溢利</b>	<b>9,152</b>	<b>10,989</b>	<b>12,819</b>	<b>15,571</b>	<b>18,369</b>
财务开支	-462	332	-207	-50	104
分占合营公司亏损	-601	-81	50	100	150
<b>税前盈利</b>	<b>8,089</b>	<b>11,240</b>	<b>12,662</b>	<b>15,621</b>	<b>18,623</b>
所得税	-2,520	-3,021	-3,798	-4,686	-5,587
<b>期内净利润</b>	<b>5,569</b>	<b>8,219</b>	<b>8,863</b>	<b>10,935</b>	<b>13,036</b>
股东应占利润	5,162	7,720	8,325	10,271	12,245
少数股东应占利润	407	499	538	664	791
<b>EPS (元)</b>	<b>1.92</b>	<b>2.87</b>	<b>3.09</b>	<b>3.82</b>	<b>4.55</b>
<b>同比增长率</b>					
收入 (%)	4.67%	38.91%	17.32%	18.14%	15.86%
净利润 (%)	-3.41%	49.55%	7.84%	23.37%	19.22%

<b>资产负债表 (人民币百万元)</b>					
	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
现金及现金等价物	15,323	17,592	12,239	15,667	19,683
应收账款	3,731	3,296	6,217	5,022	8,000
存货	5,486	7,644	6,988	10,152	9,594
其他流动资产	8,177	11,370	19,030	19,831	20,693
<b>流动资产总额</b>	<b>32,717</b>	<b>39,902</b>	<b>44,474</b>	<b>50,672</b>	<b>57,969</b>
固定资产	2,187	2,853	3,445	4,116	4,876
无形资产	1,579	1,531	1,500	1,470	1,441
其他非流动资产	15,384	18,382	18,900	19,491	20,157
<b>非流动资产总额</b>	<b>19,150</b>	<b>22,766</b>	<b>23,845</b>	<b>25,077</b>	<b>26,474</b>
<b>总资产</b>	<b>51,867</b>	<b>62,668</b>	<b>68,318</b>	<b>75,749</b>	<b>84,443</b>
应付账款	2,376	3,146	3,560	4,296	4,755
短期银行贷款	1,968	1,748	1,573	1,416	1,274
应付即期税项	1,507	1,816	1,907	2,002	2,102
其他流动负债	5,864	9,233	9,321	9,435	9,577
<b>流动负债总额</b>	<b>11,715</b>	<b>15,943</b>	<b>16,362</b>	<b>17,149</b>	<b>17,709</b>
长期银行贷款	3,873	3,510	3,335	3,168	3,009
<b>非流动负债总额</b>	<b>14,328</b>	<b>15,062</b>	<b>14,466</b>	<b>13,919</b>	<b>13,481</b>
<b>总负债</b>	<b>26,043</b>	<b>31,005</b>	<b>30,828</b>	<b>31,068</b>	<b>31,190</b>
归属股东权益	24,013	28,923	34,751	41,940	50,512
少数股东权益	1,811	2,740	2,740	2,740	2,740
<b>股东权益</b>	<b>25,824</b>	<b>31,663</b>	<b>37,491</b>	<b>44,680</b>	<b>53,252</b>

(转下页)

现金流量表 (人民币百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
除税前溢利	8,089	11,240	12,662	15,621	18,623
营运资金变化	-1,502	-953	-1,851	-1,233	-1,961
折旧及摊销	2,003	3,137	3,451	3,796	4,175
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,458</b>	<b>11,861</b>	<b>366</b>	<b>8,090</b>	<b>9,195</b>
资本开支	-626	-912	-1,003	-1,104	-1,214
其他投资活动	-1,297	-3,757	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,923</b>	<b>-4,669</b>	<b>-1,003</b>	<b>-1,104</b>	<b>-1,214</b>
负债变化	5,133	-196	-627	-534	-394
股本变化	-443	0	0	0	0
其他融资活动	-3,461	-4,751	-4,089	-3,024	-3,572
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,229</b>	<b>-4,947</b>	<b>-4,716</b>	<b>-3,558</b>	<b>-3,966</b>
<b>现金变化</b>	<b>6,764</b>	<b>2,245</b>	<b>-5,353</b>	<b>3,428</b>	<b>4,015</b>
期初持有现金	8,221	15,323	17,592	12,239	15,667
汇率变动	338	24	0	0	0
期末持有现金	15,323	17,592	12,239	15,667	19,683

财务数据					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>					
毛利率	58.2%	61.6%	61.5%	61.9%	62.1%
净利率	14.5%	15.7%	15.3%	16.0%	16.5%
ROE	22.0%	26.9%	24.1%	25.0%	25.0%
<b>营运表现</b>					
行销费用/收入(%)	36.3%	41.9%	42.0%	41.7%	41.5%
实际税率(%)	31.2%	26.9%	30.0%	30.0%	30.0%
股息支付率(%)	30.1%	45.6%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转天数	121.5	126.6	120.0	120.0	120.0
应付账款天数	39.2	26.0	30.0	30.0	30.0
应收账款天数	65.6	53.3	55.0	55.0	55.0
<b>杠杆比率</b>					
资本负债率	50.2%	49.5%	45.1%	41.0%	36.9%
总资产/股本	2.01	1.98	1.82	1.70	1.59
利息覆盖倍数	1.01	0.98	0.82	0.70	0.59

资料来源: 公司资料, 安信国际预测

## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010