

【广发纺服&海外】安踏体育 (02020.HK)

复苏在途，零售折扣向好

核心观点:

- **公司发布 2022Q2 营运表现公告:** 安踏主品牌流水同减中单位数、FILA 流水同减高单位数、所有其他品牌流水同增 20%-25%; 上半年安踏主品牌流水同增中单位数、FILA 流水同减低单位数、所有其他品牌流水同增 30%-35%，均符合我们此前预期。
- **安踏牌品牌力提升促进折扣改善，DTC 转型优化零售管控。** 根据业绩会，2022Q2 安踏主品牌折扣环比及同比均有所改善，为 75 折，主要系前期冬奥营销助推品牌力提升以及公司中高价位产品获得认可。分渠道来看，2022Q2 线下安踏儿童在疫情影响下仍有正增长，线上电商在去年同期接近 50% 增速的高基数及 Q2 电商物流受阻等负面影响下，仍能保持高单位数增长，以致 2022Q2 安踏牌库销比保持在较为健康水平，略超 5 倍。在渠道结构方面，公司将持续推进 DTC 转型，提升零售管理效率的同时推动店效提升，同时精简门店，从而实现主品牌高质发展、更好地应对零售环境的不确定性。6 月主品牌流水同增双位数，公司预计 2022H2 若没有疫情，主品牌流水同增 18%-25%。
- **FILA 折扣企稳，国际品牌业绩展现韧性。** Q2 疫情对门店主要集中于一二线城市或购物中心的 FILA 以及国际品牌（迪桑特、可隆等）影响较大，叠加 2021Q2 高基数，2022Q2 FILA 及国际品牌展现业绩韧性，其中迪桑特及可隆流水分别同增 20%+，可隆线上同增接近 100%。此外，FILA 折扣环比及同比持平，综合折扣维持在 75-80 折。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润 78.2/104.8/125.7 亿元，参考可比公司，给予公司 2022 年 PE 30 倍，对应合理价值 106.97 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。** FILA 增速明显放缓、Amer 海外业务利润低于预期等。

盈利预测: *本文如无特殊说明，货币单位均为人民币，CNY/HKD=0.8116

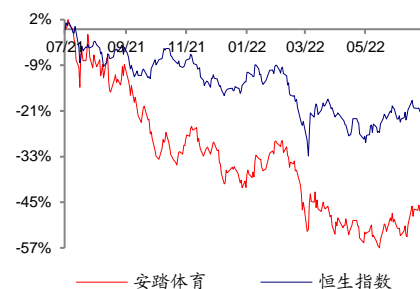
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	35,512	49,328	55,391	67,013	80,815
增长率 (%)	4.7%	38.9%	12.3%	21.0%	20.6%
EBITDA (百万元)	9,065	13,096	13,096	14,166	18,360
归母净利润 (百万元)	5,162	7,720	7,823	10,480	12,568
增长率 (%)	-3.41%	49.55%	1.34%	33.96%	19.92%
EPS (元/股)	1.91	2.86	2.89	3.88	4.65
市盈率 (P/E)	52.2	33.2	25.9	19.3	16.1
ROE (%)	21.5%	26.7%	21.4%	22.4%	21.3%
EV/EBITDA	29.6	19.2	13.9	13.0	10.7

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	92.30 港元
合理价值	106.97 港元
前次评级	买入
报告日期	2022-07-12

相对市场表现



分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

相关研究:

- 【广发纺服&海外】安踏体育 (02020.HK):Q2 业绩或将短期承压, 期待全年高质发展 2022-04-17
- 【广发海外】安踏体育 (02020.HK):AMER 减亏超预期, 期待 22 年高质量增长 2022-03-25
- 【广发纺服&海外】安踏体育 (02020.HK):Q4 流水环比改善, 21 年净利润预增 45%+ 2022-01-21

联系人:

李咏红

liyonghong@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	32,717	39,902	47,639	59,373	73,690	经营活动现金流	7,458	11,861	7,560	12,041	14,231
货币资金	15,323	17,592	18,573	23,134	28,569	净利润	5,162	7,720	7,823	10,480	12,568
短期投资	5,295	7,748	8,948	10,448	12,448	折旧摊销	2,079	3,266	2,839	3,249	3,723
应收及预付	6,104	6,576	10,200	13,391	16,919	营运资金变动	-2,212	-282	-3,718	-2,420	-2,913
存货	5,486	7,644	8,810	10,390	12,522	其它	2,429	1,157	615	731	853
其他流动资产	509	342	1,108	2,010	3,233	投资活动现金流	-1,923	-4,669	-5,503	-6,440	-7,725
非流动资产	19,150	22,766	24,427	26,355	28,593	资本支出	-851	-1,493	-4,550	-5,227	-6,012
长期股权投资	9,728	9,749	9,699	9,649	9,599	投资变动	-1,125	-3,233	-1,150	-1,450	-1,950
固定资产	2,729	3,779	4,554	5,487	6,612	其它	53	57	197	237	237
无形资产	5,687	8,142	9,078	10,122	11,286	筹资活动现金流	1,229	-4,947	-1,081	-1,044	-1,077
租赁土地	3	3	3	3	3	银行借款	3,434	-2,833	-548	-450	-435
其他长期资产	1,003	1,093	1,093	1,093	1,093	股权融资	21	0	0	0	0
资产总计	51,867	62,668	72,066	85,728	102,284	其他	-2,226	-2,114	-533	-594	-642
流动负债	11,715	15,943	17,533	20,636	24,470	现金净增加额	6,764	2,245	976	4,557	5,429
短期借款	1,968	1,748	1,500	1,350	1,215	期初现金余额	8,221	15,323	17,592	18,573	23,134
应付及预收	2,376	3,146	3,626	4,276	5,154	期末现金余额	15,323	17,592	18,573	23,134	28,569
金融负债	17	0	0	0	0						
应交税金	1,978	2,547	2,860	3,460	4,173						
其他流动负债	5,376	8,502	9,547	11,550	13,929						
非流动负债	14,328	15,062	14,762	14,462	14,162						
长期借款	12,456	11,425	11,125	10,825	10,525						
其他非流动负债	1,872	3,637	3,637	3,637	3,637						
负债合计	26,043	31,005	32,295	35,098	38,632						
普通股股东权益	24,013	28,923	36,525	46,707	58,916						
少数股东权益	1,811	2,740	3,246	3,923	4,735						
股东权益	25,824	31,663	39,771	50,630	63,651						
负债和股东权益	51,867	62,668	72,066	85,728	102,284						

利润表					
单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	35,512	49,328	55,391	67,013	80,815
营业成本	14,861	18,924	21,812	25,721	31,000
其他收入	1,389	1,266	1,769	2,117	2,531
营业开支	13,759	21,816	24,021	28,298	34,259
销售费用	10,766	17,753	19,104	22,777	27,469
管理费用	2,122	2,928	3,643	3,980	4,931
研发费用	871	1,135	1,274	1,541	1,859
其他费用	0	0	0	0	0
经营利润	9,152	10,989	12,601	16,652	19,946
财务费用	462	-332	133	89	25
投资净收益	-601	-81	197	237	237
其他非经营性损益	0	0	0	0	0
税前利润	8,089	11,240	12,665	16,800	20,158
所得税	2,520	3,021	3,061	4,101	4,918
净利润	5,569	8,219	8,329	11,158	13,381
少数股东损益	407	499	506	677	812
归属母公司净利润	5,162	7,720	7,823	10,480	12,568
EBITDA	9,065	13,096	13,096	14,166	18,360
EPS (元)	1.91	2.86	2.89	3.88	4.65

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	4.7%	38.9%	12.3%	21.0%	20.6%
EBIT 增长	2.2%	40.7%	15.2%	33.4%	19.7%
归母净利润增长	-3.4%	49.6%	1.3%	34.0%	19.9%
获利能力					
毛利率	58.2%	61.6%	58.2%	61.6%	60.6%
净利率	15.7%	16.7%	15.0%	16.6%	16.6%
ROE	21.5%	26.7%	21.4%	22.4%	21.3%
ROA	10.0%	12.3%	10.9%	12.2%	12.3%
偿债能力					
资产负债率	50.2%	49.5%	44.8%	40.9%	37.8%
净负债比率	100.8%	97.9%	81.2%	69.3%	60.7%
流动比率	2.79	2.50	2.72	2.88	3.01
速动比率	2.28	2.00	2.15	2.28	2.37
营运能力					
总资产周转率	0.69	0.79	0.79	0.81	0.81
应收账款周转天数	38.25	24.34	41.61	47.18	50.56
存货周转天数	56.24	56.44	56.26	54.86	54.84
每股指标 (元)					
每股收益	1.91	2.86	2.89	3.88	4.65
每股经营现金流	2.76	4.39	2.80	4.45	5.26
每股净资产	9.55	11.71	14.71	18.73	23.55
估值比率					
P/E	52.2	33.2	25.9	19.3	16.1
P/B	10.4	8.1	5.1	4.0	3.2
EV/EBITDA	29.6	19.2	13.9	13.0	10.7

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：研究助理，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。