

买入

22H1 业绩超预期，DTC 如期推进体现强劲执行力

安踏体育 (2020.HK)

2022-09-01 星期四

投资要点

目标价: **116.0 港元**
 现价: 94.9 港元
 预计升幅: 22.2%

重要数据

日期	2022/8/31
收盘价 (港元)	94.9
总股本 (亿股)	27.1
总市值 (亿港元)	2,575.2
净资产 (亿港元)	407.4
总资产 (亿港元)	752.4
52 周高低 (港元)	169.5/75.8
每股净资产 (港元)	13.64

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

安踏国际集团控股有限公司	44.26%
安达控股国际有限公司	5.95%
安达投资资本有限公司	4.26%
Shine Well	0.35%

相关报告

安踏 (2020.HK) 更新报告: 疫情致短期承压, 品牌向上及高质量发展仍可期待
 -20220421

安踏 (2020.HK) 更新报告: Q4 流水环比提速, 冬奥为安踏品牌向上带来机遇
 -20220128

研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

➤ **主品牌收入高增来自 DTC/电商, 驱动力为品牌及渠道升级、效率提升:** 安踏主品牌的收入高增主要来自于 DTC 整合及电商。22H1 主品牌流水增长约 5%, 收入同比+26%至 133.60 亿元, 其余为 DTC 贡献; 主品牌毛利率+2.2pp 至 55.1%; 经营利润同比+20%至 29.4 亿元, 经营利润率同比-1.1pp 至 22%。分渠道看, 主品牌 DTC/电商/批发收入分别+79%/ +27%/ -34%; DTC/电商/批发各渠道收入分别占主品牌收入 50%/ 34%/ 16%。**展望: 1)** DTC 将继续贡献 22H2 收入增长, 预计下半年安踏主品牌收入有望同增 20%以上, 预计 2H 流水将较 1H 环比改善; **2)** DTC 直营门店零售运营效率具备优化空间, 与中高单位数零售利润率的行业较优水平仍有距离; **3)** 品牌升级和渠道升级持续推进。上半年鞋/服 ASP 分别较去年的 400 元/280 元提升至 435 元/310 元。

➤ **FILA 仍在调整期, 但无需过于悲观, 回到双位数增长轨道值得期待:** 22H1 FILA 收入 107.8 亿元, 同比-0.5%; 折扣加深及生产成本上升致 FILA 毛利率同比-3.7pp 至 68.6%; 经营利润同比-22.8%至 24.3 亿元, 经营利润率同比-6.5pp 至 22.5%, 线下较弱的零售环境带来的负经营杠杆。H1 集团主动对 FILA 进行 1.5 亿库存减值, 无需担忧下半年库存和折扣压力。**展望: 1)** 管理层指引下半年 FILA 双位数增长, 较 2Q 时动态管理的指引更清晰; **2)** 我们认为 FILA 重新回到双位数增长通道只是时间问题, 看好其实现中长期 400-500 亿规模的目标。原因是: ①基于 FILA 在中国运动时尚领域的强品牌力及领导地位和安踏集团的顶级行业资源、现代化组织架构和执行力, 集团成熟品牌在战略上犯大错误的概率极小。③随着 FILA 产品力提升、在具备品牌基因的专业领域发力(网球/女子/鞋等)、“三个顶级”战略的推进, 我们认为 FILA 正走在正确的调整道路上。目前 FILA 鞋占比已从 2019 年的 10+%提升至超 30%, 验证强执行力。

➤ **维持买入评级, 给予目标价 116.0 港元:**

我们的观点: DTC 如期推进体现公司强执行力。尽管 FILA 仍在调整期, 但我们认为 FILA 回到重新回到双位数增长通道只是时间问题, 无需悲观。安踏作为直营比例较高的企业, 将显著受益于零售环境好转, 预计下半年将实现收入和利润改善。我们预计 22E 至 24E 营收分别为 571/ 685/ 816 亿元, 同比+15.7%/ +20.1%/ +19.0%; 归母净利润分别为 82.9/ 103.2/ 126.3 亿元, 同比+7.4%/ +24.5%/ +22.4%。目标价对应 23E PE 约 25 倍。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	35,512	49,328	57,081	68,539	81,577
同比增长 (%)	4.7%	38.9%	15.7%	20.1%	19.0%
毛利率	58.2%	61.6%	61.6%	62.0%	62.1%
归母净利润	5,162	7,720	8,289	10,316	12,630
同比增长 (%)	-3.4%	49.6%	7.4%	24.5%	22.4%
归母净利润率	14.5%	15.7%	14.5%	15.1%	15.5%
每股盈利	1.92	2.87	3.07	3.82	4.67
PE@89.6HKD	40.5	27.1	25.4	20.4	16.7

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

安踏 22H1 收入利润均超预期，各品牌盈利能力韧性凸显：

22H1 安踏集团实现收入 259.7 亿元，同比+13.8%。集团整体经营利润率同比-3.6pp 至 22.3%，归母净利润-6.6%至 35.9 亿元，归母净利润率-3.0pp 至 13.8%。其中 Amer 归属于安踏集团的亏损由去年同期的 3.5 亿收窄至 1.8 亿。业绩超预期主要来自于 1)DTC 持续推进带来的主品牌收入增长超预期；2)精细化零售运营和有利的成本管控下，安踏和 FILA 的经营利润率韧性十足，户外品牌盈利能力提升；3)Amer 大幅减亏。

主品牌收入高增来自 DTC 及电商，驱动力在于品牌及渠道升级、零售效率提升：

安踏主品牌的收入高增主要来自于 DTC 整合及电商，DTC 改革如期体现集团执行力。22H1 主品牌流水增长约 5%，主品牌收入同比+26%至 133.6 亿元，其余为 DTC 贡献。主品牌毛利率+2.2pp 至 55.1%；经营利润同比+20%至 29.4 亿元，经营利润率同比-1.1pp 至 22%。分渠道看，主品牌 DTC/电商/批发收入分别+79%/ +27%/ -34%；DTC/电商/批发各渠道收入分别占安踏主品牌收入 50%/ 34%/ 16%。截至 2022/6/30，安踏主品牌总门店数量为 9,403 个（大货 6660 个，儿童 2563 个），其中 DTC 模式门店数达 6600 个（52%为 DTC 直营，48%为 DTC 加盟）。

展望未来： 1) DTC 将继续贡献 22H2 收入增长，预计下半年安踏主品牌收入有望同增 20%以上。我们认为至暗时刻已过，预计 2H 流水将较 1H 环比改善；2) DTC 直营门店零售运营效率具备优化空间，与中高单位数零售利润率的行业较优水平仍有距离；3) 品牌升级和渠道升级持续推进。安踏借助奥运营销资源、国家队同款科技实现品牌势能上升。按吊牌价计算，上半年鞋/服 ASP 分别较去年的 400 元/280 元提升至 435 元/310 元，500 元以上高价位跑鞋占比去年同期的 15%提升至 22%。目前主品牌整体店效达 27 万/月，核心门店店效达 50 万/月。

表 1：安踏集团零售流水增长

零售流水	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
安踏牌	+ 40-45%	+ 35-40%	+ 10-15%	+ 10-20%中段	+ 10-20%高段	-中单位数
大货	35-40%	+ 35%-40%	+低双位数	+ 10-15%	+ 中双位数	- 低双位数
KIDS	45-50%	+ 35%-40%	+低双位数	+ 25-30%低段	+ 20-25%	+ 低单位数
电商	60%+	45%+	+25%-30%	+ 30%-35%	+ 30%以上	+ 高单位数
FILA	+ 75-80%	+ 30-35%	+ 中单位数	+ 高单位数	+ 中单位数	-高单位数
大货	80%+	20%+	正增长	持平	NA	- 高双位数
KIDS	100%+	40%+	+ 低双位数	中双位数	+ 中双位数	- 中单位数
FUSION	150%+	80%+	+ 中双位数	低双位数	+ 20%	+ 高单位数
电商	40%+	40%+	+ 20%-25%	+ 25%-30%	电商占比 21-22%	
其他品牌	+ 115-120%	+ 70-75%	+ 35%-40%	+ 30%-35%	+ 40%-45%	+20-25%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

表 2：安踏主品牌收入分渠道增长（单位：百万元）

收入	2020H1	2020H2	FY2020	2021H1	2021H2	FY2021	2022H1
安踏牌	6777	8,972	15,749	10,578	13,434	24,012	13,360
YOY			-10%	56%	50%	52%	26%
DTC	0	1,463	1,463	3703	4,851	8,554	6640
占比		21.6%	9.3%	35.0%	45.9%	35.6%	50%
YOY					231.6%	484.7%	79%
电商	2,118	2,970	5,088	3,609	4,612	8,221	4569
占比	31.3%	43.8%	32.3%	34.1%	43.6%	34.2%	34%
YOY				70.4%	55.3%	61.6%	27%
传统批发	4,659	4,539	9,198	3,266	3,971	7,237	2151
占比	68.7%	67.0%	29.0%	30.9%	37.5%	29.0%	16%
YOY				-29.9%	-12.5%	-21.3%	-34%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

FILA 仍在调整期，但无需过于悲观，回到双位数增长轨道值得期待：

22H1 FILA 收入 107.8 亿元，同比-0.5%；折扣加深及生产成本上升致 FILA 毛利率同比 -3.7pp 至 68.6%；经营利润同比-22.8%至 24.3 亿元，经营利润率同比-6.5pp 至 22.5%，主要是由于线下较弱的零售环境带来的负经营杠杆。上半年集团主动对 FILA 进行了 1.5 亿库存减值，无需担忧下半年库存和折扣压力。展望未来：1)管理层指引下下半年 FILA 双位数增长，较 2Q 时动态管理的指引更清晰；2) 我们认为 FILA 重新回到双位数增长通道只是时间问题，看好其实现中长期 400-500 亿规模的目标。原因是：①基于 FILA 在中国运动时尚领域具有强品牌力及领导地位和安踏集团的顶级行业资源、现代化组织架构和执行力，集团成熟品牌在战略上犯大错误的概率极小。②随着 FILA 产品力提升、在具备品牌基因的专业领域发力(网球/女子/鞋等)、“三个顶级”战略的推进，我们认为 FILA 正走在正确的调整道路上。目前 FILA 的鞋占比已从 2019 年的 10+%提升至超 30%，可见管理层的强执行力。

户外小众赛道景气度高，其他品牌及 Amer 盈利能力提升超预期：

22H1 其他品牌收入 18.3 亿元，同比+29.9%，其中迪桑特收入+30%。其他品牌经营利润率同比提升 0.6pp 至 21.6%，其中迪桑特/可隆经营利润率分别提升至 25%/双位数。店效方面，尽管上半年部分一线城市经历了静默，但迪桑特/可隆的线下店效分别达 120 万/50 万，原因是迪桑特及可隆所对应的滑雪、高尔夫、徒步露营等小众赛道景气度较高，品牌坚持高端高质感定位，品牌在其领域暂无强大对手，品牌对于其目标客群具备显著吸引力。Amer 方面，22H1 合营公司收入同比+21.2%到 96.7 亿，大幅减亏。22H1 始祖鸟/威尔逊收入分别+25%/+30%。

展望未来：1)预计下半年迪桑特和 Kolon 有望继续维持 30%的收入增长；2) 未来迪桑

特和可隆预计将谨慎拓店，以高店效路线追求较好的效益和品牌调性。22 年底公司预计迪桑特维持 190-200 家店，可隆 180-190 家店。看好迪桑特在未来 2 年达成 50 亿品牌规模。3) 预计 22H2 亚玛芬有望实现扭亏，为集团贡献利润。

维持买入评级，给予目标价 116.0 港元：

我们的观点： DTC 如期推进体现公司强执行力。尽管 FILA 仍在调整期，但我们认为 FILA 回到重新回到双位数的增长通道只是时间问题，无需悲观。上半年零售环境的至暗时刻已过，安踏作为直营比例较高的企业，将显著受益于零售环境好转，预计公司下半年将实现收入和利润改善。我们预计 22E 至 24E 营收分别为 571/ 685/ 816 亿元，同比+15.7%/ +20.1%/ +19.0%；归母净利润分别为 82.9 / 103.2/ 126.3 亿元，同比+7.4%/ +24.5%/ +22.4%。给予目标价 116.0 港元，维持买入评级，目标价对应 23E PE 约 25 倍。

风险提示： 线下疫情反复、消费环境疲弱、行业竞争格局恶化、FILA 品牌调整不及预期等。

财务报表摘要

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	32,717	39,902	46,388	54,446	51,708
现金	15,323	17,592	23,050	29,982	26,012
定期存款	5,023	6,985	6,985	6,985	6,985
应收账款	3,731	3,296	3,560	3,844	4,152
存货	5,486	7,644	8,408	9,249	10,174
其他	3,154	4,385	4,385	4,385	4,385
非流动资产	19,150	22,766	23,741	24,825	26,029
物业、厂房及设备	2,184	2,853	3,138	3,452	3,797
有使用权资产	4,108	6,611	7,272	7,999	8,799
于合营公司的投资	9,658	9,027	9,027	9,027	9,027
无形资产	1,579	1,531	1,454	1,382	1,313
其他	1,621	2,744	2,849	2,965	3,093
资产总计	51,867	62,668	70,129	79,271	77,737
流动负债	11,715	15,943	16,369	16,826	17,316
短期借款	1,968	1,748	1,835	1,927	2,024
应付账款	2,376	3,146	3,303	3,468	3,642
租赁	1,273	2,237	2,237	2,237	2,237
应交税费	1,507	1,816	1,998	2,197	2,417
其他	4,591	6,996	6,996	6,996	6,996
非流动负债	14,328	15,062	15,709	16,479	17,396
长期借款	12,456	11,425	11,425	11,425	11,425
递延税项负债	527	655	721	793	872
其他	1,345	2,982	3,564	4,262	5,099
负债合计	26,043	31,005	32,078	33,305	34,711
股本	261	261	261	261	261
储备	23,752	28,662	34,464	41,685	37,896
少数股东权益	1,811	2,740	3,326	4,019	4,869
归属于母公司的所有者权益	24,013	28,923	34,725	41,946	38,157
负债及权益合计	51,867	62,668	70,129	79,271	77,737

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
除税前净利润	8,089	11,240	12,553	15,572	19,066
折旧摊销	2,132	3,214	1,966	2,082	2,290
财务费用	136	51	-57	-69	-82
营运资金变动	-2,212	-282	-729	-804	-887
已付所得税	-2,181	-2,677	-3,678	-4,563	-5,586
其它	1,494	315	4	73	69
经营活动现金流	7,458	11,861	10,058	12,291	14,870
投资活动现金流	-1,923	-4,669	-2,782	-3,055	-3,354
筹资活动现金流	1,229	-4,947	-1,818	-2,305	-15,486
现金净增加额	6,764	2,245	5,458	6,932	-3,970
现金期初金额	8,221	15,323	17,592	23,050	29,982
现金期末金额	15,323	17,592	23,050	29,982	26,012

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	35,512	49,328	57,081	68,539	81,577
营业成本	-14,861	-18,924	-21,895	-26,055	-30,877
毛利	20,651	30,404	35,187	42,485	50,700
销售费用	-10,766	-17,753	-20,835	-24,880	-29,531
管理费用	-2,122	-2,928	-3,482	-4,044	-4,731
其他收支净额	1,389	1,266	1,526	1,743	2,247
营业利润	9,152	10,989	12,396	15,304	18,684
财务费用净额	-462	332	57	69	82
分占合营公司损益	-601	-81	100	200	300
除税前溢利	8,089	11,240	12,553	15,572	19,066
所得税	-2,520	-3,021	-3,678	-4,563	-5,586
净利润	5,569	8,219	8,875	11,010	13,480
少数股东损益	407	499	586	694	849
归属于母公司净利润	5,162	7,720	8,289	10,316	12,630
EPS (元)	1.92	2.87	3.07	3.82	4.67

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性					
营业收入yoy	4.7%	38.9%	15.7%	20.1%	19.0%
营业利润yoy	5.3%	20.1%	12.8%	23.5%	22.1%
归母净利润yoy	-3.4%	49.6%	7.4%	24.5%	22.4%
盈利能力					
毛利率	58.2%	61.6%	61.6%	62.0%	62.1%
净利率	15.7%	16.7%	15.5%	16.1%	16.5%
归母净利率	14.5%	15.7%	14.5%	15.1%	15.5%
ROE	21.5%	26.7%	23.9%	24.6%	33.1%

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资产负债率	50.2%	49.5%	45.7%	42.0%	44.7%
负债权益比	1.1	1.1	0.9	0.8	0.9
流动比率	2.8	2.5	2.8	3.2	3.0
速动比率	2.3	2.0	2.3	2.7	2.4

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
存货周转天数	122	125	132	122	113
应收账款周转天数	39	26	22	19	18

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股收益	1.92	2.87	3.07	3.82	4.67
每股净资产	8.88	11.77	14.08	17.00	15.91

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
PE@94.9HKD	40.5	27.1	25.4	20.4	16.7
PB	8.8	6.6	5.5	4.6	4.9

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

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。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>