

买入

Q4 逆势中库存环比向好，23 年复苏曙光初现

安踏体育 (2020.HK)

2023-01-13 星期五

### 投资要点

目标价：**135.0 港元**  
 现价：112.0 港元  
 预计升幅：20.5%

#### ➤ Q4 安踏主品牌折扣和库销比环比维持，经营韧性凸显：

22Q4 安踏主品牌流水下滑高单位数，22 全年流水增长低单位数。其中 Q4 线下中双位数下滑，线上实现中单位数正增长。四季度折扣库存环比上季度维持稳定，在严峻环境下并未变差，库销比环比持平在 5 以上。**展望未来：①**安踏将坚持专业为本和品牌向上，以奥运科技引领商品科技专业化，采取稳老拓新策略并提升中高端产品比例；**②**渠道拓迁，疫情以来安踏品牌在高线城市黄金商圈的议价力有显著提升；**③**DTC 零售效率仍有较大提升空间。

### 重要数据

日期	2023/01/13
收盘价 (港元)	112.0
总股本 (亿股)	27.1
总市值 (亿港元)	3,039.3
净资产 (亿港元)	407.4
总资产 (亿港元)	752.4
52 周高低 (港元)	134.2/67.8
每股净资产 (港元)	13.64

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

#### ➤ Q4 FILA 电商表现出色，库销比环比改善，展现集团零售管理能力：

22Q4 FILA 流水下滑低双位数，22 全年下滑低单位数。其中 Q4 大货/儿童/潮牌均分别录得-中双位数/-低双位数/+高单位数的同比变动。电商延续上季度亮眼表现，22Q3/Q4 线上分别同增 60%/+40%+。库存环比改善，Q4 库销比约 7 倍，原因是供应端订单调整及线上强劲表现。不利的零售环境下 FILA 能实现库存环比改善，公司经营能力再获验证。全渠道折扣有小幅加深，维持稳定。**展望未来：①**优化产品组合(如功能性鞋/高尔夫/网球)、提升门店效率及重视线上渠道、稳健增长的运动休闲市场构成了 FILA 增长动力；**②**中高端运动休闲领域仍未看见强劲的主要竞争者，看好 FILA 重焕蓬勃增长。

### 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%

#### ➤ 其他品牌受益于户外运动参与度提升，Q4 逆势保持正增长：

其他品牌 22Q4 录得低双位数同比增长（其中迪桑特+低双位数，Kolon+高单位数），22 全年录得 20%-25% 同比增长。Q4 严峻的零售环境下，一线城市受疫情冲击，其他品牌库销比环比略增但可控；折扣率基本维持，其中迪桑特约为 9 折，Kolon 综合折扣 7-8 折。

### 相关报告

安踏 (2020.HK) 更新报告：22Q3 经营符合预期，中短期保持谨慎乐观  
 -20221019

#### ➤ 维持买入评级，给予目标价 135.0 港元：

**我们的观点：**尽管 22Q4 零售环境经历了剧烈波动，但安踏集团展现出强大的经营韧性，安踏/FILA 库销比分别环比维持/环比改善，且折扣环比稳定。良好的库存管控为 2023 年复苏打下坚实基础，尽管 23Q1 仍有疫情反复/同期冬奥高基数等不确定性，Q1 库存健康度是优先目标，预计二季度有望迎来显著复苏。预计 22E 至 24E 营收分别为 532.7/ 615.1/ 720.9 亿元，同比+8.0%/+15.5%/+17.2%；归母净利润分别为 71.1/ 90.1/ 111.3 亿元，同比-8%/+27%/+24%。目标价 135.0 港元，维持买入评级，目标价对应 23E PE 35 倍。

### 研究部

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

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	35,512	49,328	53,266	61,511	72,086
同比增长 (%)	4.7%	38.9%	8.0%	15.5%	17.2%
毛利率	58.2%	61.6%	60.6%	62.0%	62.6%
归母净利润	5,162	7,720	7,114	9,007	11,132
同比增长 (%)	-3.4%	49.6%	-7.8%	26.6%	23.6%
归母净利润率	14.5%	15.7%	13.4%	14.6%	15.4%
EPS (人民币)	1.92	2.87	2.63	3.33	4.12
PE@112.0 HKD	52.5	35.1	38.3	30.3	24.5

数据来源：wind、公司公告、国元证券经纪（香港）预测

## 报告正文

### ► Q4 安踏主品牌折扣和库销比环比维持，经营韧性凸显：

22Q4 安踏主品牌流水下滑高单位数，22 全年流水增长低单位数。其中 Q4 线下中双位数下滑，线上实现中单位数正增长。四季度折扣库存环比上季度维持稳定，在严峻环境下并未变差，库销比环比持平在 5 以上。**展望未来：**①安踏将坚持专业为本和品牌向上，以奥运科技引领商品科技专业化，采取稳老拓新策略并提升中高端产品比例；②渠道拓迁，疫情以来安踏品牌在高线城市黄金商圈的议价力有显著提升；③DTC 零售效率仍有较大提升空间。

表 1：安踏集团零售流水增长

零售流水	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
<b>安踏牌</b>	<b>+ 10-15%</b>	<b>+ 10-20%中段</b>	<b>+ 10-20%高段</b>	<b>- 中单位数</b>	<b>+ 中单位数</b>	<b>- 高单位数</b>
大货	+低双位数	+ 10-15%	+ 中双位数	- 低双位数	+中单位数	-中单位数
KIDS	+低双位数	+ 25-30%低段	+ 20-25%	+ 低单位数	+高单位数	-低至中双
电商	+25%-30%	+ 30%-35%	+ 30%以上	+ 高单位数	+高单位数	+中单位数
<b>FILA</b>	<b>+ 中单位数</b>	<b>+ 高单位数</b>	<b>+ 中单位数</b>	<b>- 高单位数</b>	<b>+10%-15%</b>	<b>- 10-20%低段</b>
大货	正增长	持平	NA	- 高双位数	+中单位数	-中双位数
KIDS	+ 低双位数	中双位数	+ 中双位数	- 中单位数	+双位数	-低双位数
FUSION	+ 中双位数	低双位数	+ 20%	+ 高单位数	+20%以上	+高单位数
电商	+ 20%-25%	+ 25%-30%	电商占比 21-22%	/	+60%以上	+40%
<b>其他品牌</b>	<b>+ 35%-40%</b>	<b>+ 30%-35%</b>	<b>+ 40%-45%</b>	<b>+20-25%</b>	<b>+40-45%</b>	<b>+低双位数</b>
<b>库销比</b>	<b>2021Q3</b>	<b>2021Q4</b>	<b>2022Q1</b>	<b>2022Q2</b>	<b>2022Q3</b>	<b>2022Q4</b>
<b>安踏牌</b>	5 个月	略低于 5 个月	维持 5	略超 5 个月	略超 5	5+, 环比维持
<b>FILA 牌</b>	6-7 个月	6-7 个月	6-7 个月	7-8 个月	7-8 个月	约 7, 环比改善

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### ► Q4 FILA 电商表现出色，库销比环比改善，展现集团零售管理能力：

22Q4 FILA 流水下滑低双位数，22 全年下滑低单位数。其中 Q4 大货/儿童/潮牌均分别录得-中双位数/-低双位数/+高单位数的同比变动。电商延续上季度亮眼表现，22Q3/ Q4 线上分别同增 60%+/ 40%+。库存环比改善，Q4 库销比约 7 倍，原因是供应端订单调整及线上强劲表现。不利的零售环境下 FILA 能实现库存环比改善，公司经营能力再获验证。全渠道折扣有小幅加深，维持稳定。

**展望未来：**①优化产品组合(如功能性鞋/高尔夫/网球)、提升门店效率及重视线上渠道、稳健增长的运动休闲市场构成了 FILA 增长动力；②中高端运动休闲领域仍未看见强劲的主要竞争者，看好 FILA 重焕蓬勃增长。

➤ **其他品牌受益于户外运动参与度提升，Q4 逆势保持正增长：**

其他品牌 22Q4 录得低双位数同比增长（其中迪桑特+低双位数，Kolon+高单位数），22 全年录得 20%-25% 同比增长。Q4 严峻的零售环境下，一线城市受疫情冲击，其他品牌库销比环比略增但可控；折扣率基本维持，其中迪桑特约为 9 折，Kolon 综合折扣 7-8 折。

➤ **维持买入评级，给予目标价 135.0 港元：**

**我们的观点：**尽管 22Q4 零售环境经历了剧烈波动，但安踏集团展现出强大的经营韧性，安踏/FILA 库销比分别环比维持/环比改善，且折扣环比稳定。良好的库存管控为 2023 年复苏打下坚实基础，尽管 23Q1 仍有疫情反复/同期冬奥高基数等不确定性，Q1 库存健康度是优先目标，预计二季度有望迎来显著复苏。预计 22E 至 24E 营收分别为 532.7/615.1/720.9 亿元，同比+8.0%/+15.5%/+17.2%；归母净利润分别为 71.1/90.1/111.3 亿元，同比-8%/+27%/+24%。目标价 135.0 港元，维持买入评级，目标价对应 23E PE 35 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、DTC 效率提升不及预期等。

**财务报表摘要**

资产负债表		单位：百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>32,717</b>	<b>39,902</b>	<b>45,483</b>	<b>52,536</b>	<b>50,148</b>	
现金	15,323	17,592	22,145	28,073	24,452	
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	
<b>非流动资产</b>	<b>19,150</b>	<b>22,766</b>	<b>23,741</b>	<b>24,825</b>	<b>26,029</b>	
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	
<b>资产总计</b>	<b>51,867</b>	<b>62,668</b>	<b>69,224</b>	<b>77,362</b>	<b>76,177</b>	
<b>流动负债</b>	<b>11,715</b>	<b>15,943</b>	<b>16,369</b>	<b>16,826</b>	<b>17,316</b>	
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	
<b>非流动负债</b>	<b>14,328</b>	<b>15,062</b>	<b>15,709</b>	<b>16,479</b>	<b>17,396</b>	
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	
<b>负债合计</b>	<b>26,043</b>	<b>31,005</b>	<b>32,078</b>	<b>33,305</b>	<b>34,711</b>	
股本	261	261	261	261	261	
储备	23,752	28,662	33,642	39,947	36,608	
少数股东权益	1,811	2,740	3,243	3,848	4,597	
归属于母公司的所有者权益	24,013	28,923	33,903	40,208	36,869	
<b>负债及权益合计</b>	<b>51,867</b>	<b>62,668</b>	<b>69,224</b>	<b>77,362</b>	<b>76,177</b>	

现金流量表		单位：百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>除税前净利润</b>	<b>8,089</b>	<b>11,240</b>	<b>10,805</b>	<b>13,733</b>	<b>16,973</b>	
折旧摊销	2,132	3,214	1,966	2,082	2,290	
财务费用	136	51	-53	-141	-144	
营运资金变动	-2,212	-282	-729	-804	-887	
已付所得税	-2,181	-2,677	-3,187	-4,120	-5,092	
其它	1,494	315	4	73	69	
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,458</b>	<b>11,861</b>	<b>8,804</b>	<b>10,822</b>	<b>13,209</b>	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,923</b>	<b>-4,669</b>	<b>-2,786</b>	<b>-2,982</b>	<b>-3,291</b>	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,229</b>	<b>-4,947</b>	<b>-1,465</b>	<b>-1,912</b>	<b>-13,538</b>	
现金净增加额	6,764	2,245	4,553	5,928	-3,621	
现金期初金额	8,221	15,323	17,592	22,145	28,073	
现金期末金额	15,323	17,592	22,145	28,073	24,452	

利润表		单位：百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	<b>35,512</b>	<b>49,328</b>	<b>53,266</b>	<b>61,511</b>	<b>72,086</b>	
营业成本	-14,861	-18,924	-20,985	-23,355	-26,932	
毛利	20,651	30,404	32,282	38,155	45,154	
销售费用	-10,766	-17,753	-19,442	-22,328	-26,095	
管理费用	-2,122	-2,928	-3,196	-3,691	-4,325	
其他收支净额	1,389	1,266	1,028	1,255	1,795	
<b>营业利润</b>	<b>9,152</b>	<b>10,989</b>	<b>10,671</b>	<b>13,391</b>	<b>16,528</b>	
财务费用净额	-462	332	53	141	144	
分占合营公司损益	-601	-81	80	200	300	
<b>除税前溢利</b>	<b>8,089</b>	<b>11,240</b>	<b>10,805</b>	<b>13,733</b>	<b>16,973</b>	
所得税	-2,520	-3,021	-3,187	-4,120	-5,092	
净利润	5,569	8,219	7,617	9,613	11,881	
少数股东损益	407	499	503	606	748	
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5,162</b>	<b>7,720</b>	<b>7,114</b>	<b>9,007</b>	<b>11,132</b>	
<b>EPS (元)</b>	<b>1.92</b>	<b>2.87</b>	<b>2.63</b>	<b>3.33</b>	<b>4.12</b>	

主要财务比率		单位：%				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>成长性</b>						
营业收入yoy	4.7%	38.9%	8.0%	15.5%	17.2%	
营业利润yoy	5.3%	20.1%	-2.9%	25.5%	23.4%	
归母净利润yoy	-3.4%	49.6%	-7.8%	26.6%	23.6%	
<b>盈利能力</b>						
毛利率	58.2%	61.6%	60.6%	62.0%	62.6%	
净利率	15.7%	16.7%	14.3%	15.6%	16.5%	
归母净利润率	14.5%	15.7%	13.4%	14.6%	15.4%	
ROE	21.5%	26.7%	21.0%	22.4%	30.2%	

偿债能力		单位：%				
资产负债率	50.2%	49.5%	46.3%	43.1%	45.6%	
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	3.1	2.9	
速动比率	2.3	2.0	2.3	2.6	2.3	

营运能力		单位：天				
存货周转天数	122	125	138	136	130	
应收账款周转天数	39	26	23	22	20	

每股资料 (元)		单位：元				
每股收益	1.92	2.87	2.63	3.33	4.12	
每股净资产	8.88	11.77	13.74	16.30	15.33	

估值比率		单位：倍				
PE@112.0HKD	50.2	33.6	36.6	28.9	23.4	
PB	10.8	8.2	7.0	5.9	6.3	

# 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。本报告清晰准确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>