

买入

全年业绩超预期，期待23年盈利能力持续增强

安踏体育 (2020.HK)

2023-03-27 星期一

投资要点

目标价：**138.0 港元**
 现价：113.0 港元
 预计升幅：22.1%

➤ **全年业绩超预期，22H2 逆势下安踏主品牌经营利润率仍实现同比提升：**

2022 安踏集团全年收入同比+8.8%至 536.5 亿元，主要受安踏 DTC 转型及电商渠道增长驱动。归母净利润同比-1.7%至 75.9 亿元，归母净利润率同比-1.6pp 至 14.1%。净利润好于预期，主要原因在于 22 年集团执行严格有力的成本控制措施以及政府补贴增加。分品牌看，22 全年安踏/FILA/其他品牌的流水分别+低单位数/-低单位数/+20~25%，安踏/FILA/其他品牌的收入分别+15.5%/-1.4%/+26.1%。其中安踏主品牌的收入与流水的差距在于 DTC 转型。

重要数据

日期	2023/03/24
收盘价 (港元)	113.00
总股本 (亿股)	27.1
总市值 (亿港元)	3,066.4
净资产 (亿港元)	423.6
总资产 (亿港元)	774.6
52 周高低 (港元)	125.3/67.8
每股净资产 (港元)	14.2

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **开年以来动销表现稳健，库存改善，全年指引信心充足：**

安踏和 FILA 品牌在 1-2 月流水录得正增长，其中 FILA 好于安踏，达成情况好于集团预期。全年目标信心充足——安踏及 FILA 品牌 23 年零售流水目标为双位数增长。库销比显著改善，原因是开年良好的动销去化了部分库存、以及去年集团策略性地谨慎对待 22Q3 至 23Q1 的新产品订单。截至 2 月末，安踏和 FILA 的库销比进一步改善至 5 以下 (22Q4 安踏/FILA 库销比约为 5 倍以上/7 倍左右)。同比角度，FILA 库销比同比改善，安踏牌在去年冬奥较强的动销基数下仍实现同比持平。

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	5.93%
安达投资资本有限公司	4.26%
Hemin Holdings	3.11%
Shine Well	0.35%

➤ **伴随流水恢复，较高直营占比及有力库存管控为盈利修复带来确定性：**

我们认为 2023 年安踏集团的利润率修复的确定性在于：(1) 良好的经营环境和流水增长将产生正向经营杠杆，安踏集团直营占比较高，终端零售修复能快速反映至报表；(2) 有力的库存管控以及此前的降本增效举措，以及 22 年高线城市受疫情影响导致低基数，为利润率修复打下坚实基础。22 年租金等渠道费用的谈判缓解了利润率的压力，多品牌运营的安踏集团具备强大的议价能力；(3) 相较疫情前，其他品牌的规模和利润率大幅提升，Amer 有望进入收获阶段，22 年 Amer 首次产生正的利润贡献。

相关报告

安踏体育 (2020.HK) 更新报告: Q4 逆势中库存环比向好，23 年复苏曙光初现-20230113

➤ **维持买入评级，给予目标价 138.0 港元：**

我们的观点：我们认为较高的直营占比及有力的库存管控，为安踏集团盈利修复带来确定性，看好集团多品牌运营及全球化潜力。预计 23E 至 25E 营收分别为 627.0/721.0/821.2 亿元，同比+16.9%/+15.0%/+13.9%；归母净利润分别为 94.5/111.4/130.4 亿元，同比+24.5%/+17.9%/17.0%。目标价 138.0 港元，维持买入评级，目标价对应 24E PE 29 倍。

研究部

姓名：何丽敏
 SFC: BTG784
 电话：0755-82846267
 Email: helm@gyzq.com.hk

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	49,328	53,651	62,704	72,099	82,116
同比增长 (%)	38.9%	8.8%	16.9%	15.0%	13.9%
毛利率	61.6%	60.2%	61.6%	62.2%	62.8%
归母净利润	7,720	7,590	9,447	11,141	13,039
同比增长 (%)	49.6%	-1.7%	24.5%	17.9%	17.0%
归母净利润率	15.7%	14.1%	15.1%	15.5%	15.9%
EPS (人民币)	2.87	2.82	3.49	4.12	4.82
PE@113.0 HKD	34.3	34.9	28.1	23.9	20.4

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

► 全年业绩超预期，22H2 逆势下安踏主品牌经营利润率仍实现同比提升：

2022 安踏集团全年收入同比+8.8%至 536.5 亿元，主要受安踏 DTC 转型及电商渠道增长驱动。归母净利润同比-1.7%至 75.9 亿元，归母净利润率同比-1.6pp 至 14.1%。净利润好于预期，主要原因在于 22 年集团执行严格有力的成本管控措施以及政府补贴增加（22H2 安踏主品牌逆势下 OPM 仍同比提升 0.7pp 至 20.8%，带动 2H 集团 OPM 同比提升 0.4pp 至 19.6%；政府补贴由去年同期的 1.16 亿元增加至 1.9 亿元）。

分品牌看，22 全年安踏/FILA/其他品牌的流水分别+低单位数/-低单位数/+20 至 25%，安踏/FILA/其他品牌的收入分别+15.5%/-1.4%/+26.1%，其中安踏主品牌的流水与收入的差距在于 DTC 转型，直营占比提升。2022 年末，安踏品牌 DTC 模式门店数从 21 年末的 6,000 个上升至 7,200 个，其中 22 年末 DTC 直营门店数占比大致持平至 51%。

盈利能力方面，安踏由于 DTC 转型毛利率有所提升，FILA 品牌由于疫情下折扣加深及负的经营杠杆导致全年利润率承压，其他品牌受益于户外运动市场高景气而实现收入及利润率的扩张。毛利率方面，全年安踏/FILA/其他品牌的毛利率分别为 53.6%/66.4%/71.8%，同比变动幅度分别为+1.5pp/-4.2pp/+0.8pp。经营利润率方面，全年安踏/FILA/其他品牌的经营利润率分别为 21.4%/20.0%/20.6%，同比变动幅度分别为持平/-4.5pp/+2.2pp。费用方面，全年研发费用同比大致持平至 2.4%，广宣费用同比-2.1pp 至 10.3%，广告支出占比下降及租金谈判抵消了流水承压带来的利润率压力。

表 1：安踏集团零售流水增长

零售流水	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
安踏牌	+ 10-15%	+ 10-20%中段	+ 10-20%高段	-中单位数	+中单位数	-高单位数
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
FILA	+ 中单位数	+ 高单位数	+ 中单位数	-高单位数	+10%-15%	- 10-20%低段
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%
其他品牌	+ 35%-40%	+ 30%-35%	+ 40%-45%	+20-25%	+40-45%	+低双位数
库销比	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
安踏牌	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
FILA 牌	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

2022 全年流水变动：安踏品牌流水 +低单位数，FILA 品牌流水 -低单位数，其他品牌 +20 至 25%。

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

表 2：安踏集团 2022 年业绩摘要

摘要	年度		上半年		下半年	
	2021	2022	2021H1	2022H1	2021H2	2022H2
安踏品牌	24,012	27,723	10,578	13,360	13,434	14,363
yoy	52%	15%	56%	26%	50%	7%
占比	49%	52%	46%	51%	51%	52%
FILA品牌	21,822	21,523	10,827	10,777	10,995	10,746
yoy	25%	-1%	51%	0%	7%	-2%
占比	44%	40%	47%	42%	41%	39%
其他	3,494	4,405	1,407	1,828	2,087	2,577
yoy	51%	26%	90%	30%	33%	23%
占比	7%	8%	6%	7%	8%	9%
总收入	49,328	53,651	22,812	25,965	26,516	27,686
yoy	39%	9%	56%	14%	27%	4%
毛利率	61.6%	60.2%	63.2%	62.0%	60.3%	58.5%
安踏品牌	52.2%	53.6%	52.8%	55.1%	51.7%	52.3%
FILA品牌	70.5%	66.4%	72.3%	68.6%	68.8%	64.1%
所有其他品牌	71.0%	71.8%	70.4%	74.2%	71.4%	70.1%
销售费用率	36.0%	36.6%	33.1%	36.3%	38.5%	36.8%
管理费用率	5.9%	6.7%	5.6%	6.6%	6.2%	6.8%
经营利润率	22.3%	20.9%	25.9%	22.3%	19.2%	19.6%
安踏品牌	21.4%	21.4%	23.1%	22.0%	20.1%	20.8%
FILA品牌	24.5%	20.0%	29.0%	22.5%	20.0%	17.4%
所有其他品牌	18.4%	20.6%	21.0%	21.6%	16.7%	19.9%
经营利润	10,989	11,230	5,905	5,792	5,084	5,438
yoy	20.1%	2.2%	62.1%	-1.9%	-7.7%	7.0%
安踏品牌	5,145	5,925	2,447	2,942	2,698	2,983
yoy	13.7%	15.2%	31.7%	20.2%	1.1%	10.6%
FILA品牌	5,339	4,301	3,143	2,426	2,196	1,875
yoy	18.8%	-19.4%	78.0%	-22.8%	-19.5%	-14.6%
所有其他品牌	644	907	295	395	349	512
yoy	230.3%	40.8%	1452.6%	33.9%	98.3%	46.7%
分占合营公司溢利/亏损	-81	28	-346	-178	265	206
归母净利润	7,720	7,590	3,840	3,588	3,880	4,002
yoy	50%	-2%	131.6%	-6.6%	10.7%	3.1%
归母净利润率	15.7%	14.1%	16.8%	13.8%	14.6%	14.5%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

安踏以专业科技驱动品牌向上，FILA 持续贯彻三个顶级策略及提升专业运动商品：

安踏品牌持续强化专业认知，提升品牌价值。2022 年冬奥后，安踏成为奥运关联度第一品牌，目前奥运科技产品占流水达 20%，核心科技及氮科技产品占 10%。定价策略上，集团将强化在二三线城市性价比的优势巩固大众市场，常青产品毛利率保持稳定；并通过逐步加强产品科技含量及运用品牌与奥运的关联度，延伸高端功能性产品布局。FILA 品牌坚定“顶级商品、顶级渠道、顶级品牌”的策略，挖掘高尔夫和网球等品牌基因，提升鞋和专业运动占比。2022 年 FILA 大货的鞋流水同比增长 10%，专业运动服装占比提升至 30%；目前 FILA 潮牌已完成商品及定位重塑。

Amer 的 5 个十亿欧元战略目标稳步推进，体现集团的强执行力及运营把控能力。2022 年 Amer 收入同比增长 22%，其中 Amer 中国收入同比+42%；三个品牌中 Salomon 已达成 10 亿欧元目标，Arcteryx 和 Wilson 规模已超 9 亿欧；Amer 中直营模式收入已超 10 亿欧，DTC 占比达 29%；目前中国市场在 Amer 全球收入的占比约 15%，未来随着中国市场占比的提升，有望达成亚玛芬中国市场 10 亿欧元的目标。

展望 23 年，伴随流水恢复，较高的直营占比及有力的库存管控为盈利修复带来确定性：

开年以来动销表现稳健，库存管控出色，全年指引信心充足。安踏和 FILA 品牌在 1-2 月流水录得正增长，其中 FILA 好于安踏，各项零售指标达成好于集团预期。全年目标信心充足——安踏及 FILA 品牌 23 年零售流水目标为双位数增长。库销比显著改善，主要原因是：开年良好的动销去化了部分库存、以及去年集团策略性地谨慎对待 22Q3 至 23Q1 的新产品订单。截至 2 月末，安踏和 FILA 品牌库销比进一步改善至 5 以下(22Q4 安踏/FILA 库销比约为 5 倍以上/7 倍左右)，从同比的角度，FILA 库销比同比改善，安踏牌在去年冬奥较强的动销基数下仍实现同比持平。二月底时很多夏季新品尚未上市，一般而言季末的正常库销水平为安踏 5，FILA 约 5-6 倍。

我们认为 2023 年安踏集团的利润率修复的确定性在于：（1）良好的经营环境和流水增长将产生正的经营杠杆，安踏集团直营占比较高，终端零售修复能快速反映至报表；

（2）有力的库存管控以及此前的降本增效举措，以及 22 年高线城市受到疫情影响导致的低基数，利润率修复打下坚实基础。22 年租金等渠道费用的谈判缓解了利润率的压力，多品牌运营的安踏集团具备强大的议价能力，预计 23 年仍会持续进行核心商场的渠道费用谈判。（3）相较疫情前，其他品牌的规模和利润率大幅提升，Amer 有望进入收获阶段，22 年 Amer 首次产生正的利润贡献。

➤ **維持買入評級，給予目標價 138.0 港元：**

我們的觀點：我們認為較高的直營占比及有力的庫存管控，為安踏集團盈利修復帶來確定性，看好集團多品牌運營及全球化潛力。預計 23E 至 25E 營收分別為 627.0/ 721.0 / 821.2 億元，同比+16.9%/ +15.0%/ +13.9%；歸母淨利潤分別為 94.5 / 111.4 / 130.4 億元，同比+24.5%/ +17.9%/ 17.0%。目標價 138.0 港元，維持買入評級，目標價對應 24E PE 29 倍。

風險提示：消費環境疲弱、行業競爭格局惡化、DTC 效率提升不及預期等。

财务报表摘要

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	39,902	42,596	49,362	57,267	66,446
现金	17,592	17,378	22,908	29,543	37,324
定期存款	6,985	10,305	10,305	10,305	10,305
应收账款	3,296	2,978	3,365	3,702	4,072
存货	7,644	8,490	9,339	10,273	11,300
其他	4,385	3,445	3,445	3,445	3,445
非流动资产	22,766	26,599	27,836	29,208	30,727
物业、厂房及设备	2,853	3,716	4,088	4,496	4,946
有使用权资产	6,611	8,015	8,817	9,698	10,668
于合营公司的投资	9,027	9,343	9,343	9,343	9,343
无形资产	1,531	1,480	1,406	1,336	1,269
其他	2,744	4,045	4,183	4,334	4,501
资产总计	62,668	69,195	77,198	86,475	97,173
流动负债	15,943	26,207	27,446	28,736	30,064
短期借款	1,748	12,198	12,808	13,448	14,121
应付账款	3,146	2,750	3,163	3,574	3,967
租赁	2,237	2,867	2,867	2,867	2,867
应交税费	1,816	2,169	2,386	2,624	2,887
其他	6,996	6,223	6,223	6,223	6,223
非流动负债	15,062	5,149	6,006	7,027	8,245
长期借款	11,425	492	492	492	492
递延税项负债	655	691	760	836	920
其他	2,982	3,966	4,754	5,699	6,833
负债合计	31,005	31,356	33,452	35,763	38,309
股本	261	262	262	262	262
储备	28,662	34,138	39,334	45,461	52,632
少数股东权益	2,740	3,439	4,150	4,989	5,970
归属于母公司的所有者权益	28,923	34,400	39,596	45,723	52,894
负债及权益合计	62,668	69,195	77,198	86,475	97,173

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除税前净利润	11,240	11,355	14,011	16,523	19,338
折旧摊销	3,260	4,415	2,346	2,581	2,839
财务费用	51	-98	-144	-144	-164
营运资金变动	-282	-1,598	-675	-696	-825
已付所得税	-2,677	-3,046	-3,853	-4,544	-5,318
其它	269	1,119	74	70	67
经营活动现金流	11,861	12,147	11,758	13,790	15,937
投资活动现金流	-4,669	-4,774	-3,375	-3,727	-4,094
筹资活动现金流	-4,947	-7,841	-2,854	-3,428	-4,061
现金净增加额	2,245	-468	5,530	6,635	7,782
现金期初金额	15,323	17,592	17,378	22,908	29,543
现金期末金额	17,592	17,378	22,908	29,543	37,324

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	49,328	53,651	62,704	72,099	82,116
营业成本	-18,924	-21,333	-24,106	-27,221	-30,518
毛利	30,404	32,318	38,598	44,878	51,598
销售费用	-17,753	-19,629	-22,824	-26,100	-29,726
管理费用	-2,928	-3,587	-3,950	-4,326	-4,927
其他收支净额	1,266	2,128	1,894	1,726	1,929
营业利润	10,989	11,230	13,717	16,179	18,874
财务费用净额	332	97	144	144	164
分占合营公司损益	-81	28	150	200	300
除税前溢利	11,240	11,355	14,011	16,523	19,338
所得税	-3,021	-3,110	-3,853	-4,544	-5,318
净利润	8,219	8,245	10,158	11,979	14,020
少数股东损益	499	655	711	839	981
归属于母公司净利润	7,720	7,590	9,447	11,141	13,039
EPS (元)	2.87	2.82	3.49	4.12	4.82

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性					
营业收入yoy	38.9%	8.8%	16.9%	15.0%	13.9%
营业利润yoy	20.1%	2.2%	22.1%	17.9%	16.7%
归母净利润yoy	49.6%	-1.7%	24.5%	17.9%	17.0%
盈利能力					
毛利率	61.6%	60.2%	61.6%	62.2%	62.8%
净利率	16.7%	15.4%	16.2%	16.6%	17.1%
归母净利率	15.7%	14.1%	15.1%	15.5%	15.9%
ROE	26.7%	22.1%	23.9%	24.4%	24.7%

资产负债率	49.5%	45.3%	43.3%	41.4%	39.4%
负债权益比	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
流动比率	2.5	1.6	1.8	2.0	2.2
速动比率	2.0	1.3	1.5	1.6	1.8

存货周转天数	125	136	133	130	127
应收账款周转天数	26	21	18	18	17

每股收益	2.87	2.82	3.49	4.12	4.82
每股净资产	11.77	14.05	16.18	18.75	21.76

PE@113.0HKD	34.3	34.9	28.1	23.9	20.4
PB	8.4	7.0	6.1	5.2	4.5

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>