

买入

二季度零售流水健康增长，看好利润弹性展现

安踏体育 (2020.HK)

2023-07-20 星期四

投资要点

目标价: **113.0 港元**
 现价: 82.95 港元
 预计升幅: 36.2%

➤ **Q2 安踏主品牌保持健康增长，品牌向上、渠道升级及 DTC 转型仍在路上，变革动作有望于 23Q4 逐步体现：**

23Q2 安踏主品牌流水录得高单位数增长。其中 Q2 大货线下/儿童线下/电商分别录得高单/高单/中单增长。二季度库销比环比进一步改善，维持 5 以下；由于去年同期高波动环境下折扣控制较好，Q2 折扣环比改善，同比略微加深。

展望未来：①品牌向上、渠道升级及 DTC 转型仍在路上，DTC 零售效率具备潜力。过往 2 年疫情致安踏渠道升级步伐受阻，公司从产品及渠道发力，高端鞋产品进一步提升性能及上探价位（如 799/1000+ 价格），渠道端预计安踏将加速进入一二线城市核心商圈，在低线城市维持品牌曝光及地位，稳老拓新，进一步推进 DTC 转型。**②**徐先生任安踏品牌总裁后，从品牌/商品等多层面推进了系列变革，预计该变革动作带来的正向效应有望于 23Q4 逐步体现。变革动作包括安踏篮球签约欧文、商品层面调整及增强产品系列延续性、侧重品牌层面提升势能（过往更偏重销售及零售层面）、提前布局奥运营销等。

重要数据

日期	2023/07/19
收盘价 (港元)	82.95
总股本 (亿股)	28.3
总市值 (亿港元)	2,349.7
净资产 (亿港元)	423.6
总资产 (亿港元)	774.6
52 周高低 (港元)	124.30/67.31
每股净资产 (港元)	14.2

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	42.40%
安达控股国际有限公司	5.68%
安达投资资本有限公司	4.08%
Shine Well	0.33%

相关报告

安踏体育 (2020.HK) 更新报告: 全年业绩超预期，期待 23 年盈利能力持续增强-20230327

➤ **FILA 加速回暖，零售指标改善，预计正向经营杠杆或为利润带来弹性：**低基数效应下，FILA Q2 零售流水同比增高双位数 (23Q1+高单位数，23H1+中双位数)。其中 Q2 大货/儿童/潮牌 (含线上线下) 分别录得 20%/中双位数/低双位数的同比增长。零售指标环比 Q1 持续改善，Q2 库销比 < 5，线下综合折扣环比及同比改善约 1pp。**展望全年：**随着门店运营正常化、折扣改善以及零售回暖，考虑到 FILA 为全直营模式，正向经营杠杆有望带来利润弹性。

➤ **迪桑特和可隆品牌表现出色，增长动能强劲，Amer 经营持续改善：**其他品牌于 23Q2 录得 70% 至 75% 的同比增长 (其中迪桑特增长 6 成以上，Kolon 接近 100% 增长)，延续 Q1 高增趋势。展望全年，对于高速增长的其他品牌，经营利润率具备较好的提升潜力。

➤ **维持买入评级，给予目标价 113.0 港元：**

我们的观点：在本土运动品牌商中，安踏多品牌策略对不同层级的消费市场有较好覆盖。考虑到集团直营比例较高，23 年零售运营正常化有望带来较好利润弹性。预计 23E 至 25E 营收分别为 622.8/713.8/813.3 亿元，同比+16.1%/+14.6%/+13.9%；归母净利润分别为 95.6/110.0/129.1 亿元，同比+26%/+15%/+17%。目标价 113.0 港元，维持买入评级，目标价对应 24E PE 25 倍。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	49,328	53,651	62,282	71,381	81,334
同比增长 (%)	38.9%	8.8%	16.1%	14.6%	13.9%
毛利率	61.6%	60.2%	61.8%	62.7%	63.4%
归母净利润	7,720	7,590	9,562	11,001	12,905
同比增长 (%)	49.6%	-1.7%	26%	15%	17%
归母净利润率	15.7%	14.1%	15.4%	15.4%	15.9%
EPS (人民币)	2.87	2.82	3.54	4.07	4.77
PE@82.95 HKD	26.3	26.8	21.3	18.6	15.8

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

研究部

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

報告正文

➤ Q2 安踏主品牌保持健康增長，品牌及產品動作有望於 23Q4 逐步體現：

23Q2 及 23H1 安踏主品牌流水分別錄得高單位數/中單位數增長。其中 Q2 大貨線下/兒童線下/電商分別錄得高單位數/高單位數/中單位數的增長。二季度庫銷比環比進一步改善，維持在 5 以下的水平；由於去年同期高波動環境下折扣控制較好，23Q2 折扣環比改善 1pp，同比略微加深 2-3pp。

展望未來：①品牌向上、渠道升級及 DTC 轉型仍在路上，DTC 零售效率具備潛力。

過往 2 年疫情致安踏渠道升級步伐受阻，公司從產品及渠道發力，高端鞋產品進一步提升性能及上探價位（如 799/1000+ 價格），渠道端預計安踏將加速進入一二線核心商圈，在低線城市維持品牌曝光及地位，穩老拓新，進一步推進 DTC 轉型。②徐先生任安踏品牌總裁後，從品牌/商品等多層面推進了系列變革，預計該變革動作帶來的正向效應有望於 23Q4 逐步體現。安踏主品牌變革動作包括安踏籃球簽約歐文、商品層面調整及增強產品系列延續性、側重品牌層面提升勢能（過往更偏重銷售及零售層面）、提前布局奧運營銷等。

➤ Q2 FILA 加速回暖，零售指標持續改善，預計正向的經營槓桿或為利潤帶來彈性：

低基數效應下，FILA 較上季度增長提速，Q2 錄得高雙位數的零售流水同比增長（23Q1 增長高單位數，23H1 增長中雙位數）。其中 Q2 大貨/兒童/潮牌（含線上線下）分別錄得 20%/中雙位數/低雙位數的同比增長。電商業務延續去年下半年以來的出色表現，新興渠道如小紅書、抖音直播等驅動增長，23Q2 線上增長 6 成以上。零售指標環比 Q1 持續改善，Q2 庫銷比 < 5，線下綜合折扣環比及同比改善約 1pp。展望全年，隨著門店運營正常化、折扣率改善以及零售流水回暖，考慮到 FILA 為全直營模式，正向的經營槓桿有望帶來較好的利潤彈性。

➤ 迪桑特和可隆品牌表現出色，增長動能強勁，Amer 經營持續改善：

其他品牌於 23Q2 及 23H1 均錄得 70% 至 75% 的同比增長（其中 Q2 迪桑特增長 6 成以上，Kolon 接近 100% 增長），二季度延續了一季度的高增趨勢。在戶外運動風潮下，兩個戶外品牌的品牌勢能及產品力處於上升周期，並且以店效提升為驅動，折扣控制優秀。展望全年，高速增長的其他品牌亦有望受益於正向經營槓桿，經營利潤率具備較好的提升潛力。Amer 於上半年的經營層面持續改善，但由於高利率環境及其他費用，預計 Amer 上半年利潤層面或仍未回正。

表 1：安踏集团分季度零售流水增长

零售流水	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
安踏牌	+ 10-20% 中段	+ 10-20% 高段	- 中单位数	+ 中单位数	- 高单位数	+ 中单位数	+高单位数
大货	+ 10-15%	+ 中双位数	- 低双位数	+中单位数	-中单位数	+中单位数	+高单位数
KIDS	+ 25-30%低段	+ 20-25%	+ 低单	+高单位数	-低至中双	+中单位数	+高单位数
电商	+ 30%-35%	+ 30%以上	+ 高单	+高单位数	+中单位数	负 (高基数)	+中单位数
FILA	+ 高单位数	+ 中单位数	- 高单位数	+ 10-20% 低段	- 10-20% 低段	+ 高单位数	+ 10-20% 高段
大货	持平	NA	- 高双位数	+中单位数	-中双位数	+10%以上	+20%
KIDS	中双位数	+ 中双位数	- 中单位数	+双位数	-低双位数	+单位数	+中双位数
FUSION	低双位数	+ 20%	+ 高单	+20%以上	+高单位数	+单位数	+低双位数
电商	+ 25%-30%	+ 高单位数	/	+60%以上	+40%		+ 60%-65%*
其他	+ 30%-35%	+ 40-45%	+20-25%	+ 40-45%	+ 低双位数	+ 75-80%	+ 70%-75%
库销比	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
安踏牌	略低于 5	维持 5	略超 5 个月	略超 5	6 左右	低于 5	低于 5
FILA	6-7 个月	6-7 个月	7-8 个月	7-8 个月	7 左右	低于 5	低于 5

2023H1 零售流水变动：安踏品牌流水 +中单位数，FILA 品牌流水+10%至 20%中段，其他品牌+70%至 75%。

注：23Q2 由于 FILA 调整了的店播收入定义，FILA 三个子品牌的零售流水增长口径为线上线下载合计；

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ 维持买入评级，给予目标价 113.0 港元：

我们的观点：在本土运动品牌商中，安踏多品牌策略对不同层级的消费市场有较好覆盖。考虑到集团直营比例较高，23 年零售运营正常化有望带来较好利润弹性。预计 23E 至 25E 营收分别为 622.8 / 713.8 / 813.3 亿元，同比+16.1% / +14.6% / +13.9%；归母净利润分别为 95.6 / 110.0 / 129.1 亿元，同比+26% / +15% / +17%。目标价 113.0 港元，维持买入评级，目标价对应 24E PE 25 倍。

风险提示：消费环境疲弱、行业竞争格局恶化、终端销售不及预期、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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	39,902	42,596	49,501	57,396	66,581	
现金	17,592	17,378	23,047	29,671	37,459	
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	77,337	86,603	97,308	
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	39,397	45,448	52,546	
少数股东权益	2,740	3,439	4,225	5,130	6,192	
归属于母公司的所有者权益	28,923	34,400	39,659	45,710	52,808	
负债及权益合计	62,668	69,195	77,337	86,603	97,308	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
除税前净利润	11,240	11,355	14,252	16,397	19,235	
折旧摊销	3,260	4,415	2,346	2,581	2,839	
财务费用	51	-98	-62	-143	-163	
营运资金变动	-282	-1,598	-675	-696	-825	
已付所得税	-2,677	-3,046	-3,903	-4,491	-5,268	
其它	269	1,119	74	70	67	
经营活动现金流	11,861	12,147	12,031	13,718	15,885	
投资活动现金流	-4,669	-4,774	-3,457	-3,728	-4,096	
筹资活动现金流	-4,947	-7,841	-2,905	-3,365	-4,001	
现金净增加额	2,245	-468	5,669	6,625	7,788	
现金期初金额	15,323	17,592	17,378	23,047	29,671	
现金期末金额	17,592	17,378	23,047	29,671	37,459	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	49,328	53,651	62,282	71,381	81,334	
营业成本	-18,924	-21,333	-23,794	-26,644	-29,765	
毛利	30,404	32,318	38,488	44,737	51,569	
销售费用	-17,753	-19,629	-22,608	-25,840	-29,443	
管理费用	-2,928	-3,587	-4,048	-4,283	-4,880	
其他收支净额	1,266	2,128	2,308	1,440	1,526	
营业利润	10,989	11,230	14,140	16,054	18,772	
财务费用净额	332	97	62	143	163	
分占合营公司损益	-81	28	50	200	300	
除税前溢利	11,240	11,355	14,252	16,397	19,235	
所得税	-3,021	-3,110	-3,903	-4,491	-5,268	
净利润	8,219	8,245	10,349	11,906	13,967	
少数股东损益	499	655	786	905	1,061	
归属于母公司净利润	7,720	7,590	9,562	11,001	12,905	
EPS (元)	2.87	2.82	3.54	4.07	4.77	

主要财务比率		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
成长性						
营业收入yoy	38.9%	8.8%	16.1%	14.6%	13.9%	
营业利润yoy	20.1%	2.2%	25.9%	13.5%	16.9%	
归母净利润yoy	49.6%	-1.7%	26.0%	15.0%	17.3%	
盈利能力						
毛利率	61.6%	60.2%	61.8%	62.7%	63.4%	
净利率	16.7%	15.4%	16.6%	16.7%	17.2%	
归母净利率	15.7%	14.1%	15.4%	15.4%	15.9%	
ROE	26.7%	22.1%	24.1%	24.1%	24.4%	

偿债能力		单位: 百万元				
资产负债率	49.5%	45.3%	43.3%	41.3%	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	

营运能力		单位: 百万元				
存货周转天数	125	136	135	132	130	
应收账款周转天数	26	21	18	18	17	

每股资料 (元)		单位: 百万元				
每股收益	2.87	2.82	3.54	4.07	4.77	
每股净资产	11.77	14.05	16.23	18.80	21.81	

估值比率		单位: 百万元				
PE@82.95HKD	26.3	26.8	21.3	18.6	15.8	
PB	6.4	5.4	4.6	4.0	3.5	

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>