



安踏体育 (02020.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

23 年超预期兑现，24 年业绩上调

业绩简评

3月26日公司披露年报，全年实现收入623.56亿元(+16.2%)，实现归母净利润102.36亿元(+34.9%)，剔除合营公司亏损后归母净利109.54亿元(+44.9%)；派息率50.7%，好于市场预期。

经营分析

亮点1：商品运营的灵活性、精准性提升，店效驱动收入、OPM 双增。23年安踏品牌收入突破300亿元大关(同增9.3%至303.06亿元)、FILA快速增长16.6%至251.03亿元，同时两个品牌的OPM分别提升0.8pct\7.6pct至22.2%\27.6%，主要由于：1)门店模型优化、零售能力提升，店效、坪效提升双位数带来正向经营杠杆增强，租售比下降；2)商品运营效率提升，管理层评价23年为库存管理最好的一年，各个品牌折扣均有改善，存货减值减少，各品牌库销比均回归5以下。我们认为品牌收入增长快于行业的是反映品牌势能向上的最直接指标，叠加公司内生性管理优化，增强了我们对于公司继续扩张品牌份额，灵活应对复杂环境，以更轻的库存实现更大生意规模的信心。

亮点2：24年预期乐观，AMER 预计开始正向贡献利润。根据安踏管理层指引，24年安踏、FILA流水预计实现10-15%增长，迪桑特、可隆分别预计实现不低于20%、不低于30%增长。OPM方面，安踏品牌在增大奥运投入基础上仍将保持20%以上稳定水平，FILA则预计回到25%左右水平，整体对24年信心充足。同时基于公司当前对AMER SPORTS的持股比例(43%)及指引，预计24年AS将贡献合营公司收益4.5-5.5亿元左右，叠加16亿元的非现金收益(计入other income)将显著增厚利润，且AS上市后财务费用负担减小，安踏集团利息收入受益现金增加而增厚，24年业绩确定性强。

亮点3：派息恢复50%以上水平。此前公司由于并购降低了股息率，由于24年AMER SPORTS上市成功，当前已恢复派息率至50.7%(同比+6.4pct)，并预计中长期维持50%以上派息率，增强股东回报。

盈利预测、估值与评级

20-23年公司面对复杂的外部环境，品牌力、经营效率持续提升，具备在24年零售环境仍存在一定不确定性、一季度社零恢复缓慢背景下灵活调控供应链、逆势取得生意机会的能力，看好公司稀缺性的多品牌资产+强运营壁垒带来的EPS与估值提升。我们预计公司2024-2026年归母净利润为134\141\166亿元，公司股票现价对应PE估值为16/15/13倍，维持“买入”评级。

风险提示

零售环境波动；消费复苏不及预期。

纺织服装组

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

市价 (港币)：83.550 元

相关报告：

- 《安踏体育港股公司点评：FILA 修复超预期，上调全年业绩》，2023.8.23
- 《安踏体育 2Q23 点评：增速与质量兼具，维持双位数预期》，2023.7.19
- 《安踏体育港股公司点评：配售补充流动资金，4月销售继续转好》，2023.4.18



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	53,651	62,356	70,431	77,967	86,933
营业收入增长率	8.76%	16.23%	12.95%	10.70%	11.50%
归母净利润(百万元)	7,590	10,236	13,394	14,104	16,577
归母净利润增长率	-1.68%	34.86%	30.85%	5.30%	17.53%
摊薄每股收益(元)	2.68	3.61	4.73	4.98	5.85
每股经营性现金流净额	4.48	6.93	5.43	5.64	6.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.06%	19.89%	20.48%	17.62%	17.06%
P/E	34.63	19.01	16.03	15.22	12.95
P/B	7.32	3.78	3.28	2.68	2.21

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	49,328	53,651	62,356	70,431	77,967	86,933
增长率	38.9%	8.8%	16.2%	13.0%	10.7%	11.5%
主营业务成本	18,924	21,333	23,328	26,130	28,458	31,209
%销售收入	38.4%	39.8%	37.4%	37.1%	36.5%	35.9%
毛利	30,404	32,318	39,028	44,301	49,509	55,724
%销售收入	61.6%	60.2%	62.6%	62.9%	63.5%	64.1%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	17,753	19,629	21,673	22,890	23,780	25,106
%销售收入	36.0%	36.6%	34.8%	32.5%	30.5%	28.9%
管理费用	2,928	3,587	3,693	3,803	4,288	5,042
%销售收入	5.9%	6.7%	5.9%	5.4%	5.5%	5.8%
研发费用	1,116	1,279	0	1,549	1,871	2,086
%销售收入	2.3%	2.4%	0.0%	2.2%	2.4%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	11,291	11,257	14,691	19,471	20,937	24,856
%销售收入	22.9%	21.0%	23.6%	27.6%	26.9%	28.6%
财务费用	51	-98	-949	210	-98	-409
%销售收入	0.1%	-0.2%	-1.5%	0.3%	-0.1%	-0.5%
投资收益	-81	28	-718	411	0	0
%税前利润	-0.7%	0.2%	-4.6%	2.1%	0.0%	0.0%
营业利润	9,830	9,298	13,967	17,658	19,570	23,489
营业利润率	19.9%	17.3%	22.4%	25.1%	25.1%	27.0%
营业外收支						
税前利润	11,240	11,355	15,640	19,261	21,035	25,266
利润率	22.8%	21.2%	25.1%	27.3%	27.0%	29.1%
所得税	3,021	3,110	4,363	5,162	5,869	7,049
所得税率	26.9%	27.4%	27.9%	26.8%	27.9%	27.9%
净利润	8,219	8,245	11,277	14,099	15,166	18,217
少数股东损益	499	655	1,041	705	1,062	1,639
归属于母公司的净利润	7,720	7,590	10,236	13,394	14,104	16,577
净利率	15.7%	14.1%	16.4%	19.0%	18.1%	19.1%

现金流量表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	7,720	7,590	10,236	13,394	14,104	16,577
少数股东损益	499	655	1,041	705	1,062	1,639
非现金支出	1,157	1,691	2,752	-593	205	781
非经营收益						
营运资金变动	-282	-1,598	1,659	1,576	632	883
经营活动现金净流	11,861	12,147	19,634	15,386	15,971	19,240
资本开支	-1,493	-1,736	-1,321	-1,320	-1,240	-1,150
投资	-3,233	-3,043	-23,985	-500	-550	-50
其他	57	5	-487	1,813	1,367	1,367
投资活动现金净流	-4,669	-4,774	-25,793	-7	-423	167
股权募资	0	0	10,497	0	0	0
债权募资	-2,833	-4,041	-2,809	-200	-100	-100
其他	-2,114	-3,800	-4,217	-515	-511	-509
筹资活动现金净流	-4,947	-7,841	3,471	-715	-611	-609
现金净流量	2,269	-214	-2,150	15,202	15,475	19,336

资产负债表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	17,592	17,378	15,228	30,430	45,905	65,241
应收款项	6,576	5,089	5,575	5,836	6,243	6,720
存货	7,644	8,490	7,210	8,751	9,486	10,403
其他流动资产	8,090	11,639	24,127	23,485	23,561	23,650
流动资产	39,902	42,596	52,140	68,502	85,195	106,014
%总资产	63.7%	61.6%	56.5%	62.6%	67.2%	71.7%
长期投资	9,027	9,343	9,283	9,783	10,333	10,383
固定资产	3,779	4,774	4,965	4,982	4,916	4,784
%总资产	6.0%	6.9%	5.4%	4.6%	3.9%	3.2%
无形资产	6,730	8,114	8,771	9,065	9,342	9,626
非流动资产	22,766	26,599	40,088	40,899	41,660	41,862
%总资产	36.3%	38.4%	43.5%	37.4%	32.8%	28.3%
资产总计	62,668	69,195	92,228	109,401	126,855	147,876
短期借款	1,748	12,198	3,996	3,896	3,796	3,696
应付款项	3,146	2,750	3,195	3,484	3,794	4,161
其他流动负债	11,049	11,259	13,400	15,847	17,387	19,386
流动负债	15,943	26,207	20,591	23,227	24,977	27,243
长期贷款	11,425	492	10,948	10,848	10,848	10,848
其他长期负债	3,637	4,657	4,679	4,679	4,679	4,679
负债	31,005	31,356	36,218	38,754	40,504	42,770
普通股股东权益	28,923	34,400	51,460	65,392	80,034	97,150
其中：股本	261	262	272	272	272	272
未分配利润	29,397	34,132	50,653	64,585	79,227	96,343
少数股东权益	2,740	3,439	4,550	5,255	6,317	7,956
负债股东权益合计	62,668	69,195	92,228	109,401	126,855	147,876

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.87	2.82	3.69	4.73	4.98	5.85
每股净资产	10.70	12.68	18.17	23.09	28.25	34.30
每股经营现金净流	4.39	4.48	6.93	5.43	5.64	6.79
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	26.69%	22.06%	19.89%	20.48%	17.62%	17.06%
总资产收益率	12.32%	10.97%	11.10%	12.24%	11.12%	11.21%
投入资本收益率	18.41%	16.18%	14.93%	16.69%	14.95%	14.98%
增长率						
主营业务收入增长率	38.91%	8.76%	16.23%	12.95%	10.70%	11.50%
EBIT 增长率	37.28%	-0.30%	30.51%	32.54%	7.53%	18.72%
净利润增长率	49.55%	-1.68%	34.86%	30.85%	5.30%	17.53%
总资产增长率	20.82%	10.42%	33.29%	18.62%	15.95%	16.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	25.6	21.0	19.4	20.0	19.3	18.3
存货周转天数	124.9	136.1	121.1	110.0	115.4	114.7
应付账款周转天数	52.5	49.7	45.9	46.0	46.0	45.9
固定资产周转天数	23.7	28.7	28.1	25.4	22.9	20.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.47%	-0.08%	7.85%	-15.58%	-30.78%	-43.78%
EBIT 利息保障倍数	25.5	22.0	28.2	37.8	41.0	48.8
资产负债率	49.48%	45.32%	39.27%	35.42%	31.93%	28.92%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究