

纺织服装 | 公司研究

2024年3月27日

买入

维持

## 市场数据: 2024年3月27日

收盘价(港币)	82.00
恒生指数	16392.84
52周最高/最低价(港币)	116.37/60.20
H股市值(亿港元)	2323
流通H股(百万股)	2833
汇率(港币/人民币)	0.92

## 股价表现:



资料来源: Wind

## 证券分析师

王立平  
A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com  
刘佩  
A0230523070002  
liupeipei@swsresearch.com

## 联系人

刘佩  
(8621)23297818  
liupeipei@swsresearch.com

## 业绩表现超预期, 24年安踏、FILA指引双位数增长

## 安踏体育 (02020.HK)

安踏发布2023年年报, 业绩表现超预期, 分红率提升至51%。2023年公司收入同比增长16%至623.6亿元, 归母净利润同比增长35%至102.36亿元(数据来自公告及业绩会公开交流, 下同), 扣除分占合营公司亏损的7.2亿后, 归母净利润同比增长45%至109.5亿。业绩表现超预期, 主要因品牌折扣收紧、门店精细运营提升坪效释放正向经营杠杆等拉动。23年下半年收入同比增长18%至327.1亿元, 归母净利润同比增长37%至54.9亿元。年度分红率从22年的44%升至51%。

**分品牌看, 主品牌稳健增长, FILA和新品牌增长较快。**安踏品牌23年营收303.06亿元, 同比增长9.3%, 毛利率同比提升1.3pct至54.9%, 主要因DTC转型拉动, 经营利润率同比提升0.8pct至22.2%。FILA品牌营收251.03亿元, 同比增长16.6%, 主要受电商渠道及专业产品增长拉动。毛利率同比提升2.6pct至69.0%, 主要因折扣率收紧拉动, 经营利润率同比提升7.6pct至27.6%。其他品牌营收69.47亿元, 同比增长57.7%, 在户外热潮和高品牌认知拉动下, 维持强劲增长表现, 毛利率提升1.1pct至72.9%, 经营利润率提升6.5pct至27.1%。

**分渠道看, 主品牌门店拓张, 新品牌门店优化。**2023年安踏成人门店净增129家至7053家, 2024年预计达到7100-7200家, 安踏儿童23年门店净增99家至2778家, 预计24年增加至2800-2900家。FILA 23年门店净减少12家至1972家, 门店依然在优化调整, 预计24年恢复净开店, 门店增加至2100-2200家。DESCENTE 23年门店数量净减少4家至187家, 预计24年增加至220-230家。KOLON SPORT 23年门店净增加3家至164家, 24年开店加快, 预计增至180-190家。

**盈利能力提升明显, 资金及存货周转效率加快。**2023年公司毛利率提升2.4pct至62.6%, 主要得益于产品售罄率和折扣率的提升, 根据公司业绩会公开交流, FILA折扣同比提升2pct, 而安踏DTC占比提升拉动毛利率提高。销售费用率同比下降1.8pct至34.8%, 管理费用率同比下降0.8pct至5.9%, 经营利润率提升3.7pct至24.6%, 主要因公司推动高质量增长带动店效的提升, 带来租售比下降, 正向经营杠杆释放。归母净利率提升2.3pct至16.4%。存货同比下降15%至72.10亿元, 存货周转天数同比下降15天至123天, 经营性现金流净额同比增加62%至196.34亿元。

**Amer Sports 成功赴美上市, 24年有望贡献业绩增量。**合营公司Amer Sports 2月正式登陆纽交所, 以每股13.0美元的价格发行1.05亿股, 募集资金13.65亿美元, 主要用于偿还关联方贷款。2023年公司收入43.7亿美元, 同比增长23%, 2020-2023年收入CAGR达到21%。2023年调整后EBITDA增长34.9%至6.1亿美元, 2020-2023年CAGR为25%, 发展势头强劲。此次IPO募还债后将有效节省财务费用, 提升盈利能力, 有望在24年为安踏贡献业绩增量。

**公司三大品牌矩阵持续发力, 24维持强劲指引。**安踏主品牌精细化运营, 24年奥运营销提升品牌与产品曝光度, 根据公司业绩会交流, 主品牌24年目标流水同比增长10-15%。FILA功能性产品布局+渠道优化调整, 推动高质量增长, 24年目标流水同比增长10-15%。户外品牌群充分把握户外红利, 打造第三增长曲线。DESCENTE/KOLON SPORT 24年目标流水同比不低于20%/30%。

**公司多品牌矩阵资源稀缺, 主品牌增长稳健, FILA电商发力效果明显, 户外新品牌延续高增态势, 维持“买入”评级。**由于公司业绩超预期表现且24年Amer Sports为上市后, 发行价较公司收购价的价差也将为公司贡献一次性收益约16亿元, 我们上调24-25年并新增26年盈利预测, 预计24-26年净利润分别为134.8/137.3/153.1亿元(原24-25年为114.1/133.3亿元, 若剔除24年一次性收益16亿元, 24年利润为118.8亿元), 对应PE为16/16/14倍, 维持“买入”评级。

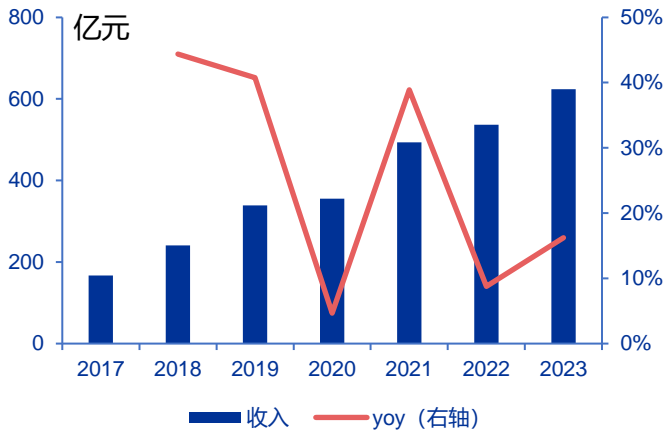
**风险提示:** 终端销售恢复低于预期; 市场竞争加剧风险; 新品推广不及预期。

## 财务数据及盈利预测

货币单位: 人民币	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入(亿元)	536.5	623.6	703.2	781.3	857.4
同比增长率(%)	9%	16%	13%	11%	10%
归母净利润(亿元)	75.9	102.4	134.8	137.3	153.1
同比增长率(%)	-2%	35%	32%	2%	12%
每股收益(摊薄, 元/股)	2.76	3.61	4.75	4.84	5.40
毛利率(%)	60.2%	62.6%	63.0%	63.5%	63.8%
市盈率(倍)	28	21	16	16	14

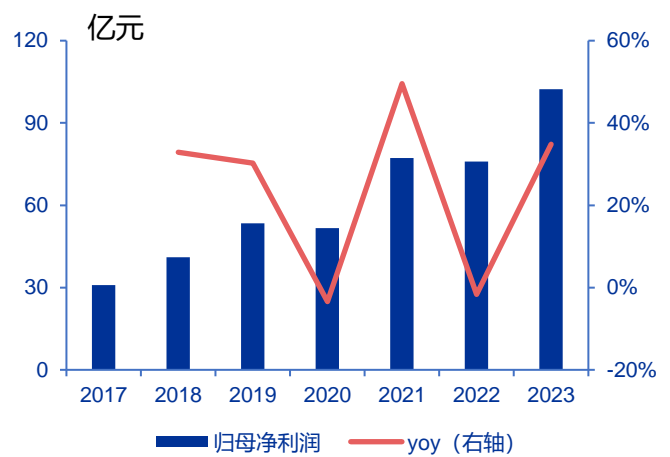
注: “每股收益”为归母净利润除以总股本

图 1：2023 年公司收入同比增长 16%至 623.6 亿元



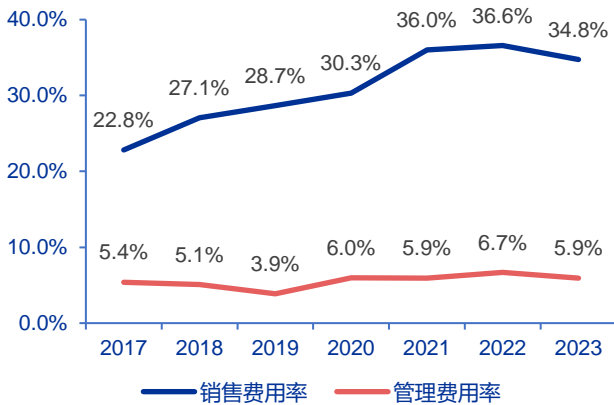
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：2023 年归母净利润同比增长 35%至 102.4 亿元



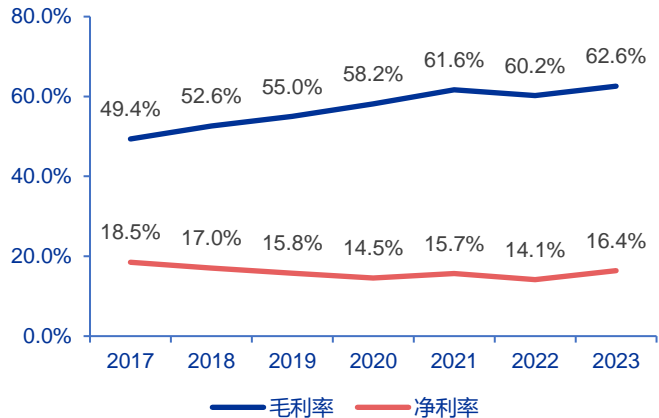
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：2023 年公司销售费用率同比下降 1.8pct 至 34.8%，管理费用率同比下降 0.8pct 至 5.9%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：2023 年公司毛利率提升 2.4pct 至 62.6%，净利率提升 2.3pct 至 16.4%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：公司各品牌分季度零售额表现

		Q1	Q2	Q3	Q4	全年
2021	安踏品牌	40-45%	35-40%	10-20%低段	10-20%中段	25-30%
	FILA 品牌	75-80%	30-35%	中单位数	高单位数	25-30%
	其他品牌	115-120%	70-75%	35-40%	30-35%	50-55%
2022	安踏品牌	10-20%高段	中单位数下滑	中单位数增长	高单位数下滑	低单位数
	FILA 品牌	中单位数	高单位数下滑	10-20%低段	10-20%低段下滑	低单位数下滑
	其他品牌	40-50%	20-25%	40-45%	10-20%低段	10-15%
2023	安踏品牌	中单位数	高单位数	高单位数	高双位数	高单位数
	FILA 品牌	高单位数	10-20%高段	10-20%低段	25-30%	10-20%高段
	其他品牌	75-80%	70-75%	45-50%	55-60%	60-65%

注：2019Q3 开始 FILA 品牌增速单独披露，资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 财务摘要

### 合并损益表

单位: (亿元人民币)	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	537	624	703	781	857
营业成本	-213	-233	-260	-285	-310
毛利	323	390	443	496	547
其他净收入	21	17	33	19	20
销售费用	-196	-217	-252	-277	-303
管理费用	-36	-37	-43	-48	-51
营业利润	112	154	181	190	213
净融资(支出)/收入	1	10	11	12	14
分占合营公司亏损	0	-7	5	5	5
除税前溢利	114	156	197	208	232
所得税	-31	-44	-50	-58	-65
年内溢利	82	113	146	150	167
汇兑差额	7	5	5	5	5
分占合营公司的全面亏损(收益)	0	-1	0	0	0
综合收益总额	89	117	152	155	172
溢利分配为:					
本公司股东	76	102	135	137	153
非控股权益	7	10	11	13	14

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10%和 +10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。