

安踏体育 (02020)

证券研究报告

2024年03月29日

业绩超预期，彰显强劲运营能力

23年收入624亿同增16%，归母净利102亿同增35%，业绩超预期

公司发布财报，23年收入623.6亿同增16.2%，其中H1/H2分别为296.5亿同增14%、327.1亿同增18%。

公司23年归母净利(含Amer)102.4亿同增35%，H1/H2归母净利分别47.5亿同增32%、54.9亿同增37%；若不考虑Amer影响，归母净利109.5亿同增45%，净利率17.6%同增3.5pct。

公司拟派发普通末期股息每股115分港币，此前中期派发每股82分；23年分红率50.7%。

我们预计各品牌24年增速或跟随公司此前给予三年CAGR指引，安踏、FILA预计增长10-15%，迪桑特增长20%以上，可隆增长30%以上。

多品牌战略成效显著，安踏持续推进DTC转型

收入分品牌，安踏303.1亿同增9%，占总营收49%；FILA251亿同增17%，占总营收40%；其他69.5亿同增58%，占总营收11%；其中23H2安踏161.4亿同增12%，FILA128.7亿同增20%，其他品牌37亿同增44%。

分品类，鞋收入253.3亿同增13%，服装350.7亿同增19%，配饰19.6亿同增18%。

安踏牌分渠道，DTC170亿同增24%，电商99.3亿同增3%，传统批发及其他33.7亿同减23%。

库存水平健康奠定良好成长基础，截至23年末，公司存货72亿同减15%，平均存货周转天数123天同减15天。

23年OPM24.6%同增3.7pct，盈利能力大幅提升

公司23年毛利率62.6%同增2.4pct；分品牌，安踏54.9%同增1.3pct，FILA69%同增2.6pct，其他72.9%同增1.1pct。

23年OPM24.6%同增3.7pct；分品牌，安踏22.2%同增0.8pct，FILA27.6%同增7.6pct，其他品牌27.1%同增6.5pct。

23年归母净利率16.4%同增2.3pct；若不考虑Amer影响，净利率17.6%同增3.5pct。

强化迪桑特可隆布局，运营优化驱动店效增长

截至23年末全球安踏门店共7053家(同比+129家)，安踏儿童2778家(同比+99家)，FILA共1972家(同比-12家)，迪桑特187家(同比-4家)，可隆164家(同比+3家)。

公司预计至24年末，安踏于中国大陆及海外地区门店7100-7200家，安踏儿童于中国大陆及地区门店2800-2900家，FILA于中国大陆、中国香港、中国澳门及新加坡地区门店为2100-2200家，迪桑特于中国大陆、中国香港和中国澳门地区门店为220-230家，可隆于中国大陆和中国香港门店为180-190家。

投资评级

行业 非必需性消费/纺织及服饰

6个月评级 买入(维持评级)

当前价格 83.2港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	2,832.62
港股总市值(百万港元)	235,674.28
每股净资产(港元)	20.06
资产负债率(%)	39.27
一年内最高/最低(港元)	118.40/60.20

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《安踏体育-公司点评:2024 延续成长节奏, Amer 启动 IPO》 2024-01-10
- 《安踏体育-公司点评:理顺思路, 目标坚定》 2023-11-06
- 《安踏体育-公司点评:流水符合预期, 龙头引领成长》 2023-10-14

夯实三大核心竞争力，坚持多品牌高质量增长

公司持续加强各品牌在细分市场的竞争力，提高零售运营效率，差异化布局稳步发力；安踏 23 年改革成效显著，坚持以专业赋能大众，完善产品及渠道矩阵，库存回归健康水平，冠军线明晰产品定位；24 年布局奥运相关营销进一步强化品牌心智，篮球系列设计焕新及欧文系列发力或带动增量，规模稳步成长。

FILA 继续强化顶级商品、品牌、渠道策略，23 年多项运营指标均超业务目标，店效坪效领先同规模国际品牌，电商业务表现亮眼，在直播及社交平台取得突破；鞋类流水突破百亿，专业运动销售占比提升近 5pct，在时尚认知、高尔夫、网球方面心智份额保持第一。

迪桑特、可隆保持高速增长，分别聚焦各自差异化户外场景，迪桑特专注高尔夫、滑雪、铁人三项，可隆专注露营、徒步两大核心场景，强化品牌心智，增强渠道布局。

此外，24 年公司完成瑜伽服品牌 MAIA ACTIVE 收购，进一步丰富品牌组合，以集团品牌运营、零售及供应链管理赋能品牌成长，挖掘女性消费市场增长潜能。

AMER 指引转盈，拟记入非现金会计利得 16 亿人民币

AMER 近期成功上市，23 年收入 312.5 亿人民币 (yoy+30%)，5 个 10 亿欧元目标提前一年全部完成，EBITA 37.5 亿 (yoy+45%)，营运层面盈利能力增强，全年净亏损 13.7 亿元，主要系无形资产减值损失。

据 AMER 指引，24 年其有望实现盈利，为集团贡献利润增量；此外由于其上市，公司拟记入约 16 亿一次性非现金利润。

更新盈利预测，维持“买入”评级

公司持续坚持“单聚焦、多品牌、全球化”战略，多品牌稳步发力，安踏店效稳步提升，FILA 盈利能力大幅提升，迪桑特及可隆表现持续亮眼，Amer 有望扭亏贡献利润增量。

我们更新并调整盈利预测，由于消费市场仍不及预期下调收入，同时考虑各品牌运营效率提升上调 OPM，并考虑 24 年 AMER 上市记入的一次性利润，预计公司 24-26 年收入分别为 708/795/878 亿元人民币 (24-25 年前值分别为 728/866 亿)，上调归母净利润至 132/135/156 亿人民币 (24-25 年前值分别为 113/135 亿)，EPS 分别为 4.7/4.8/5.5 元人民币/股 (24-25 年前值分别为 4.0/4.8 元人民币/股)，对应 PE 分别为 16/16/14x。

风险提示：宏观经济增长不及预期，人工开支、运营费用率提升，终端门店拓展速度不及预期，线下恢复不及预期，运动品牌行业竞争加剧等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com