

买入

2024年4月16日

2023年全年业绩表现亮丽，受益于多品牌策略

- **2023年全年业绩概况：**公司收入录得623.6亿元人民币(同下)，同比增长16.2%；受益于所有品牌的推动。毛利率提升2.4pct至62.6%(创新高，受益于安踏主品牌的毛利率在DTC模式推动下的提升和Fila零售折扣率的改善)。经营开支比率：广告及宣传开支和员工成本比率分别减少2.1pct到8.2%(受益于正面的经营杠杆效应和期内较少大型广告、营销项目的影响)及减少0.2pct到14.9%。因此经营利润率上升3.7pct到24.6%。分占合营公司的收益增长30.1%到312.5亿元，EBITDA增长45.4%到37.5亿元；但受Peak Performance商誉及商标减值1131百万元的影响，录得718百万元的亏损。最终归母净利润同比增长34.9%至102.4亿元。建议派发末期每股股息1.15港元(全年派息比率为50.7%)。总体业绩表现亮丽。自由现金流为178亿元，库存周转天数减少15日到123日。资产负债状况也非常强劲，持有净现金大幅增加到335.7亿元。
- **安踏主品牌表现符合预期：**期内，安踏主品牌收入增长9.3%到303亿元；受益于零售市场的回复和DTC模式转型的贡献。按渠道来看，DTC、电商和传统批发及其他业务分别增长+24.2%、+2.6%及-22.7%；占比为56.1%、32.8%及11.1%。毛利率提升1.3pct到54.9%，主要受益于DTC模式下毛利率相对较高的影响。经营利润率增加0.8pct到22.2%(受益于毛利率的带动)。安踏成人在12月底有7053家店(增加129家)，安踏儿童有2778家(增加99家)；安踏成人和儿童的DTC门店分别达5,400(44%为自营)和2,300(64%为自营)。安踏品牌的店效大概在28-29万元。
- **FILA品牌增长优于预期，其他品牌维持快速增长：**FILA品牌和其他品牌收入分别增长16.6%及57.7%到251亿元和69.5亿元。FILA品牌的增长主要受益于零售市场的恢复和电子商务业务的增长。其他品牌的增长主要由DESCENTE和KOLON业务所带动。FILA品牌和其他品牌的毛利率分别提升2.6pct和1.1pct到69.0%(受益于FILA零售折扣率的改善)及72.9%。这两品牌的经营利润率分别增加7.6pct及6.5pct到27.6%及27.1%。在12月底，FILA共有1972家门店(减少12家)；Descente及Kolon门店数则分别为187家(减少4家)及164家(增加3家)。Fila的店效为约100万元；Descente及Kolon的店效分别为约200万元和100多万元。
- **2024年的展望：**展望全年预计安踏及FILA品牌的流水能有双位数的增长；广告及宣传开支比率应会增加(合理区间应在8-10%左右)，安踏主品牌和FILA品牌的经营利润率预计分别为20%和25%左右。派息比率维持在50%。
- **目标价119.1港元，维持买入评级：**2024年全年业绩亮丽，优于行业。纵使内地消费行业表现比较波动，但集团还是能做出高质量的增长；显示集团“单聚焦、多品牌、全渠道”发展策略的优势。我们继续看好集团未来的发展。我们维持买入评级，目标价为119.1港元，相当于2024年25倍PE。
- **风险因素：**宏观经济的变化、主品牌和Fila表现不及预期、原采料价格的波动、行业库存及国际因素的影响等。

王柏俊

852-25321915

patrick.wong@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	服装纺织
股价	85.15 港元
目标价	119.1 港元 (+39.8%)
股票代码	2020
已发行股本	28.33 亿股
市值	2412 亿港元
52 周高/低	111.76/60.20 港元
每股净现值	18.17 人民币
主要股东	丁世忠 (52.49%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入(百万人民币)	53,651	62,356	70,518	79,355	88,944
变动(%)	8.8%	16.2%	13.1%	12.5%	12.1%
归母净利润(百万人民币)	7,590	10,236	12,237	14,021	15,978
变动(%)	-1.7%	34.9%	19.6%	14.6%	14.0%
基本每股收益(人民币)	2.82	3.69	4.41	5.05	5.76
变动(%)	-1.8%	30.9%	19.6%	14.6%	14.0%
市盈率@85.15港元(倍)	28.0	21.4	17.9	15.6	13.7
每股派息(人民币)	1.25	1.87	2.24	2.56	2.92
息率(%)	1.6%	2.4%	2.8%	3.2%	3.7%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	53,651	62,356	70,518	79,355	88,944	盈利能力					
毛利	32,318	39,028	44,441	50,292	56,738	毛利率 (%)	60.2%	62.6%	63.0%	63.4%	63.8%
其他业务收入	2,128	1,705	1,928	2,170	2,432	经营利率 (%)	20.9%	24.6%	23.6%	24.7%	25.3%
销售及管理费用	-23,216	-25,366	-29,744	-32,876	-36,626	净利率 (%)	14.1%	16.4%	17.4%	17.7%	18.0%
其他收入	2,128	1,705	1,928	2,170	2,432	营运表现					
营运收入	11,230	15,367	16,625	19,586	22,544	SG&A/收入 (%)	43.3%	40.7%	42.2%	41.4%	41.2%
净财务收入 (开支)	97	991	1,523	1,587	1,619	实际税率 (%)	27.4%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%
联营公司	28	-718	550	250	250	派息率 (%)	44.3%	50.7%	50.7%	50.7%	50.7%
税前盈利	11,355	15,640	18,698	21,423	24,413	库存周转天数	138	122	122	122	122
所得税	-3,110	-4,363	-5,216	-5,976	-6,810	应付账款天数	50	47	47	47	47
少数股东应占利润	655	1,041	1,245	1,426	1,625	应收账天数	21	20	20	20	20
净利润	7,590	10,236	12,237	14,021	15,978	财务状况					
折旧及摊销	-860	-1,018	-1,025	-1,000	-979	净负债/股本	-0.27	0.01	-0.06	-0.18	-0.25
EBITDA	10,370	14,349	15,600	18,587	21,564	收入/总资产	1.09	0.87	0.91	0.93	0.96
增长						总资产/股本	3.27	1.74	1.70	1.66	1.63
总收入 (%)	8.8%	16.2%	13.1%	12.5%	12.1%	ROE	20.1%	18.3%	19.5%	20.0%	20.2%
EBITDA (%)	-1.7%	38.4%	8.7%	19.1%	16.0%						
净利润 (%)	-1.7%	34.9%	19.6%	14.6%	14.0%						
资产负债表						现金流量表					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	17,378	15,228	18,666	24,907	29,972	EBITDA	10,370	14,349	15,600	18,587	21,564
应收账款	2,978	3,732	3,102	4,626	4,070	其他项目	6,421	7,211	4,656	4,369	4,361
存货	8,490	7,210	10,222	9,205	12,324	营运资金变化	-1,598	1,659	-2,007	-65	-2,195
其他流动资产	10,928	22,835	22,786	22,786	22,786	所得税	-3,046	-3,584	-5,216	-5,976	-6,810
总流动资产	39,774	49,005	54,776	61,525	69,152	营运现金流	12,147	19,635	13,032	16,914	16,920
固定资产	3,716	4,143	4,018	3,919	3,839	资本开支	-974	-744	-1,419	-1,419	-1,419
无形资产	1,480	2,089	2,089	2,089	2,089	其他投资活动	-3,800	-25,049	-800	-880	-969
其他	4,045	16,488	17,007	17,526	18,045	投资活动现金流	-4,774	-25,793	-2,219	-2,299	-2,388
总资产	49,015	71,725	77,890	85,059	93,125	负债变化	-1,436	383	-542	-542	-542
短期银行贷款	12,198	3,996	3,996	3,996	3,996	股本变化	0	0	0	0	0
应付帐款、应付票据	2,750	3,195	3,521	3,964	4,330	股息	-3,752	-4,022	-6,835	-7,831	-8,924
短期银行贷款	12,198	3,996	3,996	3,996	3,996	其他融资活动	-2,653	7,110	0	0	0
其他应付帐款	2,247	2,886	2,886	2,886	2,886	融资活动现金流	-7,841	3,471	-7,377	-8,373	-9,466
总短期负债	29,393	14,073	14,399	14,842	15,208	现金变化	-468	-2,687	3,437	6,241	5,065
长期银行贷款	492	10,948	10,948	10,948	10,948	汇率损失	254	538	0	0	0
其他负债	719	855	855	855	855	期初持有现金	17,592	17,378	15,229	18,666	24,907
总负债	30,604	25,876	26,202	26,645	27,011	期末持有现金	17,378	15,229	18,666	24,907	29,972
少数股东权益	3,439	4,550	5,795	7,220	8,845						
股东权益	14,972	41,299	45,893	51,193	57,268						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供予阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。