

2024年4月19日

安踏体育 (2020.HK)

公司动态分析

证券研究报告

运动鞋服

Q1 流水稳健增长，多品牌发展符合预期

事件：安踏体育公布24Q1流水情况，其中安踏主品牌同比录得中单位数增长；FILA 同比录得高单位数增长；其他品牌同比录得 25-30% 增长。主品牌和 FILA 流水表现符合预期，其他品牌表现超预期。我们预测 2024-2026 年 EPS 为 4.26/4.88/5.46 元，给予 2024 年 26 倍 PE，目标价 120 港元，维持“买入”评级。

报告摘要

安踏主品牌：24Q1 在高基数背景下仍同比实现中单位数增长，符合公司预期。年初两月目标完成率为 100%，3 月下半月超额完成预期目标，目标完成率达成 120%。库存维持良好，库销比小于 5，环比改善，整体折扣维持在 75-80% 的目标区间，线上渠道折扣得到优化。新品方面，3 月初推出的欧文一代球鞋在全球 14 个国家发售，包括美国、中东、新加坡等地区，引起抢购热潮。另外公司在三里屯开设高端体验店，提升品牌形象。

FILA：24Q1 同比录得高单位数增长，符合公司预期。其中 Core 的增长好于 kids 和 fusion，主要得益于产品组合的优化和门店布局的改进，而 fusion 和 kids 门店则受到调整中部分门店被关闭的影响。线上销售在较高基数的基础上仍实现了约 25% 的增长。库销比进一步降至 5 以下，环比有所改善。同时，线上线下零售折扣均有所改善，线上减少 3pp，线下减少 1pp，体现高质量增长。

其他品牌：受益于户外运动的需求持续爆发，24Q1 其他品牌延续了此前的增长态势，录得 25-30% 的流水增长，其中 Kolon 增长高于 50%，迪桑特和 Kolon 均有强劲双位数增长。库存情况达到近几个季度最优水平。

高质量运营下，对全年增长目标仍保持信心 公司旗下多品牌在 24Q1 均体现出高质量的运营水平，流水稳健增长，库存维持健康，折扣持续收窄。尽管 Q1 表现与全年预期存在轻微差距，但相信随着消费环境的持续复苏和巴黎奥运会的到来，接下来几个季度各品牌将持续发力，相信公司能够实现全年增长目标。

投资建议：公司作为中国体育用品行业的龙头企业，将优先享受行业发展带来的红利。综合考虑，我们预测 2024-2026 年 EPS 为 4.26/4.88/5.46 元，给予 2024 年 26 倍 PE，目标价 120 港元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观下行，零售环境恶化；行业竞争加剧；新品牌发展不及预期。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	53,651	62,356	69,546	78,389	86,856
增长率(%)	8.8%	16.2%	11.5%	12.7%	10.8%
归母净利润(扣非)	7,590	10,236	11,810	13,553	15,145
增长率(%)	0.3%	36.8%	15.4%	14.8%	11.7%
毛利率(%)	60.2%	62.6%	62.8%	63.1%	63.3%
归母净利率(%)	14.1%	16.4%	17.0%	17.3%	17.4%
每股收益(元)	2.82	3.69	4.26	4.88	5.46
每股净资产(元)	14.00	19.77	22.27	25.15	28.35
市盈率	27.71	21.18	18.36	16.00	14.32
市净率	5.58	3.95	3.51	3.11	2.76
股息收益率(%)	1.52	2.34	2.13	2.45	2.74

数据来源：公司资料，安信国际预测

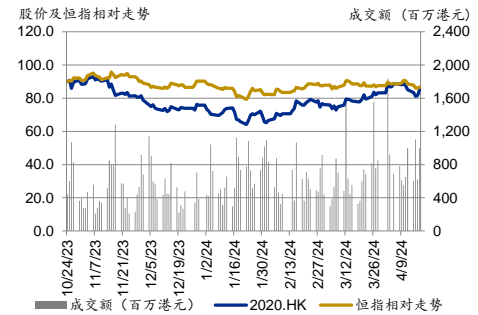
投资评级：	买入
目标价格：	120 港元
现价(2024-4-18)：	84.95 港元

总市值(百万港元)	240,631.37
流通市值(百万港元)	240,631.37
总股本(百万股)	2,832.62
流通股本(百万股)	2,832.62
12个月低/高(港元)	60.2/90.4
平均成交(百万港元)	721.20

股东结构

安踏国际集团控股有限公司	42.40%
The DSZ Family Trust	9.76%
先锋领航	1.78%
挪威银行投资管理	1.57%
贝莱德	1.56%
其他	42.93%
总共	100%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.36	20.52	6.48
绝对收益	9.26	26.98	-14.17

数据来源：WIND、港交所、公司

杨怡然 消费行业分析师

+852-2213 1401

laurayang@eif.com.hk

附表：财务报表预测

利润表 (人民币百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	53,651	62,356	69,546	78,389	86,856
销售成本	-21,333	-23,328	-25,840	-28,933	-31,918
毛利	32,318	39,028	43,706	49,456	54,939
销售费用	-19,629	-21,673	-24,341	-27,436	-30,400
管理费用	-3,587	-3,693	-4,173	-4,703	-5,211
经营溢利	11,230	15,367	17,579	19,980	22,171
财务开支	97	991	-33	154	338
分占合营公司亏损	28	-718	400	460	506
税前盈利	11,355	15,640	17,946	20,595	23,014
所得税	-3,110	-4,363	-4,935	-5,663	-6,329
期内净利润	8,245	11,277	13,011	14,931	16,685
扣非归母净利润	7,590	10,236	11,810	13,553	15,145
少数股东应占利润	655	1,041	1,201	1,378	1,540
EPS (元)	2.82	3.69	4.26	4.88	5.46
同比增长率					
收入 (%)	8.76%	16.23%	11.53%	12.72%	10.80%
归母净利润 (%)	-1.68%	34.86%	15.38%	14.76%	11.75%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17,378	15,228	13,931	20,042	24,327
应收账款	2,978	3,732	3,889	4,701	4,817
存货	8,490	7,210	10,205	9,295	12,217
其他流动资产	13,750	25,970	29,094	28,510	28,000
流动资产总额	42,596	52,140	57,120	62,548	69,361
固定资产	3,716	4,143	4,700	5,400	6,249
无形资产	1,480	2,089	2,152	2,216	2,283
其他非流动资产	21,403	33,856	35,485	37,235	39,095
非流动资产总额	26,599	40,088	42,336	44,851	47,627
总资产	69,195	92,228	99,456	107,399	116,988
应付账款	2,750	3,195	3,884	4,042	4,702
短期银行贷款	12,198	3,996	3,596	3,237	2,913
应付即期税项	2,169	2,825	2,966	3,115	3,270
其他流动负债	9,090	10,575	11,104	11,659	12,242
流动负债总额	26,207	20,591	21,551	22,053	23,127
租赁负债	3,938	3,824	4,015	4,216	4,427
其他非流动负债	1,211	11,803	10,794	9,902	9,119
非流动负债总额	5,149	15,627	14,809	14,118	13,546
总负债	31,356	36,218	36,360	36,171	36,673
归属股东权益	34,400	51,460	58,546	66,678	75,765
少数股东权益	3,439	4,550	4,550	4,550	4,550
股东权益	37,839	56,010	63,096	71,228	80,315

(转下页)

现金流量表 (人民币百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
除税前溢利	11,355	15,640	17,946	20,595	23,014
营运资金变化	-924	971	-2,463	257	-2,379
折旧及摊销	4,341	4,862	4,376	3,938	3,544
经营活动现金流	12,147	19,634	8,844	15,388	13,921
资本开支	-1,089	-904	-994	-1,094	-1,203
其他投资活动	-3,685	-24,889	1,072	1,019	968
投资活动现金流	-4,774	-25,793	78	-75	-235
负债变化	-903	1,342	-1,168	-1,002	-851
股本变化	0	10,384	0	0	0
其他融资活动	-6,938	-8,255	-9,050	-8,200	-8,550
融资活动现金流	-7,841	3,471	-10,219	-9,203	-9,400
现金变化	-468	-2,688	-1,297	6,111	4,285
期初持有现金	17,592	17,378	15,228	13,931	20,042
汇率变动	254	538	0	0	0
期末持有现金	17,378	15,228	13,931	20,042	24,327

财务数据					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
毛利率	60.2%	62.6%	62.8%	63.1%	63.3%
扣非归母净利率	14.1%	16.4%	17.0%	17.3%	17.4%
ROE	21.8%	21.8%	19.8%	20.2%	20.0%
营运表现					
行销费用/收入(%)	43.3%	40.7%	41.0%	41.0%	41.0%
实际税率(%)	27.4%	27.9%	27.5%	27.5%	27.5%
股息支付率(%)	0.0%	50.7%	40.0%	40.0%	40.0%
库存周转天数	138.0	122.8	123.0	123.0	123.0
应付账款天数	21.3	19.6	20.0	20.0	20.0
应收账款天数	50.4	46.5	50.0	50.0	50.0
杠杆比率					
资本负债率	45.3%	39.3%	36.6%	33.7%	31.3%
总资产/股本	1.83	1.65	1.58	1.51	1.46
利息覆盖倍数	0.83	0.65	0.58	0.51	0.46

资料来源：公司资料，安信国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给您参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或其任何附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士之直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010