

安踏体育 (02020.HK)

第二季度流水稳健增长，库存与折扣改善

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn
证券分析师: 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004
执证编码: S0980523070003

事项:

7月8日,公司公告第二季度及上半年零售表现,2024 第二季度,安踏主品牌录得高单位数正增长,FILA 录得中单位数正增长,其他品牌录得 40-45%正增长。上半年,安踏主品牌录得中单位数正增长,FILA 录得高单位数正增长,其他品牌录得 35-40%正增长。

国信纺服观点:

- 2024 第二季度:** 高基数上流水稳健增长,各品牌目标达成率 100%,库销比改善,线上折扣明显收窄;
- 风险提示:** 改革不及预期;品牌形象受损;市场的系统性风险。
- 投资建议:** 第二季度经营质量高,看好主品牌势能升级和多品牌矩阵的成长潜力。第二季度安踏和 FILA 分别增长高单位数和中单位数,主要由于去年疫情管控放开后的高基数,实际上各品牌目标达成率均达到 100%,库存和折扣良性,经营质量高。2024 年,在安踏主品牌球星效应、产品矩阵渠道升级和多品牌孵化发力的支持下,集团有望继续保持行业领先的成长性。中长期,安踏集团凭借在中国市场多层级的品牌矩阵和全球市场多品牌的布局,有望持续增强在全球运动市场的竞争力。维持盈利预测,预计 2024-2026 年归母净利润分别为 134.6/134.8/147.8 亿元,增长 31.5%/0.2%/9.6%;若剔除因 AmerSports 上市所带来的 16 亿元一次性收益贡献,经调后归母净利润分别约为 118.6/134.8/147.8 亿元,增长 15.8%/13.7%/9.6%。在上半年较弱的消费环境下公司品牌高质量实现出色增长,看好主品牌势能升级以及多品牌矩阵的成长潜力,维持目标价 104-113 港元,目标价相对 2024 年经调后 EPS 为 23-25x,维持“优于大市”评级。

评论:

◆ 2024 第二季度: 高基数上流水稳健增长,各品牌目标达成率 100%,库销比改善,线上折扣明显收窄

1、安踏第二季度流水增长高单位数,环比一季度提速,目标达成率 100%,库销比小于 5,线上零售折扣收窄

- 分产品流水: 安踏大货高单位数增长,儿童高单位数增长。
- 分渠道流水: 线下中单位数增长,电商增长 20-25%。
- 库销比: 季末库销比小于 5,库存健康度高。
- 零售折扣: 线上零售折扣收窄 2 个点。

2、FILA 第二季度流水增长中单位数,库销比小于 5,线上线下零售折扣维持

- 分产品流水: FILA 大货增长好于 kids 和 fusion, FILA 大货高单位数增长, FILA 儿童下降单位数, FILA FUSION 增长中单位数;预计主要是大货产品组合和门店布局优化,而 fusion 和 kids 门店在调整过程中净关了一部分。
- 分渠道流水: 线下高单位数增长,电商增长约 20%。

3) 库销比：季末库销比小于 5，库存健康度高。

4) 零售折扣：线上和线下折扣率维持。

3、其他品牌第二季度流水增长 40%-45%，环比一季度提速，电商快速增长，库销比同比改善，线上折扣收窄

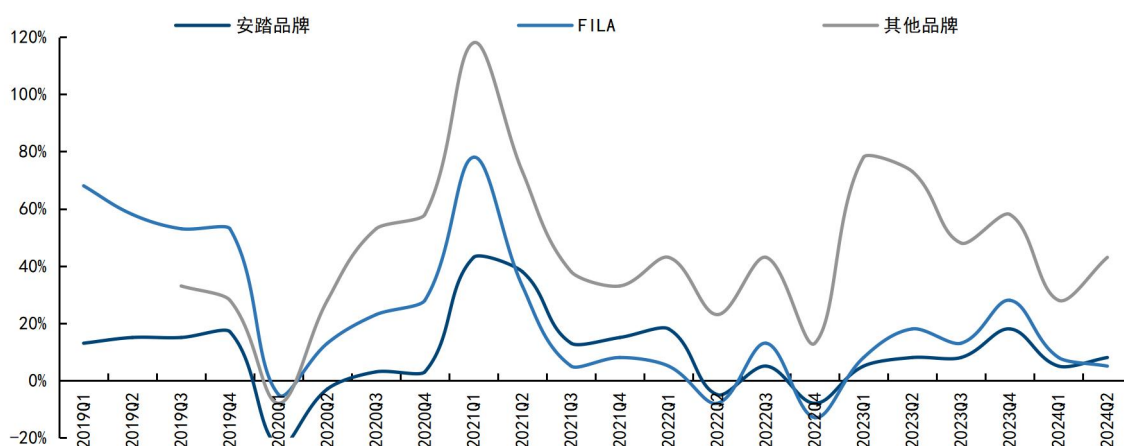
1) 分品牌流水：可隆同比+60-65%；迪桑特同比+35%-40%。

2) 分渠道流水：可隆电商增长翻倍，迪桑特电商增长 60-65%。

3) 库销比：同比改善，去年同期高于 5，今年季末库销比达到 5。

2) 零售折扣：可隆线上线下折扣都收窄 6-7 个点；迪桑特线上折扣收窄 6 个点。

图1：公司分品牌季度流水增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：第二季度经营质量高，看好主品牌势能升级和多品牌矩阵的成长潜力

第二季度安踏和 FILA 分别增长高单位数和中单位数，主要由于去年疫情管控放开后的高基数，实际上各品牌目标达成率均达到 100%，库存和折扣良性，经营质量高。2024 年，在安踏主品牌球星效应、产品矩阵渠道升级和多品牌孵化发力的支持下，集团有望继续保持行业领先的成长性。中长期，安踏集团凭借在中国市场多层级的品牌矩阵和全球市场多品牌的布局，有望持续增强在全球运动市场的竞争力。维持盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 134.6/134.8/147.8 亿元，增长 31.5%/0.2%/9.6%；若剔除因 AmerSports 上市所带来的 16 亿元一次性收益贡献，经调后归母净利润分别约为 118.6/134.8/147.8 亿元，增长 15.8%/13.7%/9.6%。在上半年较弱的消费环境下公司品牌高质量实现出色增长，看好主品牌势能升级以及多品牌矩阵的成长潜力，维持目标价 104-113 港元，目标价相对 2024 年经调后 EPS 为 23-25x，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	53,651	62,356	69,456	76,361	83,547
(+/-%)	8.8%	16.2%	11.4%	9.9%	9.4%
净利润(百万元)	7590	10236	13457	13479	14778
(+/-%)	-1.7%	34.9%	31.5%	0.2%	9.6%
每股收益(元)	2.68	3.61	4.75	4.76	5.22
EBIT Margin	17.0%	21.9%	18.9%	21.5%	21.7%
净资产收益率(ROE)	22.1%	19.9%	22.9%	25.5%	47.1%
市盈率(PE)	24.8	18.4	14.0	14.0	12.7
EV/EBITDA	25.6	17.4	15.4	13.0	13.1
市净率(PB)	5.47	3.65	3.20	3.56	6.00

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			g	PEG
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
2020.HK	安踏体育	优于大市	66.12	3.69	4.75	4.76	17.9	13.9	13.9	13.6%	1.03
可比公司											
2331.HK	李宁	优于大市	14.44	1.23	1.32	1.48	11.7	10.9	9.8	9.6%	1.14
1368.HK	特步国际	优于大市	4.32	0.41	0.44	0.50	10.6	9.8	8.6	10.8%	0.91
NKE.N	耐克	无评级	548.33	23.16	26.53	28.71	23.7	20.7	19.1	11.3%	1.82

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理; 注: 无评级公司的 EPS 预测来自彭博一致预期。

◆ 风险提示

改革不及预期; 品牌形象受损; 市场的系统性风险。

相关研究报告:

- 《安踏体育(02020.HK)-第一季度流水稳健增长, 库销比下降和折扣收窄》——2024-04-18
- 《安踏体育(02020.HK)-2023年归母净利润增长35%, 多品牌引领增长》——2024-03-27
- 《安踏体育(02020.HK)-四季度稳健高质量增长, 亚玛芬递交上市招股书》——2024-01-07
- 《安踏体育(02020.HK)-确立中期发展策略与目标, 迈入高质量增长阶段》——2023-10-19
- 《安踏体育(02020.HK)-三季度高基数上稳健增长, 营运指标健康》——2023-10-13

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17378	15228	30000	30600	31212	营业收入	53651	62356	69456	76361	83547
应收款项	5089	5575	5939	6530	7144	营业成本	21333	23328	25537	27880	30365
存货净额	8490	7210	8893	8967	9771	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	716	1346	969	1066	1166	销售费用	19629	21673	26685	27526	30135
流动资产合计	42596	52140	68582	69943	72074	管理费用	3587	3693	6306	6715	7141
固定资产	4774	4965	4996	5050	5131	财务费用	(97)	(991)	(2843)	(1736)	(1900)
无形资产及其他	8114	8771	6578	4386	2193	投资收益	28	(718)	459	680	896
投资性房地产	4368	17069	17069	17069	17069	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	9343	9283	9283	9283	9283	其他收入	2128	1705	5689	4281	4477
资产总计	69195	92228	106508	105731	105750	营业利润	11355	15640	19919	20936	23179
短期借款及交易性金融负债	12198	3996	8860	13545	36044	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	5548	6859	6640	7253	7903	利润总额	11355	15640	19919	20936	23179
其他流动负债	8461	9736	11238	11954	13059	所得税费用	3110	4363	5129	5840	6466
流动负债合计	26207	20591	26737	32752	57006	少数股东损益	655	1041	1333	1616	1935
长期借款及应付债券	492	10948	10948	10948	10948	归属于母公司净利润	7590	10236	13457	13479	14778
其他长期负债	4657	4679	4679	4679	4679						
长期负债合计	5149	15627	15627	15627	15627	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	31356	36218	42364	48379	72633	净利润	7590	10236	13457	13479	14778
少数股东权益	3439	4550	5283	4556	1749	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	34400	51460	58861	52796	31368	折旧摊销	0	0	2762	2798	2838
负债和股东权益总计	69195	92228	106508	105731	105750	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(97)	(991)	(2843)	(1736)	(1900)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	81	2750	(388)	569	236
每股收益	2.68	3.61	4.75	4.76	5.22	其它	655	1041	733	(727)	(2806)
每股红利	1.54	1.15	2.14	6.90	12.78	经营活动现金流	8326	14027	16564	16119	15045
每股净资产	12.14	18.17	20.78	18.64	11.07	资本开支	(995)	(191)	(600)	(660)	(726)
ROIC	17%	19%	17%	23%	27%	其它投资现金流	(3293)	(24537)	0	0	0
ROE	22%	20%	23%	26%	47%	投资活动现金流	(4604)	(24668)	(600)	(660)	(726)
毛利率	60%	63%	63%	63%	64%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	22%	19%	22%	22%	负债净变化	(10933)	10456	0	0	0
EBITDA Margin	17%	22%	23%	25%	25%	支付股利、利息	(3722)	(5580)	(6056)	(19545)	(36205)
收入增长	9%	16%	11%	10%	9%	其它融资现金流	25374	(1260)	4864	4685	22499
净利润增长率	-2%	35%	31%	0%	10%	融资活动现金流	(3936)	8491	(1192)	(14859)	(13707)
资产负债率	50%	44%	45%	50%	70%	现金净变动	(214)	(2150)	14772	600	612
息率	1.8%	2.8%	3.0%	9.7%	17.9%	货币资金的期初余额	17592	17378	15228	30000	30600
P/E	24.8	18.4	14.0	14.0	12.7	货币资金的期末余额	17378	15228	30000	30600	31212
P/B	5.5	3.7	3.2	3.6	6.0	企业自由现金流	5715	11892	11857	15045	16043
EV/EBITDA	25.6	17.4	15.4	13.0	13.1	权益自由现金流	20227	21802	16855	19945	38687

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032