

安踏体育 (02020.HK)

24Q2 流水点评: 多品牌矩阵高质量增长, 维持全年指引

买入 (维持)

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	53651	62661	70422	78629	87398
同比(%)	8.76	16.79	12.39	11.65	11.15
归母净利润 (百万元)	7590	10236	13293	13723	15498
同比(%)	(1.68)	34.86	29.86	3.24	12.93
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.68	3.61	4.69	4.84	5.47
P/E (现价&最新摊薄)	23.67	17.55	13.52	13.09	11.59

投资要点

- **公司公布 24Q2 及上半年零售流水:** 1) 24Q2: 安踏品牌、FILA、其他品牌零售流水分别同比增长高单位数、中单位数、40-45%。2) 24H1: 安踏品牌、FILA、其他品牌零售流水分别同比增长中单位数、高单位数、35-40%。
- **安踏品牌:** 新店型、新产品市场反响良好, Q2 在低迷消费环境下流水增长较 Q1 提速, 表现超预期。24Q2 安踏品牌流水同比增长高单位数、较 Q1 提速; 其中成人/儿童流水分别同比增长高单位数/中单位数、均较 Q1 提速, 线上增长 20-25%、延续 Q1 增长。运营层面库销比维持 5 个月以下的健康水平, 折扣同比持平、环比改善 1pct。安踏品牌今年以来继续推进大众定位、品牌向上战略, 推出新店型、新产品适应不同市场需求, 例如店型方面推出超级安踏店(加强性价比)、安踏冠军店(加入户外品类), 产品方面推出欧文系列篮球鞋增强品牌影响力、高性价比的 PG7 系列跑鞋顺应下沉消费趋势, 均取得较好的市场反响, 流水实现高质量稳健增长。我们预计下半年在上述举措持续推进及奥运营销带动下, 全年主品牌流水有望追平指引的 10-15%增速目标。
- **FILA:** 儿童&潮牌有所调整, 大货发展势头较好。FILA 品牌 23Q2 基数较高, 儿童和潮牌受大环境影响表现偏弱, 故 24Q2 流水同比增长中单位数、较 Q1 有所放缓。分渠道看, 线上/线下分别同比增长 20%/中单位数, 线上新兴平台如抖音高增继续带动增长; 分系列看, 大货/儿童/潮牌流水分别同比增长高单位数/下滑低单位数/增长中单位数, 大货势头较好, 儿童市场饱和、处于调整阶段, 潮牌受环境波动影响较大。运营层面 24Q2 库销比维持 5 个月以下健康水平、折扣同环比基本持平。公司预计 FILA 大货继续推进门店升级及高尔夫+网球品类的心智强化、推进儿童潮牌调整优化, 全年维持 10-15%流水增长目标。
- **其他品牌:** 差异化细分赛道保持强劲, 流水高质量快速增长。24Q2 其他品牌在高基数下流水同比增长 40-45%, 其中迪桑特/可隆分别同比增长 35-40%/60%, 库销比改善至 5 个月, 可隆线上线下折扣同比改善 6pct、迪桑特折扣持平, 差异化细分赛道品牌的强劲势能持续体现。
- **盈利预测与投资评级:** 公司为国内多品牌运动服饰龙头, 24Q2 在低迷的消费环境下主品牌增长较 Q1 提速、FILA 在较高基数下实现中单位数正增长, 迪桑特+可隆进一步强劲增长, 整体库存保持健康、折扣继续改善。下半年基数较低、叠加安踏品牌和 FILA 优化改革效果逐步体现, 公司维持两个品牌 10-15%收入增长目标, 结合多品牌规模效应凸显下租金费用有效降解、奥运营销支出同比减少, 维持安踏品牌/FILA 全年 OPM20%/+25%的指引。考虑此前 Amer Sports 美股上市对业绩的贡献, 我们将 24-25 年归母净利润从 113.99/134.43 亿元上调至 132.93/137.23 亿元、增加 26 年预测值 154.98 亿元, 对应 24-26 年 PE 为 14/13/12X, 目前估值处于历史较低水平, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 国内消费环境低迷、竞争加剧。

2024 年 07 月 10 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003
zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	69.70
一年最低/最高价	60.20/96.00
市净率(倍)	3.84
港股流通市值(百万港元)	197,433.86

基础数据

每股净资产(元)	18.17
资产负债率(%)	39.27
总股本(百万股)	2,832.62
流通股本(百万股)	2,832.62

相关研究

- 《安踏体育(02020.HK): 23Q4 流水增长健康向好, Amer 申请美股上市》
2024-01-07
- 《安踏体育(02020.HK): 23Q3 流水点评: 流水按月环比改善, 备货致库存略增、预计 Q4 改善》
2023-10-13

表1: 2021Q1-2024Q2 公司各品牌群流水增速 (除注明负增长外, 其余默认正增长)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021 年
安踏品牌	40-45%	35-40%	10%-20%低段	10-20%中段	25-30%
FILA	75-80%	30-35%	中单位数	高单位数	25-30%
其他品牌	115-120%	70-75%	35-40%	50-55%	40-45%
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022 年
安踏品牌	10-20%高段	中单位数负增长	中单位数	高单位数负增长	低单位数
FILA	中单位数	高单位数负增长	10-20%低段	10-20%低段负增长	低单位数负增长
其他品牌	40-45%	20-25%	40-45%	10-20%低段	20-25%
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023 年
安踏品牌	中单位数	高单位数	高单位数	10-20%高段	高单位数
FILA	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%
	2024Q1	2024Q2			
安踏品牌	中单位数	高单位数			
FILA	高单位数	中单位数			
其他品牌	25-30%	40-45%			

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

安踏体育三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	52,140.00	58,149.01	74,859.38	93,604.67	营业总收入	62,661.00	70,421.97	78,629.31	87,397.73
现金及现金等价物	15,228.00	16,804.05	31,417.21	47,921.64	营业成本	23,328.00	25,879.92	28,697.11	31,707.71
应收账款及票据	3,732.00	4,303.57	4,805.12	5,340.97	销售费用	21,673.00	24,295.58	27,127.11	30,152.22
存货	7,210.00	8,626.64	9,565.70	10,569.24	管理费用	3,693.00	4,084.47	4,560.50	5,069.07
其他流动资产	25,970.00	28,414.76	29,071.34	29,772.82	经营利润	13,967.00	16,162.00	18,244.59	20,468.73
非流动资产	40,088.00	41,012.29	42,034.99	43,117.51	利息收入	1,470.00	1,256.84	1,304.12	1,742.52
固定资产	4,965.00	5,418.50	5,826.65	6,193.99	利息支出	521.00	397.76	197.76	197.76
商誉及无形资产	8,771.00	9,091.79	9,556.34	10,121.52	其他收益	724.00	2,988.85	1,306.93	1,315.70
长期投资	9,283.00	9,283.00	9,283.00	9,283.00	利润总额	15,640.00	20,009.93	20,657.88	23,329.19
其他长期投资	13,732.00	13,882.00	14,032.00	14,182.00	所得税	4,363.00	5,402.68	5,577.63	6,298.88
其他非流动资产	3,337.00	3,337.00	3,337.00	3,337.00	净利润	11,277.00	14,607.25	15,080.25	17,030.31
资产总计	92,228.00	99,161.30	116,894.36	136,722.18	少数股东损益	1,041.00	1,314.65	1,357.22	1,532.73
流动负债	20,591.00	20,379.05	22,493.87	24,753.37	归属母公司净利润	10,236.00	13,292.60	13,723.03	15,497.58
短期借款	3,996.00	1,996.00	1,996.00	1,996.00	EBIT	14,691.00	19,150.85	19,551.52	21,784.43
应付账款及票据	3,195.00	3,594.43	3,985.71	4,403.85	EBITDA	15,908.08	20,376.56	20,678.82	22,851.91
其他	13,400.00	14,788.61	16,512.16	18,353.52					
非流动负债	15,627.00	7,627.00	7,627.00	7,627.00					
长期借款	10,948.00	2,948.00	2,948.00	2,948.00					
其他	4,679.00	4,679.00	4,679.00	4,679.00					
负债合计	36,218.00	28,006.05	30,120.87	32,380.37					
股本	272.00	272.00	272.00	272.00	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	4,550.00	5,864.65	7,221.87	8,754.60	每股收益(元)	3.61	4.69	4.84	5.47
归属母公司股东权益	51,460.00	65,290.60	79,551.62	95,587.20	每股净资产(元)	19.77	25.12	30.63	36.84
负债和股东权益	92,228.00	99,161.30	116,894.36	136,722.18	发行在外股份(百万股)	2,832.62	2,832.62	2,832.62	2,832.62
					ROIC(%)	17.44	19.01	17.01	15.82
					ROE(%)	19.89	20.36	17.25	16.21
					毛利率(%)	62.59	63.25	63.50	63.72
					销售净利率(%)	16.42	18.88	17.45	17.73
					资产负债率(%)	39.27	28.24	25.77	23.68
					收入增长率(%)	16.79	12.39	11.65	11.15
					净利润增长率(%)	34.86	29.86	3.24	12.93
					P/E	17.55	13.52	13.09	11.59
					P/B	3.21	2.52	2.07	1.72
					EV/EBITDA	12.26	8.24	7.41	5.98

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年7月9日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>