

信义山证汇通天下

证券研究报告

纺织服装

安踏体育 (02020.HK)

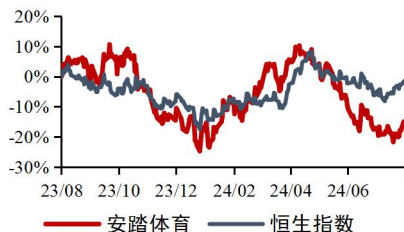
买入-A(维持)

2024H1 盈利能力稳中有升，多品牌矩阵彰显经营韧性

2024 年 8 月 28 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2024 年 8 月 27 日

收盘价（港元）：	71.650
年内最高/最低（港元）：	96.000/60.200
流通 A 股/总股本（亿股）：	28.33/28.33
流通 A 股市值（亿港元）：	2,029.57
总市值（亿港元）：	2,029.57

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2024 年半年报，2024 年上半年，公司实现营收 337.35 亿元，同比增长 13.8%，实现归母净利润 77.21 亿元，同比增长 62.6%。拟派中期股息 118 港分/股，派息率 50.1%。

事件点评

➢ **2024 年上半年业绩增速快于营收，实现高质量增长。**2024H1，公司实现营收 337.35 亿元，同比增长 13.8%，其中公司电商渠道收入同比增长 25.1%，占集团收入比重上升 3.0pct 至 33.8%。从流水角度看，2024H1，安踏品牌、FILA 品牌、所有其它品牌零售流水同比分别增长中单位数、增长高单位数、增长 35%-40%。2024H1，公司实现归母净利润 77.21 亿元，同比增长 62.6%，剔除分占合营公司损益与 Amer 上市带来的一次性收益，归母净利润同比增长 17.0%至 61.61 亿元。

➢ **安踏品牌：上半年营收实现双位数以上增长，经营利润率同比提升。**2024H1，安踏品牌收入同比增长 13.5%至 160.77 亿元，占集团收入比重 47.7%。分渠道看，DTC 模式、电子商务、传统批发及其他渠道收入分别为 89.37、55.67、15.73 亿元，同比增长 10.5%、20.1%、8.5%，收入占比分别为 55.6%、34.6%、9.8%。盈利能力方面，安踏品牌毛利率同比提升 0.8pct 至 56.6%，经营利润率同比提升 0.8pct 至 21.8%。截至 2024H1 末，安踏、安踏儿童门店分别为 7073、2831 家，较期初净增 20、53 家。

➢ **FILA 品牌：FILA Core 实现双位数增长，FILA Kids 与 FILA Fusion 业务处于调整阶段。**2024H1，FILA 品牌实现收入 130.56 亿元，同比增长 6.8%，收入占比为 38.7%，预计 FILA Core 增长双位数以上，其中鞋履产品收入增长超过 20%，FILA Kids 与 FILA Fusion 有所承压。2024 年上半年，预计 FILA 品牌月店效超过 100 万元，销售毛利率同比提升 1.0pct 至 70.2%，经营利润率同比下滑 1.1pct 至 28.6%。截至 2024H1 末，FILA 品牌门店共 1981 家，较期初净增 9 家。

➢ **所有其它品牌：可隆增速领跑，经营利润率快速提升。**2024H1，迪桑特、可隆体育等其他品牌收入同比增长 41.8%至 46.02 亿元，收入占比为 13.6%，毛利率同比下滑 0.7pct 至 72.7%，经营利润率同比下滑 0.4pct 至 29.9%。分品牌看，预计迪桑特收入增长 30%以上，可隆收入增长 55%以上，可隆品牌受益于零售折扣显著提升，经营利润率预计同比显著改善。截至 2024H1 末，迪桑特、可隆品牌门店分别为 197、160 家，较



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



期初净增 9、-4 家。

➤ **2024 年上半年公司盈利能力水平保持优异，存货周转速度加快。**盈利能力方面，2024H1，公司毛利率同比提升 0.8pct 至 64.1%。费用率方面，2024H1，公司销售费用率为 35.0%，同比提升 1.0pct，其中广告及市场推广费用率同比提升 0.4pct 至 7.5%，公司管理费用率为 5.8%，同比提升 0.1pct，其中研发费用率同比提升 0.4pct 至 2.7%。2024H1 公司归母净利润率同比提升 6.9pct 至 22.9%，剔除 Amer 影响，归母净利率同比提升 0.5pct 至 18.3%。存货方面，2024H1，公司平均存货周转天数 114 天，同比下降 10 天。截至 2024H1 末，安踏品牌、FILA 品牌库销比均小于 5 个月。经营活动现金流方面，2024H1，公司经营活动现金流净额为 85.02 亿元。截至 2024H1 末，公司净现金余额 323.99 亿元。

投资建议

➤ 2024 年上半年，公司凭借多品牌矩阵，取得靓丽业绩表现，其中，安踏品牌营收增长超出市场预期，盈利能力保持稳中有升；FILA 品牌营收增长相对放缓，盈利能力符合预期；所以其它品牌营收保持快速增长，盈利能力达到理想水平。根据公司公开业绩交流会，公司考虑 FILA 品牌儿童及潮牌业务仍处于调整过程中，下调 FILA 品牌 2024 全年流水指引至高单位数，维持安踏品牌及所有其它品牌全年流水指引。我们小幅调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年每股收益分别为 4.69、4.83 和 5.49 元，8 月 27 日收盘价对应公司 2024-2026 年 PE 为 13.9/13.5/11.9 倍，维持“买入-A”建议。

风险提示

➤ 电商渠道增长放缓；行业竞争加剧；零售折扣稳定性不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	53,651	62,356	70,129	78,410	87,347
YoY(%)	8.8	16.2	12.5	11.8	11.4
净利润(百万元)	7,590	10,236	13,295	13,684	15,548
YoY(%)	-1.7	34.9	29.9	2.9	13.6
毛利率(%)	60.2	62.6	62.9	63.2	63.5
EPS(摊薄/元)	2.68	3.61	4.69	4.83	5.49
ROE(%)	21.8	20.1	21.5	18.8	18.2
P/E(倍)	24.4	18.1	13.9	13.5	11.9
P/B(倍)	5.4	3.6	3.0	2.6	2.2
净利率(%)	14.1	16.4	19.0	17.5	17.8

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	42596	52140	72547	91008	104269
现金	17383	15233	39683	58452	65139
应收票据及应收账款	2978	3781	4704	4329	5683
预付账款	0	0	0	0	0
存货	8490	7210	11151	9337	12843
其他流动资产	13745	25916	17009	18890	20605
非流动资产	26599	40088	32074	34829	37945
长期投资	9343	9283	9228	9422	9655
固定资产	11731	12228	13287	14378	15450
无形资产	2024	2089	1959	1772	1648
其他非流动资产	3501	16488	7600	9258	11193
资产总计	69195	92228	104621	125837	142214
流动负债	26207	20591	27295	37469	41426
短期借款	12198	3996	5981	7392	5789
应付票据及应付账款	2775	3195	6262	12971	18119
其他流动负债	11234	13400	15052	17106	17517
非流动负债	5149	15627	10160	8941	7393
长期借款	492	10948	5836	4387	2874
其他非流动负债	4657	4679	4324	4553	4519
负债合计	31356	36218	37455	46409	48819
少数股东权益	3439	4550	5667	6907	8338
股本	262	272	272	272	272
资本公积	34138	51188	51188	51188	51188
留存收益	0	0	10128	20131	31761
归属母公司股东权益	34400	51460	61499	72520	85057
负债和股东权益	69195	92228	104621	125837	142214

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	12147	19634	20440	23271	14553
净利润	8245	11277	14412	14924	16979
折旧摊销	3266	4464	1041	1276	1252
财务费用	-97	-991	-1272	-1290	-1771
投资损失	0	0	-327	-466	-710
营运资金变动	0	0	6573	8885	-1231
其他经营现金流	733	4884	14	-58	34
投资活动现金流	-4774	-25793	7199	-3494	-3671
筹资活动现金流	-7841	3471	-3189	-1009	-4195
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.68	3.61	4.69	4.83	5.49
每股经营现金流(最新摊薄)	4.29	6.93	7.22	8.22	5.14
每股净资产(最新摊薄)	12.14	18.17	21.71	25.60	30.03

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	53651	62356	70129	78410	87347
营业成本	21333	23328	26007	28850	31868
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	19629	21673	24896	27836	31008
管理费用	3587	3693	4138	4626	5153
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-97	-991	-1272	-1290	-1771
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	327	466	710
营业利润	11230	15367	18288	18854	21799
营业外收入	2128	1705	1700	1844	1750
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	11355	15640	19988	20699	23549
所得税	3110	4363	5576	5774	6569
税后利润	8245	11277	14412	14924	16979
少数股东损益	655	1041	1117	1240	1431
归属母公司净利润	7590	10236	13295	13684	15548
EBITDA	15946	21010	20784	21076	23466

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	8.8	16.2	12.5	11.8	11.4
营业利润(%)	2.2	36.8	19.0	3.1	15.6
归属于母公司净利润(%)	-1.7	34.9	29.9	2.9	13.6
获利能力					
毛利率(%)	60.2	62.6	62.9	63.2	63.5
净利率(%)	14.1	16.4	19.0	17.5	17.8
ROE(%)	21.8	20.1	21.5	18.8	18.2
ROIC(%)	16.5	16.6	18.0	15.8	16.0
偿债能力					
资产负债率(%)	45.3	39.3	35.8	36.9	34.3
流动比率	1.6	2.5	2.7	2.4	2.5
速动比率	0.8	0.9	1.6	1.7	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	17.1	18.5	16.5	17.4	17.4
应付账款周转率	7.2	7.8	5.5	3.0	2.1
估值比率					
P/E	24.4	18.1	13.9	13.5	11.9
P/B	5.4	3.6	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	11.8	9.2	8.1	7.2	6.1

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

