

研究所:

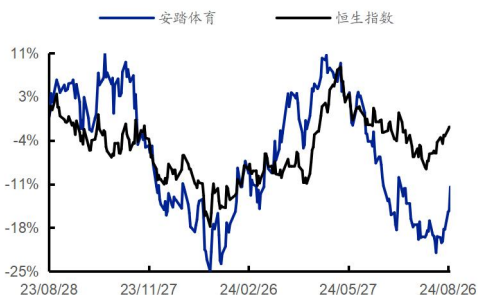
证券分析师: 马川琪 S0350523050001
macq@ghzq.com.cn

证券分析师: 廖小慧 S0350524080002
liaoxh@ghzq.com.cn

2024H1 业绩超预期, 回购股份彰显信心

——安踏体育 (02020) 2024H1 业绩点评

最近一年走势



相对恒生指数表现

2024/08/28

表现	1M	3M	12M
安踏体育	7.4%	-14.7%	-11.1%
恒生指数	5.0%	-5.0%	-1.4%

市场数据

2024/08/28

当前价格 (港元)	74.85
52周价格区间 (港元)	60.20-96.00
总市值 (百万港元)	212,021.87
流通市值 (百万港元)	212,021.87
总股本 (万股)	283,262.35
流通股本 (万股)	283,262.35
日均成交额 (百万港元)	2,092.77
换手率 (%)	0.97

相关报告

《安踏体育 (02020) 2023 年业绩点评: 2023 年业绩亮眼, 中长期战略稳步推进 (买入) *服装家纺*杨仁文, 马川琪》——2024-03-31

《安踏体育 (02020) 深度报告: 后 β 时代的价值重塑 (买入) *服装家纺*马川琪, 杨仁文》——2024-01-26

《安踏体育 (02020) 事件点评报告: 收购 MAIA ACTIVE 强化女子运动, 专业品类未来可期 (买入) *服装家纺*杨仁文, 马川琪》——2023-10-18

《安踏体育 (02020) 2023H1 点评报告: 多品牌

事件:

安踏体育 2024 年 8 月 27 日发布 2024 年中期业绩公告: 2024H1 主营业务收入 337.35 亿元, 同比+13.8%, 归母净利润 77.21 亿元, 同比+62.6%, 剔除 AMER 上市相关收益后同比+17%至 61.61 亿元。经营溢利率为 25.7%, 较上年同期持平, 毛利率较上年同期+0.8pct 至 64.1%, 归母净利润率较上年同期+6.9pct 至 22.9%, EPS 为 2.75 元, 同比+58.0%。

投资要点:

- **2024 年上半年业绩表现亮眼, 迪桑特、可隆收入持续高增长。** 2024H1 主营业务收入 337.4 亿元, 同比+13.8%, 归母净利润 77.2 亿元, 同比+62.6%。业务拆分看, 1) 分品牌, 2024H1 安踏品牌收入 160.8 亿元, 同比+13.5%, 占比 47.7%, 较上年同期-0.1pct; FILA 品牌收入 130.6 亿元, 同比+6.8%, 占比 38.7%, 较上年同期-2.6pct; 迪桑特、可隆等所有其他品牌收入共计 46.0 亿元, 同比+41.8%, 占比 13.6%, 较上年同期+2.7pct。安踏品牌分渠道, DTC 收入 89.4 亿元, 同比+10.5%, 占比 55.6%, 较上年同期-1.5pct, 电子商务收入 55.7 亿元, 同比+20.1%, 占比 34.6%, 较上年同期+1.9pct, 传统批发及其他收入 15.7 亿元, 同比+8.5%, 占比 9.8%, 较上年同期-0.4pct。2) 分品类, 鞋类收入 146.4 亿元, 同比+18.0%, 占比 43.4%, 较上年同期+1.5pct, 服装收入 180.8 亿元, 同比+10.8%, 占比 53.6%, 较上年同期-1.4pct, 配饰收入 10.2 亿元, 同比+10.1%, 占比 3.0%, 较上年同期-0.1pct。我们看好未来集团中长期战略稳步推进, 安踏品牌的门店渠道升级, 跑鞋、篮球鞋等专业运动产品的功能性提升, 迪桑特、可隆等其他品牌追求产品科技创新和潮流设计继续渗透户外运动市场, 集团各品牌收入有望持续增长。
- **DTC 模式转型助力主品牌毛利率提升, 集团整体毛利率达历年最高水平。** 分品牌, 安踏品牌毛利率 56.6%, 较上年同期+0.8pct, 主要归因于持续的 DTC 模式转型; FILA 毛利率 70.2%, 较上年同期+1.0pct, 主因提升鞋类产品占比使整体毛利增加; 迪桑特和可隆等所有其他品牌毛利率 72.7%, 较上年同期-0.7pct。2024H1 整体毛利增加 15.3%至 216.18 亿元, 整体毛利率较上年同期+0.8pct 至 64.1%, 达历年最高水平。2024H1 经营溢利率 25.7%, 较上年同期

战略造就超预期业绩，DTC 转型助力集团毛利达历史新高（买入）*服装家纺*杨仁文，马川琪》——
2023-08-24

《安踏体育（02020）点评报告：Q2 流水环比改善明显，看好下半年增长（买入）*服装家纺*杨仁文，马川琪》——2023-07-19

持平，归母净利率 22.9%，较上年同期+6.9pct。

- **过季库存出清带动存货周天数下降，充裕现金流为业务拓展提供保障。**公司 2024H1 平均存货周转天数 114 天，较上年同期-10 天，平均应收账款周转天数 19 天，较上年同期+2 天，平均存货周转天数下降得益于集团过季库存降解能力，DTC 模式转型以及直营零售业务的拓展也使得应收账款水平持续下降。现金流保持充裕，截至 2024H1 现金及现金等价物、存款等合计 478.3 亿元，净现金 91.1 亿元，自由现金流入 76.2 亿元，集团仍然维持强劲的现金产出能力，为各项业务拓展提供资金保障。
- **加大门店精细化运营，渠道升级及差异化店铺形象进一步提升店效。**截至 2024H1 末，在中国大陆和海内外共有安踏门店 7073 家（较 2023 年末+20 家），安踏儿童门店共有 2831 家（较 2023 年末+53 家），FILA 门店共有 1981 家（较 2023 年末+9 家），迪桑特门店 197 家（较 2023 年末+10 家），可隆门店 160 家（较 2023 年末-4 家），公司加大门店精细化运营，店效及零售指标均有明显改善。主品牌 DTC 转型顺利，截至 2024H1 末，集团采用混合运营模式，DTC 模式下约 5600 家安踏门店中，约 42%由集团直营，58%由加盟商按安踏标准营运，约 2300 家安踏儿童门店中，约 64%由集团直营，36%由加盟商按安踏标准营运，公司未来将基于不同商圈来差异化店铺形象，从而进一步提升 DTC 门店效率及盈利能力。
- **盈利预测和投资评级：**公司上半年业绩超我们预期，且公司拟动用不超过 100 亿港元，于 2024 年 8 月 27 日起计 18 个月期间内不时于公开市场购回股份，彰显管理层信心。我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现收入 702.96/784.93/870.92 亿元，同比+12.7%/+11.7%/+11.0%；归母净利润 138.3/139.2/159.9 亿元，同比+35.1%/+0.6%/+14.9%；2024 年 8 月 28 日收盘价 74.85 港元，对应 PE 估值为 14/14/12X。长期我们看好公司品牌影响力扩大及折率改善，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动导致的风险；行业竞争风险；消费者偏好变化风险；市场开拓及产品推广风险；AMER 上市之投资收益不及预期风险；其他风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	62356.0	70296.2	78493.2	87092.1
增长率(%)	16.2	12.7	11.7	11.0
归母净利润(百万元)	10236.0	13827.6	13916.7	15988.8
增长率(%)	34.9	35.1	0.6	14.9
摊薄每股收益(元)	3.6	4.9	4.9	5.6
ROE(%)	19.9	21.1	17.5	16.7
P/E	25.5	14.0	13.9	12.1
P/B	5.1	2.9	2.4	2.0
P/S	4.2	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	15.0	8.9	6.9	5.8

注：财务单位为人民币，2024年8月28日1港元=0.91278元人民币

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：安踏体育盈利预测表（暂不考虑回购，财务单位为人民币，股价单位为港元，2024年8月28日1港元=0.91278元人民币）

证券代码:	02020				股价:	74.85	投资评级:	买入		日期:	2024/08/28
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E		
盈利能力					每股指标						
ROE	20%	21%	17%	17%	EPS	3.61	4.88	4.91	5.64		
毛利率	63%	63%	63%	64%	BVPS	18.17	23.17	28.10	33.76		
期间费率	43%	40%	38%	37%	估值						
销售净利率	16%	20%	18%	18%	P/E	25.5	14.0	13.9	12.1		
成长能力					P/B	5.1	2.9	2.4	2.0		
收入增长率	16%	13%	12%	11%	P/S	4.2	2.8	2.5	2.2		
利润增长率	35%	35%	1%	15%							
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E		
总资产周转率	0.68	0.64	0.62	0.59	营业收入	62356	70296	78493	87092		
应收账款周转率	18.59	16.00	16.50	17.00	营业成本	23328	26083	28710	31750		
存货周转率	2.97	3.00	3.00	3.00	营业税金及附加						
偿债能力					销售费用	21673	23861	25510	27407		
资产负债率	39%	35%	32%	30%	管理费用	3693	3982	4317	5138		
流动比	2.53	2.97	3.37	3.62	财务费用	-949	186	144	46		
速动比	2.12	2.51	2.99	3.18	其他费用/(-收入)						
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	12353	16371	19956	22797		
现金及现金等价物	15228	23925	39154	51564	营业外净收支						
应收款项	3732	5055	4459	5787	利润总额	15640	20284	20612	23551		
存货净额	7210	10178	8962	12205	所得税费用	4363	5416	5648	6359		
其他流动资产	25970	28850	31383	34442	净利润	11277	14868	14964	17192		
流动资产合计	52140	68009	83958	103998	少数股东损益	1041	1041	1047	1203		
固定资产	4965	5692	5602	5517	归属于母公司净利润	10236	13828	13917	15989		
在建工程											
无形资产及其他	8771	9003	9536	9973	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E		
长期股权投资	9283	9183	9233	9283	经营活动现金流	19634	12079	22289	19840		
资产总计	92228	109756	126798	147840	归母净利润	10236	13828	13917	15989		
短期借款	3996	4596	5296	6196	少数股东损益	1041	1041	1047	1203		
应付款项	3195	4257	3946	5126	折旧摊销	4987	4541	4757	4848		
预收帐款					公允价值变动	1711	-3381	-39	29		
其他流动负债	13400	14059	15699	17418	营运资金变动	1659	-3950	2608	-2230		
流动负债合计	20591	22912	24940	28740	投资活动现金流	-25793	-3600	-7050	-7550		
长期借款及应付债券	10948	10948	10948	10948	资本支出	-1321	-5500	-5200	-5200		
其他长期负债	4679	4679	4679	4679	长期投资	-23985	-2200	-2650	-3150		
长期负债合计	15627	15627	15627	15627	其他	-487	4100	800	800		
负债合计	36218	38539	40567	44367	筹资活动现金流	3471	-119	-61	71		
股东权益	56010	71216	86231	103473	债务融资	2254	600	700	900		
负债和股东权益总计	92228	109756	126798	147840	权益融资	10497	0	0	0		
					其它	-9280	-719	-761	-829		
					现金净增加额	-2150	8697	15228	12411		

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【海外消费&纺织服装小组介绍】

马川琪：资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：分析师，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

刘毅：研究助理，香港中文大学硕士，西南财经大学学士，主要覆盖美股消费，全球视角。

【分析师承诺】

马川琪，廖小慧，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。