

2024年9月2日

安踏体育 (2020.HK)

公司动态分析

证券研究报告

运动鞋服

业绩超预期达成，大额回购彰显信心

事件：安踏体育公布 24H1 业绩，收入同增 13.8%至 337 亿元，股东应占溢利（不包括 JV 影响）同增 17.0%至 61.6 亿元，股东应占溢利（包括 JV 影响）同增 62.6%至 77.2 亿元。综合考虑，我们预测 2024-2026 年 EPS 为 4.35/4.97/5.53 元，给予 2024 年 25 倍 PE，目标价 118 港元，维持“买入”评级。

报告摘要

业绩表现超预期，回购+高派息彰显管理层信心 上半年消费环境充满挑战，公司旗下多品牌仍保持强劲的竞争力，实现高质量增长。24H1 公司收入同比增长 13.8%至 337 亿元，剔除 JV 影响的股东应占溢利为 61.6 亿元，同比增长 17.0%，包含 JV 影响的股东应占溢利为 77.2 亿元（其中包含 Amer 成功上市带来一笔一次性非现金利得约 16 亿），同比增长 62.6%，整体表现好于市场预期。管理层宣布回购计划，未来 18 月内拟回购不超过 100 亿港元，同时宣布派发中期股息 118 港仙/股，派息率 50.1%，充分体现了管理层信心以及重视股东回报。

安踏主品牌：上半年收入同比增长 13.5%至 160.8 亿元，主要是由于跑步品类双位数增长、高线主流商圈流水双位数增长、新店型店效提升带动收入提升。其中 DTC/电商/批发收入为 89.37/55.67/15.73 亿元，同比增长 10.5%/20.1%/8.5%。毛利率提升 0.8pp 至 56.6%，OPM 同比提升 0.8pp 至 21.8%，主要是由于鞋类毛利率提升及批发占比下降。此外，预计欧文系列将在下半年开始走量，未来持续带动篮球品类表现。

FILA：上半年收入同比增长 6.8%至 130.6 亿元，专业产品双位数增长带动大货门店平均店效超 100 万元，但儿童及潮牌表现有所承压。毛利率提升 1pp 至 70.2%，主要是新货占比提升及存货减值拨回，但由于零售环境波动及加大对商品研发投入，OPM 下降 1.1pp 至 28.6%。未来 FILA 将继续推进顶级商品、顶级品牌、顶级渠道策略，在专业运动领域拓展业务机会。

其他品牌：户外运动表现持续亮眼，上半年收入同比增长 41.8%至 46 亿元，其中迪桑特同比增长 30%，Kolon 增长超 50%。受到品牌结构影响，毛利率和经营利润率分别同比下降 0.7pp/0.4pp 至 72.7%/29.9%。预计未来迪桑特儿童将继续加大高线布局，可隆加强华南市场覆盖，继续受益于市场空间的扩大。

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 4.35/4.97/5.53 元，给予 2024 年 25 倍 PE，目标价 118 港元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行；行业竞争加剧；品牌拓展不及预期。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	53,651	62,356	69,239	78,081	86,578
增长率 (%)	8.8%	16.2%	11.0%	12.8%	10.9%
归母净利润 (扣非)	7,590	10,236	12,061	13,787	15,349
增长率 (%)	0.3%	36.8%	17.8%	14.3%	11.3%
毛利率 (%)	60.2%	62.6%	62.9%	63.1%	63.3%
归母净利率 (%)	14.1%	16.4%	17.4%	17.7%	17.7%
每股收益 (元)	2.82	3.69	4.35	4.97	5.53
每股净资产 (元)	14.00	19.77	22.33	25.25	28.50
市盈率	25.06	19.15	16.25	14.22	12.77
市净率	5.05	3.57	3.16	2.80	2.48
股息收益率 (%)	1.69	2.59	2.41	2.76	3.07

数据来源：公司资料，安信国际预测

投资评级：**买入**

目标价格：**118 港元**

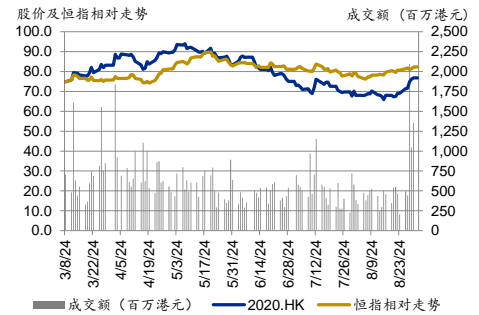
现价 (2024-8-30)：**76.8 港元**

总市值 (百万港元)	217,545.48
流通市值 (百万港元)	217,545.48
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)	60.2/95
平均成交 (百万港元)	520.30

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%
贝莱德	1.58%
挪威银行投资管理	1.40%
其他	43.11%
总共	100%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.07	-7.25	-9.01
绝对收益	13.02	-7.75	-11.15

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	69,239	78,081	86,578
销售成本	-21,333	-23,328	-25,696	-28,788	-31,762
毛利	32,318	39,028	43,543	49,292	54,816
销售费用	-19,629	-21,673	-24,234	-27,328	-30,302
管理费用	-3,587	-3,693	-4,154	-4,685	-5,195
经营溢利	11,230	15,367	17,533	19,934	22,154
财务开支	97	991	395	557	665
分占合营公司亏损	28	-718	400	460	506
税前盈利	11,355	15,640	18,328	20,951	23,324
所得税	-3,110	-4,363	-5,040	-5,761	-6,414
期内净利润	8,245	11,277	13,288	15,189	16,910
扣非归母净利润	7,590	10,236	12,061	13,787	15,349
少数股东应占利润	655	1,041	1,226	1,402	1,561
EPS (元)	2.82	3.69	4.35	4.97	5.53
同比增长率					
收入 (%)	8.76%	16.23%	11.04%	12.77%	10.88%
归母净利润 (%)	-1.68%	34.86%	17.83%	14.31%	11.33%

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	14,173	20,333	24,833
应收账款	2,978	3,732	3,856	4,701	4,787
存货	8,490	7,210	10,108	9,294	12,112
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	57,231	62,839	69,732
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	99,567	107,690	117,359
应付账款	2,750	3,195	3,845	4,042	4,660
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	21,511	22,053	23,085
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	36,320	36,171	36,631
归属股东权益	34,400	51,460	58,697	66,969	76,178
少数股东权益	3,439	4,550	4,550	4,550	4,550
股东权益	37,839	56,010	63,247	71,519	80,728

(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	18,328	20,951	23,324
营运资金变化	-924	971	-2,372	166	-2,287
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	9,086	15,538	14,230
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	-8,301	-8,643
融资活动现金流	-7,841	3,471	-10,219	-9,303	-9,494
现金变化	-468	-2,688	-1,055	6,160	4,500
期初持有现金	17,592	17,378	15,228	14,173	20,333
汇率变动	254	538	0	0	0
期末持有现金	17,378	15,228	14,173	20,333	24,833

财务数据					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
毛利率	60.2%	62.6%	62.9%	63.1%	63.3%
扣非归母净利率	14.1%	16.4%	17.4%	17.7%	17.7%
ROE	21.8%	21.8%	20.2%	20.5%	20.2%
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%	36.5%	33.6%	31.2%
总资产/股本	1.83	1.65	1.57	1.51	1.45
利息覆盖倍数	0.83	0.65	0.57	0.51	0.45

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的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