

【广发纺服&海外】安踏体育 (02020.HK)

系列(一): 稳经营高盈利, 多品牌、国际化战略稳步实施

核心观点:

- **运动鞋服行业具备韧性, 龙头优势凸显。**(1) 未来我国运动鞋服行业有望保持稳健增长。从扩容空间来看, 我国人均运动鞋服消费额和渗透率仍有较大发展空间; 从驱动因素来看, 国家政策及经济发展将推动运动鞋服行业持续稳健增长, 同时滑雪、户外、女子等细分行业赛道有望驱动行业发展。此外, 参考美国经济分析局数据, 美国体育用品相关支出率先恢复至疫情前水平, 领跑其他零售细分行业。(2) 运动鞋服市场份额易于向头部品牌集中, 竞争格局稳固。
- **公司近5年平均ROE(平均口径)达26%, 源于其优秀管理团队和强渠道力。**公司是纺服甚至是消费行业中具备高稳定性盈利能力的优质标的, 主要源于:(1) 高管团队具备前瞻性战略视野, 销售规模扩张及高毛利FILA品牌的成功培育推动公司营收规模及毛利率提升。而高效管理的根源为高效激励机制及深入人心的铁军文化。(2) 公司持续推动渠道扁平化和运营精细化, 强渠道力使公司费率和周转率优于同业。
- **盈利预测与投资建议。**预测公司24-26年EPS 4.76/4.76/5.39元/股, 剔除Amer上市于24年一次性损益贡献(剔除后预计公司24年EPS为4.19元/股), 参考可比公司, 考虑公司优于同业的渠道管理能力及控费能力, 业绩确定性较强, 给予公司24年PE估值20倍, 对应合理价值92.45港元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 安踏品牌转型升级再度受挫的风险; FILA利润低于预期的风险; Amer海外业务利润低于预期的风险。

盈利预测: *本文如无特殊说明, 货币单位均为人民币

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	53,651	62,356	69,026	76,725	85,689
增长率(%)	8.8%	16.2%	10.7%	11.2%	11.7%
EBITDA(百万元)	12,483	17,333	21,531	24,322	27,126
归母净利润(百万元)	7,590	10,236	13,471	13,488	15,266
增长率(%)	-1.68%	34.86%	31.60%	0.13%	13.18%
EPS(元/股)	2.80	3.61	4.76	4.76	5.39
市盈率(P/E)	33.2	19.0	14.5	14.5	12.8
ROE(%)	22.1%	19.9%	23.0%	20.6%	21.0%
EV/EBITDA	19.8	11.2	9.0	7.8	6.8

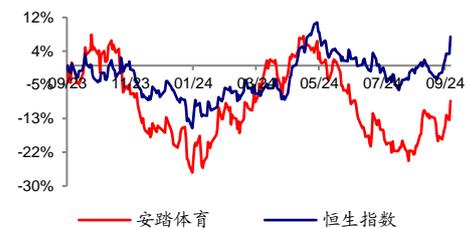
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心
备注: 本文使用的港元兑人民币汇率为 0.9066

公司评级	买入
当前价格	76.20 港元
合理价值	92.45 港元
前次评级	买入
报告日期	2024-09-26

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2833/2833
总市值/流通市值(亿港元)	2197/2197
一年内最高/最低(港元)	94.25/64.15
30日日均成交量/成交额(百万)	9.1/681
近3个月/6个月涨跌幅(%)	-0.21/-1.51

相对市场表现



分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

分析师:

李咏红



SAC 执证号: S0260523100001



021-38003542



liyonghong@gf.com.cn

请注意, 李咏红并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 【广发纺服&海外】安踏体育 (02020.HK):Q2 流水稳健增长, 各品牌高质量增长 2024-07-24
- 【广发纺服&海外】安踏体育 (02020.HK):Q1 流水稳健增长, 库存及折扣均有改善 2024-04-22

目录索引

一、运动鞋服行业具备韧性，龙头优势凸显	5
（一）运动鞋服行业有望保持稳健增长	5
（二）安踏体育市占率位居国产运动品牌首位，竞争格局稳固	9
二、安踏体育：优秀管理团队和强渠道力支撑公司高质量发展	12
（一）公司近 5 年平均 ROE（平均口径）达 26.4%，源于其优秀管理团队和强渠道力	12
（二）高管团队战略能力出众，公司毛利率不断提升	14
（三）公司强渠道力使其费率低、高周转，为品牌培育提供支持	18
三、盈利预测和投资建议	23
四、风险提示	25

图表索引

图 1: 2015 年以来我国运动鞋服行业高景气度	5
图 2: 疫情后美国零售细分行业消费者支出差距	6
图 3: 我国人均运动鞋服消费额低于代表性发达国家 (单位: 美元/人)	7
图 4: 我国运动鞋服渗透率低于代表性发达国家	7
图 5: 代表性国家运动鞋服行业增速	7
图 6: 我国体育产业规模情况	7
图 7: 户外运动鞋服市场保持高景气度	9
图 8: 线上消费能力同比规模变化	9
图 9: 线上高消费意愿用户增长贡献率	9
图 10: 2014-2023 年运动鞋服 Top5 品牌市占率变化	10
图 11: 2013-2023 年运动鞋服 Top10 品牌市占率变化	10
图 12: 运动鞋服品牌的故事内核变化少, 且营销资源较一般鞋服品牌的营销资源更 优质	11
图 13: 运动鞋服受年龄区间变化和终端时尚变化影响较小	11
图 14: 公司 EBIT margin 与毛利率走势趋向一致	13
图 15: 2011-2023 国内主要运动鞋服公司 SG&A 费用情况	13
图 16: 公司人均创收 (万元/人/年)	15
图 17: 2006-2023 年运动鞋服行业存货周转率及应收账款周转率 (次)	16
图 18: 2006-2023 年国产运动鞋服品牌公司营收趋势 (单位: 百万元)	16
图 19: 公司发展历程	17
图 20: 2008-2023 年及 2024H1 分品牌营收占比情况	17
图 21: 2004-2023 及 2024H1 公司毛利率情况	17
图 22: 2004-2023 年及 2024H1 安踏主品牌门店数 (单位: 家)	18
图 23: 2008-2023 年公司主品牌店均情况	18
图 24: 运动鞋服行业品类划分	20
图 25: FILA 门店数 (单位: 家)	21
图 26: 李宁安踏各销售及管理费用率对比 (2022 年)	22
图 27: 李宁安踏各销售及管理费用率对比 (2023 年)	22
图 28: 安踏存货周转天数低 (单位: 天)	22
图 29: 安踏应收账款天数低 (单位: 天)	22

表 1: 2019 年至今我国主要体育产业政策文件	7
表 2: 安踏体育近 5 年平均 ROE 位居国内外主要运动鞋服公司前列	12
表 3: 安踏体育近 5 年平均 ROE 在我国消费品行业中排行第 8 (仅考虑 A 股)	13
表 4: 公司曾引进的部分优秀高管履历	14
表 5: 公司零售导向渠道变革主要措施	19
表 6: 安踏体育收入拆分	23
表 7: 可比公司估值 (收盘价截至 2024 年 9 月 25 日)	24

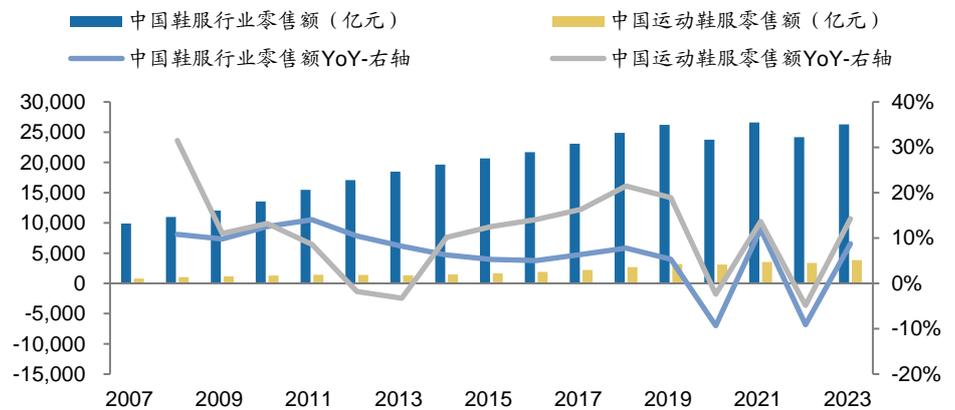
一、运动鞋服行业具备韧性，龙头优势凸显

（一）运动鞋服行业有望保持稳健增长

我国运动鞋服行业有望保持稳健增长。根据彭博，2015年至今我国运动鞋服行业维持高景气度，2023年我国运动鞋服行业零售额达3858.01亿元，2015-2023年CAGR达11.0%，增速远高于我国整体鞋服行业2015-2023年CAGR 3.1%。同时，在2020-2023宏观经济环境具备不确定性背景下，我国运动鞋服行业仍能保持韧性，2020-2023年CAGR达7.3%。

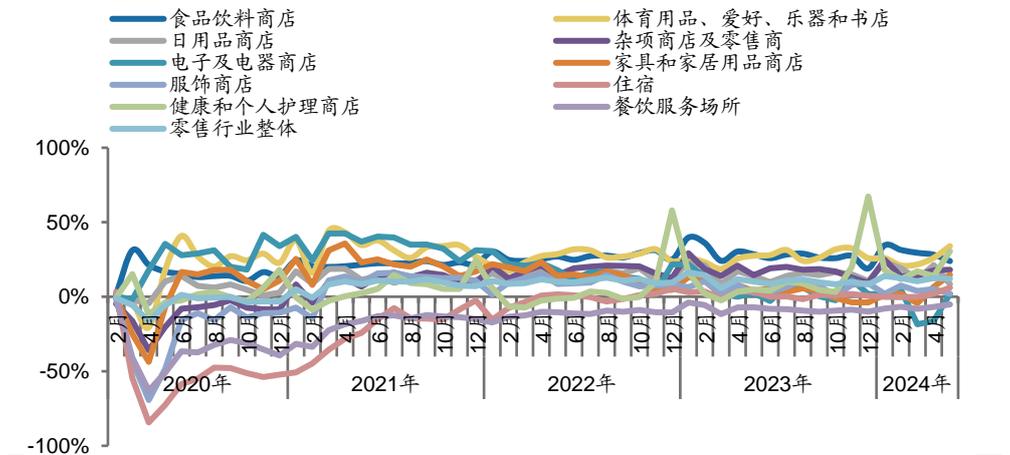
我们认为未来我国运动鞋服行业有望保持稳健增长：一方面，参考美国经济分析局数据，美国体育用品相关支出率先恢复至疫情前水平，领跑其他零售细分行业，且持续维持高景气度，2024年1-5月其体育用品相关月平均支出达疫情前126%，远超前于零售行业整体恢复速度（对应月平均支出达疫情前112%）；另一方面，我们认为从扩容空间来看，我国人均运动鞋服消费额和渗透率仍有较大发展空间；从驱动因素来看，国家政策及经济发展将推动运动鞋服行业持续稳健增长，同时滑雪、户外、女子等细分行业赛道有望驱动行业发展。

图1：2015年以来我国运动鞋服行业高景气度



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图2：疫情后美国零售细分行业消费者支出差距



数据来源：美国经济分析局，广发证券发展研究中心

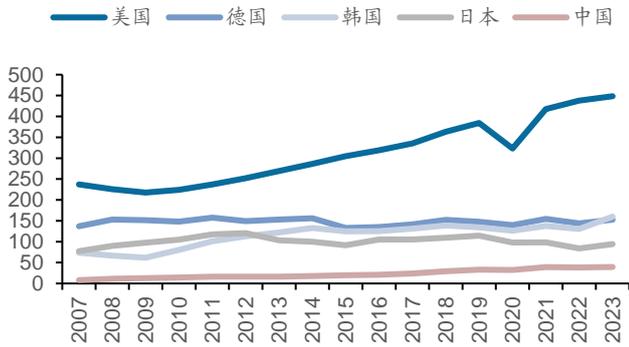
备注：美国零售细分行业消费者支出差距为基于信用卡交易数据等估计的当月与世界卫生组织于2020年3月11日宣布的大流行之前的典型水平差距

我国运动鞋服行业具备广阔的增长空间：

(1) 从扩容空间来看，我国人均运动鞋服消费额和运动鞋服渗透率仍有较大的发展空间。受益于消费者健康意识的提升以及运动鞋服穿着场景的扩张，我国人均运动鞋服消费额和运动鞋服渗透率不断提升。但相较于代表性发达国家，根据彭博、wind，2023年我国人均运动鞋服消费额仅为39美元/人，远低于日本的94美元/人、韩国的160美元/人、德国的153美元/人、美国的448美元/人；在渗透率方面，我国运动鞋服渗透率为15%，显著低于德国的18%、日本的21%、韩国的25%以及美国的36%。

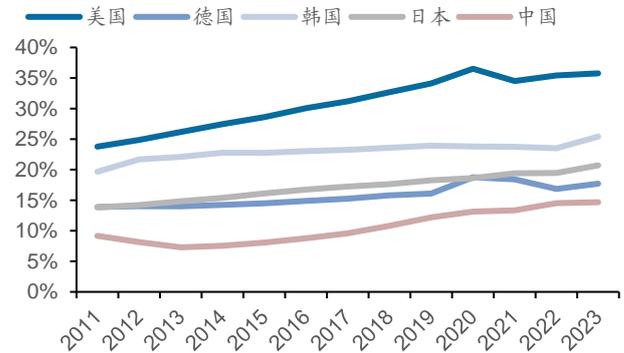
(2) 从驱动因素来看，短期疫情促进消费者健康意识的提升，长期国家政策及经济发展将推动运动鞋服行业持续发展。短期来看，疫情后消费者健康意识增强，同时亚运会、奥运会、世界杯等大型体育赛事的举办有助于促进健康消费需求，全民健身活动比如瑜伽、快走、慢跑等将成为趋势，健康消费需求将进一步得到释放。运动鞋服或将成为消费者的刚性需求，运动鞋服的穿着场景将划分更为细致、运动鞋服的消费频次有望提升。长期来看，近年来我国政府大力扶持体育产业，国务院指导意见目标2025年我国体育产业总规模超过5万亿元，2022-2025年我国体育产业规模CAGR有望达到14.85%，体育产业的蓬勃发展将显著利好我国运动鞋服行业的快速发展。根据彭博，除疫情影响的2020及2022年，自2014年起我国运动鞋服行业增速持续稳定在10%以上，显著高于代表性发达国家。另一方面，我国经济的蓬勃发展也将助推鞋服消费乃至运动鞋服消费规模扩大。

图 3：我国人均运动鞋服消费额低于代表性发达国家（单位：美元/人）



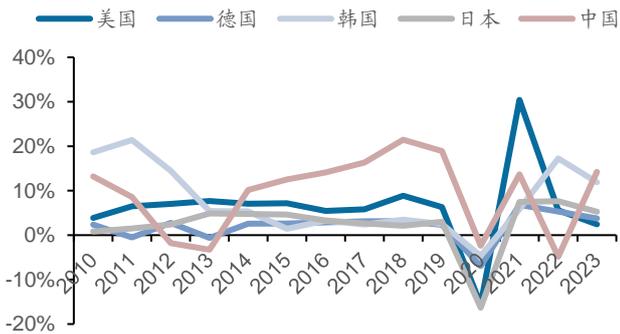
数据来源：Bloomberg、wind，广发证券发展研究中心

图 4：我国运动鞋服渗透率低于代表性发达国家



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 5：代表性国家运动鞋服行业增速



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 6：我国体育产业规模情况



数据来源：国务院，Wind，广发证券发展研究中心

表 1：2019 年至今我国主要体育产业政策文件

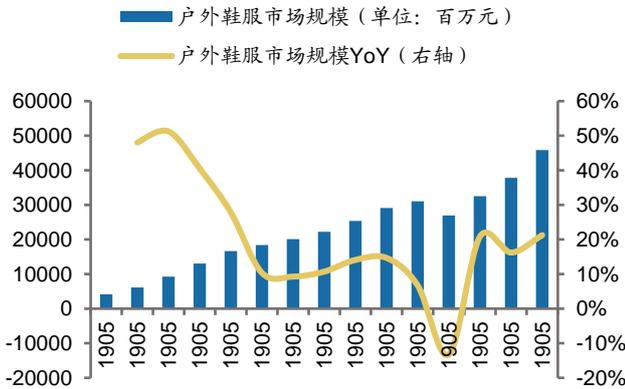
发布时间	文件名称	主要目标
2019 年 3 月	《关于以 2022 年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》	到 2022 年，我国冰雪运动总体发展更加均衡，普及程度明显提升，参与人数大幅增加，冰雪运动影响力更加广泛；冰雪运动竞技水平明显提高，在 2022 年北京冬奥会上实现全项目参赛，冰上项目上台阶、雪上项目有突破，取得我国冬奥会参赛史上最好成绩
2019 年 7 月	《健康中国行动（2019-2030 年）》	到 2022 年和 2030 年，城乡居民达到《国民体质测定标准》合格以上的人数比例分别不少于 90.86% 和 92.17%；经常参加体育锻炼（每周参加体育锻炼频度 3 次及以上，每次体育锻炼持续时间 30 分钟及以上，每次体育锻炼的运动强度达到中等及以上）人数比例达到 37% 及以上和 40% 及以上；学校体育场地设施开放率超过 70% 和 90%；人均体育场地面积分别达到 1.9m ² 及以上和 2.3 m ² 及以上；城市慢跑步行道绿道的人均长度持续提升；每千人拥有社会体育指导员不少于 1.9 名和 2.3 名；农村行政村体育设施覆盖率基本实现全覆盖和覆盖率 100%。

2019年9月	《国务院办公厅关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》	到2022年,体育服务业增加值占体育产业增加值的比重达到60%。加强体育服务业质量监测;冰雪产业总规模超过8000亿元,推动实现“三亿人参与冰雪运动”目标
2020年10月	《国务院办公厅关于加强全民健身场地设施建设发展群众体育的意见》	实施群众体育提升行动,包括丰富社区体育赛事活动、推进“互联网+健身”、推动居家健身、夯实组织人才基础等。
2021年5月	《全民健身计划(2021-2025年)》	到2025年,全民健身公共服务体系更加完善,人民群众体育健身更加便利,健身热情进一步提高,各运动项目参与人数持续提升,经常参加体育锻炼人数比例达到38.5%,县(市、区)、乡镇(街道)、行政村(社区)三级公共健身设施和社区15分钟健身圈实现全覆盖,每千人拥有社会体育指导员2.16名,带动全国体育产业总规模达到5万亿元。
2011年10月	《“十四五”体育发展规划》	通过未来5年努力,各领域、各项目、各区域实现较大发展、取得重要成果,体育发展的基础更加坚实,体育强国的四梁八柱基本形成。到2030年,体育整体发展质量和效益显著提升,形成政府主导有力、社会充满活力、市场规范有序、人民积极参与、与基本实现社会主义现代化相适应的体育发展新格局。到2035年,建成社会主义现代化体育强国。
2022年10月	《户外运动产业发展规划(2022-2025年)》	到2025年,户外运动产业高质量发展成效显著,户外运动场地设施持续增加,普及程度大幅提升,参与人数不断增长,户外运动产业总规模超过3万亿元。到2035年,户外运动产业规模更大、质量更优、动力更强、活力更足、发展更安全,成为促进人民群众身心健康、提升获得感和幸福感、推进体育产业高质量发展和体育强国建设的重要力量。
2023年7月	《关于恢复和扩大体育消费的工作方案》	从加大优质体育产品和服务供给、丰富体育消费场景、夯实体育消费基础三个维度,提出深化消费试点示范、组织开展促消费活动、加大高质量赛事供给、丰富群众健身活动、持续深化体教融合、深挖冰雪消费潜力、培育壮大市场主体、丰富体育彩票供给、提升场地设施质量、完善展览展示平台、培育精品示范工程、打造体育消费新业态、大力传播体育文化、普及推广运动技能、加强体育标准建设、完善体育消费统计等16条具体举措
2023年10月	《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案(2023-2025年)》	到2025年,户外运动设施建设和服务质量供需有效对接,参与群体更加广泛,赛事活动更加丰富,专业人才队伍持续壮大,安全监管政策体系更加健全,全国范围内形成一批发展基础好、服务保障全、地方特色强、配套产业优的户外运动发展高地,推动户外运动产业总规模达到3万亿元。
2023年10月	《关于推进体育助力乡村振兴工作的指导意见》	到2025年,建立健全体育助力乡村振兴政策举措和工作机制,乡村全民健身公共服务体系更加完善,创建体育助力乡村振兴的一批示范典型,体育助力乡村经济社会发展成效显著;第二个阶段,到2035年,与社会主义现代化国家相适应的全民健身公共服务体系在乡村全面建立,乡村体育健身和运动休闲成为普遍生活方式,运动促进健康作用凸显,乡村体育产业发展更有活力,乡村体育文化更加繁荣。

数据来源:国家政府网,国家体育总局官网,广发证券发展研究中心

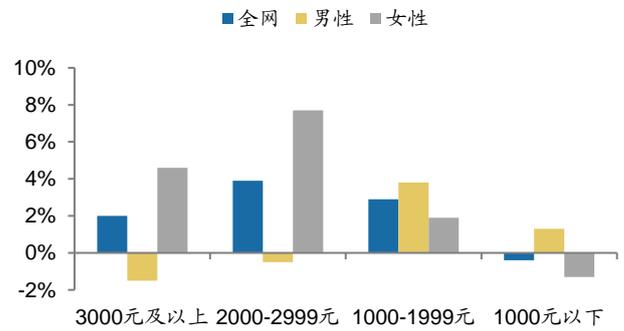
户外、女子等细分赛道、下沉市场有望为我国运动鞋服行业贡献增量。从细分市场来看,根据彭博,户外运动鞋服保持高景气度,2019-2023年CAGR达10.2%,远高于专业运动2.7%、运动休闲6.4%,随着生活方式的多元化发展,户外运动日渐风靡,未来有望持续贡献增量。此外,女子、下沉市场等方面亦有望贡献增量,根据QuestMobile数据,女性市场、三线及以下消费市场消费实力持续升级。

图 7：户外运动鞋服市场保持高景气度



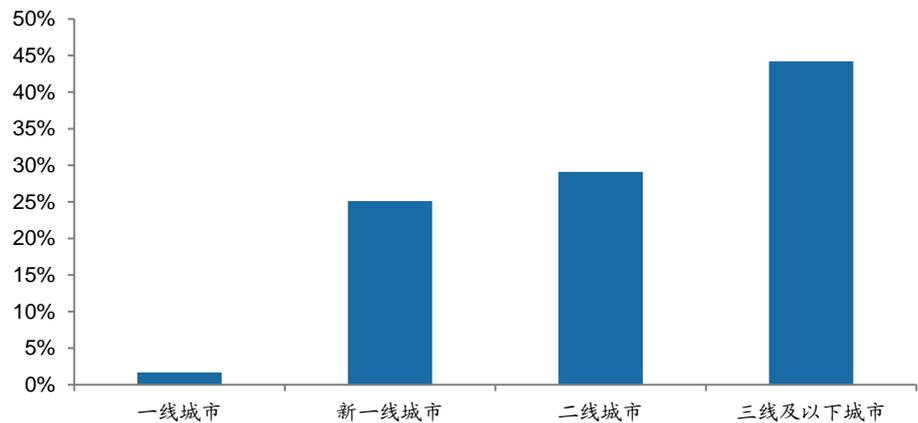
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 8：线上消费能力同比规模变化



数据来源：QuestMobile，广发证券发展研究中心

图 9：线上高消费意愿用户增长贡献率

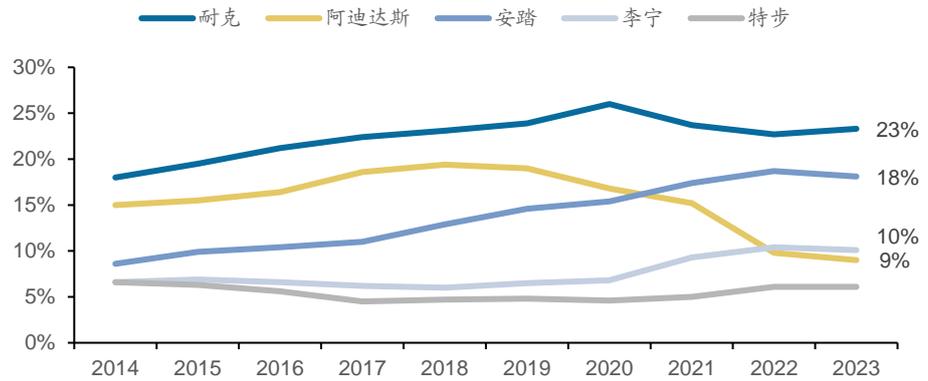


数据来源：QuestMobile，广发证券发展研究中心

（二）安踏体育市占率位居国产运动品牌首位，竞争格局稳固

公司市占率位居国产运动品牌首位，未来有望赶超阿迪达斯。自 2007 年起公司凭借旗下 FILA 品牌的放量增长，稳步提升自身市占率，逐年缩小与国际运动品牌的市占率差距。根据彭博，2023 年公司市占率达 18%，2021 年起赶超阿迪达斯，位居我国运动鞋服公司市占率第二位，仅次于耐克（23%），位居国产运动公司首位。

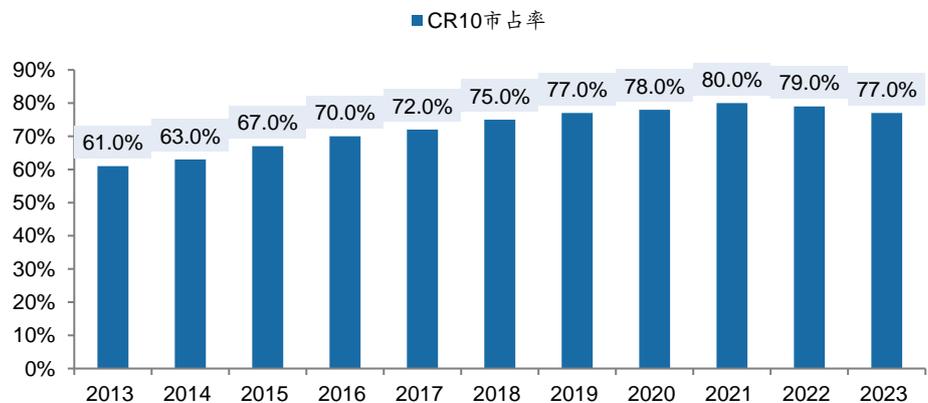
图10: 2014-2023年运动鞋服Top5品牌市占率变化



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

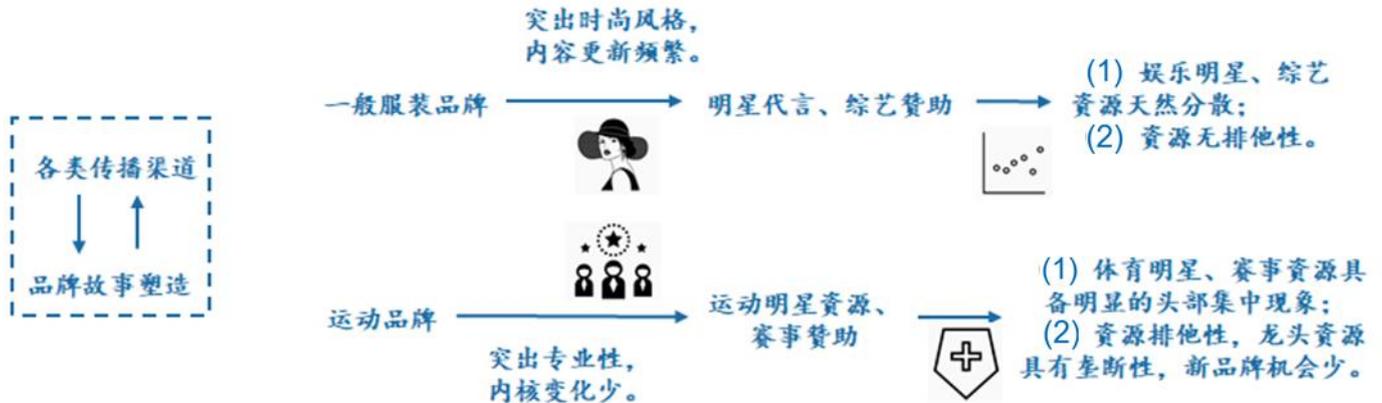
运动鞋服市场份额易于向头部品牌集中，竞争格局稳固。根据彭博，我国运动鞋服行业集中度维持在高位水平，2023年CR10达77.0%。我们认为我国运动鞋服行业集中度较高的核心原因主要系其更重专业性。（1）从产品属性来看，专业性主导下，运动鞋服品牌内核变化少，消费者对运动鞋服品牌的认知更为贯彻统一。此外，在品牌传播过程中，运动鞋服品牌的传播媒介为头部赛事、运动队、运动员，而一般鞋服品牌的传播媒介则为流量明星、综艺节目。但流量明星和综艺节目是分散的，且生命周期具高度不确定性，保鲜期短，其光环效应鲜有能持续超过5年。而运动的营销资源中，如运动员的职业生涯，自上升期到结束往往长达10余年；头部运动队通常带着国家荣誉；头部赛事的赞助周期也一般为至少5年，通常10年一签。因此，运动的营销资源较一般鞋服更集中、更持久、变化更少。（2）运动品牌拥有服装零售各细分子行业中最长的生命周期。运动鞋服品牌受消费者年龄和时尚变化影响较小，对于同一个消费者而言品牌的消费持续周期较长。

图11: 2013-2023年运动鞋服Top10品牌市占率变化



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 12: 运动鞋服品牌的故事内核变化少, 且营销资源较一般鞋服品牌的营销资源更优质



数据来源：广发证券发展研究中心

图 13: 运动鞋服受年龄区间变化和终端时尚变化影响较小



数据来源：广发证券发展研究中心

二、安踏体育：优秀管理团队和强渠道力支撑公司高质量发展

（一）公司近5年平均ROE（平均口径）达26.4%，源于其优秀管理团队和强渠道力

公司优秀的管理团队为公司最核心的竞争优势，是其他竞争优势的根本来源。强渠道力是公司的另一个核心竞争优势，导致公司在服装这一不确定性较高的行业中能够更准确、迅速地抓住消费者需求趋势。根据彭博，受益于管理层高效的经营管理输出，公司2019-2024年ROE（平均口径）均维持在23%以上水平，2020年受到疫情等因素影响公司ROE水平有所回落，但仍保持在24.41%的优良水平。根据彭博及wind，（1）横向对比国内外主要运动鞋服公司，安踏体育近5年平均ROE（平均口径）为26.44%，领先行业，仅次于耐克（41.04%）和露露柠檬（34.45%）。拆分2023年ROE来看，公司高ROE主要受益于高盈利水平，以EBIT margin作为盈利水平的参考指标，2023年公司EBIT margin为25.93%，领跑运动鞋服行业。（2）从消费品行业来看（以SW农林牧渔、SW汽车、SW家电、SW食品饮料、SW纺织服饰、SW商贸零售、SW社会服务、SW美容护理所含A股公司），若以2019年之前上市、2019-2023年公司ROE（平均口径）均高于20%且平均年净利率高于10%为条件筛选A股消费品行业公司，筛选结果仅余12家公司，将安踏体育与筛选后的公司作对比，公司近5年平均ROE排名第8，说明公司是纺服行业甚至是消费品行业中具备高稳定性盈利能力的优质标的。

表2：安踏体育近5年平均ROE位居国内外主要运动鞋服公司前列

公司	ROE (%)						2023年ROE拆分主要财务指标		
	2019	2020	2021	2022	2023	平均	EBIT margin (%)	总资产周转率	权益乘数
耐克	42.74	29.70	55.01	43.11	34.64	41.04	12.68	1.32	2.66
露露柠檬	38.00	27.30	26.11	36.81	29.03	31.45	16.37	1.51	1.72
安踏体育	29.81	24.41	29.17	23.97	24.84	26.44	25.93	0.77	1.88
李宁	23.17	21.49	26.42	17.3	13.96	20.47	16.01	0.81	1.39
彪马	14.88	4.34	16.30	15.86	12.29	12.73	6.18	1.28	2.67
阿迪达斯	29.22	7.50	20.56	5.50	0.50	12.66	1.05	1.12	4.00
特步	11.91	7.27	11.99	11.4	12.04	10.92	11.51	0.85	1.98
361度	7.15	6.42	8.77	9.85	11.28	8.69	16.43	0.66	1.50

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

备注：黄色底色代表国产运动鞋服公司，白色底色则代表国际运动鞋服公司；ROE口径为平均ROE口径

表3: 安踏体育近5年平均ROE在我国消费品行业中排行第8 (仅考虑A股)

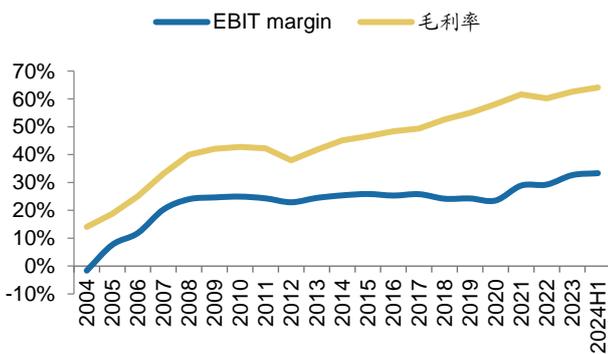
公司	所属行业	2019-2023 年平均 ROE (%)	2019-2023 年平均净利率 (%)
重庆啤酒	食品饮料	18.3	77.7
水井坊	食品饮料	25.0	39.7
山西汾酒	食品饮料	26.1	38.7
贵州茅台	食品饮料	52.3	32.6
泸州老窖	食品饮料	37.8	30.7
浙江美大	家用电器	28.2	29.7
海天味业	食品饮料	25.8	29.2
安踏体育	纺织服饰	16.4	26.4
飞科电器	家用电器	18.0	25.2
五粮液	食品饮料	37.1	25.1
今世缘	食品饮料	31.0	23.1
承德露露	食品饮料	22.1	22.9

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: (1) 表中覆盖的上市公司为 2019 年之前上市且 2019-2023 年公司 ROE (平均口径) 均高于 25% 的公司, 样本公司为 SW 农林牧渔、SW 汽车、SW 家电、SW 食品饮料、SW 纺织服饰、SW 商贸零售、SW 社会服务、SW 美容护理所含 A 股公司; (2) ROE 口径为平均 ROE 口径

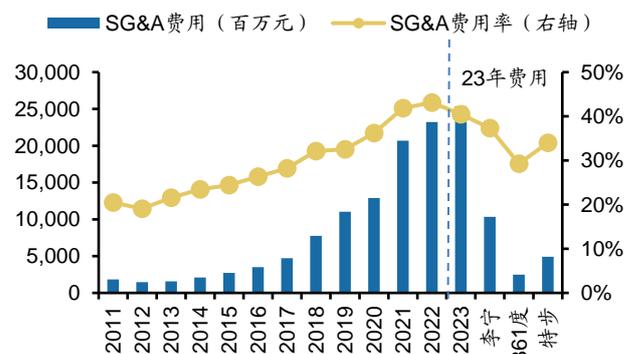
公司高盈利能力主要系高毛利率及低费用率所致。根据wind, (1) 毛利率: 公司高管团队战略能力出众, 前瞻布局不断构筑增长新动能。公司EBIT margin走势与毛利率走势基本一致, 公司毛利率自上市以来不断提升, 仅2011-2014年行业调整初期有所下降。(2) SG&A费用率: 公司决策链条短平快, 渠道运作效率高, 费用率处于业内优秀水平。考虑到直营模式的FILA对费用率的扰动, 我们参考FILA放量前公司的费用率, 2012年安踏、李宁、中国动向、特步、361度均为经销运营模式, 但公司的SG&A费用率19.1%, 远低于李宁的63.9% (一般在30%-40%之间)、低于特步的21.5%、低于361度的24.0%、低于中国动向的44.8%。而即使是对比2023年集团直营占比显著高于其他国产运动鞋服公司时 (安踏主品牌DTC+FILA+其他品牌收入占比95%), 安踏的SG&A费用率仍为40%, 而李宁为37%, 特步为34%, 361度为29%, 安踏的控费能力更强。

图 14: 公司 EBIT margin 与毛利率走势趋向一致



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 15: 2011-2023 国内主要运动鞋服公司 SG&A 费用情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（二）高管团队战略能力出众，公司毛利率不断提升

1. 高效管理的根源：高效激励机制保障管理团队稳定性，铁军文化深入人心

公司管理团队建设完善，积极引入优秀职业经理人，国际化人才储备丰厚。一方面，丁氏家族“家、企分开”。从股权结构来看，丁氏家族绝对控股公司股权。根据财报，截至2024年6月30日，安踏国际为公司第一大股东，实际持有公司61.05%股权（直接持有42.40%，间接持有9.76%），公司董事会主席丁世忠及其长兄丁世家为安踏国际的实际控制人，分别持有安踏国际34.06%、33.52%股权。此外，丁世忠的妹夫赖世贤通过持有安踏国际股权而间接拥有公司股权。但在公司管理方面，董事会主席丁世忠实施职业经理人改革，丁氏家族大多已退居监督层面。另一方面，公司积极引进海内外优秀职业经理人及管理人才，人才国际化运营策略显著，根据公司ESG报告，截至2023年底，集团汇聚来自13个国家和地区的人才。我们认为，多元化的人才团队能为公司带来更开阔的视野和更精进的专业能力，增强较之于国际运动品牌的竞争力，也有助于公司国际化战略的推进。

表4：公司曾引进的部分优秀高管履历

姓名	加入集团时间	职务	个人履历
叶双全	1998年	曾任丁志忠的助理，主管策划及营销工作	安踏“体育明星+央视广告”营销的发起人。
叶齐	2002年	曾任安踏旗下新东方体育用品公司的董事总经理	加入集团前曾在李宁、格威特担任高管。使得安踏的产品由单一的运动鞋向运动服装、运动配件等综合品牌延伸；引入专卖店概念。
吴永华	2003年	联席CEO，分管FILA品牌、集团国际业务、零售渠道管理及公关关系等集团职能	彼负责若干专业运动品牌及本集团电商业务管理，中国销售及营销方面拥有逾二十年经验。曾负责推动安踏零售转型、管理电商业务等。
徐阳	2006年	专业运动品牌群CEO	曾在精信广告公司、智威汤逊公司工作。曾任安踏品牌总监、篮球事业部总经理。
张涛	2008年	前安踏副总裁	曾任联想总裁助理、万达商务地产研究部总经理。曾为安踏成功竞标奥运会合作伙伴。
郑捷	2008年	执行董事，Amer Sports首席执行官兼董事	彼主要负责若干户外运动品牌及本集团企业战略、国际事务及营销事务。于营销管理方面拥有超过二十年经验，曾任职宝洁中国高管、锐步中国销售总监及总经理近8年。
姚伟雄	2010年	时尚运动品牌群CEO、FILA大中华区总裁	曾任法国品牌LACOSTE中国的行政总裁，欧莱雅中国专业美发产品部总经理。为安踏成功培育FILA在中国市场的品牌力。
蔡之本	2015年	篮球事业部商品总监	曾任阿迪达斯篮球采购经理。
朱敏捷	2016年	曾任市场中心高级总监	曾任职国际4A公司李奥贝纳。
Robbie Fuller	2016年	鞋创意总监	曾任阿迪达斯篮球鞋高级设计总监。
李玲	2017年	集团副总裁	曾于SAP、Mars、沃尔玛等公司工作。
Angus Wardlaw	2018年	研发实验室鞋研发总监	曾任阿迪达斯前Future Running总监。
Stuart Haselden	2021年	始祖鸟CEO	在零售和直面消费者方面拥有超过20年工作经验。曾在美国高端百货Saks Fifth Avenue、J.Crew、Lululemon担任总裁级别高管。

数据来源：公司财报，LinkedIn，广发证券发展研究中心

多维度人才体系持续吸引并稳定人才，快速反应、高效执行的铁军文化深入人心。

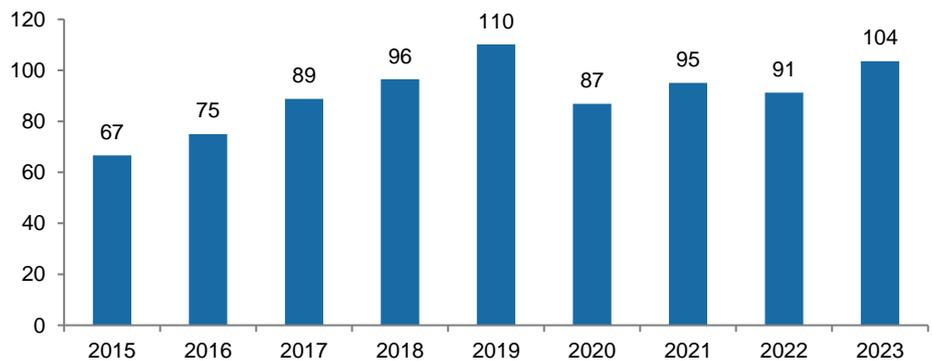
(1) 在人才培育方面，公司学、研、产相结合，于2009年1月成立安踏企业大学。公司人才诉求从战略1.0时期的借人才（Borrow）、战略2.0时期的买人才（Buy）、战略3.0时期的建人才（Build）到战略4.0时期的“按需而蕴，因材施教”（Boost）。根据公司官网，安踏企业大学以大数据管理平台为依托，通过描摹学员画像，为不同岗位的员工实施不同的培养策略。一方面，公司以ROI为导向，聚焦关键岗位的业务流程，定岗定位精准匹配相应课程，高效提高各岗位人员能力及工作效率；另一方面，公司推出“奥运星”项目，通过赛马机制培育优秀人才赋能集团。

(2) 根据公司官网，在人才晋升路径方面，公司提供每年2-4次周期性的晋升及调薪机制，还提供“踏浪星”计划、“奥运星”等管培项目。

(3) 在薪酬方面，公司提供完善的薪酬福利，并通过员工持股计划绑定核心人才，公司职业经理人郑捷及吴永华均通过持有安踏国际股权而间接拥有公司股权。此外，公司亦通过股权激励计划激励员工。根据《采纳股份奖励计划》公告，公司于2018年发布股份奖励计划，计划5年内投入不超过10亿港元用作计划。

我们认为，公司通过企业大学因材施教推出相应培训项目、积极设立考核激励机制等措施，能持续将人才融入“铁军团队”并强化团队“铁军文化”基因，使得公司团队效率保持高效，不考虑疫情及安踏主品牌DTC的影响，公司2015-2019年人均创收CAGR达13.4%。同时，公司“选用留育”多维度的人才体系有助于保持人才队伍稳定，以丁世忠为核心的高管团队团结稳定，合作超过10年。

图16: 公司人均创收（万元/人/年）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 人均创收=营业收入/集团人员总数

2. 高管团队具备前瞻性战略视野，营收和毛利率持续提升

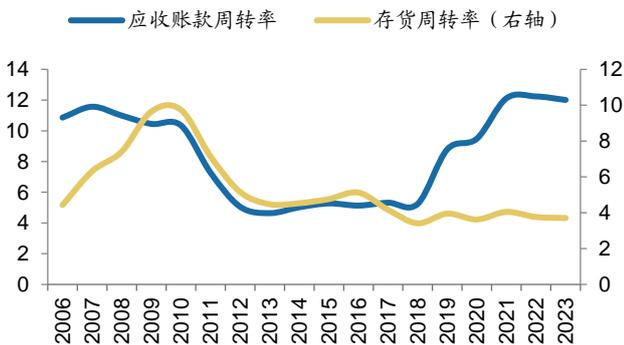
安踏的发展历程可分为海外代工期、品牌批发期、品牌零售期和战略发展期四个阶段。高管团队对市场趋势把握清晰，公司通过转型或改革在三个关键时点取得成功：

(1) 品牌批发期：开创性采用“体育明星+央视广告”的营销手段，转型品牌商。

根据新华网、央视，1999年，安踏在公司年净利润不超过400万的背景下，董事会主席丁世忠力排众议，以80万/年签约中国乒乓球运动员孔令辉为品牌代言人，同时花费约300万在CCTV5投放广告。2000年孔令辉于悉尼奥运会夺冠，安踏品牌影响力大幅提升。根据经济观察网，同年安踏的销售额突破3亿元，为1997年销售额的6倍。尔后，公司通过2004年赞助CBA、2009-2016年赞助中国奥委会进一步提高品牌影响力。

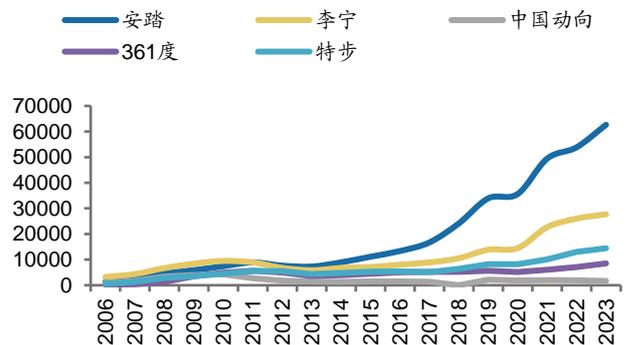
(2) 品牌零售期：零售导向转型，渠道管理精细化，率先走出库存阴霾。2012年前国内运动鞋服品牌依靠相对粗犷的加盟模式实现规模的高速扩张，渠道积压库存压力不断积累。根据wind，2011年，以李宁和中国动向为先，国产运动鞋服品牌行业爆发库存危机，行业平均应收账款周转率同比下降29.70%达7.28次，行业平均存货周转率同比下降26.68%达7.15次。根据wind，2011-2012年安踏开始逐步优化分销网络及供应链，2013年安踏提出零售导向的转型战略。通过建立零售导向的管理及考核体系、透过ERP系统加大对供应商及零售商的管控力度、以单店为基础提供精准的订货指引等措施，安踏率先实现业绩复苏，2011年营收达到89亿元首次追平李宁，2011年后实现反超。

图 17: 2006-2023年运动鞋服行业存货周转率及应收账款周转率 (次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心
备注: 以安踏体育、李宁、中国动向、361度、特步数据拟合行业数据

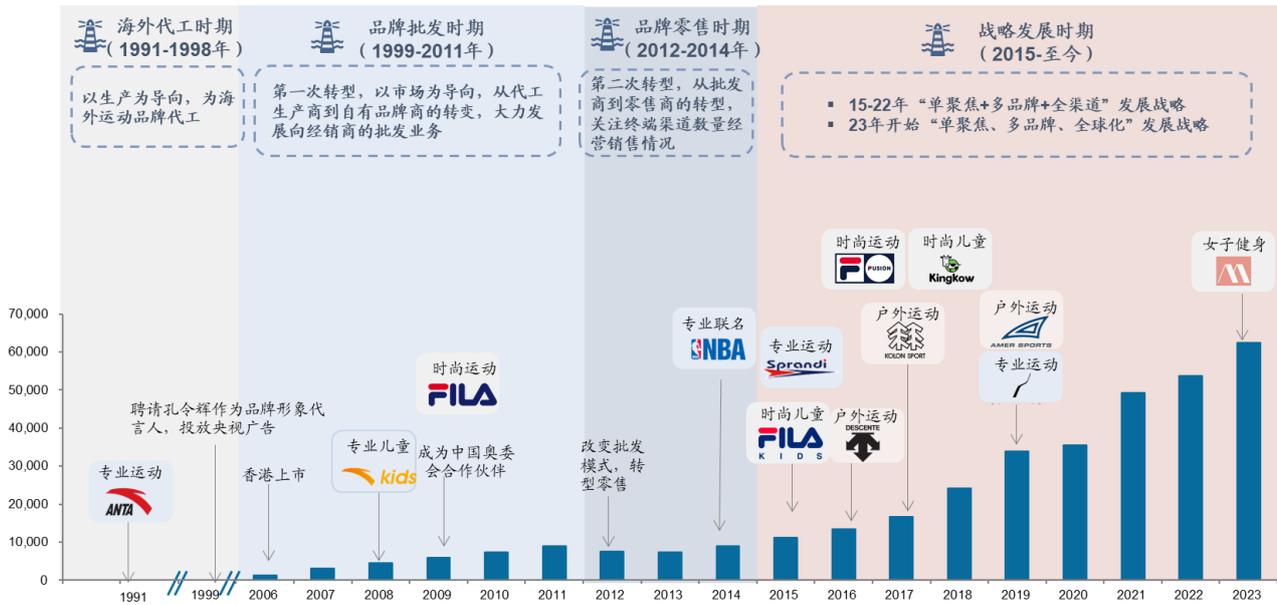
图 18: 2006-2023年国产运动鞋服品牌公司营收趋势 (单位: 百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(3) 战略发展期：多品牌、国际化战略稳步推进。根据公司财报，从品牌端来看，安踏自2014年完成品牌零售商的转型之后，开始稳步推进“单聚焦、多品牌、全渠道”战略，2015-2023年公司营收CAGR达24.1%，归母净利润CAGR达22.3%。根据公司财报，公司通过收购与安踏主品牌形成互补性的国外品牌，拓展高端领域和专业性功能领域，最终形成分别以安踏主品牌、FILA品牌、Descente及Kolon Sport等国际品牌为核心的三条增长曲线。根据2023年投资者日，2023年安踏集团战略升级，实施“单聚焦、多品牌、全球化”战略，在全球化方面希望集团四大品牌构建中国市场领导定位（安踏、FILA、迪桑特、Kolon）、AMER集团完成五个十亿欧元目标（将Arc'teryx、Salomon和Wilson发展成为“十亿欧元”品牌、将直营打造为“十亿欧元”渠道、将中国市场打造为“十亿欧元”市场），强化全球领先地位（建立东南亚国际事业部，未来5年流水目标15亿美金）。

图19: 公司发展历程

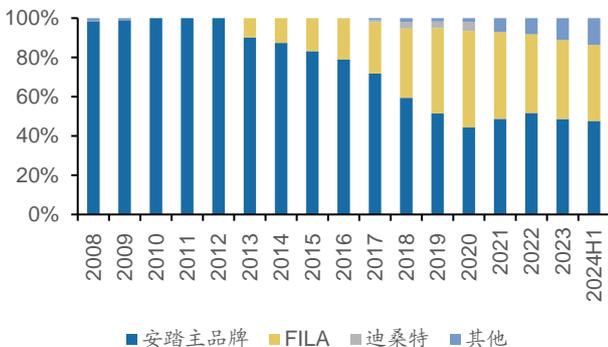


数据来源: Wind, 公司财报, 公司官网, 广发证券发展研究中心

备注: 图中的蓝色柱体代表营业收入指标, 单位为百万元

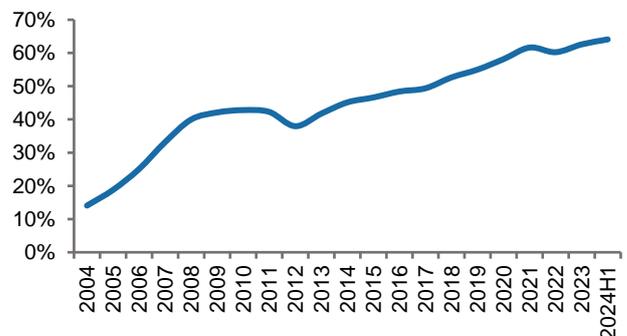
销售规模扩张、高毛利FILA品牌培育成功以及安踏主品牌DTC转型推动公司毛利率持续提升。根据wind, (1) 由于公司销售规模扩张, 公司毛利率自上市以来不断提升。2008年前由于公司销售规模迅速扩张, 毛利率呈直线攀升趋势, 自2004年的14.05%提升至2008年的39.95%; 2009-2010年公司毛利率提升放缓, 但毛利率仍维持在40%以上; 2011-2014年行业调整期间, 公司毛利率略微下降, 但仍快于行业复苏。(2) 2014年后FILA开始加速成长, 由于FILA品牌采取全直营模式且品牌定位中高端, FILA品牌的毛利率较高, 将近70%, FILA品牌营收占比的快速提升推动公司毛利率开启第二轮向上周期。(3) 2020年开始安踏主品牌DTC转型, 直营占比提升推动公司毛利率开启第三轮向上周期。

图 20: 2008-2023年及2024H1分品牌营收占比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 2004-2023及2024H1公司毛利率情况



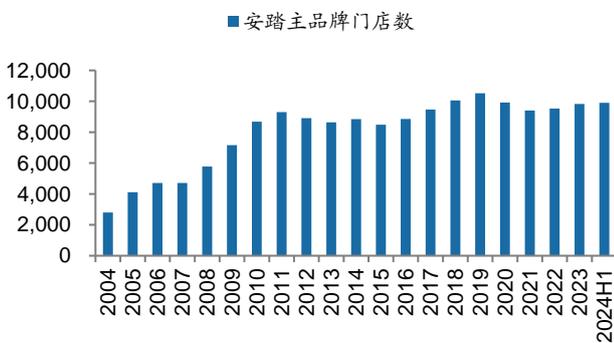
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 公司强渠道力使其费率低、高周转，为品牌培育提供支持

1. 安踏主品牌门店近万家，持续推动渠道扁平化和运营精细化

安踏主品牌门店数量效齐升。从规模来看，根据财报，2023年安踏主品牌门店数至9,831家，集团全球线下门店数超过12000家，说明其渠道管理的广度强。从效率来看，虽然2015-2019年安踏主品牌门店数不断增加，但是年平均店均营收增速水平仍超过15%，在2020年安踏主品牌DTC转型后，安踏主品牌2019-2023年年平均店均营收增速为16.8%，验证了公司的终端管控能力强。

图 22: 2004-2023年及2024H1安踏主品牌门店数
(单位: 家)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 23: 2008-2023年公司主品牌店均情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司从渠道扩张时期转向效率时期，致力于推动渠道扁平化和运营精细化。根据公司财报，自2011年库存危机后，公司主品牌门店扩张速度放缓，率先提出零售导向策略。具体而言公司主要进行了三方面的改革措施：(1) 全渠道的扁平化管理，取消分区经理、加盟商多层级管理，减少层层分销渠道。(2) 以销定量，严格控制库存风险。通过数据网点周报、销售人员渠道巡查、提高ERP系统覆盖面等，全方位监测运营表现。同时，对于库存，一方面公司以单店为基础提供精准订货指引，鼓励零售商灵活补单，另一方面，公司提供多种渠道进行库存清理以维持健康的库存水平。(3) 建立零售导向思维和考核标准，以考核指标的零售导向变化驱动经销商转变运营思维。

表5: 公司零售导向渠道变革主要措施

渠道变革方向	第一次渠道变革主要措施
全渠道扁平化管理	取消分区经理、加盟商多层级管理，直接设立销售运营部负责运营，并成立零售管理部管理渠道形象
	鼓励经销商开设直营店，减少层层分销渠道
	实施产品品类垂直管理的架构，实现品类负责人从品类产品企划到终端销售的全线垂直负责制，提高管理效率和工作效率
以销定量，严格控制库存风险	将 ERP 于 POS 系统连接，提高 ERP 系统覆盖面，全面掌握实时终端零售数据。通过数据网点周报、销售人员渠道巡查全方位监测运营表现。
	以销定产，以单店为基础提供精准订货指引，鼓励零售商灵活补单，每年年底与经销商制定更准确地产品开发规划、订货指引和补单预测
	通过工厂店和折扣店、电商渠道等多维渠道进行库存清理
建立零售导向思维和考核标准	对经销商的考核从提货增长变为运营数据（新品售罄率、零售折扣比、库销比）
	统一店铺形象、产品陈设和终端广告，持续优化门店（开大店、关闭经营不善的店铺、调整门店位置、提高店效等）

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司主品牌渠道DTC变革，有助于全产业链提质增效。

DTC (Direct To Consumer, 直接面对消费者) 的核心是在数字化支撑下，品牌商直接洞察消费者，在生产端迅速对市场反馈进行产品设计开发的调整，在销售端有效识别不同渠道消费者的差异化需求及需求变化，继而与消费者实现良性密切互动，最终目标是实现数据驱动下的整体产业链效率提升。

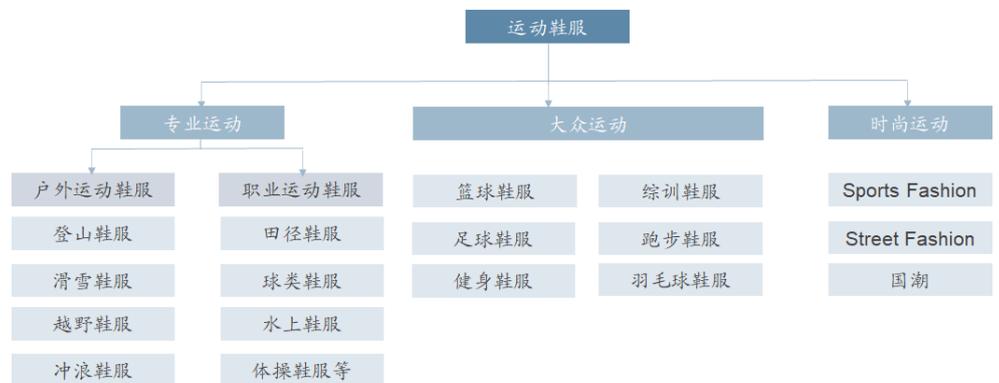
公司2020年提出了主品牌渠道DTC转型。根据财报，截至2023年公司有约5400家安踏主品牌大货门店、约2200家安踏儿童门店为DTC模式运营。DTC模式有助于：（1）深化会员价值运营，通过关键业务场景的落地，实现差异化的会员运营策略和个性化的会员服务概念，从而打造品牌的私域流量池，增强用户粘性、降低获客成本；（2）通过打通全链条数据和流程、推动线上线下的无界融合，有助于达到“最少的商品产生最大的效率”的目的，进而实现运营自动化和智能化；（3）品牌打通人货场，更扁平的渠道结构有助于节约渠道成本、提高运营效率，而直面消费者有助于更精确把握消费者需求，从而实现更高的利润率，同时能高效对接消费者生活场景，提高消费者体验和品牌认知。

2. “差异化定位+直营渠道力”构筑FILA品牌竞争壁垒

(1) 产品和营销重新定位，FILA从专业运动转为高端运动时尚。根据公司财报，2009年安踏以6亿港元收购FILA在大中华地区的商标使用权和专有权。FILA在被收购前在中国市场处于亏损的状态。安踏在收购FILA后，对其进行了一系列的战略转型和升级。但最为重要的是FILA回归时尚运动路线，FILA目标人群定为25-35岁的中等收入青年人群，恰是当时国内中高端时尚运动的空白覆盖年龄段，同时风格为时尚运动领域的Sports fashion，而同价位位的耐克和阿迪达斯旗下的时尚运动线风格偏向Street fashion，面向人群更为年轻化，由此FILA与耐克、阿迪达斯形成差异化竞争。

围绕FILA的中高端时尚运动品牌定位，公司在产品及营销方面集中投放时尚资源。在设计方面，根据公司官网，公司与安娜苏、Jason Wu、三原康裕、Astrid Andersen、Phillip Lim等多个高级设计师团队合作，塑造产品形象。同时，FILA产品系列丰富，FILA中国目前拥有FILA、FILA KIDS、FILA FUSION、FILA ATHLETICS四大品牌，FILA大货下又分RED运动、WHITE休闲、BLUE商务、ORIGINAL潮流四大系列。在营销方面，根据公司官网，FILA以时尚明星代言赞助为主，代言人矩阵囊括杨幂、张艺兴、黄景瑜等，签约品牌大使杨采钰等。同时品牌FILA与巴黎蓬皮杜艺术中心举行联名大秀，诠释高级运动时装新风尚，巩固“高端运动时尚领军者”的品牌印象。

图24: 运动鞋服行业品类划分

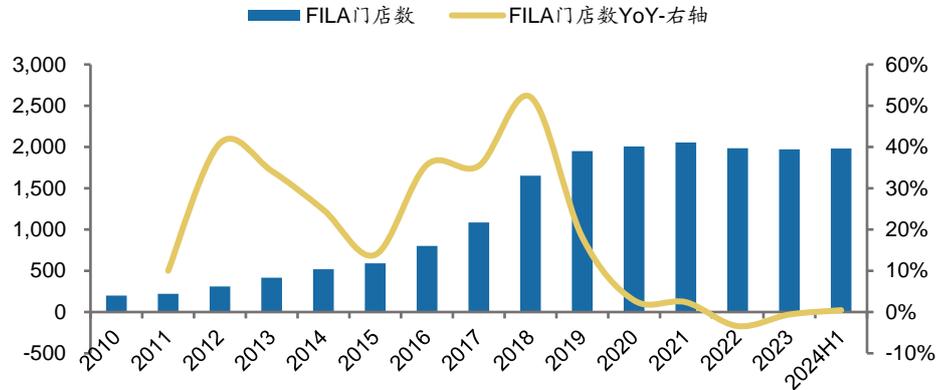


数据来源：广发证券发展研究中心

(2) 强大直营管理能力和供应链能力支撑FILA高质量增长。初期集团的渠道能力帮助FILA快速扩张、迅速扩大品牌知名度，现阶段FILA坚持“三个顶级战略”谋求高质量发展。自2009年开始集团培育FILA品牌，经过5年时间，FILA品牌积累了一定的消费者认知。根据财报，自2015年FILA开始快速扩张，2015-2019年FILA门店数CAGR高达34.79%，而同期优衣库中国地区、H&M中国地区、ZARA中国地区门店数CAGR分别仅为16.42%、10.17%、4.13%。根据彭博，2023年FILA品牌在我国运动鞋服市占率位居第5，仅次于耐克、李宁、阿迪达斯以及安踏主品牌，未来将从

快速发展阶段转变至高质量发展阶段。根据2023年投资者日，未来FILA将坚持“顶级品牌、顶级商品、顶级渠道”战略，巩固消费者心智，稳老拓新，努力突破户外、网球、高尔夫等新品类、贡献新增量。

图25: FILA门店数 (单位: 家)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

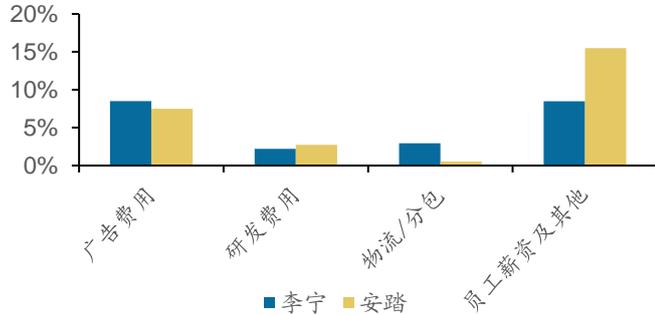
销售渠道方面, 采取直营模式强化终端管控力度。FILA采用直营模式开店, 并实施扁平化管理, 实现对终端门店的强控制, 一方面有助于终端形象管理, 另一方面有助于对消费者需求进行快速反应。

良好供应链把控能力保证高质量产品和库存健康。在研发方面, 公司严格管理产品的研发设计, 对供应商采用末位淘汰制度, 目的是保证优质产品的产出。另一方面, FILA品牌提升快反比例以应对时尚性的快速变动、降低库存积压风险。同时, 根据现代物流官方微信公众号, 泉州安踏体育物流园启动FILA全渠道中央仓集成项目, 覆盖FILA全国所有直营门店, 效率将提升200%, 实现B2B和B2C等多种运营模式的融合, 同时集团还在晋江、成都等地上线了库宝机器人解决方案, 以应对SKU激增和订单碎片化所带来的密集存储和高频拆零拣选需求。

3. 由于公司出色的渠道把控能力, 公司费率和周转率优于同业

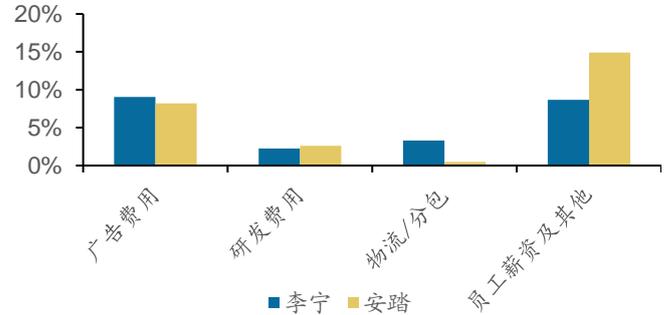
从细分费用率看。根据财报, (1) 员工薪酬、折旧摊销及其他: 因折旧、摊销和员工薪酬的一部分会统计在成本中, 一部分统计在费用中, 无法分拆, 所以我们将这四项合并在一起, 2022-2023年李宁该项费用率分别为7.7%、8.7%, 均低于安踏的15.1%、14.9%。但是, 因为安踏的直营收入占比高, 其员工薪酬必然是更高的, 且安踏的自有工厂多, 李宁仅广西一处。(2) 广告费率: 2022-2023年李宁该项费用率分别为8.5%-9.0%, 均高于安踏。(3) 物流/分包费率: 安踏的物流/分包费率较低。(4) 研发费率: 安踏研发费率更高, 近年来其中底科技和外观设计都有明显改进。由此, 我们可以推断出安踏的杂费率控制更为良好。

图 26: 李宁安踏各销售及管理费用率对比 (2022 年)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

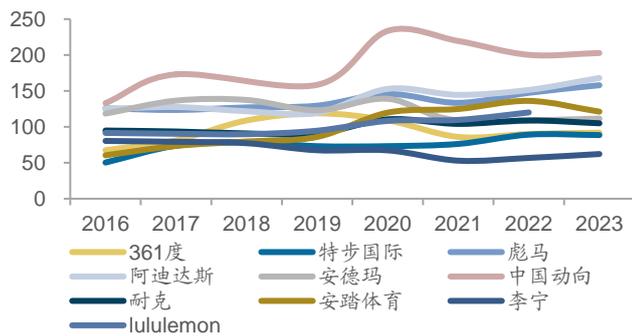
图 27: 李宁安踏各销售及管理费用率对比 (2023 年)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

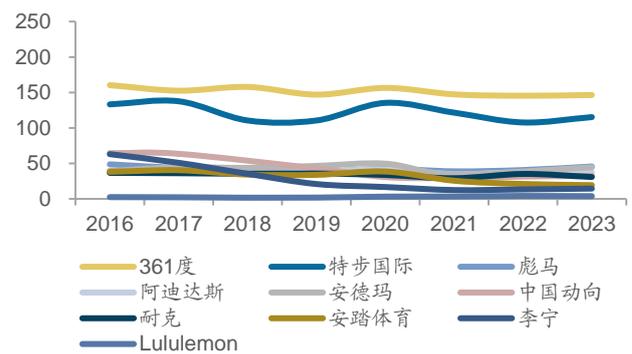
公司应收账款周转天数及存货周转天数低。公司造血能力强主要系应收账款账期非常短、存货周转天数也非常短。(1) **存货周转天数:** 2019-2023年公司平均存货周转天数为118天, 由于其直营占比较高, 则存货周转天数略高于港股可比公司平均存货周转天数111天, 低于国际龙头平均存货周转天数125天。(2) **应收账款周转天数:** 安踏应收账款周转位列行业前列, 2019-2023年公司平均应收账款周转天数为28天, 远低于港股可比公司平均应收账款周转天数79天, 也低于国际龙头平均应收账款周转天数的32天, 安踏对下游账期压缩能力凸显。

图 28: 安踏存货周转天数低 (单位: 天)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 安踏应收账款天数低 (单位: 天)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

我们对公司的盈利做出如下假设：

收入拆分：我们预计公司 2024-2026 年收入分别达 690.3/767.3/856.9 亿元，同比增长 10.7%/11.2%/11.7%。其中：

(1) 安踏品牌收入分别达 334.1/364.7/398.0 亿元，分别同比增长 10%/9%/9%，我们认为安踏主品牌未来门店数将大致保持稳定，根据公司财报预计 2024 年安踏大货门店数为 7150 家、安踏儿童门店数为 2850 家，另外因为安踏主品牌处于 DTC 转型，则净增门店预计均为 DTC 门店，同时预计将有 50 家批发门店转 DTC，由此预计 2024 年 DTC 门店净增长 219 家、批发门店净减少 50 家；预计 2025-2026 年主品牌门店数大致保持小幅增长，预计 2024-2026 年 DTC 门店数分别净增长 100 家、批发门店数保持稳定。在批发门店店效方面，由于 2024 年零售环境恢复较慢，同时受到天气等不利因素影响，则预计 2024 年批发门店店效增长 3%；2025-2026 年预计随着零售环境回暖，同时随着主品牌品牌向上逐见成效、ASP 提升，门店店效增长将有所提速，2025-2026 年批发门店店效增速分别为 5%；在直营门店店效方面，考虑仍有部分批发转 DTC 门店的收入增厚，预计 2024 年 DTC 门店店效增长 8%；2025-2026 年预计随着零售环境回暖，折扣将有所改善，同时随着主品牌品牌向上逐见成效、ASP 提升，2025-2026 年直营门店店效增速分别为 8%。新兴渠道比如抖音、小红书等将驱动线上渠道增速将略快于线下渠道，预计 2024-2026 年安踏主品牌线上渠道收入增速分别为 12%、10%、10%。

(2) FILA 品牌收入分别达 265.8/285.2/306.2 亿元，分别同比增长 6%/7%/7%，其中电商渠道为增长驱动力，预计 2024-2026 年线上渠道收入增速分别为 15%、12%、12%，线下渠道门店中童装和 Fusion 将贡献新增门店数量，大货延续店均提升趋势，预计 2024-2026 年线下渠道收入增速分别为 2%、5%、5%。

(3) 其他品牌收入分别达 90.3/117.4/152.6 亿元，分别同比增长 30%/30%/30%，预计迪桑特和可隆门店数将有所增加驱动其他品牌收入延续高增长态势。

毛利率：预计 2024-2026 年毛利率分别达 62.7%/63.0%/63.3%，其中预计安踏主品牌毛利率保持稳定，维持 55% 水平；预计 2024-2026 年 FILA 毛利率分别达 69.0%/69.2%/69.5%，主要系折扣改善和产品矩阵升级带来毛利率回升；其他品牌毛利率预计维持稳定，保持在 73% 水平。

表 6：安踏体育收入拆分

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
安踏收入(百万元)	24,012	27,723	30,306	33,411	36,465	39,802
安踏收入-YOY	52.5%	15.5%	9.3%	10.2%	9.1%	9.2%
安踏毛利率	52.2%	53.6%	54.9%	54.9%	54.9%	54.9%
FILA 收入(百万元)	21,822	21,523	25,103	26,584	28,520	30,624
FILA 收入-YOY	25.1%	-1.4%	16.6%	5.9%	7.3%	7.4%
FILA 毛利率	70.5%	66.4%	69.0%	69.0%	69.2%	69.5%
其他品牌收入(百万元)	3,494	4,405	6,947	9,031	11,740	15,263
其他品牌收入-YOY	51.1%	26.1%	57.7%	30.0%	30.0%	30.0%

其他品牌毛利率	71.0%	71.8%	72.9%	72.9%	72.9%	72.9%
合计收入 (百万元)	49,328	53,651	62,356	69,026	76,725	85,689
集团营业收入-YOY	38.9%	8.8%	16.2%	10.7%	11.2%	11.7%
集团毛利率	61.6%	60.2%	62.6%	62.7%	63.0%	63.3%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

费用率: 预计 2024-2026 年公司销售费用率及管理费用率保持稳定。我们预计 2024-2026 年集团销售费用率分别为 35.8%/34.8%/34.8%，考虑 2024 年为体育大年，奥运会等营销活动将提升集团销售费用率，但预计 2025-2026 年销售费用率将有所回落到正常水平；管理费用率（含研发费用）分别为 7.2%/7.6%/7.8%，主要考虑未来公司直营业收入占比或将持续提升，同时公司出海等战略将提升部分费用。

投资建议: 综上，预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 4.76/4.76/5.39 元/股，预计公司 2024-2026 年归母净利润 134.7/134.9/152.7 亿元，同比增长 31.6%/0.1%/13.2%。在可比公司中，耐克为全球运动鞋服龙头公司，业绩持续保持稳定增长，所以有一定估值溢价，估值位于行业前列；阿迪达斯由于其出售 Yeezy 处于重组阶段，相关一次性费用较多，所以彭博一致预期盈利预测较低使其 2024-2025 年估值异常高；Lululemon 和彪马均处于全球业务稳定增长的阶段，估值为 15-20x 水平；李宁由于曾产生窜货问题导致短期业绩承压，估值处于行业较低水平。我们认为品牌向上战略将激发安踏品牌活力，FILA、迪桑特以及 Kolon 品牌营收将保持高质量增长，剔除 Amer 上市于 24 年一次性损益贡献（剔除后预计公司 24 年 EPS 为 4.19 元/股），参考可比公司，考虑公司优于同业的渠道管理能力及控费能力，业绩确定性较强，同时考虑其主品牌品牌向上改革、多品牌协同发展、集团出海有较大的潜在增长空间，给予公司 24 年 PE 估值 20 倍，对应合理价值 92.45 港元/股，维持“买入”评级。

表 7: 可比公司估值 (收盘价截至 2024 年 9 月 25 日)

股票简称	股票代码	货币单位	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
耐克	NKE.N	USD	87.46	3.08	3.53	3.96	28.40	24.78	22.09
阿迪达斯	ADS.DF	EUR	223.40	3.56	7.41	10.37	62.75	30.15	21.54
露露柠檬	LULU.O	USD	263.55	13.98	14.93	16.48	18.85	17.65	15.99
李宁	02331.HK	HKD	15.44	1.23	1.33	1.47	12.55	11.61	10.50
彪马	PUM.DF	EUR	37.10	2.11	2.76	3.27	17.58	13.44	11.35
平均值							28.03	19.53	16.29

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

备注: 盈利预测为彭博一致预期

四、风险提示

安踏品牌转型升级再度受挫的风险。公司安踏主品牌最近几年曾遇到过定位不清晰的问题，从最初的平民大众化到不断提价，2019年产品价格上涨过快导致动销有所弱化，公司再度回归大众运动定位。安踏主品牌品牌向上战略使得品牌有望突破价格带，获得部分一二线城市消费人群的市场份额，但若其未能成功依托奥运会、开设 Sneakerves 等单体店等方式顺利实现品牌力提升，则未来有可能中长期获取业绩增量越来越困难，进而拖累公司整体业绩表现。

FILA 利润低于预期的风险。FILA 是为集团贡献主要利润的品牌之一，但由于其为全直营，若销售承压，则经营杠杆或将导致其营业利润率下滑，进而导致集团利润率下滑明显。

Amer 海外业务利润低于预期的风险。Amer 业务主要收入来自海外，海外业务目前正处于转型变革时期，若海外业务录得巨额亏损，对投资收益影响较大，进而影响归母净利润。

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	42,596	52,140	55,445	58,119	63,037
货币资金	17,378	15,228	15,115	16,783	19,823
短期投资	10,923	22,781	22,781	22,781	22,781
应收款项	5,089	5,575	6,382	7,238	7,961
存货	8,490	7,210	9,961	9,977	10,975
其他流动资产	716	1,346	1,206	1,340	1,497
非流动资产	26,599	40,088	45,042	49,760	52,564
权益性投资	9,343	9,283	9,783	10,783	11,783
固定资产	4,774	4,965	6,430	6,687	6,954
无形资产	8,114	8,771	9,867	11,101	12,488
租赁土地	1,928	1,406	1,906	2,406	2,906
其他非流动性资产	2,440	15,663	17,056	18,784	18,432
资产总计	69,195	92,228	100,487	107,879	115,601
流动负债	26,207	20,591	21,524	23,024	24,626
短期借款	12,198	3,996	3,496	2,996	2,496
应付及预收	2,750	3,195	3,369	3,734	3,931
应交税金	2,798	3,664	3,828	4,255	4,752
其他流动负债	8,461	9,736	10,832	12,040	13,446
非流动负债	5,149	15,627	15,127	13,127	11,127
长期借款	492	10,948	10,448	8,448	6,448
其他非流动负债	4,657	4,679	4,679	4,679	4,679
负债合计	31,356	36,218	36,651	36,151	35,753
普通股股东权益	34,400	51,460	58,528	65,559	72,705
少数股东权益	3,439	4,550	5,308	6,169	7,143
股东权益	37,839	56,010	63,836	71,728	79,848
负债和股东权益	69,195	92,228	100,487	107,879	115,601

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	53,651	62,356	69,026	76,725	85,689
营业成本	21,333	23,328	25,757	28,411	31,427
其他收入	1,266	2,128	2,616	2,509	2,793
营业开支	24,495	26,987	29,654	32,515	36,499
销售费用	19,629	21,673	24,681	26,667	29,783
管理费用	3,587	3,693	3,396	4,096	4,760
研发费用	1,279	1,621	1,576	1,752	1,957
经营利润	9,089	14,169	16,231	18,307	20,556
财务费用	-332	-97	-731	-931	-1,173
投资净收益	28	-718	552	663	795
税前利润	9,449	13,548	17,514	19,901	22,524
所得税	3,110	4,363	4,886	5,552	6,283
净利润	8,245	11,277	14,228	14,349	16,241
少数股东损益	655	1,041	758	861	974
归属母公司净利润	7,590	10,236	13,471	13,488	15,266
EBITDA	12,483	17,333	21,531	24,322	27,126
EPS (元)	2.80	3.61	4.76	4.76	5.39

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	12,147	19,634	16,277	21,511	22,952
净利润	7,590	10,236	13,471	13,488	15,266
折旧摊销	4,464	4,987	5,300	6,015	6,570
营运资金变动	-1,598	1,659	-1,985	994	223
其它	1,691	2,752	-509	1,014	892
投资活动现金流	-4,774	-25,793	-8,102	-10,071	-8,578
资本支出	-1,736	-1,321	-7,861	-7,506	-8,225
投资变动	-3,043	-23,985	-2,200	-3,000	-3,500
其它	5	-487	1,959	435	3,147
筹资活动现金流	-7,841	3,471	-8,289	-9,772	-11,333
银行借款	-4,041	-2,809	-500	-2,000	-2,000
股权融资	0	10,497	0	0	0
其他	-3,800	-4,217	-7,789	-7,772	-9,333
现金净增加额	-214	-2,150	-113	1,668	3,041
期初现金余额	17,592	17,378	15,228	15,115	16,783
期末现金余额	17,378	15,228	15,115	16,783	19,823

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	8.8%	16.2%	10.7%	11.2%	11.7%
EBIT 增长	-8.0%	54.0%	31.4%	12.8%	12.3%
归母净利润增长	-1.7%	34.9%	31.6%	0.1%	13.2%
获利能力					
毛利率	58.2%	61.6%	60.2%	62.6%	62.7%
净利率	14.1%	16.4%	19.5%	17.6%	17.8%
ROE	22.1%	19.9%	23.0%	20.6%	21.0%
ROA	11.0%	11.1%	13.4%	12.5%	13.2%
偿债能力					
资产负债率	45.3%	39.3%	36.5%	33.5%	30.9%
净负债比率	82.9%	64.7%	57.4%	50.4%	44.8%
流动比率	1.63	2.53	2.58	2.52	2.56
速动比率	1.27	2.12	2.06	2.03	2.05
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.68	0.69	0.71	0.74
应收账款周转天数	21.05	19.37	20.17	20.17	20.17
存货周转天数	136.13	121.14	120.00	126.32	120.00
每股指标 (元)					
每股收益	2.80	3.61	4.76	4.76	5.39
每股经营现金流	4.48	6.93	5.75	7.59	8.10
每股净资产	12.68	18.17	20.66	23.14	25.67
估值比率					
P/E	33.1	19.0	14.5	14.5	12.8
P/B	7.3	3.8	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	19.8	11.2	9.0	7.8	6.8

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。
李咏红：资深分析师，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。
董建芳：高级研究员，对外经济贸易大学金融硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。