

# 安踏体育 (02020.HK)

## 第三季度流水稳健增长，库存与折扣水平健康

优于大市

### ◆ 公司研究 · 海外公司快评

### ◆ 纺织服饰 · 服装家纺

### ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn  
证券分析师: 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004  
执证编码: S0980523070003

### 事项:

10月10日,公司公告第三季度零售表现,2024第三季度,安踏主品牌录得中单位数正增长,FILA录得低单位数负增长,其他品牌录得45-50%正增长。

### 国信纺服观点:

1、**2024 第三季度:** 较高基数上流水稳健增长,FILA表现低于预期,各品牌库存水平健康,安踏及其他品牌折扣率同比改善;

2、**风险提示:** 改革不及预期;品牌形象受损;市场的系统性风险。

3、**投资建议:** 在具有挑战的消费环境中展现品牌运营实力,看好全年业绩确定性和多品牌中长期增长潜力。三季度以来行业下行趋势明显,安踏品牌保持较好增长,FILA品牌小幅下滑但库存折扣健康,其他细分品牌高速增长,公司多品牌运营能力凸显。中长期随着运动行业消费专业化、多元化趋势发展,我们看好公司多品牌矩阵受益于消费需求变化,持续引领行业增长。尽管三季度消费不及预期,随着四季度国庆黄金周和消费旺季来临,看好公司增长加速并保持良性的库存折扣水平,并通过费用管控等有效措施保障盈利水平稳定,我们维持盈利预测,预计2024-2026年归母净利润分别为136.5/134.9/148.2亿元;若剔除因Amer Sports上市带来的一次性收益贡献,经调后归母净利润分别约为120.7/134.9/148.2亿元,同比增长17.9%/11.8%/9.9%。由于政策提振消费信心,带动行业估值水平上升,我们上调公司合理估值区间至103-112港元(前值为98-107港元),对应2024年经调后EPS为22-24x,维持“优于大市”评级。

### 评论:

◆ **2024 第三季度:** 较高基数上流水稳健增长,FILA表现低于预期,各品牌库存水平健康,安踏及其他品牌折扣率同比改善

1、**安踏第三季度流水增长中单位数,延续上半年趋势,库销比维持在小于5,线上零售折扣收窄**

- 1) 分产品流水:安踏大货、儿童均有中单位数增长。
- 2) 分渠道流水:电商增长20-25%。
- 3) 库销比:季末库销比小于5,维持上季度末水平,库存健康度高。
- 4) 零售折扣:线上零售折扣同比收窄2个点、线下折扣持平。

2、**FILA第三季度流水低单位数下滑,库销比为5,线上折扣持平**

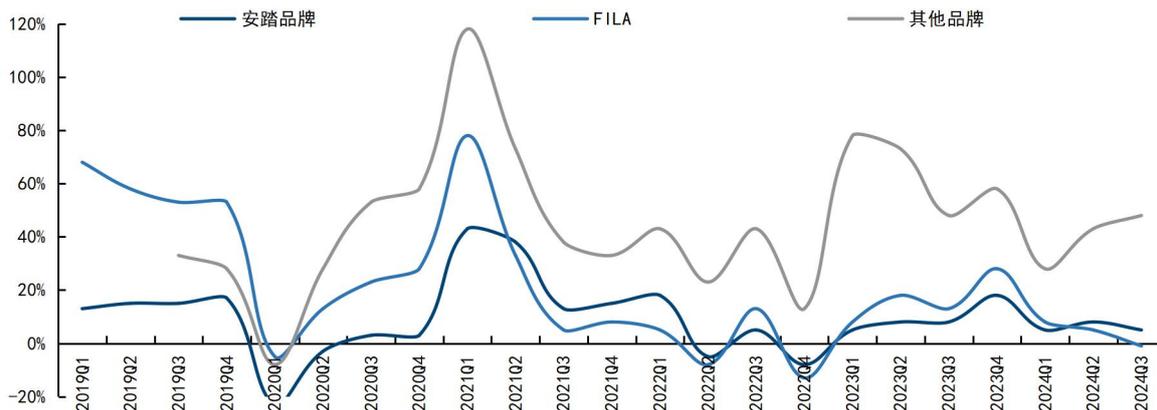
- 1) 分产品流水:FILA大货增长好于kids和fusion,FILA大货同比持平,FILA儿童和FILA FUSION轻微负增长,预计FILA品牌主要受消费降级影响。
- 2) 分渠道流水:电商增长高单位数。

- 3) 库销比：季末库销比为 5，库存健康度高。  
4) 零售折扣：线上折扣率维持、线下折扣加深 1 个点。

### 3、其他品牌第三季度流水增长 45%-50%，环比提速，尤其可隆增速较高，整体折扣收窄

- 1) 分品牌流水：可隆同比+65-70%；迪桑特同比+35-40%。  
2) 零售折扣：迪桑特、可隆折扣有所改善。

图1：公司分品牌季度流水增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 投资建议：在具有挑战的消费环境中展现品牌运营实力，看好全年业绩确定性和多品牌中长期增长潜力

三季度以来行业下行趋势明显，安踏品牌保持较好增长，FILA 品牌小幅下滑但库存折扣健康，其他细分品牌高速增长，公司多品牌运营能力凸显。中长期随着运动行业消费专业化、多元化趋势发展，我们看好公司多品牌矩阵受益于消费需求变化，持续引领行业增长。尽管三季度消费不及预期，随着四季度国庆黄金周和消费旺季来临，看好公司增长加速并保持良性的库存折扣水平，并通过费用管控等有效措施保障盈利水平稳定，我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 136.5/134.9/148.2 亿元；若剔除因 Amer Sports 上市带来的一次性收益贡献，经调后归母净利润分别约为 120.7/134.9/148.2 亿元，同比增长 17.9%/11.8%/9.9%。由于政策提振消费信心，带动行业估值水平上升，我们上调公司合理估值区间至 103-112 港元（前值为 98-107 港元），对应 2024 年经调后 EPS 为 22-24x，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	53,651	62,356	69,507	75,950	82,616
(+/-%)	8.8%	16.2%	11.5%	9.3%	8.8%
净利润(百万元)	7590	10236	13647	13490	14820
(+/-%)	-1.7%	34.9%	33.3%	-1.2%	9.9%
每股收益(元)	2.68	3.62	4.82	4.77	5.24
EBIT Margin	17.0%	21.9%	19.1%	21.7%	21.8%
净资产收益率 (ROE)	22.1%	19.9%	23.1%	25.5%	47.2%
市盈率 (PE)	32.3	23.9	17.9	18.1	16.5
EV/EBITDA	33.0	22.3	19.4	16.5	16.4
市净率 (PB)	7.12	4.76	4.15	4.63	7.80

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			g	PEG
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
2020.HK	安踏体育	优于大市	86.54	3.61	4.82	4.76	24.0	18.0	18.2	14.8%	1.21
可比公司											
2331.HK	李宁	优于大市	15.89	1.23	1.22	1.37	12.9	13.0	11.6	5.6%	2.33
1368.HK	特步国际	优于大市	5.35	0.39	0.47	0.54	13.7	11.4	9.9	17.7%	0.64
1361.HK	361度	优于大市	3.92	0.46	0.55	0.64	8.4	7.1	6.1	17.3%	0.41

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 风险提示

改革不及预期; 品牌形象受损; 市场的系统性风险。

### 相关研究报告:

- 《安踏体育 (02020.HK) - 上半年收入增长 14%, 发布回购计划提升股东回报》 ——2024-08-29
- 《安踏体育 (02020.HK) - 第二季度流水稳健增长, 库存与折扣改善》 ——2024-07-09
- 《安踏体育 (02020.HK) - 第一季度流水稳健增长, 库销比下降和折扣收窄》 ——2024-04-18
- 《安踏体育 (02020.HK) - 2023 年归母净利润增长 35%, 多品牌引领增长》 ——2024-03-27
- 《安踏体育 (02020.HK) - 四季度稳健高质量增长, 亚玛芬递交上市招股书》 ——2024-01-07

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17378	15228	30000	30600	31212	营业收入	53651	62356	69507	75950	82616
应收款项	5089	5575	5943	6494	7064	营业成本	21333	23328	25599	27805	30131
存货净额	8490	7210	8915	8942	9694	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	716	1346	970	1060	1153	销售费用	19629	21673	26550	27190	29579
<b>流动资产合计</b>	<b>42596</b>	<b>52140</b>	<b>68609</b>	<b>69877</b>	<b>71904</b>	管理费用	3587	3693	6309	6691	7086
固定资产	4774	4965	4996	5050	5131	财务费用	(97)	(991)	(1265)	(1587)	(1892)
无形资产及其他	8114	8771	6578	4386	2193	投资收益	28	(718)	650	885	1117
投资性房地产	4368	17069	17069	17069	17069	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	9343	9283	9283	9283	9283	其他收入	2128	1705	5690	4269	4452
<b>资产总计</b>	<b>69195</b>	<b>92228</b>	<b>106535</b>	<b>105665</b>	<b>105580</b>	营业利润	11355	15640	18655	21006	23281
短期借款及交易性金融负债	12198	3996	8760	13485	36111	营业外净收支	0	0	1579	0	0
应付款项	5548	6859	6656	7233	7841	<b>利润总额</b>	<b>11355</b>	<b>15640</b>	<b>20234</b>	<b>21006</b>	<b>23281</b>
其他流动负债	8461	9736	11223	11867	12888	所得税费用	3110	4363	5218	5860	6494
<b>流动负债合计</b>	<b>26207</b>	<b>20591</b>	<b>26639</b>	<b>32585</b>	<b>56840</b>	少数股东损益	655	1041	1369	1656	1966
长期借款及应付债券	492	10948	10948	10948	10948	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7590</b>	<b>10236</b>	<b>13647</b>	<b>13490</b>	<b>14820</b>
其他长期负债	4657	4679	4679	4679	4679						
<b>长期负债合计</b>	<b>5149</b>	<b>15627</b>	<b>15627</b>	<b>15627</b>	<b>15627</b>						
<b>负债合计</b>	<b>31356</b>	<b>36218</b>	<b>42266</b>	<b>48212</b>	<b>72467</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	3439	4550	5303	4558	1707	净利润	7590	10236	13647	13490	14820
股东权益	34400	51460	58966	52896	31407	资产减值准备	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>69195</b>	<b>92228</b>	<b>106535</b>	<b>105665</b>	<b>105580</b>	折旧摊销	0	0	2762	2798	2838
						公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(97)	(991)	(1265)	(1587)	(1892)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	81	2750	(413)	552	215
每股收益	2.68	3.62	4.82	4.77	5.24	其它	655	1041	753	(745)	(2851)
每股红利	1.54	2.33	2.17	6.91	12.83	<b>经营活动现金流</b>	<b>8326</b>	<b>14027</b>	<b>16750</b>	<b>16095</b>	<b>15022</b>
每股净资产	12.16	18.19	20.84	18.70	11.10	资本开支	(995)	(191)	(600)	(660)	(726)
ROIC	17%	19%	17%	23%	27%	其它投资现金流	(3293)	(24537)	0	0	0
ROE	22%	20%	23%	26%	47%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(4604)</b>	<b>(24668)</b>	<b>(600)</b>	<b>(660)</b>	<b>(726)</b>
毛利率	60%	63%	63%	63%	64%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	22%	19%	22%	22%	负债净变化	(10933)	10456	0	0	0
EBITDA Margin	17%	22%	23%	25%	25%	支付股利、利息	(3722)	(5580)	(6141)	(19561)	(36309)
收入增长	9%	16%	11%	9%	9%	其它融资现金流	25374	(1260)	4764	4725	22625
净利润增长率	-2%	35%	33%	-1%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3936)</b>	<b>8491</b>	<b>(1378)</b>	<b>(14835)</b>	<b>(13684)</b>
资产负债率	50%	44%	45%	50%	70%	<b>现金净变动</b>	<b>(214)</b>	<b>(2150)</b>	<b>14772</b>	<b>600</b>	<b>612</b>
息率	1.4%	2.1%	2.3%	7.3%	13.5%	货币资金的期初余额	17592	17378	15228	30000	30600
P/E	32.3	23.9	17.9	18.1	16.5	货币资金的期末余额	17378	15228	30000	30600	31212
P/B	7.1	4.8	4.2	4.6	7.8	企业自由现金流	5715	11892	12059	15194	16120
EV/EBITDA	33.0	22.3	19.4	16.5	16.4	权益自由现金流	20227	21802	16958	20134	38890

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032