

安踏体育 (02020.HK)

Q3 不利环境致流水略不及预期，期待 Q4 销售改善

买入（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	53651	62356	68637	75773	83703
同比(%)	8.76	16.23	10.07	10.40	10.47
归母净利润（百万元）	7590	10236	13473	13482	15189
同比(%)	(1.68)	34.86	31.62	0.07	12.67
EPS-最新摊薄（元/股）	2.68	3.61	4.76	4.76	5.36
P/E（现价&最新摊薄）	25.42	18.85	14.32	14.31	12.70

投资要点

- **24Q3 安踏品牌、FILA、其他品牌零售流水分别同比增长中单位数、下滑低单位数、增长 45-50%。**
- **安踏品牌：继续推进大众定位、品牌向上战略，流水逆势增长，库存及折扣健康。** 24Q3 安踏品牌流水同比增长中单位数，其中成人/儿童流水均同比增长中单位数，线上增长 20%+、延续 H1 增长。运营层面库销比维持 5 个月以下的健康水平，折扣线下同比持平、线上有所改善。7/8 月国内服装类社会零售额分别同比-5.6%/-1.9%，整体消费信心较弱。安踏品牌应对消费降级环境进行及时调整，在渠道和产品方面均有创新，如推出新店型超级安踏覆盖更多消费者、推出性价比跑鞋新品 PG7，在不利环境下保持了高质量同比正增长。
- **FILA：大环境影响有所承压，继续推动儿童&潮牌调整。** 24Q3FILA 流水同比下滑低单位数，其中预计大货表现好于儿童和潮牌、线上表现好于线下。FILA 定位中高端、受消费者在当前环境下保守消费影响相对较大，同时儿童和潮牌本身面临出生率和消费者需求变化的影响，品牌预计继续推动儿童和潮牌的调整以更适应消费需求。运营层面 24Q3 库销比维持 5 个月以下健康水平、折扣基本稳定。
- **其他品牌：保持强劲，流水快速增长。** 24Q3 其他品牌流水同比增长 45-50%，其中迪桑特/可隆分别同比增长 35-40%/65-70%，在户外市场持续火热带动下，两个品牌凭借独特的品牌定位和优秀的产品竞争力保持强劲增长。
- **盈利预测与投资评级：** 公司为国内多品牌运动服饰龙头，24Q3 在波动的消费环境下整体表现略不及预期，但安踏品牌在门店、定位、产品方面持续改善，其他品牌仍然保持超强竞争力，期待 FILA 经过调整逐步恢复。国庆黄金周期间销售较好、超出公司预期，期待双十一期间延续良好表现。考虑 Q3 流水略不及预期，我们将 24-26 年归母净利润从 136.8/134.8/151.9 亿元调整至 134.7/134.8/151.9 亿元，对应 24-26 年 PE 为 14/14/13X，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 国内消费环境低迷、竞争加剧。

2024 年 10 月 17 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	86.45
一年最低/最高价	60.20/107.50
市净率(倍)	4.27
港股流通市值(百万港元)	244,586.61

基础数据

每股净资产(元)	20.23
资产负债率(%)	36.58
总股本(百万股)	2,829.23
流通股本(百万股)	2,829.23

相关研究

《安踏体育(02020.HK): 24H1 业绩点评：多品牌高质量增长，百亿回购计划彰显发展信心》

2024-08-29

《安踏体育(02020.HK): 24Q2 流水点评：多品牌矩阵高质量增长，维持全年指引》

2024-07-10

表1: 2021Q1-2024Q3 公司各品牌群流水增速（除注明负增长外，其余默认正增长）

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021 年
安踏品牌	40-45%	35-40%	10%-20%低段	10-20%中段	25-30%
FILA	75-80%	30-35%	中单位数	高单位数	25-30%
其他品牌	115-120%	70-75%	35-40%	50-55%	40-45%
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022 年
安踏品牌	10-20%高段	中单位数负增长	中单位数	高单位数负增长	低单位数
FILA	中单位数	高单位数负增长	10-20%低段	10-20%低段负增长	低单位数负增长
其他品牌	40-45%	20-25%	40-45%	10-20%低段	20-25%
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023 年
安踏品牌	中单位数	高单位数	高单位数	10-20%高段	高单位数
FILA	高单位数	10-20%高段	10-20%低段	25-30%	10-20%高段
其他品牌	75-80%	70-75%	45-50%	55-60%	60-65%
	2024Q1	2024Q2	2024Q3		
安踏品牌	中单位数	高单位数	中单位数		
FILA	高单位数	中单位数	低单位数负增长		
其他品牌	25-30%	40-45%	45-50%		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图1: 超级安踏门店形象



数据来源：官网，东吴证券研究所

图2: 超级安踏门店内部商品陈列



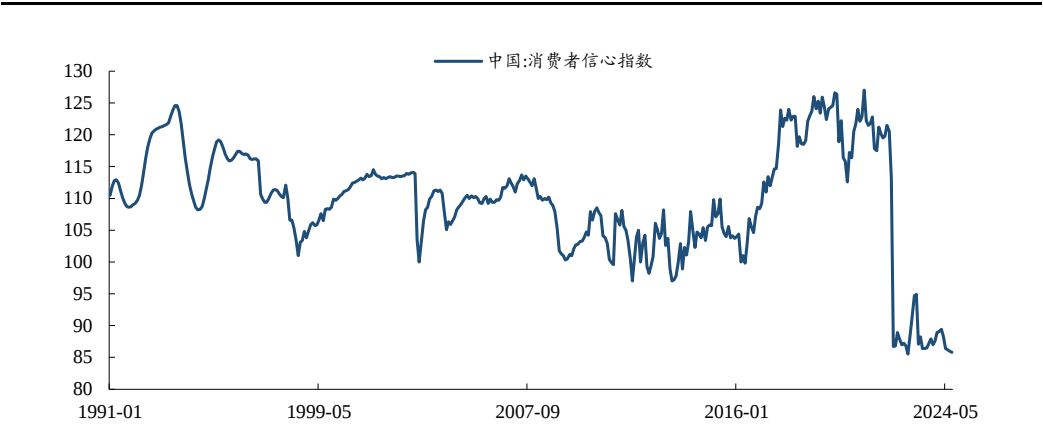
数据来源：官网，东吴证券研究所

图3: 2024 年 7-8 月国内服装零售整体承压



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2024 年 3 月以来国内消费者信心指数逐月下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

安踏体育三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	52,140.00	56,883.33	72,613.64	90,360.97	营业总收入	62,356.00	68,636.85	75,773.49	83,703.19
现金及现金等价物	15,228.00	15,984.16	29,897.78	45,635.98	营业成本	23,328.00	25,298.23	27,727.14	30,397.59
应收账款及票据	3,732.00	4,194.47	4,630.60	5,115.20	销售费用	21,673.00	23,679.71	26,141.86	28,877.60
存货	7,210.00	8,432.74	9,242.38	10,132.53	管理费用	3,693.00	3,980.94	4,356.98	4,771.08
其他流动资产	25,970.00	28,271.95	28,842.88	29,477.26	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	40,088.00	41,219.29	42,241.99	43,324.51	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4,965.00	5,418.50	5,826.65	6,193.99	经营利润	13,967.00	16,013.69	17,918.15	20,066.33
商誉及无形资产	8,771.00	9,091.79	9,556.34	10,121.52	利息收入	1,470.00	1,256.84	1,279.52	1,696.93
长期投资	9,283.00	9,283.00	9,283.00	9,283.00	利息支出	521.00	397.76	197.76	197.76
其他长期投资	13,732.00	13,882.00	14,032.00	14,182.00	其他收益	724.00	3,408.37	1,294.56	1,299.85
其他非流动资产	3,337.00	3,544.00	3,544.00	3,544.00	利润总额	15,640.00	20,281.14	20,294.48	22,865.36
资产总计	92,228.00	98,102.61	114,855.63	133,685.47	所得税	4,363.00	5,475.91	5,479.51	6,173.65
流动负债	20,591.00	19,923.38	21,759.43	23,795.56	净利润	11,277.00	14,805.23	14,814.97	16,691.71
短期借款	3,996.00	1,996.00	1,996.00	1,996.00	少数股东损益	1,041.00	1,332.47	1,333.35	1,502.25
应付账款及票据	3,195.00	3,513.64	3,850.99	4,221.89	归属母公司净利润	10,236.00	13,472.76	13,481.62	15,189.46
其他	13,400.00	14,413.74	15,912.43	17,577.67	EBIT	14,691.00	19,422.06	19,212.72	21,366.18
非流动负债	15,627.00	7,262.00	7,262.00	7,262.00	EBITDA	15,908.08	20,647.77	20,340.02	22,433.66
长期借款	10,948.00	2,948.00	2,948.00	2,948.00					
其他	4,679.00	4,314.00	4,314.00	4,314.00					
负债合计	36,218.00	27,185.38	29,021.43	31,057.56					
股本	272.00	272.00	272.00	272.00	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	4,550.00	5,882.47	7,215.82	8,718.07	每股收益(元)	3.61	4.76	4.76	5.36
归属母公司股东权益	51,460.00	65,034.76	78,618.38	93,909.84	每股净资产(元)	19.77	25.04	30.30	36.23
负债和股东权益	92,228.00	98,102.61	114,855.63	133,685.47	发行在外股份(百万股)	2,832.62	2,832.62	2,832.62	2,832.62
					ROIC(%)	17.44	19.31	16.83	15.73
					ROE(%)	19.89	20.72	17.15	16.17
					毛利率(%)	62.59	63.14	63.41	63.68
					销售净利率(%)	16.42	19.63	17.79	18.15
					资产负债率(%)	39.27	27.71	25.27	23.23
					收入增长率(%)	16.23	10.07	10.40	10.47
					净利润增长率(%)	34.86	31.62	0.07	12.67
					P/E	18.85	14.32	14.31	12.70
					P/B	3.44	2.72	2.25	1.88
					EV/EBITDA	12.26	8.81	8.26	6.79

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年10月15日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>