

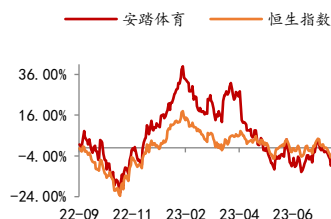
评级：买入

核心观点

陈梦
首席分析师
SAC 执证编号: S0110521070002
chenmeng@sczq.com.cn
电话: 010-81152649

郭琦
分析师
SAC 执证编号: S0110523070001
guoqi@sczq.com.cn
电话: 010-81152647

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: Wind

公司基本数据

最新收盘价 (港元)	90.00
一年内最高/最低价 (港元)	125.3/67.85
市盈率 (当前)	26.86
市净率 (当前)	4.83
总股本 (亿股)	28.33
总市值 (亿港元)	2549

资料来源: Wind

相关研究

- 安踏体育 (02020.HK) 2023 年第二季度运营数据点评: Fila 品牌回暖明显, 签约欧文助力品牌力再提升
- 安踏体育 (02020.HK) 2023 年第一季度运营数据点评: 各品牌经营质量改善, Fila 品牌复苏势头明显
- 安踏体育 (2020.HK) 2022 年年报点评: 盈利能力维持稳健, 户外及电商表现亮眼

- 事件:** 公司发布 2023 年中报, 期内实现营业收入 296.45 亿元, 同比增长 14.2%; 实现归母净利润 (含合营公司) 47.48 亿元, 同比增长 32.3%。公司拟每股派发股息 82 港仙。

点评:

- 安踏:** 收入稳健增长, DTC 渠道增速快于电商及批发。2023H1 安踏品牌实现营收 141.7 亿元, 同比+6.1%, 占比 47.8%。分渠道看, DTC/电商/传统批发分别实现收入 80.9/46.4/14.5 亿元, 同比分别+21.8%/+1.4%/-32.6%。期内, 安踏大货/儿童分别净开店 17/13 家至 6941/2692 家, 其中 DTC 模式分别有 5500/2200 家。**利润端:** 毛利率同比+0.7pct 至 55.8%, 经营利润率同比-1pct 至 21%, DTC 模式收入占比提升带动毛利率提升, 门店租金及员工成本增加叠加期内政府补助减少使得 OPM 小幅下滑。
- Fila:** 店效及线上增长推动收入增长, 盈利能力改善明显。2023H1 Fila 品牌实现营收 122.29 亿元, 同比+13.5%, 占比 41.3%。期内, Fila 品牌净关店 42 家至 1942 家, Fila 零售占比高, 疫后门店店效及电商渠道增速较快。**利润端:** 毛利率同比+0.6pct 至 69.2%, 经营利润率同比+7.2pcts 至 29.7%。经营利润率显著提升主要由于经营杠杆正向作用下, 广告及宣传费用、门店租金及员工成本费用率下降明显。Fila 品牌持续推进“三个顶级”策略, 清理低效门店、调整产品结构 (提升鞋类、高端及功能性产品占比), 调整成效逐步显现, 零售端及利润端实现靓丽表现。
- 其他:** 户外品牌延续高增趋势, Amer 亏损主因计提一次性商誉减值。23H1 其他品牌实现营收 32.46 亿元, 同比+77.6%, 占比 10.9%。Descente/Kolon 分别净-8/-1 家门店至 183/160 家, 店效提升较快。**利润端:** 毛利率同比-0.8pct 至 73.4%, 经营利润率同比+8.7pcts 至 30.3%, 盈利能力改善明显。**Amer:** 23H1 Amer 实现收入 132.7 亿元, 同比+37%; EBITDA 17.8 亿元, 同比+149%; 净亏损 9.83 亿元, 主要由于计提 Peak Performance 商誉减值 11.31 亿元, 公司分占合营公司亏损 5.16 亿元。
- 投资建议:** 公司三大成长曲线奠定长期成长基石, 经营杠杆正向作用下费用率改善明显, 盈利能力持续提升。我们上调盈利预测, 预计公司 23/24/25 年归母净利润 96.8/115.1/131.4 亿元 (原预测 94.3/112.1/128.5 亿元), 对应当前市值 PE 分别为 24/20/18 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 消费复苏不及预期, 行业竞争加剧, 产品创新迭代不及预期。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (亿元)	537	628	725	822
营收增速 (%)	8.8%	17.1%	15.5%	13.4%
净利润 (亿元)	75.9	96.8	115.1	131.4
净利润增速 (%)	-1.7%	27.5%	18.9%	14.2%
EPS (元/股)	2.80	3.42	4.06	4.64
PE	29	24	20	18

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	17,378	26,334	36,082	47,064	营业总收入	53,847	63,028	72,785	82,500
应收款项合计	5,089	8,088	8,856	9,708	主营业务收入	53,651	62,813	72,548	82,239
存货	8,490	9,410	10,990	12,337	其他营业收入	196	216	237	261
其他流动资产	11,639	7,811	8,532	9,353	营业总支出	44,549	49,920	57,611	65,088
流动资产合计	42,596	51,643	64,460	78,462	营业成本	21,333	24,104	27,649	31,205
固定资产净额	4,774	8,029	10,906	13,326	营业开支	23,216	24,371	28,294	31,991
权益性投资	9,343	9,343	9,238	9,308	营业利润	9,298	13,108	15,174	17,412
其他长期投资	1,065	619	802	829	净利息支出	-98	50	35	9
商誉及无形资产	8,114	8,904	9,250	9,577	权益性投资损益	28	-240	250	360
土地使用权	1,928	905	378	95	其他非经营性损益	-37	150	150	150
其他非流动资产	1,375	1,157	1,207	1,246	非经常项目前利润	9,387	12,969	15,539	17,913
非流动资产合计	26,599	28,957	31,781	34,381	非经常项目损益	1,968	1,300	1,435	1,467
资产总计	69,195	80,600	96,241	112,843	除税前利润	11,355	14,269	16,974	19,380
应付账款及票据	2,750	3,656	4,118	4,468	所得税	3,110	3,824	4,583	5,233
短期借贷及长期借贷当期到期部分	12,198	12,198	12,198	12,198	少数股东损益	655	767	886	1,004
其他流动负债	11,259	13,042	15,301	16,963	持续经营净利润	7,590	9,678	11,505	13,143
流动负债合计	26,207	28,896	31,617	33,629	非持续经营净利润	0	0	0	0
长期借贷	492	592	692	792	净利润	7,590	9,678	11,505	13,143
其他非流动负债	4,657	2,817	3,246	3,589	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
非流动负债合计	5,149	3,409	3,938	4,381	归属普通股股东净利润	7,590	9,678	11,505	13,143
负债总计	31,356	32,305	35,555	38,010	EPS (摊薄)	2.80	3.42	4.06	4.64
归属母公司所有者权益	34,400	44,089	55,594	68,737	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	3,439	4,206	5,092	6,096	成长能力				
股东权益总计	37,839	48,295	60,686	74,833	营业收入增长率	8.8%	17.1%	15.5%	13.4%
负债及股东权益总计	69,195	80,600	96,241	112,843	归属普通股股东净利润增长率	-1.7%	27.5%	18.9%	14.2%
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	获利能力				
经营活动现金流	12147	10861	13853	14914	毛利率	60.2%	61.6%	61.9%	62.1%
净利润	7590	9678	11505	13143	净利率	14.1%	15.4%	15.9%	16.0%
折旧和摊销	4464	1945	1997	2308	ROE	24.0%	24.7%	23.1%	21.1%
营运资本变动	-473	-1668	-169	-1040	ROA	11.5%	12.9%	13.0%	12.6%
其他非现金调整	566	907	520	503	偿债能力				
投资活动现金流	-4774	-4839	-5332	-5438	资产负债率	45.3%	40.1%	36.9%	33.7%
资本支出	-1736	-5503	-5203	-5303	流动比率	1.6	1.8	2.0	2.3
长期投资减少	-659	446	-78	-97	速动比率	1.3	1.5	1.7	2.0
少数股东权益增加	44	0	0	0	每股指标 (元)				
其他长期资产的减少/(增加)	-2423	218	-51	-38	每股收益	2.80	3.42	4.06	4.64
融资活动现金流	-7841	2934	1227	1506	每股经营现金流	4.29	3.83	4.89	5.27
借款增加	-483	100	100	100	每股净资产	12.68	15.56	19.63	24.27
股利分配	-3290	-4264	-4289	-4654	估值比率				
普通股增加	1	11	0	0	P/E	29.5	24.1	20.3	17.8
其他融资活动产生的现金流量净额	-4069	7087	5416	6060	P/B	6.5	5.3	4.2	3.4

分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2021年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

郭琦，纺织服装行业分析师，美国波士顿大学金融数学硕士，天津大学学士，2021年6月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
行业投资评级	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现