

纺织服饰

2024年07月09日

安踏体育 (02020)

——库存及折扣持续改善，户外新品牌增长亮眼

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2024年07月08日

收盘价 (港币)	71.35
恒生中国企业指数	6284.73
52周最高/最低 (港币)	96.00/60.20
H股市值 (亿港元)	2021.08
流通H股 (百万股)	2832.62
汇率 (人民币/港币)	1.0960

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
刘佩 A0230523070002
liupe@swsresearch.com

联系人

刘佩
(8621)23297818x
liupe@swsresearch.com

投资要点：

- **安踏发布 2024 年二季度及上半年运营数据。**安踏主品牌 24Q2 取得高单位数增长 (数据来自公司公告及 24Q2 公开业绩交流, 下同), 环比 24Q1 中单增长提速, 上半年同比增长中单位数, 表现符合预期。FILA 24Q2 流水在高基数上增长中单位数 (23Q2 增长接近 20%), 表现稳健, 在一季度销售拉动下, 上半年仍有高单位数增长。其他品牌 24Q2 在高基数上流水增长 40-45% (23Q2 增长 70%-75%), 上半年其他品牌流水合计增长 35-40%, 表现超预期, 在户外热潮及品牌力强势的加持下维持强劲表现。
- **分品牌看, 1) 主品牌、FILA 均为大货表现较好。**根据公司 24Q2 公开业绩交流, 24Q2 安踏品牌整体增长高单位数, 其中, 大货增长高单位数, 儿童增长中单位数。FILA 品牌 24Q2 同比增长中单位数, 其中, 大货增长高单位数, 潮牌和儿童表现偏弱, 尤其是儿童主动调整门店, 对销售有一定影响。2) **新品牌维持强劲表现。**24Q2 新品牌流水增长 40-45%, 其中, Kolon Sport 增长超过 60%, DESCENTE 增长 35-40%, 表现超过内部预期。
- **分渠道看, 线上增速更快, 线下表现优于零售大盘。**24Q2 集团线下整体增长预计为低单位数 (不含抖音店播), 其中, 安踏大货预计增长低单位数, 安踏儿童预计持平; FILA 潮牌及大货预计增长低单位数, 儿童预计持平。线上整体增长预计为 20-25% (含抖音店播), 其中, 安踏电商渠道增长 20-25%, FILA 增长约 20%, 618 大促各品牌均取得双位数增长。
- **库存维持健康, 折扣水平稳步改善, 零售增长质量较高。**截止到 24Q2, 安踏主品牌库销比小于 5 倍, 线上零售折扣同比改善 1-2pct, 线下同比 23Q2 相对稳定。FILA 品牌库销比小于 5 倍, Q2 线上、线下折扣率同比保持稳定。其他品牌库销比约为 5 倍 (23Q2 高于 5 倍), Kolon Sport 线上和线下折扣均改善 6-7pct, 迪桑特线上折扣改善 6pct。表明品牌零售增长并非依靠打折驱动, 销售增长质量较高, 毛利率有望持续改善。
- **管理层预期全年复苏节奏前低后高, 维持全年增长指引。**上半年各个品牌达成率基本接近 100%, 管理层预计全年复苏节奏前低后高, 下半年增速预计更快, 维持对各品牌全年增长指引, 即安踏、FILA 流水目标增长 10-15%, 迪桑特目标 20%以上, Kolon Sport 30%以上。同时, 由于上半年费用管控效果较好, 降本增效效果显著, 公司对全年利润率的达成仍有信心, 继续维持安踏品牌经营利润率 20-25%、FILA 品牌 25-30%的指引。
- **公司多品牌矩阵资源稀缺, 主品牌与 FILA 品牌增长稳健, 户外新品牌延续高增态势, 下半年奥运产品落地催化有望推动增长, 维持“买入”评级。**维持盈利预测, 预计 24-26 年净利润分别为 134.8/137.3/153.1 亿元 (含 24 年 Amer Sports 上市带来的一次性收益 16 亿元, 若剔除, 24 年利润为 118.8 亿元), 对应 PE 为 14/13/12 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 终端销售恢复低于预期; 市场竞争加剧风险; 新品推广不及预期。

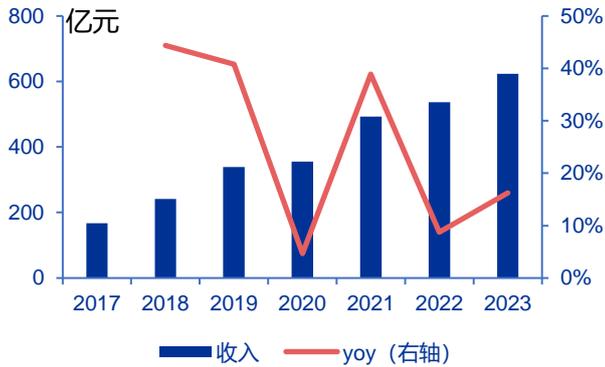
财务数据及盈利预测

货币单位: 人民币	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入 (亿元)	536.5	623.6	703.2	781.3	857.4
同比增长率 (%)	9%	16%	13%	11%	10%
归母净利润 (亿元)	75.9	102.4	134.8	137.3	153.1
同比增长率 (%)	-2%	35%	32%	2%	12%
每股收益 (摊薄, 元/股)	2.76	3.61	4.75	4.84	5.40
毛利率 (%)	60.2%	62.6%	63.0%	63.5%	63.8%
市盈率 (倍)	24	18	14	13	12

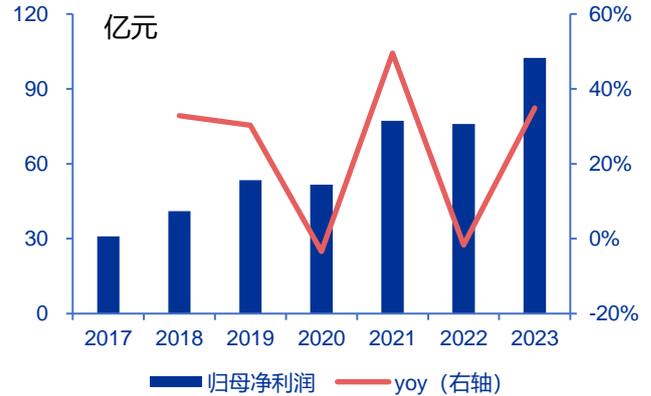
注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



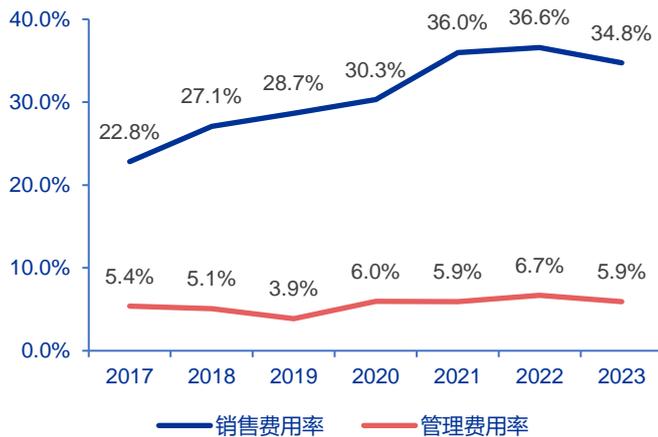
申万宏源研究微信服务号

图 1：2023 年公司收入同比增长 16%至 623.6 亿元


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：2023 年归母净利润同比增长 35%至 102.4 亿元


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：2023 年公司销售费用率同比下降 1.8pct 至 34.8%，管理费用率同比下降 0.8pct 至 5.9%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：2023 年公司毛利率提升 2.4pct 至 62.6%，净利率提升 2.3pct 至 16.4%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：公司各品牌分季度零售额表现

		Q1	Q2	Q3	Q4	全年
2022	安踏品牌	10-20%高段	中单位数下滑	中单位数增长	高单位数下滑	低单位数
	FILA 品牌	中单位数	高单位数下滑	10-20%低段	10-20%低段下滑	低单位数下滑
	其他品牌	40-50%	20-25%	40-45%	10-20%低段	10-15%
2023	安踏品牌	中单位数	高单位数	高单位数	高双位数	高单位数
	FILA 品牌	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%
2024	安踏品牌	中单位数	高单位数			
	FILA 品牌	高单位数	中单位数			
	其他品牌	25-30%	40-45%			

注：2019Q3 开始 FILA 品牌增速单独披露，资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并损益表

单位: (亿元人民币)	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	537	624	703	781	857
营业成本	-213	-233	-260	-285	-310
毛利	323	390	443	496	547
其他净收入	21	17	33	19	20
销售费用	-196	-217	-252	-277	-303
管理费用	-36	-37	-43	-48	-51
营业利润	112	154	181	190	213
净融资(支出)/收入	1	10	11	12	14
分占合营公司亏损	0	-7	5	5	5
除税前溢利	114	156	197	208	232
所得税	-31	-44	-50	-58	-65
年内溢利	82	113	146	150	167
汇兑差额	7	5	5	5	5
分占合营公司的全面亏损(收益)	0	-1	0	0	0
综合收益总额	89	117	152	155	172
溢利分配为:					
本公司股东	76	102	135	137	153
非控股权益	7	10	11	13	14

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对行业的分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。