

投资评级 优于大市 维持

股票数据

10 月 14 日收盘价(港元)	91.4
52 周股价波动 (港元)	58.52-107.50
总股本 (百万股)	2829
总市值 (百万港元)	258591

相关研究

《公司半年报点评, 24H1 主业净利率创新高, 发布 100 亿港元回购计划》2024.9.5

《24Q1 流水稳健, 新动能可期》2024.4.23

《2023 多品牌驱动高质量增长, 预计 2024 Amer 盈利贡献显著增加》2024.4.16

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	30.4%	37.7%	21.9%
相对涨幅 (%)	8.9%	14.4%	6.6%

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 盛开

Tel: (021) 23154510

Email: sk11787@haitong.com

证书: S0850519100002

分析师: 梁希

Tel: (021) 23219407

Email: lx11040@haitong.com

证书: S0850516070002

24Q3 户外流水提速, FILA 流水承压

投资要点:

- 24Q3 流水: 主品牌稳健, FILA 微降, 其他品牌环比提速。**24Q3 主品牌同比增长中单位数, 增速稳健 (24H1: 增长中单位数)。FILA 同比下降低单位数 (24H1: 增长高单位数), 为 22Q4 后首次季度流水同比下降, 判断线下潮牌、儿童业务承压。其他品牌 (Descente 及 Kolon) 同比增长 45-50% (23Q3: 40-45%, 24H1: 35-40%), 季度流水 24Q1 以来逐季环比提速, 有望持续受益高景气户外赛道。
- 主品牌国庆新开 300+ 店。**安踏布局垂类市场, 打破过去千店一面局面, 在重点城市开设多个新店型, 提升覆盖率, 满足细分消费人群市场。除形象不同外, 各店型提供专门定制产品, 提供独特消费体验。国庆期间安踏品牌于全国开业新店 300+ 家 (占 24H1 末店铺数 4.2%), 覆盖多数主要省市, 其中包含四种店型: 安踏奥运殿堂店、安踏作品集、安踏冠军、超级安踏。我们预测新店型较大货店效提升, 增量店铺结合店效提升将助力主品牌 Q4 流水增速。
- 多样化新店型瞄准细分市场。**安踏奥运殿堂店以奥运为主题, 提供殿堂级享受; 安踏作品集聚焦运动鞋, 分为黑标和白标店, 白标店为简约艺术风, 黑标店为未来感潮酷风格; 安踏冠军店聚焦专业户外运动, 采用高级简约的设计风格, 提供运动生活进阶体验; 超级安踏店针对大众市场, 定位多样化高性价比全品类运动卖场, 以红色为主色调, 具视觉冲击力。
- 100 亿港元回购计划有望提升回报、稳定股价。**公司宣布 8 月 27 日起 18 个月内回购不超过 100 亿港元的股份, 占市值 3.9% (10 月 14 日收盘价计), 回购计划旨在促进股东利益及公司中长期资本增值。截至 10 月 14 日, 公司已回购并注销 339.7 万股, 占已发行股份 0.12%, 回购均价 74.996 港元, 总 2.5 亿港元。
- 盈利预测与估值。**我们认为安踏作为领先的多品牌体育用品集团, 其竞争壁垒主要在于①稀缺优质多品牌资产, 占据多个高成长潜力赛道, ②成熟强大运营体系打造抗经济周期能力。我们持续看好多品牌增长势能, 我们预计公司 2024/2025 净利润为 137.65/139.93 亿元, 给予 2024 年 PE 估值区间 18-20X, 按照 1 港元=0.92 元兑换汇率, 对应合理价值区间 93.69-104.11 港元/股, 维持“优于大市”评级。**风险提示。**零售环境疲软, 新品牌收购整合不达预期, 店铺拓展进程放缓等。

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	53651	62356	68565	75831	83923
(+/-)YoY(%)	8.8%	16.2%	10.0%	10.6%	10.7%
净利润(百万元)	7590	10236	13549	13701	14696
(+/-)YoY(%)	-1.7%	34.9%	32.4%	1.1%	7.3%
全面摊薄 EPS(元)	2.80	3.61	4.79	4.84	5.19
毛利率(%)	60.2%	62.6%	62.7%	62.7%	62.7%
净资产收益率(%)	22.1%	19.9%	23.3%	21.1%	20.3%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 安踏体育可比公司估值表

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	净利润 (亿元)				PE (X)			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
李宁	2331.HK	447	17.30	31.9	32.3	36.0	40.3	12.9	12.7	11.4	10.2
Nike	NKE.N	1215	81.60	57.0	41.2	47.3	52.7	21.3	29.5	25.7	23.0
Adidas	ADS.DF	462	129.45	-0.8	6.5	13.5	19.0	-	71.1	34.2	24.3
Lululemon	LULU.O	355	286.76	15.5	17.6	18.9	20.6	22.9	20.2	18.8	17.2
平均								19.0	33.4	22.5	18.7

资料来源：Wind, Bloomberg, 海通证券研究所；

注：收盘价取 2024 年 10 月 14 日数据，Nike、Lululemon 货币单位为美元，Adidas 货币单位为欧元，李宁净利润货币单位为人民币、行情单位为港币，按照 1 港元=0.92 元兑换汇率，净利润来自 Bloomberg 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)					营业总收入	62356	68565	75831	83923
每股收益	3.61	4.79	4.84	5.19	营业成本	23328	25582	28293	31313
每股净资产	18.17	20.58	23.00	25.60	毛利率%	62.6%	62.7%	62.7%	62.7%
每股经营现金流	6.93	4.96	5.40	6.08	营业税金及附加	-	-	-	-
每股股利	1.81	2.39	2.42	2.60	营业税金率%	-	-	-	-
价值评估 (倍)					营业费用	21673	23792	26283	29088
P/E	25.29	19.09	18.87	17.60	营业费用率%	34.8%	34.7%	34.7%	34.7%
P/B	5.03	4.44	3.97	3.57	管理费用	3693	2674	2882	3189
P/S	4.15	3.77	3.41	3.08	管理费用率%	5.9%	3.9%	3.8%	3.8%
EV/EBITDA	13.72	13.54	13.19	11.65	EBIT	13858	17620	17731	19655
股息率%	2.2%	2.8%	2.9%	3.1%	财务费用	-949	-161	-188	-154
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.5%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
毛利率	62.6%	62.7%	62.7%	62.7%	资产减值损失	-	-	-	-
净利率	18.1%	21.5%	19.6%	19.0%	投资收益	-	-	-	-
净资产收益率	19.9%	23.3%	21.1%	20.3%	营业利润	14611	16677	18561	20488
资产回报率	11.1%	13.3%	12.3%	12.0%	营业外收支	1029	3212	1541	1075
投资回报率	14.1%	16.5%	15.1%	15.2%	利润总额	15640	19889	20103	21563
盈利增长 (%)					EBITDA	18845	18653	18648	20498
营业收入增长率	16.2%	10.0%	10.6%	10.7%	所得税	4363	5171	5227	5606
EBIT 增长率	72.8%	27.1%	0.6%	10.9%	有效所得税率%	27.9%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润增长率	34.9%	32.4%	1.1%	7.3%	少数股东损益	1041	1169	1175	1261
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	10236	13549	13701	14696
资产负债率	39.3%	37.1%	35.6%	34.1%					
流动比率	2.53	2.82	3.00	3.19	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
速动比率	2.12	2.35	2.57	2.76	货币资金	15228	20918	27568	34789
现金比率	0.74	0.95	1.14	1.33	应收款项	5575	5673	6755	6997
经营效率指标					存货	7210	8779	8904	9515
应收账款周转天数	19.37	19.37	19.37	19.37	其它流动资产	24127	26761	29418	32093
存货周转天数	121.14	112.50	112.50	105.88	流动资产合计	52140	62130	72645	83394
总资产周转率	0.77	0.71	0.71	0.72	长期股权投资	9283	9283	9283	9283
固定资产周转率	12.81	14.75	18.39	22.12	固定资产	4965	4332	3916	3672
					在建工程	-	-	-	-
					无形资产	8771	8771	8771	8771
					非流动资产合计	40088	39505	39139	38945
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	资产总计	92228	101635	111784	122339
净利润	10236	13549	13701	14696	短期借款	3996	3996	3996	3996
少数股东损益	1041	1169	1175	1261	应付账款	3195	3324	3886	4094
非现金支出	4987	1033	916	843	预收账款	-	-	-	-
非经营收益	2752	-215	-84	756	其它流动负债	13400	14734	16296	18035
营运资金变动	1659	-337	758	920	流动负债合计	20591	22055	24178	26125
经营活动现金流	19634	14029	15291	17215	长期借款	10948	10948	10948	10948
资产	-1321	-400	-500	-600	其它长期负债	4679	4679	4679	4679
投资	-23985	-2550	-2550	-2550	非流动负债合计	15627	15627	15627	15627
其他	-487	1833	1908	1453	负债总计	36218	37682	39805	41752
投资活动现金流	-25793	-1117	-1142	-1697	实收资本	2833	2829	2829	2829
债权募资	-2809	0	0	0	普通股股东权益	51460	58234	65085	72433
股权募资	10497	0	0	0	少数股东权益	4550	5719	6894	8155
其他	-4217	-7223	-7499	-8296	负债和所有者权益合计	92228	101635	111784	122339
融资活动现金流	3471	-7223	-7499	-8296					
现金净流量	-2150	5690	6650	7221					

备注：(1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 14 日；(2) 以上各表均为简表；(3) 预测股息率以 50% 分红率计算

资料来源：公司年报 (2023)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

盛开 纺织服装行业
梁希 纺织服装行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：歌力思,星徽股份,罗莱生活,安正时尚,伟星股份,起步股份,豪悦护理,滔搏,开润股份,地素时尚,七匹狼,宝胜国际,若羽臣,台华新材,跨境通,健盛集团,森马服饰,安踏体育,比音勒芬,太平鸟,海澜之家,特步国际

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。