

安踏体育(2020.HK)

上半年净利润同比增长 34%，库存管控成效初显

投资要点:

上半年净利润同比增长 34%: 安踏上半年收入同比增长约 14.2% 至 296.5 亿元。公司同期整体毛利率由 2022 上半年约 62.0% 提升至 63.3%。净利润同比增长约 34% 至 52.9 亿元，净利率改善至约 17.9%。

主品牌 DTC 转型持续，毛利率进一步改善: 安踏主品牌上半年持续深化 DTC 转型。截止 6 月底，安踏主品牌采用“直营+加盟”混合运营模式的 DTC 零售经营门店占比已达约 79.9%，包括直营门店和加盟店分别为 3,817 和 3,883 家。受到 DTC 模式转型、主动控货、库存清理等影响，安踏主品牌上半年收入同比仅增长约 6.1% 至约 141.7 亿元。其中，较高毛利率的 DTC 零售渠道收入同比增长约 21.8% 至约 80.9 亿元，收入占比进一步提升至约 57%，带动主品牌同期毛利率改善至约 55.8%。

FILA 品牌业绩超预期，利润率改善显著: FILA 品牌上半年持续推进“顶级商品、顶级品牌、顶级渠道”的战略落地，优化其销售网络，增强店效以及提升电商业务能力。受益于专业运动产品占比提升，FILA 品牌上半年收入由 2022 上半年约 107.8 亿元增长约 13.5% 至约 122.3 亿元，创半年度收入历史新高。FILA 品牌上半年利润率表现优于预期。除了同期毛利率由 2022 上半年约 68.6% 上升至 69.2% 之外，经营利润率更显著由 2022 上半年约 22.5% 上升 7.2 个百分点至 29.7%。

其他品牌表现强劲，经营利润率超 30%: 以迪桑特以及可隆品牌为主的其他品牌收入维持高速增长势头，由 2022 上半年约 18.3 亿元增长约 77.6% 至约 32.5 亿元。上半年毛利率由 2022 上半年约 72.4% 下降至 73.4%。受益于规模效应及经营效率提升，其他品牌经营利润由 2022 上半年约 3.95 亿元增长约 149.4% 至 9.85 亿元。同期经营利润率也因此由 2022 上半年约 21.6% 明显改善 8.7 个百分点至 30.3%。

库存管控成效初显，存货周转有所改善: 安踏上半年对库存管控已初显成效。截止 6 月底，公司存货金额由 2022 年底约 84.9 亿元下降 23.6% 至约 64.9 亿元，同时也令存货周转由 2022 年底 130 天改善至 124 天。

盈利预测与投资建议: 我们对安踏体育(2020.HK)未来财务数据的相关假设做出了修正，预期公司于 2023 财年、2024 财年和 2025 财年的净利润分别约为 114.7 亿元、136.9 亿元及 155.7 亿元，同比上升约 39.2%、19.3% 及 13.7%。根据现金流折现估值模型之测算，我们调整公司目标价至 116.1 港元，对应 2023 财年、2024 财年和 2025 财年之预测市盈率分别约 26.7 倍、22.4 倍和 19.7 倍。基于目标价较 8 月 25 日收市价 87.45 港元有约 32.8% 的上涨空间，因而维持公司“买入”评级。

财务摘要:

单位: 亿元人民币	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	355.1	493.3	536.5	615.2	695.7	777.7
毛利	206.5	304.0	323.2	381.1	434.6	490.4
经营利润	91.5	109.9	112.3	155.3	177.6	200.9
净利润	55.7	82.2	82.5	114.7	136.9	155.7

报告日期: 2023-08-28

业绩点评

投资评级:

买入

基本数据

所属板块	运动服饰
最新价	87.45 港元
市值	2,477.1 亿港元
52 周区间	67.85-125.3 港元
3 个月日均成交量	7.06 百万股
主要股东持股比例	52.53%

数据来源: Bloomberg、WIND、HKEX
注: 截止 2023 年 8 月 25 日

一年行情图



数据来源: Bloomberg

首次覆盖: 《“多品牌”、“全球化”策略持续推进, 长期高质量增长可期》-20230725

分析员

姓名: 高景东

中央编号: AYP093

电话: +852-2501 1037

电邮: tony.ko@ssif.com.hk

目录

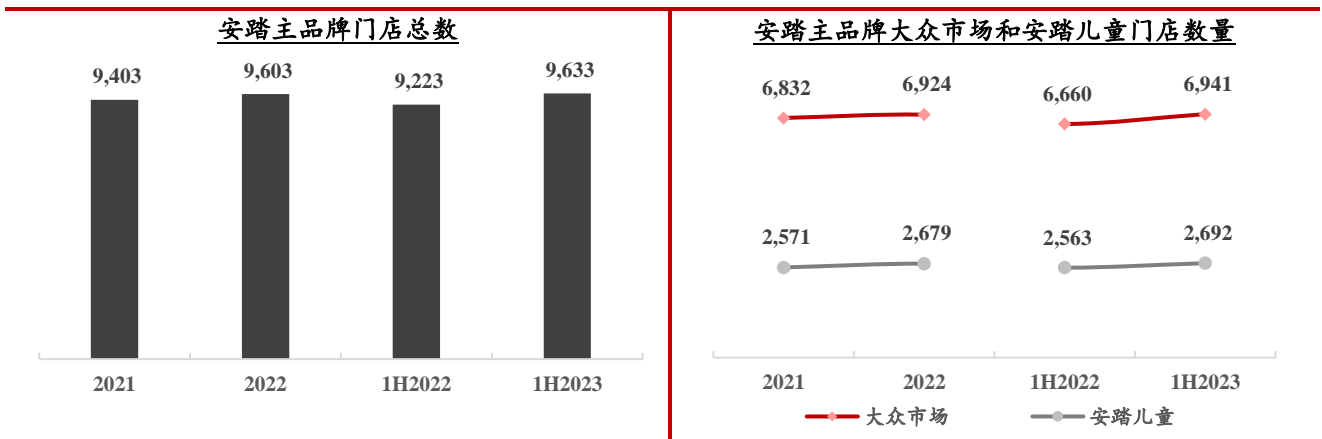
1.主品牌 DTC 转型持续，毛利率进一步改善	3
1.1 主品牌门店数量净增加 30 家至 9,633 家.....	3
1.2 主品牌 DTC 经营门店占比持续提升至近 80%	3
1.3 主品牌 DTC 收入占比升至约 57%，毛利率进一步改善	4
1.4 主品牌平均单店业绩表现持续改善	4
2.FILA 品牌业绩超预期，利润率改善显著	5
2.1FILA 品牌销售网络持续优化，收入增长约 13.5%	5
2.2FILA 品牌利润率以及平均店效改善显著	5
3.其他品牌表现强劲，经营利润率超 30%	6
3.1 迪桑特以及可隆品牌等收入增长近 78%	6
3.2 受益于规模效应及经营效率提升，经营利润率超 30%	6
4.AMER SPORTS 创下历史最佳半年度业绩	7
5.库存管控成效初显，存货周转有所改善	7
6.盈利预测与投资建议	8
7.投资风险	10
8.财务报表摘要	11

1. 主品牌 DTC 转型持续，毛利率进一步改善

1.1 主品牌门店数量净增加 30 家至 9,633 家

2023 上半年，安踏主品牌门店数量基本上维持扩张态势。截止 6 月底，安踏主品牌门店数量由 2022 年底的 9,603 家净增加 30 家至 9,633 家。其中，大众市场以及安踏儿童同期分别净增加 17 家以及 13 家至 6,941 家以及 2,692 家。

图表 1：安踏主品牌门店总数量以及大众市场、安踏儿童门店数量(家)展示图

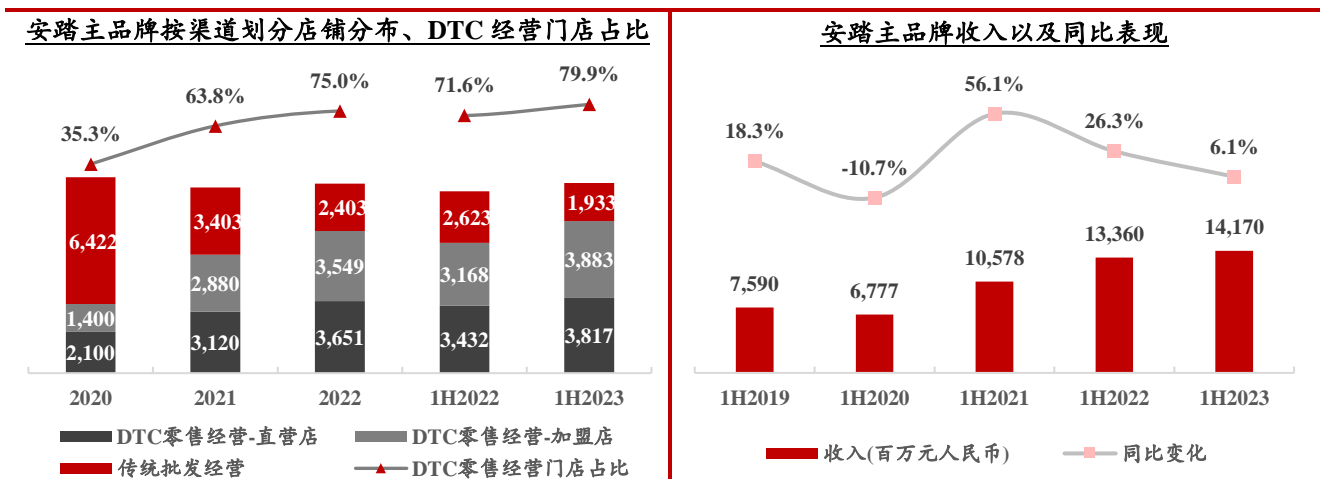


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

1.2 主品牌 DTC 经营门店占比持续提升至近 80%

安踏主品牌上半年持续深化 DTC 转型。截止 6 月底，安踏主品牌采用“直营+加盟”混合运营模式的 DTC 零售经营门店占比已达约 79.9%，其中包括直营门店和加盟店分别为 3,817 和 3,883 家。

图表 2：安踏主品牌按渠道划分之店铺分布、DTC 经营门店占比、收入以及同比表现



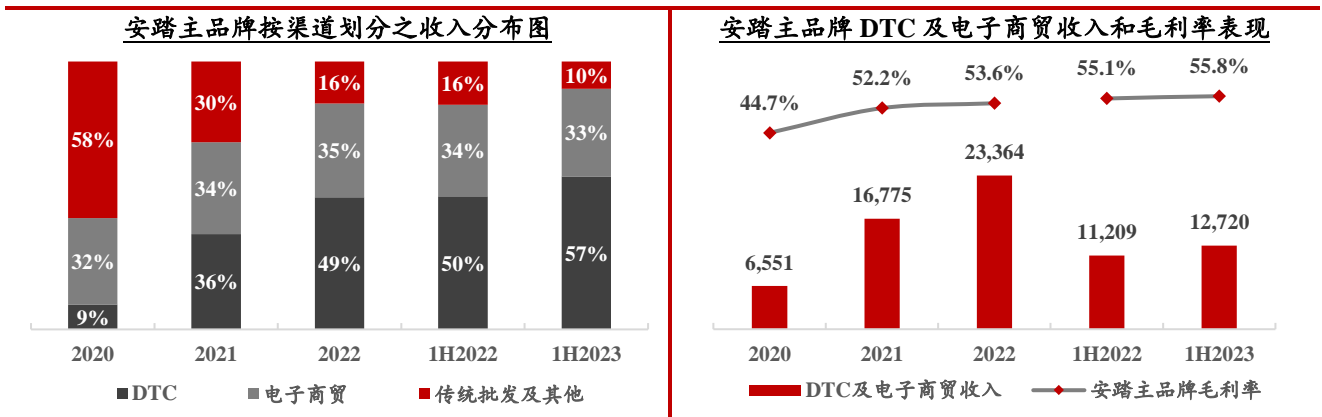
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

1.3 主品牌 DTC 收入占比升至约 57%，毛利率进一步改善

受到 DTC 模式转型、主动控货、库存清理等影响，安踏主品牌上半年收入同比仅增长约 6.1% 至约 141.7 亿元。

其中，较高毛利率的 DTC 零售渠道收入同比增长约 21.8% 至约 80.9 亿元，收入占比由 2022 上半年约 50% 上升至 57%，带动主品牌同期毛利率改善至约 55.8%。

图表 3：安踏主品牌按渠道划分之收入分布、DTC 及电子商贸收入(百万元人民币)和毛利率表现



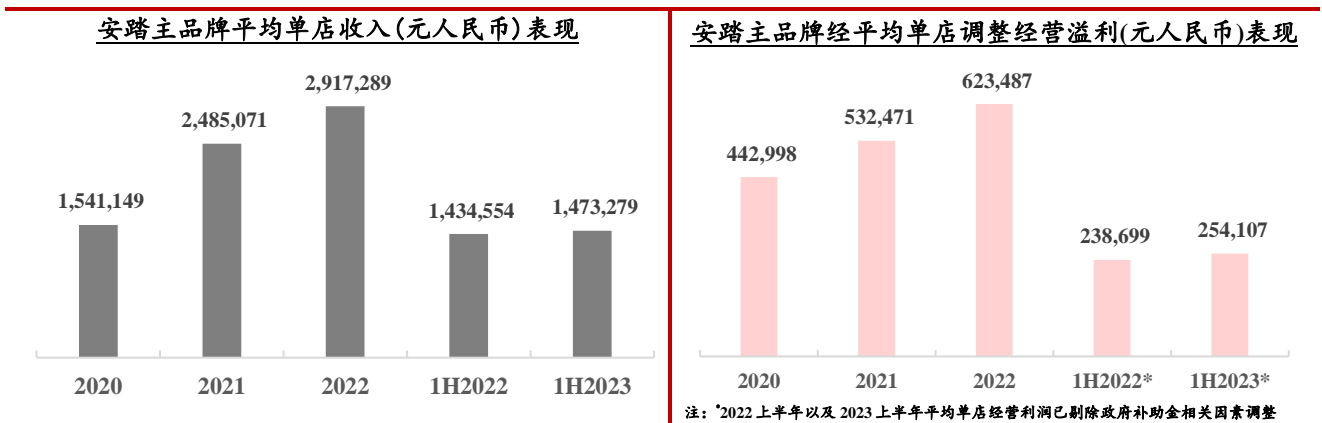
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

1.4 主品牌平均单店业绩表现持续改善

店效方面，安踏主品牌上半年店效持续改善，平均单店收入由 2022 上半年约 143.5 万元增长约 1.3% 至约 147.3 万元。

此外，同期平均单店经调整经营溢利则由 2022 上半年约 23.9 万元增长约 3.2% 至 25.4 万元。

图表 4：安踏主品牌平均单店收入以及经调整经营溢利表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

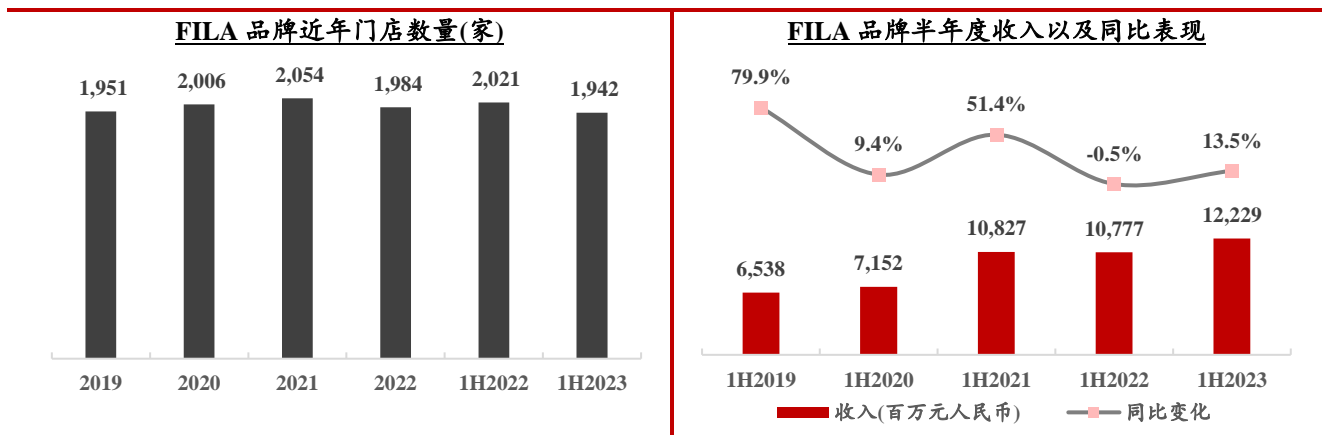
2. FILA 品牌业绩超预期，利润率改善显著

2.1 FILA 品牌销售网络持续优化，收入增长约 13.5%

2023 上半年，安踏旗下 FILA 品牌持续推进“顶级商品、顶级品牌、顶级渠道”的战略落地，优化其销售网络，增强店效以及提升电商业务能力。期内，FILA 品牌门店数量由 2022 年底的 1,984 家下降至 1,942 家。

受益于专业运动产品占比提升，FILA 品牌上半年收入由 2022 上半年约 107.8 亿元增长约 13.5% 至约 122.3 亿元，创半年度收入历史新高。

图表 5：FILA 品牌近年门店数量和 FILA 品牌半年度收入以及同比表现

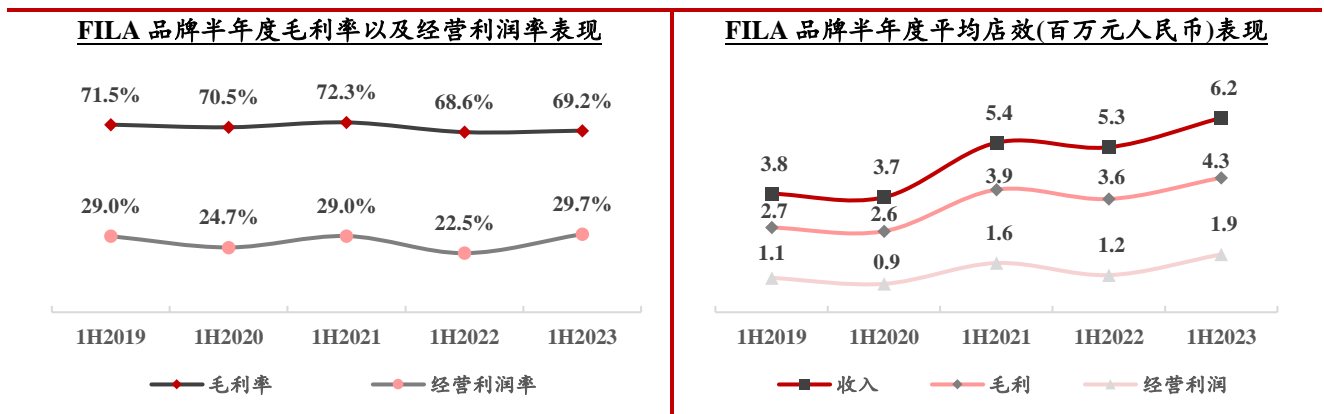


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2.2 FILA 品牌利润率以及平均店效改善显著

FILA 品牌上半年利润率表现优于预期。除了同期毛利率由 2022 上半年约 68.6% 上升至 69.2% 之外，经营利润率更显著由 2022 上半年约 22.5% 上升 7.2 个百分点至 29.7%。此外，FILA 品牌平均店效也有所改善，平均单店收入、毛利以及经营利润均录得明显增长。

图表 6：FILA 品牌半年度毛利率、经营利润率以及平均单店业绩表现



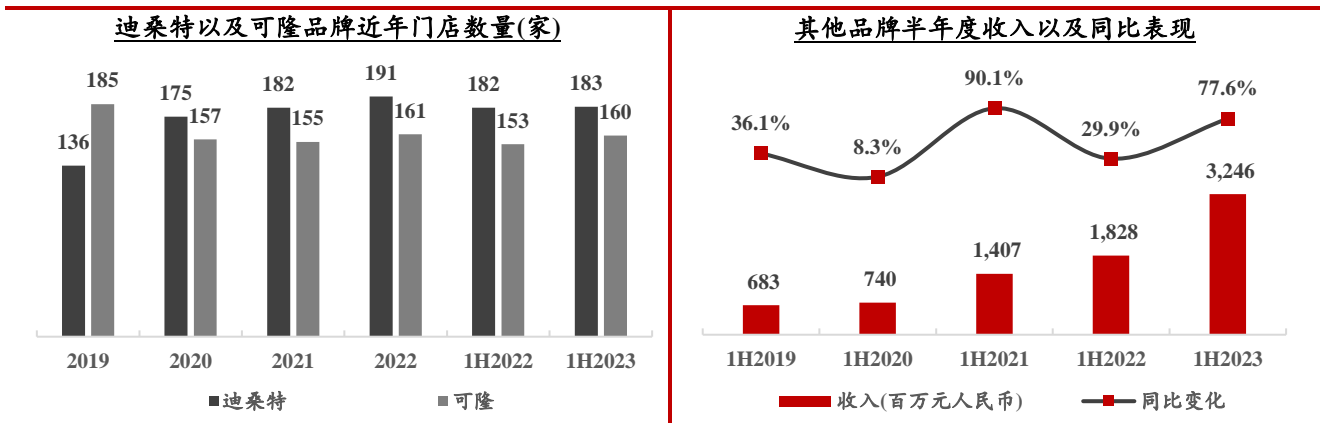
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

3. 其他品牌表现强劲，经营利润率超 30%

3.1 迪桑特以及可隆品牌等收入增长近 78%

2023 上半年，安踏旗下迪桑特以及可隆品牌也在优化销售网络，门店数量分别由 2022 年底的 191 家以及 161 家下降至 183 家以及 160 家。但是，其他品牌(以迪桑特以及可隆品牌为主)收入则维持高速增长势头，由 2022 上半年约 18.3 亿元增长约 77.6% 至约 32.5 亿元。

图表 7：迪桑特以及可隆品牌近年门店数量和其他品牌半年度收入以及同比表现



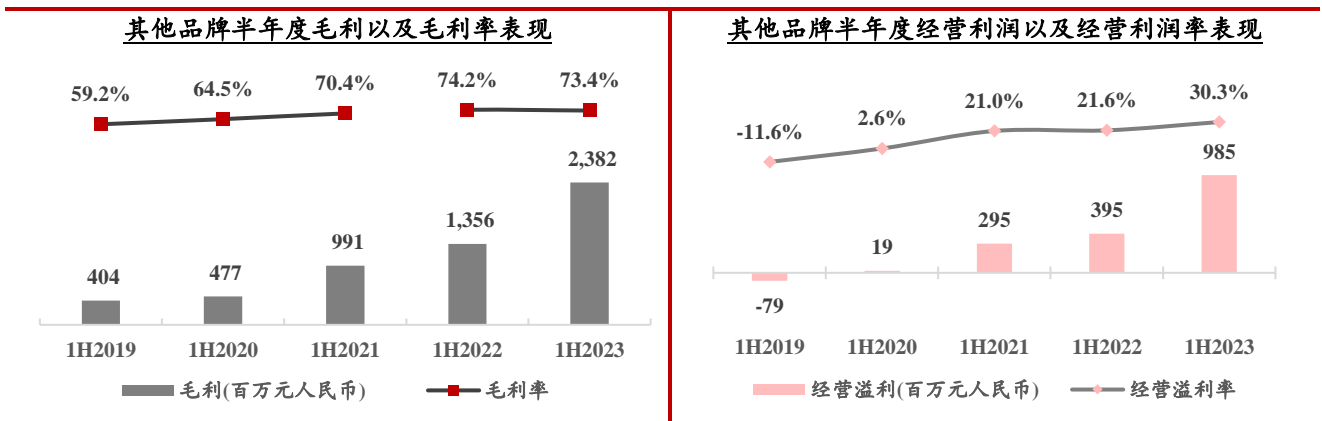
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

3.2 受益于规模效应及经营效率提升，经营利润率超 30%

其他品牌上半年毛利率由 2022 上半年约 72.4% 下降至 73.4%。

受益于规模效应及经营效率提升，其他品牌经营利润由 2022 上半年约 3.95 亿元增长约 149.4% 至 9.85 亿元。同期经营利润率也因此由 2022 上半年约 21.6% 明显改善 8.7 个百分点至 30.3%。

图表 8：其他品牌半年度毛利、经营利润以及相关利润率表现



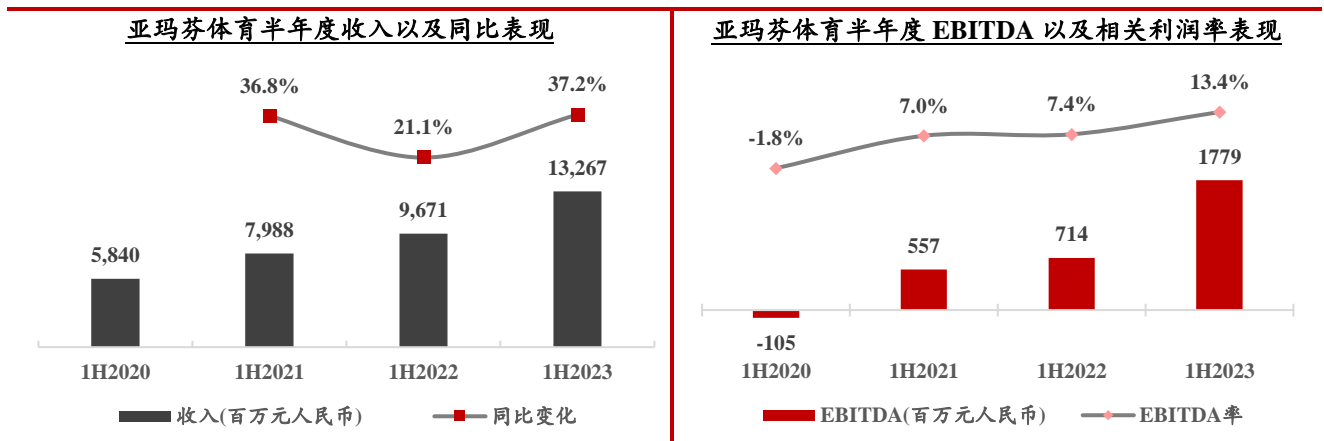
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

4. AMER SPORTS 创下历史最佳半年度业绩

安踏旗下 Amer Sports(亚玛芬体育)上半年创下历史最佳业绩, 收入同比增长约 37.2% 至约 132.7 亿元。

亚玛芬体育上半年经营效率也持续改善, EBITDA 由 2022 上半年约 7.14 亿元增长约 149.2% 至 17.79 亿元。同期 EBITDA 率也因此由 2022 上半年约 7.4% 明显改善至约 13.4%。

图表 9: 安踏旗下 AMER SPORTS(亚玛芬体育)半年度收入、EBITDA 以及相关利润率表现

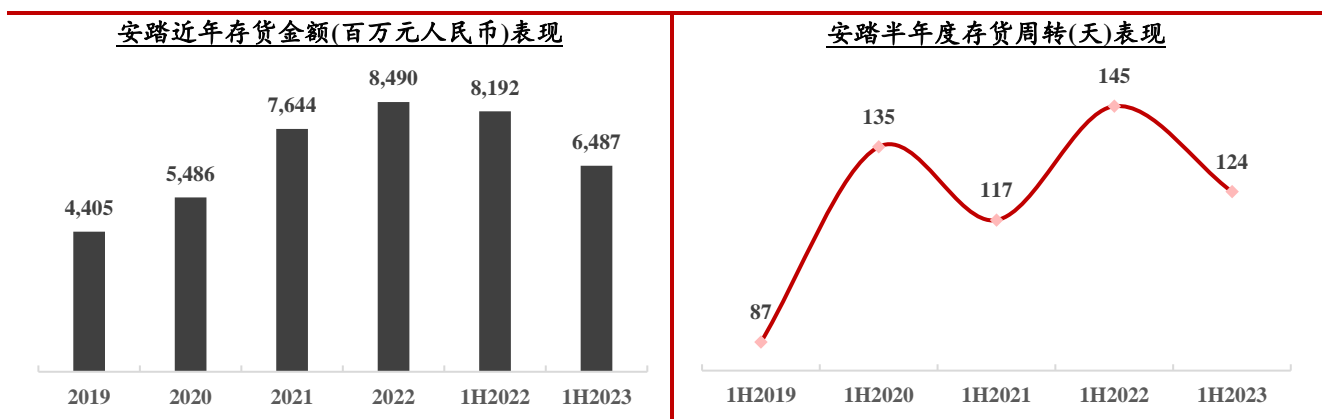


数据来源: 公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

5. 库存管控成效初显, 存货周转有所改善

安踏上半年对库存管控已初显成效。截止 6 月底, 公司存货金额由 2022 年底约 84.9 亿元下降约 23.6% 至约 64.9 亿元, 同时也令存货周转由 2022 年底 130 天改善至 124 天。

图表 10: 安踏存货金额和存货周转表现



数据来源: 公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

6. 盈利预测与投资建议

安踏体育现金流折现估值财务模型:

财务模型构架简介: 我们利用现金流折现估值财务模型为安踏体育进行估值, 并将财务模型预测分为三个阶段, 分别是第一阶段(2023-2025年): 高速增长期; 第二阶段(2026-2035年): 中等增长期; 以及第三阶段(2035年以后): 平稳增长期。

第一阶段(2023-2025年)收入预测及主要明细假设:

图表 11: 安踏体育主要指标表现和预测

门店数量(家)	2022	2023E	2024E	2025E
安踏主品牌	9,603	9,933	10,183	10,403
大众市场	6,924	7,074	7,174	7,274
安踏儿童	2,679	2,859	3,009	3,129
FILA品牌	1,984	1,988	2,008	2,028
其他品牌	352	358	373	388
迪桑特	191	193	198	203
可隆	161	165	175	185
收入表现(百万元人民币)	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	53,651	61,515	69,569	77,770
同比增长	8.8%	14.7%	13.1%	11.8%
安踏主品牌收入	27,723	30,545	33,808	36,929
同比增长	15.5%	10.2%	10.7%	9.2%
FILA品牌收入	21,523	24,823	27,508	30,066
同比增长	-1.4%	15.3%	10.8%	9.3%
其他品牌收入	4,405	6,147	8,254	10,775
同比增长	26.1%	39.6%	34.3%	30.5%
毛利率表现	2022	2023E	2024E	2025E
整体毛利率	60.2%	62.0%	62.5%	63.1%
安踏主品牌毛利率	53.6%	54.3%	54.5%	54.8%
FILA品牌毛利率	66.4%	69.0%	69.5%	70.0%
其他品牌毛利率	71.8%	71.5%	71.7%	72.0%
净利润表现(百万元人民币)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润总额	8,245	11,474	13,690	15,570
同比增长	0.3%	39.2%	19.3%	13.7%
净利润率	15.4%	18.7%	19.7%	20.0%

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理

(1) 安踏主品牌: 安踏主品牌 2023 年下半年将持续深化 DTC 转型, 主要以提升单店营运效率以及盈利能力为主, 预计安踏大货以及儿童 2023-2025 年各自每年净新开 100-200 家门店, 单店收入将在产品升级, 整体营运效率提升等拉动下延续上升趋势。

此外, 公司早前已与美国篮球球星 Kyrie Irving 正式签约, 双方将开启全新的商业合作模式, 打造专属个人产品线。预计首款专属球鞋将于今年年底或 2024 年首季度发布, 完整的全系列产品线也将同步上市, 叠加公司近期增添多名优秀设计师, 预期相关因素将驱动安踏主品牌篮球品类未来销售增长。

预期安踏主品牌收入将由 2022 年约 277 亿元上升至 2025 年约 369 亿元, 2023-2025 年期间年复合增长率约为 10.0%。

受益于 DTC 转型下自营门店比例持续提升、库存管理优化、品牌升级等，预期主品牌毛利率将由 2022 年 53.6% 持续改善至 2025 年约 54.8%。

(2) FILA 品牌：安踏旗下 FILA 品牌 2023 上半年业绩表现优于我们原先预期，利润率改善尤其显著。预期下半年将持续推进“顶级商品、顶级品牌、顶级渠道”的战略落地，以优化其销售网络以及拓宽运动属性产品线等为主。预期 FILA 品牌 2023-2025 年门店数量大致维持在 2,000 家左右，并持续针对店铺位置、店铺面积等调整以及优化。

叠加线上新兴渠道拓展持续带动销售增长，预期 FILA 品牌收入将由 2022 年约 215 亿元上升至 2025 年约 300 亿元，2023-2025 年期间年复合增长率约 10.2%。

受益于产品升级、渠道及库存管理优化等因素，2023 上半年毛利率表现优于我们原先预期，因此向上修正 FILA 品牌毛利率将由 2022 年约 66.4% 持续改善至 2025 年约 70.0%。

(3) 迪桑特及可隆品牌：安踏旗下迪桑特及可隆品牌将持续受益于冰雪运动以及户外运动人群渗透率提升等，预期两品牌门店数量分别由 2022 年 191 家及 161 家上升至 2025 年 203 及 185 家。

预期其他品牌(包括迪桑特及可隆品牌)收入将由 2022 年约 44 亿元上升至 2025 年约 108 亿元，2023-2025 年期间年复合增长率约为 32.4%。预期其他品牌毛利率将由 2022 年约 71.8% 反复改善至 2025 年约 72.0%。

(4) 净利润率：基于安踏集团上半年净利润率有所改善，预期 2023 年全年净利润率将由 2022 年约 15.4% 上升至约 18.7%。随后，其净利润率将在 2024-2025 年分别进一步上升至约 19.7% 和 20.0%。

第二阶段(2026-2035 年)自由现金流增长率：根据《体育强国建设纲要》所提及的要求，到 2035 年，我国全民健身更亲民、更便利、更普及，经常参加体育锻炼人数比例达到 45% 以上，人均体育场地面积达到 2.5 平方米，将有利体育服饰龙头企业未来业务发展前景，叠加对安踏持续落实“单聚焦、多品牌、全球化”的新十年战略驱动业务持续增长的考虑，预期安踏体育自由现金流在同期年复合增长率将达约 8%。

第三阶段(2035 年后)自由现金流增长率：公司在 2035 年后将处于长期业务增长期，每年自由现金流将以约 3% 增长，接近已发达国家的长期经济增长率。

其他重要数据：(i) 公司融资结构不会出现明显改变；(ii) 无风险利率：约 2.6%；(iii) WACC：约 9.4%。

结论：

我们对安踏体育(2020.HK)未来财务数据的相关假设做出了修正，预期公司于 2023 财年、2024 财年和 2025 财年的净利润分别约为 114.7 亿元、136.9 亿元及 155.7 亿元，同比上升约 39.2%、19.3% 及 13.7%。

根据现金流折现估值模型之测算，我们调整公司目标价至 116.1 港元，对应 2023 财年、2024 财年和 2025 财年之预测市盈率分别约 26.7 倍、22.4 倍和 19.7 倍。基于目标价较 8 月 25 日收市价 87.45 港元有约 32.8% 的上涨空间，因而维持公司“买入”评级。

图表 12: 同业比较

公司名称	估值表现							2022年业绩表现		
	总市值 (亿港元)	市盈率 PE(TTM) (倍)	市销率 PS(TTM) (倍)	3年平均 PE(TTM) (倍)	3年平均 PS(TTM) (倍)	2023年 预测PE (倍)	2023年 预测PEG	收入同比增长率 (%)	毛利率 (%)	盈利率 (%)
安踏体育(2020.HK)	2,477.1	26.1	4.0	41.8	6.2	20.1	0.5	8.9	60.2	15.4
李宁公司(2331.HK)	978.0	22.6	3.3	53.3	7.3	19.7	1.7	14.8	48.4	15.6
特步国际(1368.HK)	206.6	19.1	1.4	26.6	2.0	16.5	0.7	29.1	40.9	7.0
361度(1361.HK)	82.7	8.5	1.0	10.1	1.0	8.2	0.3	17.6	40.5	11.5

注: (1)市场数据是2023年8月25日收市价; (2)安踏体育2023年预测PE和预测PEG数据由山证国际预测; (3)其他公司预测是由WIND统计一致预期

数据来源: WIND、公司公告、山证国际研究部整理

7. 风险因素

- (1) 业务经营表现不及预期;
- (2) 其他系统风险等。

投资评级定义

买入	预期股价在未来 12 个月上升 15% 以上
持有	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15% 以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 15% 以上

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其联系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。本档尚未经证监会审核。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；
- 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

山证国际

香港金钟夏慝道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>