

安踏体育(2020.HK)

三季度零售流水延续良好增长态势，期待四季度在低基数下增长提速

投资要点：

三季度零售流水延续良好增长态势：安踏主品牌、FILA 品牌以及其他品牌零售流水分别同比录得高单位数、10-20%低段以及 45-50%增长。公司仍保持全年安踏主品牌、FILA 零售流水双位数增长，户外品牌零售流水 40%增长目标。预期四季度安踏旗下各品牌零售流水增长在去年疫情影响而形成的低基数下或将提速。

主品牌线下零售流水增长快于线上，折扣以及库存保持合理水平：安踏主品牌三季度零售流水同比录得高单位数增长，公司在投资者电话会议上表示 7 至 9 月零售流水表现逐月有所改善。安踏成人以及安踏儿童线下零售流水录得高单位数增长，线上则录得低单位数增长。此外，主品牌整体折扣以及库存保持合理水平，库销比控制在 5 倍左右，零售折扣则为 72 折(2022 年同期：74 折)。

FILA 品牌线上表现较好，零售折扣有所改善：FILA 成人、FILA 儿童、FILA Fusion 线下零售流水均录得高单位数增长，线上则均录得中单位数增长。FILA 品牌整体库销比处于 5 倍水平，零售折扣为 76 折(2022 年同期：74 折)。

其他品牌表现依旧强劲，可隆品牌零售流水增长 65%-70%：以迪桑特以及可隆品牌为主的其他品牌零售流水维持高速增长势头。其中，迪桑特品牌零售流水同比增长 40%-45%，可隆品牌则同比增长 65%-70%。

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，我们维持公司目标价至 116.3 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 10 月 12 日收市价 91.5 港元有约 27.1%的上涨空间，因而维持公司“买入”评级。

风险提示：(1)业务经营表现不及预期；(2)其他系统风险等。

零售流水季度数据：

季度	安踏主品牌	FILA品牌	其他品牌
1Q2020	20-25%负增长	中单位数负增长	高单位数负增长
2Q2020	低单位数负增长	10-20%低段正增长	25-30%正增长
3Q2020	低单位数正增长	20-25%正增长	50-55%正增长
4Q2020	低单位数正增长	25-30%正增长	55-60%正增长
1Q2021	40-45%正增长	75-80%正增长	115-120%正增长
2Q2021	35-40%正增长	35-40%正增长	70-75%正增长
3Q2021	10-20%低段正增长	中单位数正增长	35-40%正增长
4Q2021	10-20%中段正增长	高单位数正增长	30-35%正增长
1Q2022	10-20%高段正增长	中单位数正增长	40-45%正增长
2Q2022	中单位数负增长	高单位数负增长	20-25%正增长
3Q2022	中单位数正增长	10-20%低段正增长	40-45%正增长
4Q2022	高单位数负增长	10-20%低段正增长	10-20%低段正增长
1Q2023	中单位数正增长	高单位数正增长	75-80%正增长
2Q2023	高单位数正增长	10-20%高段正增长	70-75%正增长
3Q2023	高单位数正增长	10-20%低段正增长	45-50%正增长

报告日期：2023-10-13

业绩点评

投资评级：

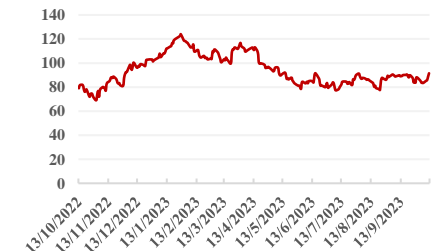
买入

基本数据

所属板块	运动服饰
最新价	91.5 港元
市值	2,591.9 亿港元
52 周区间	67.85-125.3 港元
3 个月日均成交量	6.29 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 10 月 12 日

一年行情图



数据来源：Bloomberg

业绩更新：《上半年净利润同比增长 34%，库存管控成效初显》-20230828

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

财务报表摘要

损益表						资产负债表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	49,328	53,651	61,515	69,569	77,770	非流动资产					
同比变化%	38.9%	8.8%	14.7%	13.1%	11.8%	物业、机器及设备	2,853	3,716	4,852	6,091	7,462
销售成本	(18,924)	(21,333)	(23,406)	(26,108)	(28,729)	无形资产	1,531	1,480	1,425	1,367	1,308
毛利	30,404	32,318	38,109	43,461	49,041	其他非流动资产	18,382	21,403	26,041	26,824	28,509
毛利率	61.6%	60.2%	62.0%	62.5%	63.1%		22,766	26,599	32,317	34,282	37,279
经销开支	(17,753)	(19,629)	(20,334)	(23,026)	(25,807)	流动资产					
行政开支	(2,928)	(3,587)	(4,183)	(4,870)	(5,599)	存货	7,644	8,490	7,542	10,198	8,614
其他收入及其他收益-净额	1,266	2,128	1,940	2,194	2,453	应收贸易款项及应收票据	3,296	2,978	5,786	3,744	7,761
经营利润	10,989	11,230	15,532	17,759	20,087	现金及等同现金项目	17,592	17,378	36,907	47,554	58,255
经营利润率	22.3%	20.9%	25.2%	25.5%	25.8%	其他流动资产	11,370	13,750	13,750	13,750	13,750
财务成本净额	332	97	102	102	102		39,902	42,596	63,985	75,246	88,381
应占共同控制实体损益	(81)	28	(335)	392	571	总资产	62,668	69,195	96,302	109,528	125,660
除税前溢利	11,240	11,355	15,299	18,253	20,760	流动负债					
所得税开支	(3,021)	(3,110)	(3,825)	(4,563)	(5,190)	应付贸易款项及应付票据	3,146	2,750	3,919	3,663	4,208
净利润	8,219	8,245	11,474	13,690	15,570	短期借款	1,748	12,198	12,198	12,198	12,198
股东应占净利润	7,720	7,590	10,556	12,594	14,325	其他流动负债	11,049	11,259	17,315	20,362	23,917
同比变化	47.6%	-1.7%	39.1%	19.3%	13.7%		15,943	26,207	33,432	36,223	40,323
股东应占净利润率	15.7%	14.1%	17.2%	18.1%	18.4%	非流动负债					
非控股股东应占净利润	499	655	918	1,095	1,246	长期借款	11,425	492	492	492	492
股息	(3,524)	(2,919)	(4,062)	(4,846)	(5,512)	其他非流动负债	3,637	4,657	5,941	6,437	7,165
派息比率	-42.9%	-35.4%	-35.4%	-35.4%	-35.4%		15,062	5,149	6,433	6,929	7,657
						权益					
						公司拥有人应占权益	28,923	34,400	52,080	60,924	70,982
						非控股权益	2,740	3,439	4,357	5,452	6,698
						权益总额	31,663	37,839	56,437	66,376	77,680
						负债及权益总额	62,668	69,195	96,302	109,528	125,660
						主要财务比率					
							2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						盈利能力					
						毛利率	61.6%	60.2%	62.0%	62.5%	63.1%
						净利润率	16.7%	15.4%	18.7%	19.7%	20.0%
						ROE	28.6%	23.7%	24.3%	22.3%	21.6%
						营运表现					
						经销开支/收入	-36.0%	-36.6%	-33.1%	-33.1%	-33.2%
						行政开支/收入	-5.9%	-6.7%	-6.8%	-7.0%	-7.2%
						有效税率	-26.9%	-27.4%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
						存货周转天数	127	130	125	124	120
						应收款项周转天数	26	27	26	25	27
						应付款项周转天数	53	55	52	53	50
						现金周转天数	100	102	99	96	97
						财务状况					
						流动比率	250%	163%	191%	208%	219%
						速动比率	202%	130%	169%	180%	198%
						总负债/总权益	98%	83%	71%	65%	62%
						资产周转率	132%	81%	74%	68%	66%

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理和预测

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

香港金钟夏愨道 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>