

安踏体育 (02020.HK)

23Q4 流水增长健康向好, Amer 申请美股上市  
买入 (维持)

2024年01月07日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

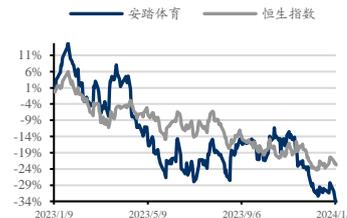
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	53,651.00	62,674.70	72,513.14	83,877.30
同比	9%	17%	16%	16%
归属母公司净利润(百万元)	7,590.00	9,783.88	11,398.51	13,443.31
同比	-2%	29%	16%	18%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	2.68	3.45	4.02	4.75
P/E(现价最新股本摊薄)	23.82	18.48	15.86	13.45

关键词: #业绩符合预期 #兼并重组

投资要点

- 公司1月5日发布以下两个公告: 1) 23Q4及23年全年流水: 23Q4安踏品牌、FILA、其他品牌流水分别同比增长10-20%高段、25-30%、55-60%, 23年全年流水分别同比增长高单位数、10-20%高段、60-65%。2) 合营公司附属子公司提交美股上市申请: 美国时间1月4日合营公司AS Holding的非全资附属子公司Amer Sports提交美股上市申请。
- 安踏品牌: Q4如期反弹, 经营质量向好, 全年流水增长接近指引。1) 流水方面, 23Q4大货/儿童流水分别同比增长高双位数/20~25%。线下表现仍好于电商, 电商同比增长中单位数、较Q3有所提速。2) 库存方面, 截至23Q4末库销比5个月以内, 环比同比均有改善, 整体运营质量健康。3) 折扣方面, 零售折扣23Q4同比加深幅度小于23Q3, 线下、线上折扣分别同比加深约1pct、2pct。4) 全年来看, 安踏品牌流水同比增长高单位数、预计接近于公司23年3月给出的双位数增长指引。
- FILA: 折扣改善, 流水增长达到预期。1) 流水方面, 23Q4大货/儿童/潮牌流水分别同比增长30-35%/25-30%/低双位数, 大货增速较高主因基数较低、潮牌增速较低主因品牌重塑影响; 23Q4线下基数低、反弹幅度较大, 线上流水同比增中双位数。2) 库存方面, 截至23Q4末库销比小于5个月、环比改善。3) 折扣方面, 线下折扣7.6折, 零售折扣23Q4环比和同比均有改善。4) 全年来看, FILA全年流水增长10-20%高段、达成双位数增长指引。
- 其他品牌: 持续强劲, 增长超预期。23Q4迪桑特/可隆流水分别同比增长50-55%/65-70%, 我们认为仍持续受益于户外渗透率的提升。全年看其他品牌流水增长达到60-65%、远高于40%以上指引(年初指引为25-30%、Q3上调为40%+)。
- Amer Sports提交上市申请, 未来有望贡献持续增长业绩。美国时间1月4日合营公司AS Holding的非全资附属子公司Amer Sports提交美股上市申请。Amer Sports为全球运动户外集团, 旗下有始祖鸟、萨洛蒙、威尔胜、Atomic和Peak Performance等品牌, 2023年前三季度收入30.53亿美元/yoy+29.9%、净亏损1.14亿美元, 我们预计23年全年Amer Sports对安踏体育业绩有小幅拖累。若成功上市, 财务费用有望减轻、旗下品牌有望进一步快速发展。截至23Q3Amer Sports承担关联方贷款合计约40亿美元, 其中约26亿美元债务(JVCo Loan 1 & Co-Invest Loan 1)将在公司上市后转为权益、14亿美元债务(JVCo Loan 2 & Co-Invest Loan 2)将在上市后偿还, 由此将大幅减轻财务费用。叠加上市后旗下品牌有望进一步快速发展, 安踏体育业绩有望持续受益。
- 盈利预测与投资评级: 公司为全球体育服饰龙头, 23年旗下各品牌流水在消费复苏偏弱环境下表现良好, 尤其是FILA和其他品牌恢复势头较好。同时Amer Sports若上市成功有望降低财务费用、长期贡献持续增长业绩。公司在23年10月投资者会上宣布23-26年安踏品牌/FILA/迪桑特/可隆流水复合增速目标为10~15%/10~15%/20~25%/30~35%, 我们看好公司多品牌管理能力将引领各品牌群达成经营目标, 维持23-25年归母净利润97.84/113.99/134.43亿元的预测、对应PE18/16/13X, 目前估值处于历史较低水平, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 居民消费信心恢复较慢、竞争加剧、疫情反复。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	70.15
一年最低/最高价	68.00/125.30
市净率(倍)	4.08
港股流通市值(亿港元)	198,708.54

基础数据

每股净资产(港元)	17.19
资产负债率(%)	36.90
总股本(百万股)	2,832.62
流通股本(百万股)	2,832.62

相关研究

- 《安踏体育(02020.HK.): 23Q3流水点评: 流水按月环比改善, 备货致库存略增、预计Q4改善》  
2023-10-13
- 《安踏体育(02020.HK.): 23H1业绩点评: 经营质量改善, 利润率提升超预期》  
2023-08-23

表1: 2020Q-2023Q4 公司各品牌群流水增速 (除注明负增长外, 其余默认正增长)

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020 年
安踏品牌	20-25%负增长	低单位数	低单位数	低单位数	中单位数负增长
FILA	中单位数负增长	10-20%	20-25%	25-30%	中双位数
其他品牌	高单位数负增长	25-30%	50-55%	55-60%	35-40%
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021 年
安踏品牌	40-45%	35-40%	10%-20%低段	10-20%中段	25-30%
FILA	75-80%	30-35%	中单位数	高单位数	25-30%
其他品牌	115-120%	70-75%	35-40%	50-55%	40-45%
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022 年
安踏品牌	10-20%高段	中单位数负增长	中单位数	高单位数负增长	低单位数
FILA	中单位数	高单位数负增长	10-20%低段	10-20%低段负增长	低单位数负增长
其他品牌	40-45%	20-25%	40-45%	10-20%低段	20-25%
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023 年
安踏品牌	中单位数	高单位数	高单位数	10-20%高段	高单位数
FILA	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%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 安踏体育三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>42,596.00</b>	<b>57,610.63</b>	<b>71,414.19</b>	<b>89,528.26</b>	<b>营业总收入</b>	<b>53,651.00</b>	<b>62,674.70</b>	<b>72,513.14</b>	<b>83,877.30</b>
现金及现金等价物	17,378.00	27,715.14	38,970.63	52,467.72	营业成本	21,333.00	24,280.07	28,014.97	32,278.30
应收账款及票据	2,978.00	3,985.86	4,071.16	5,248.54	销售费用	19,629.00	22,562.89	26,104.73	30,195.83
存货	8,490.00	8,852.91	9,823.74	11,695.13	管理费用	3,587.00	4,073.86	4,713.35	5,452.02
其他流动资产	13,750.00	17,056.74	18,548.66	20,116.86	研发费用	1,279.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>26,599.00</b>	<b>25,332.60</b>	<b>25,206.12</b>	<b>25,177.58</b>	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4,774.00	5,041.80	5,229.26	5,360.48	<b>经营利润</b>	<b>7,823.00</b>	<b>11,757.89</b>	<b>13,680.09</b>	<b>15,951.15</b>
商誉及无形资产	8,114.00	7,379.80	6,865.86	6,506.10	利息收入	609.00	695.12	1,108.61	1,558.83
长期投资	9,343.00	9,343.00	9,343.00	9,343.00	利息支出	511.00	510.06	510.06	510.06
其他长期投资	1,065.00	1,265.00	1,465.00	1,665.00	其他收益	1,959.00	2,413.14	2,463.14	2,763.14
其他非流动资产	3,303.00	2,303.00	2,303.00	2,303.00	<b>利润总额</b>	<b>11,355.00</b>	<b>14,456.09</b>	<b>16,841.77</b>	<b>19,863.05</b>
<b>资产总计</b>	<b>69,195.00</b>	<b>82,943.23</b>	<b>96,620.31</b>	<b>114,705.84</b>	所得税	3,110.00	4,047.70	4,715.70	5,561.66
<b>流动负债</b>	<b>26,207.00</b>	<b>29,546.85</b>	<b>31,097.85</b>	<b>34,881.98</b>	<b>净利润</b>	<b>8,245.00</b>	<b>10,408.38</b>	<b>12,126.08</b>	<b>14,301.40</b>
短期借款	12,198.00	12,198.00	12,198.00	12,198.00	少数股东损益	655.00	624.50	727.56	858.08
应付账款及票据	2,750.00	4,187.16	3,817.11	5,405.26	<b>归属母公司净利润</b>	<b>7,590.00</b>	<b>9,783.88</b>	<b>11,398.51</b>	<b>13,443.31</b>
其他	11,259.00	13,161.69	15,082.73	17,278.72	EBIT	8,019.00	11,857.89	13,780.09	16,051.15
<b>非流动负债</b>	<b>5,149.00</b>	<b>5,149.00</b>	<b>5,149.00</b>	<b>5,149.00</b>	EBITDA	12,483.00	16,324.29	18,106.57	20,279.68
长期借款	492.00	492.00	492.00	492.00					
其他	4,657.00	4,657.00	4,657.00	4,657.00					
<b>负债合计</b>	<b>31,356.00</b>	<b>34,695.85</b>	<b>36,246.85</b>	<b>40,030.98</b>					
股本	262.00	262.00	262.00	262.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	3,439.00	4,063.50	4,791.07	5,649.15	每股收益(元)	2.68	3.45	4.02	4.75
归属母公司股东权益	34,400.00	44,183.88	55,582.39	69,025.71	每股净资产(元)	13.94	17.03	21.31	26.36
<b>负债和股东权益</b>	<b>69,195.00</b>	<b>82,943.23</b>	<b>96,620.31</b>	<b>114,705.84</b>	发行在外股份(百万股)	2,832.62	2,832.62	2,832.62	2,832.62
					ROIC(%)	12.21	15.32	14.81	14.41
					ROE(%)	22.06	22.14	20.51	19.48
					毛利率(%)	60.24	61.26	61.37	61.52
					销售净利率(%)	14.15	15.61	15.72	16.03
					资产负债率(%)	45.32	41.83	37.51	34.90
					收入增长率(%)	8.92	16.58	15.67	15.65
					净利润增长率(%)	(1.68)	28.90	16.50	17.94
					P/E	23.82	18.48	15.86	13.45
					P/B	4.58	3.75	3.00	2.42
					EV/EBITDA	19.86	10.16	8.54	6.96

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年1月6日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>