

安踏体育 (02020.HK)

四季度稳健高质量增长，亚玛芬递交上市招股书

买入

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn 执证编码: S0980520040004
证券分析师: 关竣尹 0755-81982834 guanjunyin@guosen.com.cn 执证编码: S0980523110002

事项:

1月5日,公司公告四季度和全年零售表现,2023四季度,安踏主品牌录得高双位数正增长,FILA录得25-30%正增长,其他品牌录得55-60%正增长;2023全年,安踏主品牌录得高单位数正增长,FILA录得高双位数正增长,其他品牌录得60-65%正增长。

1月4日,公司公告,集团合营公司AS Holding之非全资附属公司Amer Sports(亚玛芬集团),已于2024年1月4日(美国时间)就其拟首次公开招股并将Amer Sports的普通股于纽约证券交易所上市事宜向美国证券交易委员会提交一份注册声明。

国信纺服观点:

- 2023 四季度及全年:** 四季度流水低基数上提速,安踏主品牌接近年初目标,FILA和其他品牌超额达成全年目标,库存及折扣水平较健康;
- Amer Sports:** 向纽交所递交招股书,从财务及经营数据看,收入及经调整EBITDA增长较快,大中华区、DTC、始祖鸟引领增长;若AMER成功上市,有利于利息费用减少及财务数据透明化;
- 风险提示:** 疫情反复冲击消费需求;原材料价格上涨;品牌形象受损;市场的系统性风险。
- 投资建议:** 四季度继续稳健高质量增长,看好主品牌势能升级和多品牌矩阵的成长潜力。2023年安踏主品牌增长基本接近年初目标,FILA和其他品牌表现好于预期,集团维持健康库存和折扣,全年业绩确定性较强。展望2024年,在安踏主品牌球星效应、产品矩阵渠道升级和多品牌孵化发力的支持下,集团有望继续保持行业领先的成长性,同时若Amer成功上市,融资缓解财务成本压力将显著增厚业绩。中长期,安踏集团凭借在中国市场多层级的品牌矩阵和全球市场多品牌的布局,有望持续增强在全球运动市场的竞争力。考虑到2023年集团品牌高质量的增长和2024年Amer上市后对业绩的增厚效果,我们小幅上调盈利预测,预计2023~2025年归母净利润分别为97.8/116.9/133.8亿元(原为97.6/115.2/131.4亿元),同比增长28.8%/19.6%/14.5%。由于行业可比估值的下降,我们下调公司合理估值区间至99.8-104.4港元(原为123-127港元),对应2024PE 22-23X,当前公司估值性价比高,看好未来业绩兑现提振市场信心,维持“买入”评级。

评论:

◆ 2023 四季度及全年: 四季度流水低基数上提速,安踏主品牌接近年初目标,FILA和其他品牌超额达成全年目标,库存及折扣水平较健康

1、安踏四季度流水增长高双位数,全年增长接近10%,库销比小于5,零售折扣同比加深幅度减小

- 分品牌四季度流水:安踏大货四季度增长高双位数,儿童增长20%-25%。
- 分渠道四季度流水:安踏线上增长中单位数,环比Q3加速,线下快于线上。
- 库销比:年底库销比小于5,环比改善,DTC转型对渠道库存管理效率提升帮助大,库存健康度高。

4) 零售折扣: 全年折扣同比增加, 但是第四季度有所改善, 线下同比加深 1 个点, 线上同比加深 2 个点, 幅度均小于三季度。

2、FILA 四季度流水增长 25%–30%, 全年增长高双位数, 库销比小于 5, 零售折扣趋势改善

1) 分品牌四季度流水: FILA 大货、kids 和 fusion 分别增长 30%以上、25%–30%和低双。

2) 分渠道四季度流水: 线上增长中双, 线下快于线上。

3) 库销比: 年底库销比小于 5。

4) 零售折扣: 线下 76 折, 趋势和安踏主品牌类似, 四季度环比改善以及同比幅度变好。

3、其他品牌四季度流水增长 55%–60%, 全年增长 60%–65%:

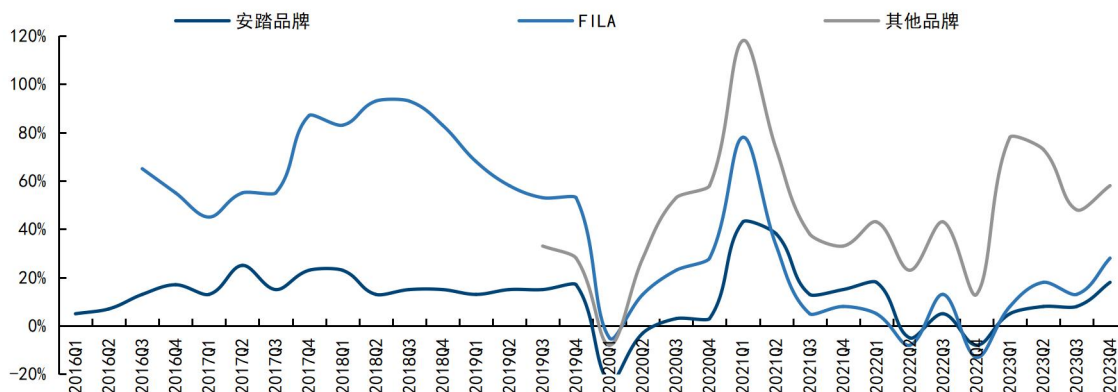
1) 四季度分品牌流水: 迪桑特增长 50%–55%, 可隆 65%–70%。

2) 全年分品牌流水: 迪桑特增长 55%–60%至 50 亿元以上, 可隆接近 80%增长。

3) 折扣: 迪桑特基本没有折扣, 可隆折扣同比收窄 8 个点。

4、2023 年业绩: 预计安踏主品牌接近最初预期、FILA 和其他品牌比最初预期好。

图1: 公司分品牌季度流水增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ Amer Sports: 向纽交所递交招股书, 若成功上市有利于 AMER 利息费用减少及财务数据透明化

2024 年 1 月 4 日, Amer Sports (亚玛芬集团), 就其拟首次公开招股并将 Amer Sports 的普通股于纽约证券交易所上市 (“拟议上市”) 事宜向美国证券交易委员会 (“SEC”) 提交一份注册声明。

(一) 财务及经营数据: 收入及经调整 EBITDA 增长较快, 大中华区、DTC、始祖鸟引领增长

1、业绩表现: 2020–2022 年 AMER 集团整体收入从 24.5 亿美元增长至 35.5 亿美元, 复合增速 20%, 2023 年前三季度同比增长 30%, 经调整 EBITDA 从 3.1 亿美元增长至 4.5 亿美元, 复合增长 21%, 2023 年前三季度同比增长 61%, 经调整 EBITDA 利润率同比提升 2.7 百分点至 13.8%, 主要是由于毛利率提升。2023 前三季度经调整净利润-0.94 亿美元 (2022 年同期为-0.75 亿美元), 主要由于利率上行, 且由于贷款利息发生在 JV 层面不能抵税, 导致所得税增加。

2、分地区: 2023 前三季度, AMER 集团收入同比增长 30%, 其中 EMEA、北美、大中华区、其他亚太地区收

入分别增长 23%、19%、68%、53%至 10.0、12.3、5.9、2.3 亿美元。

- 3、分渠道：2023 前三季度，电商、线下自营、批发收入分别增长 47%、66%、20%至 4.5、5.6、20.5 亿美元。
- 4、分品牌：2023 前三季度，始祖鸟、萨洛蒙、威尔胜收入分别增长 65%、35%、10%至 9.4、9.5、8.7 亿美元，其中始祖鸟大中华区同比增长 62%至 4.5 亿美元，萨洛蒙、威尔胜的大中华区分别增长 168%、24%至 0.91、0.45 亿美元。
- 5、分品类：2023 前三季度，Technical Apparel（始祖鸟为主）、Outdoor Performance（萨洛蒙为主）、Ball & Racquet Sports（威尔胜为主）收入分别增长 58%、27%、10%至 10.4、11.4、8.7 亿元，经调整营业利润率分别为 17.8%、9.0%、6.4%，同比变动 7.0、3.8、-1.7 百分点。

图2: Amer Sports 招股书财务及经营数据一览

单位: 百万美元	2020/12	2021/12	2022/12	2023/9	单位: 百万美元	2020/12	2021/12	2022/12	2023/9
财务数据					分地区收入				
利润表摘要:					分渠道收入				
收入	2446	3067	3549	3053	EMEA	1080	1226	1271	999
收入增速		25%	16%	30%	YOY		13%	4%	23%
毛利率	47%	49%	50%	52%	北美	984	1253	1504	1226
销售费用率	30%	31%	31%	31%	YOY		27%	20%	19%
管理费用率	11%	12%	12%	13%	大中华区	202	373	524	593
EBITDA	282	389	226	401	YOY		84%	40%	68%
经调EBITDA	311	417	453	422	其他亚太地区	180	215	250	235
经调EBITDA增速		34%	9%	61%	YOY		20%	16%	53%
经调EBITDA比率	13%	14%	13%	14%	分品牌收入	2446	3067	3549	3053
经调营业利润	231	313	350	345	电商	274	404	514	445
经调营业利润增速		36%	12%	89%	YOY		48%	27%	47%
经调营业利润率	9%	10%	10%	11%	线下自营	257	426	532	557
财务费用	273	277	233	292	YOY		66%	25%	66%
财务费用率	11%	9%	7%	10%	批发	1916	2236	2503	2051
净利润	-237	-126	-253	-114	YOY		17%	12%	20%
经调净利润	-170	-99	-30	-94	分品类收入	2446	3067	3549	3053
经调净利率	-7%	-3%	-1%	-3%	始祖鸟	548	783	953	941
资产负债表摘要:					YOY		43%	22%	65%
流动资产	2156	1892	2173	2360	EMEA				110
固定资产	402	369	362	389	北美				295
商誉	2561	2480	2242	2238	大中华区				453
总资产	8623	7950	7895	8147	其他亚太地区				83
流动负债	1160	947	1279	1435	萨洛蒙	852	961	1074	949
非流动负债	7616	6965	6690	6703	YOY		13%	12%	35%
总负债	8775	7912	7969	8138	EMEA				530
股东权益	-153	38	-74	9	北美				249
现金流量表摘要:					大中华区				91
经营活动现金流	298	268	-92	-106	其他亚太地区				80
投资活动现金流	-107	295	-119	-96	威尔胜				866
筹资活动现金流	-165	-370	81	97	YOY				10%
现金净增加额	46	170	-166	-118	EMEA				154
期末现金余额	390	567	402	284	北美				604
					大中华区				45
					其他亚太地区				64
					分品类收入	2446	3067	3549	3053
					Technical Apparel	685	951	1096	1043
					YOY		39%	15%	58%
					Outdoor Performance	1092	1236	1417	1144
					YOY		25%	16%	27%
					Ball & Racquet Sports	669	880	1037	866
					YOY		31%	18%	10%
					分品类经调营业利润	231	313	350	345
					Technical Apparel	117	164	171	186
					经调营业利润率	17.1%	17.3%	15.6%	17.8%
					Outdoor Performance	82	92	118	103
					经调营业利润率	7.5%	7.4%	8.3%	9.0%
					Ball & Racquet Sports	32	57	61	56
					经调营业利润率	4.7%	6.5%	5.9%	6.4%



Peak Performance

Outdoor Performance

SALOMON

ATOMIC

ARMADA

ENVE

Ball & Racquet Sports

Wilson

ATEC

EVOSHIELD

IS

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

（二）AMER 集团上市意义：若成功上市有利于 AMER 财务状况改善及财务数据透明化

1、Amer 的贷款偿还计划：JVCo 贷款 1 的 26 亿美元将大部分被股权化；JVCo 贷款 2 的 14 亿美元将主要用上市融资所得偿还；JVCo 贷款 3 已取消；其余小额贷款以股东贷款形式注入公司。

2、若 Amer 成功上市的意义：

1) 减小利息费用、改善财务状况。融资所得款主要将偿还 14 亿美元贷款，这部分利率是欧元银行同业拆息加 1.75 个基点；

2) Amer 财务和经营数据的透明化。无论上市后是否并入安踏集团报表，投资者都可根据 Amer 的数据来对安踏的持股进行估值；

3) 打消过去投资者关于 Amer 如果上市不成功将导致安踏集团支付大量费用或从其他投资者手中购买股权等潜在担忧。

◆ 投资建议：四季度继续稳健高质量增长，看好主品牌势能升级和多品牌矩阵的成长潜力

2023 年安踏主品牌增长基本接近年初目标，FILA 和其他品牌表现好于预期，集团维持健康健康库存和折扣，全年业绩确定性强。展望 2024 年，在安踏主品牌球星效应、产品矩阵渠道升级和多品牌孵化发力的支持下，集团有望继续保持行业领先的成长性，同时若 Amer 成功上市，融资缓解财务成本压力将显著增厚业绩。中长期，安踏集团凭借在中国市场多层级的品牌矩阵和全球市场多品牌的布局，有望持续增强在全球运动市场的竞争力。考虑到 2023 年集团品牌高质量的增长和 2024 年 Amer 上市后对业绩的增厚效果，我们小幅上调盈利预测，预计 2023~2025 年归母净利润分别为 97.8/116.9/133.8 亿元（原为 97.6/115.2/131.4 亿元），同比增长 28.8%/19.6%/14.5%。由于行业可比估值的下降，我们下调公司合理估值区间至 99.8-104.4 港元（原为 123-127 港元），对应 2024PE 22-23X，当前公司估值性价比高，看好未来业绩兑现提振市场信心，维持“买入”评级。

表 1：盈利预测及市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	49,328	53,651	62,711	70,517	78,376
(+/-%)	38.9%	8.8%	16.9%	12.4%	11.1%
净利润(百万元)	7720	7590	9777	11688	13383
(+/-%)	49.6%	-1.7%	28.8%	19.6%	14.5%
每股收益(元)	2.73	2.68	3.45	4.13	4.72
EBIT Margin	19.7%	17.0%	21.1%	20.9%	21.2%
净资产收益率 (ROE)	26.7%	22.1%	24.6%	25.3%	25.0%
市盈率 (PE)	23.4	23.8	18.5	15.5	13.5
EV/EBITDA	23.6	25.3	15.0	13.2	11.9
市净率 (PB)	6.25	5.25	4.54	3.91	3.37

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
2020.HK	安踏体育	买入	64.15	2.68	3.45	4.07	4.64	23.9	18.6	15.8	13.8
可比公司											
2331.HK	李宁	买入	17.23	1.54	1.43	1.72	1.94	11.2	12.0	10.0	8.9
1368.HK	特步国际	买入	3.46	0.35	0.39	0.47	0.55	9.9	8.9	7.4	6.3
NKE.N	耐克	无评级	729.03	23.07	26.86	31.46	36.44	31.6	27.1	23.2	20.0
ADS.DF	阿迪达斯	无评级	1360.59	26.20	-17.05	33.41	59.87	51.9	-79.8	40.7	22.7
平均值								26.2	16.0	20.3	14.5

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；注：无评级公司的 EPS 预测来自彭博一致预期。

◆ 风险提示

疫情反复冲击消费需求；原材料价格大幅上涨；品牌形象受损；市场的系统性风险。

相关研究报告：

《安踏体育（02020.HK）-确立中期发展策略与目标，迈入高质量增长阶段》——2023-10-19

《安踏体育（02020.HK）-三季度高基数上稳健增长，营运指标健康》——2023-10-13

《安踏体育（02020.HK）-上半年归母净利润增长 32%，多品牌引领增长》——2023-08-23

《安踏体育（02020.HK）-二季度零售增长提速，签约球星欧文有望驱动增长》——2023-07-19

《安踏体育（02020.HK）-一季度增长稳健，库存和折扣健康度高》——2023-04-13

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	17592	17378	30000	30600	40760	营业收入	49328	53651	61643	69596	77982
应收款项	6576	5089	6701	7566	8478	营业成本	18924	21333	23525	26133	29054
存货净额	7644	8490	8184	8400	9348	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	342	716	711	803	900	销售费用	17753	19629	21450	24437	27327
流动资产合计	39902	42596	56519	58292	70408	管理费用	2928	3587	5687	6160	6657
固定资产	3779	4774	4826	4904	5010	财务费用	(332)	(97)	(349)	(228)	(324)
无形资产及其他	6730	8114	6086	4057	2028	投资收益	(81)	28	(168)	712	1042
投资性房地产	3230	4368	4368	4368	4368	资产减值及公允价值变动	(2)	(1)	0	1	2
长期股权投资	9027	9343	9343	9343	9343	其他收入	1268	2129	3754	3977	4212
资产总计	62668	69195	81142	80964	91158	营业利润	11240	11355	14915	17784	20523
短期借款及交易性金融负债	1748	12198	16553	7392	7380	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	5693	5548	6054	6731	7491	利润总额	11240	11355	14915	17784	20523
其他流动负债	8502	8461	9591	10793	12044	所得税费用	3021	3110	4085	4871	5621
流动负债合计	15943	26207	32198	24917	26915	少数股东损益	499	655	1069	1391	1765
长期借款及应付债券	11425	492	492	492	492	归属于母公司净利润	7720	7590	9761	11523	13137
其他长期负债	3637	4657	4657	4657	4657						
长期负债合计	15062	5149	5149	5149	5149	现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	31005	31356	37347	30066	32064	净利润	7720	7590	9761	11523	13137
少数股东权益	2740	3439	4027	4792	5762	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	28923	34400	39769	46106	53332	折旧摊销	0	0	2576	2612	2650
负债和股东权益总计	62668	69195	81142	80964	91158	公允价值变动损失	2	1	0	(1)	(2)
						财务费用	(332)	(97)	(349)	(228)	(324)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	1985	81	334	708	54
每股收益	2.73	2.68	3.45	4.07	4.64	其它	499	655	588	765	971
每股红利	1.60	1.54	1.55	1.83	2.09	经营活动现金流	10206	8327	13259	15607	16810
每股净资产	10.21	12.14	14.04	16.28	18.83	资本开支	(1048)	(994)	(600)	(660)	(726)
ROIC	21%	17%	23%	27%	33%	其它投资现金流	(2842)	(3293)	0	0	0
ROE	27%	22%	25%	25%	25%	投资活动现金流	(3259)	(4603)	(600)	(660)	(726)
毛利率	62%	60%	62%	62%	63%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	20%	17%	21%	21%	22%	负债净变化	(1031)	(10933)	0	0	0
EBITDA Margin	20%	17%	25%	25%	25%	支付股利、利息	(3467)	(3722)	(4393)	(5185)	(5912)
收入增长	39%	9%	15%	13%	12%	其它融资现金流	4319	25372	4355	(9161)	(12)
净利润增长率	50%	-2%	29%	18%	14%	融资活动现金流	(4678)	(3938)	(37)	(14347)	(5924)
资产负债率	54%	50%	51%	43%	41%	现金净变动	2269	(214)	12622	600	10160
息率	1.6%	1.7%	2.0%	2.4%	2.7%	货币资金的期初余额	15323	17592	17378	30000	30600
P/E	26.5	26.9	20.9	17.7	15.6	货币资金的期末余额	17592	17378	30000	30600	40760
P/B	7.1	5.9	5.1	4.4	3.8	企业自由现金流	7987	5716	11634	13992	15059
EV/EBITDA	25.8	27.6	16.5	14.3	12.8	权益自由现金流	11518	20226	16242	4996	15281

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032