



安踏 (2020.HK): 3Q23 流水表现符合预期, 全年利润增长有望带来惊喜

• **3Q23 流水表现符合预期且逐月改善:** 面对较弱的消费情绪与较高的基数, 安踏品牌 3Q23 流水同比增长高单位数, Fila 3Q23 流水同比增长低双位数, 其他品牌 3Q23 零售流水同比增长 45%-50%, 均符合我们的预期。管理层表示 7-9 月各品牌的流水增长逐月好转。尽管 3Q23 各品牌的流水的同比增速相较 2Q23 貌似有一些放缓, 但如果撇开同期基数的影响而和 2021 年同期比较, 安踏品牌 3Q23 的流水增长双位数, Fila 3Q23 流水增长 20% 以上, 皆好于上半年的表现。

• **长假导致库销比环比略有加深, 但同比依然改善:** 管理层表示截至 3Q23 末, 安踏品牌库销比为 5x 左右, 而 Fila 库销比略高于 5x, 相较 2Q23 末都略有增长, 主要是由于公司为了中秋国庆长假销售高峰备货而导致的。然而和去年同期相比, 库销比同比依然有所下降。安踏品牌 3Q23 零售折扣同比加深 2ppt 至 28%, 主要是由于公司在旺季适当加大促销力度 (去年同期疫情导致没有机会做更多促销)。令人欣喜的是, Fila 的零售折扣同比改善 2ppt。基于 Fila 的全直营模式, 这将利好 Fila 下半年毛利率的同比扩张。

• **新兴线上渠道持续驱动 Fila 流水的增长:** 与安踏品牌相反, Fila 3Q23 的线上增速依然要大幅好于线下的增长。这主要归功于 Fila 各直营门店在抖音平台直播带货带来的收入贡献。线上收入目前占 Fila 总收入的 30%, 而抖音平台收入占其线上收入的 15% 左右。管理层表示, 未来会持续加大对直播与社交媒体平台的聚焦, 而减小对传统电商平台的依赖。这也可能使得即将到来的双十一活动 (主要在传统电商平台展开) 对公司四季度流水的影响有所减小。未来, 随着各门店直播的持续开展, 新兴电商渠道有望持续带动 Fila 线上流水的增长。

• **2H23 利润增长有望好于市场预期:** 我们估算今年前 9 个月, 安踏品牌流水同比增长中高单位数, Fila 同比增长中双位数 (mid-teen)。我们认为, 在 4Q23 的低基数下, 安踏品牌依然有机会做到全年流水同比增长 10% 的目标。尽管公司下半年加大了广告与市场投入 (包括亚运会、奥运会、欧文访华、新品推广等活动), 但我们预测安踏品牌的经营利润率依然有望同比保持稳定。Fila 在去年低基数下, 依然有望在今年下半年维持经营利润率大幅扩张的趋势。我们预测, 安踏公司 2H23 整体净利润增长不会低于 1H23, 并有望好于市场预期。我们维持目标价 100.9 港元, 重申“买入”评级。安踏目前依然是我们在国产运动服饰企业中的首选。

• **投资风险:** 行业需求放缓; 安踏收入低于预期; Fila 品牌力下降。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	49,328	53,651	61,987	69,229	76,904
同比变动 (%)	38.9%	8.8%	15.5%	11.7%	11.1%
归母净利润	7,720	7,590	10,623	12,017	13,993
同比变动 (%)	49.6%	-1.7%	40.0%	13.1%	16.4%
PE (X)	29.0	29.5	21.7	19.6	16.9
ROE (%)	29.2%	24.0%	24.1%	21.0%	21.5%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费助理分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2023 年 10 月 13 日

评级

买入

目标价 (港元)	100.9
潜在升幅/降幅	+10.3%
目前股价 (港元)	91.5
52 周内股价区间 (港元)	67.9-125.3
总市值 (百万港元)	259,185
近 3 月日均成交额 (百万港元)	543.6

注: 截至 2023 年 10 月 12 日收盘价

市场预期区间

HKD 91.5 HKD 100.9
HKD 93.6 HKD 152.0



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 安踏体育

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	49,328	53,651	61,987	69,229	76,904
同比	38.9%	8.8%	15.5%	11.7%	11.1%
销售成本	-18,924	-21,333	-23,748	-25,881	-28,182
毛利	30,404	32,318	38,240	43,349	48,722
毛利率	61.6%	60.2%	61.7%	62.6%	63.4%
销售费用	-17,753	-19,629	-20,656	-24,198	-26,547
管理费用	-2,928	-3,587	-3,927	-4,244	-4,592
其他经营收入及收益 (损失)	1,266	2,128	1,700	1,620	1,620
经营溢利	10,989	11,230	15,357	16,607	19,203
经营利润率	22.3%	20.9%	24.8%	24.0%	25.0%
净融资成本	332	97	500	854	1,062
税前溢利	11,240	11,355	15,867	17,950	20,902
所得税开支	-3,021	-3,110	-4,346	-4,916	-5,725
所得税率	26.9%	27.4%	27.4%	27.4%	27.4%
少数股东权益	-499	-655	-899	-1,017	-1,184
归母净利润	7,720	7,590	10,623	12,017	13,993
归母净利率	15.7%	14.1%	17.1%	17.4%	18.2%
同比	50%	-2%	40%	13%	16%

现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
税前溢利	11,240	11,355	15,867	17,950	20,902
物业、机器及设备折旧	443	860	1,198	1,514	1,830
使用权资产折旧	2,694	3,481	0	0	0
无形资产摊销	129	123	104	97	91
利息支出	443	511	212	221	221
利息收入	-392	-609	-962	-1,325	-1,533
其他	-91	545	11	11	11
营运资金变动前经营现金流量	14,466	16,266	16,430	18,468	21,521
存货增加	-2,233	-1,260	683	-701	-757
应收贸易账款及其他流动资产变动	-178	1,196	-823	-963	-1,052
抵押贷款变动	0	0	5	0	0
应付贸易账款及其他流动负债变动	2,121	-1,038	941	888	958
应付关连人士款项变动	8	-2	-5	0	0
已付所得税	-2,677	-3,046	-4,415	-4,916	-5,725
经营活动所得(所用)现金净额	11,507	11,622	12,815	12,775	14,947
购买物业、厂房及设备所付款	-1,360	-1,621	-1,640	-1,640	-1,640
支付土地使用权购买预付款	0	0	-10	-10	-10
购买无形资产所付款项	-94	-115	-10	-10	-10
以收取利息	354	525	962	1,325	1,533
存款期超过三个月的银行定期存款	-2,105	-2,838	-3,440	0	0
其他	-1,110	-200	0	0	0
投资活动所用现金净额	-4,315	-4,249	-4,138	-335	-127
借贷	-196	-1,403	1,104	0	0
发行可转换债券	0	0	0	0	0
已支付股利	-2,456	-3,950	-3,220	-4,780	-5,408
已支付利息	-71	-33	-212	-221	-221
其他	-2,224	-2,455	11,802	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-4,947	-7,841	9,474	-5,001	-5,628
现金及现金等价物变动	2,245	-468	18,152	7,439	9,191
于年初的现金及现金等价物	15,323	17,592	17,378	35,530	42,969
现金及现金等价物汇兑差额	24	254	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	17,592	17,378	35,530	42,969	52,160

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、厂房及设备	3,779	4,774	5,216	5,342	5,152
使用权资产	6,611	8,015	8,015	8,015	8,015
土地使用权及其他非流动资产预付款	43	544	543	542	541
无形资产	1,531	1,480	1,386	1,299	1,217
合营公司投资	9,027	9,343	9,343	9,343	9,343
递延税项资产	1,053	1,378	1,378	1,378	1,378
其他	722	1,065	1,065	1,065	1,065
非流动资产	22,766	26,599	26,946	26,984	26,712
其他金融资产	763	618	618	618	618
存货	7,644	8,490	7,807	8,509	9,265
应收账款	3,296	2,978	2,887	3,224	3,582
其他应收账款	3,618	2,822	3,736	4,362	5,057
已抵押存款	4	5	0	0	0
存款期超过三个月的银行定期存款	6,985	10,305	13,745	13,745	13,745
现金及现金等价物	17,592	17,378	35,530	42,969	52,160
流动资产	39,902	42,596	64,323	73,427	84,427
借贷	1,748	12,198	3,059	3,059	3,059
应付贸易账款	3,146	2,750	2,602	2,836	3,088
租赁负债	2,237	2,867	2,867	2,867	2,867
其他应收款	6,969	6,198	7,287	7,942	8,648
应付关连人士款项	27	25	20	20	20
即期应付税项	1,816	2,169	2,100	2,100	2,100
流动负债	15,943	26,207	17,935	18,824	19,782
递延税项负债	655	691	691	691	691
租赁负债	2,908	3,938	3,938	3,938	3,938
借贷	4,483	492	10,735	10,735	10,735
可转换债券	6,942	0	0	0	0
应付非控股权益款	74	28	28	28	28
非流动负债	15,062	5,149	15,392	15,392	15,392
股本	261	262	262	262	262
储备	28,662	34,138	53,343	60,579	69,165
非控股权益	2,740	3,439	4,338	5,354	6,538
权益	31,663	37,839	57,942	66,196	75,965

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	2.87	2.82	3.83	4.24	4.94
每股销售额	17.77	19.29	22.30	24.38	27.08
每股股息	1.31	1.20	1.72	1.91	2.22
同比变动					
收入	38.9%	8.8%	15.5%	11.7%	11.1%
经营溢利	20.1%	20.1%	2.2%	36.7%	8.1%
归母净利润	49.6%	-1.7%	40.0%	13.1%	16.4%
摊薄每股收益	49.1%	49.1%	-1.9%	40.0%	10.8%
费用与利润率					
毛利率	61.6%	60.2%	61.7%	62.6%	63.4%
经营利润率	22.3%	20.9%	24.8%	24.0%	25.0%
归母净利率	15.7%	14.1%	17.1%	17.4%	18.2%
回报率					
平均股本回报率	29.2%	24.0%	24.1%	21.0%	21.5%
平均资产回报率	13.8%	11.7%	13.4%	12.7%	13.4%
资产效率					
库存周转天数	127	138	120	120	120
应收账款周转天数	26	21	17	17	17
应付账款周转天数	53	50	40	40	40
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
速动比率 (x)	2.5	1.6	3.6	3.9	4.3
现金比率 (x)	1.3	1.5	1.3	1.2	1.1
负债/权益 (%)	107%	91%	62%	56%	51%
估值					
市盈率 (x)	29.0	29.5	21.7	19.6	16.9
市销率 (x)	4.7	4.3	3.7	3.4	3.1
股息率	1%	1%	2%	2%	2%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 安踏各品牌季度流水增速

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
安踏品牌	▲增长 10-20% 低段	▲增长 10-20% 中段	▲增长 10-20%高段	▼下降 中 单位数	▲增长 中 单位数	▼下降 高 单位数	▲增长 中 单位数	▲增长 高 单位数	▲增长 高 单位数
安踏大货	▲增长 高 单位数	▲增长 中 单位数	▲增长 10-20%低段	▼下降 10-20% 低段	▲增长 低 单位数	▼下降 10-20% 中段	▲增长 高 单位数	▲增长 高 单位数	▲增长 高 单位数
安踏童装	▲增长 中 单位数	▲增长 10-20%中段	▲增长 10-20%中段	▲增长 低 单位数	▲增长 高 单位数	▼下降 10-20% 高段	▲增长 中 单位数	▲增长 高 单位数	▲增长 高 单位数
安踏电商	▲增长 25-30%	▲增长 30-35%	▲增长 35-40%	▲增长 高 单位数	▲增长 高 单位数	▲增长 中 单位数	▼下降 负增长	▲增长 中单位 数增长	▲增长 低 单位数
Fila	▲增长 中 单位数	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▼下降 高 单位数	▲增长 10-20% 低段	▼下降 10-20% 低段	▲增长 高 单位数	▲增长 10-20% 高段	▲增长 10-20% 低段
Fila 大货	▲增长 低 单位数	持平	▲增长 低 单位数	▼下降 10-20% 低段	▼下降 低单位 数	▼下降 10-20% 中段	▲增长 10%+	▲增长 20%+	▲增长 高 单位数
Fila 潮牌	▲增长 10-20% 中段	▲增长 10-20%低段	▲增长 20%+	▲增长 高 单位数	▲增长 低 单位数	▲增长 高 单位数	▲增长 单位数	▲增长 低 双位数	▲增长 高 单位数
Fila 儿童	▲增长 10-20% 低段	▲增长 10-20%中段	▲增长 10-20%中段	▼下降 中 单位数	▲增长 低 单位数	▼下降 10-20% 低段	▲增长 单位数	▲增长 中 双位数	▲增长 高 单位数
Fila 电商	▲增长 20-25%	▲增长 25-30%	▲增长 高 单位数	▲增长 中 单位数	▲增长 65-70%	▲增长 40-45%	▲增长 40%	▲增长 60-65%	▲增长 10-20% 中段
其他品牌	▲增长 35-40%	▲增长 30-35%	▲增长 40-45%	▲增长 20-25%	▲增长 40-45%	▲增长 10-20% 低段	▲增长 75-80%	▲增长 70-75%	▲增长 45-50%
迪桑特	▲增长 50%	▲增长 40-45%			▲增长 35-40%		▲增长 70%+	▲增长 60%+	▲增长 40-45%
可隆	▲增长 30%	▲增长 10-20%高段			▲增长 55-60%		▲增长 100%+	▲增长 近 100%	▲增长 65-70%

资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 安踏体育



注: 截至 2023 年 10 月 12 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331.HK Equity	李宁	35.0	买入	52.8	2023年9月8日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	91.5	买入	100.9	2023年10月13日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2023年8月14日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	6.0	买入	8.4	2023年9月6日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	4.1	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	55.0	买入	77.2	2023年8月1日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	435.0	买入	601.8	2023年8月1日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	21.6	持有	24.9	2023年8月30日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	15.0	买入	21.1	2023年9月5日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	10.8	买入	17.1	2023年8月23日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	45.2	买入	56.9	2023年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	84.0	买入	115.9	2023年8月17日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	16.0	持有	19.9	2023年8月3日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	63.6	买入	81.7	2023年9月5日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	85.7	持有	98.2	2023年9月5日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.0	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.1	买入	32.6	2023年8月29日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	27.1	买入	32.2	2023年8月31日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.2	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.6	持有	5.4	2023年8月30日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.9	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	17.7	买入	42.8	2023年2月20日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.5	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	8.5	买入	7.8	2023年9月13日	新零售

注：截至 2023 年 10 月 12 日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

