

买入

三年规划振奋人心，向全球化多品牌集团进化

安踏体育 (2020.HK)

2023-10-24 星期二

投资要点

目标价: **118.00 港元**
 现价: 91.55 港元
 预计升幅: 28.9%

➤ **向世界领先的多品牌体育用品集团进化，正式公布东南亚出海计划：**

重要数据

日期	2023/10/20
收盘价 (港元)	91.55
总股本 (亿股)	28.3
总市值 (亿港元)	2,593.3
净资产 (亿港元)	572.8
总资产 (亿港元)	907.7
52 周高低 (港元)	125.3/67.8
每股净资产 (港元)	18.7

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

于投资者日，集团公布了 2023-2026 年主要品牌的发展目标——于未来三年，安踏品牌零售流水 CAGR 10-15%，零售流水规模从 23 年的约 400 亿增长至 26 年的约 600 亿；FILA 目标略超预期，未来三年零售流水 CAGR 10-15%，至 26 年零售流水增长至 400-500 亿元。全球化战略雄心显现，集团首次正式公布东南亚出海计划，未来 5 年东南亚的零售额目标为 15 亿美元，Amer 集团坚定“五个十亿欧元”目标。

➤ **安踏“升五破八”目标进取，强化商品 IP 及矩阵打造，增长路径清晰：**

安踏品牌坚定大众定位、品牌向上路线，以品牌向上加强大众市场渗透。增长路径清晰：(1) 提出 24 年“升五破八”——小票数增长 5%，客单价从目前的约 670-680 元提升至 800 元，提升客单价的关键点在于改善鞋服配比，以及提升商品 IP 认可度 (如风暴夹等)。(2) 强化商品 IP 及矩阵打造，依托 3000 余项专利和奥运资源，对商品 IP 赋予独有名称/科技属性/产品故事，建立竞速/缓震/畅跑/户外跑步鞋和篮球鞋矩阵，强化专业属性。(3) 建立多层次渠道矩阵，包含竞技级(Arena)/殿堂级(Palace)/精英级(Elite)/标准级(AES)/基础级(AS)门店，分渠道层级进行运营，以满足各层级市场需求。

主要股东

安踏国际集团控股有限公司	42.40%
安达控股国际有限公司	5.68%
安达投资资本有限公司	4.08%
Shine Well	0.33%

➤ **FILA 开辟专业运动新市场，Descente 及 Kolon 坚定细分领域高端定位：**

FILA 坚定顶级品牌/渠道/商品战略，强化与三大菁英运动的联系，在专业鞋品类、户外/网球/高尔夫细分品类、中高端儿童等市场获取增量，未来渠道数量维持 1900-2000 家，以店效提升驱动增长。Descente 及 Kolon 坚定细分领域高端定位，迪桑特未来 3 年增长目标为 20-25% 复合增速 (23 年流水规模约 50 亿)，Kolon 未来 3 年增长目标为 30-35% (22 年全年流水规模为 13 亿)。

相关报告

安踏体育 (2020.HK) 更新报告：
 FILA 盈利能力远超预期，集团零售管理能力 alpha 凸显-20230828

➤ **维持买入评级，给予目标价 118.00 港元：**

我们的观点：集团多品牌协同价值体现在消费者的广泛覆盖，以及不确定性环境下的抗风险能力。看好 2H 利润弹性释放的延续性，两大主力品牌增长路径清晰，向全球化集团进化，中长期发展后劲十足。预计 23E 至 25E 营收分别为 616.4/707.8/808.6 亿元，同比+14.9%/+14.8%/+14.3%；归母净利润分别为 98.3/117.1/137.7 亿元，同比+29.5%/+19.1%/+17.6%。目标价 118.00 港元，维持买入评级，目标价对应 24E PE 25 倍。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	49,328	53,651	61,639	70,775	80,862
同比增长 (%)	38.9%	8.8%	14.9%	14.8%	14.3%
毛利率	61.6%	60.2%	61.8%	62.5%	63.2%
归母净利润	7,720	7,590	9,827	11,707	13,771
同比增长 (%)	49.6%	-1.7%	29.5%	19.1%	17.6%
归母净利润率	15.7%	14.1%	15.9%	16.5%	17.0%
EPS (人民币)	2.87	2.82	3.64	4.33	5.09
PE@91.55 HKD	29.7	30.2	23.4	19.7	16.7

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

研究部

姓名: 何丽敏
 SFC: BTG784
 电话: 0755-82846267
 Email: helm@gyzq.com.hk

报告正文

➤ 向世界领先的多品牌体育用品集团进化，正式公布东南亚出海计划：

于投资者日，集团公布了 2023-2026 年主要品牌的发展目标：(1)未来三年，安踏品牌零售流水 CAGR 10-15%，零售流水规模从 23 年的约 400 亿增长至 26 年的约 600 亿；(2) FILA 目标略超预期，未来三年零售流水 CAGR 目标为 10-15%，至 26 年零售流水增长至 400-500 亿元。(3) 集团维持此前对中长期经营利润率目标，其中安踏品牌为 20-25%，FILA/Descente/Kolon 品牌为 25-30%。

集团未来增长构筑于三大独特的底层能力——多品牌体系化协同管理能力（各品牌层面专注品牌定位/营销/商品企划，多品牌创新/数字化/供应链/物流等中台资源协同共享，及战略/财务风控/人资/IT/法务行政等后台管理与服务支持），多品牌零售运营能力、全球化能力。过往 3 年集团于中国的市场份额从 14.8% 提升至 19.5%。集团全球化战略雄心显现，首次正式公布东南亚出海计划，未来 5 年东南亚的零售额目标为 15 亿美元，Amer 集团坚定“五个十亿欧元”目标。

图 1：安踏集团多品牌协同管理能力



资料来源：公司投资者日展示文件、国元证券经纪（香港）整理

➤ 安踏“升五破八”目标进取，强化商品 IP 及矩阵打造，增长路径清晰：

安踏坚定大众定位、品牌向上路线，依托产品科技及顶级品牌资源赋能品牌向上，以品牌向上加强大众市场渗透。**增长路径清晰：**

(1) **提出 2024 年“升五破八”目标**——小票数增长 5%，客单价从目前的约 670-680 元提升 20% 至 800 元，提升客单价的关键点在于改善鞋服配比，及提升商品 IP 认可度（如服装商品 IP 风暴夹、空气夹等）。

(2) **强化商品 IP 及矩阵打造**——依托品牌 3000 余项专利和奥运科技资源，对商品 IP 赋予独有名称/科技属性/产品故事，建立竞速/缓震/畅跑/户外跑鞋矩阵，强化专业属性。

(3) 建立多层次渠道矩阵，分渠道层级及分店态运营，提升渠道运营的灵活性（尤其是县域市场）。品牌以多层次的渠道触达全国市场，包含竞技级(Arena)/ 殿堂级(Palace)/ 精英级(Elite)/ 标准级(AES)/ 基础级(AS)门店，以满足各层级市场需求。

(4) 商品一盘货运营提升效率，线上渠道差异化运营。目前安踏品牌 DTC 模式占比接近 80%，公司对华中、广东、川渝等区域零售层面进行了整合，全国一盘货提升商品流转效率。品牌提出未来 60%的线上产品与线下差异化，以满足线上与线下消费者的不同需求。

图 2：安踏品牌跑步及篮球产品矩阵



资料来源：安踏集团投资者日，国元证券经纪（香港）整理

图 3：安踏品牌零售额目标及战略地图



资料来源：安踏集团投资者日，国元证券经纪（香港）整理

➤ **FILA 开辟专业运动新市场，Descente 及 Kolon 坚定细分领域高端定位：**

FILA：坚定顶级品牌/渠道/商品战略，在巩固高端时尚运动品牌心智的基础上，强化与三大菁英运动的联系。在专业及菁英运动细分品类获取市场份额，在专业鞋品类、户外/网球/高尔夫细分品类、中高端儿童/潮品等市场获取增量；渠道方面，未来渠道数量维持 1900-2000 家，主要以店效提升驱动增长，顶特高渠道每年扩张 15-20 家。

Descente 及 Kolon：两大户外品牌坚定细分领域高端高质感定位。其中迪桑特未来 3 年增长目标为 20-25%复合增速（23 年流水规模约 50 亿），于未来三年打造集团第三个百亿品牌，聚焦滑雪/高尔夫/铁人三项运动；Kolon 未来 3 年增长目标为 30-35%（22 年全年流水规模为 13 亿），23H1 店效已达 90 万以上，定位高端的户外生活方式品牌。

➤ **23Q3 营运健康，收购 MAIA 女子运动品牌，看好 Q4 流水提速：**

23Q3 营运健康，9 月流水较 7-8 月加速。Q3 安踏/FILA/其他品牌流水分别同比+高单位数/ +低双位数/ +45 至 50%。安踏品牌折扣同比加深 2pp 至 72%，FILA 品牌折扣同比改善 2pp 至 76%；两个主力品牌库销比均为 5 倍且同比改善。集团公告收购 MAIA ACTIVE 75% 股权，强化女子运动布局，据公开信息该品牌 2022 年的年销售额约 5 亿元，主推产品定价 300-600 元人民币。

表 1：安踏集团分季度零售流水增长

零售流水	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
安踏牌	+ 10-20% 高段	- 中单位数	+ 中单位数	- 高单位数	+ 中单位数	+高单位数	+高单位数
大货	+ 中双位数	- 低双位数	+中单位数	-中单位数	+中单位数	+高单位数	+高单位数
KIDS	+ 20-25%	+ 低单	+高单位数	-低至中双	+中单位数	+高单位数	+中单位数
电商	+ 30%以上	+ 高单	+高单位数	+中单位数	负 (高基数)	+中单位数	线上慢于线下
FILA	+ 中单位数	- 高单位数	+ 10-20% 低段	- 10-20% 低段	+ 高单位数	+ 10-20% 高段	+低双位数
大货	NA	- 高双位数	+中单位数	-中双位数	+10%以上	+20%	+高单位数
KIDS	+ 中双位数	- 中单位数	+双位数	-低双位数	+单位数	+中双位数	+高单位数
FUSION	+ 20%	+ 高单	+20%以上	+高单位数	+单位数	+低双位数	+高单位数
电商	+ 高单位数	/	+60%以上	+40%		+ 60%-65%*	+中双位数
其他	+ 40-45%	+20-25%	+ 40-45%	+ 低双位数	+ 75-80%	+ 70%-75%	+ 45%-50%
库销比	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
安踏牌	维持 5	略超 5 个月	略超 5	6 左右	低于 5	低于 5	5 左右
FILA	6-7 个月	7-8 个月	7-8 个月	7 左右	低于 5	低于 5	5 左右

2023H1 零售流水变动：安踏品牌流水 +中单位数，FILA 品牌流水+10%至 20%中段，其他品牌+70%至 75%。

注：23Q2 由于 FILA 调整了的店播收入定义，FILA 三个子品牌的零售流水增长口径为线上线下载合计；

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：安踏北京王府井 PALACE 门店



资料来源：门店调研，国元证券经纪（香港）整理

图 5：安踏风暴夹服装科技及碳板竞速跑鞋



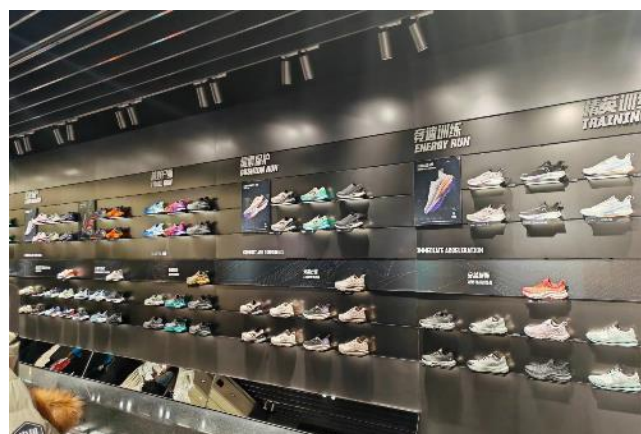
资料来源：门店调研，国元证券经纪（香港）整理

图 6：安踏北京合生汇 SNEAKER VERSE 黑标门店



资料来源：门店调研，国元证券经纪（香港）整理

图 7：安踏北京合生汇 SNEAKER VERSE 黑标门店鞋墙



资料来源：门店调研，国元证券经纪（香港）整理

图 8：迪桑特三里屯旗舰店（室内有滑雪体验区）



资料来源：门店调研，国元证券经纪（香港）整理

图 9：FILA 门店鞋墙



资料来源：门店调研，国元证券经纪（香港）整理

➤ **維持買入評級，給予目標價 118.00 港元：**

我們的觀點：集團多品牌協同價值體現在消費者的廣泛覆蓋，以及不確定性環境下的抗風險能力。看好 2H 利潤彈性釋放的延續性，兩大主力品牌增長路徑清晰，向全球化集團進化，中長期發展後勁十足。預計 23E 至 25E 營收分別為 616.4 / 707.8 / 808.6 億元，同比+14.9%/ +14.8% / +14.3%；歸母淨利潤分別為 98.3/ 117.1/ 137.7 億元，同比+29.5%/ +19.1%/ +17.6%。目標價 118.0 港元，維持買入評級，目標價對應 24E PE 25 倍。

風險提示：消費環境疲弱、行業競爭格局惡化、終端銷售不及預期、DTC 效率提升不及預期等。

财务报表摘要

资产负债表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	39,902	42,596	49,714	58,111	67,909	
现金	17,592	17,378	23,260	30,386	38,787	
定期存款	6,985	10,305	10,305	10,305	10,305	
应收账款	3,296	2,978	3,365	3,702	4,072	
存货	7,644	8,490	9,339	10,273	11,300	
其他	4,385	3,445	3,445	3,445	3,445	
非流动资产	22,766	26,599	27,836	29,208	30,727	
物业、厂房及设备	2,853	3,716	4,088	4,496	4,946	
有使用权资产	6,611	8,015	8,817	9,698	10,668	
于合营公司的投资	9,027	9,343	9,343	9,343	9,343	
无形资产	1,531	1,480	1,406	1,336	1,269	
其他	2,744	4,045	4,183	4,334	4,501	
资产总计	62,668	69,195	77,550	87,318	98,636	
流动负债	15,943	26,207	27,446	28,736	30,064	
短期借款	1,748	12,198	12,808	13,448	14,121	
应付账款	3,146	2,750	3,163	3,574	3,967	
租赁	2,237	2,867	2,867	2,867	2,867	
应交税费	1,816	2,169	2,386	2,624	2,887	
其他	6,996	6,223	6,223	6,223	6,223	
非流动负债	15,062	5,149	6,006	7,027	8,245	
长期借款	11,425	492	492	492	492	
递延税项负债	655	691	760	836	920	
其他	2,982	3,966	4,754	5,699	6,833	
负债合计	31,005	31,356	33,452	35,763	38,309	
股本	261	262	262	262	262	
储备	28,662	34,138	39,543	45,982	53,556	
少数股东权益	2,740	3,439	4,294	5,311	6,509	
归属于母公司的所有者权益	28,923	34,400	39,805	46,244	53,818	
负债及权益合计	62,668	69,195	77,550	87,318	98,636	

现金流量表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
除税前净利润	11,240	11,355	14,710	17,525	20,615	
折旧摊销	3,260	4,415	2,346	2,581	2,839	
财务费用	51	-98	-247	-71	-81	
营运资金变动	-282	-1,598	-675	-696	-825	
已付所得税	-2,677	-3,046	-4,029	-4,800	-5,646	
其它	269	1,119	74	70	67	
经营活动现金流	11,861	12,147	12,180	14,609	16,969	
投资活动现金流	-4,669	-4,774	-3,273	-3,800	-4,177	
筹资活动现金流	-4,947	-7,841	-3,025	-3,683	-4,391	
现金净增加额	2,245	-468	5,882	7,126	8,401	
现金期初金额	15,323	17,592	17,378	23,260	30,386	
现金期末金额	17,592	17,378	23,260	30,386	38,787	

利润表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	49,328	53,651	61,639	70,775	80,862	
营业成本	-18,924	-21,333	-23,544	-26,510	-29,765	
毛利	30,404	32,318	38,095	44,265	51,098	
销售费用	-17,753	-19,629	-22,375	-25,621	-29,272	
管理费用	-2,928	-3,587	-3,822	-4,247	-4,852	
其他收支净额	1,266	2,128	2,865	2,856	3,260	
营业利润	10,989	11,230	14,764	17,254	20,234	
财务费用净额	332	97	247	71	81	
分占合营公司损益	-81	28	-300	200	300	
除税前溢利	11,240	11,355	14,710	17,525	20,615	
所得税	-3,021	-3,110	-4,029	-4,800	-5,646	
净利润	8,219	8,245	10,681	12,725	14,969	
少数股东损益	499	655	855	1,018	1,198	
归属于母公司净利润	7,720	7,590	9,827	11,707	13,771	
EPS (元)	2.87	2.82	3.64	4.33	5.09	

主要财务比率		单位：%				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
成长性						
营业收入yoy	38.9%	8.8%	14.9%	14.8%	14.3%	
营业利润yoy	20.1%	2.2%	31.5%	16.9%	17.3%	
归母净利润yoy	49.6%	-1.7%	29.5%	19.1%	17.6%	
盈利能力						
毛利率	61.6%	60.2%	61.8%	62.5%	63.2%	
净利率	16.7%	15.4%	17.3%	18.0%	18.5%	
归母净利率	15.7%	14.1%	15.9%	16.5%	17.0%	
ROE	26.7%	22.1%	24.7%	25.3%	25.6%	

偿债能力		单位：%				
资产负债率	49.5%	45.3%	43.1%	41.0%	38.8%	
负债权益比	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7	
流动比率	2.5	1.6	1.8	2.0	2.3	
速动比率	2.0	1.3	1.5	1.7	1.9	

营运能力		单位：天				
存货周转天数	125	136	136	133	130	
应收账款周转天数	26	21	19	18	17	

每股资料 (元)		单位：元				
每股收益	2.87	2.82	3.64	4.33	5.09	
每股净资产	11.77	14.05	16.31	19.06	22.30	

估值比率		单位：倍				
PE@91.55HKD	29.7	30.2	23.4	19.7	16.7	
PB	7.2	6.1	5.2	4.5	3.8	

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>