



安踏体育 (02020.HK)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

FILA 增长超预期，25 年双位数指引

业绩简评

公司于1月8日发布2024Q4流水情况。安踏主品牌/FILA均同比录得高单位数正增长，其他品牌同比录得50%-55%的正增长。2024全年安踏主品牌同比录得高单位数增长，FILA同比录得中单位数正增长，其他品牌同比录得40%-45%的正增长。公司Q4流水在23年高基数背景下仍维持稳健增长，尤其是FILA调整迅速，超出市场预期。维持买入评级。

经营分析

安踏主品牌：分级分层显效，折扣控制良好。Q4大货估计增长高单位数，电商增长高双位数，我们认为主要受益于公司多元新业态尝试，渠道模型分级分层的调整。同时安踏儿童继续通过线上线下覆盖多年龄段儿童运动社群生态，亦实现低双位数快速增长。经营质量方面，安踏主品牌库销比保持健康，线上折扣有所优化，库存与渠道保持良好，运营健康。

FILA：超预期增长，打消放缓忧虑。Q4Fila大货估计重回高单位数增长，潮牌亦环比大幅改善至高双增长、童装由下滑环比改善至中单位数增长，显著好于市场预期，反映品牌调整迅速显效，扭转颓势，后续增长可期。品牌整体库销比保持健康水平，折扣同比持平，反映产品力坚挺。

其他品牌：加速高增。Q4迪桑特与可隆同比录得50%-55%的正增长，高基数下仍强劲增长。24全年可隆和迪桑特预计流水超百亿，占比持续提升，继续抢占专业运动与户外高景气赛道龙头地位。

展望 2025 年：多元业态继续贡献增量。公司预计安踏主品牌与FILA保持双位数增长。增量来源除主业稳健增长外依靠多元新业态尝试，其中1)超级安踏店充分顺应消费降级趋势，爬坡效果好，预计25年有望贡献更多收入规模。2)公司持续拓展东南亚、中东、欧美等地区，目前在美欧已覆盖多家零售门店。同时与多个跨境电商平台合作，增加出海规模。

盈利预测、估值与评级

24全年安踏主品牌同比录得高单位数增长，FILA同比录得中单位数正增长，在当前消费环境下仍然稳健增长，展现了良好的韧性。我们下调2024-2026年EPS至4.70/4.89/5.66元；市盈率分别为15/14/12倍，维持买入评级。

风险提示

消费复苏不及预期、新品牌拓展不及预期、超级安踏等店效爬坡不及预期。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (港币)：75.250 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	53,651	62,356	69,028	76,221	83,904
营业收入增长率	8.76%	16.23%	10.70%	10.42%	10.08%
归母净利润(百万元)	7,590	10,236	13,267	13,807	15,967
归母净利润增长率	-1.68%	34.86%	29.61%	4.07%	15.64%
摊薄每股收益(元)	2.69	3.63	4.70	4.89	5.66
每股经营性现金流净额	4.48	6.93	5.37	5.54	6.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.06%	19.89%	20.33%	17.34%	16.61%
P/E	34.52	18.95	14.52	13.96	12.07
P/B	7.32	3.78	2.95	2.42	2.00

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	49,328	53,651	62,356	69,028	76,221	83,904
增长率	38.9%	8.8%	16.2%	10.7%	10.4%	10.1%
主营业务成本	18,924	21,333	23,328	25,609	27,821	30,121
%销售收入	38.4%	39.8%	37.4%	37.1%	36.5%	35.9%
毛利	30,404	32,318	39,028	43,419	48,400	53,782
%销售收入	61.6%	60.2%	62.6%	62.9%	63.5%	64.1%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	17,753	19,629	21,673	22,296	23,247	24,332
%销售收入	36.0%	36.6%	34.8%	32.3%	30.5%	29.0%
管理费用	2,928	3,587	3,693	3,728	4,192	4,866
%销售收入	5.9%	6.7%	5.9%	5.4%	5.5%	5.8%
研发费用	1,116	1,279	0	1,519	1,829	2,014
%销售收入	2.3%	2.4%	0.0%	2.2%	2.4%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	11,291	11,257	14,691	19,289	20,498	23,937
%销售收入	22.9%	21.0%	23.6%	27.9%	26.9%	28.5%
财务费用	51	-98	-949	210	-93	-398
%销售收入	0.1%	-0.2%	-1.5%	0.3%	-0.1%	-0.5%
投资收益	-81	28	-718	411	0	0
%税前利润	-0.7%	0.2%	-4.6%	2.2%	0.0%	0.0%
营业利润	9,830	9,298	13,967	17,476	19,131	22,570
营业利润率	19.9%	17.3%	22.4%	25.3%	25.1%	26.9%
营业外收支						
税前利润	11,240	11,355	15,640	19,079	20,592	24,335
利润率	22.8%	21.2%	25.1%	27.6%	27.0%	29.0%
所得税	3,021	3,110	4,363	5,113	5,745	6,790
所得税率	26.9%	27.4%	27.9%	26.8%	27.9%	27.9%
净利润	8,219	8,245	11,277	13,966	14,847	17,546
少数股东损益	499	655	1,041	698	1,039	1,579
归属于母公司的净利润	7,720	7,590	10,236	13,267	13,807	15,967
净利率	15.7%	14.1%	16.4%	19.2%	18.1%	19.0%

现金流量表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	7,720	7,590	10,236	13,267	13,807	15,967
少数股东损益	499	655	1,041	698	1,039	1,579
非现金支出	1,157	1,691	2,752	-599	183	721
非经营收益						
营运资金变动	-282	-1,598	1,659	1,495	608	794
经营活动现金净流	11,861	12,147	19,634	15,172	15,628	18,480
资本开支	-1,493	-1,736	-1,321	-1,320	-1,240	-1,150
投资	-3,233	-3,043	-23,985	-500	-550	-50
其他	57	5	-487	1,812	1,367	1,367
投资活动现金净流	-4,669	-4,774	-25,793	-8	-423	167
股权募资	0	0	10,497	0	0	0
债权募资	-2,833	-4,041	-2,809	-200	-100	-100
其他	-2,114	-3,800	-4,217	-515	-511	-509
筹资活动现金净流	-4,947	-7,841	3,471	-715	-611	-609
现金净流量	2,269	-214	-2,150	14,988	15,132	18,576

资产负债表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	17,592	17,378	15,228	30,216	45,348	63,924
应收款项	6,576	5,089	5,575	5,719	6,104	6,486
存货	7,644	8,490	7,210	8,577	9,274	10,040
其他流动资产	8,090	11,639	24,127	23,471	23,543	23,620
流动资产	39,902	42,596	52,140	67,984	84,268	104,070
%总资产	63.7%	61.6%	56.5%	62.4%	66.9%	71.3%
长期投资	9,027	9,343	9,283	9,783	10,333	10,383
固定资产	3,779	4,774	4,965	4,982	4,916	4,784
%总资产	6.0%	6.9%	5.4%	4.6%	3.9%	3.3%
无形资产	6,730	8,114	8,771	9,065	9,342	9,626
非流动资产	22,766	26,599	40,088	40,899	41,660	41,862
%总资产	36.3%	38.4%	43.5%	37.6%	33.1%	28.7%
资产总计	62,668	69,195	92,228	108,882	125,928	145,932
短期借款	1,748	12,198	3,996	3,896	3,796	3,696
应付款项	3,146	2,750	3,195	3,415	3,709	4,016
其他流动负债	11,049	11,259	13,400	15,531	16,997	18,711
长期贷款	15,943	26,207	20,591	22,842	24,503	26,423
其他长期负债	3,637	4,657	4,679	4,679	4,679	4,679
负债	31,005	31,356	36,218	38,369	40,030	41,950
普通股股东权益	28,923	34,400	51,460	65,265	79,611	96,115
其中：股本	261	262	272	272	272	272
未分配利润	29,397	34,132	50,653	64,458	78,804	95,308
少数股东权益	2,740	3,439	4,550	5,248	6,288	7,867
负债股东权益合计	62,668	69,195	92,228	108,882	125,928	145,932

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.87	2.82	3.69	4.70	4.89	5.66
每股净资产	10.70	12.68	18.17	23.12	28.20	34.04
每股经营现金净流	4.39	4.48	6.93	5.37	5.54	6.55
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	26.69%	22.06%	19.89%	20.33%	17.34%	16.61%
总资产收益率	12.32%	10.97%	11.10%	12.18%	10.96%	10.94%
投入资本收益率	18.41%	16.18%	14.93%	16.56%	14.70%	14.56%
增长率						
主营业务收入增长率	38.91%	8.76%	16.23%	10.70%	10.42%	10.08%
EBIT 增长率	37.28%	-0.30%	30.51%	31.30%	6.27%	16.78%
净利润增长率	49.55%	-1.68%	34.86%	29.61%	4.07%	15.64%
总资产增长率	20.82%	10.42%	33.29%	18.06%	15.65%	15.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	25.6	21.0	19.4	20.1	19.3	18.4
存货周转天数	124.9	136.1	121.1	111.0	115.5	115.4
应付账款周转天数	52.5	49.7	45.9	46.5	46.1	46.2
固定资产周转天数	23.7	28.7	28.1	25.9	23.4	20.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.47%	-0.08%	7.85%	-15.31%	-30.30%	-42.99%
EBIT 利息保障倍数	25.5	22.0	28.2	37.5	40.1	47.0
资产负债率	49.48%	45.32%	39.27%	35.24%	31.79%	28.75%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	4	28	82
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究