

2025年1月10日  
 安踏体育(2020.HK)

## 公司动态分析

证券研究报告

运动鞋服

投资评级: **买入**

**维持评级**

6个月目标价 **103.8 港元**

股价 2025-1-9 **78.6 港元**

## FILA 重回增长轨道，期待新一年更好表现

事件：近日，安踏体育公布 24Q4 及全年流水情况，Q4 安踏主品牌同比录得高单位数增长，FILA 同比录得高单位数增长；其他品牌同比录得 50-55% 增长；全年安踏主品牌同比录得高单位数增长，FILA 同比录得中单位数增长；其他品牌同比录得 40-45% 增长。综合考虑，我们预测 2024-2026 年 EPS 为 4.27/4.89/5.43 元，给予 2025 年 20 倍 PE，目标价 103.8 港元，维持“买入”评级。

### 报告摘要

**安踏主品牌：**24Q4 同比录得高单位数增长，大货实现高单位数增长，儿童实现低双位数增长，电商录得近 20% 增长，高基数下维持较好表现，全年主品牌同比录得高单位数增长。库存方面较为健康，库销比维持在 5 个月左右。折扣方面，零售折扣 72 折，其中线上同比改善 1pp 左右。

**FILA：**24Q4 同比录得高单位数增长，重回增长轨道，大货/儿童/Fusion 流水同比增长高单位数/中单位数/高双位数，线上同比增长双位数。全年 FILA 同比录得中单位数增长。库销比维持在 5 左右，零售折扣基本稳定在 74-75 折。整体表现好于预期。

**其他品牌：**户外运动表现持续亮眼，24Q4 其他品牌零售流水增速较快、好于预期，迪桑特/可隆流水分别同比增长 45-50%/60-65%。全年其他品牌同比录得 40-45% 增长，维持高增速。

**新店型尝试卓有成效，料 25 年会持续发力。**安踏主品牌持续打造多店型，安踏冠军吸引中高收入人群，ANTA SNEAKERVERSE 针对热爱球鞋文化的年轻潮流群体，超级安踏则聚焦重性价比人群，精准服务不同消费群体。其中，超级安踏店表现不俗，作为公司推出的全新零售业态，门店平均面积 1000-1500 平米，产品零售价比常规门店低 30%，种类齐全、专业、高性价比。根据我们此前的调研数据，部分超级安踏门店单店流水已达到百万，且和原有的安踏大店客流重叠度不高，预计 25 年能够给公司带来更多新的增量。

**投资建议：**公司作为中国体育用品行业的龙头企业，将优先享受行业发展带来的红利。综合考虑，我们预测 2024-2026 年 EPS 为 4.27/4.89/5.43 元，给予 2025 年 20 倍 PE，目标价 103.8 港元，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观下行，零售环境恶化；行业竞争加剧；新品牌发展不及预期。

### 财务及估值摘要

(年结 31/12; 人民币百万)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	53,651	62,356	69,373	76,991	84,060
增长率 (%)	8.8%	16.2%	11.3%	11.0%	9.2%
归母净利润 (扣非)	7,590	10,236	11,846	13,555	15,067
增长率 (%)	0.3%	36.8%	15.7%	14.4%	11.2%
毛利率 (%)	60.2%	62.6%	62.9%	63.1%	63.3%
归母净利率 (%)	14.1%	16.4%	17.1%	17.6%	17.9%
每股收益(元)	2.82	3.69	4.27	4.89	5.43
每股净资产(元)	14.00	19.77	22.28	25.15	28.35
市盈率	26.20	20.02	17.31	15.12	13.61
市净率	5.28	3.74	3.32	2.94	2.61
股息收益率 (%)	1.61	2.48	2.26	2.59	2.88

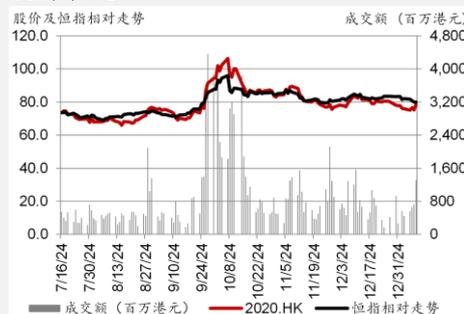
数据来源：公司资料，国证国际预测

总市值(亿港元)	221,905.37
流通市值(亿港元)	221,905.37
总股本(亿股)	2,823.22
流通股本(亿股)	2,823.22
12个月低/高(港元)	74.2/80.1
平均成交(百万港元)	855.71

### 股东结构

安踏国际集团控股有限公司	42.58%
The DSZ Family Trust	9.80%
先锋领航	1.80%
摩根大通	1.73%
贝莱德	1.66%
其他	42.44%
总共	100.0%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.40	-12.02	-4.24
绝对收益	-6.15	-21.48	14.61

杨怡然 CFA

消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

**附表：财务报表预测**

利润表 (百万美元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	53,651	62,356	69,373	76,991	84,060
销售成本	-21,333	-23,328	-25,745	-28,387	-30,838
毛利	32,318	39,028	43,627	48,605	53,222
销售费用	-19,629	-21,673	-24,280	-26,947	-29,421
管理费用	-3,587	-3,693	-4,162	-4,619	-5,044
经营溢利	11,230	15,367	17,566	19,659	21,513
财务开支	97	991	18	179	338
分占合营公司亏损	28	-718	542	903	1,204
税前利润	11,355	15,640	18,126	20,741	23,055
所得税	-3,110	-4,363	-5,075	-5,808	-6,455
期内净利润	8,245	11,277	13,050	14,934	16,599
扣非归母净利润	7,590	10,236	11,846	13,555	15,067
少数股东应占利润	655	1,041	1,205	1,378	1,532
EPS (元)	2.82	3.69	4.27	4.89	5.43
<b>同比增长率</b>					
收入 (%)	8.76%	16.23%	11.25%	10.98%	9.18%
归母净利润 (%)	-1.68%	34.86%	15.73%	14.43%	11.16%

资产负债表 (百万美元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17,378	15,228	13,868	19,814	23,421
应收账款	2,978	3,732	3,870	4,567	4,645
存货	8,490	7,210	10,142	8,990	11,794
其他流动资产	13,750	25,970	29,094	28,510	28,000
<b>流动资产总额</b>	<b>42,596</b>	<b>52,140</b>	<b>56,973</b>	<b>61,882</b>	<b>67,860</b>
固定资产	3,716	4,143	4,700	5,400	6,249
无形资产	1,480	2,089	2,152	2,216	2,283
其他非流动资产	21,403	33,856	35,626	37,820	40,378
<b>非流动资产总额</b>	<b>26,599</b>	<b>40,088</b>	<b>42,478</b>	<b>45,436</b>	<b>48,909</b>
<b>总资产</b>	<b>69,195</b>	<b>92,228</b>	<b>99,451</b>	<b>107,317</b>	<b>116,769</b>
应付账款	2,750	3,195	3,858	3,919	4,530
短期银行贷款	12,198	3,996	3,596	3,237	2,913
应付即期税项	2,169	2,825	2,966	3,115	3,270
其他流动负债	9,090	10,575	11,104	11,659	12,242
<b>流动负债总额</b>	<b>26,207</b>	<b>20,591</b>	<b>21,525</b>	<b>21,929</b>	<b>22,955</b>
租赁负债	3,938	3,824	4,015	4,216	4,427
其他非流动负债	1,211	11,803	10,794	9,902	9,119
<b>非流动负债总额</b>	<b>5,149</b>	<b>15,627</b>	<b>14,809</b>	<b>14,118</b>	<b>13,546</b>
<b>总负债</b>	<b>31,356</b>	<b>36,218</b>	<b>36,334</b>	<b>36,047</b>	<b>36,501</b>
归属股东权益	34,400	51,460	58,567	66,701	75,741
少数股东权益	3,439	4,550	4,550	4,550	4,550
<b>股东权益</b>	<b>37,839</b>	<b>56,010</b>	<b>63,117</b>	<b>71,251</b>	<b>80,291</b>

(转下页)

现金流量表 (百万美元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除税前溢利	11,355	15,640	18,126	20,741	23,055
营运资金变化	-924	971	-2,407	515	-2,270
折旧及摊销	4,341	4,862	4,376	3,938	3,544
<b>经营活动现金流</b>	<b>12,147</b>	<b>19,634</b>	<b>8,780</b>	<b>15,238</b>	<b>13,244</b>
资本开支	-1,089	-904	-994	-1,094	-1,203
其他投资活动	-3,685	-24,889	1,072	1,019	968
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,774</b>	<b>-25,793</b>	<b>78</b>	<b>-75</b>	<b>-235</b>
负债变化	-903	1,342	-1,168	-1,002	-851
股本变化	0	10,384	0	0	0
其他融资活动	-6,938	-8,255	-9,050	-8,215	-8,551
<b>融资活动现金流</b>	<b>-7,841</b>	<b>3,471</b>	<b>-10,219</b>	<b>-9,217</b>	<b>-9,401</b>
<b>现金变化</b>	<b>-468</b>	<b>-2,688</b>	<b>-1,360</b>	<b>5,946</b>	<b>3,607</b>
期初持有现金	17,592	17,378	15,228	13,868	19,814
汇率变动	254	538	0	0	0
期末持有现金	17,378	15,228	13,868	19,814	23,421

重点财务数据					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>					
毛利率	60.2%	62.6%	62.9%	63.1%	63.3%
扣非归母净利润率	14.1%	16.4%	17.1%	17.6%	17.9%
ROE	21.8%	21.8%	19.9%	20.2%	19.9%
<b>营运表现</b>					
行销费用/收入(%)	43.3%	40.7%	41.0%	41.0%	41.0%
实际税率(%)	27.4%	27.9%	28.0%	28.0%	28.0%
股息支付率(%)	0.0%	50.7%	40.0%	40.0%	40.0%
库存周转天数	138.0	122.8	123.0	123.0	123.0
应付账款天数	21.3	19.6	20.0	20.0	20.0
应收账款天数	50.4	46.5	50.0	50.0	50.0
<b>杠杆比率</b>					
资本负债率	45.3%	39.3%	36.5%	33.6%	31.3%
总资产/股本	1.83	1.65	1.58	1.51	1.45
利息覆盖倍数	0.83	0.65	0.58	0.51	0.45

资料来源：公司公告，国证国际预测

**客户服务热线**

香港：2213 1888

国内：40086 95517

**免责声明**

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其他其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

**规范性披露**

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

**公司评级体系**

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

**国证国际证券(香港)有限公司**

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010