

纺织服饰

2025 年 01 月 11 日

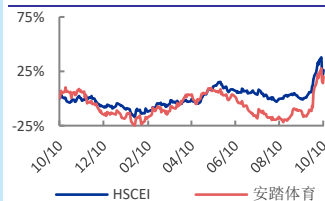
报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 01 月 10 日

收盘价（港币）	78.10
恒生中国企业指数	6898.15
52 周最高/最低（港币）	107.50/60.20
H 股市值（亿港元）	2,204.94
流通 H 股（百万股）	2,823.22
汇率（人民币/港币）	1.0824

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
刘佩 A0230523070002
liupe@swsresearch.com

联系人

刘佩
(8621)23297818x
liupe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

安踏体育 (02020)

——销售表现超预期，股权回购加快推进彰显信心

投资要点：

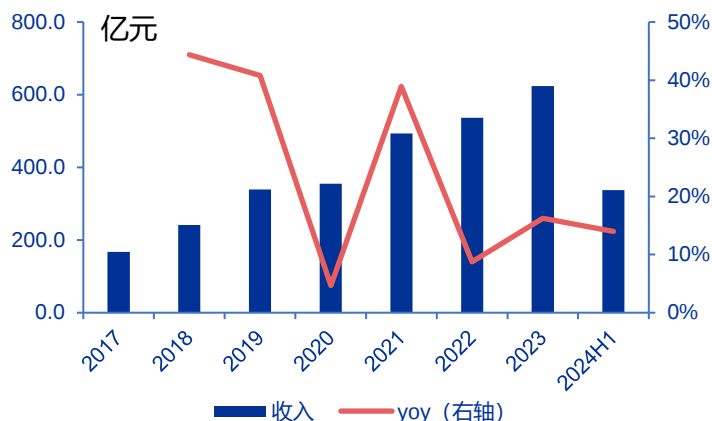
- **公司发布 2024 年第四季度零售运营数据，表现超预期。**安踏品牌 24Q4 高单位数增长，环比季度的中单位数增长有所提速，品牌全年增长高单位数。FILA 品牌 24Q4 高单位数增长，环比三季度的低单位数下降改善明显，反映出公司高效的业务调整能力，品牌全年增长中单位数。其他户外品牌 24Q4 流水增长达到 50-55%，延续强劲势头，全年增长 40-45%。
- **分细分品牌看，1) 主品牌儿童表现更优，FILA 持续改善。**根据公司 24Q4 公开业绩交流，24Q4 安踏品牌整体增长高单位数，其中，安踏大货高单位数增长，儿童业务低双位数增长。FILA 24Q4 同比增长高单位数，其中，儿童业务从三季度的负增长转为中单位数增长。2) **新品牌维持强劲表现。**Kolon Sport 四季度流水增长 60-65%，DESCENTE 增长 45-50%，两大品牌流水合计已超百亿，表现持续超预期。
- **分渠道看，线上增长优于线下，线下门店业态持续创新。**根据公司 24Q4 公开业绩交流，24Q4 安踏品牌电商增长高双位数，FILA 品牌的线上增速预计依旧快于线下。双十一期间公司电商成交总额 111 亿元，在未过度打折的情况下再次获得行业第一。线下渠道积极进行差异化的门店布局，如以高性价比为核心优势的超级安踏店，有效捕捉了消费降级环境下的价格敏感型的客群的需求，契合当下消费趋势，店效为安踏普通门店的一倍以上。
- **库存维持健康，折扣水平稳步改善。**根据公司 24Q4 公开业绩交流，安踏和 FILA 库销比在 5 倍左右，处于健康合理的水平。健康的库存驱动了良好的折扣表现，四季度安踏线上折扣同比改善了 1pct，线下同比稳定，约为 7.2 折。FILA 线下折扣约为 7.4-7.5 折，也保持相对稳定状态。表明公司在四季度大促集中、电商竞争激烈的环境下，并未依靠过度打折来获取销售增长，而是通过产品和营销策略的优化提升销售表现，业务增长质量较高。
- **品牌出海稳步推进，布局跨境电商。**2025 年公司将继续推进在东南亚市场的出海业务，并逐步拓展中东市场，在保留部分批发业务的基础上开拓直营零售业务。在欧美市场上凭借欧文系列品牌认可度和影响力持续提升，24 年 9 月正式入驻北美主流渠道 Foot Locker、DSG。2025 年公司计划在洛杉矶开设安踏直营店，并开展跨境电商业务，打开成长空间。
- **股权回购加快推进，彰显中长期发展信心。**根据公司公告，24 年 12 月 20 日-25 年 1 月 9 日期间，公司已回购 12 次，回购总股数达到 1606 万股，占总股本的比例为 0.6%，总金额约 12 亿港元。股权回购有序进行，彰显中长期发展信心。
- **公司多品牌矩阵资源稀缺，主品牌增长稳健，FILA 聚焦高端时尚，业务调整高效，四季度重回增长，户外新品牌延续强劲势头，持续看好公司稀缺且优质的多品牌矩阵组合未来的增长潜力，维持“买入”评级。**维持 24-26 年盈利预测，预计净利润分别为 134.1/135.7/150.7 亿元，对应 PE 为 15/15/14 倍，24 年利润包含 Amer Sports 上市带来的一次性收益 16 亿元，若剔除为 118.1 亿元，继续维持“买入”评级。
- **风险提示：**终端销售恢复低于预期；市场竞争加剧风险；新品推广不及预期。

财务数据及盈利预测

货币单位：人民币	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入（亿元）	536.5	623.6	686.0	743.5	808.6
同比增长率（%）	9%	16%	10%	8%	9%
归母净利润（亿元）	75.9	102.4	134.1	135.7	150.7
同比增长率（%）	-2%	35%	31%	1%	11%
每股收益（摊薄，元/股）	2.76	3.61	4.73	4.79	5.32
毛利率（%）	60.2%	62.6%	63.3%	64.0%	64.6%
市盈率（倍）					

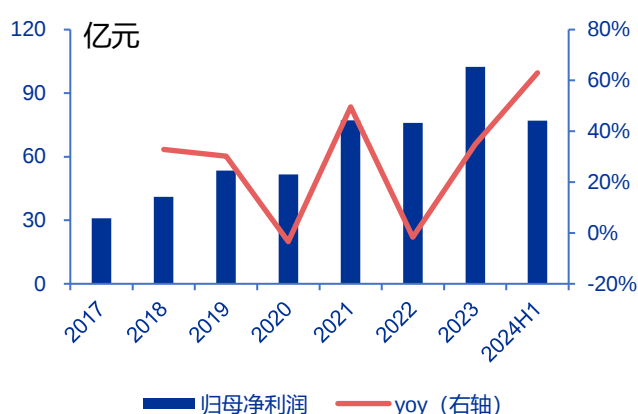
注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

图 1：2024H1 收入同比增长 14%至 337 亿元



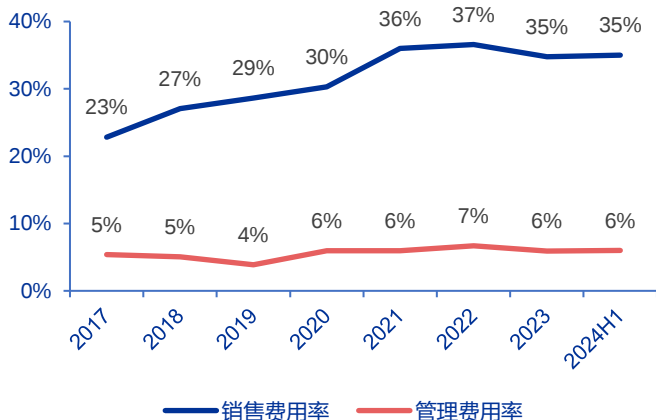
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：2024H1 归母净利润同比增长 63%至 77 亿元



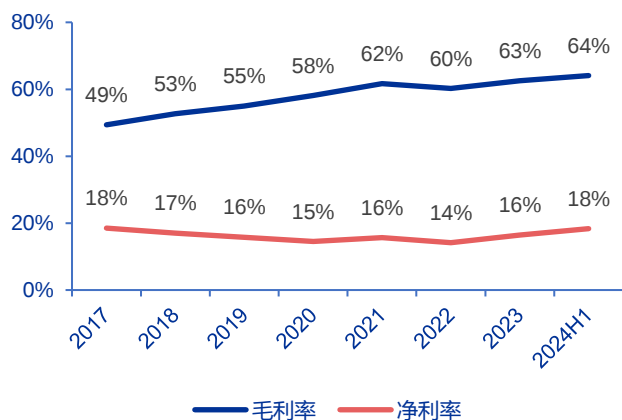
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：2024H1 销售费用率同比增加 1pct 至 35%，管理费用率同比提升 0.1pct 至 6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：2024H1 公司毛利率提升 0.8pct 至 64.1%，净利率提升 0.5pct 至 18.3%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：公司各品牌分季度零售额表现

		Q1	Q2	Q3	Q4	全年
2022	安踏品牌	10-20%高段	中单位数下滑	中单位数增长	高单位数下滑	低单位数
	FILA 品牌	中单位数	高单位数下滑	10-20%低段	10-20%低段下滑	低单位数下滑
	其他品牌	40-50%	20-25%	40-45%	10-20%低段	10-15%
2023	安踏品牌	中单位数	高单位数	高单位数	高双位数	高单位数
	FILA 品牌	高单位数	10-20%高段	10-20%低段	25-30%	10-20%高段
	其他品牌	75-80%	70-75%	45-50%	55-60%	60-65%
2024	安踏品牌	中单位数	高单位数	中单位数	高单位数	高单位数
	FILA 品牌	高单位数	中单位数	下滑低单位数	高单位数	中单位数
	其他品牌	25-30%	40-45%	45-50%	50-55%	40-45%

注：Q 开始 FILA 品牌增速单独披露，资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并损益表

单位: (亿元人民币)	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	537	624	686	748	814
营业成本	-213	-233	-251	-269	-288
毛利	323	390	435	479	526
其他净收入	21	17	33	19	20
销售费用	-196	-217	-246	-267	-290
管理费用	-36	-37	-43	-45	-49
营业利润	112	154	179	187	207
净融资(支出)/收入	1	10	11	12	13
分占合营公司亏损	0	-7	6	7	8
除税前溢利	114	156	196	206	228
所得税	-31	-44	-50	-57	-64
年内溢利	82	113	146	148	165
汇兑差额	7	5	5	5	5
分占合营公司的全面亏损(收益)	0	-1	0	0	0
综合收益总额	89	117	151	154	170
溢利分配为:					
本公司股东	76	102	134	136	151
非控股权益	7	10	11	13	14

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。