

买入

2024 年 1 月 15 日

2024 年第四季度表现优于预期

- **2024 年第四季度的营运概况：**于 2024 年第四季度，安踏主品牌的零售金额同比录得高单位数的增长（受益于多门店类别的业态如 Arena, 冠军店和超级大店和针对性的产品）；其中大货增长高单位数，儿童增长低双位数，电商增长接近 20%。库销比为 5 左右。线上折扣比去年改善 1 个点，线下折扣则约持平。FILA 品牌的零售金额恢复正增长，同比增长高单位数，优于市场预期（应能逐步解除市场对品牌的担忧）。其中，大货增长高单位数，儿童增长中单位数，潮牌增长高双位数，电商增长中双位数。库销比为 5 左右。折扣率稳定在 74-75 折。其他品牌的零售金额维持高速增长，同比增长 50-55%。其中，迪桑特增长 40%的高段，可隆增长 60-65%。
- **全年零售表现：**2024 年全年来看，安踏主品牌的零售金额同比增长高单位数，FILA 和其他品牌的零售金额则同比增长中单位数和 40-45%。
- **2025 年的展望：**集团对于 2025 年保持信心，预计安踏品牌和 FILA 品牌应能有低双位数的增长。FILA 品牌中长期的流水目标为 400-500 亿元。海外发展方面：主要以安踏品牌为主，2024 年东南亚业务的发展良好。未来计划发展中东市场。目前于欧美有约 100 家门店，是与零售商合作。集团计划于 2025 年，会在洛杉矶开出第一家直营店。集团也计划做跨境电商。
- **目标价 106.4 港元，维持买入评级：**集团整体第四季度表现优于预期，安踏主品牌和 FILA 品牌环比有所改善；在 2023 年高基数的情況下，同比也录得良好增长；其他品牌继续录得高速增长。库销比也在合理范围。展望 2025 年，安踏主品牌和 FILA 品牌预计有低双位数的增长。纵使内地消费行业表现比较波动，但集团还是能做出高质量的增长；显示集团“单聚焦、多品牌、全渠道”发展策略的优势。我们继续看好集团未来的发展。目前的估值吸引，约 2025 年 14.8 倍的 PE。我们维持买入评级，目标价为 106.4 港元，相当于 2025 年 20 倍 PE。
- **风险因素：**宏观经济的变化、主品牌和 Fila 表现不及预期、亚玛芬的影响等。

王柏俊

852-25321915

patrick.wong@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	服装纺织
股价	78.5 港元
目标价	106.4 港元 (+35.6%)
股票代码	2020
已发行股本	28.23 亿股
市值	2216 亿港元
52 周高/低	107.5/57.87 港元
每股净现值	20.23 人民币
主要股东	丁世忠（52.56%）

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入（百万人民币）	53,651	62,356	69,600	76,852	84,561
变动（%）	8.8%	16.2%	11.6%	10.4%	10.0%
归母净利润（百万人民币）	7,590	10,236	13,050	13,931	15,421
变动（%）	-1.7%	34.9%	27.5%	6.7%	10.7%
基本每股收益（人民币）	2.82	3.69	4.70	5.02	5.56
变动（%）	-1.8%	30.9%	27.5%	6.7%	10.7%
市盈率@78.5港元（倍）	26.3	20.1	15.7	14.8	13.3
每股派息（人民币）	1.25	1.87	2.38	2.55	2.82
息率（%）	1.7%	2.5%	3.2%	3.4%	3.8%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币> <百万>，财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>，财务年度截至<12月31日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	53,651	62,356	69,600	76,852	84,561	盈利能力					
毛利	32,318	39,028	43,873	48,705	53,906	毛利率 (%)	60.2%	62.6%	63.0%	63.4%	63.7%
其他业务收入	2,128	1,705	1,670	1,691	1,860	经营利率 (%)	20.9%	24.6%	24.0%	24.3%	24.7%
销售及管理费用	-23,216	-25,366	-28,830	-31,757	-34,901	净利率 (%)	14.1%	16.4%	18.7%	18.1%	18.2%
其他收入	2,128	1,705	1,670	1,691	1,860						
营运收入	11,230	15,367	16,714	18,639	20,866	营运表现					
净财务收入（开支）	97	991	1,523	1,630	1,656	SG&A/收入 (%)	43.3%	40.7%	41.4%	41.3%	41.3%
联营公司	28	-718	1,500	800	800	实际税率 (%)	27.4%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%
税前盈利	11,355	15,640	19,737	21,069	23,323	派息率 (%)	44.3%	50.7%	50.7%	50.7%	50.7%
所得税	-3,110	-4,363	-5,506	-5,877	-6,506	库存周转天数	138	122	122	122	122
少数股东应占利润	655	1,041	1,181	1,261	1,396	应付账款天数	50	47	47	47	47
净利润	7,590	10,236	13,050	13,931	15,421	应收账款天数	21	20	20	20	20
折旧及摊销	-860	-1,018	-1,025	-1,000	-979	财务状况					
EBITDA	10,370	14,349	15,689	17,639	19,887	净负债/股本	-0.27	0.01	-0.07	-0.19	-0.25
						收入/总资产	1.09	0.87	0.89	0.90	0.91
增长						总资产/股本	3.27	1.74	1.69	1.65	1.61
总收入 (%)	8.8%	16.2%	11.6%	10.4%	10.0%	ROE	20.1%	18.3%	20.7%	19.8%	19.6%
EBITDA (%)	-1.7%	38.4%	9.3%	12.4%	12.7%						
净利润 (%)	-1.7%	34.9%	27.5%	6.7%	10.7%						

资产负债表						现金流量表					
<人民币> <百万>，财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>，财务年度截至<12月31日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	17,378	15,228	19,179	25,483	30,407	EBITDA	10,370	14,349	15,689	17,639	19,887
应收账款	2,978	3,732	3,102	4,526	3,896	其他项目	6,421	7,211	5,606	4,962	4,948
存货	8,490	7,210	9,988	8,828	11,664	营运资金变化	-1,598	1,659	-1,863	123	-1,949
其他流动资产	10,928	22,835	22,786	22,786	22,786	所得税	-3,046	-3,584	-5,506	-5,877	-6,506
总流动资产	39,774	49,005	55,055	61,623	68,754	营运现金流	12,147	19,635	13,926	16,847	16,380
固定资产	3,716	4,143	4,018	3,919	3,839						
无形资产	1,480	2,089	2,089	2,089	2,089	资本开支	-974	-744	-1,419	-1,419	-1,419
其他	4,045	16,488	17,007	17,526	18,045	其他投资活动	-3,800	-25,049	-800	-880	-969
总资产	49,015	71,725	78,169	85,157	92,727	投资活动现金流	-4,774	-25,793	-2,219	-2,299	-2,388
短期银行贷款	12,198	3,996	3,996	3,996	3,996						
应付帐款、应付票据	2,750	3,195	3,430	3,818	4,076	负债变化	-1,436	383	-542	-542	-542
短期银行贷款	12,198	3,996	3,996	3,996	3,996	股本变化	0	0	0	0	0
其他应付帐款	2,247	2,886	2,886	2,886	2,886	股息	-3,752	-4,022	-7,215	-7,702	-8,526
总短期负债	29,393	14,073	14,308	14,696	14,954	其他融资活动	-2,653	7,110	0	0	0
长期银行贷款	492	10,948	10,948	10,948	10,948	融资活动现金流	-7,841	3,471	-7,757	-8,244	-9,068
其他负债	719	855	855	855	855						
总负债	30,604	25,876	26,111	26,499	26,757	现金变化	-468	-2,687	3,950	6,304	4,924
少数股东权益	3,439	4,550	5,731	6,992	8,388	汇率损失	254	538	0	0	0
股东权益	14,972	41,299	46,326	51,665	57,582	期初持有现金	17,592	17,378	15,229	19,179	25,483
						期末持有现金	17,378	15,229	19,179	25,483	30,407

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。