

买入

Q4 流水恢复正增长，期待 25 业态扩宽注入新动能

安踏体育 (2020.HK)

2025-01-27 星期一

投资要点

目标价: **104.50 港元**
 现价: 82.15 港元
 预计升幅: 27.2%

重要数据

日期	2025/01/27
收盘价 (港元)	82.15
总股本 (亿股)	28.23
总市值 (亿港元)	2319
净资产 (亿港元)	675.3
总资产 (亿港元)	1064.8
52 周高低 (港元)	107.50/ 58.52
每股净资产 (港元)	22.2

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

安踏国际集团控股有限公司	42.4%
安达控股国际有限公司	5.7%
安达投资资本有限公司	4.1%

相关报告

研究部

姓名: 冯浩
 SFC: BUQ780
 电话: 755-2151 9167
 Email: fenghao@gyzq.com.hk

➤ 公司 2024Q4 零售流水恢复增长，FILA 品牌恢复超预期:

安踏主品牌，同比+高单位数，其中大货/儿童/电商分别实现+高单位数/+低双位数/+高双位数，整体表现符合预期。品牌库销比维持在 5 左右，线下折扣约 72 折持平，线上折扣略深于线下但同比有所改善。安踏主品牌全年接近双位数增长。

FILA 品牌，在去年高基数的背景下 (+25-30%) 实现同比+单位数，其中大货/儿童/潮牌分别实现+高单位数/+中单位数/+高双位数，季度环比恢复情况超预期。品牌库销比维持在 5 左右，折扣率稳定在 74-75 折左右，整体可控。FILA 品牌全年中单位数接近高单位数增长。

其他品牌，实现 50-55% 增长，其中迪桑特/可隆分别实现+50%/+60~65%。其他品牌全年增长 40-45%，超过预期。

➤ 2025 年公司聚焦主品牌业态拓宽，期待新增长动能:

2025 年公司针对主品牌将延续 2024 年新业态的探索后的逐渐成熟和商业化拓展，包括超级安踏、安踏冠军、SNEAKERVERSE 等新系列拓宽品牌在不同细分价格带或者产品领域的精细化竞争力。我们认为，安踏主品牌在已经具备一定影响力的背景下，通过集团成熟的品牌营销和产品研发能力有望通过业态延展突破品牌下一步发展空间，我们将持续关注。除了主品牌动态外，公司其他品牌均为户外高增赛道的强竞争力和影响力品牌，在户外话题及热度保持上升态势的背景下，相关品牌 2025 年有望延续高增表现。

➤ 维持买入评级，目标价 104.50 港元:

我们的观点: 回顾公司全年流水，Q1、Q2 表现符合预期，Q3 零售表现受社零环境影响略低于预期，Q4 流水恢复至增长状态。展望 2025 年，我们认为公司整体在新业态和户外赛道的动力加持下依旧有潜力保持增长态势，建议持续关注。

我们预计 FY24E 至 FY26E 营收分别为 696.6 / 771.7 / 859.2 亿元，同比 +11.7%/ +10.8%/ +11.3%；归母净利润分别为 131.2 / 137.0 / 155.0 亿元，同比 +28.1%/ +4.4%/ +13.2%。维持买入评级，目标价 104.5 港元，对应 24E 财年的 PE 约 20 倍，目标价较现价预计升幅为 27.2%。

百万人民币	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
营业收入	49,328	53,651	62,356	69,663	77,172
同比增长 (%)	38.9%	8.8%	16.2%	11.7%	10.8%
毛利率	61.6%	60.2%	62.6%	63.0%	63.2%
归母净利润	7,720	7,590	10,236	13,115	13,696
同比增长 (%)	49.6%	-1.7%	34.9%	28.1%	4.4%
归母净利润率	15.7%	14.1%	16.4%	18.8%	17.7%
每股盈利 (人民)	2.87	2.82	3.69	4.85	5.06
PE@82.15HK	26.6	27.1	20.7	15.8	15.1

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

➤ 公司 2024Q4 零售流水恢复增长，FILA 品牌恢复超预期

根据电话会，24Q4 安踏主品牌同比高单位数正增长，其中大货高单位数增长，儿童低双位数增长，电商渠道高双位数增长，整体表现符合预期。品牌库销比维持在 5 左右，线下零售折扣约 72 折同比持平，线上折扣略深于线下但同比有所改善。安踏主品牌全年接近双位数增长。

FILA 品牌，24Q4 在去年高基数的背景下（+25-30%）实现同比单位数增长，其中大货高单位数增长，儿童中单位数正增长，潮牌超预期高双位数增长，季度环比恢复情况超预期。品牌库销比维持在 5 左右，折扣率稳定在 74-75 折左右，整体可控。FILA 品牌全年中单位数接近高单位数增长。

所有其他品牌，24Q4 实现同比 50-55% 增长，其中迪桑特品牌增长近 50%，可隆品牌增长 60~65%，迪桑特和可隆全年实现超 100 亿业绩。其他品牌全年增长 40-45%，超过预期。

表 1：公司 2024 年各季度各品牌各品类流水情况

品牌	品类	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024全年
安踏	整体	+中单位数	+高单位数	+中单位数	+高单位数	+高单位数
	成人	略有增长	+高单位数	+中单位数	+高单位数	
	儿童	略有增长	+中单位数	+中单位数	+低双位数	
	电商	+20~25%	+20~25%	+20% ↑	+高双位数	
FILA	整体	+高单位数	+中单位数	-低单位数	+高单位数	+中单位数
	成人	-	+高单位数	持平	+高单位数	
	儿童	-	-	-	+中单位数	
	FUSION	-	-	-	+高双位数	
	电商	+25%	+20% ↑	-	-	
其他品牌	整体	+25~30%	+40~45%	+45~50%	+50~55%	+40~45%
	迪桑特	-	+35~39%	+35~40%	+40% ↑	
	可隆	+50% ↑	+60%	+65~70%	+60~65%	

资料来源：公司季度经营电话会议、国元证券经纪（香港）整理

➤ 2025 年公司聚焦主品牌业态拓宽，期待新增长动能

2025 年公司针对主品牌将延续 2024 年新业态的探索后的逐渐成熟和商业化拓展，包括超级安踏、安踏冠军、SNEAKERVERSE 等新系列拓宽品牌在不同细分价格带或者产品领域的精细化竞争力。例如，安踏冠军通过塑造品牌向上形象，向高端市场延展的可能性，超级安踏通过提供高性价比价格向下的优质产品给予消费者更优质的购物体验，最终实现品牌市场份额的提升。我们认为，安踏主品牌在已经具备一定影响力的背景下，通过集团成熟的品牌营销和产品研发能力有望通过业态延展突破品牌下一步

发展空间，我们将持续关注。

除了主品牌动态外，公司其他品牌均为户外高增赛道的强竞争力和影响力品牌，在户外话题及热度保持上升态势的背景下，相关品牌 2025 年有望延续高增表现。

➤ **我们的观点**

回顾公司全年流水，Q1、Q2 表现符合预期，Q3 零售表现受社零环境影响略低于预期，Q4 流水恢复至增长状态。品牌方面，主品牌积极探索业态可能性，陆续推出了如安踏冠军、超级安踏等新的模式和系列，有望在未来拓宽增长渠道。FILA 品牌第三季度受大环境影响零售流水有所下滑，第四季度公司积极应对改善恢复增长。户外品牌全年流水超预期增长，体现了户外品类在整个体育鞋服行业中依旧属于高增长赛道，依旧是公司富有竞争力的优质资产。展望 2025 年，我们认为公司整体在新业态和户外赛道的动力加持下依旧有潜力保持增长态势，建议持续关注。

➤ **维持买入评级，目标价 104.5 港元：**

我们预计 FY24E 至 FY26E 营收分别为 696.6 / 771.7 / 859.2 亿元，同比+11.7%/ +10.8%/ +11.3%；归母净利润分别为 131.2 / 137.0 / 155.0 亿元，同比+28.1%/ +4.4%/ +13.2%。维持买入评级，目标价 104.5 港元，对应 24E 财年的 PE 约 20 倍，目标价较现价预计升幅为 27.2%。

➤ **风险提示：**

零售环境超预期下行影响公司销售、行业竞争格局加剧、营销推广不及预期、户外服饰发展不及预期。

财务报表摘要

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	42,596	52,140	60,510	69,246	79,187
现金	17,378	15,228	22,504	30,036	38,653
定期存款	10,305	21,448	21,448	21,448	21,448
应收账款	2,978	3,732	4,105	4,516	4,967
存货	8,490	7,210	7,931	8,724	9,597
其他	3,445	4,522	4,522	4,522	4,522
非流动资产	26,599	40,088	41,320	42,716	44,268
物业、厂房及设备	3,716	4,143	4,557	5,013	5,514
有使用权资产	8,015	8,085	8,894	9,783	10,761
于合营公司的投资	9,343	9,283	9,283	9,283	9,283
无形资产	1,480	2,089	1,985	1,885	1,791
其他	4,045	16,488	16,602	16,752	16,918
资产总计	69,195	92,228	101,830	111,963	123,455
流动负债	26,207	20,591	21,489	22,406	23,409
短期借款	12,198	3,996	4,196	4,406	4,626
应付账款	2,750	3,195	3,610	4,007	4,448
租赁	2,867	2,701	2,701	2,701	2,701
应交税费	2,169	2,825	3,108	3,418	3,760
其他	6,223	7,874	7,874	7,874	7,874
非流动负债	5,149	15,627	16,477	17,489	18,694
长期借款	492	10,948	10,948	10,948	10,948
递延税项负债	691	855	941	1,035	1,138
其他	3,966	3,824	4,589	5,507	6,608
负债合计	31,356	36,218	37,966	39,895	42,103
股本	262	272	272	272	272
储备	34,138	51,188	57,745	64,594	72,345
少数股东权益	3,439	4,550	5,847	7,202	8,735
归属于母公司的所有者权：	34,400	51,460	58,017	64,866	72,617
负债及权益合计	69,195	92,228	101,830	111,963	123,455

现金流量表

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除税前净利润	11,355	15,640	19,961	20,846	23,595
折旧摊销	4,466	4,862	2,446	2,690	2,959
财务费用	-98	-949	-1,387	-1,003	-1,117
营运资金变动	-1,598	1,659	-425	-552	-604
已付所得税	-3,046	-3,584	-5,549	-5,795	-6,559
其它	1,068	2,006	104	99	94
经营活动现金流	12,147	19,634	15,150	16,285	18,368
投资活动现金流	-4,774	-25,793	-2,281	-3,032	-3,322
筹资活动现金流	-7,841	3,471	-5,593	-5,721	-6,430
现金净增加额	-468	-2,688	7,276	7,532	8,616
现金期初金额	17,592	17,378	15,228	22,504	30,036
现金期末金额	17,378	15,228	22,504	30,036	38,653

利润表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	53,651	62,356	69,663	77,172	85,920
营业成本	-21,333	-23,328	-25,786	-28,387	-30,905
毛利	32,318	39,028	43,877	48,785	55,015
销售费用	-19,629	-21,673	-25,288	-27,396	-31,017
管理费用	-3,587	-3,693	-4,006	-4,399	-4,897
其他收支净额	2,128	1,705	3,400	2,174	2,597
营业利润	11,230	15,367	17,983	19,164	21,698
财务费用净额	97	991	1,387	1,003	1,117
分占合营公司损益	28	-718	590	679	780
除税前溢利	11,355	15,640	19,961	20,846	23,595
所得税	-3,110	-4,363	-5,549	-5,795	-6,559
净利润	8,245	11,277	14,412	15,051	17,036
少数股东损益	655	1,041	1,297	1,355	1,533
归属于母公司净利润	7,590	10,236	13,115	13,696	15,502
EPS (元)	2.82	3.69	4.85	5.06	5.73

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性					
营业收入yoy	8.8%	16.2%	11.7%	10.8%	11.3%
营业利润yoy	2.2%	36.8%	17.0%	6.6%	13.2%
归母净利润yoy	-1.7%	34.9%	28.1%	4.4%	13.2%
盈利能力					
毛利率	60.2%	62.6%	63.0%	63.2%	64.0%
净利率	15.4%	18.1%	20.7%	19.5%	19.8%
归母净利率	14.1%	16.4%	18.8%	17.7%	18.0%
ROE	22.1%	19.9%	22.6%	21.1%	21.3%

偿债能力

资产负债率	45.3%	39.3%	37.3%	35.6%	34.1%
负债权益比	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
流动比率	1.6	2.5	2.8	3.1	3.4
速动比率	1.3	2.2	2.4	2.7	3.0

营运能力

存货周转天数	136	121	106	106	107
应收账款周转天数	21	19	20	20	20

每股资料 (元)

每股收益	2.82	3.69	4.85	5.06	5.73
每股净资产	14.05	20.19	23.62	26.64	30.06

估值比率

PE@82.15HKD	26.8	20.5	15.6	14.9	13.2
PB	5.4	3.7	3.2	2.8	2.5

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。