

2025 年 03 月 19 日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

114

公司基本资讯

产业别	纺织服饰
H 股价(2025/03/19)	97.90
恒生指数(2025/03/19)	24,771.14
股价 12 个月高/低	106.3/64.87
总发行股数(百万)	2,807.21
H 股数(百万)	2,807.21
H 市值(亿元)	2,158.46
主要股东	汇丰国际信托有限公司 (52.53%)
每股净值(元)	21.86
股价/账面净值	4.66
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	19.95% 20.59% 43.99%

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

产品组合

鞋类	41.2%
服装	55.6%
配饰	3.2%

股价相对大盘走势



安踏体育(02020.HK)

BUY 买进

2024 年主业显韧性，2025 踏浪前行

结论与建议：

业绩概要：

公告 2024 年实现营收 708.3 亿，同比增 13.6%，经营溢利 166 亿，同比增 8%，股东应占溢利 156 亿，同比增 52.4%，剔除 Amer Sports 上市和联营/合营公司损益，公司主业实现的股东应占溢利同比增 7.1%至 117.3 亿（仅剔除 Amer Sports 上市影响，股东应占溢利同比增 16.5%至 119.3 亿）。

期末分红方案：每股派发 1.18 港币

点评：

- **经营显韧性，业绩平稳增长。**分品牌来看，安踏探索新门店业态，开设安踏竞技场级、安踏冠军、安踏殿堂级、超级安踏等新型门店，进一步瞄准细分受众群体，全年经营流水高单位数正增长，实现营收 335.2 亿，同比增 10.6%，表现平稳；FILA 延续高端时尚运动定位，进行商品策略的战略调整，并升级和优化零售渠道，全年经营流水中单位数正增长（Q4 环比改善），实现营收 266.3 亿，同比增 6.1%；Descent 和 Kolon 聚焦细分市场，在各自定位和战略下引领，其他所有品牌全年经营流水实现 40%-45%正增长，总计实现营收 106.8 亿，同比增 53.7%。渠道看，DTC 渠道实现收入 182.4 亿，同比增 7.3%，电商实现收入约 120 亿，同比增 20.7%，传统批发渠道实现营收 33 亿，同比下降 2.1%。
- **低毛利业务占比提升和战略调整影响毛利。**报告期毛利率同比下降 0.4pct 至 62.2%，主要受安踏和 FILA 两品牌影响。其中，安踏毛利率 54.5%，yoy-0.4pct，下降主要由于毛利较低的鞋类产品及电商业务占比上升；FILA 毛利率 67.8%，yoy-1.2pcts，下降主要由于提升产品功能质量导致成本上升、以及毛利较低的鞋类产品占比提升；下降所有其他品牌毛利率 72.2%，yoy-0.7pct。
- **开店和品牌营销加码增加营运成本。**全年费用率（销售、管理、财务）同比提升 1.09pcts 至 40.18%，主要由于报告期内进行较多广告宣传，并加大品牌市场资源投放，同时持续开店和店铺升级，导致报告期销售费用率同比提升 1.45pcts。受费用率上升和电商运营成本增加影响，报告期公司经营溢利率同比下降 1.2pcts 至 23.4%，其中，安踏经营溢利率同比下降 1.2pcts，FILA 经营溢利率同比下降 2.3pcts，其他品牌经营溢利率同比提升 1.5pcts。
- 预计 2025 年公司将在“单聚焦、多品牌、全球化”战略下继续优化经营策略，“决战 2025”：安踏方面预计将推进品牌突破，继续探索多类型门店的差异化零售网络；FILA 优化发展质量，实现品类稳健增长；此外，2024 年公司将东南亚作为出海第一站，截止去年底海外店铺总数达 243 家，2025 年全球供应链和运营体系建设预计将持续推进，未来全球品牌竞争力提升值得期待。
- 预计 2025-2027 年将分别实现净利润 136 亿、152.7 亿和 172.6 亿，分别同比-13%、+12.4%和+13%，EPS 分别为 4.84 元、5.44 元和 6.14 元，当前股价对应 PE 分别为 19 倍、17 倍和 15 倍，予以“买进”。
- 风险提示：流水增长不及预期，成本增长超预期

..... 接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	7590	10236	15596	13589	15273	17255
同比增减	%	-2%	35%	52%	-13%	12%	13%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.82	3.69	5.55	4.84	5.44	6.14
同比增减	%	-2%	31%	50%	-13%	12%	13%
市盈率(P/E)	X	32	25	16	19	17	15
股利 (DPS)	HKD 元	1.34	1.97	2.36	2.08	2.34	2.64
股息率 (Yield)	%	1.37%	2.01%	2.41%	2.13%	2.39%	2.70%

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq$ 35%
买进 (Buy)	15% $\leq$ 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% $\leq$ 潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业总收入	53651	62356	70826	79364	88896	99761
营业总支出	21333	23328	26794	29841	33336	37310
经营溢利	11230	15367	16595	18146	20564	23254
除税前利润	11355	15640	21884	19288	21678	24491
持续经营净利润	8245	11277	16989	14852	16692	18858
归属普通股股东净利润	7590	10236	15596	13589	15273	17255

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	17378	15228	11390	10596	11485	17471
存货	8490	7210	10760	13450	16140	18561
应收账款	2978	3732	4463	5222	6005	6605
流动资产合计	42596	52140	52482	60354	68200	75020
固定资产	3716	4143	4687	5249	5774	6236
非流动资产合计	26599	40088	60133	74992	88837	103939
资产总计	69195	92228	112615	135346	157037	178959
流动负债合计	26207	20591	28593	34312	37743	39630
非流动负债合计	5149	15627	17283	21036	24524	28048
负债合计	31356	36218	45876	55347	62266	67678
少数股东权益	3439	4550	5010	5511	6062	6668
股东权益合计	37839	56010	66739	79999	94771	111281

附三：合并现金流量表

人民币百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	12147	19634	16741	19841	24002	29928
投资活动产生的现金流量净额	-4774	-25793	-14864	-14286	-16001	-15962
筹资活动产生的现金流量净额	-7841	3471	-5761	-6349	-7112	-7981
现金及现金等价物净增加额	-468	-2688	-3884	-794	889	5986

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。