

2025年03月19日

FILA 承压，存在 AMER、政府补助、所得税率影响

安踏体育 (2020. HK)

评级:	买入	股票代码:	2020
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	106.3/65.9
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	2,748.26
最新收盘价(港元):	97.9	自由流通市值(亿港元)	2,748.26
		自由流通股数(百万)	2,807.21

事件概述

2024 年公司实现收入/净利润/经营活动现金净额分别为 708.26/155.96/167.41 亿元、同比增长 13.6%/52.4%/-14.7%，经营性现金流下降主要由于存货增加，不包含 Amer 上市及配售事项权益摊薄所致的非现金会计利得的归母净利为 119.27 亿元，同比增长 16.5%；剔除政府补助、所得税率及 Amer 上市一次性影响后归母净利为 94.3 亿元，同比增长 2%；公司合营公司 AS Holding 2024 年收入为 51.83 亿美元，同比增长 18%；净利润 7300 万美元，同比增长 135%。

公司分派末期股息每股 1.18 港元，叠加中期股息每股 1.18 港元，对应股息率为 2.4%。

分析判断

主品牌稳健主要来自线上贡献、FILA 承压，其他品牌维持高增。（1）分品牌来看，24 年安踏/FILA/其他品牌收入分别为 335.22/266.26/106.78 亿元、同比增长 10.6%/6.1%/53.7%，其他品牌大幅增长主要源于户外市场需求增长，DESCENTE 和 KOLON SPORT 潜能释放，占比提升 4PCT 至 15%。其中主品牌 DTC/电商/批发业务分别实现收入 182.38/119.85/32.99 亿元、同比增长 7.3%/20.7%/-2.1%。（2）2024 年末安踏/FILA/DESCENTE/KOLON 店数分别为 9919/2060/226/191 家、全年净开 88/88/39/27 家、同比 2023 年增加 0.9%/4.5%/20.9%/16.5%，下半年净开 15/79/29/31 家，持续推进全球化战略布局，重点深耕东南亚市场，安踏亦战略性布局中东、北美、欧洲及非洲市场，安踏/FILA/DESCENTE 海外门店数分别为 216/23/4 家。（3）分渠道来看，线上业务占比提升：24 年线上/线下收入分别为 248.6/459.7 亿元、同比增长 21.5%/9.7%，电商占比提升 2.3PCT 至 35.1%，电商增长较快主要由于公司持续优化天猫、抖音、京东、拼多多及唯品会的渠道矩阵，并通过数字化提供更精准的产品予目标客户。（4）分品类来看，鞋/服装/配饰分别实现收入 292.02/393.85/22.39 亿元、同比增长 15.3%/12.3%/14.4%。

OPM 降幅高于毛利率主要由于销售费用率提升，扣除合营收益和 Amer 利得的净利率降幅低于 OPM 主要由于财务收益率提升。（1）24 年公司毛利率为 62.2%、同比下降 0.4PCT，其中安踏/FILA/其他品牌毛利率分别为 54.5%/67.8%/72.2%、同比下降 0.4/1.2/0.7PCT。安踏毛利率下降主要由于毛利率较低的鞋类产品及电商业务占比提升；FILA 毛利率下降主要由于策略性增强和提升产品功能和质量以致成本提升、主动地提升毛利率较低的鞋类产品占比；（2）24 年 OPM 为 23.4%、同比下降 1.2PCT，安踏/FILA/所有其他品牌经营溢利率分别为 21.0%/25.3%/28.6%、同比上升-1.2/-2.3/1.5PCT，主要由于电商运营支出及广宣费用增加；（3）24 年公司归母净利率为 22.0%、同比提升 5.6PCT；剔除联营合营公司损益及 Amer 上市和配售摊薄所致利得，公司归母净利率为 16.6%，同比下降 1.0PCT。24 年公司销售/管理/财务费用率分别为 36.2%/5.9%/-2.0%、同比提升 1.5/0.0/-0.4PCT。财务费用率下降主要由于利息收入增加；销售费用率增加主要由于奥运年导致广告及宣传开支/收入为 9.0%、同比提升 0.8PCT。24 年合营公司盈利及 Amer 上市和配售利得影响 39 亿元（合营公司盈利及 Amer 利得/收入同比提升 6.7PCT 至 5.5%）；公司实际税率为 27.2%、同比提升 0.5PCT，所得税/收入同比提升 0.1PCT。公司其他收入/收入提升 0.7PCT 至 3.4%，主要为 22.24 亿元政府补助金、同比提升 49%。

春节备货导致库存有所增加。24 年末公司存货为 107.6 亿元、同比增加 49.2%，其中原材料/在制品/制成品分别增加-16.9%/-7.5%/55%，我们分析主要由于为应对春节提前而进行的提前备货，存货周转天数为 123 天、同

比持平；应收账款为 44.63 亿元，同比上升 19.6%，应收账款周转天数为 21 天，同比提升 1 天；应付账款为 43.32 亿元，同比上升 35.6%，应付账款周转天数为 51 天、同比提升 3 天。

投资建议

我们分析，（1）预计 2025 年主品牌收入高单位数增长、FILA 收入中单位数增长，KOLON 和 DESCENTE 30% 增长。根据公司公告，公司计划 25 年底安踏/安踏儿童/FILA/DESCENTE/KOLON 店数分别为 6900-7000/2600-2700/2100-2200/260-270/190-200 家，25 年净开-235 至-135/-184 至-84/33-43/-1 至 9 家。（2）中长期看，由于未来户外引动市场向好，KOLON 和 DESCENTE 有望凭借其中高端运动品牌定位，不断提升产品核心竞争力及市场份额，保持高增长。（3）AmerSports 有望持续带来正向贡献，净利仍有较大增长空间。我们维持 25/26 年收入预测 770/859 亿元，新增 27 年收入预测 960 亿元；维持 25/26 归母净利预测 138.74/159.07 亿元，新增 27 年归母净利润预测 178.76 亿元；维持 25/26 年 EPS 预测 4.94/5.67 元，新增 27 年 EPS 预测 6.37 元；2025 年 3 月 19 日收盘价 97.9 港元对应 25/26/27 年 PE 为 18/16/14 倍（1 港元=0.93 元人民币），维持“买入”评级。

风险提示

开店低于预期；多品牌、跨区域运营不及预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	62356.00	70826.00	77044.55	85948.36	95963.16
YoY (%)	16.23%	13.58%	8.78%	11.56%	11.65%
归母净利润(百万元)	10236.00	15596.00	13874.39	15906.79	17876.40
YoY (%)	34.86%	52.36%	-11.04%	14.65%	12.38%
毛利率 (%)	62.59%	62.17%	62.32%	62.47%	62.62%
每股收益 (元)	3.61	5.52	4.94	5.67	6.37
ROE	19.89%	25.27%	18.35%	17.38%	16.34%
市盈率	18.45	12.97	18.03	15.72	13.99

资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：1 港元=0.93 元人民币。

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	70826.00	77044.55	85948.36	95963.16	净利润	16989.00	14759.99	16922.12	19017.45
YoY (%)	13.03%	8.78%	11.56%	11.65%	折旧和摊销	5471.00	4816.80	3655.71	2853.34
营业成本	26794.00	29485.72	32648.34	36293.27	营运资金变动	-2223.00	-8442.38	94.13	-95.76
营业税金及附加					经营活动现金流	16741.00	9532.97	20199.62	21192.67
销售费用	21673.00	23389.89	24677.29	28021.24	资本开支	-3460.00	-930.00	-963.00	-999.30
管理费用	4198.00	4468.58	4985.00	5565.86	投资	-11188.00	-1578.00	-1735.80	-1909.38
财务费用	-1220.00	-286.61	-789.89	-1305.41	投资活动现金流	-14864.00	-734.91	-2226.46	-2326.32
资产减值损失					股权募资	-844.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	198.00	1773.09	472.34	582.36	债务募资	5872.00	-8583.00	0.00	0.00
营业利润	14187.00	18159.46	21918.76	24163.52	筹资活动现金流	-5761.00	-8754.66	0.00	0.00
营业外收支	6279.00	0.00	0.00	0.00	现金净流量	-3838.00	43.41	17973.16	18866.35
利润总额	21884.00	20219.16	23180.99	26051.30	主要财务指标				
所得税	4895.00	5459.17	6258.87	7033.85	成长能力 (%)				
净利润	16989.00	14759.99	16922.12	19017.45	营业收入增长率	13.58%	8.78%	11.56%	11.65%
归属于母公司净利润	15596.00	13874.39	15906.79	17876.40	净利润增长率	52.36%	-11.04%	14.65%	12.38%
YoY (%)	52.36%	-11.04%	14.65%	12.38%	盈利能力 (%)				
每股收益 (元)	5.52	4.94	5.67	6.37	毛利率	62.17%	62.32%	62.47%	62.62%
资产负债表 (百万元)					净利率	22.02%	18.01%	18.51%	18.63%
货币资金	11390.00	11433.41	29406.56	48272.91	总资产收益率 ROA	13.85%	11.60%	11.46%	11.14%
预付款项					净资产收益率 ROE	25.27%	18.35%	17.38%	16.34%
存货	10760.00	14742.86	15546.83	17282.51	偿债能力 (%)				
其他流动资产	703.00	1078.62	1203.28	1343.48	流动比率	1.84	3.05	3.69	4.22
流动资产合计	52482.00	63321.25	85297.37	108839.40	速动比率	1.43	2.29	2.96	3.49
长期股权投资	14669.00	14669.00	14669.00	14669.00	现金比率	0.40	0.55	1.27	1.87
固定资产	6152.00	4586.90	3519.38	2802.97	资产负债率	40.74%	31.84%	29.12%	26.85%
无形资产	9439.00	7117.30	5492.11	4354.48	经营效率 (%)				
非流动资产合计	60133.00	56246.20	53553.49	51699.45	总资产周转率	0.63	0.64	0.62	0.60
资产合计	112615.00	119567.45	138850.86	160538.84	每股指标 (元)				
短期借款	8583.00	8583.00	8583.00	8583.00	每股收益	5.52	4.94	5.67	6.37
应付账款及票据	4332.00	4914.29	5441.39	6048.88	每股净资产	23.77	29.03	35.06	41.83
其他流动负债	11458.00	11556.68	12892.25	14394.47	每股经营现金流	5.96	3.40	7.20	7.55
流动负债合计	28593.00	20785.46	23146.75	25817.29	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	12233.00	12233.00	12233.00	12233.00	估值分析				
其他长期负债	5050.00	5050.00	5050.00	5050.00	PE	12.97	18.03	15.72	13.99
非流动负债合计	17283.00	17283.00	17283.00	17283.00	PB	3.28	3.07	2.54	2.13
负债合计	45876.00	38068.46	40429.75	43100.29					
股本	271.00	271.00	271.00	271.00					
少数股东权益	5010.00	5895.60	6910.93	8051.97					
股东权益合计	66739.00	81498.99	98421.11	117438.56					
负债和股东权益合计	112615.00	119567.45	138850.86	160538.84					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。