

## 主品牌韧性增长+户外品牌持续高增，加速海外市场布局

### 核心观点

- 公司发布 2024 年报，实现营业收入 708 亿，同比增长 13.6%。若不包括由 Amer Sports 上市事项及 Amer Sports 配售事项权益摊薄所致的利得影响，公司实现归母净利润 119.3 亿，同比增长 16.5%，分红率为 51.4%。
- **安踏主品牌：消费压力之下韧性增长，推出全新零售业态。**2024 收入同比增长 10.6%，其中线下经销、线下零售和线上渠道分别同比增长 7.3%、20.7%和-2.1%。2024 年毛利率同比下降 0.4pct 至 54.5%，主要由于毛利率较低的鞋类产品和电子商务渠道占比上升所致。经营利润率同比下降 1.2pct 至 21%。针对市场分层和差异化的需求，推出如“安踏作品集”、“超级安踏”等全新零售业态。
- **FILA 品牌：坚持高端运动时尚定位，推动持续健康发展。**2024 收入同比增长 6.1%，其中 24H2 收入同比增长 5.4%，毛利率同比下降 1.2pct 至 67.8%，主要由于：1) 策略性地增加和提升产品功能和质量导致成本上升；2) 主动地提升毛利率较低的鞋类产品占比。2024 年经营利润率同比下降 2.3pct 至 25.3%。
- **其他品牌（户外为主）：持续高速增长，营业利润率再提升。**2024 收入同比增长 53.7%，其中 24H2 收入同比增长 64.2%，毛利率同比下降 0.7pct 至 72.2%，经营利润率同比增长 1.5pct 至 28.6%。渠道方面，截至 2024 年末迪桑特门店数量同比增加 39 家至 226 家，Kolon Sport 门店数量增加 27 家至 191 家。
- 2024 年安踏和迪桑特加快海外市场布局，重点深耕东南亚市场，同时战略性地布局中东、北美、欧洲及非洲市场。截至 2024 年底，公司在中国以外有超过 240 家门店。展望 2025 年，尽管外部消费环境仍有挑战，我们相信公司作为行业龙头有足够增长韧性，我们预计 2025 年安踏主品牌收入同比增长高单位数，FILA 品牌同比增长中单位数，其他品牌同比增长 30%+。盈利能力方面，虽然 2024 年政府补贴和利息收入基数较高，我们推测全年净利率仍然有望维持在较高水平。

### 盈利预测与投资建议

- 根据年报，我们调整了 25-26 年的盈利预测（上调了收入，下调了毛利率）并引入了 27 年的盈利预测，预计 2025-2027 年每股收益分别为 4.82、5.54 和 6.24 元（原 25-26 为 4.92 和 5.64 元），参考可比公司，我们维持公司 2025 年 21 倍 PE 估值，对应目标价 108.31 港币（1 人民币=1.07 港币），维持“买入”评级。

**风险提示：**流行风尚变化、市场竞争加剧、全球运动服饰消费减速等

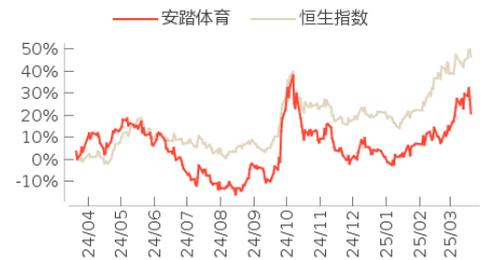
### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	62,356	70,826	78,370	86,449	95,412
同比增长(%)	16.2%	13.6%	10.7%	10.3%	10.4%
营业利润(百万元)	15,367	16,595	18,525	20,396	23,223
同比增长(%)	36.8%	8.0%	11.6%	10.1%	13.9%
归属母公司净利润(百万元)	10,236	15,596	13,521	15,540	17,528
同比增长(%)	34.9%	52.4%	-13.3%	14.9%	12.8%
每股收益(元)	3.65	5.56	4.82	5.54	6.24
毛利率(%)	62.6%	62.2%	62.8%	63.0%	63.3%
净利率(%)	16.4%	22.0%	17.3%	18.0%	18.4%
净资产收益率(%)	18.3%	23.4%	17.7%	17.7%	17.3%
市盈率(倍)	25.1	16.5	19.0	16.5	14.7
市净率(倍)	4.6	3.8	3.4	2.9	2.5

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年03月20日）	93.15 港元
目标价格	108.31 港元
52 周最高价/最低价	107.5/64.53 港元
总股本/流通 H 股（万股）	280,721/280,721
H 股市值（百万港币）	261,492
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 03 月 20 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.79	12.57	15.86	20.84
相对表现%	-5.02	5.29	-6.95	-25.57
恒生指数%	3.23	7.28	22.81	46.41



### 证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044

### 相关报告

FILA 环比明显改善，其他品牌维持高增	2025-01-12
超预期高质量增长，回购股份提振市场信心	2024-09-02
业绩超预期，呈现高质量增长	2024-03-29



## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。