

安踏体育 (02020.HK)

24 年稳健增长，期待 25 年新产品和新业态

2024 年安踏体育电商渠道增长 22%，安踏及 FILA 表现稳健，户外品牌延续高增长，公司库存及折扣水平稳定，持续拓展安踏主品牌新业态，优化 FILA 产品组合和门店形象，并持续控费提效。预计 25-27 年公司净利润 134.4 亿元、155.2 亿元、171.6 亿元，同比增速为-14%、16%、11%，剔除 amer 带来一次性利得，净利润同比增速为 13%、16%、11%。当前市值对应 25PE16X、26PE14X，维持强烈推荐评级。

□ **整体财务数据**：2024 年安踏体育营收增长 13%至 708.3 亿元，净利润同比增长 52.36%至 155.96 亿元，股东应占溢利增长 16.5%至 119.3 亿元（不包括分占联营公司/合营公司损益股东应占溢利增加 7.1%至人民币 117.3 亿元）；公司拟派末期息每股 1.18 港元。

□ **电商渠道增长较快，户外品类高增长延续**

1) **分品牌**：安踏品牌营收+10.6%至 335.2 亿元，FILA 营收+6.1%至 266.3 亿元，其他品牌营收+53.7%至 106.8 亿元。

2) **分渠道**：公司电商收入增加 21.8%，收入占比达 35.1%（占比提升 2.3pct）。

3) **分品类**：鞋类收入增加 15.3%至 292.0 亿元，服装收入增加 12.3%至 393.9 亿元。

□ **毛利率略有下降**：2024 年公司毛利率下降 0.4pct 至 62.2%，其中安踏品牌毛利率下降 0.4pct 至 54.5%（线上业务占比提升），FILA 毛利率下降 1.2pct 至 67.8%（近两年加大商品研发投入&电商占比提升），其他品牌毛利率下降 0.7pct 至 72.2%。广告及宣传开支占收入比重提升 0.8pct，员工成本占收入比重下降 0.1pct，研发投入占收入比重提升 0.2pct。股东应占溢利率提升 0.4%至 16.8%。

□ **门店**：截至 2024 年 12 月 31 日，安踏门店 7135 家（+82 家），安踏儿童门店 2784 家（+6 家）；FILA 门店 1264 家（+85 家），FILA kids 门店 590 家（+8 家），FILA fusion 门店 206 家（-5 家）。迪桑特门店 226 家（+39 家），kolon 门店 191 家（+27 家）。

□ **亚玛芬扭亏为盈，上市及配售为安踏体育带来一次性利得收益**。2024 年亚玛芬扭亏为盈，为安踏体育提供 2 亿利润；亚玛芬上市为安踏体育带来 15.79 亿元的一次性利得，同时年底亚玛芬配售为安踏体育带来 20.90 亿元的一次性利得。

□ **盈利预测及投资建议**：2024 年安踏稳健增长，电商渠道高增长，户外品牌延续高增长，公司库存及折扣水平稳定；公司会持续拓展安踏主品牌新业态，

强烈推荐（维持）

消费品/轻工纺服

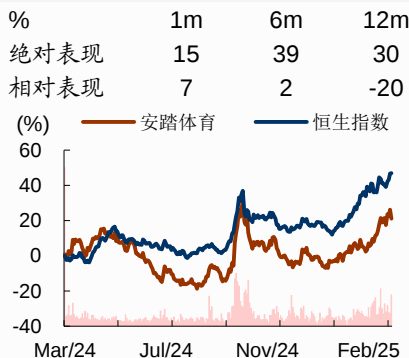
目标估值：NA

当前股价：97.9 港元

基础数据

总股本（百万股）	2807
香港股（百万股）	2807
总市值（十亿港元）	274.8
香港股市值（十亿港元）	274.8
每股净资产（港元）	25.3
ROE（TTM）	25.3
资产负债率	40.7%
主要股东	汇丰国际信托有限公司
主要股东持股比例	52.53%

股价表现



相关报告

- 1、《安踏体育（02020）—24Q4FILA 流水表现亮眼，持续拓展安踏门店新业态》2025-01-09
- 2、《安踏体育（02020）—24Q3FILA 流水承压，库存及折扣表现稳健》2024-10-11
- 3、《安踏体育（02020）—24H1 安踏主品牌超预期，库存及折扣水平良好》2024-08-27

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王梓旭 S1090524070009

wangzixu@cmschina.com.cn

优化 FILA 的产品组合和门店设计，并持续控费提效，考虑到公司给予 2025 年安踏品牌增长高单位数，FILA 增长中单位数，户外品牌增长 30%以上的增长目标，预计 2025-2027 年公司实现营收 779.6 亿元、854.5 亿元、929.7 亿元，同比增速为 10%、10%、9%；净利润 134.4 亿元、155.2 亿元、171.6 亿元，同比增速为-14%、16%、11%，剔除 amer 带来一次性利得，净利润同比增速为 13%、16%、11%。当前市值对应 25PE16X、26PE14X，维持强烈推荐评级。

□ 风险提示：终端消费需求不及预期风险、线上流量成本增加侵蚀利润风险、直营门店销售不及预期但运营费用较高导致利润承压风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	62661	70826	77958	85446	92968
同比增长	16%	13%	10%	10%	9%
营业利润(百万元)	13967	14187	16862	18976	20843
同比增长	50%	2%	19%	13%	10%
归母净利润(百万元)	10236	15596	13437	15523	17164
同比增长	35%	52%	-14%	16%	11%
每股收益(元)	3.61	5.52	4.79	5.53	6.11
PE	23.8	15.6	18.0	15.6	14.1
PB	4.7	3.9	3.4	2.9	2.5

资料来源：公司数据、招商证券（上表为人民币口径）

表 1：安踏体育分品牌季度流水增速

时间	安踏主品牌	FILA	其他品牌
2020Q1	20%-25%下滑	中单位数下滑	高单位数下滑
2020Q2	低单位数下滑	10%-20%增长	25%-30%增长
2020Q3	低单位数增长	20%-25%增长	50%-55%增长
2020Q4	低单位数增长	25%-30%增长	55%-60%增长
2021Q1	40%-45%增长	75%-80%增长	115%-120%增长
2021Q2	35%-40%增长	30%-35%增长	70%-75%增长
2021Q3	10%-20%低段增长	中单位数增长	35%-40%增长
2021Q4	10%-20%中段增长	高单位数增长	30%-35%增长
2022Q1	10%-20%高段增长	中单位数增长	40%-45%增长
2022Q2	中单位数下滑	高单位数下滑	20%-25%增长
2022Q3	中单位数增长	10%-20%低段增长	40%-45%增长
2022Q4	高单位数下滑	10%-20%低段下滑	10%-20%低段增长
2023Q1	中单位数增长	高单位数增长	75%-80%增长
2023Q2	高单位数增长	10%-20%高段增长	70%-75%增长
2023Q3	高单位数增长	10%-20%低段增长	45%-50%增长
2023Q4	10%-20%高段增长	25%-30%增长	55%-60%增长
2024Q1	中单位数增长	高单位数增长	25%-30%增长
2024Q2	高单位数增长	中单位数增长	40%-45%增长
2024Q3	中单位数增长	低单位数下滑	45%-50%增长
2024Q4	高单位数增长	高单位数增长	50%-55%增长

资料来源：公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	52140	52482	61673	77816	93810
现金及现金等价物	15228	11390	18894	33224	47387
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	22781	22906	22906	22906	22906
应收账款及票据	3732	4463	4912	5384	5858
其它应收款	1843	2260	2488	2727	2967
存货	7210	10760	11699	12728	13769
其他流动资产	1346	703	774	848	923
非流动资产	40088	60133	58078	57045	57029
长期投资	23015	39375	39375	39375	39375
固定资产	4965	6152	4097	3064	3048
无形资产	10177	11878	11878	11878	11878
其他	1931	2728	2728	2728	2728
资产总计	92228	112615	119750	134862	150839
流动负债	20591	28593	24388	25897	27426
应付账款	3195	4332	4710	5124	5543
应交税金	3664	4220	4220	4220	4220
短期借款	3996	8583	3000	3000	3000
其他	9736	11458	12458	13553	14662
长期负债	15627	17283	17283	17283	17283
长期借款	10948	12233	12233	12233	12233
其他	4679	5050	5050	5050	5050
负债合计	36218	45876	41671	43180	44709
股本	272	271	271	271	271
储备	51188	61458	71576	83773	96671
少数股东权益	4550	5010	6233	7638	9188
归属于母公司所有者权益	51460	61729	71847	84044	96942
负债及权益合计	92228	112615	119750	134862	150839

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	19634	16741	20358	19861	20220
净利润	10236	15596	13437	15523	17164
折旧与摊销	4987	5471	6055	4032	3016
营运资本变动	1659	(2223)	(309)	(304)	(302)
其他非现金调整	2752	(2103)	1175	610	342
投资活动现金流	(25793)	(14864)	(2871)	(1292)	(878)
资本性支出	(1321)	(3460)	(4000)	(3000)	(3000)
出售资产获得的现金	0	0	0	0	0
投资增减	64611	65644	0	0	0
其它	(487)	(216)	1129	1708	2122
筹资活动现金流	3471	(5761)	(9984)	(4240)	(5179)
债务增减	(2809)	(8295)	(5583)	0	0
股本增减	10497	(844)	0	0	0
股利支付	4022	6072	3319	3326	4265
其它筹资	(195)	9450	(1081)	(914)	(914)
其它调整	(8044)	(12144)	(6638)	(6652)	(8529)
现金净增加额	(2150)	(3838)	7504	14330	14163

资料来源：公司数据、招商证券（上表为人民币口径）

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	62661	70826	77958	85446	92968
主营收入	62356	70826	77958	85446	92968
营业成本	23328	26794	29132	31693	34287
毛利	39028	44032	48825	53752	58681
营业支出	25366	29845	31963	34776	37838
营业利润	13967	14187	16862	18976	20843
利息支出	521	626	1081	914	914
利息收入	1470	1846	121	208	322
权益性投资损益	(718)	198	1008	1500	1800
其他非经营性损益	75	4005	0	0	0
非经常项目损益	1367	2274	2300	2300	2300
除税前利润	15640	21884	19210	22070	24352
所得税	4363	4895	4551	5143	5638
少数股东损益	1041	1393	1223	1405	1550
归属普通股股东净利润	10236	15596	13437	15523	17164
EPS(元)	3.61	5.52	4.79	5.53	6.11

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	16%	13%	10%	10%	9%
营业利润	50%	2%	19%	13%	10%
净利润	35%	52%	-14%	16%	11%
获利能力					
毛利率	62.3%	62.2%	62.6%	62.9%	63.1%
净利率	16.3%	22.0%	17.2%	18.2%	18.5%
ROE	19.9%	25.3%	18.7%	18.5%	17.7%
ROIC	15.3%	17.9%	14.5%	14.5%	14.2%
偿债能力					
资产负债率	39.3%	40.7%	34.8%	32.0%	29.6%
净负债比率	16.2%	18.5%	12.7%	11.3%	10.1%
流动比率	2.5	1.8	2.5	3.0	3.4
速动比率	2.2	1.5	2.0	2.5	2.9
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6
存货周转率	3.0	3.0	2.6	2.6	2.6
应收帐款周转率	11.8	11.5	11.0	11.0	11.0
应付帐款周转率	7.8	7.1	6.4	6.4	6.4
每股资料(元)					
每股收益	3.61	5.52	4.79	5.53	6.11
每股经营现金	6.93	5.93	7.25	7.08	7.20
每股净资产	18.16	21.86	25.59	29.94	34.53
每股股利	1.75	2.15	2.15	2.49	2.75
估值比率					
PE	23.8	15.6	18.0	15.6	14.1
PB	4.7	3.9	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	13.6	10.5	11.2	10.9	10.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。