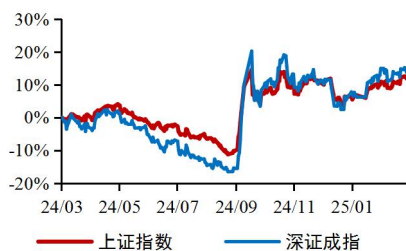


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 3 月 21 日 星期五

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,408.95	-0.51
深证成指	10,879.49	-0.91
沪深 300	3,974.99	-0.88
中小板指	6,771.27	-0.90
创业板指	2,200.03	-1.00
科创 50	1,064.79	-1.13

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

➤ 【山证纺织】安踏体育 2024 年报点评-2024 年稳健增长，户外运动品牌营收突破百亿

【公司评论】横店东磁(002056.SZ)：横店东磁年报点评-Q4 业绩超预期，印尼产能有望持续兑现超额利润

【公司评论】开发科技(920029.BJ)：新股覆盖研究-开发科技-领先的智能计量终端及智慧能源管理系统解决方案提供商



【今日要点】

【山证纺服】安踏体育 2024 年报点评-2024 年稳健增长，户外运动品牌营收突破百亿

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 3 月 19 日，公司发布 2024 年年报，2024 年，公司实现营收 708.26 亿元，同比增长 13.6%，实现归母净利润 155.96 亿元，同比增长 52.4%。拟派末期股息 118 港分/股，全年派息率 51.4%（剔除 Amer Sports 上市事项及 Amer Sports 配售事项权益摊薄导致的非现金会计利得）。

➤ 事件点评

- 2024 年公司营收增长稳健，电商渠道增速快于线下。营收端，2024 年，公司实现营收 708.26 亿元，同比增长 13.6%，其中公司电商渠道收入同比增长 21.8%，占集团收入比重上升 2.3pct 至 35.1%。从流水角度看，2024 年，安踏品牌、FILA 品牌、所有其它品牌零售流水同比分别增长高单位数、中单位数、40%-45%。业绩端，2024 年，公司实现归母净利润 155.96 亿元，同比增长 52.4%，剔除 Amer Sports 上市事项及 Amer Sports 配售事项权益摊薄导致的非现金会计利得，归母净利润同比增长 16.5%至 119.27 亿元，主因分占联营公司收益增加。
- 安踏品牌：电商渠道增速领先，线下门店数量保持增长。2024 年，安踏品牌收入同比增长 10.6%至 335.22 亿元，占集团收入比重 47.3%。分渠道看，DTC 模式、电子商务、传统批发及其他渠道收入分别为 182.38、119.85、32.99 亿元，同比增长 7.3%、20.7%、-2.1%，收入占比分别为 54.4%、35.8%、9.8%。盈利能力方面，安踏品牌毛利率同比下滑 0.4pct 至 54.5%，主因毛利率较低的鞋类产品占比增加、毛利率较低的电商业务占比显著提升；经营利润率同比下滑 1.2pct 至 21.0%。截至 2024 年末，安踏、安踏儿童门店分别为 7135、2784 家，较期初净增 82、6 家。
- FILA 品牌：加大产品及品牌投入，盈利能力有所下滑。2024 年，FILA 品牌实现收入 266.26 亿元，同比增长 6.1%，收入占比为 37.6%。2024 年，FILA 品牌销售毛利率同比下滑 1.2pct 至 67.8%，主因公司策略性增强和提升产品功能和质量，以致成本率上升、主动提升毛利率较低的鞋类产品占比。经营利润率同比下滑 2.3pct 至 25.3%。截至 2024 年末，FILA 品牌门店共 2060 家，较期初净增 88 家。
- 所有其它品牌：营收规模突破百亿，经营利润率稳中有升。2024 年，迪桑特、可隆体育等其他品牌收入同比增长 53.7%至 106.78 亿元，收入占比为 15.1%。其中，迪桑特收入增长超过 35%，可隆收入增长超过 60%。盈利能力方面，所有其它品牌毛利率同比下滑 0.7pct 至 72.2%，经营利润率同比提升 1.5pct 至 28.6%。截至 2024 年末，迪桑特、可隆品牌门店分别为 226、191 家，较期初净增 39、27 家。

- **2024 年公司加大品牌、渠道及产品研发投入，经营利润率有所波动。**盈利能力方面，2024 年，公司毛利率同比下滑 0.4pct 至 62.2%，经营利润率同比下滑 1.2pct 至 23.4%。费用率方面，2024 年，公司销售费用率为 36.2%，同比提升 1.5pct，其中广告及市场推广费用率同比提升 0.8pct 至 9.0%，公司管理费用率为 5.9%，同比持平，其中研发费用率同比提升 0.2pct 至 2.8%。2024 年公司归母净利润率同比提升 5.6pct 至 22.0%，剔除 Amer Sports 上市事项及 Amer Sports 配售事项权益摊薄所致的利得影响，归母净利润率同比提升 0.4pct 至 16.8%，主因分占联营公司收益增加。存货方面，2024 年，公司存货为 107.60 亿元，同比增长 49.2%，主因 2023 年末存货基数低，平均存货周转天数 123 天，同比持平。经营活动现金流方面，2024 年，公司经营活动现金流净额为 167.41 亿元，同比下降 14.7%。截至 2024 年末，公司净现金为 314 亿元，同比下降 6.5%。
- **投资建议**
- **2024 年，公司在较为波动的消费环境背景下，践行单聚焦、多品牌、全球化战略，营收取得稳健增长，集团市场份额进一步提升，户外品牌矩阵表现亮眼。**盈利能力方面，公司坚持产品研发投入、坚定集团旗下各品牌定位，加大品牌投入，经营利润率有所波动，但整体处于较高水平。我们预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 4.99、5.57 和 6.35 元，3 月 19 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 为 18.1/16.2/14.2 倍，维持“买入-A”建议。
- **风险提示**
- 国内消费恢复不及预期；电商渠道增长放缓；行业竞争加剧。

【公司评论】横店东磁(002056.SZ)：横店东磁年报点评-Q4 业绩超预期，印尼产能有望持续兑现超额利润

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **事件：**3 月 12 日，公司披露 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 185.6 亿元，同比下滑 6.0%，实现归母净利润 18.3 亿元，同比增长 0.5%。24Q4 单季度实现营业收入 49.8 亿元，同比增长 25.4%，净利润 9.1 亿元，同比增长 4.4 倍，环比增长 2.2 倍，超市场预期。
- **事件点评**
- **光伏板块印尼产能释放，逆市保持较好盈利。**2024 年公司光伏板块实现收入 110.7 亿元，出货 17.2GW，同比增长 73%。估算全年平均毛利 0.12 元/W，组件端平均盈利约 4-5 分/W。2024 年下半年由于印尼电池片产能释放，毛利率大幅上行，预计 2025 年印尼出货 3.5GW+，有望持续贡献超额利润。公司整体电池片产能 23GW、组件产能 17GW，预计今年出货量 20GW 以上。
- **磁材器件龙头地位巩固，业绩贡献稳定。**2024 年公司磁材器件实现收入 45.8 亿元，出货 23.2 万吨，

同比增长 17%。截至 2024 年底，公司磁材产能 29 万吨（包括永磁、软磁、塑磁、外售预烧料等），是全球最大的铁氧体磁性材料生产企业。估算 2024 年磁材吨毛利 0.45 万元，24H2 环比 24H1 略有上升。器件方面，公司的铜片电感作为芯片供电模块，广泛应用于服务器、通讯电源、GPU、FPGA、电源模组等，主流 AI 服务器里的用量约 200-300 个，预计未来几年的复合增长会超 20%。此外，公司的 EMC 滤波器件广泛用于新能源车的 OBC、BMS、DC-DC 转换器等，单车价值约 100-200 元，公司 EMC 滤波器件已获得多个新能源车企的定点开发和生产。

- **锂电聚焦小动力领域，小圆柱电池出货量国内前三。**2024 年公司锂电产业实现收入 24.2 亿元，出货 5.31 亿支，同比增长 56%。估算公司单支毛利约 0.58 元，年度来看呈现上行趋势。公司主打 18650、21700 系列产品，产能 7GWh，下游应用以电动二轮车为主，占比约 70%，电动工具占比 10%+，智能家居领域占比 10%+，剩余为储能等，今年出货目标超 6 亿支。
- **投资建议**
- **预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 23.0 亿元、27.3 亿元、31.2 亿元，对应公司 3 月 19 日收盘价 15.97 元，2025-2027 年 PE 分别为 11.3 倍\9.5 倍\8.3 倍。**考虑公司三大主业稳步向上，光伏优质产能释放带来了明显业绩增长，整体 PE 估值较低，首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。
- **风险提示**
- 海外产能政策风险；产品价格大幅下跌；原材料价格大幅上涨等。

【公司评论】开发科技(920029.BJ)：新股覆盖研究-开发科技-领先的智能计量终端及智慧能源管理系统解决方案提供商

盖斌赫 gaibinhe@sxzq.com

【投资要点】

- **开发科技是国际领先的智能计量终端及智慧能源管理系统解决方案提供商，**公司主营业务为智能电、水、气表等智能计量终端以及 AMI 系统软件的研发、生产及销售。公司是全球最早参与智能电表研发及部署的企业之一，累计向 40 余国出口超 9000 万套智能计量设备。
- **智慧能源体系完善，产品更新换代，共同驱动行业需求。**在全球能源结构向清洁化、智能化加速转型的背景下，智慧能源体系的深化建设与产品技术标准的升级换代，共同构筑行业增长的核心动能。一方面，各国“双碳”政策与新型电力系统建设推动能源管理向数字化纵深发展；另一方面，技术标准迭代驱动存量设备进入换装周期。此外，新能源并网、虚拟电厂等场景的拓展，进一步要求智能计量终端向高精度、高兼容性 & 多源数据协同演进，带动软硬件一体化解决方案（如开发科技的 AMI 系统）渗透率提升。
- **先发优势奠定根基，海外影响力显著，海内外持续发力。**开发科技自 1998 年率先参与欧洲智能电表研

发及部署以来，在欧洲市场树立标杆（2023 年市占率 12.14%，英国市场唯一自主品牌中企），并深度参与沙特、乌兹别克斯坦等国家级智慧能源项目；同时向中东、南美等新兴市场输出“设备+系统+运维”全链条解决方案。国内布局同步发力，公司进入国家电网供应链体系，紧抓 IR46 标准电表替换窗口期，并拓展水、气表多元化能源计量场景。

- 盈利预测、估值分析和投资建议：公司具备先发优势，并且在欧洲等海外市场具备一定的市占率，随着智慧能源体系及“双碳”目标的持续推动，公司将继续受益。公司此次发行，发行价为 30.38，对应发行后市值为 42.19 亿元（考虑超额配售），2024 年 PE 为 7.16X，低于可比公司 PE（TTM）均值 15.10X
- 风险提示：境外市场经营风险；境内外市场开拓风险；客户集中度较高及与客户业务合作可持续性的风险；汇率变动导致汇兑损益、投资收益、公允价值变动损益金额波动的风险；交易金融衍生工具的风险

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

