

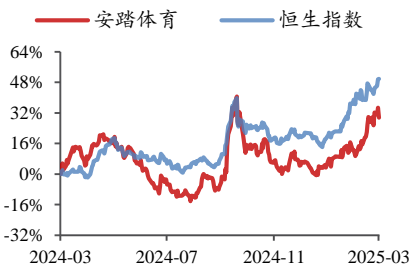
## 安踏体育 (02020.HK)

2025年03月21日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2025/3/20
当前股价(港元)	93.150
一年最高最低(港元)	107.50/65.550
总市值(亿港元)	2,614.92
流通市值(亿港元)	2,614.92
总股本(亿股)	28.07
流通港股(亿股)	28.07
近3个月换手率(%)	24.19

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《Q4 各品牌流水均环比提速, FILA 表现好于预期—港股公司信息更新报告》-2025.1.13

《Q3 FILA 流水波动, 期待Q4 电商旺季下流水表现—港股公司信息更新报告》-2024.10.11

《2024H1 核心利润超预期, 百亿回购提振信心 —港股公司信息更新报告》-2024.8.30

## 多品牌战略牵引营收再上台阶, 期待新零售业态突破

### ——港股公司信息更新报告

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐 (分析师)

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

张霜凝 (分析师)

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号: S0790524070006

#### ● 多品牌战略牵引营收再上台阶, 期待新零售业态突破, 维持“买入”评级

2024 年收入 708.26 亿元(同比+13.6%, 下同), 归母净利润 155.96 亿元(+52.4%), 剔除 Amer 上市及配售摊薄所致的非现金利得后归母净利润 119.3 亿元(+16.5%), 进一步剔除合营公司损益后归母净利润 117.3 亿元(+7.1%), 以此为基数的全年派息率为 51.4%, 同比略有提升, 并持续推进回购计划。考虑 2024 年政府补助及利息收入基数, 我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测, 预计归母净利润 134.6/149.9/165.7 亿元(原 137/153 亿元), 当前股价对应 PE 为 17.9/16.1/14.6 倍, 公司依托单聚焦、多品牌、全球化战略, 各品牌定位清晰, 主品牌成功打造爆品并于新业态取得突破; Fila 潮牌及儿童调整迅速, 预计组织变革后持续高质量增长; 高端垂类品牌预计维持高速增长, 维持“买入”评级。

● 主品牌: 2024 年成功打造爆品, 电商及新店型高增长, 预计 2025 年高单增长 2024 年收入 335.2 亿元(+10.6%), 占比 47.3%, 全年流水高单增长, 与收入增长匹配。分渠道: DTC/电商/批发收入同比+7.3%/+20.7%/-2.1%, DTC/电商占比 54.4%/35.8%。分品类: 大货/儿童分别双位数/高单增长, 门店净+82/6 至 7135/2784, 合计 DTC 门店占比 80%左右, 其中直营占比约 50%, 新店型取得成效, 安踏冠军/超级安踏/SV/Palace 等新店型精准对焦客户群并匹配产品, 店效好于传统门店。2024 年低毛利率的电商及鞋占比提升带动毛利率-0.4pct, 叠加电商费用导致 OPM 下降 1.2pct。展望: 2025 年预计高单增长, 电商优化矩阵, 线下精简提效, 预计大货/儿童 6900-7000/2600-2700 家, 新店型占比提升驱动店效。

#### ● FILA: 副牌调整迅速, 增强功能性致毛利率微降, 预计 2025 年中单增长

2024 年收入 266.3 亿元(+6.1%), 占比 37.6%, 全年流水中单增长, 主要系电商、功能性及鞋类产品贡献。大货/儿童/潮牌分别高单增长/持平/中单增长, 儿童及潮牌延续 Q4 改善趋势; 鞋录得双位数增长。2024 年策略性增强产品功能性, 成本提升导致毛利率-1.2pct, 电商费用及品宣增加带动 OPM-2.3pct。展望: 2025 年预计中单增长, 门店小幅净开至 2100-2200 家, CEO 换帅预计推动下一轮变革。

#### ● 其他品牌: 迪桑特及可隆规模及盈利延续高增势头, Amer 分占扭亏为盈

其他品牌: 2024 年收入 106.8 亿元(+53.7%), 全年流水增幅 40-45%, 其中迪桑特增长 40%+、可隆增长 60%+, 预计分别占比约 10%、中单位数, 迪桑特/可隆+39/+27 至 226/191 家门店, 毛利率及 OPM -0.7pct/+1.5pct。预计 2025 年其他品牌增长 30%+, 迪桑特/可隆门店小幅净开至 260-270/190-200 家。Amer: 2024 年分占约 2 亿元(2023 年为亏损 7.18 亿元), 预计 2025 年分占进一步大幅提升。

#### ● 风险提示: 消费者信心恢复不及预期、产品升级和渠道优化不达预期。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	62,356	70,826	78,576	86,693	94,871
YOY(%)	16.2	13.6	10.9	10.3	9.4
净利润(百万元)	10,236	15,596	13,458	14,991	16,567
YOY(%)	34.9	52.4	-13.7	11.4	10.5
毛利率(%)	62.6	62.2	62.5	62.8	63.2
净利率(%)	16.4	22.0	17.1	17.3	17.5
ROE(%)	18.3	27.8	19.5	18.7	20.5
EPS(摊薄/元)	3.6	5.6	4.8	5.3	5.9
P/E(倍)	23.6	15.5	17.9	16.1	14.6
P/B(倍)	4.3	4.3	3.5	3.0	3.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所 (2025 年 3 月 20 日汇率: 1 港币=0.92 人民币)

## 目 录

1、 2024 年业绩符合预期，全年派息率为 51.4% .....	3
1.1、 分品牌：主品牌、FILA 增长稳健，新品牌保持高增 .....	3
1.2、 按品类拆分：各品类增长明显，鞋类驱动增长 .....	4
2、 渠道：电商快速增长，线下小幅开店主要以店效驱动 .....	4
3、 其他品牌盈利能力再上一步，营运及资金状况良好 .....	5
3.1、 盈利能力：毛利率略降，政府补助提高但电商及零售杠杆带动 OPM 下降 .....	5
3.2、 营运能力：存货管理能力优异，财务状况稳健 .....	6
4、 盈利预测与投资建议 .....	7
5、 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1： 2024 年公司实现收入 708.26 亿元 (+13.6%) .....	3
图 2： 2024 年公司归母净利润 155.96 亿元 (+52.4%) .....	3
图 3： 2024 年公司毛利率略微下降 .....	5
图 4： 2024 年广告宣传活动及研发费用率上升，员工成本略降 .....	5
图 5： 2024 年经营利润为 165.95 亿元 (+8%)（单位：百万元） .....	6
图 6： 2024 年经营利润率-1.2pct 至 23.4%，归母净利率 22% (+5.6pct) .....	6
图 7： 2024 年存货周转天数为 123 天，同比持平 .....	6
图 8： 2024 年应收账款周转天数 21 天，同比增加 1 天 .....	6
表 1： 2024 年安踏/FILA/其他品牌收入分别增长 10.6%/6.1%/53.7%（单位：亿元） .....	3
表 2： 2024 年安踏和 FILA 品牌预计小幅净开店，其它品牌在核心城市持续开店 .....	4

## 1、2024 年业绩符合预期，全年派息率为 51.4%

2024 年公司实现收入 708.26 亿元(+13.6%)，归母净利润 155.96 亿元(+52.4%)，2024H1、2024H2 收入分别为 337.4 亿元(+13.8%)、370.9 亿元(+13.4%)，归母净利润分别为 77.2 亿元(+62.6%)、78.75 亿元(+43.5%)。

2024 年剔除 Amer 上市及配售摊薄所致的非现金利得后归母净利润 119.3 亿元(+16.5%)，进一步剔除合营公司损益后归母净利润 117.3 亿元(+7.1%)，以此为基数的全年派息率为 51.4%，同比 2023 年的 50.9%派息率略有提升。

图1：2024 年公司实现收入 708.26 亿元 (+13.6%)

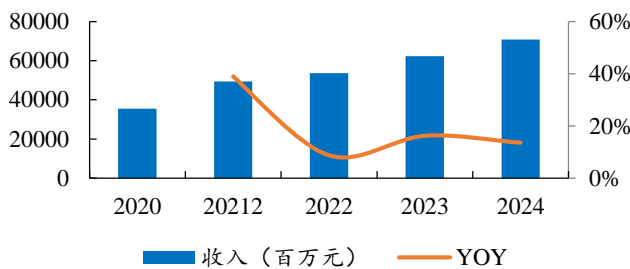
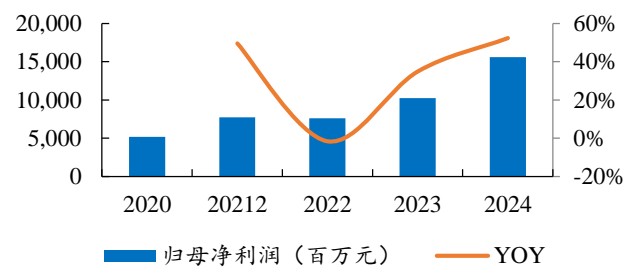


图2：2024 年公司归母净利润 155.96 亿元 (+52.4%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、分品牌：主品牌、FILA 增长稳健，新品牌保持高增

(1)分品牌收入：2024 年安踏/FILA/其他品牌收入分别增长 10.6%/6.1%/53.7%。

**安踏：**2024 年主品牌收入 335.22 亿元(+10.6%)，占比 47.3%。分渠道看：2024 年 DTC/电商/批发分别收入 182.38/119.85/32.99 亿元，同比+7.3%/+20.7%/-2.1%，占比 54.4%/35.8%/9.8%。

**FILA：**2024 年 FILA 收入 266.26 亿元(+6.1%)，占比 37.6%，增长主要系电商、功能性及鞋类产品贡献。大货/儿童/潮牌分别高单增长/持平/中单增长，儿童及潮牌延续 Q4 改善趋势；鞋录得双位数增长。

**其他品牌：**2024 年其他品牌收入 106.78 亿元(+53.7%)，占比 15.1%，迪桑特收入增长 40%左右，可隆作为 2024 年集团增速最快的品牌，收入增长超过 60%。

(2)分品牌流水：2024 年安踏/FILA/其他品牌流水分别高单/中单/40-45%增长。

表1：2024 年安踏/FILA/其他品牌收入分别增长 10.6%/6.1%/53.7%（单位：亿元）

	2023		2024		VS2023 变动	
	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动
安踏	303.06	48.60%	335.2	47.30%	10.6%	-1.3pct
FILA	251.03	40.30%	266.3	37.60%	6.1%	-2.7 pct
其他品牌	69.47	11.10%	106.8	15.10%	53.7%	+4 pct
总计	623.56	100%	708.3	100%	13.6%	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	绝对值	比率变动
安踏	166.48	54.90%	182.74	54.50%	9.8%	-0.4pct
FILA	173.15	69.00%	180.51	67.80%	4.3%	-1.2pct

其他品牌	50.65	72.90%	77.07	72.20%	52.2%	-0.7pct
总计	390.28	62.60%	440.32	62.20%	12.8%	-0.4pct
	<b>经营利润</b>	<b>经营利润率</b>	经营利润	经营利润率	绝对值	比率变动
安踏	67.31	22.20%	70.35	21.00%	4.5%	-1.2pct
FILA	69.16	27.60%	67.38	25.30%	-2.6%	-2.3pct
其他品牌	18.86	27.10%	30.5	28.60%	61.7%	+1.5pct
总计	153.67	24.60%	165.95	23.40%	8.0%	-1.2pct

数据来源：公司公告、开源证券研究所，注：经营利润总计为总部及未分配项目前

## 1.2、按品类拆分：各品类增长明显，鞋类驱动增长

2024 年鞋类收入为 292.02 亿元 (+15.3%)，收入占比为 41.2% (+0.6pct)，鞋类毛利率提升主要来自于 FILA、迪桑特、可隆鞋类占比提升。

2024 年服装收入为 393.85 亿元 (+12.3%)，收入占比为 55.6% (-0.6pct)。

2024 年配饰收入为 22.39 亿元 (+14.4%)，收入占比为 3.2%，基本持平。

## 2、渠道：电商快速增长，线下小幅开店主要以店效驱动

**线上方面：**公司整体电商渠道 2024 年收入 248.6 亿元 (+21.8%)，占比+2.3pct 至 35.1%。

**线下门店数量：**2024 年安踏门店成人净开 82 间至 7135 家、儿童门店净开 6 间至 2784 家；FILA 成人净开 85 间至 1264 间、kids 净开 8 间至 590 间、Fusion 净关 5 间至 206 间；迪桑特净开 39 间至 226 间；可隆净开 27 间至 191 间。

**店效：**截至 2024 年底，预计安踏成人店效 30 万、安踏儿童店效 16 万，并不断发展新业态包括 Palace、Arena、安踏冠军、安踏校园等。预计 FILA 成人/儿童/FUSION 店效分别为 96 万/36 万/40 万，成人略有增长，儿童、潮牌略有下降。迪桑特和可隆店效分别超过 200 万、150 万。

**预计 2025 年门店数：**安踏品牌规划 9500-9700 间，成人及儿童分别开至 6900-7000 家、2600-2700 家；FILA 规划 2100-2200 间；迪桑特规划 260-270 间；可隆规划 190-200 间。

**表2：2024 年安踏和 FILA 品牌预计小幅净开店，其它品牌在核心城市持续开店**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	较年初增长	2025 规划
安踏	10516	9922	9403	9603	9831	9919	总数+88	成人 6900-7000
						成人 7135, 儿童 2784	成人+82、儿童+6	儿童 2600-2700
FILA	1951	2006	2054	1984	1972	2060	88	2100-2200
DECENTE	136	175	182	191	187	226	39	260-270
KOLON	185	157	155	161	164	191	27	190-200

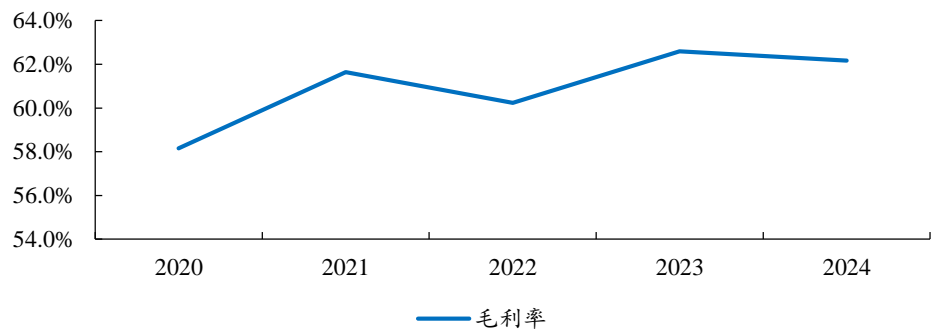
数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、其他品牌盈利能力再上一步，营运及资金状况良好

#### 3.1、盈利能力：毛利率略降，政府补助提高但电商及零售杠杆带动 OPM 下降

(1) **毛利率**：2024 年毛利率为 62.2% (-0.4pct)。分品牌看：安踏品牌 2024 年毛利率为 54.5% (-0.4pct)，主要原因系毛利率较低的鞋类产品占比增加、毛利率较低的电商占比上升。FILA 品牌 2024 年毛利率为 67.8% (-1.2pct)，主要原因系策略性地增强和提升产品功能和质量以致成本上升，以及主动地提升毛利率较低的鞋类产品占比。其他品牌 2024 年毛利率为 72.2% (-0.7pct)。

**图3：2024 年公司毛利率略微下降**

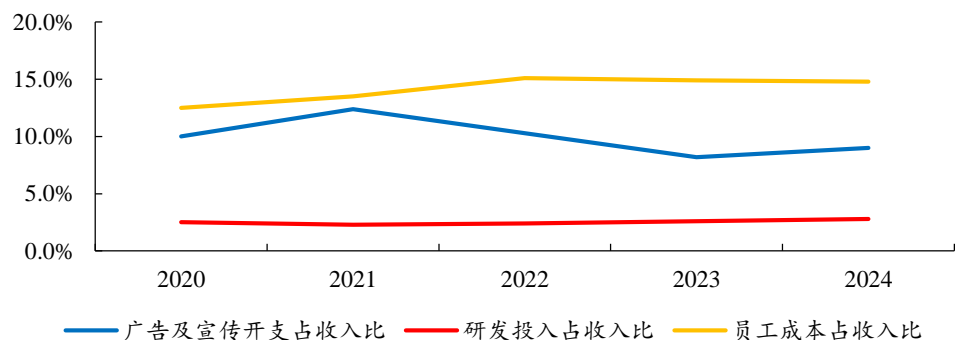


数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) **其他净收入**：2024 年其他净收入为 24.08 亿元，同比+41.2%，主要系政府补助 22.24 亿元同比增加 49%。

(3) **费用端**：2024 年公司销售费用率/管理费用率分别为 36.2%/5.93%，同比+1.5pct/同比持平。其中，广告及宣传活动费用率为 9.0%，同比+0.8pct，主要系 2024 年为运动赛事大年，公司加大品宣投入，同时持续在不同城市开店及店铺升级；员工成本费用率为 14.8%，同比-0.1pct；研发费用率为 2.8%，同比+0.2pct。

**图4：2024 年广告宣传活动及研发费用率上升，员工成本略降**



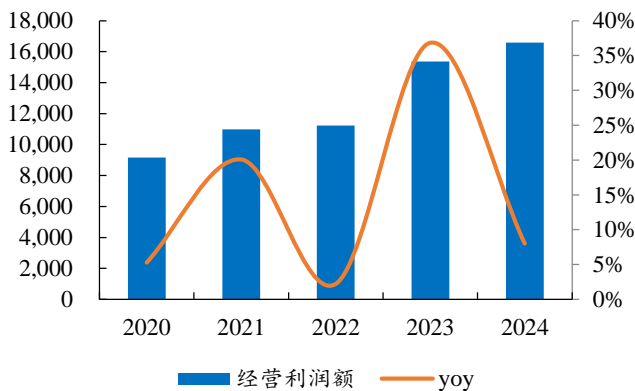
数据来源：公司公告、开源证券研究所

(4) **经营利润率**：2024 年集团经营利润率下降 1.2pct 至 23.4%，主要系电商、DTC 模式（安踏品牌）和直营零售业务（FILA 品牌及所有其他品牌）对销售贡献有所增加，电商及零售业务相关开支也有所增加。

分品牌看，安踏品牌 2024 年经营利润率为 21% (-1.2pct)；FILA 品牌 2024 年经营利润率为 25.3% (-2.3pct)，主要系提高产品研发投入以提升商品质量；其他品牌 2024 年经营利润率为 28.6% (+1.5pct)，进一步提升。

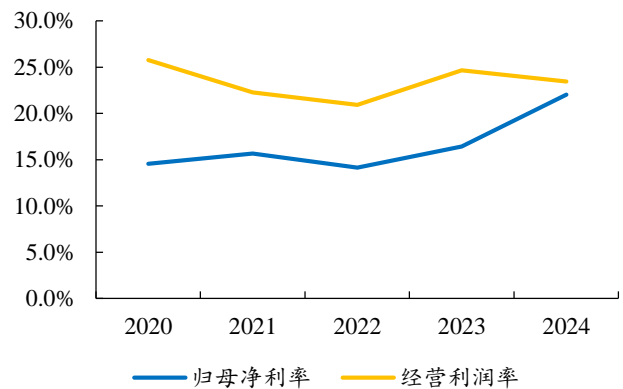
(5) **净利率**:2024 年归母净利润 155.96 亿元(+52%)，对应净利率 22%(+5.6pct)，剔除 Amer 上市及配售摊薄所致的非现金利得后归母净利润 119.3 亿元(+16.5%)，对应净利率 16.8% (+0.4pct)，进一步剔除合营公司损益后归母净利润 117.3 亿元 (+7.1%)，对应净利率 16.6% (+0.1pct)。

**图5：2024 年经营利润为 165.95 亿元 (+8%) (单位：百万元)**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图6：2024 年经营利润率-1.2pct 至 23.4%，归母净利率 22% (+5.6pct)**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

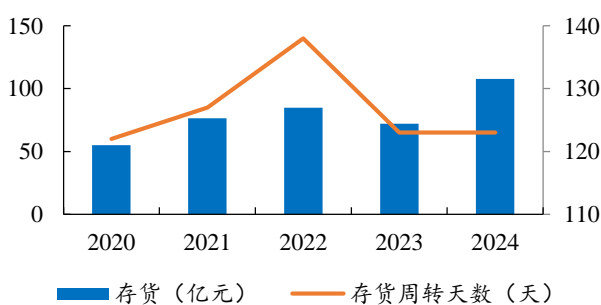
### 3.2、营运能力：存货管理能力优异，财务状况稳健

(1) **存货**：截至 2024 年底，公司存货为 107.60 亿元 (+49.2%)，平均存货周转天数下降 123 天同比持平。基于 DTC 模式，存货周转天数健康，全渠道库销比 5 左右，存货上升因为 2023 年底售罄非常好导致低基数。

(2) **应收账款**：截至 2024 年底，应收账款为 44.63 亿元，平均应收贸易账款周转天数增加 1 天至 21 天。

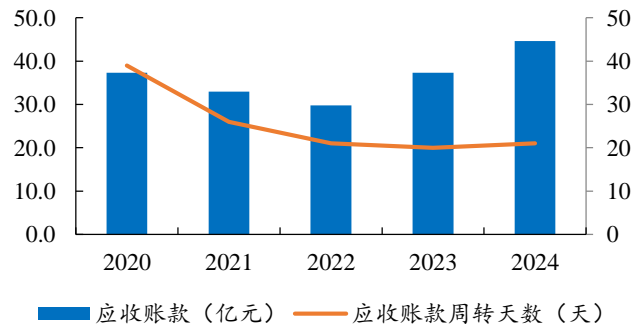
(3) **经营性现金流和净现金**:2024 年经营现金流净额为 167.41 亿元(-14.7%)，净现金为 313.95.亿元 (-6.5%)，财务状况稳健。

**图7：2024 年存货周转天数为 123 天，同比持平**



数据来源：公司公告、开源证券研究所，注：左轴为存货，右轴为存货周转天数

**图8：2024 年应收账款周转天数 21 天，同比增加 1 天**



数据来源：公司公告、开源证券研究所，注：左轴为应收账款，右轴为应收账款周转天数

#### 4、盈利预测与投资建议

考虑 2024 年政府补助及利息收入基数,我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测,预计归母净利润 134.6/149.9/165.7 亿元(原 137/153 亿元),当前股价对应 PE 为 17.9/16.1/14.6 倍,公司依托单聚焦、多品牌、全球化战略,各品牌定位清晰,主品牌成功打造爆品并于新业态取得突破;Fila 潮牌及儿童调整迅速,预计组织变革后持续高质量增长;高端垂类品牌预计维持高速增长,维持“买入”评级。

#### 5、风险提示

消费者信心恢复不及预期、产品升级和渠道优化不达预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn