

2025 年 03 月 23 日

投资评级： 买入（维持）

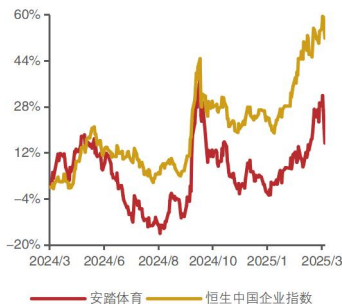
证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇
zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据	2025 年 03 月 21 日
收盘价（港元）	89.15
一年内最高/最低（港元）	107.50/65.55
总市值（百万港元）	250,263.05
流通市值（百万港元）	250,263.05
资产负债率（%）	40.74

资料来源：聚源数据

安踏体育 (02020. HK)

——集团营收首破 700 亿，聚焦多品牌行稳致远

投资要点：

- **集团营收同增 13.6%，首次突破 700 亿元。**公司发布 2024 年年报，2024 全年实现营收 708.26 亿元，同比+13.6%，实现毛利润 440.32 亿元，同比+12.8%，实现归母净利润 155.96 亿元，同比+52.4%，若剔除 Amer Sports 上市及配售事宜影响则实现归母净利润 117.29 亿元，同比+7.1%；2024 年公司毛利率及归母净利率分别为 62.2%/22.0%，较 2023 年分别-0.4pct/+5.6pct。
- **多品牌战略持续助力集团业绩稳增长。**分品牌看，1) 主品牌高质量增长，2024 全年实现营收 335.2 亿元，同比+10.6%，毛利率为 54.5%，同比下降 0.4pct 系毛利率较低的鞋履及电商渠道占比提升，但在“安踏作品集”、“超级安踏”等全新渠道及 PG7 等全新产品推出下，有望助主品牌巩固其在大众市场的地位；2) FILA 稳增长，2024 全年实现营收 266.3 亿元，同比+6.1%，毛利率小幅下滑系公司策略性加强产品功能及质量，未来将持续坚持高端的品牌定位；3) 高端户外品牌持续高增长，以 DESCENTE 及 KOLON SPORT 为代表的其他品牌营收达 106.8 亿元，同比+53.7%，在户外赛道高景气下，公司将坚持打造高品质的商品及终端门店，为消费者提供高质量的品牌体验。
- **线上及海外渠道有望持续为集团增长赋能。**2024 年公司线上业务营收绝对值同比+21.8%，营收占比提升 2.3pct 至 35.1%，在公司结合不同平台用户画像进行差异化布局后，电商渠道取得快速发展；此外，公司向海外扩张的趋势亦逐步加强，以东南亚为布局首站，逐步进军海外市场，截至 2024 年 12 月 31 日，安踏/FILA/DESCENTE 分别拥有海外店铺数 216 家/23 家/4 家，国际化战略有望助集团打开新增长极。
- **盈利预测与评级：**作为我国运动鞋服龙头公司，安踏体育深耕行业多年形成竞争壁垒，通过多品牌运营等方式稳固发展，且具备海外扩张预期，增长空间较大。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 135.00 亿元/155.61 亿元/171.50 亿元，同比分别增长-13.44%/15.27%/10.21%。我们持续看好公司多品牌运营下主品牌及 FILA 贡献运营稳定性以及户外赛道贡献运营成长性，叠加规模化下费率可控且具备海外扩张预期，维持“买入”评级。
- **风险提示。**市场开拓及品牌推广风险；宏观环境风险；收购风险及投资收益风险；跨市场选择可比公司的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	62661.00	70826.00	78944.69	87795.88	96556.82
同比增长率（%）	16.37%	13.03%	11.46%	11.21%	9.98%
归母净利润（百万元）	10236.00	15596.00	13500.18	15561.49	17149.99
同比增长率（%）	34.86%	52.36%	-13.44%	15.27%	10.21%
每股收益（元/股）	3.69	5.55	4.81	5.54	6.11
ROE（%）	19.89%	25.27%	17.93%	17.12%	15.87%
市盈率（P/E）	22.58	15.01	17.33	15.03	13.64

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	70,826	78,945	87,796	96,557	货币资金	11,390	14,936	20,646	28,153
增长率	13.6%	11.5%	11.2%	10.0%	应收款项	6,723	7,193	7,863	8,497
营业成本	26,794	29,259	32,471	35,730	存货	10,760	11,703	12,808	13,895
%销售收入	37.8%	37.1%	37.0%	37.0%	其他流动资产	23,609	23,953	24,072	24,172
毛利	44,032	49,686	55,325	60,827	流动资产	52,482	57,786	65,388	74,717
%销售收入	62.2%	62.9%	63.0%	63.0%	权益性投资	14,669	15,669	16,569	17,369
其他收入	0	0	0	0	固定资产	6,152	4,331	3,271	2,666
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	9,439	9,992	10,557	11,133
销售费用	25,647	27,631	30,816	34,374	非流动资产	60,133	67,960	76,355	84,946
%销售收入	36.2%	35.0%	35.1%	35.6%	资产总计	112,615	125,746	141,743	159,663
管理费用	4,198	4,539	5,031	5,533	应付款项	4,332	4,308	4,420	4,566
%销售收入	5.9%	5.8%	5.7%	5.7%	短期借款	8,583	7,083	5,683	4,383
研发费用	0	1,895	2,107	2,317	其他流动负债	15,678	17,052	18,876	20,663
%销售收入	0.0%	2.4%	2.4%	2.4%	流动负债	28,593	28,443	28,979	29,612
财务费用	-1,220	335	135	-118	长期债务	12,233	10,633	9,133	7,733
%销售收入	-1.7%	0.4%	0.2%	-0.1%	其他长期负债	5,050	5,050	5,050	5,050
息税前利润 (EBIT)	20,664	20,116	22,392	24,091	非流动负债	17,283	15,683	14,183	12,783
%销售收入	29.2%	25.5%	25.5%	25.0%	负债总计	45,876	44,126	43,162	42,395
投资收益	198	1,036	1,430	1,766	归属母公司股东权益	61,729	75,275	90,883	108,079
%税前利润	0.9%	5.2%	6.4%	7.3%	少数股东权益	5,010	6,345	7,698	9,190
除税前利润	21,864	19,780	22,256	24,209	负债股东权益合计	112,615	125,746	141,743	159,663
利润率	30.9%	25.1%	25.3%	25.1%					
所得税	4,895	4,945	5,341	5,568					
所得税率	22.4%	25.0%	24.0%	23.0%					
净利润 (含少数股东损益)	16,989	14,835	16,915	18,641					
少数股东损益	1,393	1,335	1,353	1,491					
归属于母公司的净利润	15,596	13,500	15,561	17,150					
增长率	52.4%	-13.4%	15.3%	10.2%					
净利率	22.0%	17.1%	17.7%	17.8%					
现金流量表					比率分析				
单位：人民币(百万)						2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	15,596	13,500	15,561	17,150	每股指标				
少数股东损益	1,393	1,335	1,353	1,491	每股收益	5.55	4.81	5.54	6.11
营运资金变动	-2,223	-308	143	212	每股净资产	21.86	26.81	32.37	38.50
其他变动	1,975	-1,072	-2,411	-3,381	每股经营现金净流	5.93	4.79	5.22	5.51
经营活动现金流量净额	16,741	13,455	14,647	15,472	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
资本开支	-3,460	-1,500	-1,560	-1,620	回报率				
投资	-11,188	-9,195	-8,990	-8,720	净资产收益率	25.27%	17.93%	17.12%	15.87%
其他	-216	4,494	5,021	5,489	总资产收益率	13.85%	10.74%	10.98%	10.74%
投资活动现金流量净额	-14,864	-6,200	-5,529	-4,851	投入资本收益率	18.32%	15.19%	15.01%	14.34%
股权募资	-844	0	0	0	增长率				
债权募资	-8,295	-3,100	-2,900	-2,700	营业收入增长率	13.58%	11.46%	11.21%	9.98%
其他	3,378	-654	-554	-460	EBIT增长率	40.66%	-2.65%	11.31%	7.59%
筹资活动现金流量净额	-5,761	-3,754	-3,454	-3,160	净利润增长率	52.36%	-13.44%	15.27%	10.21%
现金净变动	-3,838	3,546	5,709	7,507	总资产增长率	22.11%	11.66%	12.72%	12.64%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	20.8	21.2	20.8	20.7
					存货周转天数	120.7	138.2	135.9	134.5
					应付账款周转天数	50.6	53.2	48.4	45.3
					固定资产周转天数	28.3	23.9	15.6	11.1
					偿债能力				
					流动比率	1.84	2.03	2.26	2.52
					速动比率	1.43	1.59	1.78	2.02
					净负债/股东权益	14.12%	3.41%	-5.91%	-13.68%
					EBIT利息保障倍数	33.0	30.7	40.4	52.4
					资产负债率	40.74%	35.09%	30.45%	26.55%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。