

# 安踏体育 (02020.HK)

## Q2 集团流水增速优异，运营稳健，多品牌优势显著

**多品牌优势显著，安踏集团 2025H1 整体销售优异。**根据公司公告，2025Q2 安踏品牌流水同比增长低单位数，Fila 品牌流水同比增长中单位数，其他品牌流水同比增长 50%~55%；2025H1 安踏品牌流水同比增长中单位数，Fila 品牌流水同比增长高单位数，其他品牌流水同比增长 60%~65%，面对波动的消费环境，安踏体育凭借完善的多品牌矩阵，集团整体在上半年实现了优异的销售增长表现。

**安踏品牌：Q2 流水增速对比 Q1 有所放缓，营运质量健康。**2025Q2 安踏品牌流水同比增长低单位数（我们预计安踏成人以及安踏儿童增速均为低单位数），增速对比 Q1 的高单位数有所放缓。我们认为安踏 Q2 流水增速的放缓一方面系公司推进线下门店结构优化，期内或加大对于低线城市加盟店的调整优化力度；另一方面预计“618 大促”期间安踏品牌谨慎控制电商折扣以维持品牌形象和盈利能力，从而导致电商销售短期承压。从营运层面来看，我们预计截至 2025Q2 末安踏品牌库销比保持在 5 左右的健康水平，线下门店折扣保持稳定，电商折扣或略有加深，整体处于健康水平。

**展望 2025H2：**安踏持续推进产品结构优化以及渠道效率提升，我们预计上半年 PG7 跑鞋、马赫跑鞋或有优异的销售表现，下半年随着品牌对线下门店以及电商渠道运营调整成果的显现，我们预计安踏品牌流水增速有望较 2025H1 提速。

**Fila 品牌：Q2 流水增速优异，高质量增长持续进行。**2025Q2 Fila 品牌流水同比增长中单位数，从品类层面来看我们预计 Fila 大货增速或优于 Fila 整体增速，增速表现亮眼；从渠道层面来看我们预计 Fila 电商业务或保持高速增长态势，Fila 电商运营能力优异，抓住“618 大促”销售节点，带动电商业务实现优异增长表现。营运方面，我们预计截至 2025Q2 末 Fila 品牌库销比也维持在 5 左右的水平，线下门店折扣保持稳定，电商折扣或略有加深。

**展望 2025H2：**Fila 定位高端时尚运动，在坚持品牌调型的基础上，持续丰富产品品类，包括高尔夫以及网球等项目，带动品牌终端销售增长，综合考虑到下半年 Fila 品牌流水基数较低，我们预计 2025H2 品牌流水有望延续优异增长态势。

**其他品牌：流水高速增长，公司品牌孵化和打造能力卓越。**2025Q2 其他品牌流水增速为 50%~55%，其中随着产品力的不断提升以及门店运营能力的优化，迪桑特和可隆增长迅速。同时自 2023 年收购 Maia Active 以来，我们判断目前各项调整顺利，2025Q2 Maia Active 预计也有优异的增长表现。近期公司收购户外品牌 Jack Wolfskin，我们判断此举或进一步充实品牌版图，赋能公司长期增长。

**展望 2025 年，我们预计公司营收增长 11%，同比 2024 年扣除一次性利得后的归母净利润增长 13%。**2025 年随着消费环境的波动复苏，我们预计公司营收整体保持稳健增长态势，其中户外品牌迪桑特和可隆增速预计仍然较快，综合来看我们预计公司 2025 年收入增长 11%，归母净利润预计为 135.12 亿元，同比 2024 年扣除一次性利得后的归母净利润增长 13%。

**盈利预测和投资建议：**公司作为全球运动鞋服龙头之一，旗下品牌高效运营成果显著，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 135.12/156.72/176.37 亿元，对应 2025 年 PE 为 17 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**终端需求下滑；多品牌及海外业务开展不及预期；人民币汇率变动带来业绩波动。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	62,356	70,826	78,702	87,941	98,487
增长率 yoy (%)	16.2	13.6	11.1	11.7	12.0
归母净利润 (百万元)	10,236	15,596	13,512	15,672	17,637
增长率 yoy (%)	34.9	52.4	-13.4	16.0	12.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	3.65	5.56	4.81	5.58	6.28
净资产收益率 (%)	20.1	25.5	19.7	20.3	20.4
P/E (倍)	22.4	14.7	17.0	14.7	13.0
P/B (倍)	4.1	3.4	3.1	2.7	2.4

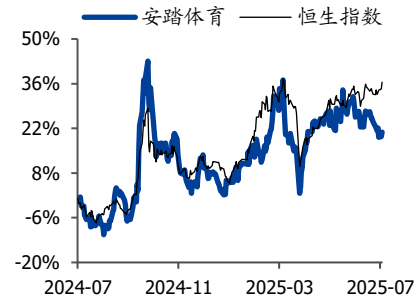
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 7 月 15 日收盘价, 汇率为 1 港元=0.91 人民币元

买入 (维持)

### 股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
07月15日收盘价(港元)	89.80
总市值(百万港元)	252,087.74
总股本(百万股)	2,807.21
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	7.80

### 股价走势



### 作者

分析师	杨莹
执业证书编号:	S0680520070003
邮箱:	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号:	S0680523080004
邮箱:	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号:	S0680524060004
邮箱:	wangjiawei@gszq.com

### 相关研究

- 《安踏体育 (02020.HK): Q1 流水增长优异, 收购 Jack Wolfskin 充实品牌版图》 2025-04-11
- 《安踏体育 (02020.HK): 2024 年业绩优异, 行业地位稳固, 期待长期高质量增长》 2025-03-20
- 《安踏体育 (02020.HK): Q4 流水增速优异, Fila 表现超预期, 各品牌营运健康》 2025-01-08

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	52140	52482	53047	64002	71236
现金	15228	11390	12397	21281	26379
应收账款及票据	3732	4463	4282	4512	5336
其他应收款	1843	2260	2237	2648	2979
衍生金融工具及短投	22781	22906	22906	22906	22906
存货	7210	10760	10303	11664	12763
其他流动资产	1346	703	922	990	872
<b>非流动资产</b>	40088	60133	59854	60473	60470
权益性投资	9283	14669	14669	14669	14669
固定资产	4965	6152	6217	6454	6481
无形资产	8771	9439	9602	9731	9827
其他非流动资产	17069	29873	29366	29620	29493
<b>资产总计</b>	92228	112615	112901	124475	131705
<b>流动负债</b>	20591	28593	24433	28798	27928
短期借款	3996	8583	6290	7436	6863
应付账款及票据	3195	4332	3637	5202	4801
其他流动负债	13400	15678	14507	16159	16264
<b>非流动负债</b>	15627	17283	13765	11740	9446
长期借款	10948	12233	9786	7340	4893
其他非流动负债	4679	5050	3979	4400	4553
<b>负债合计</b>	36218	45876	38199	40538	37374
股本	272	271	271	271	271
股本溢价	15188	15229	15229	15229	15229
留存收益	36000	42952	49708	57544	66363
归属母公司股东权益	51460	61729	68485	76321	85139
少数股东权益	4550	5010	6217	7617	9192
<b>负债和股东权益</b>	92228	112615	112901	124475	131705

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	19634	16741	9813	16455	14943
净利润	10236	15596	14719	17071	19212
折旧摊销	4987	5471	1129	1241	1358
财务费用	-949	-1220	-764	-943	-946
投资损失	0	0	-1000	-1200	-1450
营运资金变动	1659	-2223	-3871	1146	-2432
其他经营现金流	3701	-883	-400	-860	-800
<b>投资活动现金流</b>	-25793	-14864	550	200	895
资本支出	-1321	-3460	-1299	56	29
长期投资	-23985	-11188	-1129	-1241	-1358
其他投资现金流	-487	-216	2979	1385	2224
<b>筹资活动现金流</b>	3471	-4917	-9357	-7771	-10740
短期借款	0	0	-1530	2090	372
长期借款	-2809	-8295	-2447	-2447	-2447
股本增加	10497	0	0	0	0
支付股利	-4022	-6072	-6756	-7836	-8818
其他筹资现金流	-195	9450	1376	421	153
<b>现金净增加额</b>	-2688	-3040	1007	8884	5098

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	62356	70826	78702	87941	98487
营业成本	23328	26794	29489	32951	36641
销售费用	21673	25647	28411	31395	35061
管理费用	3693	4198	4565	4925	5515
财务费用	-949	-1220	-764	-943	-946
其他非经营性损益	380	4005	400	860	800
投资净收益	-718	198	1000	1200	1450
<b>营业利润</b>	14273	19610	18401	21673	24465
其他净收入	1367	2274	1870	1837	1994
<b>利润总额</b>	15640	21884	20270	23510	26458
所得税	4363	4895	5552	6439	7246
<b>净利润</b>	11277	16989	14719	17071	19212
少数股东损益	1041	1393	1207	1400	1575
<b>归属母公司净利润</b>	10236	15596	13512	15672	17637
EBITDA	19678	26135	20635	23807	26871
EPS (元)	3.65	5.56	4.81	5.58	6.28

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.2	13.6	11.1	11.7	12.0
营业利润(%)	52.1	37.4	-6.2	17.8	12.9
归属于母公司净利润(%)	34.9	52.4	-13.4	16.0	12.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	62.6	62.2	62.5	62.5	62.8
净利率(%)	16.4	22.0	17.2	17.8	17.9
ROE(%)	20.1	25.5	19.7	20.3	20.4
ROIC(%)	14.9	18.3	15.6	16.7	17.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	39.3	40.7	33.8	32.6	28.4
净负债比率(%)	37.5	51.7	34.5	22.9	11.7
流动比率	2.5	1.8	2.2	2.2	2.6
速动比率	2.2	1.5	1.7	1.8	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	18.6	17.3	18.0	20.0	20.0
应付账款周转率	7.8	7.1	7.4	7.5	7.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.65	5.56	4.81	5.58	6.28
每股经营现金流(最新摊薄)	6.99	5.96	3.50	5.86	5.32
每股净资产(最新摊薄)	19.95	23.77	26.61	29.90	33.60
<b>估值比率</b>					
P/E	22.4	14.7	17.0	14.7	13.0
P/B	4.1	3.4	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	12.1	9.5	11.9	10.0	8.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 7 月 15 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com