

安踏体育 (02020.HK)

25Q2 流水点评: 安踏品牌推进渠道升级, 户外品牌引领增长

买入 (维持)

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	62,356	70,826	78,173	86,079	94,239
同比(%)	16.23	13.58	10.37	10.11	9.48
归母净利润 (百万元)	10,236	15,596	13,232	14,763	16,431
同比(%)	34.86	52.36	(15.16)	11.57	11.30
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.65	5.56	4.71	5.26	5.85
P/E (现价&最新摊薄)	22.41	14.71	17.34	15.54	13.96

投资要点

- **公司公布 25Q2 及上半年零售流水:** 1) **25Q2:** 安踏品牌、FILA、其他品牌零售流水分别同比增长低单位数、中单位数、50-55%。2) **25H1:** 安踏品牌、FILA、其他品牌零售流水分别同比增长中单位数、高单位数、60-65%。
- **安踏品牌:** Q2 表现略低于市场预期, 主因线下推进门店改造, 线上竞争激烈、品牌控制折扣及更换电商负责人。25Q2 安踏品牌流水同比增长低单位数, 其中成人/儿童流水均增长低单位数。运营层面库销比维持 5 个月左右, 线下折扣 73 折、线上 55 折 (同比略有加深)。Q2 安踏品牌推进线下渠道升级及门店改造, 借鉴一二线城市旗舰店的成功经验, 携手核心加盟商启动“灯塔店计划”, 加快低线城市门店形象的创新, 短期对销售形成一定影响。线上 618 竞争激烈, 公司控制折扣牺牲一定销量, 此外线上商品规划管理存在提升空间, 各平台尚未打通, 6 月任命新的电商负责人推动商品分销体系统一管理。我们认为上述举措短期影响销售, 但下半年有望带动品牌恢复较快增长, 公司保持全年流水高单位数增长目标。
- **FILA:** 增长符合预期, 折扣同比加深, 库销比优化。25Q2FILA 流水同比增长中单位数, 其中线上同比增长低双位数; 分系列看, 大货/儿童/潮牌流水分别同比增长高单位数/中单位数/中单位数, 高尔夫和网球运动系列增长亮眼, 体现品牌号召力依旧强劲。上半年 FILA 折扣同比加深 2 个百分点, 带动库销比优化至 5 个月。
- **其他品牌:** 保持快速增长。25Q2 其他品牌流水同比增长 50-55%, 其中迪桑特/可隆分别同比增长 40%+/70%+, 随冬季运动和户外休闲升温, 下半年有望延续良好势头; MAIA 同比增长 30%+, 其中线下增长快于线上, 线下店效同比增长中双位数, 渠道结构调整成效显著, MAIA 新签品牌代言人虞书欣, 大幅提升品牌全平台曝光率。
- **盈利预测与投资评级:** 多品牌组合策略与 DTC 直营模式的协同推进下, 上半年集团整体表现稳步向好, 维持预测 25-27 归母净利润 132.3/147.6/164.3 亿元, 对应 PE 为 17/16/14X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 国内消费环境低迷、门店调整效果不及预期。

2025 年 07 月 16 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	89.80
一年最低/最高价	65.55/107.50
市净率(倍)	3.74
港股流通市值(百万港元)	229,601.51

基础数据

每股净资产(元)	21.86
资产负债率(%)	40.74
总股本(百万股)	2,807.21
流通股本(百万股)	2,807.21

相关研究

《安踏体育(02020.HK): 2024 年业绩点评: 新业态引领市场, 看好 25 年延续增势》

2025-03-21

《安踏体育(02020.HK): 24Q4 流水点评: 全品牌环比改善, FILA 增长超预期》

2025-01-09

安踏体育三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	52,482.00	60,419.68	72,173.13	85,736.63	营业总收入	70,826.00	78,172.64	86,078.64	94,238.82
现金及现金等价物	11,390.00	17,056.49	26,822.90	38,005.45	营业成本	26,794.00	29,606.23	32,543.82	35,527.56
应收账款及票据	4,463.00	4,994.36	5,260.36	5,759.04	销售费用	25,647.00	28,142.15	30,988.31	33,925.97
存货	10,760.00	12,335.93	13,740.73	15,296.59	管理费用	4,198.00	4,633.45	5,102.05	5,585.72
其他流动资产	25,869.00	26,032.91	26,349.15	26,675.55	经营利润	14,187.00	15,790.81	17,444.45	19,199.56
非流动资产	60,133.00	61,438.59	62,854.46	64,340.83	利息收入	1,846.00	1,027.80	1,141.13	1,336.46
固定资产	6,152.00	6,486.80	6,788.12	7,059.31	利息支出	626.00	732.64	532.64	332.64
商誉及无形资产	9,439.00	9,759.79	10,224.34	10,789.52	其他收益	6,477.00	2,694.24	2,900.46	3,117.95
长期投资	14,669.00	15,169.00	15,669.00	16,169.00	利润总额	21,884.00	18,780.21	20,953.40	23,321.33
其他长期投资	24,706.00	24,856.00	25,006.00	25,156.00	所得税	4,895.00	4,319.45	4,819.28	5,363.91
其他非流动资产	5,167.00	5,167.00	5,167.00	5,167.00	净利润	16,989.00	14,460.77	16,134.12	17,957.43
资产总计	112,615.00	121,858.27	135,027.59	150,077.46	少数股东损益	1,393.00	1,229.17	1,371.40	1,526.38
流动负债	28,593.00	27,329.50	28,318.70	29,365.15	归属母公司净利润	15,596.00	13,231.60	14,762.72	16,431.05
短期借款	8,583.00	7,583.00	6,583.00	5,583.00	EBIT	20,664.00	18,485.05	20,344.91	22,317.52
应付账款及票据	4,332.00	4,111.98	4,519.98	4,934.38	EBITDA	21,881.08	19,829.47	21,579.04	23,481.14
其他	15,678.00	15,634.53	17,215.73	18,847.76					
非流动负债	17,283.00	13,283.00	9,283.00	5,283.00					
长期借款	12,233.00	8,233.00	4,233.00	233.00					
其他	5,050.00	5,050.00	5,050.00	5,050.00					
负债合计	45,876.00	40,612.50	37,601.70	34,648.15					
股本	271.00	271.00	271.00	271.00	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	5,010.00	6,239.17	7,610.57	9,136.95	每股收益(元)	5.56	4.71	5.26	5.85
归属母公司股东权益	61,729.00	75,006.60	89,815.32	106,292.37	每股净资产(元)	21.86	26.72	31.99	37.86
负债和股东权益	112,615.00	121,858.27	135,027.59	150,077.46	发行在外股份(百万股)	2,823.22	2,807.21	2,807.21	2,807.21
					ROIC(%)	20.24	15.42	15.26	14.98
					ROE(%)	25.27	17.64	16.44	15.46
					毛利率(%)	62.17	62.13	62.19	62.30
					销售净利率(%)	22.02	16.93	17.15	17.44
					资产负债率(%)	40.74	33.33	27.85	23.09
					收入增长率(%)	13.58	10.37	10.11	9.48
					净利润增长率(%)	52.36	(15.16)	11.57	11.30
					P/E	14.71	17.34	15.54	13.96
					P/B	3.74	3.06	2.55	2.16
					EV/EBITDA	9.57	11.51	9.89	8.40

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年7月15日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>