

安踏体育 (02020.HK)

上半年集团流水增长双位数，折扣库存健康可控

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师:	丁诗洁	0755-81981391	dingshijie@guosen.com.cn	执证编码: S0980520040004
证券分析师:	刘佳琪	010-88005446	liujiaqi@guosen.com.cn	执证编码: S0980523070003

事项:

7月15日,公司公告第二季度及上半年零售表现,2025 第二季度,安踏主品牌录得低单位数正增长,FILA 录得中单位数正增长,其他品牌录得 50-55%正增长;上半年,安踏主品牌录得中单位数正增长,FILA 录得高单位数正增长,其他品牌录得 60-65%正增长。

国信纺织观点:

1、**2025 第二季度:**安踏集团整体双位数增长,其中 FILA、其他品牌表现较好,安踏品牌低单位数增长受渠道调整影响;线上折扣整体受 618 大促延长影响,库存水平健康;管理层维持全年各品牌指引;

2、**风险提示:**关税政策不确定性;品牌形象受损;市场的系统性风险。

3、**投资建议:**看好集团多品牌全球化运营下,持续好于行业的成长潜力。在 2025 年二季度消费市场整体承压环境下,安踏集团整体仍保持双位数的流水增长,其中 FILA、其他品牌(迪桑特、可隆等)上半年增速均好于管理层全年指引;安踏品牌二季度增速略低,主要受渠道调整影响,预计下半年影响收窄、主品牌增长有望逐季改善。中长期,安踏集团凭借在中国市场多层级的品牌矩阵和全球市场多品牌的布局,有望持续增强在全球运动市场的竞争力。我们维持盈利预测,预计 2025-2027 年归母净利润分别为 134.8/154.6/170.0 亿元,可比口径的利润增长分别为 13.0%/14.7%/10.0%(2024 年剔除 Amer 上市和配售权益摊薄所得的可比口径利润为 119.3 亿元)。我们维持 113-118 港元合理估值区间,对应 2025PE 22-23X,维持“优于大市”评级。

评论:

◆ **2025 第二季度:**安踏集团整体双位数增长,其中 FILA、其他品牌表现较好,安踏品牌低单位数增长受渠道调整影响;线上折扣整体受 618 大促延长影响,库存水平健康;管理层维持全年各品牌指引

1、安踏品牌 2025 第二季度流水增长低单位数,季末库销比为 5 个月,线上折扣同比略升,跑鞋系列表现优异,线上线下渠道调整同步推进

1) 分产品流水:二季度安踏大货、儿童均增长低单位数,儿童表现略优。

2) 分渠道流水:二季度线上增长低单位数。

3) 库销比:季末库销比为 5 个月。

4) 零售折扣:线下折扣 73 折,同比保持稳定;线上折扣同比略升,主要因 618 大促时间延长。

5) 分品类:跑鞋系列表现亮眼,上半年 PG7 销量超 200 万双,马赫系列近 100 万双;户外产品“风暴甲”销量超 10 万件。

6) 渠道变革:

①线上渠道调整:新负责人 6 月到位,打通传统电商与兴趣电商团队,统一货盘管理避免内耗;

②线下渠道调整：推进“灯塔店计划”，向加盟商输出成功经验，2025 年计划调整数百家门店（持续至 2026-2027 年）；

③新零售业态：安踏冠军近 100 家门店（年内新增 17 家），SV 作品集超 60 家店，超级安踏约 70 家店（年内新增 20 家）。

2、FILA 第二季度流水增长中单位数，季末库销比为 5 个月，线上折扣同比略升，高尔夫/网球品类增长亮眼

1) 分产品流水：二季度 FILA 大货增长高单位数，FILA 儿童、FILA FUSION 增长中单位数。

2) 分渠道流水：二季度线上增长低双位数。

3) 库销比：季末库销比为 5 个月。

4) 零售折扣：线下 74 折；线上折扣同比有 1-2 个点的加深。

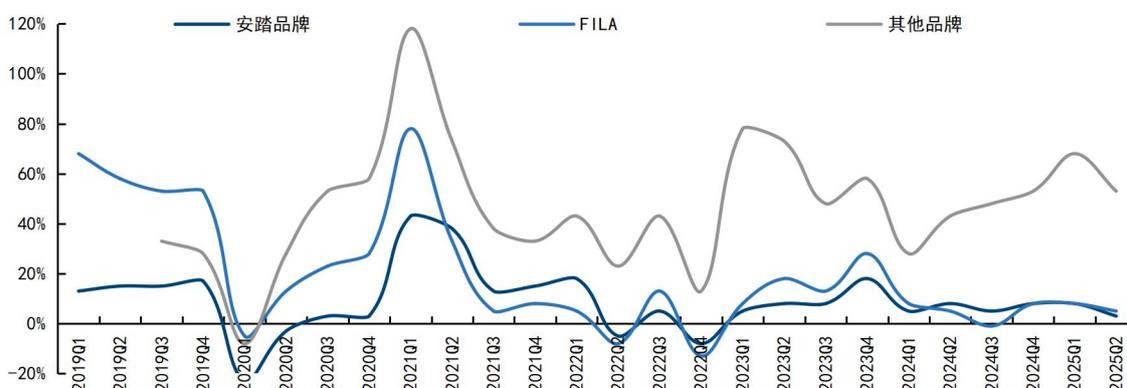
5) 分品类：高尔夫/网球品类增长亮眼。

3、其他品牌第二季度流水增长 50-55%，尤其可隆增速较高超 70%

1) 分品牌流水：二季度可隆增长超 70%，迪桑特增长超 40%，MAIA、狼爪增长超 30%；

2) 狼爪品牌情况：6 月 1 日并表，上半年仅影响 1 个月（6 月为户外淡季），下半年影响 6 个月；全年营收预计与去年类似（约 3 亿欧元），过去数年持续亏损，具体财务影响待半年报披露。

图1：公司分品牌季度流水增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：看好集团多品牌全球化运营下，持续好于行业的成长潜力

在 2025 年二季度消费市场整体承压环境下，安踏集团整体仍保持双位数的流水增长，其中 FILA、其他品牌（迪桑特、可隆等）上半年增速均好于管理层全年指引；安踏品牌二季度增速略低，主要受渠道调整影响，预计下半年影响收窄、主品牌增长有望逐季改善。中长期，安踏集团凭借在中国市场多层级的品牌矩阵和全球市场多品牌的布局，有望持续增强在全球运动市场的竞争力。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 134.8/154.6/170.0 亿元，可比口径的利润增长分别为 13.0%/14.7%/10.0%（2024 年剔除 Amer 上市和配售权益摊薄所得的可比口径利润为 119.3 亿元）。我们维持 113-118 港元合理估值区间，对应 2025PE 22-23X，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	62,356	70,826	79,334	88,750	96,214
(+/-%)	16.2%	13.6%	12.0%	11.9%	8.4%
净利润(百万元)	10236	15596	13480	15457	17000
(+/-%)	34.9%	52.4%	-13.6%	14.7%	10.0%
每股收益(元)	3.65	5.56	4.80	5.51	6.06
EBIT Margin	21.9%	20.0%	20.1%	20.4%	20.5%
净资产收益率(ROE)	19.9%	25.3%	19.7%	20.3%	20.1%
市盈率(PE)	23.0	15.1	17.4	15.2	13.8
EV/EBITDA	15.5	15.2	15.7	14.2	13.2
市净率(PB)	4.57	3.81	3.43	3.08	2.77

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			g	PEG
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
2020.HK	安踏体育	优于大市	83.69	5.56	4.80	5.51	15.1	17.4	15.2	14.7%	1.18
可比公司											
2331.HK	李宁	优于大市	14.80	1.17	0.97	1.09	12.7	15.3	13.5	-3.9%	-3.92
1368.HK	特步国际	优于大市	4.96	0.45	0.51	0.54	11.0	9.7	9.2	13.4%	0.72
1361.HK	361度	优于大市	4.67	0.56	0.63	0.71	8.3	7.4	6.6	15.6%	0.48

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

改革不及预期；品牌形象受损；市场的系统性风险。

相关研究报告：

- 《安踏体育(02020.HK)-第一季度集团流水增长双位数，收购德国户外品牌狼爪》——2025-04-11
- 《安踏体育(02020.HK)-2024年核心利润增长16.5%，多品牌引领增长》——2025-03-20
- 《安踏体育(02020.HK)-第四季度流水增长提速，FILA增长表现好于预期》——2025-01-09
- 《安踏体育(02020.HK)-第三季度流水稳健增长，库存与折扣水平健康》——2024-10-11
- 《安踏体育(02020.HK)-上半年收入增长14%，发布回购计划提升股东回报》——2024-08-29

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	15228	11390	20924	33207	45217	营业收入	62356	70826	79334	88750	96214
应收款项	5575	6723	6888	7705	8353	营业成本	23328	26794	29718	32851	35525
存货净额	7210	10760	10333	10550	11410	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1346	703	1186	1327	1439	销售费用	21673	25647	28973	32546	35256
流动资产合计	52140	52482	62236	75695	89325	管理费用	3693	4198	7062	7620	8063
固定资产	4965	6152	6444	6784	7173	财务费用	(991)	(1388)	(1589)	(1818)	(1971)
无形资产及其他	8771	9439	7079	4720	2360	投资收益	28	(718)	1020	1478	1809
投资性房地产	17069	29873	29873	29873	29873	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	9283	14669	14669	14669	14669	其他收入	959	7027	4740	5022	5246
资产总计	92228	112615	120302	131741	143400	营业利润	15640	21884	20930	24051	26396
短期借款及交易性金融负债	3996	8583	4292	4077	3669	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	6859	8552	10484	11597	12541	利润总额	15640	21884	20930	24051	26396
其他流动负债	9736	11458	13744	15325	16589	所得税费用	4363	4895	5409	6133	6680
流动负债合计	20591	28593	28519	30999	32800	少数股东损益	1041	1393	2041	2461	2716
长期借款及应付债券	10948	12233	12233	12233	12233	归属于母公司净利润	10236	15596	13480	15457	17000
其他长期负债	4679	5050	5050	5050	5050						
长期负债合计	15627	17283	17283	17283	17283	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	36218	45876	45802	48282	50083	净利润	10236	15596	13480	15457	17000
少数股东权益	4550	5010	6031	7261	8619	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	51460	61729	68469	76197	84697	折旧摊销	4987	5471	3068	3120	3180
负债和股东权益总计	92228	112615	120302	131741	143400	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(991)	(1388)	(1589)	(1818)	(1971)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	2750	(640)	3997	1518	590
每股收益	3.65	5.56	4.80	5.51	6.06	其它	1041	1393	1021	1231	1358
每股红利	2.33	1.18	2.40	2.75	3.03	经营活动现金流	19014	21820	21565	21326	22128
每股净资产	18.33	21.99	24.39	27.14	30.17	资本开支	(5178)	(6658)	(1000)	(1100)	(1210)
ROIC	28%	25%	25%	30%	35%	其它投资现金流	(24537)	(12558)	0	0	0
ROE	20%	25%	20%	20%	20%	投资活动现金流	(29655)	(24602)	(1000)	(1100)	(1210)
毛利率	63%	62%	63%	63%	63%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	22%	20%	20%	20%	21%	负债净变化	10456	1285	0	0	0
EBITDA Margin	30%	28%	24%	24%	24%	支付股利、利息	(5580)	(6655)	(6740)	(7729)	(8500)
收入增长	16%	14%	12%	12%	8%	其它融资现金流	(1260)	9684	(4292)	(215)	(408)
净利润增长率	35%	52%	-14%	15%	10%	融资活动现金流	8491	(1056)	(11031)	(7943)	(8908)
资产负债率	44%	45%	43%	42%	41%	现金净变动	(2150)	(3838)	9534	12283	12010
息率	2.4%	2.9%	2.9%	3.4%	3.7%	货币资金的期初余额	17378	15228	11390	20924	33207
P/E	21.1	13.8	16.0	13.9	12.7	货币资金的期末余额	15228	11390	20924	33207	45217
P/B	4.2	3.5	3.1	2.8	2.5	企业自由现金流	12430	8629	18642	18119	18648
EV/EBITDA	14.2	14.0	14.5	13.1	12.2	权益自由现金流	22340	20676	14371	18100	18621

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032