

2025年7月18日  
 安踏体育(2020.HK)

**公司动态分析**

证券研究报告

运动鞋服

**户外品牌表现亮眼，渠道持续升级**

**事件：**近日，安踏体育公布2025Q2及上半年流水表现，Q2安踏主品牌录得低单位数增长，FILA录得中单位数增长，其他品牌录得50-55%增长；上半年安踏主品牌录得中单位数增长，FILA录得高单位数增长，其他品牌录得60-65%增长。综合考虑，我们预测2025-2027年EPS为4.72/5.26/5.88元，目标价113.6港元，维持“买入”评级。

**报告摘要**

**安踏主品牌：**25Q2流水同比增长低单位数，略低于预期，其中大货/儿童均录得低单位数增长，儿童表现好于大货，线上线下表现基本接近。折扣和库存方面，库销比略超5，线下折扣保持稳定，线上折扣略有加深。H1流水录得中单位数增长。电商新负责人6月到位，线下推进“灯塔店计划”，线上线下同步发力调整。

**FILA：**25Q2流水录得中单位数增长，符合预期，其中大货/儿童/Fusion分别录得高单位数/中单位数/中单位数增长。折扣和库存方面，库销比略超5，线下折扣保持稳定，线上折扣略有加深。H1流水录得高单位数增长。

**其他品牌：**25Q2流水同比增长50-55%，继续维持高增长态势。其中，迪桑特同比增长超40%，可隆增长超70%，Maia增长超30%。折扣方面，迪桑特和可隆都保持在9折。Maia落地四大全新概念店，店效同比提升中单位数，签约代言人虞书欣，带动品牌曝光率持续提升。H1其他品牌流水录得60-65%的高速增长。

**收购狼爪后续并表，多品牌持续布局。**公司此前发布公告全资收购德国户外服饰、鞋履及装备专业品牌狼爪(Jack Wolfskin)，基础对价为现金2.9亿美金，交易于Q2末完成并将在后续进行并表。未来品牌有望借助安踏集团的供应链及渠道能力，打开中国户外消费市场。公司通过持续收购，进一步布局户外赛道，扩大子行业覆盖。

**投资建议：**公司作为中国体育用品行业的龙头企业，将优先享受行业发展带来的红利。综合考虑，我们预测2025-2027年EPS为4.72/5.26/5.88元，根据行业平均估值并考虑龙头品牌溢价，给予2025年22倍PE，目标价113.6港元，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观下行，零售环境恶化；行业竞争加剧；新品牌发展不及预期。

**财务及估值摘要**

(年结31/12; 人民币百万)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,356	70,826	78,448	85,571	92,970
增长率	16.2%	13.6%	10.8%	9.1%	8.6%
归母净利润	10,236	15,596	13,251	14,781	16,504
增长率	36.8%	50.7%	-15.0%	11.5%	11.4%
毛利率	62.6%	62.2%	62.1%	62.3%	62.6%
归母净利率	16.4%	22.0%	16.9%	17.3%	17.8%
每股收益(元)	3.69	5.55	4.72	5.26	5.88
每股净资产(元)	19.77	23.64	26.46	29.60	33.10
市盈率	22.92	15.24	17.93	16.07	14.39
市净率	4.28	3.58	3.20	2.86	2.56
股息收益率(%)	2.17	2.79	2.22	2.48	2.76

数据来源：公司资料，国证国际预测

投资评级：

买入

**维持评级**

6个月目标价

113.6 港元

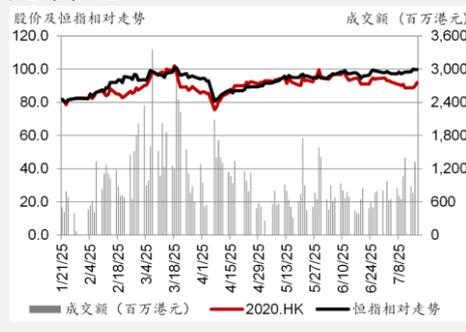
股价 2025-7-17

92.45 港元

总市值(百万港元)	259,526.85
流通市值(百万港元)	259,526.85
总股本(百万股)	2,807.21
流通股本(百万股)	2,807.21
12个月低/高(港元)	73.6/103.8
平均成交(百万港元)	754.84

**股东结构**

安踏国际	42.79%
The DSZ Family Trust	9.85%
先锋领航	1.87%
贝莱德	1.75%
摩根大通	1.74%
其他	42.01%
总共	100.0%

**股价表现**


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-3.83	-10.36	-8.97
绝对收益	-2.01	4.14	29.23

数据来源：Wind、港交所、公司

**杨怡然 CFA**

消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

**附表：财务报表预测**

利润表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,356	70,826	78,448	85,571	92,970
销售成本	-23,328	-26,794	-29,754	-32,272	-34,816
毛利	39,028	44,032	48,694	53,299	58,154
销售费用	-21,673	-25,647	-27,614	-30,036	-32,540
管理费用	-3,693	-4,198	-4,942	-5,305	-5,578
经营溢利	15,367	16,595	18,717	20,733	23,030
财务开支	991	1,388	208	383	502
分占合营公司亏损	-718	198	218	250	288
税前利润	15,640	21,884	19,246	21,468	23,918
所得税	-4,363	-4,895	-4,811	-5,367	-5,980
期内净利润	11,277	16,989	14,434	16,101	17,939
扣非归母净利润	10,236	15,596	13,251	14,781	16,504
少数股东应占利润	1,041	1,393	1,184	1,320	1,434
EPS (元)	3.69	5.55	4.72	5.26	5.88
<b>同比增长率</b>					
收入 (%)	16.23%	13.58%	10.76%	9.08%	8.65%
归母净利润 (%)	34.86%	52.36%	-15.04%	11.55%	11.66%

资产负债表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	15,228	11,390	13,058	14,250	20,848
应收账款	3,732	4,463	4,134	5,244	4,945
存货	7,210	10,760	9,130	12,443	10,831
其他流动资产	25,970	25,869	28,906	28,537	28,240
<b>流动资产总额</b>	<b>52,140</b>	<b>52,482</b>	<b>55,229</b>	<b>60,474</b>	<b>64,864</b>
固定资产	4,143	4,687	7,083	9,814	12,905
无形资产	2,089	2,034	2,095	2,158	2,223
其他非流动资产	33,856	53,412	54,647	55,947	57,316
<b>非流动资产总额</b>	<b>40,088</b>	<b>60,133</b>	<b>63,825</b>	<b>67,919</b>	<b>72,444</b>
<b>总资产</b>	<b>92,228</b>	<b>112,615</b>	<b>119,054</b>	<b>128,393</b>	<b>137,308</b>
应付账款	3,195	4,332	3,820	5,022	4,517
短期银行贷款	3,996	8,583	7,725	6,952	6,257
应付即期税项	2,825	3,386	3,555	3,733	3,920
其他流动负债	10,575	12,292	12,907	13,552	14,230
<b>流动负债总额</b>	<b>20,591</b>	<b>28,593</b>	<b>28,006</b>	<b>29,259</b>	<b>28,923</b>
租赁负债	3,824	4,125	4,331	4,548	4,775
其他非流动负债	11,803	13,158	12,027	11,028	10,149
<b>非流动负债总额</b>	<b>15,627</b>	<b>17,283</b>	<b>16,358</b>	<b>15,576</b>	<b>14,924</b>
<b>总负债</b>	<b>36,218</b>	<b>45,876</b>	<b>44,365</b>	<b>44,835</b>	<b>43,847</b>
归属股东权益	51,460	61,729	69,679	78,548	88,450
少数股东权益	4,550	5,010	5,010	5,010	5,010
<b>股东权益</b>	<b>56,010</b>	<b>66,739</b>	<b>74,689</b>	<b>83,558</b>	<b>93,460</b>

(转下页)

现金流量表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
除税前溢利	15,640	21,884	19,246	21,468	23,918
营运资金变化	971	-3,144	1,446	-3,220	1,405
折旧及摊销	4,862	5,328	4,795	4,316	3,884
<b>经营活动现金流</b>	<b>19,634</b>	<b>16,741</b>	<b>18,488</b>	<b>16,291</b>	<b>22,044</b>
资本开支	-977	-2,614	-2,875	-3,163	-3,479
其他投资活动	-24,816	-12,250	952	904	859
<b>投资活动现金流</b>	<b>-25,793</b>	<b>-14,864</b>	<b>-1,924</b>	<b>-2,259</b>	<b>-2,620</b>
负债变化	1,342	7,647	-1,716	-1,490	-1,283
股本变化	10,384	-1,851	-1,851	-1,851	-1,851
其他融资活动	-8,255	-11,557	-11,329	-9,500	-9,692
<b>融资活动现金流</b>	<b>3,471</b>	<b>-5,761</b>	<b>-14,896</b>	<b>-12,841</b>	<b>-12,826</b>
<b>现金变化</b>	<b>-2,688</b>	<b>-3,884</b>	<b>1,668</b>	<b>1,192</b>	<b>6,598</b>
期初持有现金	17,378	15,228	11,390	13,058	14,250
汇率变动	538	46	0	0	0
期末持有现金	15,228	11,390	13,058	14,250	20,848

重点财务数据					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>盈利能力</b>					
毛利率	62.6%	62.2%	62.1%	62.3%	62.6%
扣非归母净利润率	16.4%	22.0%	16.9%	17.3%	17.8%
ROE	21.8%	25.4%	18.7%	18.7%	18.6%
<b>营运表现</b>					
行销费用/收入(%)	40.7%	42.1%	41.5%	41.3%	41.0%
实际税率(%)	27.9%	22.4%	25.0%	25.0%	25.0%
股息支付率(%)	50.7%	42.7%	40.0%	40.0%	40.0%
库存周转天数	122.8	122.4	122.0	122.0	122.0
应付账款天数	19.6	21.1	20.0	20.0	20.0
应收账款天数	46.5	51.3	50.0	50.0	50.0
<b>杠杆比率</b>					
资本负债率	39.3%	40.7%	37.3%	34.9%	31.9%
总资产/股本	1.65	1.69	1.59	1.54	1.47
利息覆盖倍数	0.65	0.69	0.59	0.54	0.47

同行估值					
	股价@2025/7/17	PE (TTM)	2025E	2026E	2027E
安踏体育 2020. HK	92.45	15.45	17.38	15.41	13.82
李宁 2331. HK	16.14	12.82	14.54	13.20	12.11
特步国际 1368. HK	5.31	11.03	9.60	8.65	7.81
361度 1361. HK	5.07	8.45	7.29	6.43	5.74
申洲国际 2313. HK	55.65	12.40	11.32	10.12	9.09
滔搏 6110. HK	3.14	13.96	13.05	11.51	10.37

资料来源：公司公告，Wind，国证国际预测

**客户服务热线**

香港：2213 1888

国内：40086 95517

**免责声明**

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

**规范性披露**

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

**公司评级体系**

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

**国证国际证券(香港)有限公司**

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010