

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 101.60 港元 117.90个 +16.0%

2025 年 8 月 27 日

安踏 (2020 HK)

2025 上半年业绩超预期，多品牌战略展现韧性，维持买入

④ **2025 上半年公司业绩超预期，经营利润率改善：**2025 上半年公司收入同比增长 14.3%至 385.4 亿元（人民币，下同），安踏品牌稳健增长、FILA 品牌销售回暖，而其他品牌则继续保持高增长。整体毛利率同比下滑 0.7 个百分点到 63.4%，主要受到折扣加深和线上渠道占比提升的影响（2024/25 上半年电商收入贡献：33.8%/34.8%）；得益于有效的成本管控，经营利润率同比提升 0.6 个百分点至 26.3%。剔除 Amer Sports 上市带来的一次性收益影响，公司 2025 上半年归母净利润同比增 14.5%至 70.3 亿元，好于市场预期。管理层表示 2025 年 3 季度以来经营环境仍有挑战（7-8 月安踏/FILA 流水未达预期），更新全年收入指引，安踏/FILA/其他品牌预计将增长中单位数/中单位数/40+%（此前：高单位数/中单位数/30+%）。据此，我们小幅上调 2025-27 年收入预测 2-4%，带动净利润上调 5-8%，上调目标价至 117.90 港元，维持**买入**评级。我们仍然视安踏为运动品行业首选，看好公司多品牌战略的长期发展前景。

④ **安踏品牌稳健发展，开拓海外市场：**安踏品牌上半年收入同比增 5.4%至 169.5 亿元，线上渠道同比增长 10.1%。毛利率因专业及新兴品类投入加大、电商渠道占比提升而下降 1.7 个百分点至 54.9%。但受益于精细化运营，经营利润率同比提升 1.5 个百分点至 23.3%。新业态保持了较快增长，冠军店上半年新开 17 家达到 100 家左右，平均店效达到 50+万元。同时，公司也在加强海外布局，上半年海外流水增长超过 150%，东南亚流水接近翻倍增长（主要来自同店），美国线下业务和中东业务亦有所贡献。

④ **FILA 品牌销售回暖，其他品牌继续高增长：**FILA 品牌上半年收入同比增 8.6%至 141.8 亿元，增速环比 2024 下半年提速。毛利率/经营利润率分别同比降 2.2/0.9 个百分点至 68.0%/27.7%。管理层认为产品调整到位后折扣将有所修复，有望带动毛利率回归合理水平。其他品牌继续保持高增速，收入同比大幅增长 61.1%至 74.1 亿元，月店效提升明显。

财务数据一览

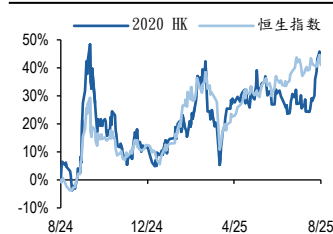
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	62,356	70,826	78,965	86,843	93,934
同比增长(%)	16.2	13.6	11.5	10.0	8.2
净利润(百万人民币)	10,236	15,596	14,022	16,064	17,782
每股盈利(人民币)	3.57	5.37	4.83	5.54	6.14
同比增长(%)	30.8	50.3	-10.1	14.9	10.7
前EPS预测值(人民币)			4.61	5.18	5.71
调整幅度(%)			4.6	6.9	7.5
市盈率(倍)	26.2	17.4	19.3	16.8	15.2
每股账面净值(人民币)	19.05	22.85	25.44	28.41	31.70
市账率(倍)	4.90	4.09	3.67	3.29	2.94
股息率(%)	2.0	2.0	2.7	3.1	3.4

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	106.30
52周低位(港元)	69.05
市值(百万港元)	281,993.85
日均成交量(百万)	19.08
年初至今变化(%)	30.51
200天平均价(港元)	91.63

资料来源: FactSet

肖凯希

cathy.xiao@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

钱昊, CFA

Alan.Qian@bocomgroup.com
(852) 3766 1853

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

- ⊕ **其他品牌继续高速增长，盈利能力大幅提升：**尽管行业增速放缓，但户外赛道仍然展现高增长，公司上半年其他品牌收入同比大幅增长 61.1% 至 74.1 亿元。迪桑特/可隆月店效大幅增长至 270 万元/200+万元，迪桑特/可隆折扣在 9 折/85 折以上。规模效应下，经营利润率提升 3.3 个百分点至 33.2%，盈利能力大幅增强。
- ⊕ **新收购品牌规划：**狼爪和 Maia Active 仍在前期阶段，预期全年对集团利润不会有正面贡献。公司看中狼爪的品牌资产，已对管理层进行重组，今年将制定具体的 3-5 年的复兴计划。Maia Active 方面将侧重于组织和货品调整，目前处于产品测试阶段，将推出新品类。此外，2025 年 8 月 27 日，公司宣布与 MUSINSA 成立合资公司，公司将持有 40% 的股权，进行时尚领域的探索，公司相信在零售渠道领域将有协同效用。
- ⊕ **3 季度以来经营环境仍有挑战：**管理层表示进入到 3 季度，销售趋势环比 2 季度走弱，7-8 月安踏/FILA 流水未达公司预算，但预期 9 月将有所好转，迪桑特、可隆则仍然保持了高增长。
- ⊕ **上调盈利预测和目标价：**鉴于上半年销售趋势，我们略微调整 2025-27 年收入预测，小幅下调安踏品牌的收入增速但上调 FILA 和其他品牌的增速预测，最终上调 2025-27 年收入预测 2-4%。基于上半年更具韧性的经营结果，我们上调 2025-27 年的经营利润率预测 1.2-1.6 个百分点，带动净利润上调 4.6-7.5%。基于 20 倍 2026 年预测市盈率不变，我们小幅上调目标价至 117.90 港元，维持买入评级。

图表 1：盈利预测变化

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	78,965	77,140	2.4%	86,843	83,936	3.5%	93,934	90,550	3.7%
安踏品牌	35,366	35,701	-0.9%	37,841	38,200	-0.9%	40,112	40,492	-0.9%
FILA	28,437	27,558	3.2%	29,290	28,385	3.2%	30,168	29,236	3.2%
其他品牌	15,163	13,881	9.2%	19,712	17,352	13.6%	23,654	20,822	13.6%
毛利润	49,037	47,827	2.5%	54,016	52,124	3.6%	58,521	56,322	3.9%
毛利率	62.1%	62.0%	0.1ppt	62.2%	62.1%	0.1ppt	62.3%	62.2%	0.1ppt
经营利润	18,994	17,646	7.6%	21,058	19,077	10.4%	22,762	20,465	11.2%
经营利润率	24.1%	22.9%	1.2ppt	24.2%	22.7%	1.5ppt	24.2%	22.6%	1.6ppt
归母净利润	14,022	13,410	4.6%	16,064	15,021	6.9%	17,782	16,543	7.5%
净利润率	17.8%	17.4%	0.4ppt	18.5%	17.9%	0.6ppt	18.9%	18.3%	0.7ppt

资料来源：交银国际预测

图表 2：交银国际预测 vs. VA 一致预期

(人民币百万)	2025E			2026E			2027E		
	交银国际 预测	VA 预期	差异	交银国际 预测	VA 预期	差异	交银国际 预测	VA 预期	差异
营业收入	78,965	79,207	-0.3%	86,843	84,476	2.8%	93,934	90,862	3.4%
安踏品牌	35,366	35,845	-1.3%	37,841	38,452	-1.6%	40,112	41,023	-2.2%
FILA	28,437	28,430	0.0%	29,290	30,142	-2.8%	30,168	31,315	-3.7%
其他品牌	15,163	14,889	1.8%	19,712	18,510	6.5%	23,654	22,475	5.2%
毛利润	49,037	49,191	-0.3%	54,016	54,497	-0.9%	58,521	59,565	-1.8%
毛利率	62.1%	62.1%	0.0ppt	62.2%	64.5%	-2.3ppt	62.3%	65.6%	-3.3ppts
经营利润	18,994	18,176	4.5%	21,058	20,258	4.0%	22,762	22,289	2.1%
经营利润率	24.1%	22.9%	1.1ppt	24.2%	24.0%	0.3ppt	24.2%	24.5%	-0.3ppt
归母净利润	14,022	13,551	3.5%	16,064	15,308	4.9%	17,782	17,061	4.2%
净利润率	17.8%	17.1%	0.6ppt	18.5%	18.1%	0.4ppt	18.9%	18.8%	0.2ppt

资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际预测

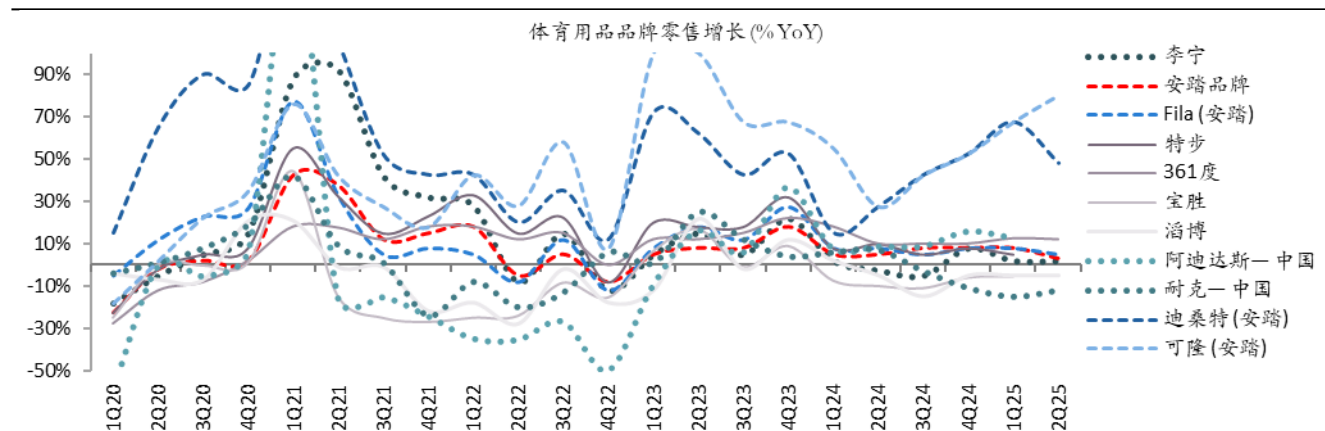
图表 3：核心收入假设

关键假设 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,356	70,826	78,965	86,843	93,934
同比	16.2%	13.6%	11.5%	10.0%	8.2%
分品牌收入:					
安踏品牌	30,306	33,522	35,366	37,841	40,112
FILA	25,103	26,626	28,437	29,290	30,168
其他品牌	6,947	10,678	15,163	19,712	23,654
门店数量(家):					
安踏品牌	9,831	9,919	9,789	9,859	9,929
FILA	1,972	2,060	2,100	2,100	2,100
其他品牌	546	622	652	682	712
总计	12,349	12,601	12,541	12,641	12,741
毛利率	62.6%	62.2%	62.1%	62.2%	62.3%
经营利润率	24.6%	23.4%	24.1%	24.2%	24.2%
净利润率	16.4%	22.0%	17.8%	18.5%	18.9%

资料来源：公司资料，交银国际预测

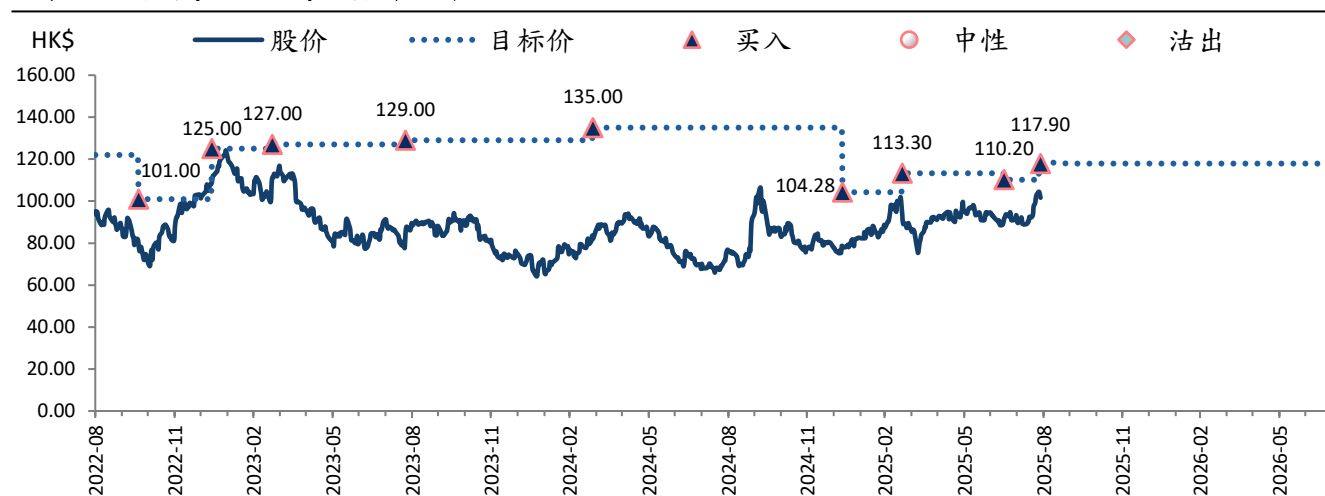
行业数据-体育用品同行比较

图表 4：体育用品品牌季度零售增长



资料来源：公司资料，交银国际

图表 5：安踏 (2020 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet，交银国际预测

图表 6：交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
9992 HK	泡泡玛特	买入	322.20	394.00	22.3%	2025 年 08 月 20 日	潮流玩具
291 HK	华润啤酒	买入	27.78	35.90	29.2%	2025 年 08 月 20 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	8.54	10.15	18.9%	2025 年 07 月 31 日	啤酒
2319 HK	蒙牛乳业	买入	16.20	22.91	41.4%	2025 年 03 月 27 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	27.81	33.30	19.7%	2024 年 11 月 06 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.71	12.30	41.2%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.48	4.00	-10.8%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	27.21	13.40	-50.8%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	14.16	10.40	-26.6%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	59.35	116.00	95.5%	2024 年 03 月 27 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	25.28	36.52	44.5%	2025 年 04 月 03 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	72.71	87.22	20.0%	2025 年 04 月 02 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	47.24	52.96	12.1%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	24.74	22.64	-8.5%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.51	2.79	11.2%	2025 年 07 月 22 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	48.82	48.70	-0.2%	2025 年 08 月 22 日	零售
2020 HK	安踏	买入	101.60	117.90	16.0%	2025 年 08 月 27 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	19.00	16.28	-14.3%	2025 年 07 月 15 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.52	0.74	42.3%	2025 年 08 月 12 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	3.28	2.98	-9.2%	2025 年 06 月 26 日	体育用品经销商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 8 月 27 日

2025 年 8 月 27 日

安踏 (2020 HK)

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	62,356	70,826	78,965	86,843	93,934
主营业务成本	(23,328)	(26,794)	(29,928)	(32,826)	(35,413)
毛利	39,028	44,032	49,037	54,016	58,521
销售及管理费用	(25,366)	(29,845)	(32,176)	(35,315)	(38,303)
其他经营净收入/费用	1,705	2,408	2,132	2,357	2,544
经营利润	15,367	16,595	18,994	21,058	22,762
财务成本净额	991	1,388	1,050	1,403	1,776
应占联营公司利润及亏损	(718)	3,669	1,000	1,459	1,822
其他非经营净收入/费用	0	232	0	0	0
税前利润	15,640	21,884	21,044	23,921	26,360
税费	(4,363)	(4,895)	(5,471)	(6,219)	(6,854)
非控股权益	(1,041)	(1,393)	(1,550)	(1,637)	(1,724)
净利润	10,236	15,596	14,022	16,064	17,782

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	15,228	11,390	16,108	21,169	26,202
有价证券	21,448	19,037	19,037	19,037	19,037
应收账款及票据	6,867	7,225	8,113	8,923	9,651
存货	7,210	10,760	12,018	13,183	14,221
其他流动资产	1,387	4,070	4,070	4,070	4,070
总流动资产	52,140	52,482	59,346	66,381	73,181
物业、厂房及设备	4,143	4,687	5,569	6,670	8,048
其他有形资产	822	1,465	1,465	1,465	1,465
无形资产	2,089	2,034	1,979	1,921	1,862
合资企业/联营公司投资	9,283	0	0	0	0
其他长期资产	23,751	51,947	54,379	57,414	61,199
总长期资产	40,088	60,133	63,391	67,470	72,574
总资产	92,228	112,615	122,738	133,851	145,755
短期贷款	3,996	8,583	8,583	8,583	8,583
应付账款	11,008	13,349	14,910	16,354	17,643
其他短期负债	5,587	6,661	6,661	6,661	6,661
总流动负债	20,591	28,593	30,154	31,598	32,887
长期贷款	10,948	12,233	12,233	12,233	12,233
其他长期负债	4,679	5,050	5,050	5,050	5,050
总长期负债	15,627	17,283	17,283	17,283	17,283
总负债	36,218	45,876	47,437	48,881	50,170
股本	15,636	15,676	15,676	15,676	15,676
储备及其他资本项目	35,824	46,053	53,064	61,096	69,988
股东权益	51,460	61,729	68,740	76,772	85,664
非控股权益	4,550	5,010	6,560	8,197	9,921
总权益	56,010	66,739	75,300	84,970	95,585

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	15,640	21,884	21,044	23,921	26,360
折旧及摊销	1,143	1,166	1,427	1,751	2,156
营运资本变动	2,438	(1,860)	(585)	(529)	(479)
税费	(3,584)	(4,532)	(5,471)	(6,219)	(6,854)
其他经营活动现金流	4,776	584	5,732	6,761	8,091
经营活动现金流	20,413	17,242	22,146	25,684	29,274
资本开支	(1,234)	(3,327)	(2,160)	(2,700)	(3,375)
投资活动	(23,104)	(8,471)	(6,065)	(7,612)	(9,609)
其他投资活动现金流	(414)	(1,811)	0	0	0
投资活动现金流	(24,752)	(13,609)	(8,225)	(10,313)	(12,985)
负债净变动	329	(1,323)	(641)	(641)	(641)
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(4,022)	(6,072)	(7,011)	(8,032)	(8,891)
其他融资活动现金流	11,543	3,658	0	0	0
融资活动现金流	7,850	(3,737)	(7,652)	(8,673)	(9,532)
汇率收益/损失	538	46	0	0	0
年初现金	17,378	15,228	11,390	16,108	21,169
年末现金	15,228	11,390	16,108	21,169	26,202

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	3.570	5.367	4.825	5.545	6.138
全面摊薄每股收益	3.570	5.367	4.825	5.545	6.138
每股股息	1.879	1.828	2.497	2.860	3.166
每股账面值	19.046	22.846	25.441	28.414	31.704
利润率分析(%)					
毛利率	62.6	62.2	62.1	62.2	62.3
EBITDA利润率	25.3	30.6	27.1	27.9	28.5
EBIT利润率	23.5	28.9	25.3	25.9	26.2
净利率	16.4	22.0	17.8	18.5	18.9
盈利能力(%)					
ROA	11.1	13.8	11.4	12.0	12.2
ROE	23.8	27.6	21.5	22.1	21.9
ROIC	16.9	19.8	15.4	16.0	16.1
其他					
净负债权益比(%)	净现金	14.1	6.3	净现金	净现金
流动比率	2.5	1.8	2.0	2.1	2.2
存货周转天数	122.8	122.4	138.9	140.1	141.2
应收账款周转天数	19.6	21.4	22.2	22.2	22.4
应付账款周转天数	46.5	51.3	55.9	56.4	56.9

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 9 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

評級定義

分析員個股評級定義：

買入：預期個股未來12個月的總回報**高于**相關行業。

中性：預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

沽出：預期個股未來12個月的總回報**低于**相關行業

無評級：對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

分析員行業評級定義：

領先：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**具吸引力**。

同步：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤標杆指數**一致**。

落后：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**不具吸引力**。

香港市場的標杆指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標杆指數為**MSCI 中國A股指數**，美國上市中概股的標杆指數為**標普美國中概股50（美元）指數**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。