

安踏 (2020.HK): 短期流水面临挑战, 长期持续深化多品牌战略

- **公司下调安踏品牌全年流水指引符合市场预期:** 管理层表示安踏与 Fila 两大品牌 7-8 月(截至目前)的零售流水表现面临较大的压力(趋势弱于 2Q25), 但最近一周有向好的趋势。我们预计 7-8 月安踏品牌与 Fila 整体流水都录得低单位数的同比增长。尽管如此, 管理层表示零售折扣同比加深幅度依然可控。考虑到安踏品牌 1H25 流水增速低于时序进度以及 3Q25 以来较弱的流水趋势, 管理层将安踏品牌 2025 全年流水增速从原本的高单位数下调至中单位数。由于安踏业绩会在李宁之后, 我们认为市场基本对安踏 7-8 月较弱的零售流水趋势以及管理层下调安踏品牌流水指引有所预期, 因此不会对股价带来太大的负面影响。管理层维持对 Fila 品牌 2025 全年中单位数流水增长的指引, 并将其他品牌流水增速的指引从超 30% 上调至超 40%。
- **持续优化和升级渠道, 为品牌注入新的活力:** 面对行业存量竞争, 公司未来的门店数不会有大幅的增长, 但会持续通过门店的升级改造来提升店效, 并抢占市场份额。拿安踏品牌举例, 公司不断尝试新的店型来提升品牌力, 吸引线下消费者。截至目前, 安踏冠军店已达到 100 家的规模, 店效达 50 万元以上(传统安踏门店店效为 30 万元左右)。超级安踏仍在打磨中, 改造后的门店店效有望达到翻倍, 未来门店数有望大幅提升。SV 店上半年新开十几家, 目前全国总数达到 62 家。这些新店型不仅大幅提升了原有门店的店效, 还提升了安踏品牌的调性, 为品牌注入了新的活力。同店的提升也将带来经营杠杆, 为安踏品牌长期经营利润率的提升打开了空间。
- **持续深化多品牌战略, 积蓄长期增长动力:** 其他品牌(主要是 Descente 和 Kolon) 1H25 收入同比增长 61%, 收入贡献提升至 19% (1H24 为 14%), 是公司 1H25 收入增长的主要驱动力。这再次体现了公司强大的多品牌运营能力。考虑到其他品牌的 D2C 属性以及较高的折扣水平, 我们认为其他品牌未来两年若能保持较高的收入增速, 则将进一步带动公司整体经营利润率的提升。公司 1H25 收购了狼爪, 并在 6 月完成并表。公司为狼爪制定了为期 3-5 年的品牌复兴计划。虽然狼爪的亏损短期可能拖累公司整体盈利水平, 但基于公司丰富的国际品牌运营经验, 我们有信心在不久的将来看到狼爪为公司带来正向的盈利贡献。公司今天(8 月 27 日)又宣布与韩国时尚平台企业 Musinsa 成立合资公司(安踏持有 40% 股权), 标志着公司进一步将业务拓展至时尚领域。
- **1H25 业绩高质量增长:** 剔除 Amer 上市带来的一次性收益, 安踏 1H25 归母净利润同比增长 14.5% 至人民币 70.3 亿元, 符合市场预期。1H25 收入同比增长 14.3%, 基本与流水增长相符。1H25 经营性现金流同

林闲嘉

首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

张嘉

消费分析师
constance_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2025 年 8 月 28 日

评级

买入

目标价(港元)	121.2
潜在升幅/降幅	+19.3%
目前股价(港元)	101.6
52 周内股价区间(港元)	68.35-107.5
总市值(百万港元)	285,213
近 3 月日均成交额(百万港元)	876.3

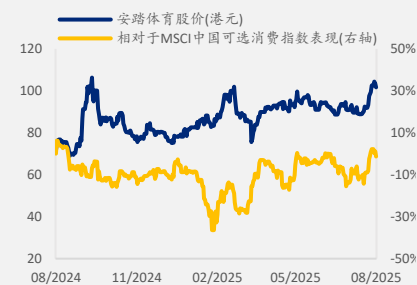
注: 截至 2025 年 8 月 27 日收盘价

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究



比大幅增长 28.5%。安踏品牌毛利率同比下降 1.7ppt，主要是由于电商占比加大。经营利润率同比大幅上升 1.5ppt，主要受益于政府补贴的增加。扣除政府补贴的帮助，安踏品牌 1H25 经营利润率同比小幅下跌 0.5ppt，跌幅小于毛利率。Fila 毛利率同比下降 2.2ppt，主要是由于零售折扣的加深，经营利润率同比下降 0.9ppt。我们预计剔除去年同期的库存减值冲回，Fila 1H25 经营利润率同比基本持平，意味着费用率的大幅下降。其他品牌（包括 Descente 和 Kolon）的经营利润率在收入大幅增长所带来的经营杠杆的帮助下同比大幅扩张 3.3ppt。我们认为公司 1H25 的业绩表现体现了公司运营效率的持续提升。

- **投资风险：**行业需求放缓；安踏收入低于预期；Fila 品牌力下降。

图表 1：盈利预测和财务指标

百万人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,356	70,826	80,954	89,492	95,792
同比变动 (%)	16.2%	13.6%	14.3%	10.5%	7.0%
归母净利润	10,236	15,596	13,645	15,424	17,070
同比变动 (%)	34.9%	52.4%	-12.5%	13.0%	10.7%
归母净利润（剔除联营公司一次性损益影响）	10,954	11,927	13,645	15,424	17,070
同比变动 (%)	44.3%	8.9%	14.4%	13.0%	10.7%
PE (x)	25.6	17.6	20.1	17.8	16.1
ROE (%)	23.8%	27.6%	20.8%	20.9%	20.4%

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 安踏体育

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,356	70,826	80,954	89,492	95,792
同比	16.2%	13.6%	14.3%	10.5%	7.0%
销售成本	-23,328	-26,794	-30,827	-33,461	-35,513
毛利	39,028	44,032	50,127	56,031	60,279
毛利率	62.6%	62.2%	61.9%	62.6%	62.9%
销售费用	-21,673	-25,647	-29,240	-32,268	-34,263
管理费用	-3,693	-4,198	-4,909	-5,426	-5,782
其他经营收入及收益（损失）	1,705	2,408	2,908	3,408	3,908
经营溢利	15,367	16,595	18,885	21,745	24,143
经营利润率	24.6%	23.4%	23.3%	24.3%	25.2%
核心经营溢利	15,367	16,595	18,885	21,745	24,143
核心经营利润率	24.6%	23.4%	23.3%	24.3%	25.2%
同比	36.8%	8.0%	13.8%	15.1%	11.0%
净融资成本	991	1,388	1,054	1,531	2,167
税前溢利	15,640	21,884	21,112	24,589	27,728
所得税开支	-4,363	-4,895	-5,427	-6,336	-7,162
所得税率	26.7%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%
少数股东权益	-1,041	-1,393	-2,039	-2,829	-3,496
归母净利润	10,236	15,596	13,645	15,424	17,070
归母净利率	16.4%	22.0%	16.9%	17.2%	17.8%
同比	35%	52%	-13%	13%	11%
归母净利润 （剔除联营公司一次性损益）	10,954	11,927	13,645	15,424	17,070
归母净利率 （剔除联营公司一次性损益）	18%	17%	17%	17%	18%
同比	44%	9%	14%	13%	11%

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	4,965	6,152	6,854	7,039	7,016
使用权资产	8,085	9,826	9,826	9,826	9,826
土地使用权及其他非流动资产预付款	567	991	901	821	748
无形资产	2,089	2,034	4,679	4,408	4,153
合营公司投资	9,283	14,669	14,669	14,669	14,669
递延税项资产	1,367	1,633	1,633	1,633	1,633
其他	1,896	3,164	3,164	3,164	3,164
非流动资产	40,088	60,133	63,391	63,224	62,873
其他金融资产	1,333	3,869	3,869	3,869	3,869
存货	7,210	10,760	10,304	11,184	11,870
应收账款	3,732	4,463	4,214	4,658	4,986
其他应收账款	3,135	2,762	2,883	3,187	3,412
已抵押存款	5	120	0	0	0
存款期超过三个月的银行定期存款	21,448	19,037	19,000	19,000	19,000
现金及现金等价物	15,228	11,390	18,691	30,504	44,147
流动资产	52,140	52,482	58,961	72,403	87,284
借贷	3,996	8,583	8,583	8,583	8,583
应付贸易账款	3,195	4,332	4,307	4,675	4,962
租赁负债	2,701	3,179	3,179	3,179	3,179
其他应收款	7,842	9,017	9,290	10,084	10,703
应付关连人士款项	32	96	20	20	20
即期应付税项	2,825	3,386	3,400	3,400	3,400
流动负债	20,591	28,593	28,780	29,941	30,847
递延税项负债	855	925	925	925	925
租赁负债	3,824	4,125	4,125	4,125	4,125
借贷	10,948	12,233	12,233	12,233	12,233
应付非控股权益款	0	0	0	0	0
非流动负债	15,627	17,283	17,283	17,283	17,283
股本	272	271	271	271	271
储备	51,188	61,458	68,969	78,253	88,382
非控股权益	4,550	5,010	7,049	9,878	13,375
权益	56,010	66,739	76,289	88,402	102,028

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税前溢利	15,640	21,884	21,112	24,589	27,728
物业、机器及设备折旧	1,018	1,023	1,237	1,456	1,663
使用权资产折旧	3,844	4,305	0	0	0
无形资产摊销	125	143	143	281	265
利息支出	521	626	333	333	333
利息收入	-1,470	-1,846	-1,703	-2,180	-2,816
其他	840	-3,894	100	91	83
营运资金变动前经营现金流量	20,518	22,240	21,222	24,570	27,255
存货增加	1,339	-3,410	456	-880	-686
应收贸易账款及其他流动资产变动	-1,189	-362	128	-749	-552
抵押贷款变动	0	0	120	0	0
应付贸易账款及其他流动负债变动	1,582	1,590	249	1,162	905
应付关连人士款项变动	7	65	-76	0	0
已付所得税	-3,584	-4,532	-5,413	-6,336	-7,162
经营活动所得（所用）现金净额	18,593	15,486	16,766	17,767	19,761
购买物业、厂房及设备所付款	-1,161	-2,258	-1,940	-1,640	-1,640
支付土地使用权购买预付款	0	-1,069	-10	-10	-10
购买无形资产所付款项	-160	-133	-700	-10	-10
以收取利息	1,041	1,255	1,703	2,180	2,816
存款期超过三个月的银行定期存款	-22,488	-6,205	37	0	0
其他	-1,984	-5,199	-2,088	0	0
投资活动所用现金净额	-24,752	-13,609	-2,998	520	1,156
借贷	442	-1,121	0	0	0
发行可转换债券	0	4,168	0	0	0
已支付股利	-4,250	-7,029	-6,134	-6,140	-6,941
已支付利息	-59	-188	-333	-333	-333
其他	7,338	-1,591	0	0	0
融资活动（所用）所得现金净额	3,471	-5,761	-6,467	-6,473	-7,274
现金及现金等价物变动	-2,688	-3,884	7,301	11,813	13,643
于年初的现金及现金等价物	17,378	15,228	11,390	18,691	30,504
现金及现金等价物汇兑差额	538	46	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	15,228	11,390	18,691	30,504	44,147

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	3.69	5.37	4.70	5.31	5.88
每股销售额	21.75	23.58	26.95	29.80	31.89
每股股息	1.88	2.11	2.11	2.39	2.64
同比变动					
收入	16.2%	13.6%	14.3%	10.5%	7.0%
经营溢利	36.8%	8.0%	13.8%	15.1%	11.0%
归母净利润	34.9%	52.4%	-12.5%	13.0%	10.7%
摊薄每股收益	40.0%	3.9%	14.4%	13.0%	10.7%
费用与利润率					
毛利率	62.6%	62.2%	61.9%	62.6%	62.9%
经营利润率	24.6%	23.4%	23.3%	24.3%	25.2%
归母净利率	16.4%	22.0%	16.9%	17.2%	17.8%
回报率					
平均股本回报率	23.8%	27.6%	20.8%	20.9%	20.4%
平均资产回报率	12.9%	15.4%	11.8%	12.1%	12.1%
资产效率					
库存周转天数	123	122	122	122	122
应收账款周转天数	20	21	19	19	19
应付账款周转天数	47	51	51	51	51
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
速动比率 (x)	2.5	1.8	2.0	2.4	2.8
现金比率 (x)	1.2	1.6	1.6	1.5	1.4
负债/权益 (%)	70%	74%	67%	60%	54%
估值					
市盈率 (x)	25.6	17.6	20.1	17.8	16.1
市销率 (x)	4.3	4.0	3.5	3.2	3.0
股息率	1.8%	2.1%	2.1%	2.4%	2.6%

图表 2: 安踏 2025 年上半年盈利表现和下半年与全年盈利预测

百万人民币	1H24	1H25	YoY	2H24	2H25E	YoY	2024	2025E	YoY
收入	33,735	38,544	14.3%	37,091	42,410	14.3%	70,826	80,954	14.3%
销售成本	12,117	14,119	16.5%	14,677	16,708	13.8%	26,794	30,827	15.1%
毛利润	21,618	24,425	13.0%	22,414	25,702	14.7%	44,032	50,127	13.8%
毛利率	64.1%	63.4%		60.4%	60.6%		62.2%	61.9%	
其他收益	809	1,315	62.5%	1,599	1,593	-0.4%	2,408	2,908	20.8%
销售费用	11,796	13,272	12.5%	13,851	15,968	15.3%	25,647	29,240	14.0%
销售费用率	35.0%	34.4%		37.3%	37.7%		36.2%	36.1%	
行政费用	-1,971	-2,337	18.6%	-2,227	-2,572	15.5%	-4,198	-4,909	16.9%
行政费用率	5.8%	6.1%		6.0%	6.1%		5.9%	6.1%	
营业费用	13,767	15,609	13.4%	16,078	18,541	15.3%	29,845	34,150	14.4%
经营利润	8,660	10,131	17.0%	7,935	8,754	10.3%	16,595	18,885	13.8%
经营利润率	25.7%	26.3%		21.4%	20.6%		23.4%	23.3%	
联营公司盈利/亏损	-19	434	n.m.	217	739	n.m.	198	1,173	n.m.
其他盈利	1,579	0	n.m.	2,124	0	n.m.	3,703	0	n.m.
财务支出	710	596	-16.1%	678	458	-32.5%	1,388	1,054	-24.1%
税前盈利	10,930	11,161	2.1%	10,954	9,951	-9.2%	21,884	21,112	-3.5%
所得税	-2,511	-3,050	21.5%	-2,384	-2,377	-0.3%	-4,895	-5,427	10.9%
少数股东权益	-698	-1,080	54.7%	-695	-959	38.0%	-1,393	-2,039	46.4%
归母净利润	7,721	7,031	-8.9%	7,875	6,614	-16.0%	15,596	13,645	-12.5%
归母净利率	22.9%	18.2%		21.2%	15.6%		22.0%	16.9%	
核心归母净利润 (剔除 Amer 上市相关一次性损益)	6,142	7,031	14.5%	5,785	6,614	14.3%	11,927	13,645	14.4%
核心归母净利率	18.2%	18.2%		15.6%	15.6%		16.8%	16.9%	

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、浦银国际预测

图表 3: 安踏各品牌季度流水增速

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
安踏品牌	▲增长 高单位数	▲增长 高双位数	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 高单位数	▲增长 低单位数
安踏大货	▲增长 高单位数	▲增长 10-20%高段	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 高单位数	▲增长 低单位数
安踏童装	▲增长 高单位数	—持平	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▲增长 10-20%低段	▲增长 高单位数	▲增长 低单位数
安踏电商	▲增长 低单位数	▲增长 中单位数	▲增长 20-25%	▲增长 20-25%	▲增长 20-25%	▲增长 10-20%高段	▲增长 10-20%低段	▲增长 低单位数
Fila	▲增长 10-20%低段	▲增长 25-30%	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▼下降 低单位数	▲增长 高单位数	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数
Fila 大货	▲增长 高单位数	▲增长 30%+	▲增长 10-20%中段	▲增长 高单位数	—持平	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数
Fila 潮牌	▲增长 高单位数	▲增长 25%	—持平	▼下降 低单位数	▼下降 低单位数	▲增长 10-20%中段	▲增长 10-20%中段	▲增长 中单位数
Fila 儿童	▲增长 高单位数	▲增长 10-20%低段	▼下降 微跌	▲增长 中单位数	▼下降 低单位数	▲增长 中单位数	▲增长 10-20%低段	▲增长 中单位数
Fila 电商	▲增长 10-20%中段	▲增长 10-20%中段	▲增长 25-30%	▲增长 ~20%	▲增长 高单位数	▲增长 10-20%中段	▲增长 10-20%高段	▲增长 10-20%低段
其他品牌	▲增长 45-50%	▲增长 55-60%	▲增长 25-30%	▲增长 40-45%	▲增长 45-50%	▲增长 50-55%	▲增长 ~70%	▲增长 50-55%
迪桑特	▲增长 40-45%	▲增长 50-55%	▲增长 20-25%	▲增长 35-40%	▲增长 35-40%	▲增长 45-50%	▲增长 ~60%	▲增长 40-45%
可隆	▲增长 65-70%	▲增长 65-70%	▲增长 近 50%	▲增长 60-65%	▲增长 65-70%	▲增长 60-65%	▲增长 ~100%	▲增长 70-75%

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 4：安踏 2024-25 年上半年分品牌经营情况

(人民币百万)	1H24	1H25	YoY
收入			
安踏品牌	16,077	16,950	5.4%
Fila	13,056	14,182	8.6%
其他品牌	4,602	7,412	61.1%
毛利润			
安踏品牌	9,106	9,308	2.2%
Fila	9,168	9,637	5.1%
其他品牌	3,344	5,480	63.9%
毛利率			
安踏品牌	56.6%	54.9%	
Fila	70.2%	68.0%	
其他品牌	72.7%	73.9%	
经营利润			
安踏品牌	3,503	3,946	12.6%
Fila	3,731	3,935	5.5%
其他品牌	1,375	2,458	78.8%
经营利润率			
安踏品牌	21.8%	23.3%	
Fila	28.6%	27.7%	
其他品牌	29.9%	33.2%	

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

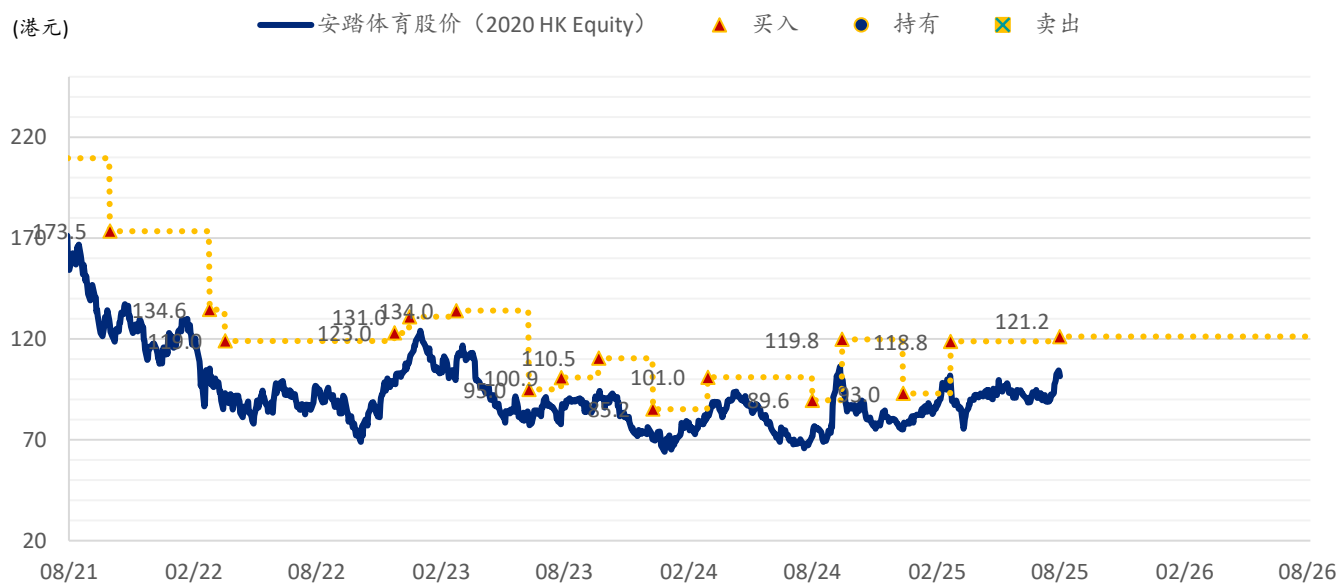
图表 5：SPDBI 财务预测变动：安踏体育（2020.HK）

(人民币百万)	2025E	2026E	2027E
营业收入			
旧预测	79,836	87,458	93,780
新预测	80,954	89,492	95,792
变动	1.4%	2.3%	2.1%
核心归母净利润			
旧预测	13,995	15,882	17,535
新预测	13,645	15,424	17,070
变动	-2.5%	-2.9%	-2.7%

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 安踏体育 (2020.HK)



注: 截至 2025 年 8 月 27 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7：SPDBI 消费行业覆盖公司

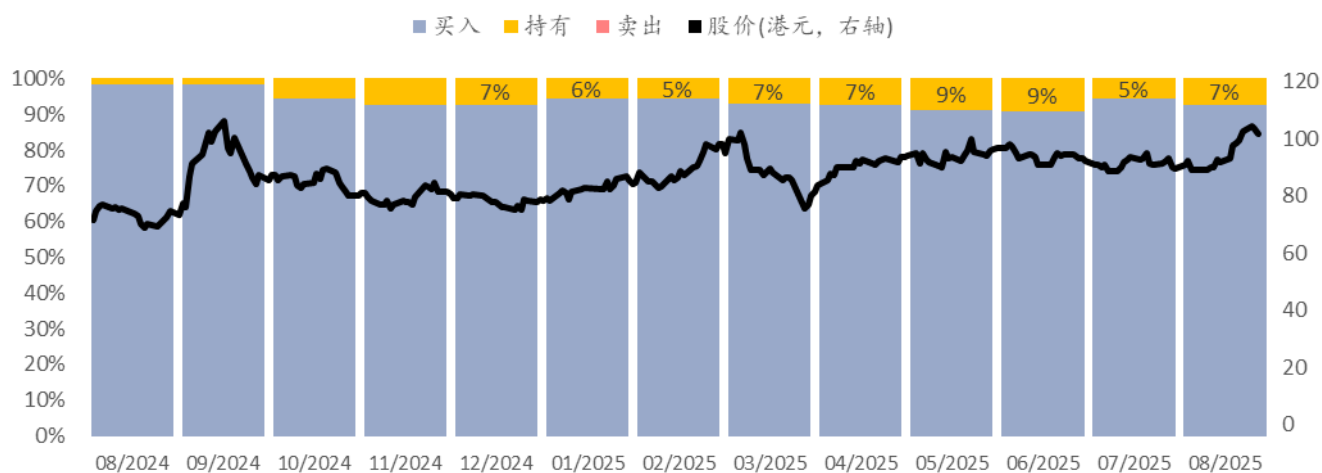
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	19.0	买入	23.1	2025 年 8 月 24 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	101.6	买入	121.2	2025 年 8 月 28 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.7	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.3	买入	3.52	2025 年 8 月 12 日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	43.6	买入	55.9	2025 年 8 月 6 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	352.8	买入	435.8	2025 年 8 月 6 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	14.0	买入	16.9	2025 年 8 月 26 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	15.3	持有	16.6	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	19.1	持有	21.3	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.5	持有	2.8	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	38.0	买入	48.5	2025 年 8 月 5 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	27.8	买入	34.3	2025 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	55.3	买入	69.2	2025 年 4 月 7 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.5	持有	9.3	2025 年 7 月 31 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	50.9	买入	72.6	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	69.0	持有	81.4	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.8	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.2	持有	18.26	2025 年 8 月 16 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.7	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.5	持有	4.9	2025 年 7 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.6	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	27.2	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	11.4	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	322.2	买入	410.9	2025 年 8 月 20 日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金	724.5	买入	890	2025 年 8 月 21 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	85.0	买入	115	2025 年 4 月 28 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	54.9	买入	82.2	2025 年 3 月 27 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	92.9	买入	55	2025 年 3 月 23 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	56.9	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	47.0	持有	39.1	2025 年 4 月 29 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	45.7	买入	41.1	2025 年 5 月 23 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	28.0	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	33.2	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	23.1	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	14.9	持有	14.8	2025 年 3 月 31 日	酒店
9961.HK Equity	携程集团	512.5	买入	610.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
TCOM.US Equity	携程集团	62.6	买入	78	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
780.HK Equity	同程旅行	21.4	买入	26.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游

注：港股、A 股截至 2025 年 8 月 27 日收盘，美股截至 2025 年 8 月 26 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

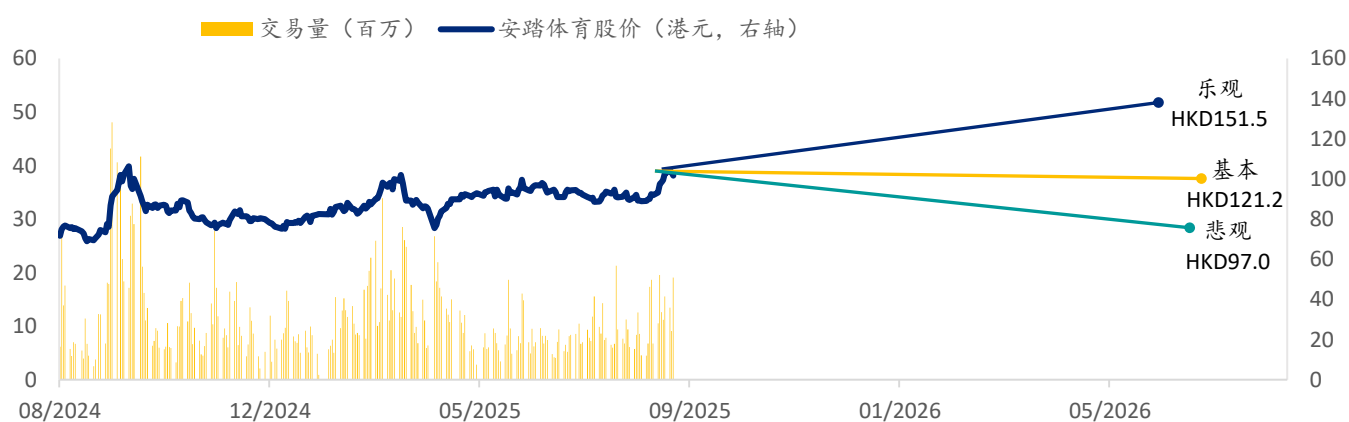
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8：安踏体育（2020.HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：安踏体育（2020.HK）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入和利润率增长好于预期

目标价：151.5 港元

概率：25%

- 安踏品牌 2025 年收入同比增长高单位数；
- Fila 品牌 2025 年收入同比增长 10%+；
- 集团毛利率 2025 年同比持平；
- 市场营销费用占比 2025 年同比持平；

悲观情景：公司收入和利润率增长不及预期

目标价：97.0 港元

概率：20%

- 安踏品牌 2025 年收入同比增长低单位数；
- Fila 品牌 2025 年收入同比增长低单位数；
- 集团毛利率 2025 年同比下跌 50bps；
- 市场营销费用占比 2025 年同比提升 50bps。

资料来源：浦银国际

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

