

# 上半年表现优良 持续看好多品牌国际化能力

## 核心观点

- **差异化的多品牌矩阵保障公司在复杂多变的零售环境下仍实现较快的收入增长。**上半年国内可选消费仍相对疲弱，但公司在庞大的规模基数上仍实现了 14.3% 的收入增长，其中安踏品牌、Fila 品牌和其他品牌营收同比分别增长 5.4%、8.6% 和 61.1%，Fila 品牌和其他品牌的增速均超出年初市场的预计。安踏主品牌批发业务有所承压，但电商的较快增长仍推动了整体品牌的稳健成长。
- **中报经营利润率优于市场之前的估计。**上半年在公司持续加大品牌、渠道、研发和海外市场投入的情况下，公司整体经营利润率同比仍上升 0.6 个百分点。我们判断主要是公司不断推行精细化运营、优化配置资源的投入以及高利润率水平的其他品牌占比提升、还有政府补助同比增加所致。
- **安踏和 Fila 作为公司的两大基本盘，未来有望保持中单或略高的稳健增长。**立足“大众定位+品牌向上”的策略，安踏品牌近年积极布局新业态、品牌创新和海外市场，已经取得良好进展。Fila 在新管理团队带领之下也在重新进行品牌策略的梳理，强化其在高尔夫和网球等领域的品牌心智，同时提升内部组织效率。我们预计这两大基本盘在各自 300 亿左右的体量下未来仍有望保持中单或略高的增长。
- **以迪桑特和可隆为主的其他品牌预计未来仍将保持快速增长，将成为拉动公司增长的重要动力。**站在户外运动的风口，迪桑特和可隆两大品牌通过“打磨产品+节制开店+高单店”的发展策略，已经在高端户外圈层建立了自己的良好口碑。中报显示这两大品牌新开店都很少，销售的高增大部分来自于同店增长。我们预计未来 3 年公司其他品牌收入有望保持 30% 以上的复合增速，成为拉动公司增长的重要动力。
- **公司是国内为数不多真正多品牌、国际化和坚持长期主义的全球运动服饰龙头，我们坚定看好其中长期发展。**我们对于公司今年新收购的狼爪品牌未来的整合抱有积极的期待，也相信公司的全球化投资并购之路并不会止步于前。

## 盈利预测与投资建议

- 根据中报，我们小幅调整公司盈利预测，预计 2025-2027 年每股收益分别为 4.80、5.54 和 6.21 元（原预测为 4.82、5.54 和 6.24 元），参考可比公司，给予 2025 年 26 倍 PE 估值，对应目标价 135.86 港币（1 人民币=1.09 港币），维持“买入”评级。

**风险提示：**消费终端复苏缓慢、运动服饰行业潮流变化及竞争加剧等

## 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	62,356	70,826	79,497	88,128	97,528
同比增长(%)	16.2%	13.6%	12.2%	10.9%	10.7%
营业利润(百万元)	15,367	16,595	18,270	20,374	22,914
同比增长(%)	36.8%	8.0%	10.1%	11.5%	12.5%
归属母公司净利润(百万元)	10,236	15,596	13,479	15,564	17,427
同比增长(%)	34.9%	52.4%	-13.6%	15.5%	12.0%
每股收益(元)	3.65	5.56	4.80	5.54	6.21
毛利率(%)	62.6%	62.2%	61.8%	62.1%	62.5%
净利率(%)	16.4%	22.0%	17.0%	17.7%	17.9%
净资产收益率(%)	18.3%	23.4%	17.6%	17.7%	17.3%
市盈率(倍)	25.6	16.8	19.4	16.8	15.0
市净率(倍)	4.7	3.9	3.4	3.0	2.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级

买入（维持）

股价（2025年08月27日）	101.6 港元
目标价格	135.86 港元
52 周最高价/最低价	106.3/67.49 港元
总股本/流通 H 股（万股）	280,721/280,721
H 股市值（百万港币）	285,213
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 08 月 28 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.3	11.89	7.4	45.88
相对表现%	3.16	12.62	-0.38	4.89
恒生指数%	0.14	-0.73	7.78	40.99



## 证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124

## 相关报告

主品牌韧性增长+户外品牌持续高增，加速海外市场布局	2025-03-20
FILA 环比明显改善，其他品牌维持高增	2025-01-12
超预期高质量增长，回购股份提振市场信心	2024-09-02

根据中报，我们小幅调整公司盈利预测（上调了未来三年其他品牌收入增速，下调了安踏品牌收入增速），预计 2025-2027 年每股收益分别为 4.80、5.54 和 6.21 元（原预测为 4.82、5.54 和 6.24 元），参考可比公司，给予 2025 年 26 倍 PE 估值，对应目标价 135.86 港币（1 人民币=1.09 港币），维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2025 年 8 月 27 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
李宁	2331.HK	19.00	1.35	1.26	1.07	1.19	14	15	18	16
彪马	PUMA SE	20.41	2.03	1.89	(1.78)	0.22	10	11	-11	92
耐克	NIKE US EQUITY	78.65	3.95	2.16	1.68	2.45	20	36	47	32
露露柠檬	LULU US EQUITY	202.53	12.77	14.64	14.50	15.40	16	14	14	13
牧高笛	603908.SH	25.80	1.60	0.90	1.06	1.22	16	29	24	21
ON Running	ONON US Equity	36.29	0.36	0.97	0.61	1.22	101	37	59	30
<b>调整后平均</b>								<b>23</b>	<b>26</b>	<b>25</b>

数据来源：wind, bloomberg, 东方证券研究所，注：李宁为港币，彪马为欧元，露露柠檬、耐克为美元，昂跑为瑞士法郎，牧高笛为人民币

**风险提示：**消费终端复苏缓慢、运动服饰行业潮流变化及竞争加剧等



## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。