

安踏体育 (02020.HK)

强烈推荐 (维持)

25H1 业绩稳健，持续强化多品牌运营能力

25H1 公司收入+14%，经调整净利润+7%，不包含 Amer Sports 上市事项权益摊薄所致的利得净利润+14.5%。持续探索渠道新业态&优化运营效率；优化 FILA 产品结构；拓展户外细分赛道&增加核心商圈覆盖范围，预计 25-27 年公司净利润 134.8 亿元、152.9 亿元、173.3 亿元，同比增速为-14%、13%、13%，剔除 amer 带来一次性利得，净利润同比增速为 13%、13%、13%。当前市值对应 25PE18X、26PE16X，维持强烈推荐评级。

□ 25H1 实现营收 385.4 亿元人民币，同比增长 14.3%，经调整股东应占溢利增加 7.1%至 65.97 亿元；不包括由 Amer Sports 上市事项权益摊薄所致的利得，股东应占溢利增加 14.5%至 70.31 亿元。中期分红比例接近 50%。

□ 1) 分品牌看：25H1 安踏+5.4%至 169.5 亿元，FILA+8.6%至 141.2 亿元，其他品牌+61.1%至 74.1 亿元。

□ 2) 安踏分业务看：25H1 鞋类同比增长 12%，服装增长 15.5%，配饰增长 24.6%。

□ 3) 分渠道看：25H1 电商增长 17.6%，占比达 34.8%，提升 2.0pct。安踏品牌线上增长 10%；FILA 线上双位数增长；迪桑特线上增长 50%+，可隆线上增长 80%+。

□ 4) 安踏分渠道看：25H1 DTC 增长 5.3%，电商增长 10.1%，批发减少 10.6%。

□ 5) 其他品牌渠道：迪桑特店效从 230 万提升至 270 万，年店销 5000 万门店从 16 家增至 33 家，线上收入增长超 50%（平销商品占比 80%+，折扣率 9 折）；可隆店效超 200 万，线下收入增长超 80%，线上增长近 80%，折扣率 85 折以上，实现东北以外区域突破。

□ 6) 门店情况：截至 25 年 6 月末，安踏成人 7187 家（较年初+52 家），安踏儿童 2722 家（较年初-62 家），FILA 大货 1266 家（较年初+2 家），FILAKids 590 家（持平），FILA fusion 198 家（加年初-8 家）。迪桑特 241 家（较年初+15 家），可隆 199 家（较年初+8 家），MAIA50 家（较年初+3 家）。

□ 盈利能力：25H1 公司毛利率下降 0.7pct 至 63.4%，广告及宣传开支占收入比重下降 0.9pct 至 6.6%，员工成本占收入比重提升 0.2pct 至 15.7%。经营利润率提升 0.6pct 至 26.3%，股东应占溢利率（不含 amer 上市利得）同比持平为 18.2%。

1) 分品牌：25H1 安踏毛利率下降 1.7pct 至 54.9%，经营溢利率上升 1.5 个百分点至 23.3%；FILA 毛利率下降 2.2pct 至 68.0%，经营溢利率下降 0.9 个百分点至 27.7%；所有其他品牌的毛利率提升 1.2pct 至 73.9%，经营溢利率上升 3.3 个百分点至 33.2%。

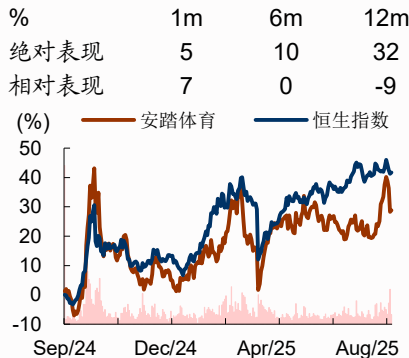
□ 营运资金管理情况：25H1 集团存货周转天数为 136 天，同比上升 22 天（含

消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：96.0 港元

基础数据

总股本 (百万股)	2807
香港股 (百万股)	2807
总市值 (十亿港元)	269.5
香港股市值 (十亿港元)	269.5
每股净资产 (港元)	22.7
ROE (TTM)	24.5
资产负债率	41.0%
主要股东	汇丰国际信托有限公司
主要股东持股比例	52.704%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《安踏体育 (02020) —持续探索新零售模式，户外业务成为增长新驱动力》2025-08-04
- 《安踏体育 (02020) —25Q2 主品牌增速环比放缓，重点提升渠道运营效率》2025-07-16
- 《安踏体育 (02020) —25Q1 线上折扣加深，收购狼爪完善户外品牌矩阵》2025-04-11

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王梓旭 S1090524070009

wangzixu@cmschina.com.cn

狼爪并表影响)，剔除狼爪后上升 18 天；全渠道库存比维持在健康的五倍左右水平，集团可实时掌握各品牌终端全渠道库存，通过每月库存降解管理和动态 OTB 买货调整库存。应收周转天数 52 天，应付周转天数 19 天，均与去年同期持平。

- **与 MUSINSA 合作，探索运动与时尚结合。**公司官宣与 MUSINSA 共同投资成立合资公司“MUSINSA 中国”，其中安踏集团持股 40%，MUSINSA 持股 60%，MUSINSA 中国将主导自有品牌“MUSINSA STANDARD”和多品牌集合店“Musinsa Store”等业务在中国市场的发展，安踏集团也通过战略投资探索运动与时尚的结合，更好满足年轻消费者多元化消费需求。
- **盈利预测及投资建议。**公司持续探索渠道新业态&优化运营效率；优化 FILA 产品结构；拓展户外细分赛道&增加核心商圈覆盖范围。考虑到狼爪并表，我们小幅提升收入预测，预计 2025 年-2027 年集团收入分别为 790.3 亿元、871.7 亿元、959.3 亿元，同比增速为 12%、10%、10%。净利润 134.8 亿元、152.9 亿元、173.3 亿元，同比增速为-14%、13%、13%，剔除 amer 带来一次性利得，净利润同比增速为 13%、13%、13%。当前市值对应 25PE18X、26PE16X，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：终端消费需求不及预期风险、线上流量成本增加侵蚀利润风险、直营门店销售不及预期但运营费用较高导致利润承压风险。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	62661	70826	79030	87167	95926
同比增长	16%	13%	12%	10%	10%
营业利润(百万元)	13967	14187	16809	18517	21102
同比增长	50%	2%	18%	10%	14%
归母净利润(百万元)	10236	15596	13480	15288	17328
同比增长	35%	52%	-14%	13%	13%
每股收益(元)	3.61	5.52	4.80	5.45	6.17
PE	24.2	15.8	18.2	16.1	14.2
PB	4.8	4.0	3.4	2.9	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

表 1：安踏体育分品牌季度流水增速

时间	安踏主品牌	FILA	其他品牌
2020Q1	20%-25%下滑	中单位数下滑	高单位数下滑
2020Q2	低单位数下滑	10%-20%增长	25%-30%增长
2020Q3	低单位数增长	20%-25%增长	50%-55%增长
2020Q4	低单位数增长	25%-30%增长	55%-60%增长
2021Q1	40%-45%增长	75%-80%增长	115%-120%增长
2021Q2	35%-40%增长	30%-35%增长	70%-75%增长
2021Q3	10%-20%低段增长	中单位数增长	35%-40%增长
2021Q4	10%-20%中段增长	高单位数增长	30%-35%增长
2022Q1	10%-20%高段增长	中单位数增长	40%-45%增长
2022Q2	中单位数下滑	高单位数下滑	20%-25%增长
2022Q3	中单位数增长	10%-20%低段增长	40%-45%增长
2022Q4	高单位数下滑	10%-20%低段下滑	10%-20%低段增长
2023Q1	中单位数增长	高单位数增长	75%-80%增长
2023Q2	高单位数增长	10%-20%高段增长	70%-75%增长

时间	安踏主品牌	FILA	其他品牌
2023Q3	高单位数增长	10-20%低段增长	45%-50%增长
2023Q4	10%-20%高段增长	25%-30%增长	55%-60%增长
2024Q1	中单位数增长	高单位数增长	25%-30%增长
2024Q2	高单位数增长	中单位数增长	40%-45%增长
2024Q3	中单位数增长	低单位数下滑	45%-50%增长
2024Q4	高单位数增长	高单位数增长	50%-55%增长
2025Q1	高单位数增长	高单位数增长	65%-70%增长
2025Q2	低单位数增长	中单位数增长	50%-55%增长

资料来源：公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	52140	52482	59884	75816	92129
现金及现金等价物	15228	11390	16654	30659	44989
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	22781	22906	22906	22906	22906
应收账款及票据	3732	4463	4980	5493	6045
其它应收款	1843	2260	2522	2781	3061
存货	7210	10760	12038	13112	14177
其他流动资产	1346	703	784	865	952
非流动资产	40088	60133	60409	59376	59360
长期投资	23015	39375	41706	41706	41706
固定资产	4965	6152	4097	3064	3048
无形资产	10177	11878	11878	11878	11878
其他	1931	2728	2728	2728	2728
资产总计	92228	112615	120293	135192	151489
流动负债	20591	28593	24885	26461	28024
应付账款	3195	4332	4847	5279	5708
应交税金	3664	4220	4220	4220	4220
短期借款	3996	8583	3000	3000	3000
其他	9736	11458	12819	13962	15096
长期负债	15627	17283	17283	17283	17283
长期借款	10948	12233	12233	12233	12233
其他	4679	5050	5050	5050	5050
负债合计	36218	45876	42168	43744	45307
股本	272	271	271	271	271
储备	51188	61458	71619	83562	96731
少数股东权益	4550	5010	6235	7615	9181
归属于母公司所有者权益	51460	61729	71890	83833	97002
负债及权益合计	92228	112615	120293	135192	151489

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	19634	16741	20367	19475	20300
净利润	10236	15596	13480	15288	17328
折旧与摊销	4987	5471	6055	4032	3016
营运资本变动	1659	(2223)	(263)	(351)	(421)
其他非现金调整	2752	(2103)	1094	505	377
投资活动现金流	(25793)	(14864)	(5119)	(1211)	(897)
资本性支出	(1321)	(3460)	(4000)	(3000)	(3000)
出售资产获得的现金	0	0	0	0	0
投资增减	64611	65644	2331	0	0
其它	(487)	(216)	1212	1789	2103
筹资活动现金流	3471	(5761)	(9984)	(4259)	(5073)
债务增减	(2809)	(8295)	(5583)	0	0
股本增减	10497	(844)	0	0	0
股利支付	4022	6072	3319	3345	4159
其它筹资	(195)	9450	(1081)	(914)	(914)
其它调整	(8044)	(12144)	(6638)	(6691)	(8318)
现金净增加额	(2150)	(3838)	5264	14005	14330

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	62661	70826	79030	87167	95926
主营业务收入	62356	70826	79030	87167	95926
营业成本	23328	26794	29976	32650	35302
毛利	39028	44032	49053	54516	60624
营业支出	25366	29845	32244	36000	39522
营业利润	13967	14187	16809	18517	21102
利息支出	521	626	1081	914	914
利息收入	1470	1846	112	189	303
权益性投资损益	(718)	198	1100	1600	1800
其他非经营性损益	75	4005	0	0	0
非经常项目损益	1367	2274	2300	2300	2300
除税前利润	15640	21884	19240	21692	24591
所得税	4363	4895	4535	5023	5698
少数股东损益	1041	1393	1225	1381	1565
归属普通股股东净利润	10236	15596	13480	15288	17328
EPS(元)	3.61	5.52	4.80	5.45	6.17

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	16%	13%	12%	10%	10%
营业利润	50%	2%	18%	10%	14%
净利润	35%	52%	-14%	13%	13%
获利能力					
毛利率	62.3%	62.2%	62.1%	62.5%	63.2%
净利率	16.3%	22.0%	17.1%	17.5%	18.1%
ROE	19.9%	25.3%	18.8%	18.2%	17.9%
ROIC	15.3%	17.9%	14.5%	14.3%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	39.3%	40.7%	35.1%	32.4%	29.9%
净负债比率	16.2%	18.5%	12.7%	11.3%	10.1%
流动比率	2.5	1.8	2.4	2.9	3.3
速动比率	2.2	1.5	1.9	2.4	2.8
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6
存货周转率	3.0	3.0	2.6	2.6	2.6
应收帐款周转率	11.8	11.5	11.1	11.1	11.0
应付帐款周转率	7.8	7.1	6.5	6.4	6.4
每股资料(元)					
每股收益	3.61	5.52	4.80	5.45	6.17
每股经营现金	6.93	5.93	7.26	6.94	7.23
每股净资产	18.16	21.86	25.61	29.86	34.55
每股股利	1.75	2.15	2.16	2.45	2.78
估值比率					
PE	24.2	15.8	18.2	16.1	14.2
PB	4.8	4.0	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	13.8	10.6	11.4	11.2	10.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。