



公司基本面稳健，多品牌战略成效显著

2025 年 08 月 28 日

核心观点

- 公司发布 2025 上半年业绩，收入增长稳健，经营利润率改善。**公司 25H1 实现收入 385.44 亿元，同比增长 14.3%，归属母公司净利润 70.31 亿元，同比下降 8.94%。公司经调整净利润同增 7.1%至 65.97 亿元，不包括由 Amer Sports 上市权益摊薄所致的利得，归属母公司净利润同比增长 14.5%至 70.31 亿元。公司中期分派每股 1.37 港元，分红率 50.2%。
- 主品牌增速放缓，户外品牌持续增长：**分品牌看，公司安踏/FILA/其他品牌上半年收入分别为 169.50/141.82/74.12 亿元，同比+5.4%/+8.6%/+61.1%，安踏和 FILA 增长主要有线上拉动，上半年公司电商收入 134.13 亿元，同增 17.6%，占比提升至 34.8%。产品方面，安踏继续聚焦差异化专业性产品，布局细分赛道市场。FILA 通过高尔夫、网球、女子和户外系列等运动品牌保持强劲增长趋势。其他品牌继续夯实在中高端户外赛道的领先地位，继续保持快速增长。截至期末，安踏/FILA/Decente/Kolon/MAIA 品牌门店分别为 9909/2054/241/199/50 家，较年初-10/-6/+15/+8/+3 家，安踏和 FILA 品牌线下渠道主要是调结构，重店效的发展模式，户外和瑜伽品牌渠道仍处于扩张期。
- 毛利率虽有波动但经营利润率稳健提升。**上半年公司毛利率为 63.37%，同比下降 0.71pct，其中安踏/FILA/其他品牌毛利率分别同比变动-1.7/-2.2/+1.2pct，毛利率下降主要由于毛利率较低的电商渠道收入占比增加所致，此外安踏和 FILA 加大专业性产品销售力度，产品成本有所提升。25H1 公司销售/管理费用率为 34.43%/6.06%，同比变动-0.54/+0.22pct，费用投放效率有所提升。期间公司其他净收入同比增长 62.55%至 13.15 亿元，主要系政府补助增加。
- 公司与 MUSINSA 成立合资公司，探索时尚产业。**公司已与 MUSINSA 签订合资协议，成立合资公司，公司持有合资公司 40%股权，MUSINSA 持有 60%股权，合资公司将在中国内地、香港、澳门运营时装业务。公司通过战略投资对时尚产业进行一次建设性探索，充分发挥安踏集团品牌+零售的独特优势，全面赋能合资公司的业务发展，为热爱运动与时尚的年轻消费者提供个性化和差异化的选择。
- 投资建议：**公司基本面稳健，多品牌战略成效显著，户外板块和全球化业务打开新的增长空间，维持 2025/26/27 年 EPS 预测 4.82/5.36/5.84 元，对应 PE 估值为 18/16/15 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**终端销售弱于预期风险；主品牌门店升级调整不及预期风险；新收购品牌经营不及预期风险。

安踏体育 (股票代码: 2020.HK)

推荐 维持评级

分析师

郝帅

☎: 15711252705

✉: haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编号: S0130524040001

艾菲拉·迪力木拉提

☎: 18810537211

✉: aifeila_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号: S0130525080004

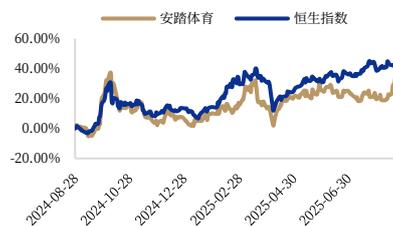
市场数据

2025-08-28

股票代码	2020.HK
H 股收盘价(元)	95.6
恒生指数	24,998.82
总股本	280,721.31
实际流通港股(万股)	280,721.31
流通港股市值(亿元)	2,683.49

相对恒生指数表现图

2025-08-28



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河纺服】公司深度_安踏体育(2020.HK)_多品牌体育龙头，本土崛起布局全球

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	70,826	78,314	86,510	94,784
收入增长率%	13.58	10.57	10.47	9.56
归母净利润(百万元)	15,596	13,535	15,033	16,385
利润增长率%	52.36	-13.21	11.06	8.99
摊薄 EPS(元)	5.56	4.82	5.36	5.84
PE	15.66	18.04	16.24	14.90

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（PE 计算按 1 港元=0.91 人民币汇率计算得到）

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	52,482.00	62,684.80	75,266.35	89,018.00
现金	11,510.00	19,070.62	26,598.60	36,696.94
应收账款及票据	4,463.00	4,656.35	5,257.54	5,789.56
其它应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	1,774.00	2,197.15	2,427.08	2,659.21
存货	10,760.00	11,699.92	14,164.86	15,436.95
其他	23,975.00	25,060.75	26,818.27	28,435.34
非流动资产	60,133.00	59,847.94	59,662.88	59,327.83
长期投资	14,669.00	14,969.00	15,569.00	16,219.00
固定资产	4,687.00	4,447.44	4,207.88	3,968.33
无形资产	11,455.00	10,309.50	9,164.00	8,018.50
其他	29,322.00	30,122.00	30,722.00	31,122.00
资产总计	112,615.00	122,532.74	134,929.23	148,345.83
流动负债	28,593.00	29,866.32	32,661.89	35,614.31
短期借款	8,583.00	8,908.09	9,583.00	10,386.76
应付账款及票据	4,332.00	4,197.30	4,605.18	5,018.76
其他	15,678.00	16,760.93	18,473.71	20,208.80
非流动负债	17,283.00	17,283.00	17,283.00	17,283.00
长期借款	12,233.00	12,233.00	12,233.00	12,233.00
其他	5,050.00	5,050.00	5,050.00	5,050.00
负债总计	45,876.00	47,149.32	49,944.89	52,897.31
少数股东权益	5,010.00	6,219.00	7,561.78	9,025.30
归属母公司股东权益	61,729.00	69,164.42	77,422.56	86,423.22
负债和股东权益	112,615.00	122,532.74	134,929.23	148,345.83

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	16741.00	12151.44	12374.36	15294.98
净利润	16989.00	14744.99	16376.51	17848.98
折旧摊销	5471.00	1585.06	1785.06	1985.06
财务费用	-1388.00	-194.52	-408.88	-589.00
其他经营现金流	-4331.00	-3984.09	-5378.32	-3950.06
投资活动现金流	-14864.00	990.15	845.41	795.41
资本支出	4684.00	1000.00	1000.00	1000.00
其他投资现金流	-19548.00	-9.85	-154.59	-204.59
筹资活动现金流	-5761.00	-5580.96	-5691.79	-5992.05
短期借款	4587.00	325.09	674.91	803.76
长期借款	1285.00	0.00	0.00	0.00
其他	-11633.00	-5906.05	-6366.70	-6795.80
现金净增加额	-3884.00	7560.62	7527.98	10098.34

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	70,826.00	78,314.85	86,510.53	94,784.48
营业成本	26,794.00	29,451.53	32,313.58	35,215.54
税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	25,647.00	28,326.48	31,368.72	34,520.51
管理费用	4,198.00	4,619.01	5,144.78	5,630.20
财务费用	-1,388.00	-194.52	-408.88	-589.00
其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营性损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	198.00	350.00	650.00	650.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	15,773.00	16,462.35	18,742.33	20,657.24
资产收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营性收益	6,111.00	2,600.00	2,500.00	2,500.00
利润总额	21,884.00	19,062.35	21,242.33	23,157.24
所得税	4,895.00	4,317.36	4,865.83	5,308.26
净利润	16,989.00	14,744.99	16,376.51	17,848.98
少数股东损益	1,393.00	1,209.00	1,342.78	1,463.51
归属母公司净利润	15,596.00	13,535.99	15,033.73	16,385.47
EBITDA	25,967.00	20,452.89	22,618.51	24,553.29
EPS (元)	5.56	4.82	5.36	5.84

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	13.58	10.57	10.47	9.56
归母净利润增长率	52.36	-13.21	11.06	8.99
毛利率	62.17	62.39	62.65	62.85
净利率	23.99	18.83	18.93	18.83
ROE	25.27	19.57	19.42	18.96
ROIC	20.04	16.55	18.25	19.29
资产负债率	40.74	38.48	37.02	35.66
净负债比率	13.94	2.75	-5.63	-14.75
流动比率	1.84	2.10	2.30	2.50
速动比率	0.62	0.87	1.05	1.27
总资产周转率	0.63	0.64	0.64	0.64
应收账款周转率	15.87	16.82	16.45	16.37
存货周转率	2.49	2.52	2.28	2.28
固定资产周转率	15.11	17.61	20.56	23.89
每股收益	5.56	4.82	5.36	5.84
每股经营现金流	5.96	4.33	4.41	5.45
每股净资产	21.99	24.64	27.58	30.79
P/E	15.66	18.04	16.24	14.90
P/B	4.35	3.88	3.47	3.11
EV/EBITDA	1.55	1.67	1.27	0.85
PS	3.79	3.43	3.10	2.83

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服饰行业首席分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得 2019-2020 年机构投资者 II 评选纺织零售行业第三名，2021-2023 水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

艾菲拉·迪力木拉提，纺织服饰行业分析师。中国人民大学本硕，2023年7月加入中国银河证券研究院，从事纺织服饰行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	超配：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn