

安踏体育 (02020.HK)

2025 年中期业绩公告点评：户外贡献持续提升，继续推进多品牌战略

买入（维持）

2025 年 08 月 31 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	62,356	70,826	80,072	88,779	97,841
同比(%)	16.23	13.58	13.06	10.87	10.21
归母净利润（百万元）	10,236	15,596	13,546	15,305	17,165
同比(%)	34.86	52.36	(13.14)	12.98	12.15
EPS-最新摊薄（元/股）	3.65	5.56	4.83	5.45	6.11
P/E（现价&最新摊薄）	24.22	15.90	18.30	16.20	14.44

投资要点

- 公司公布 25H1 业绩及成立合资公司：25H1 收入 385.4 亿元/yoy+14.3%，归母净利 70.3 亿元/yoy-8.9%，剔除上年同期 Amer Sports 上市事项收益的归母净利润 yoy+14.5%。中期派息 137 港分/股，派息比率 50.2%。同时，公司公布与 MUSINSA（韩国最大时尚平台公司）成立合资公司，共同在大中华区运营韩国时装业务，安踏持股 40%。
- 安踏品牌：多层级渠道与专业产品驱动稳健增长。25H1 收入 169.5 亿元/yoy+5.4%，其中 DTC/电商/传统批发收入分别同比+5.3%/+10.1%/-10.6%（分别占安踏品牌的 55.5%/36.2%/8.3%）。“大众定位、专业突破、品牌向上”战略成效显著，以“安踏冠军店”、“超级安踏”、“安踏作品集”为代表的新业态表现良好，有效提升渠道效率和品牌形象。专业产品如 PG7 跑鞋和 C202 马拉松跑鞋系列销量突出，带动品牌稳步增长。截至 25H1 末安踏成人/儿童门店分别 7187/2722 家，分别较 24H1 末+114/-109 家。公司预计安踏主品牌全年收入同比增长中单位数。
- FILA：推动品牌重塑，增长略超预期。25H1 收入 141.8 亿元/yoy+8.6%。品牌在网球、高尔夫等菁英运动领域表现突出，同时策略性加大对产品功能与品质的投入，从“快速上新”转向“深度经营”，成功打造 POLO、老爹鞋等英雄产品。渠道方面，FILA 针对不同类型及等级的门店重新规划零售准则及标准，推进渠道升级。截至 25H1 门店 2054 家，较 24H1+73 家。公司维持 FILA 全年收入同比增长中单位数的指引。
- 其他品牌：户外赛道持续高景气，可隆为集团增速最快品牌。25H1 其他品牌收入 74.1 亿元/yoy+61.1%，其中可隆为集团增长最快品牌，线下增长超过 80%，线上增长接近 80%。2025 年 5 月集团完成对德国户外品牌 JACK WOLFSKIN(狼爪)的收购，进一步完善了从高端到大众的户外品牌矩阵，并已启动为期三至五年的品牌复兴计划。公司将其他品牌全年收入增长指引从 30%+上调至 40%+。
- Amer Sports：趋势向好，贡献收益增厚。25H1 安踏体育分占联营公司溢利 4.34 亿元（24H1 为亏损 190 万元）。根据 Amer Sports 已披露业绩，25H1 收入 193.9 亿元/yoy+23.46%，净利润 10.9 亿元/yoy+10814%，经营基本面持续向好。
- 毛利率小幅下降，经营利润率小幅提升。25H1 公司毛利率 63.4%/yoy-0.7pct，经营利润率 26.3%/yoy+0.6pct。分品牌看，安踏/FILA/其他品牌毛利率分别同比-1.7/-2.2/+1.2pct 至 54.9%/68%/73.9%，经营利润率分别同比+1.5/-0.9/+3.3pct 至 23.3%/27.7%/33.2%。安踏品牌毛利率下降主因增加专业产品成本投入及电商占比提升，经营利润率提升主要得益于精细化运营；FILA 毛利率下降主因产品结构变化，但运营效率提升部分抵消成本上升影响；其他品牌利润率提升显著，来自规模效应显现。
- 盈利预测与投资评级：考虑到公司多品牌矩阵协同效应显现，尤其是户外品牌组合增长强劲，以及 Amer Sports 的盈利贡献，我们将 25-27 年归母净利润预测值从 132.3/147.6/164.3 亿元上调至 135.5/153.1/171.7 亿元，对应 PE 为 18/16/14X，维持“买入”评级。
- 风险提示：终端消费复苏不及预期；新收购品牌整合效果不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	96.00
一年最低/最高价	68.35/107.50
市净率(倍)	3.85
港股流通市值(百万港元)	245,669.32

基础数据

每股净资产(元)	22.72
资产负债率(%)	41.03
总股本(百万股)	2,807.21
流通股本(百万股)	2,807.21

相关研究

《安踏体育(02020.HK): 25Q2 流水点评：安踏品牌推进渠道升级，户外品牌引领增长》

2025-07-16

《安踏体育(02020.HK): 2024 年业绩点评：新业态引领市场，看好 25 年延续增势》

2025-03-21

安踏体育三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	52,482.00	64,208.26	76,757.78	91,359.67	营业总收入	70,826.00	80,072.44	88,778.80	97,841.06
现金及现金等价物	11,390.00	20,692.79	31,377.36	43,818.93	营业成本	26,794.00	30,515.15	33,512.03	36,600.64
应收账款及票据	4,463.00	5,115.74	5,425.37	5,979.18	销售费用	25,647.00	28,826.08	31,960.37	35,222.78
存货	10,760.00	12,290.83	13,497.90	14,741.92	管理费用	4,198.00	4,804.35	5,326.73	5,870.46
其他流动资产	25,869.00	26,108.90	26,457.15	26,819.64	经营利润	14,187.00	14,325.41	16,204.09	18,190.36
非流动资产	60,133.00	61,235.59	62,651.46	64,137.83	利息收入	1,846.00	1,027.80	1,213.86	1,427.55
固定资产	6,152.00	6,486.80	6,788.12	7,059.31	利息支出	626.00	732.64	532.64	332.64
商誉及无形资产	9,439.00	9,759.79	10,224.34	10,789.52	其他收益	6,477.00	4,359.90	4,559.03	4,765.27
长期投资	14,669.00	15,169.00	15,669.00	16,169.00	利润总额	21,884.00	18,980.47	21,444.34	24,050.53
其他长期投资	24,706.00	24,856.00	25,006.00	25,156.00	所得税	4,895.00	4,175.70	4,717.75	5,291.12
其他非流动资产	5,167.00	4,964.00	4,964.00	4,964.00	净利润	16,989.00	14,804.77	16,726.58	18,759.42
资产总计	112,615.00	125,443.84	139,409.24	155,497.50	少数股东损益	1,393.00	1,258.41	1,421.76	1,594.55
流动负债	28,593.00	29,484.07	30,811.89	32,229.73	归属母公司净利润	15,596.00	13,546.36	15,304.82	17,164.87
短期借款	8,583.00	7,583.00	6,583.00	5,583.00	EBIT	20,664.00	18,685.31	20,763.12	22,955.63
应付账款及票据	4,332.00	5,085.86	5,585.34	6,100.11	EBITDA	21,881.08	20,029.73	21,997.25	24,119.25
其他	15,678.00	16,815.21	18,643.55	20,546.62					
非流动负债	17,283.00	14,505.00	10,505.00	6,505.00					
长期借款	12,233.00	8,233.00	4,233.00	233.00					
其他	5,050.00	6,272.00	6,272.00	6,272.00					
负债合计	45,876.00	43,989.07	41,316.89	38,734.73					
股本	271.00	271.00	271.00	271.00	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	5,010.00	6,268.41	7,690.16	9,284.72	每股收益(元)	5.56	4.83	5.45	6.11
归属母公司股东权益	61,729.00	75,186.36	90,402.19	107,478.05	每股净资产(元)	21.86	26.78	32.20	38.29
负债和股东权益	112,615.00	125,443.84	139,409.24	155,497.50	发行在外股份(百万股)	2,823.22	2,807.21	2,807.21	2,807.21
					ROIC(%)	20.24	15.77	15.71	15.47
					ROE(%)	25.27	18.02	16.93	15.97
					毛利率(%)	62.17	61.89	62.25	62.59
					销售净利率(%)	22.02	16.92	17.24	17.54
					资产负债率(%)	40.74	35.07	29.64	24.91
					收入增长率(%)	13.58	13.06	10.87	10.21
					净利润增长率(%)	52.36	(13.14)	12.98	12.15
					P/E	15.90	18.30	16.20	14.44
					P/B	4.04	3.30	2.74	2.31
					EV/EBITDA	9.67	12.13	10.34	8.70

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年8月30日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>