

2025 年 09 月 02 日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(HKD)

110

公司基本资讯

产业别	服装
H 股价(2025/09/01)	94.85
恒生指数(2025/09/01)	25,617.4
股价 12 个月高/低	104.97/67.12
总发行股数(百万)	2,807.21
H 股数(百万)	2,807.21
H 市值(亿元)	2,119.45
主要股东	汇丰国际信托有限公司 (52.7%)
每股净值(元)	22.72
股价/账面净值	4.18
一个月 三个月 一年	
股价涨跌(%)	4.23% -0.78% 41.22%

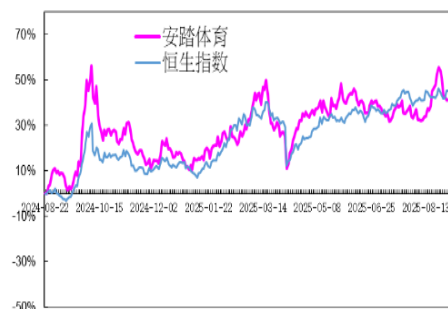
近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-07-17	91.85	买进
2025-03-19	97.90	买进

产品组合

鞋类	42.5%
服装	54.2%
配饰	3.3%

股价相对大盘走势



安踏体育(02020.HK)

BUY 买进

H1 符合预期，外延构建多品牌矩阵

业绩概要：

公司公告 2025 年上半年实现营收 385.4 亿，同比增 14.3%，录得归母净利润 70.3 亿，同比下降 8.9%，经调后归母净利润 66 亿，同比增 7.1%，剔除 Amer Sports 上市影响，可比情况下归母净利润同比增 14.5%至 70.3 亿。H1 业绩符合预期。

分红方案：每股派发现金股利 1.37 港币

点评与建议：

■ 品牌看：

- 1) 上半年安踏实现收入 169.5 亿，同比增 5.4%，毛利率同比下降 1.7pcts 至 54.9%，主要由于专业产品的成本投入加大、以及低毛利的电子商务业务占比上升；
- 2) FILA 实现收入 141.8 亿，同比增 8.6%，毛利率同比下降 2.2pcts 至 68%，主要由于提升产品功能和品质导致成本上升，以及鞋类产品占比提升；
- 3) KOLON、DESCENT 及 MAIA ACTIVE 引领下的所有其他品牌通过细分市场差异化布局，维持强劲增长，实现收入 74.1 亿，同比增 61.1%，毛利率同比提升 1.2pcts 至 73.9%。

■ 品类看，上半年鞋类产品收入 163.9 亿，同比增 12%，服装收入 208.9 亿，同比增 15.5%，配饰收入 12.7 亿，同比增 24.6%。渠道看，DTC 收入 94 亿，同比增 5.3%，电子商务实现收入 61.3 亿，同比增 10%，传统批发渠道收入 14 亿，同比下降 10.6%。

■ H1 费用率整体保持平稳，同比上升 0.25pct 至 38.95%，其中，销售费用率同比下降 0.6pct，管理费用率同比上升 0.22pct，财务费用同比上升 0.55pct。

■ 此外，公司公告全资附属公司安卡控股（持有 100%Jack Wolfskin 股权，下简称“狼爪”）与锐源（丁世家独资）及赏泰（高管持股）签订股份认购协议，交易完成后，公司对安卡控股持股比例将降至 80%，目前，公司已组建团队为狼爪定制三至五年复兴计划，与高管共享财务利益，有利于推动品牌长远发展。另一方面，公司与韩国 MUSINSA 成立合资公司 MUSINSA 中国，持股 40%，MUSINSA 为韩国规模最大的时尚平台公司，为公司贴近年轻消费趋势、探索时尚与体育产业的融合边界提供机会。

■ 下半年来看，安踏品牌全年开店目标由 6900-7000 家上调至 7000-7100 家，新推出的作品集店、超级安踏等表现良好，预计将持续新零售业态尝试；FILA 推进高质量增长，同时，以多品牌矩阵完善对细分领域覆盖，各项业务发展势头有望保持良好。

■ 维持盈利预测，预计 2025-2027 年将分别实现净利润 132.5 亿、149.6 亿和 169.2 亿，分别同比-15%（去年同期存在 Amer Sports 上市收益）、+13%和+13%，EPS 分别为 4.72 元、5.33 元和 6.02 元，当前股价对应 PE 分别为 18 倍、16 倍和 14 倍，维持“买进”。

■ 风险提示：流水增长不及预期，成本增长超预期

.....接续下页

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	7590	10236	15596	13248	14962	16918
同比增减	%	-2%	35%	52%	-15%	13%	13%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.82	3.69	5.55	4.72	5.33	6.02
同比增减	%	-2%	31%	50%	-15%	13%	13%
市盈率(P/E)	X	31	23	16	18	16	14
股利 (DPS)	HKD 元	1.34	1.97	2.36	2.07	2.34	2.64
股息率 (Yield)	%	1.41%	2.08%	2.49%	2.18%	2.47%	2.78%

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq$ 35%
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业总收入	53651	62356	70826	79364	88896	99761
营业总支出	21333	23328	26794	29841	33336	37310
经营溢利	11230	15367	16595	18146	20564	23254
除税前利润	11355	15640	21884	18803	21236	24013
持续经营净利润	8245	11277	16989	14478	16352	18490
归属普通股股东净利润	7590	10236	15596	13248	14962	16918

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	17378	15228	11390	10596	11485	14478
存货	8490	7210	10760	13450	16140	18561
应收账款	2978	3732	4463	5222	6005	6605
流动资产合计	42596	52140	52482	59305	68200	75020
固定资产	3716	4143	4687	5249	5774	6236
非流动资产合计	26599	40088	60133	74992	88837	103939
资产总计	69195	92228	112615	134297	157037	178959
流动负债合计	26207	20591	28593	34312	38772	42649
非流动负债合计	5149	15627	17283	20281	24080	25934
负债合计	31356	36218	45876	54592	62852	68583
少数股东权益	3439	4550	5010	5511	6062	6668
股东权益合计	37839	56010	66739	79704	94185	110376

附三：合并现金流量表

人民币百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	12147	19634	16741	19841	24002	27933
投资活动产生的现金流量净额	-4774	-25793	-14864	-14286	-16001	-16959
筹资活动产生的现金流量净额	-7841	3471	-5761	-6349	-7112	-7981
现金及现金等价物净增加额	-468	-2688	-3884	-794	889	2993

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。