

信义山证汇通天下

证券研究报告

纺织服饰

安踏体育 (02020.HK)

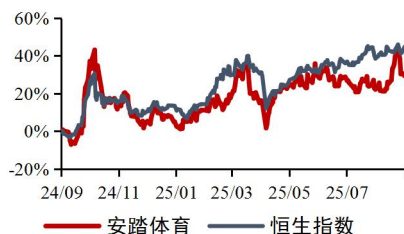
买入-A(维持)

户外品牌增长靓丽，精细化运营管理效果显现

2025 年 9 月 2 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2025 年 9 月 1 日

收盘价（港元）：	94.850
年内最高/最低（港元）：	107.50/68.350
流通/总股本（亿股）：	28.07/28.07
流通市值（亿港元）：	2,662.64
总市值（亿港元）：	2,662.64

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

事件描述

➤ 公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年，公司实现营收 385.44 亿元，同比增长 14.3%，实现归母净利润 70.31 亿元，同比下降 8.9%。拟派中期股息 137 港分/股，派息率 50.2%。

事件点评

➤ 剔除 Amer 上市一次性收益影响，2025H1 公司营收及业绩均实现良好增长。2025H1，公司实现营收 385.44 亿元，同比增长 14.3%，其中公司电商渠道收入同比增长 17.6%，占集团收入比重上升 1.0pct 至 34.8%。2025H1，公司实现归母净利润 70.31 亿元，同比下降 8.9%，剔除 Amer 上市带来的一次性收益影响，归母净利润同比增长 14.5%。

➤ 安踏品牌：电商渠道增速领先，精细化运营效果显现。2025H1，安踏品牌收入同比增长 5.4% 至 169.5 亿元。分渠道看，DTC 模式、电子商务、传统批发及其他渠道收入分别为 94.13、61.31、14.06 亿元，同比增长 5.3%、10.1%、-10.6%，收入占比分别为 55.5%、36.2%、8.3%。盈利能力方面，安踏品牌毛利率同比下滑 1.7pct 至 54.9%，主因加大专业产品的成本投入、电商占比提升。经营利润率同比提升 1.5pct 至 23.3%，主因精细化运营及优化配置资源投入，提升运营效率。截至 2025H1 末，安踏、安踏儿童门店分别为 7187、2722 家，较期初净增 52、-62 家。

➤ FILA 品牌：加大产品功能性投入，整体门店数量保持稳定。2025H1，FILA 品牌实现收入 141.8 亿元，同比增长 8.6%。2025H1，FILA 品牌销售毛利率同比下滑 2.2pct 至 68.0%，主因策略性增强和提升产品功能和质量以致成本提升、主动提升鞋类产品占比；经营利润率同比下滑 0.9pct 至 27.7%。截至 2025H1 末，FILA 品牌门店共 2054 家，较期初净减少 6 家，其中 FILA 大货、FILA KIDS、FILA FUSION 门店数量为 1266、590、198 家，较期初净增加 2 家、持平、净减少 8 家。

➤ 所有其它品牌：营收实现快速增长，经营利润率延续提升。2025H1，迪桑特、可隆体育等其他品牌收入同比增长 61.1% 至 74.1 亿元，毛利率同比提升 1.2pct 至 73.9%，经营利润率同比提升 3.3pct 至 33.2%。截至 2025H1 末，迪桑特、可隆、MAIAACITVE 品牌门店分别为 241、199、50 家，较期初净增加 15、8、3 家。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

➤ **2025H1 公司销售毛利率整体有所下滑，但剔除 Amer 上市一次性收益影响，归母净利率同比持平。**盈利能力方面，2025H1，公司毛利率同比下滑 0.7pct 至 63.4%，主因毛利率相对较低的电商业务及鞋类产品贡献增加。费用率方面，2025H1，公司销售费用率为 34.4%，同比下滑 0.5pct，其中广告及市场推广费用率同比下滑 0.9pct 至 6.6%，公司管理费用率为 6.1%，同比提升 0.2pct，其中研发费用率同比下滑 0.1pct 至 2.6%。2025H1 公司归母净利润率同比下滑 4.7pct 至 18.2%，剔除 Amer 上市一次性影响，归母净利率同比持平。存货方面，2025H1，公司平均存货周转天数 136 天，同比增加 22 天。经营活动现金流方面，2025H1，公司经营活动现金流净额为 109.31 亿元。截至 2025H1 末，公司净现金余额为 315.39 亿元。

投资建议

➤ 2025 年上半年，公司凭借多品牌矩阵，营收实现接近中双位数增长。由于电商渠道占比提升及公司加大对产品功能性及质量通入，销售毛利率阶段性承压，但受益于公司精益运营管理，公司整体经营利润率有所提升。预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 4.97、5.65 和 6.55 元，8 月 29 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 为 17.6/15.5/13.4 倍，维持“买入-A”建议。

风险提示

➤ 电商渠道增长放缓；行业竞争加剧；零售折扣稳定性不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	62,356	70,826	78,943	88,275	98,821
YoY(%)	16.2	13.6	11.5	11.8	11.9
净利润(百万元)	10,236	15,596	13,957	15,865	18,382
YoY(%)	34.9	52.4	-10.5	13.7	15.9
毛利率(%)	62.6	62.2	62.2	62.8	63.5
EPS(摊薄/元)	3.65	5.56	4.97	5.65	6.55
ROE(%)	20.1	25.5	19.8	19.2	19.0
P/E(倍)	24.0	15.8	17.6	15.5	13.4
P/B(倍)	4.8	4.0	3.5	3.0	2.5
净利率(%)	16.4	22.0	17.7	18.0	18.6

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	52140	52482	69473	83716	97776
现金	15233	18141	35373	44417	59519
应收票据及应收账款	3781	4544	4466	5529	5829
预付账款	0	0	0	0	0
存货	7210	10760	10067	12263	12391
其他流动资产	25916	19037	19566	21506	20036
非流动资产	40088	60133	51009	57821	63216
长期投资	9283	14669	17590	21424	26416
固定资产	12228	16969	15348	14339	13876
无形资产	2089	2034	2187	2242	2293
其他非流动资产	16488	26461	15885	19816	20631
资产总计	92228	112615	120482	141537	160992
流动负债	20591	28593	32281	41771	48048
短期借款	3996	8583	8259	6946	7929
应付票据及应付账款	3195	4332	6521	15362	19868
其他流动负债	13400	15678	17501	19463	20251
非流动负债	15627	17283	11269	9527	7051
长期借款	10948	12233	6473	4685	2155
其他非流动负债	4679	5050	4795	4841	4896
负债合计	36218	45876	43550	51298	55099
少数股东权益	4550	5010	6300	7798	9490
股本	272	271	271	271	271
资本公积	51188	61458	61458	61458	61458
留存收益	0	0	9719	20852	33931
归属母公司股东权益	51460	61729	70632	82441	96403
负债和股东权益	92228	112615	120482	141537	160992

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	19634	16741	18383	23268	25887
净利润	11277	16989	15247	17363	20074
折旧摊销	4862	5328	3771	3411	3186
财务费用	-991	-1388	-1484	-1523	-1885
投资损失	718	-3901	-1040	-1432	-1769
营运资金变动	0	0	1807	5439	6316
其他经营现金流	3768	-287	82	11	-34
投资活动现金流	-25793	-14864	6219	-8763	-6773
筹资活动现金流	3471	-5761	-7370	-5461	-4013
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.65	5.56	4.97	5.65	6.55
每股经营现金流(最新摊薄)	6.99	5.96	6.55	8.29	9.22
每股净资产(最新摊薄)	18.33	21.99	25.16	29.37	34.34

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62356	70826	78943	88275	98821
营业成本	23328	26794	29847	32825	36111
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	21673	25647	28577	31956	35773
管理费用	3693	4198	4658	5208	5830
财务费用	-991	-1388	-1484	-1523	-1885
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-718	3901	1040	1432	1769
营业利润	15367	16595	18385	21242	24761
营业外收入	1705	2408	2080	2064	2184
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	15640	21884	20465	23306	26945
所得税	4363	4895	5219	5943	6871
税后利润	11277	16989	15247	17363	20074
少数股东损益	1041	1393	1290	1498	1692
归属母公司净利润	10236	15596	13957	15865	18382
EBITDA	21010	27995	24252	26165	29136

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	16.2	13.6	11.5	11.8	11.9
营业利润(%)	36.8	8.0	10.8	15.5	16.6
归属于母公司净利润(%)	34.9	52.4	-10.5	13.7	15.9
获利能力					
毛利率(%)	62.6	62.2	62.2	62.8	63.5
净利率(%)	16.4	22.0	17.7	18.0	18.6
ROE(%)	20.1	25.5	19.8	19.2	19.0
ROIC(%)	16.6	20.3	16.6	16.8	17.1
偿债能力					
资产负债率(%)	39.3	40.7	36.1	36.2	34.2
流动比率	2.5	1.8	2.2	2.0	2.0
速动比率	0.9	0.8	1.2	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	18.5	17.0	17.5	17.7	17.4
应付账款周转率	7.8	7.1	5.5	3.0	2.1
估值比率					
P/E	24.0	15.8	17.6	15.5	13.4
P/B	4.8	4.0	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	12.1	9.2	9.9	8.7	7.3

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履

何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

