

2025 年 9 月 2 日
安踏体育(2020.HK)

收入利润双增长，户外板块持续贡献高增长

事件：近日，安踏体育公布 2025H1 业绩，收入同增 14.3%至 385.44 亿元（人民币，下同，列明除外），股东应占溢利（不包括 Amer 上市利得影响）同增 14.5%至 70.3 亿元。另外公司宣派股息 1.37 港元/股，股息率约 50%。综合考虑，我们调整 2025-2027 年 EPS 至 4.84/5.36/5.88 元，目标价 116 港元，维持“买入”评级。

报告摘要

收入利润均有增长，Amer 显著改善。2025H1 集团实现收入 385.44 亿元，同比增长 14.3%，剔除 Amer 上市利得影响后，股东应占溢利为 70.3 亿元，同比增长 14.5%，好于我们此前预期。此外，Amer 实现扭亏，贡献利润约 4.3 亿元（24H1 为亏损 0.2 亿元）。毛利率同比下降 0.7pp 至 63.4%，剔除 Amer 上市利得影响的归母净利润率 18.2%，同比持平。

安踏主品牌：25H1 实现收入 169.5 亿元，同比增长 5.4%。主品牌持续打造多店型，安踏冠军吸引中高收入人群，ANTA SNEAKERVERSE 针对热爱球鞋文化的年轻潮流群体，超级安踏则聚焦重性价比人群，精准服务不同消费群体。此外，由于线上收入占比提升以及品牌加大专业产品投入，毛利率同比下滑 1.7pp 至 54.9%。经营利润率同比提升 1.5pp 至 23.3%，主要是政府补贴加大的影响。

FILA：25H1 实现收入 141.8 亿元，同比增长 8.6%，在专业运动领域表现突出，高尔夫、网球等品类增长强劲。此外，由于零售折扣加深，毛利率同比下滑 2.2pp 至 68.0%，经营利润率同比下滑 0.9pp 至 27.7%，降幅小于毛利率，说明费用方面有所改善。

其他品牌：25H1 其他品牌维持高速增长，收入同比增长 61.1%至 74.1 亿元。毛利率同比提升 1.2pp 至 73.9%，经营利润率同比提升 3.3pp 至 33.2%。亮眼增长主要是由于迪桑特和可隆为代表的高端户外板块同店增长快速，带动业绩增长。迪桑特线下高端零售模式持续迭代，未来将通过大店升级计划提升品牌形象；可隆坚持高端户外定位，深耕北方市场外，也将加大对南方市场的投入和布局。相信未来其他品牌也将继续带动公司的业绩增长。

投资建议：公司作为中国体育用品行业的龙头企业，将优先享受行业发展带来的红利。由于上半年业绩略超我们预期，我们上调 2025-2027 年 EPS 至 4.84/5.36/5.88 元（前值为 4.72/5.26/5.88 元），参考历史估值水平给予 2025 年 22 倍 PE，上调目标价至 116 港元（前值为 113.6 港元），维持“买入”评级。

风险提示：宏观下行，零售环境恶化；行业竞争加剧；新品牌发展不及预期。

财务及估值摘要

(年结 31/12; 人民币百万)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,356	70,826	78,967	86,321	93,886
增长率	16.2%	13.6%	11.5%	9.3%	8.8%
归母净利润	10,236	15,596	13,582	15,048	16,512
增长率	36.8%	50.7%	-12.9%	10.8%	9.6%
毛利率	62.6%	62.2%	62.2%	62.4%	62.5%
归母净利率	16.4%	22.0%	17.2%	17.4%	17.6%
每股收益(元)	3.69	5.55	4.84	5.36	5.88
每股净资产(元)	19.77	23.64	26.53	29.72	33.23
市盈率	23.52	15.64	17.95	16.20	14.76
市净率	4.39	3.67	3.27	2.92	2.61
股息收益率(%)	2.11	2.72	2.22	2.46	2.70

数据来源：公司资料，国证国际预测

公司动态分析

证券研究报告

运动鞋服

投资评级：买入

维持评级

6 个月目标价 116 港元

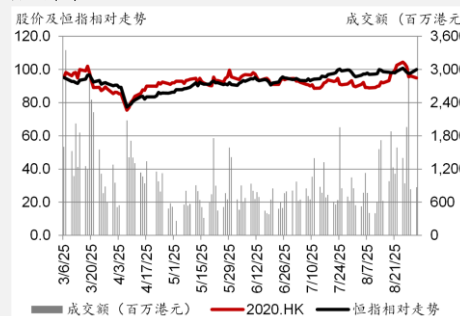
股价 2025-9-1 94.85 港元

总市值(百万港元)	266,264.16
流通市值(百万港元)	266,264.16
总股本(百万股)	2,807.21
流通股本(百万股)	2,807.21
12 个月低/高(港元)	73.6/106.3
平均成交(百万港元)	893.22

股东结构

安踏国际	42.79%
The DSZ Family Trust	9.85%
先锋领航	1.89%
贝莱德	1.80%
摩根大通	1.74%
其他	41.93%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.33	-9.98	-15.35
绝对收益	5.86	0.64	27.06

数据来源：Wind、港交所、公司

杨怡然 CFA

消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

利润表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,356	70,826	78,967	86,321	93,886
销售成本	-23,328	-26,794	-29,849	-32,455	-35,176
毛利	39,028	44,032	49,118	53,865	58,710
销售费用	-21,673	-25,647	-27,638	-30,212	-32,860
管理费用	-3,693	-4,198	-4,896	-5,352	-5,821
经营溢利	15,367	16,595	19,178	21,098	23,050
财务开支	991	1,388	208	383	502
分占合营公司亏损	-718	198	238	273	314
税前利润	15,640	21,884	19,727	21,856	23,965
所得税	-4,363	-4,895	-4,932	-5,464	-5,991
期内净利润	11,277	16,989	14,795	16,392	17,974
扣非归母净利润	10,236	15,596	13,582	15,048	16,512
少数股东应占利润	1,041	1,393	1,213	1,344	1,462
EPS (元)	3.69	5.55	4.84	5.36	5.88
同比增长率					
收入 (%)	16.23%	13.58%	11.49%	9.31%	8.76%
归母净利润 (%)	34.86%	52.36%	-12.91%	10.79%	9.73%

资产负债表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	15,228	11,390	13,143	14,506	20,961
应收账款	3,732	4,463	4,191	5,269	5,020
存货	7,210	10,760	9,194	12,503	11,013
其他流动资产	25,970	25,869	28,906	28,537	28,240
流动资产总额	52,140	52,482	55,434	60,815	65,233
固定资产	4,143	4,687	7,083	9,814	12,905
无形资产	2,089	2,034	2,095	2,158	2,223
其他非流动资产	33,856	53,412	54,667	55,989	57,385
非流动资产总额	40,088	60,133	63,845	67,961	72,512
总资产	92,228	112,615	119,279	128,776	137,746
应付账款	3,195	4,332	3,846	5,046	4,591
短期银行贷款	3,996	8,583	7,725	6,952	6,257
应付即期税项	2,825	3,386	3,555	3,733	3,920
其他流动负债	10,575	12,292	12,907	13,552	14,230
流动负债总额	20,591	28,593	28,032	29,283	28,997
租赁负债	3,824	4,125	4,331	4,548	4,775
其他非流动负债	11,803	13,158	12,027	11,028	10,149
非流动负债总额	15,627	17,283	16,358	15,576	14,924
总负债	36,218	45,876	44,391	44,859	43,922
归属股东权益	51,460	61,729	69,878	78,907	88,814
少数股东权益	4,550	5,010	5,010	5,010	5,010
股东权益	56,010	66,739	74,888	83,917	93,824

(转下页)

现金流量表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
除税前溢利	15,640	21,884	19,727	21,856	23,965
营运资金变化	971	-3,144	1,352	-3,186	1,284
折旧及摊销	4,862	5,328	4,795	4,316	3,884
经营活动现金流	19,634	16,741	18,573	16,595	22,008
资本开支	-977	-2,614	-2,875	-3,163	-3,479
其他投资活动	-24,816	-12,250	952	904	859
投资活动现金流	-25,793	-14,864	-1,924	-2,259	-2,620
负债变化	1,342	7,647	-1,716	-1,490	-1,283
股本变化	10,384	-1,851	-1,851	-1,851	-1,851
其他融资活动	-8,255	-11,557	-11,329	-9,632	-9,798
融资活动现金流	3,471	-5,761	-14,896	-12,973	-12,933
现金变化	-2,688	-3,884	1,753	1,363	6,454
期初持有现金	17,378	15,228	11,390	13,143	14,506
汇率变动	538	46	0	0	0
期末持有现金	15,228	11,390	13,143	14,506	20,961

重点财务数据					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率	62.6%	62.2%	62.2%	62.4%	62.5%
扣非归母净利率	16.4%	22.0%	17.2%	17.4%	17.6%
ROE	21.8%	25.4%	19.2%	19.0%	18.6%
营运表现					
行销费用/收入(%)	40.7%	42.1%	41.2%	41.2%	41.2%
实际税率(%)	27.9%	22.4%	25.0%	25.0%	25.0%
股息支付率(%)	50.7%	42.7%	40.0%	40.0%	40.0%
库存周转天数	122.8	122.4	122.0	122.0	122.0
应付账款天数	19.6	21.1	20.0	20.0	20.0
应收账款天数	46.5	51.3	50.0	50.0	50.0
杠杆比率					
资本负债率	39.3%	40.7%	37.2%	34.8%	31.9%
总资产/股本	1.65	1.69	1.59	1.53	1.47
利息覆盖倍数	0.65	0.69	0.59	0.53	0.47

资料来源：公司公告，国证国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解, 分析, 预测, 推断和期望都是以这些可靠数据为基础, 只是代表观点的表达。国证国际, 其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断, 可随时更改而毋须另行通知。国证国际, 其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险, 若干投资可能不易变卖, 而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标, 财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告, 而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前, 应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工, 可能不时地, 在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问, 投资银行, 或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际, 其母公司和/或附属公司的一位或多位董事, 高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士, 尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国, 或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释), 国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此, 投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权, 任何人不得以任何目的复制, 派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上;
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%;
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%;
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010