

安踏体育（02020.HK）：公司业绩表现良好，多品牌战略稳步推进

2025 年 9 月 2 日

推荐/调低

安踏体育

公司报告

事件：2025 年上半年，安踏体育实现营收 385.44 亿元，同比增长 14.3%；归母净利润 70.31 亿元，剔除 2024 年同期 Amer Sports 上市一次性收益后同比增长 14.5%，业绩增速表现优异。派息率维持约 50% 的稳定水平。

多品牌矩阵再进阶，各业务全面跑赢行业。2025H1 运动户外赛道在高基数与消费分层并存下增速放缓，但公司各品牌通过差异化定位、精细化运营仍实现高质量增长：1) 安踏品牌营收 169.5 亿元，同比增长 5.4%；安踏主品牌通过“超级安踏”等新零售业态（已开业约 100 家，月店效约 50 万元）及海外市场拓展（东南亚、中东流水同比增长超 150%）实现 5.4% 增长。2) FILA 品牌营收 141.8 亿元，同比增长 8.6%。FILA 聚焦高端运动时尚，网球、高尔夫等专业品类表现突出。3) DESCENTE、KOLON 等其他品牌营收 74.1 亿元，同比增长 61.1%。DESCENTE、KOLON 等高端户外品牌延续高增，店效提升，叠加 2025 年 5 月完成收购的 Jack Wolfskin 并表初期贡献，整体营收同比大增 61.1%，营收占比提升至 19.2%。

渠道端：深耕高线城市、加密下沉市场。门店：安踏成人 7,187 家（较年初+52 家），儿童 2,722 家（较年初-62 家）。FILA 大货 1,266 家（较年初+2 家），FILA FUSION 198 家（较年初-8 家），FILA Kids 590 家（较年初持平）。DESCENTE 241 家（较年初+15 家），KOLON SPORT 199 家（较年初+8 家），MAIA ACTIVE 50 家（较年初+3 家）。线上渠道营收同比增长 17.6%，占比提升 2 个百分点至 34.8%，天猫、抖音等平台爆款产品（如 PG7 跑鞋、C202 马拉松跑鞋）贡献显著；线下渠道加速新业态布局，安踏主品牌门店达 7187 家，其中超级安踏、安踏冠军等新门店型占比提升，FILA 延续“关小店开大店”策略，单店面积及店效稳步提升。

盈利能力再提升，合营公司业绩亮眼。2025H1 整体毛利率 63.4%，同比下降 0.7 个百分点，主要是电商占比提升及鞋类产品营收增加所致。经营溢利率 26.3%，同比提升 0.6 个百分点，主因费用投放效率优化，广宣费用比率下降 0.9 个百分点。此外，政府补助等其他收入（其他收入达 13.2 亿元，同比+5 亿元）增厚了利润。合营公司 Amer Sports 上半年营收同比增长 23.46% 达 27.08 亿美元，净利润 1.61 亿美元（去年同期净利润为 510 万美元），安踏应占合营公司损益约 4.3 亿元人民币。

多品牌驱动增长，未来发展潜力无限。上半年高端户外品牌 DESCENTE、KOLON 及新收购的 Jack Wolfskin 推动其他品牌营收占比突破 19%，成为集团增长核心动力，验证多品牌战略有效性。未来新品牌整合启动，长期战略布局清晰：Jack Wolfskin 已启动 3-5 年复兴计划，Maia Active 探索运动与时尚融合，与韩国 Musinsa 成立合资公司拓展“体育+时尚”新场景，长期产品矩阵与市场覆盖持续完善。

盈利预测与投资评级：公司多品牌矩阵持续兑现，现金流充沛保障成长与回报双轮驱动。预计 2025-2027 年净利润为 134.52、155.55、173.94 亿元，对应 PE 分别为 19.79、17.12、15.31 倍。公司多品牌协同运营能力持续验证，全球化+高端化+户外化打开长期空间。基于行业景气度回落和公司长期前景，我们调整公司评级为“推荐”。

公司简介：

安踏体育主要从事生产及销售体育用品的公司。该公司的主要业务为品牌行销、生产、设计、采购、供应链管理、批发及零售品牌运动用品，包括鞋类、服装及配件。该公司透过多元化品牌发掘运动用品市场的潜力，包括“安踏”、“FILA”、“DESCENTE”及“KOLON SPORT”。该公司的产品销往国内和国际市场。

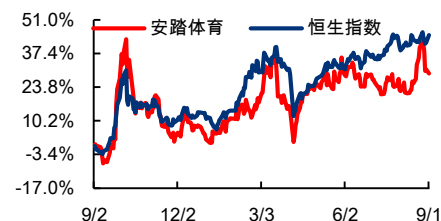
资料来源：公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间（港元）	106.3-69.05
总市值（亿港元）	2,662.64
流通市值（亿港元）	2,662.64
总股本/流通股数（万股）	280,721/280,721
A 股/B 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	0.4

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480523060001

风险提示：新品牌短期业绩承压，行业竞争与消费环境不确定性。

财务指标预测

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	62,356.00	70,826.00	79,098.62	87,620.55	96,582.29
增长率（%）	16.23	13.58	11.68	10.77	10.23
归母净利润（百万元）	10,236.00	15,596.00	13,452.20	15,555.49	17,394.34
增长率（%）	34.86	52.36	-13.75	15.64	11.82
净资产收益率（%）	19.89	25.27	19.56	20.22	20.22
每股收益（元）	3.65	5.56	4.79	5.54	6.20
PE	26.01	17.07	19.79	17.12	15.31
PB	5.17	4.31	3.87	3.46	3.09

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	52,140	52,482	66,416	73,413	84,764	营业收入	62,356	70,826	79,099	87,621
现金	15,233	11,510	23,730	26,286	32,762	营业成本	23,328	26,794	28,859	31,539
应收票据及应收账款	3,732	4,463	4,703	5,210	5,742	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0	销售费用	21,673	25,647	27,507	30,471
预付账款	1,556	1,774	2,219	2,458	2,710	管理费用	3,693	4,198	4,740	5,251
存货	7,210	10,760	10,665	11,655	12,902	财务费用	-991	-1,388	370	170
其他流动资产	24,409	23,975	25,100	27,804	30,648	资产减值损失	-718	198	0	0
非流动资产	40,088	60,133	57,779	55,424	53,070	信用减值损失	0	0	0	0
长期投资	9,283	14,669	14,669	14,669	14,669	其他经营收益	0	0	0	0
固定资产	4,143	4,687	4,242	3,796	3,351	公允价值变动收益	0	0		
无形资产	9,772	11,455	9,546	7,637	5,728	投资净收益	-718	198	0	0
其他非流动资产	16,890	29,322	29,322	29,322	29,322	营业利润	13,935	15,773	17,622	20,190
资产总计	92,228	112,615	124,195	128,837	137,834	其他非经营损益	1,705	6,111	2,000	3,000
流动负债	20,591	28,593	31,881	26,934	25,208	利润总额	15,640	21,884	19,622	22,690
短期借款	3,996	8,583	11,135	4,116	0	所得税	4,363	4,895	4,927	5,697
应付票据及应付账款	3,195	4,332	4,113	4,495	4,976	净利润	11,277	16,989	14,695	16,993
其他流动负债	13,400	15,678	16,632	18,324	20,233	少数股东损益	1,041	1,393	1,243	1,607
非流动负债	15,627	17,283	17,283	17,283	17,283	归属母公司净利润	10,236	15,596	13,452	15,555
长期借款	10,948	12,233	12,233	12,233	12,233	主要财务比率				
其他非流动负债	4,679	5,050	5,050	5,050	5,050					
负债合计	36,218	45,876	49,164	44,217	42,491	成长能力				
少数股东权益	4,550	5,010	6,253	7,690	9,297	营业收入(%)	16.23	13.58	11.68	10.77
股本	272	271	1,271	2,271	3,271	归母净利润(%)	36.77	50.65	-13.50	15.64
资本公积	51,188	61,458	60,458	59,458	58,458	获利能力				
留存收益	0	0	7,049	15,201	24,316	毛利率(%)	62.59	62.17	63.52	64.01
归属母公司股东权	51,460	61,729	68,778	76,930	86,045	净利率(%)	18.08	23.99	18.58	19.39
负债和股东权益	92,228	112,615	124,195	128,837	137,834	ROE(%)	19.89	25.27	19.56	20.22
现金流量表					单位:百万元	偿债能力				
	2023A	2024A	2025E	2026E		资产负债率(%)	39.27	40.74	39.59	34.32
经营活动现金流	19634	16741	14942	15278	16546	流动比率	2.53	1.84	2.08	2.73
净利润	11277	16989	14695	16993	19002	速动比率	1.00	0.62	0.96	1.26
折旧摊销	4987	5471	2354	2354	2354	营运能力				
财务费用	-991	-1388	370	170	-78	总资产周转率	0.68	0.63	0.64	0.68
其他经营现金流	4361	-4331	-2477	-4239	-4732	应收账款周转率	16.71	15.87	16.82	16.82
投资活动现金流	-25793	-14864	1498	1872	2247	每股指标(元)				
资本支出	1299	4684	0	0	0	每股收益(最新摊)	3.65	5.56	4.79	5.54
其他投资现金流	-27092	-19548	1498	1872	2247	每股经营现金流	6.99	5.96	5.32	5.44
筹资活动现金流	3471	-5761	-4221	-14594	-12317	每股净资产(最新)	18.33	21.99	24.50	27.40
短期借款	-8202	4587	2552	-7020	-4116	估值比率				
长期借款	10456	1285	0	0	0	P/E	26.01	17.07	19.79	17.12
其他筹资现金流	1217	-11633	-6773	-7574	-8201	P/B	5.17	4.31	3.87	3.46
现金净增加额	-2688	-3884	12220	2557	6476	EV/EBITDA	2.31	1.98	6.72	9.50

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526