

安踏体育 (02020.HK)

三季度流水增长放缓，管理层调低安踏品牌流水指引

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn
证券分析师： 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004
执证编码：S0980523070003

事项：

10月27日，公司公告第三季度最新营运表现，2025 第三季度，安踏主品牌录得低单位数正增长，FILA 录得低单位数正增长，其他品牌录得 45-50%正增长。

国信纺服观点：

1、**2025 第三季度：**安踏集团整体增长稳健，其中其他品牌延续高增长态势，安踏品牌与 FILA 品牌均实现低单位数增长，增速较第二季度有所放缓；安踏品牌线下折扣稳定、线上折扣略有增加，库销比主受大促备货影响上升，库存仍处于健康水平；管理层下调安踏品牌全年流水指引，但维持安踏经营利润率指引及 FILA 和其他品牌流水增长指引。

2、**风险提示：**关税政策不确定性；品牌形象受损；市场的系统性风险。

3、**投资建议：**看好集团多品牌全球化运营下，持续好于行业的成长潜力。2025 年三季度消费市场持续承压，安踏品牌主受渠道调整及大环境影响，流水增长低单略低于公司预期，考虑到四季度消费环境仍存在不确定性，管理层下调全年指引至低单增长；FILA、其他品牌（迪桑特、可隆等）符合预期，管理层维持全年指引；中长期，安踏集团凭借在中国市场多层级的品牌矩阵和全球市场多品牌的布局，有望持续增强在全球运动市场的竞争力。我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 132.4/152.2/171.6 亿元（前值为 134.8/154.6/173.6 亿元），可比口径的利润增长分别为 11.0%/15.0%/12.7%（2024 年剔除 Amer 上市和配售权益摊薄所得的可比口径利润为 119.3 亿元）。基于盈利预测下调，下调合理估值区间至 116-121 港元（前值为 119-124 港元），对应 2025PE23-24X，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ **2025 第三季度：**安踏集团整体增长稳健，其中其他品牌延续高增长态势，安踏品牌与 FILA 品牌均实现低单位数增长，增速较第二季度有所放缓；安踏品牌线下折扣稳定、线上折扣略有增加，库销比主受大促备货影响上升，库存仍处于健康水平；管理层下调安踏品牌全年流水指引，但维持安踏经营利润率指引及 FILA 和其他品牌流水增长指引。

1、**安踏品牌 2025 第三季度流水增长低单位数，季末库销比接近 6 个月，线上折扣同比略升，跑鞋与科技新品表现突出，渠道升级与海外拓展同步推进**

- 1) 分渠道流水：三季度线上增长高单位数，线下增长低单位数。
- 2) 库销比：季末库销比接近 6 个月，处于健康区间，主受双十一备货影响。
- 3) 零售折扣：线下折扣 71 折，同比基本保持稳定；线上折扣同比略升。
- 4) 渠道与业态升级：

①线上渠道调整：新团队完成架构整合，统一货盘管理，但处于磨合期；

②线下渠道升级：“灯塔店计划”持续推进，国庆期间新开 41 家，累计超 100 家，升级后同店增长显著；

③新零售业态：安踏冠军店、SV 作品集店、超级安踏店等店效好于普通门店。

5) 出海进展：美国亚马逊平台销售进展良好，洛杉矶旗舰店预计年底开业；欧洲官网陆续上线，覆盖英、法、德、意、西五国。

2、FILA 第三季度流水增长低单位数，季末库销比健康，折扣环比稳定

1) 分渠道流水：三季度线上增长高单位数，线下增长低单位数。

2) 零售折扣：线下 74 折；线上折扣率约 58 折，环比二季度持平。

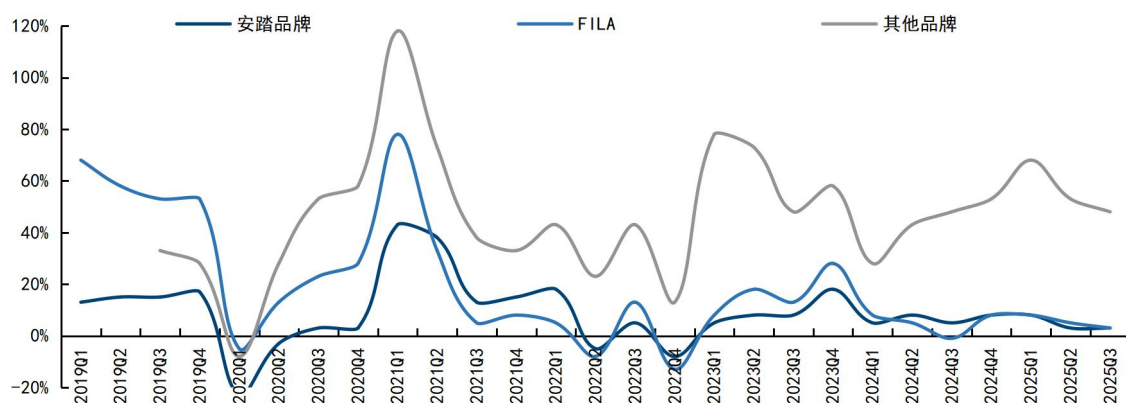
3) 门店升级：加速新一代形象店建设，推出场景型体验门店，提升终端消费体验。

3、其他品牌第三季度流水增长 45-50%，迪桑特、可隆等多品牌延续高增

1) 分品牌流水：三季度迪桑特增长约 30%，可隆强劲增长 70%，MAIA 增长约 45%；

2) 狼爪品牌整合进展：6 月并表后，公司对其有 3 到 5 年的品牌复兴计划，聚焦中国市场品牌复兴及全球发展，核心关注能否达成三年目标及盈利目标，而非短期盈亏平衡，致力于使中国市场健康度及欧洲市场品牌健康度回到头部户外品牌地位。

图1：公司分品牌季度流水增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：看好集团多品牌全球化运营下，持续好于行业的成长潜力

2025 年三季度消费市场持续承压，安踏品牌主受渠道调整及大环境影响，流水增长低单略低于公司预期，考虑到四季度消费环境仍存在不确定性，管理层下调全年指引至低单增长；FILA、其他品牌（迪桑特、可隆等）符合预期，管理层维持全年指引；中长期，安踏集团凭借在中国市场多层级的品牌矩阵和全球市场多品牌的布局，有望持续增强在全球运动市场的竞争力。我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 132.4/152.2/171.6 亿元（前值为 134.8/154.6/173.6 亿元），可比口径的利润增长分别为 11.0%/15.0%/12.7%（2024 年剔除 Amer 上市和配售权益摊薄所得的可比口径利润为 119.3 亿元）。基于盈利预测下调，下调合理估值区间至 116-121 港元（前值为 119-124 港元），对应 2025PE23-24X，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	62,356	70,826	80,052	90,152	99,809
(+/-%)	16.2%	13.6%	13.0%	12.6%	10.7%
净利润(百万元)	10236	15596	13240	15225	17163
(+/-%)	34.9%	52.4%	-15.1%	15.0%	12.7%
每股收益(元)	3.65	5.56	4.72	5.42	6.11
EBIT Margin	21.9%	20.0%	19.8%	20.3%	20.7%
净资产收益率(ROE)	19.9%	25.3%	19.4%	20.0%	20.3%
市盈率(PE)	22.4	14.7	17.3	15.1	13.4
EV/EBITDA	15.2	14.9	15.5	13.8	12.5
市净率(PB)	4.46	3.72	3.36	3.02	2.72

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			g	PEG
代码	名称	评级	人民币	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2023-2026	2025
2020. HK	安踏体育	优于大市	82.30	5.56	4.72	5.42	14.8	17.4	15.2	14.1%	1.23
可比公司											
2331. HK	李宁	优于大市	16.93	1.17	0.97	1.09	14.5	17.4	15.5	-3.9%	-4.42
1368. HK	特步国际	优于大市	5.37	0.44	0.50	0.53	12.1	10.7	10.1	12.7%	0.84
1361. HK	361度	优于大市	5.83	0.56	0.60	0.65	10.5	9.7	8.9	12.1%	0.80

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

改革不及预期；品牌形象受损；市场的系统性风险。

相关研究报告：

- 《安踏体育（02020. HK）-运营能力铸就增长势能，全球化打开长期空间》——2025-09-02
- 《安踏体育（02020. HK）-品牌矩阵拉动，2025 上半年收入与核心利润均双位数增长》——2025-08-28
- 《安踏体育（02020. HK）-上半年集团流水增长双位数，折扣库存健康可控》——2025-07-16
- 《安踏体育（02020. HK）-第一季度集团流水增长双位数，收购德国户外品牌狼爪》——2025-04-11
- 《安踏体育（02020. HK）-2024 年核心利润增长 16.5%，多品牌引领增长》——2025-03-20

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	15228	11390	20881	33062	45282	营业收入	62356	70826	80052	90152	99809
应收款项	5575	6723	6950	7827	8665	营业成本	23328	26794	30233	33773	37179
存货净额	7210	10760	10516	10853	11953	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1346	703	1197	1348	1492	销售费用	21673	25647	29235	32745	36087
流动资产合计	52140	52482	62450	75997	90299	管理费用	3693	4198	7105	7703	8276
固定资产	4965	6152	6444	6784	7173	财务费用	(991)	(1388)	(1336)	(1294)	(1290)
无形资产及其他	8771	9439	7079	4720	2360	投资收益	28	(718)	1250	1726	2098
						资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
投资性房地产	17069	29873	29873	29873	29873	其他收入	959	7027	4361	4614	4855
长期股权投资	9283	14669	14669	14669	14669	营业利润	15640	21884	20427	23565	26509
资产总计	92228	112615	120515	132042	144374	营业外净收支	0	0	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	3996	8583	4292	4077	3669	利润总额	15640	21884	20427	23565	26509
应付款项	6859	8552	10669	11930	13139	所得税费用	4363	4895	5210	5933	6632
其他流动负债	9736	11458	13924	15589	17181	少数股东损益	1041	1393	1977	2407	2714
流动负债合计	20591	28593	28885	31596	33989	归属于母公司净利润	10236	15596	13240	15225	17163
长期借款及应付债券	10948	12233	12233	12233	12233						
其他长期负债	4679	5050	5050	5050	5050						
长期负债合计	15627	17283	17283	17283	17283	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	36218	45876	46168	48879	51272	净利润	10236	15596	13240	15225	17163
少数股东权益	4550	5010	5998	7202	8559	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	51460	61729	68349	75961	84543	折旧摊销	4987	5471	3068	3120	3180
负债和股东权益总计	92228	112615	120515	132042	144374	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(991)	(1388)	(1336)	(1294)	(1290)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	2750	(640)	4106	1560	718
每股收益	3.65	5.56	4.72	5.42	6.11	其它	1041	1393	988	1203	1357
每股红利	2.33	2.55	2.36	2.71	3.06	经营活动现金流	19014	21820	21402	21108	22418
每股净资产	18.33	21.99	24.35	27.06	30.12	资本开支	(5178)	(6658)	(1000)	(1100)	(1210)
ROIC	28%	25%	25%	31%	37%	其它投资现金流	(24537)	(12558)	0	0	0
ROE	20%	25%	19%	20%	20%	投资活动现金流	(29655)	(24602)	(1000)	(1100)	(1210)
毛利率	63%	62%	62%	63%	63%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	22%	20%	20%	20%	21%	负债净变化	10456	1285	0	0	0
EBITDA Margin	30%	28%	24%	24%	24%	支付股利、利息	(5580)	(6655)	(6620)	(7612)	(8581)
收入增长	16%	14%	13%	13%	11%	其它融资现金流	(1260)	9684	(4292)	(215)	(408)
净利润增长率	35%	52%	-15%	15%	13%	融资活动现金流	8491	(1056)	(10912)	(7827)	(8989)
资产负债率	44%	45%	43%	42%	41%	现金净变动	(2150)	(3838)	9491	12182	12219
息率	2.3%	2.7%	2.7%	3.1%	3.5%	货币资金的期初余额	17378	15228	11390	20881	33062
P/E	22.4	14.7	17.3	15.1	13.4	货币资金的期末余额	15228	11390	20881	33062	45282
P/B	4.5	3.7	3.4	3.0	2.7	企业自由现金流	12430	8629	18904	18557	19727
EV/EBITDA	15.2	14.9	15.5	13.8	12.5	权益自由现金流	22340	20676	14633	18538	19700

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032