

# 安踏体育 (02020.HK)

## Q3 安踏/Fila 流水小幅增长，户外品牌表现仍优异

**事件：**安踏体育发布 2025Q3 经营情况公告，其中安踏品牌流水同比增长低单位数，Fila 品牌流水同比增长低单位数，其他品牌流水同比增长 45%~50%，整体表现符合预期。

**安踏品牌：**Q3 流水增长低单位数，营运质量健康。2025Q3 安踏品牌流水同比增长低单位数，我们判断当前国内消费环境仍处于波动阶段，同时安踏品牌自身也处于调整过程，一方面公司推进线下门店结构优化，加大对于低线城市加盟店的调整优化力度；另一方面安踏品牌在 2025 年推进电商业务架构调整，我们判断短期或对安踏品牌电商销售造成一定影响。营运方面，我们预计截至 2025Q3 末安踏品牌库销比略高于 5，线下门店折扣保持稳定，整体处于健康水平。全年来看综合考虑外部环境的不确定性以及品牌自身的调整进度，我们预计安踏品牌流水同比增长低单位数。

**Fila 品牌：**Q3 流水增长低单位数，期内公司发布全新网球战略赋能业务增长。2025Q3 Fila 品牌流水同比增长低单位数，我们判断短期由于气温偏高以及消费环境波动对 Fila 的秋冬装销售造成一定的负面影响，分渠道来看我们预计 Fila 电商业务增速或仍显著优于线下，Fila 电商运营能力优异。营运方面，我们预计截至 2025Q3 末 Fila 品牌库销比在 6 左右的水平，出于为国庆假期、“双十一大促”、“双十二大促”备货的原因，我们判断 Q3 末的库销对比 Q2 末有所提升，线下门店折扣同比预计保持稳定。展望 2025 全年，我们预计 Fila 将充分利用 Q4 的销售旺季，推动品牌增长，目前我们预计 2025 年 Fila 流水同比增长中单位数。2025 年 9 月 Fila 举办网球战略发布会，官宣了和中国网球选手布云朝克特、中国网球公开赛、北京体育大学以及北京服装学院的合作，同时品牌明确了进一步的网球发展规划。

**其他品牌：**流水高速增长，公司新品牌孵化能力卓越。2025Q3 其他品牌流水增速为 45%~50%，其中随着产品力的不断提升以及门店运营能力的优化，迪桑特和可隆增长迅速。同时 Maia Active 目前各项调整顺利，2025Q3 Maia Active 预计也有优异的增长表现。

**展望 2025 年，我们预计公司营收增长 10%，同比 2024 年扣除一次性利得后的归母净利润增长 9%。**基于前三季度的经营表现，我们预计公司 2025 年营收增长 10%至 781.81 亿元，其中户外品牌迪桑特和可隆增速预计仍然较快。利润层面来看，综合考虑收购 Jack Wolfskin 带来的成本费用后，我们预计公司 2025 年归母净利润预计为 130 亿元，同比 2024 年扣除一次性利得后的归母净利润增长 9%。

**盈利预测和投资建议：**公司作为全球运动鞋服龙头之一，旗下品牌高效运营成果显著，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 130.30/147.82/167.37 亿元，对应 2025 年 PE 为 17 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**终端需求下滑；多品牌及海外业务开展不顺；人民币汇率变动带来业绩波动。

| 财务指标       | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 62,356 | 70,826 | 78,181 | 86,538 | 96,521 |
| 增长率 YoY(%) | 16.2   | 13.6   | 10.4   | 10.7   | 11.5   |
| 归母净利润(百万元) | 10,236 | 15,596 | 13,030 | 14,782 | 16,737 |
| 增长率 YoY(%) | 34.9   | 52.4   | -16.5  | 13.4   | 13.2   |
| EPS(元)     | 3.65   | 5.56   | 4.64   | 5.27   | 5.96   |
| 净资产收益率(%)  | 20.1   | 25.5   | 19.1   | 19.4   | 19.6   |
| P/E(倍)     | 22.0   | 14.4   | 17.3   | 15.2   | 13.4   |
| P/B(倍)     | 4.0    | 3.4    | 3.0    | 2.7    | 2.4    |

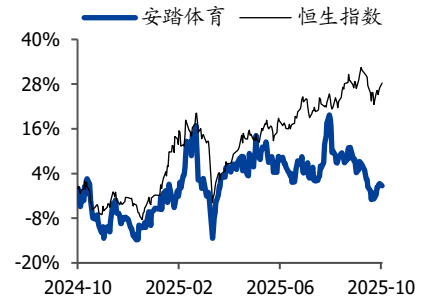
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 27 日收盘价

### 买入（维持）

#### 股票信息

|                  |            |
|------------------|------------|
| 行业               | 服装家纺       |
| 前次评级             | 买入         |
| 10 月 27 日收盘价(港元) | 87.80      |
| 总市值(百万港元)        | 246,473.31 |
| 总股本(百万股)         | 2,807.21   |
| 其中自由流通股(%)       | 100.00     |
| 30 日日均成交量(百万股)   | 11.56      |

#### 股价走势



#### 作者

|         |                     |
|---------|---------------------|
| 分析师     | 杨莹                  |
| 执业证书编号： | S0680520070003      |
| 邮箱：     | yangying1@gszq.com  |
| 分析师     | 侯子夜                 |
| 执业证书编号： | S0680523080004      |
| 邮箱：     | houziye@gszq.com    |
| 分析师     | 王佳伟                 |
| 执业证书编号： | S0680524060004      |
| 邮箱：     | wangjiawei@gszq.com |

#### 相关研究

- 1、《安踏体育 (02020.HK)：H1 业绩增长优异，持续看好公司集团化能力》 2025-08-27
- 2、《安踏体育 (02020.HK)：Q2 集团流水增速优异，运营稳健，多品牌优势显著》 2025-07-16
- 3、《安踏体育 (02020.HK)：Q1 流水增长优异，收购 Jack Wolfskin 充实品牌版图》 2025-04-11

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 52140 | 52482  | 52822  | 63130  | 69843  |
| 现金             | 15228 | 11390  | 12104  | 20708  | 25285  |
| 应收账款及票据        | 3732  | 4463   | 4224   | 4430   | 5222   |
| 其他应收款          | 1843  | 2260   | 2208   | 2600   | 2915   |
| 衍生金融工具及短投      | 22781 | 22906  | 22906  | 22906  | 22906  |
| 存货             | 7210  | 10760  | 10460  | 11495  | 12644  |
| 其他流动资产         | 1346  | 703    | 922    | 990    | 872    |
| <b>非流动资产</b>   | 40088 | 60133  | 59854  | 60473  | 60470  |
| 权益性投资          | 9283  | 14669  | 14669  | 14669  | 14669  |
| 固定资产           | 4965  | 6152   | 6217   | 6454   | 6481   |
| 无形资产           | 8771  | 9439   | 9602   | 9731   | 9827   |
| 其他非流动资产        | 17069 | 29873  | 29366  | 29620  | 29493  |
| <b>资产总计</b>    | 92228 | 112615 | 112676 | 123603 | 130313 |
| <b>流动负债</b>    | 20591 | 28593  | 24492  | 28734  | 27874  |
| 短期借款           | 3996  | 8583   | 6290   | 7436   | 6863   |
| 应付账款及票据        | 3195  | 4332   | 3696   | 5138   | 4748   |
| 其他流动负债         | 13400 | 15678  | 14507  | 16159  | 16264  |
| <b>非流动负债</b>   | 15627 | 17283  | 13765  | 11740  | 9446   |
| 长期借款           | 10948 | 12233  | 9786   | 7340   | 4893   |
| 其他非流动负债        | 4679  | 5050   | 3979   | 4400   | 4553   |
| <b>负债合计</b>    | 36218 | 45876  | 38258  | 40474  | 37321  |
| 股本             | 272   | 271    | 271    | 271    | 271    |
| 股本溢价           | 15188 | 15229  | 15229  | 15229  | 15229  |
| 留存收益           | 36000 | 42952  | 49468  | 56859  | 65227  |
| 归属母公司股东权益      | 51460 | 61729  | 68244  | 75635  | 84004  |
| 少数股东权益         | 4550  | 5010   | 6174   | 7494   | 8989   |
| <b>负债和股东权益</b> | 92228 | 112615 | 112676 | 123603 | 130313 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A  | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E  |
|----------------|--------|--------|-------|-------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 19634  | 16741  | 7499  | 14430 | 12513  |
| 净利润            | 10236  | 15596  | 14194 | 16102 | 18232  |
| 折旧摊销           | 4987   | 5471   | 1129  | 1241  | 1358   |
| 财务费用           | -949   | -1220  | -746  | -904  | -896   |
| 投资损失           | 0      | 0      | -1100 | -1300 | -1550  |
| 营运资金变动         | 1659   | -2223  | -3880 | 1391  | -2423  |
| 其他经营现金流        | 3701   | -883   | -2097 | -2100 | -2208  |
| <b>投资活动现金流</b> | -25793 | -14864 | 2348  | 1540  | 2403   |
| 资本支出           | -1321  | -3460  | -1299 | 56    | 29     |
| 长期投资           | -23985 | -11188 | -1129 | -1241 | -1358  |
| 其他投资现金流        | -487   | -216   | 4776  | 2725  | 3732   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 3471   | -4917  | -9133 | -7365 | -10340 |
| 短期借款           | 0      | 0      | -1547 | 2051  | 322    |
| 长期借款           | -2809  | -8295  | -2447 | -2447 | -2447  |
| 股本增加           | 10497  | 0      | 0     | 0     | 0      |
| 支付股利           | -4022  | -6072  | -6515 | -7391 | -8368  |
| 其他筹资现金流        | -195   | 9450   | 1376  | 421   | 153    |
| <b>现金净增加额</b>  | -2688  | -3040  | 714   | 8605  | 4576   |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 62356 | 70826 | 78181 | 86538 | 96521 |
| 营业成本            | 23328 | 26794 | 29708 | 32932 | 36209 |
| 销售费用            | 21673 | 25647 | 28223 | 30721 | 34265 |
| 管理费用            | 3693  | 4198  | 4652  | 5019  | 5598  |
| 财务费用            | -949  | -1220 | -746  | -904  | -896  |
| 其他非经营性损益        | 1777  | 4005  | 2097  | 2100  | 2208  |
| 投资净收益           | -718  | 198   | 1100  | 1300  | 1550  |
| <b>营业利润</b>     | 15670 | 19610 | 19542 | 22170 | 25103 |
| 其他净收入           | -30   | 2274  | 6     | 6     | 6     |
| <b>利润总额</b>     | 15640 | 21884 | 19548 | 22176 | 25108 |
| 所得税             | 4363  | 4895  | 5354  | 6073  | 6877  |
| <b>净利润</b>      | 11277 | 16989 | 14194 | 16102 | 18232 |
| 少数股东损益          | 1041  | 1393  | 1164  | 1320  | 1495  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 10236 | 15596 | 13030 | 14782 | 16737 |
| EBITDA          | 19678 | 26135 | 19930 | 22512 | 25571 |
| ) EPS           | 3.65  | 5.56  | 4.64  | 5.27  | 5.96  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 16.2  | 13.6  | 10.4  | 10.7  | 11.5  |
| 营业利润(%)         | 38.5  | 25.1  | -0.3  | 13.4  | 13.2  |
| 归属于母公司净利润(%)    | 34.9  | 52.4  | -16.5 | 13.4  | 13.2  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 62.6  | 62.2  | 62.0  | 61.9  | 62.5  |
| 净利率(%)          | 16.4  | 22.0  | 16.7  | 17.1  | 17.3  |
| ROE(%)          | 20.1  | 25.5  | 19.1  | 19.4  | 19.6  |
| ROIC(%)         | 14.9  | 18.3  | 15.0  | 15.9  | 17.1  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 39.3  | 40.7  | 34.0  | 32.7  | 28.6  |
| 净负债比率(%)        | 37.5  | 51.7  | 35.1  | 23.8  | 12.9  |
| 流动比率            | 2.5   | 1.8   | 2.2   | 2.2   | 2.5   |
| 速动比率            | 2.2   | 1.5   | 1.7   | 1.8   | 2.1   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.8   | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 0.8   |
| 应收账款周转率         | 18.6  | 17.3  | 18.0  | 20.0  | 20.0  |
| 应付账款周转率         | 7.8   | 7.1   | 7.4   | 7.5   | 7.3   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 3.65  | 5.56  | 4.64  | 5.27  | 5.96  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 6.99  | 5.96  | 2.67  | 5.14  | 4.46  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 19.95 | 23.77 | 26.51 | 29.61 | 33.13 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 22.0  | 14.4  | 17.3  | 15.2  | 13.4  |
| P/B             | 4.0   | 3.4   | 3.0   | 2.7   | 2.4   |
| EV/EBITDA       | 11.9  | 9.4   | 12.1  | 10.4  | 8.9   |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 27 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                 |      | 评级 | 说明                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间    |
|                                                                                                                                                           |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间   |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上        |
|                                                                                                                                                           | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com