

安踏 (2020.HK): 主品牌流水表现短期承压, 持续深化多品牌全球化战略

• **管理层下调安踏品牌 2025 全年流水指引, 但维持 Fila 流水指引:** 安踏与 Fila 两大品牌在 3Q25 的零售流水都同比增长低单位数, 与我们前期调研结果相符。其他品牌 3Q25 流水同比增长 45%-50%, 相较 2Q25 略有放缓。考虑到安踏品牌新的电商团队刚刚组建完成且仍处于调整磨合阶段, 公司决定在 4Q25 (尤其是“双十一”期间) 对安踏品牌采取较为理性与审慎的促销态度, 以确保库存的健康和零售折扣的可控。基于此, 管理层决定将安踏品牌 2025 全年流水指引从原来的增长中单位数下调至增长低单位数。同时, 管理层表示 Fila 品牌进入 10 月以来的流水表现好于安踏品牌, 且“双十一”活动截至目前在各大电商平台的销售表现在同类品牌中排名靠前。因此, 公司维持 Fila 2025 全年流水中单位数增长的指引不变。虽然我们对管理层下调安踏品牌全年流水指引早有预期, 但我们依然担心短期市场情绪可能会受到影响。维持“买入”评级, 下调目标价至 102.5 港元。

• **管理层维持安踏品牌与 Fila 全年经营利润率指引不变:** 由于行业竞争和促销加剧, 安踏品牌 3Q25 线上渠道零售折扣同比加深 2ppt, 线下同比基本持平, 而 Fila 线上与线下的零售折扣分别同比加深 2ppt 与 1ppt。我们担心零售折扣同比加深以及线上销售占比的持续增加可能令公司 2H25 毛利率面临比 1H25 更大的压力。另外, 在较高的基数下, 2H25 的政府补贴可能同比大幅缩水, 从而拖累各个品牌在 2H25 的经营利润率。然而, 管理层依然维持 2025 全年安踏品牌经营利润率 20%-25%, Fila 经营利润率 25% 左右的目标指引。这意味着公司有信心通过降本增效来降低 2H25 的费用投入, 从而部分抵消毛利率与政府补贴同比下降对经营利润率的影响。

• **持续深化多品牌和全球化战略, 积蓄长期增长动力:** 多品牌方面, 迪桑特 (Descente) 和可隆 (Kolon) 依然维持高速增长态势, 并在 D2C 的基础上带动公司整体经营利润率的提升。另外, 公司为狼爪 (今年 6 月完成并表) 制定了为期 3-5 年的品牌复兴计划。虽然狼爪的亏损短期可能拖累公司整体盈利水平, 但基于公司丰富的国际品牌运营经验, 我们有信心在不久的将来看到狼爪为公司带来正向的盈利贡献。全球化方面, 公司主要聚焦东南亚市场的扩张 (提出三年千店计划), 同时战略性进入欧美市场。管理层目标是安踏品牌海外市场收入贡献在 5 年内达到 15%。

• **投资风险:** 行业需求放缓; 安踏收入低于预期; Fila 品牌力下降。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,356	70,826	79,961	88,553	94,829
同比变动 (%)	16.2%	13.6%	12.9%	10.7%	7.1%
归母净利润	10,236	15,596	13,120	14,973	16,651
同比变动 (%)	34.9%	52.4%	-15.9%	14.1%	11.2%
归母净利润 (剔除联营公司一次性损益影响)	10,954	11,927	13,120	14,973	16,651
同比变动 (%)	44.3%	8.9%	10.0%	14.1%	11.2%
PE (X)	22.1	15.2	18.1	15.8	14.2
ROE (%)	23.8%	27.6%	20.1%	20.4%	20.1%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

张嘉

消费分析师

constance_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2025 年 10 月 27 日

评级

买入

目标价 (港元)	102.5
潜在升幅/降幅	+16.7%
目前股价 (港元)	87.8
52 周内股价区间 (港元)	73.6-106.3
总市值 (百万港元)	246,473
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,018.4

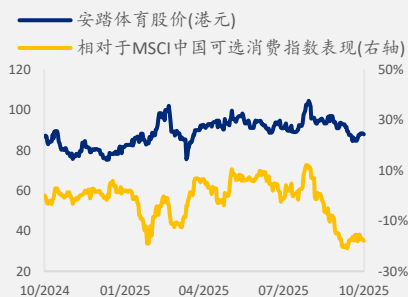
注: 截至 2025 年 10 月 27 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 安踏体育

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,356	70,826	79,961	88,553	94,829
同比	16.2%	13.6%	12.9%	10.7%	7.1%
销售成本	-23,328	-26,794	-30,774	-33,354	-35,272
毛利	39,028	44,032	49,187	55,198	59,557
毛利率	62.6%	62.2%	61.5%	62.3%	62.8%
销售费用	-21,673	-25,647	-28,665	-31,683	-33,718
管理费用	-3,693	-4,198	-4,921	-5,439	-5,795
其他经营收入及收益（损失）	1,705	2,408	2,658	3,158	3,658
经营溢利	15,367	16,595	18,259	21,235	23,702
经营利润率	24.6%	23.4%	22.8%	24.0%	25.0%
核心经营溢利	15,367	16,595	18,259	21,235	23,702
核心经营利润率	24.6%	23.4%	22.8%	24.0%	25.0%
同比	36.8%	8.0%	10.0%	16.3%	11.6%
净融资成本	991	1,388	1,020	1,497	2,118
税前溢利	15,640	21,884	20,329	23,908	27,090
所得税开支	-4,363	-4,895	-5,248	-6,188	-7,028
所得税率	26.7%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%
少数股东权益	-1,041	-1,393	-1,961	-2,747	-3,410
归母净利润	10,236	15,596	13,120	14,973	16,651
归母净利率	16.4%	22.0%	16.4%	16.9%	17.6%
同比	35%	52%	-16%	14%	11%
归母净利润 （剔除联营公司一次性损益）	10,954	11,927	13,120	14,973	16,651
归母净利率 （剔除联营公司一次性损益）	18%	17%	16%	17%	18%
同比	44%	9%	10%	14%	11%

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	4,965	6,152	6,854	7,039	7,016
使用权资产	8,085	9,826	9,826	9,826	9,826
土地使用权及其他非流动资产预付款	567	991	901	821	748
无形资产	2,089	2,034	4,679	4,408	4,153
合营公司投资	9,283	14,669	14,669	14,669	14,669
递延税项资产	1,367	1,633	1,633	1,633	1,633
其他	1,896	3,164	3,164	3,164	3,164
非流动资产	40,088	60,133	63,391	63,224	62,873
其他金融资产	1,333	3,869	3,869	3,869	3,869
存货	7,210	10,760	10,286	11,149	11,789
应收账款	3,732	4,463	4,162	4,610	4,936
其他应收账款	3,135	2,762	2,848	3,154	3,377
已抵押存款	5	120	0	0	0
存款期超过三个月的银行定期存款	21,448	19,037	19,000	19,000	19,000
现金及现金等价物	15,228	11,390	18,169	29,674	43,003
流动资产	52,140	52,482	58,334	71,455	85,975
借贷	3,996	8,583	8,583	8,583	8,583
应付贸易账款	3,195	4,332	4,300	4,660	4,928
租赁负债	2,701	3,179	3,179	3,179	3,179
其他应收款	7,842	9,017	9,274	10,052	10,630
应付关连人士款项	32	96	20	20	20
即期应付税项	2,825	3,386	3,400	3,400	3,400
流动负债	20,591	28,593	28,756	29,894	30,740
递延税项负债	855	925	925	925	925
租赁负债	3,824	4,125	4,125	4,125	4,125
借贷	10,948	12,233	12,233	12,233	12,233
应付非控股权益款	0	0	0	0	0
非流动负债	15,627	17,283	17,283	17,283	17,283
股本	272	271	271	271	271
储备	51,188	61,458	68,444	77,514	87,427
非控股权益	4,550	5,010	6,971	9,717	13,128
权益	56,010	66,739	75,686	87,502	100,825

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税前溢利	15,640	21,884	20,329	23,908	27,090
物业、机器及设备折旧	1,018	1,023	1,237	1,456	1,663
使用权资产折旧	3,844	4,305	0	0	0
无形资产摊销	125	143	143	281	265
利息支出	521	626	354	333	333
利息收入	-1,470	-1,846	-1,690	-2,146	-2,767
其他	840	-3,894	100	91	83
营运资金变动前经营现金流量	20,518	22,240	20,472	23,922	26,666
存货增加	1,339	-3,410	474	-863	-641
应收贸易账款及其他流动资产变动	-1,189	-362	215	-753	-550
抵押贷款变动	0	0	120	0	0
应付贸易账款及其他流动负债变动	1,582	1,590	225	1,138	846
应付关连人士款项变动	7	65	-76	0	0
已付所得税	-3,584	-4,532	-5,234	-6,188	-7,028
经营活动所得（所用）现金净额	18,593	15,486	16,278	17,257	19,293
购买物业、厂房及设备所付款	-1,161	-2,258	-1,940	-1,640	-1,640
支付土地使用权购买预付款	0	-1,069	-10	-10	-10
购买无形资产所付款项	-160	-133	-700	-10	-10
以收取利息	1,041	1,255	1,690	2,146	2,767
存款期超过三个月的银行定期存款	-22,488	-6,205	37	0	0
其他	-1,984	-5,199	-2,088	0	0
投资活动所用现金净额	-24,752	-13,609	-3,011	486	1,107
借贷	442	-1,121	0	0	0
发行可转换债券	0	4,168	0	0	0
已支付股利	-4,250	-7,029	-6,134	-5,904	-6,738
已支付利息	-59	-188	-354	-333	-333
其他	7,338	-1,591	0	0	0
融资活动（所用）所得现金净额	3,471	-5,761	-6,488	-6,237	-7,071
现金及现金等价物变动	-2,688	-3,884	6,779	11,506	13,329
于年初的现金及现金等价物	17,378	15,228	11,390	18,169	29,674
现金及现金等价物汇兑差额	538	46	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	15,228	11,390	18,169	29,674	43,003

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	3.69	5.37	4.52	5.15	5.73
每股销售额	21.75	23.58	26.62	29.48	31.57
每股股息	1.88	2.11	2.03	2.32	2.58
同比变动					
收入	16.2%	13.6%	12.9%	10.7%	7.1%
经营溢利	36.8%	8.0%	10.0%	16.3%	11.6%
归母净利润	34.9%	52.4%	-15.9%	14.1%	11.2%
摊薄每股收益	40.0%	3.9%	10.0%	14.1%	11.2%
费用与利润率					
毛利率	62.6%	62.2%	61.5%	62.3%	62.8%
经营利润率	24.6%	23.4%	22.8%	24.0%	25.0%
归母净利率	16.4%	22.0%	16.4%	16.9%	17.6%
回报率					
平均股本回报率	23.8%	27.6%	20.1%	20.4%	20.1%
平均资产回报率	12.9%	15.4%	11.4%	11.9%	11.9%
资产效率					
库存周转天数	123	122	122	122	122
应收账款周转天数	20	21	19	19	19
应付账款周转天数	47	51	51	51	51
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
速动比率 (x)	2.5	1.8	2.0	2.4	2.8
现金比率 (x)	1.2	1.6	1.6	1.5	1.4
负债/权益 (%)	70%	74%	67%	61%	55%
估值					
市盈率 (x)	22.1	15.2	18.1	15.8	14.2
市销率 (x)	3.8	3.5	3.1	2.8	2.6
股息率	2.1%	2.4%	2.3%	2.6%	2.9%

图表 2：安踏各品牌季度流水增速

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
安踏品牌	▲增长 高单位数	▲增长 高双位数	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 高单位数	▲增长 低单位数	▲增长 低单位数
安踏大货	▲增长 高单位数	▲增长 10-20%高段	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 高单位数	▲增长 低单位数	▲增长 低单位数
安踏童装	▲增长 高单位数	—持平	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▲增长 10-20%低段	▲增长 高单位数	▲增长 低单位数	▲增长 中单位数
安踏电商	▲增长 低单位数	▲增长 中单位数	▲增长 20-25%	▲增长 20-25%	▲增长 20-25%	▲增长 10-20%高段	▲增长 10-20%低段	▲增长 低单位数	▲增长 高单位数
Fila	▲增长 10-20%低段	▲增长 25-30%	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▼下降 低单位数	▲增长 高单位数	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▲增长 低单位数
Fila 大货	▲增长 高单位数	▲增长 30%+	▲增长 10-20%中段	▲增长 高单位数	—持平	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数
Fila 潮牌	▲增长 高单位数	▲增长 25%	—持平	▼下降 低单位数	▼下降 低单位数	▲增长 10-20%中段	▲增长 10-20%中段	▲增长 中单位数	—持平
Fila 儿童	▲增长 高单位数	▲增长 10-20%低段	▼下降 微跌	▲增长 中单位数	▼下降 低单位数	▲增长 中单位数	▲增长 10-20%低段	▲增长 中单位数	▲增长 中单位数
Fila 电商	▲增长 10-20%中段	▲增长 10-20%中段	▲增长 25-30%	▲增长 ~20%	▲增长 高单位数	▲增长 10-20%中段	▲增长 10-20%高段	▲增长 10-20%低段	▲增长 高单位数
其他品牌	▲增长 45-50%	▲增长 55-60%	▲增长 25-30%	▲增长 40-45%	▲增长 45-50%	▲增长 50-55%	▲增长 ~70%	▲增长 50-55%	▲增长 45-50%
迪桑特	▲增长 40-45%	▲增长 50-55%	▲增长 20-25%	▲增长 35-40%	▲增长 35-40%	▲增长 45-50%	▲增长 ~60%	▲增长 40-45%	▲增长 ~30%
可隆	▲增长 65-70%	▲增长 65-70%	▲增长 近 50%	▲增长 60-65%	▲增长 65-70%	▲增长 60-65%	▲增长 ~100%	▲增长 70-75%	▲增长 ~70%

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 3：安踏 2025 年上半年盈利表现和下半年与全年盈利预测

百万人民币	1H24	1H25	YoY	2H24	2H25E	YoY	2024	2025E	YoY
收入	33,735	38,544	14.3%	37,091	41,417	11.7%	70,826	79,961	12.9%
销售成本	12,117	14,119	16.5%	14,677	-16,655	13.5%	-26,794	-30,774	14.9%
毛利润	21,618	24,425	13.0%	22,414	24,762	10.5%	44,032	49,187	11.7%
毛利率	64.1%	63.4%		60.4%	59.8%		62.2%	61.5%	
其他收益	809	1,315	62.5%	1,599	1,343	-16.0%	2,408	2,658	10.4%
销售费用	11,796	13,272	12.5%	13,851	-15,393	11.1%	-25,647	-28,665	11.8%
销售费用率	35.0%	34.4%		37.3%	37.2%		36.2%	35.8%	
行政费用	-1,971	-2,337	18.6%	-2,227	-2,584	16.0%	-4,198	-4,921	17.2%
行政费用率	5.8%	6.1%		6.0%	6.2%		5.9%	6.2%	
营业费用	13,767	15,609	13.4%	16,078	-17,977	11.8%	-29,845	-33,586	12.5%
经营利润	8,660	10,131	17.0%	7,935	8,128	2.4%	16,595	18,259	10.0%
经营利润率	25.7%	26.3%		21.4%	19.6%		23.4%	22.8%	
联营公司盈利/亏损	-19	434	n.m.	217	616	n.m.	198	1,050	n.m.
其他盈利	1,579	0	n.m.	2,124	0	n.m.	3,703	0	n.m.
财务支出	710	596	-16.1%	678	424	-37.5%	1,388	1,020	-26.5%
税前盈利	10,930	11,161	2.1%	10,954	9,168	-16.3%	21,884	20,329	-7.1%
所得税	-2,511	-3,050	21.5%	-2,384	-2,198	-7.8%	-4,895	-5,248	7.2%
少数股东权益	-698	-1,080	54.7%	-695	-881	26.7%	-1,393	-1,961	40.7%
归母净利润	7,721	7,031	-8.9%	7,875	6,089	-22.7%	15,596	13,120	-15.9%
归母净利率	22.9%	18.2%		21.2%	14.7%		22.0%	16.4%	
核心归母净利润 (剔除 Amer 上市相关一次性损益)	6,142	7,031	14.5%	5,785	6,089	5.3%	11,927	13,120	10.0%
核心归母净利率	18.2%	18.2%		15.6%	14.7%		16.8%	16.4%	

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际预测

图表 4：安踏旗下主要品牌 2025 年上半年收入和盈利以及下半年预测

(人民币百万)	1H24	1H25	YoY	2H24	2H25E	YoY	2024	2025E	YoY
收入									
安踏品牌	16,077	16,950	5.4%	17,445	17,646	1.2%	33,522	34,596	3.2%
Fila	13,056	14,182	8.6%	13,570	13,758	1.4%	26,626	27,940	4.9%
其他品牌	4,602	7,412	61.1%	6,076	10,012	64.8%	10,678	17,424	63.2%
毛利润									
安踏品牌	9,106	9,308	2.2%	9,168	9,081	-0.9%	18,274	18,389	0.6%
Fila	9,168	9,637	5.1%	8,883	8,748	-1.5%	18,051	18,385	1.8%
其他品牌	3,344	5,480	63.9%	4,363	6,933	58.9%	7,707	12,413	61.1%
毛利率									
安踏品牌	56.6%	54.9%		52.6%	51.5%		54.5%	53.2%	
Fila	70.2%	68.0%		65.5%	63.6%		67.8%	65.8%	
其他品牌	72.7%	73.9%		71.8%	69.2%		72.2%	71.2%	
经营利润									
安踏品牌	3,503	3,946	12.6%	3,532	3,319	-6.0%	7,035	7,265	3.3%
Fila	3,731	3,935	5.5%	3,007	2,910	-3.2%	6,738	6,845	1.6%
其他品牌	1,375	2,458	78.8%	1,675	2,334	39.3%	3,050	4,792	57.1%
经营利润率									
安踏品牌	21.8%	23.3%		20.2%	18.8%		21.0%	21.0%	
Fila	28.6%	27.7%		22.2%	21.2%		25.3%	24.5%	
其他品牌	29.9%	33.2%		27.6%	23.3%		28.6%	27.5%	

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 5：SPDBI 财务预测变动：安踏体育（2020.HK）

(人民币百万)	2025E	2026E	2027E
营业收入			
旧预测	80,954	89,492	95,792
新预测	79,961	88,553	94,829
变动	-1.2%	-1.0%	-1.0%
核心归母净利润			
旧预测	13,645	15,424	17,070
新预测	13,120	14,973	16,651
变动	-3.8%	-2.9%	-2.5%

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 安踏体育 (2020.HK)



注: 截至 2025 年 10 月 27 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7：SPDBI 消费行业覆盖公司

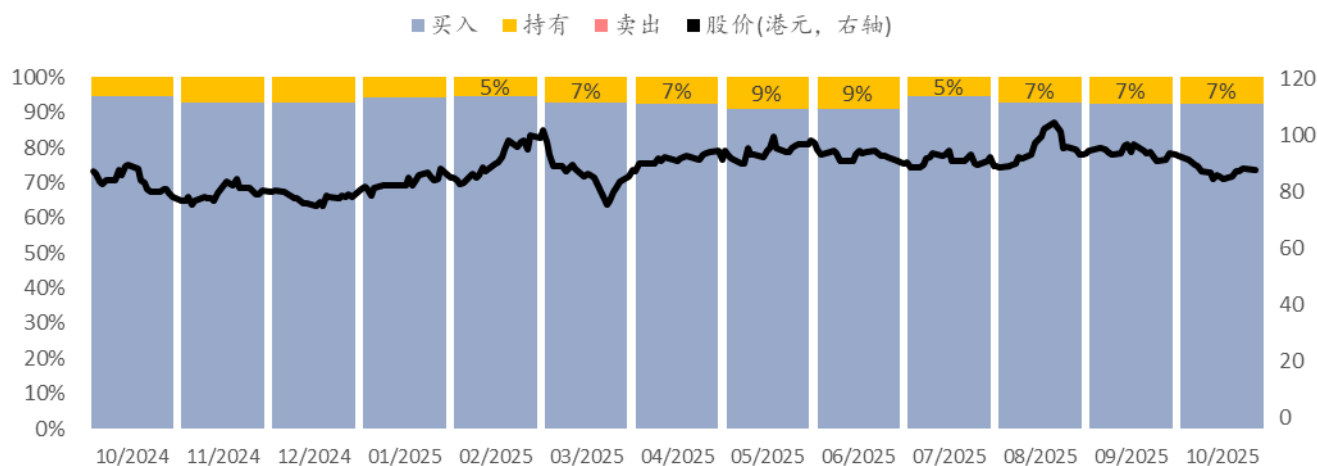
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	17.6	买入	21.6	2025 年 10 月 27 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	87.8	买入	102.5	2025 年 10 月 27 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.7	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.21	买入	4.25	2025 年 10 月 23 日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	43.6	买入	55.9	2025 年 8 月 6 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	348.8	买入	435.8	2025 年 8 月 6 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	13.2	买入	16.9	2025 年 8 月 26 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.8	持有	16.6	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	19.1	持有	21.3	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.0	持有	2.8	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	38.0	买入	48.5	2025 年 8 月 5 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	27.5	买入	34.3	2025 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	53.2	买入	69.2	2025 年 4 月 7 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.4	持有	9.3	2025 年 7 月 31 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	54.2	买入	72.6	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	66.0	持有	81.4	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.4	买入	34.1	2025 年 8 月 30 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	14.4	持有	17.7	2025 年 8 月 28 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.6	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.1	持有	4.9	2025 年 7 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.2	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	25.1	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	9.4	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	233.4	买入	377.2	2025 年 10 月 22 日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金	695.0	买入	890.0	2025 年 8 月 21 日	新零售
325.HK Equity	布鲁可	90.6	买入	124.6	2025 年 10 月 16 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	76.5	买入	115.0	2025 年 4 月 28 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	38.7	买入	82.2	2025 年 3 月 27 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	91.8	买入	55.0	2025 年 3 月 23 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	53.3	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	46.0	持有	39.1	2025 年 4 月 29 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	45.7	买入	41.1	2025 年 5 月 23 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	30.0	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	33.2	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	22.2	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	14.3	持有	14.8	2025 年 3 月 31 日	酒店
9961.HK Equity	携程集团	567.5	买入	610.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
TCOM.US Equity	携程集团	62.6	买入	78.0	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
780.HK Equity	同程旅行	22.0	买入	26.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游

注：港股、A 股截至 2025 年 10 月 27 日收盘，美股截至 2025 年 10 月 26 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

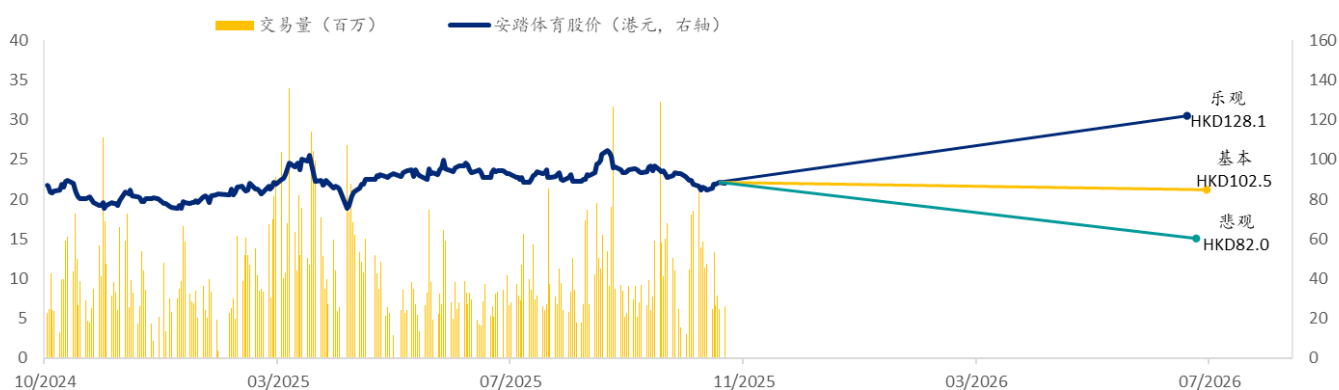
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8：安踏体育（2020.HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：安踏体育（2020.HK）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入和利润率增长好于预期

目标价：128.1 港元

概率：25%

- 安踏品牌 2025 年收入同比增长高单位数；
- Fila 品牌 2025 年收入同比增长 10%+；
- 集团毛利率 2025 年同比持平；
- 市场营销费用占比 2025 年同比持平；

悲观情景：公司收入和利润率增长不及预期

目标价：82.0 港元

概率：20%

- 安踏品牌 2025 年收入同比增长持平；
- Fila 品牌 2025 年收入同比增长低单位数；
- 集团毛利率 2025 年同比下跌 100bps；
- 市场营销费用占比 2025 年同比提升 50bps。

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

