

信义山证汇通天下

证券研究报告

纺织服饰

安踏体育 (02020.HK)

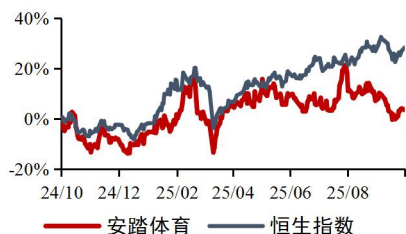
买入-A(维持)

FILA 品牌流水稳健增长，库存保持健康水平

2025 年 10 月 28 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2025 年 10 月 27 日

收盘价（港元）：	87.800
年内最高/最低（港元）：	106.30/73.550
流通股本（亿股）：	28.07/28.07
流通市值（亿港元）：	2,464.73
总市值（亿港元）：	2,464.73

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2025Q3 经营数据。2025Q3，安踏品牌零售流水同比增长低单位数，FILA 品牌零售流水同比增长低单位数，所有其它品牌零售流水同比增长 45%-50%。

事件点评

➢ 安踏品牌零售流水同比增长低单位数，零售折扣基本保持稳定。2025Q3，安踏品牌零售流水同比增长低单位数，预计零售流水达成率弱于公司内部预期。分渠道看，预计线上渠道增速快于线下，2025Q3，安踏品牌线上渠道流水预计同比增长高单位数。库存方面，截至 2025Q3 末，安踏品牌库渠道库存周转略高于 5 个月，渠道库存处于健康水平。零售折扣方面，安踏品牌线下折扣 71 折，同比持平，线上折扣约 5 折，同比略有增加。

➢ FILA 零售流水健康增长，成为中网独家运动鞋服赞助商。2025Q3，FILA 品牌零售流水同比增长低单位数，预计电商流水同比增长高单位数。库存方面，截至 2025Q3 末，由于“双十一”电商大促提前备货，FILA 品牌库渠道库存约 6 个月，同比基本持平。零售折扣方面，FILA 品牌线下折扣 74 折，线上折扣 58 折，环比保持稳定。9 月 22 日，FILA 在京举办了品牌网球战略合作发布会，正式续约中网，升级双方第六年的合作成为中网独家运动鞋服赞助商，并表示将与中网携手共同致力完善青训发展，支持网球新生代培育。

➢ 所有其他品牌流水延续高增，零售折扣坚挺。2025Q3，迪桑特、可隆体育所有其它品牌零售流水同比增长 45%-50%，预计迪桑特品牌零售流水同比增长 30%，持续推进零售渠道升级，战略重点聚焦一线城市旗舰店布局，强化消费者高端购物体验。截至 9 月 30 日，全新 4.0 形象已在全国顶级渠道亮相 26 家，市场反馈积极。可隆品牌零售流水同比增长 70%。9/30 日，可隆正式成为中国国家攀岩队的官方合作伙伴，强化户外专业品牌形象。

投资建议

➢ 2025 年第三季度，安踏主品牌受到外部消化环境疲弱及行业竞争加剧、公司内部电商团队处于磨合阶段，零售流水表现不及公司预期，FILA 品牌零售流水保持健康增长，户外品牌矩阵延续强劲表现。预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 4.85、5.42 和 6.19 元，10 月 27 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 为 16.5/14.8/12.9 倍，维持“买入-A”评级。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

风险提示

- 电商渠道增长放缓；行业竞争加剧；零售折扣不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	62,356	70,826	77,434	85,734	94,936
YoY(%)	16.2	13.6	9.3	10.7	10.7
净利润(百万元)	10,236	15,596	13,622	15,225	17,382
YoY(%)	34.9	52.4	-12.7	11.8	14.2
毛利率(%)	62.6	62.2	62.0	62.7	63.3
EPS(摊薄/元)	3.65	5.56	4.85	5.42	6.19
ROE(%)	20.1	25.5	19.4	18.7	18.3
P/E(倍)	22.0	14.4	16.5	14.8	12.9
P/B(倍)	4.4	3.6	3.2	2.8	2.4
净利率(%)	16.4	22.0	17.6	17.8	18.3

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	52140	52482	68961	82366	94850
现金	15233	18141	35320	43462	57491
应收票据及应收账款	3781	4544	4294	5414	5498
预付账款	0	0	0	0	0
存货	7210	10760	9782	11985	11824
其他流动资产	25916	19037	19566	21506	20036
非流动资产	40088	60133	50656	57297	62474
长期投资	9283	14669	17590	21424	26416
固定资产	12228	16969	15014	13846	13179
无形资产	2089	2034	2187	2242	2293
其他非流动资产	16488	26461	15865	19785	20586
资产总计	92228	112615	119617	139664	157324
流动负债	20591	28593	31881	41100	46714
短期借款	3996	8583	8259	6946	7929
应付票据及应付账款	3195	4332	6372	14958	19063
其他流动负债	13400	15678	17250	19196	19721
非流动负债	15627	17283	11170	9390	6875
长期借款	10948	12233	6375	4549	1979
其他非流动负债	4679	5050	4795	4841	4896
负债合计	36218	45876	43052	50491	53589
少数股东权益	4550	5010	6269	7707	9307
股本	272	271	271	271	271
资本公积	51188	61458	61458	61458	61458
留存收益	0	0	9485	20170	32538
归属母公司股东权益	51460	61729	70297	81466	94429
负债和股东权益	92228	112615	119617	139664	157324

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	19634	16741	18102	22208	24613
净利润	11277	16989	14880	16663	18982
折旧摊销	4862	5328	3771	3336	3077
财务费用	-991	-1388	-1456	-1484	-1810
投资损失	718	-3901	-1040	-1432	-1769
营运资金变动	0	0	1865	5114	6168
其他经营现金流	3768	-287	82	11	-34
投资活动现金流	-25793	-14864	6573	-8518	-6445
筹资活动现金流	3471	-5761	-7496	-5548	-4139
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.65	5.56	4.85	5.42	6.19
每股经营现金流(最新摊薄)	6.99	5.96	6.45	7.91	8.77
每股净资产(最新摊薄)	18.33	21.99	25.04	29.02	33.64

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62356	70826	77434	85734	94936
营业成本	23328	26794	29437	31996	34872
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	21673	25647	28031	31207	34651
管理费用	3693	4198	4569	5144	5696
财务费用	-991	-1388	-1456	-1484	-1810
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-718	3901	1040	1432	1769
营业利润	15367	16595	17893	20303	23295
营业外收入	1705	2408	2080	2064	2184
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	15640	21884	19973	22367	25479
所得税	4363	4895	5093	5704	6497
税后利润	11277	16989	14880	16663	18982
少数股东损益	1041	1393	1259	1438	1600
归属母公司净利润	10236	15596	13622	15225	17382
EBITDA	21010	27995	23760	25163	27600

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	16.2	13.6	9.3	10.7	10.7
营业利润(%)	36.8	8.0	7.8	13.5	14.7
归属于母公司净利润(%)	34.9	52.4	-12.7	11.8	14.2
获利能力					
毛利率(%)	62.6	62.2	62.0	62.7	63.3
净利率(%)	16.4	22.0	17.6	17.8	18.3
ROE(%)	20.1	25.5	19.4	18.7	18.3
ROIC(%)	16.6	20.3	16.3	16.3	16.5
偿债能力					
资产负债率(%)	39.3	40.7	36.0	36.2	34.1
流动比率	2.5	1.8	2.2	2.0	2.0
速动比率	0.9	0.8	1.2	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	18.5	17.0	17.5	17.7	17.4
应付账款周转率	7.8	7.1	5.5	3.0	2.1
估值比率					
P/E	22.0	14.4	16.5	14.8	12.9
P/B	4.4	3.6	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	11.2	8.5	9.2	8.3	7.0

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

