

2025 年 10 月 29 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇
zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据	2025 年 10 月 27 日
收盘价（港元）	87.80
一年内最高/最低（港元）	106.30/73.55
总市值（百万港元）	246,473.31
流通市值（百万港元）	246,473.31
资产负债率（%）	41.03

资料来源：聚源数据

安踏体育 (02020. HK)

——25Q3 业绩略低于预期，多品牌战略为公司长期增长基石

投资要点：

- **天气等外部因素扰动下 25Q3 业绩略低于预期。**安踏体育发布 25Q3 营运数据公告，在天气等外部因素扰动下业绩略低于预期。分品牌看，安踏品牌 25Q3 零售金额录得低单位数正增长；FILA 品牌 25Q3 零售金额录得低单位数正增长；所有其他品牌 25Q3 零售金额录得 45–50%正增长，在户外赛道整体仍维持较高景气度的环境下 DESCENTE、KOLON SPORT 等品牌维持较快增速。
- **线下新业态持续拓展，新店型有望成为增长新驱动。**从线下渠道看，截至 2025 年中报，安踏主品牌拥有门店 7187 家，其中，分别拥有安踏竞技场/安踏冠军/超级安踏/安踏殿堂级/安踏作品集店铺 2 家/97 家/69 家/77 家/69 家，新业态百花齐放；此外，FILA 店铺数量维持稳定，DESCENTE、KOLON SPORT 维持快速开店趋势。
- **多品牌运营仍为公司核心战略。**据安踏集团微信公众号，在多品牌战略方面：1）集团于 25H1 完成对 JACK WOLFSKIN 狼爪的收购，集团已组建联合管理团队，正在制定 3–5 年复兴计划，围绕品牌核心价值重塑产品及品牌体系；2）集团与韩国时尚集团 MUSINSA 成立合资公司，其中安踏持股 40%，旨在利用集团优势助 MUSINSA 开拓中国市场。
- **联合两大高校设立运动鞋设计专业，旨在为创新发展注入新动能。**据安踏集团微信公众号，公司近日携手武汉纺织大学及东华大学建立全国首批运动鞋设计专业，与传统教育体系中的“设计”与“技术”分离的培养模式不同，公司联合两所大学旨在构建“以设计+材料+工艺+数字化”为核心的跨界课程体系，实现理论与实践的融合，是体育用品行业在专业化、系统化设计人才培养领域迈出的第一步，有望为行业创新发展注入新动能。
- **盈利预测与评级：**作为我国运动鞋服头部公司，集团深耕行业多年竞争壁垒深厚，通过多品牌运营稳固发展，且具备海外扩张预期，增长空间较大。我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别 134.43 亿元/154.53 亿元/176.26 亿元，同比分别增长–13.81%/14.96%/14.06%。我们持续看好公司多品牌运营下主品牌及 FILA 贡献运营稳定性以及户外赛道贡献运营成长性，叠加规模化下费率可控且具备海外扩张预期，维持“买入”评级。
- **风险提示。**市场开拓及品牌推广风险；宏观环境风险；收购风险及投资收益风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	62356.00	70826.00	78014.92	86289.13	95068.69
同比增长率（%）	16.23%	13.58%	10.15%	10.61%	10.17%
归母净利润（百万元）	10236.00	15596.00	13442.75	15453.21	17625.97
同比增长率（%）	34.86%	52.36%	–13.81%	14.96%	14.06%
每股收益（元/股）	3.69	5.55	4.79	5.50	6.28
ROE（%）	19.89%	25.27%	17.90%	17.09%	16.32%
市盈率（P/E）	21.83	14.51	16.82	14.63	12.83

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	70,826	78,015	86,289	95,069	货币资金	11,390	16,309	30,449	38,810
增长率	13.6%	10.2%	10.6%	10.2%	应收款项	6,723	7,108	7,728	8,366
营业成本	26,794	28,877	31,597	34,640	存货	10,760	11,551	12,463	13,471
%销售收入	37.8%	37.0%	36.6%	36.4%	其他流动资产	23,609	23,942	24,055	24,157
毛利	44,032	49,138	54,692	60,429	流动资产	52,482	58,910	74,695	84,804
%销售收入	62.2%	63.0%	63.4%	63.6%	权益性投资	14,669	15,669	16,569	17,369
其他收入	0	0	0	0	固定资产	6,152	5,969	5,851	5,787
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	9,439	8,063	7,318	6,951
销售费用	25,647	27,929	30,848	33,940	非流动资产	60,133	67,466	67,258	75,447
%销售收入	36.2%	35.8%	35.8%	35.7%	资产总计	112,615	126,376	141,953	160,251
管理费用	4,198	4,603	5,048	5,514	应付款项	4,332	4,251	4,301	4,426
%销售收入	5.9%	5.9%	5.9%	5.8%	短期借款	8,583	7,083	5,683	4,383
研发费用	1,991	1,872	2,071	2,282	其他流动负债	15,678	16,851	18,552	20,345
%销售收入	2.8%	2.4%	2.4%	2.4%	流动负债	28,593	28,186	28,536	29,154
财务费用	-1,220	335	97	-393	长期债务	12,233	10,633	9,133	7,733
%销售收入	-1.7%	0.4%	0.1%	-0.4%	其他长期负债	5,050	6,272	6,272	6,272
息税前利润 (EBIT)	20,664	19,850	22,222	24,502	非流动负债	17,283	16,905	15,405	14,005
%销售收入	29.2%	25.4%	25.8%	25.8%	负债总计	45,876	45,091	43,941	43,159
投资收益	198	1,227	1,626	2,018	归属母公司股东权益	61,729	75,083	90,447	107,984
%税前利润	0.9%	6.3%	7.4%	8.1%	少数股东权益	5,010	6,203	7,565	9,108
除税前利润	21,884	19,514	22,125	24,895	负债股东权益合计	112,615	126,376	141,953	160,251
利润率	30.9%	25.0%	25.6%	26.2%	比率分析				
所得税	4,895	4,879	5,310	5,726		2024A	2025E	2026E	2027E
所得税率	22.4%	25.0%	24.0%	23.0%	每股指标				
净利润 (含少数股东损益)	16,989	14,636	16,815	19,169	每股收益	5.55	4.79	5.50	6.28
少数股东损益	1,393	1,193	1,362	1,543	每股净资产	21.86	26.75	32.22	38.47
归属于母公司的净利润	15,596	13,443	15,453	17,626	每股经营现金净额	5.93	5.42	6.01	6.63
增长率	52.4%	-13.8%	15.0%	14.1%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利率	22.0%	17.2%	17.9%	18.5%	回报率				
现金流量表					净资产收益率	25.27%	17.90%	17.09%	16.32%
单位：人民币(百万)					总资产收益率	13.85%	10.64%	10.89%	11.00%
	2024A	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	18.32%	15.04%	14.97%	14.60%
净利润	15,596	13,443	15,453	17,626	增长率				
少数股东损益	1,393	1,193	1,362	1,543	营业收入增长率	13.58%	10.15%	10.61%	10.17%
营运资金变动	-2,223	-316	205	270	EBIT增长率	40.66%	-3.94%	11.95%	10.26%
其他变动	1,975	897	-140	-838	净利润增长率	52.36%	-13.81%	14.96%	14.06%
经营活动现金流量净额	16,741	15,216	16,880	18,601	总资产增长率	22.11%	12.22%	12.33%	12.89%
资本开支	-3,460	-3,800	-3,940	-4,080	资产管理能力				
投资	-11,188	-9,195	-755	-8,720	应收账款周转天数	20.8	21.3	20.8	20.7
其他	-216	6,541	5,497	5,808	存货周转天数	120.7	139.1	136.8	134.8
投资活动现金流量净额	-14,864	-6,454	802	-6,992	应付账款周转天数	50.6	53.5	48.7	45.3
股权募资	-844	0	0	0	固定资产周转天数	28.3	28.0	24.7	22.0
债权募资	-8,295	-3,100	-2,900	-2,700	偿债能力				
其他	3,378	-654	-554	-460	流动比率	1.84	2.09	2.62	2.91
筹资活动现金流量净额	-5,761	-3,754	-3,454	-3,160	速动比率	1.43	1.65	2.15	2.41
现金净变动	-3,838	4,919	14,140	8,361	净负债/股东权益	14.12%	1.73%	-15.95%	-22.80%
					EBIT利息保障倍数	33.0	30.3	40.1	53.3
					资产负债率	40.74%	35.68%	30.95%	26.93%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。