

**买入**
**专业和户外品牌盈利能力提升；公司品牌矩阵进一步丰富**
**安踏体育（2020.HK）**

2025-12-12 星期五

**【投资要点】**

目标价：	<b>98.0 港元</b>
现 价：	<b>80.40 港元</b>
预计升幅：	<b>21.9%</b>

**重要数据**

日期	2025-12-11
收盘价（港元）	80.40
总股本（亿股）	27.97
总市值（亿港元）	2257.67
净资产（亿港元）	697.27
总资产（亿港元）	1182.35
52周高低（港元）	104.77/71.58
每股净资产（港元）	25.02

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

**主要股东**

 安踏国际集团控股有限公司 42.79%  
 安达控股国际有限公司 5.73%

**相关报告**

 安踏体育（2020.HK）更新报告-  
 20250127

➤ 其他品牌超预期增长，安踏品牌下调全年预期，双十一整体保持平稳。根据公司三季度电话会，对第四季度业绩保持审慎态度，决定下调安踏品牌全年流水预期：由+MSD 至+LSD，同时维持 FILA 全年+MSD 以及其他品牌+40% 的预期目标，利润率指引不变。三季度其他品牌保持高速增长，综合同比增长约 55%，其中迪桑特品牌增长 30%，可隆品牌增长 70%，MAIA 品牌增长 45%，狼爪品牌协同整合工作推进中。

双十一期间线上表现，根据我们收集到的三方数据显示，安踏公司整体于天猫 10-11 月同比销售额实现单位数正增长，其中 FILA、迪桑特、可隆品牌 10-11 月天猫销售额均实现明显正增长。

**➤ 短期专业和户外品牌收利润贡献提升，中长期品牌矩阵进一步丰富**

公司其他品牌利润率持续提升，经营利润占比持续提升。公司其他品牌经营利润于 2020 年转正并快速增长，2024 年达到 28.6%，25H1 达到 33.2%（同比 +3.3pts）。同时经营利润占比由 2020 年的 2.1%，提升至 2024 年的 18.4%，25H1 进一步提升至 24.3%。目前户外服饰、专业运动以及女性服饰赛道依然保持较高景气度，未来公司迪桑特、可隆、MAIA 品牌有望保持增长趋势并且盈利能力有望保持高水平甚至进一步提升。

品牌布局方面，公司于 4 月收购狼爪品牌，扩充户外品牌矩阵，公司计划通过 3-5 年复兴战略将其恢复，暂无盈利时间预期；在 9 月与韩国时尚平台 Musinsa 共同成立中国合资公司并控股 40%，拓展时尚领域机遇。公司整体品牌矩阵进一步丰富、拓宽。

**➤ 盈利预测更新，维持买入评级，目标价 98.0 港元**

我们认为，受到经济大环境影响公司短期增长略显迟滞，但长期来看，公司的品牌运营孵化和造血能力，以及对未来成长路径的筹划均在行业独树一帜，建议持续关注。

更新盈利预测，我们预计公司 FY25E 至 FY27E 营收分别为 783.1/867.2/942.3 亿元，同比+10.6%/ +10.7%/8.7%；归母净利润分别为 132.5/152.3/168.9 亿元，同比-15.0%（扣除股权投资收益后+11.2%）/+14.9%/ 10.9%。维持买入评级，目标价 98.0 港元，对应 25E 财年的 PE 约 18.8 倍，对应静态 PE 约 16 倍，目标价较现价预计升幅为 21.8%。

百万人民币	FY2023	FY2024	FY25E	FY26E	FY27E
营业额	62,356	70,826	78,313	86,721	94,230
同比增长 (%)	16.2%	13.6%	10.6%	10.7%	8.7%
归母净利润	10,236	15,596	13,249	15,226	16,887
同比增长 (%)	34.9%	52.4%	-15.0%	14.9%	10.9%
归母净利润率(%)	16.4%	22.0%	16.9%	17.6%	17.9%
每股盈利（人民币）	3.69	5.55	4.72	5.42	6.01

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

**研究部**

 姓名：冯浩  
 SFC：BUQ780  
 电话：755-2151 9167  
 Email: fenghao@gyzq.com.hk

## 【報告正文】

### ➤ 其他品牌超预期增长，安踏品牌下调全年预期，双十一整体保持平稳

根据公司三季度电话会，对第四季度业绩保持审慎态度，决定下调安踏品牌全年流水预期：由+MSD 至+LSD，同时维持 FILA 全年+MSD 以及其他品牌+40% 的预期目标，利润率指引不变。下调安踏品牌指引原因：连续两个月低于预期，行业竞争加剧，同业折扣维持高位；品牌内部线下渠道和电商团队架构于 2025 年优化调整完成，但仍处于磨合阶段。目前品牌关注保持折扣和库存健康，优化效率。

三季度其他品牌保持高速增长，综合同比增长约 55%，其中迪桑特品牌增长 30%，可隆品牌增长 70%，MAIA 品牌增长 45%，狼爪品牌协同整合工作推进中。

双十一期间线上表现，根据我们收集到的三方数据显示，安踏公司整体于天猫 10-11 月同比销售额实现单位数正增长，其中 FILA、迪桑特、可隆品牌 10-11 月天猫销售额均实现明显正增长。

**表 1：公司各品牌分渠道流水情况**

品牌	品类	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
		+中单位数	+高单位数	+中单位数	+高单位数	+高单位数	+低单位数	+低单位数
安踏： ANTA	整体	略有增长	+高单位数	+中单位数	+高单位数	+高单位数	+低单位数	+低单位数
	成人	-	-	-	-	-	-	-
	儿童	略有增长	+中单位数	+中单位数	+低双位数	+高单位数	+低单位数	+中单位数
安踏： FILA	电商	+20~25%	+20~25%	+20% ↑	+高双位数	+低双位数	-	+高单位数
	整体	+高单位数	+中单位数	-低单位数	+高单位数	+高单位数	+中单位数	+低单位数
	成人	-	+高单位数	持平	+高单位数	+中单位数	+高单位数	+低单位数
安踏： 其他品牌	儿童	-	-	-	+中单位数	+低双位数	+中单位数	-
	FUSION	-	-	-	+高双位数	+中双位数	+中单位数	-
	电商	+25%	+20% ↑	-	-	+20% ↑	-	+高单位数
安踏： 其他品牌	整体	+25~30%	+40~45%	+45~50%	+50~55%	+~70%	+60~65%	+~55%
	迪桑特	-	+35~39%	+35~40%	+40% ↑	+~60%	+40% ↑	+30%
	可隆	+50% ↑	+60%	+65~70%	+60~65%	+~100%	+70% ↑	+70%
MAIA ACTIVE	MAIA ACTIVE	-	-	-	-	+高双位数	+30% ↑	+45%

资料来源：公司季度经营电话会议、国元证券经纪（香港）整理

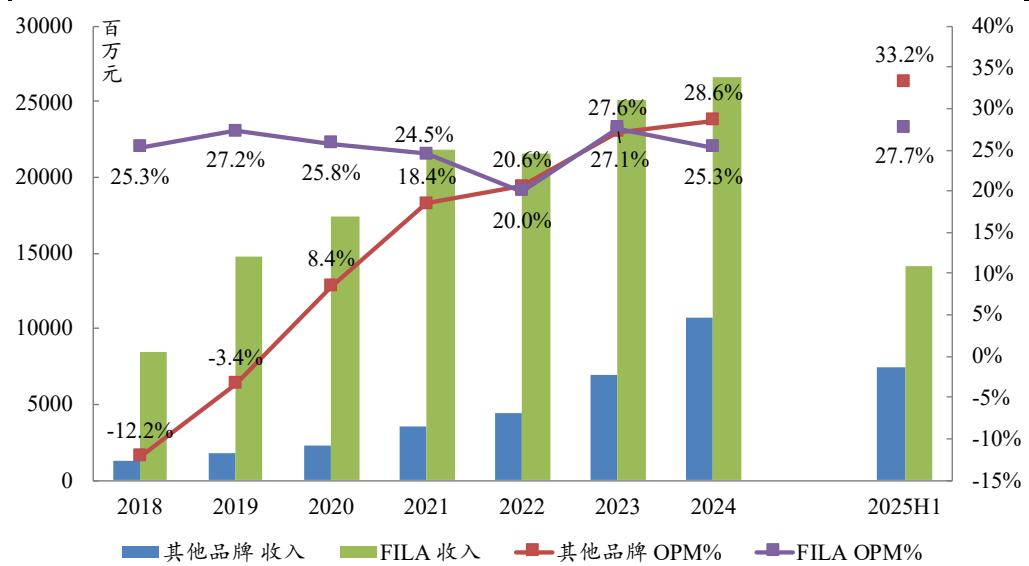
### ➤ 短期专业和户外品牌利润贡献提升，中长期品牌矩阵进一步丰富

公司其他品牌利润率持续提升，经营利润占比持续提升。公司其他品牌经营利润于 2020 年转正并快速增长，2024 年达到 28.6%，25H1 达到 33.2%（同比+3.3pts）。同时经营利润占比由 2020 年的 2.1%，提升至 2024 年的 18.4%，25H1 进一步提升至 24.3%。目前户外服饰、专业运动以及女性服饰赛道依然保持较高景气度，未来公司迪桑特、可隆、MAIA 品牌有望保持增长趋势并且盈利能力有望保持高水平甚至进一步提升。

品牌布局方面，公司于 4 月收购狼爪品牌，扩充户外品牌矩阵，公司计划通过 3-5 年复兴战略将其恢复，暂无盈利时间预期；在 9 月与韩国时尚平台 Musinsa 共

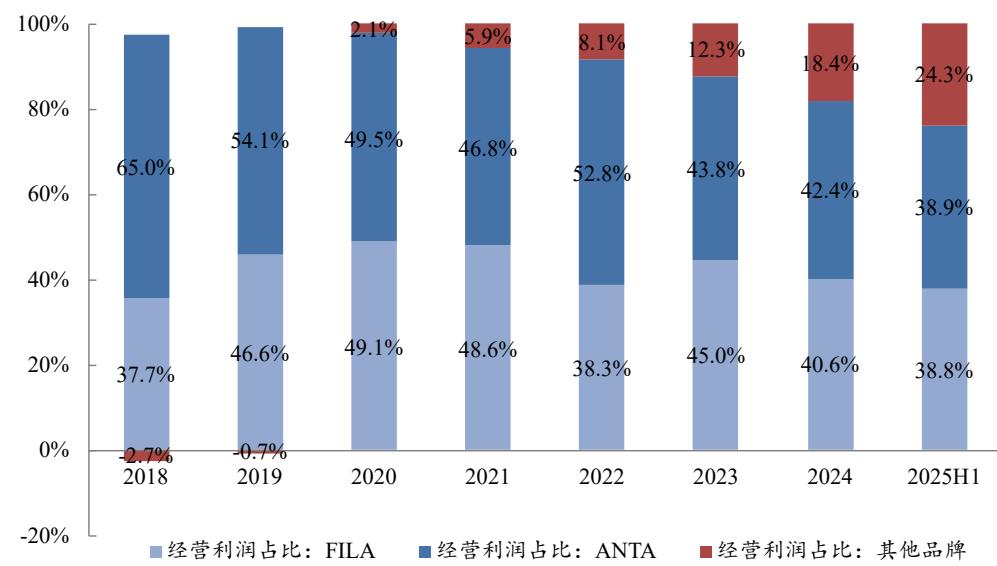
同成立中国合资公司并控股 40%，拓展时尚领域机遇。公司整体品牌矩阵进一步丰富、拓宽。

图 1：公司 FILA、其他品牌收入和 OPM%



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司安踏、FILA 和其他品牌经营利润占比



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

## ➤ 我们的观点

从今年的零售流水增速情况来看，安踏集团内品牌出现一定分化，安踏品牌2、3季度流水低于公司预期，FILA品牌保持符合预期水平的稳定增长，其他品牌增速超预期。目前来看，安踏品牌处于业务调整优化期；其他品牌所处赛道维持景气状态，各品牌收入和盈利能力均快速增长，持续提升对公司的利润贡献。同时

公司丰富品牌矩阵，探索时尚领域机会。我们认为，受到经济大环境影响公司短期增长略显停滞，但长期来看，公司的品牌运营孵化和造血能力，以及对未来成长路径的筹划均在行业独树一帜，建议持续关注。

➤ 盈利预测更新，维持买入评级，目标价 98.0 港元：

更新盈利预测，我们预计公司 FY25E 至 FY27E 营收分别为 783.1/867.2/942.3 亿元，同比+10.6%/+10.7%/8.7%；归母净利润分别为 132.5/152.3/168.9 亿元，同比-15.0%（扣除股权投资收益后+11.2%）/+14.9%/ 10.9%。维持买入评级，目标价 98.0 港元，对应 25E 财年的 PE 约 18.8 倍，对应静态 PE 约 16 倍，目标价较现价预计升幅为 21.9%。

表 2：行业可比公司估值

代码	简称	最新价（港元/元）	市值（亿港元/元）	PE			
				2024/25	25/26E	26/27E	27/28E
<b>港股</b>							
2331.HK	李宁	17.25	445.9	14.5	16.4	14.6	13.2
1368.HK	特步国际	5.31	149.0	9.7	9.8	8.8	8.0
1361.HK	361度	5.82	120.3	9.0	8.5	7.5	6.8
6110.HK	滔搏	3.11	192.9	14.6	13.5	11.9	10.5
3813.HK	宝胜国际	0.46	24.2	6.9	6.0	4.6	3.9
<b>平均值</b>			186.5	11.0	10.8	9.5	8.5
<b>2020.HK</b>	<b>安踏体育</b>	<b>80.40</b>	<b>2,257.6</b>	<b>13.1</b>	<b>15.5</b>	<b>13.4</b>	<b>12.1</b>

资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

### 【风险提示】

零售环境超预期下行影响公司销售

行业竞争格局加剧

营销推广不及预期

户外和专业服饰发展不及预期

## 【财务报表摘要】

**资产负债表**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>52,140</b>	<b>52,482</b>	<b>61,514</b>	<b>71,396</b>	<b>82,417</b>
现金	15,228	11,390	19,438	29,394	38,801
定期存款	21,448	19,037	19,037	19,037	19,037
应收账款	3,732	4,463	4,909	5,400	5,940
存货	7,210	10,760	11,298	10,733	11,806
其他	4,522	6,832	6,832	6,832	6,832
<b>非流动资产</b>	<b>40,088</b>	<b>60,133</b>	<b>61,198</b>	<b>62,878</b>	<b>64,741</b>
物业、厂房及设备	4,143	4,687	5,156	5,671	6,238
有使用权资产	8,085	9,826	10,809	11,889	13,078
无形资产	2,089	2,034	1,932	1,836	1,744
其他	25,771	43,586	43,301	43,482	43,681
<b>资产总计</b>	<b>92,228</b>	<b>112,615</b>	<b>122,712</b>	<b>134,274</b>	<b>147,158</b>
<b>流动负债</b>	<b>20,591</b>	<b>28,593</b>	<b>29,837</b>	<b>31,189</b>	<b>32,659</b>
短期借款	3,996	8,583	9,012	9,463	9,936
应付账款	3,195	4,332	4,809	5,337	5,925
租赁	2,701	3,179	3,179	3,179	3,179
应交税费	2,825	3,386	3,725	4,097	4,507
其他	7,874	9,113	9,113	9,113	9,113
<b>非流动负债</b>	<b>15,627</b>	<b>17,283</b>	<b>18,201</b>	<b>19,292</b>	<b>20,592</b>
长期借款	10,948	12,233	12,233	12,233	12,233
递延税项负债	855	925	1,018	1,119	1,231
其他	3,824	4,125	4,950	5,940	7,128
<b>负债合计</b>	<b>36,218</b>	<b>45,876</b>	<b>48,038</b>	<b>50,482</b>	<b>53,251</b>
股本	272	271	271	271	271
储备	51,188	61,458	68,083	75,696	84,139
少数股东权益	4,550	5,010	6,320	7,826	9,496
归属于母公司的所有者权益	51,460	61,729	68,354	75,967	84,410
<b>负债及权益合计</b>	<b>92,228</b>	<b>112,615</b>	<b>122,712</b>	<b>134,274</b>	<b>147,158</b>

**现金流量表**

会计年度	2023A	2024A	2024E	2025E	2026E
<b>除税前净利润</b>	15,640	21,884	19,413	22,310	24,742
折旧摊销	4,862	5,328	2,903	3,193	3,512
财务费用	-949	-1,220	-940	-1,041	-1,131
营运资金变动	1,659	-2,223	208	896	-703
已付所得税	-3,584	-4,532	-4,853	-5,577	-6,186
其它	2,006	-2,496	102	97	92
<b>经营活动现金流</b>	<b>19,634</b>	<b>16,741</b>	<b>16,832</b>	<b>19,877</b>	<b>20,327</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-25,793</b>	<b>-14,864</b>	<b>-3,414</b>	<b>-3,749</b>	<b>-4,137</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,471</b>	<b>-5,761</b>	<b>-5,370</b>	<b>-6,173</b>	<b>-6,782</b>
现金净增加额	-2,688	-3,884	8,048	9,956	9,407
现金期初金额	17,378	15,228	11,390	19,438	29,394
现金期末金额	15,228	11,390	19,438	29,394	38,801

**利润表**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>62,356</b>	<b>70,826</b>	<b>78,313</b>	<b>86,721</b>	<b>94,230</b>
营业成本	-23,328	-26,794	-28,890	-31,093	-33,415
毛利	39,028	44,032	49,423	55,628	60,815
销售费用	-21,673	-25,647	-28,193	-31,220	-33,734
管理费用	-3,693	-4,198	-4,503	-4,943	-5,371
其他收支净额	1,705	2,408	1,498	1,507	1,560
<b>营业利润</b>	<b>15,367</b>	<b>16,595</b>	<b>18,225</b>	<b>20,972</b>	<b>23,270</b>
财务费用净额	991	1,388	940	1,041	1,131
<b>除税前盈利</b>	<b>15,640</b>	<b>21,884</b>	<b>19,413</b>	<b>22,310</b>	<b>24,742</b>
所得税	-4,363	-4,895	-4,853	-5,577	-6,186
净利润	11,277	16,989	14,560	16,732	18,557
少数股东损益	1,041	1,393	1,310	1,506	1,670
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>10,236</b>	<b>15,596</b>	<b>13,249</b>	<b>15,226</b>	<b>16,887</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>3.69</b>	<b>5.55</b>	<b>4.72</b>	<b>5.42</b>	<b>6.01</b>

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>					
营业收入yoy	16.2%	13.6%	10.6%	10.7%	8.7%
营业利润yoy	36.8%	8.0%	9.8%	15.1%	11.0%
归母净利润yoy	34.9%	52.4%	-15.0%	14.9%	10.9%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	62.6%	62.2%	63.1%	64.1%	64.5%
净利率	18.1%	24.0%	18.6%	19.3%	19.7%
归母净利率	16.4%	22.0%	16.9%	17.6%	17.9%
ROE	19.9%	25.3%	19.4%	20.0%	20.0%

**偿债能力**

资产负债率	39.3%	40.7%	39.1%	37.6%	36.2%
负债权益比	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
流动比率	2.5	1.8	2.1	2.3	2.5
速动比率	2.2	1.5	1.7	1.9	2.2

**营运能力**

存货周转天数	123	122	123	129	123
应收账款周转天数	20	21	20	21	22

**每股资料 (元)**

每股收益	3.69	5.55	4.72	5.42	6.01
每股净资产	20.19	23.77	26.59	29.84	33.44

**估值比率**

PE@80.4HKD	19.8	13.1	15.5	13.4	12.1
PB	3.6	3.1	2.7	2.4	2.2

# 投资评级定义及免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 -20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责条款

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接受到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>