

# 安踏体育 (02020.HK)

优于大市

## 四季度安踏集团增长稳健，各品牌全年增速达成管理层指引

### ◆ 公司研究 · 海外公司快评

### ◆ 纺织服饰 · 服装家纺

### ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn  
证券分析师: 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004  
执证编码: S0980523070003

### 事项:

1月20日,公司公告第四季度及全年最新营运表现,2025 第四季度,安踏主品牌录得低单位数负增长,FILA 录得中单位数正增长,其他品牌录得 35-40%正增长;2025 全年安踏主品牌录得低单位数正增长,FILA 录得中单位数正增长,其他品牌录得 45-50%正增长。

### 国信纺织观点:

1、**2025 第四季度:**安踏集团整体增长稳健,其中其他品牌延续高增长态势,安踏品牌增长环比放缓,FILA 品牌增长环比提速;折扣整体承压、库存健康;安踏品牌渠道升级与海外拓展同步推进;各品牌全年流水增速符合管理层此前指引。

2、**风险提示:**关税政策不确定性;品牌形象受损;市场的系统性风险。

3、**投资建议:看好集团多品牌全球化运营下,持续好于行业的成长潜力** 2025 年四季度社零增速放缓、气温回升、春节旺季时间延后,叠加行业整体去库和价格竞争加剧,服装消费持续承压。集团整体表现稳健,定位大众市场的安踏主品牌受大环境影响较大,四季度流水出现同比小幅下滑;FILA 品牌增长逆势提速,其他品牌(迪桑特、可隆等)延续高增,所有品牌全年流水增速符合管理层此前指引;中长期,安踏集团凭借在中国市场多品牌的品牌矩阵和全球市场多品牌的布局,有望持续增强在全球运动市场的竞争力。基于宏观消费环境存在不确定性,以及 2026 体育大年公司营销费用预计增加,我们下调盈利预测,预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 132.1/139.3/155.8 亿元(前值为 132.4/152.2/171.6 亿元),可比口径的利润增长分别为+10.7%/5.5%/11.9%(2024 年剔除 Amer 上市和配售权益摊薄所得的可比口径利润为 119.3 亿元)。基于盈利预测下调,下调合理估值区间至 107-112 港元(前值为 116-121 港元),对应 2026 年 20-21X PE,维持“优于大市”评级。

### 评论:

◆ **2025 第四季度:**安踏集团整体增长稳健,其中其他品牌延续高增长态势,安踏品牌增长环比放缓,FILA 品牌增长环比提速;折扣整体承压、库存健康;安踏品牌渠道升级与海外拓展同步推进;各品牌全年流水增速符合管理层此前指引。

1、**安踏品牌 2025 第四季度流水下滑低单位数,季末库销比略高于 5 个月,折扣小幅加深,渠道升级与海外拓展同步推进**

1) 分渠道流水:四季度线上增长低单位数,略好于线下。

2) 库销比:季末库销比略高于 5 个月,环比三季度末接近 6 个月有所改善,处于健康区间。

3) 零售折扣:线下折扣同比加深 1 个百分点至 71 折,线上折扣率同比加深 2 个百分点至 49 折。

4) 渠道与业态升级:

①安踏冠军系列:2025 年底约 150 家门店,流水突破 10 亿元,超额完成全年目标;聚焦精英户外人群,冠名香港 100 越野赛提升专业口碑。

②灯塔店计划：2025年7月启动，下半年改造300家加盟商门店，单店效率较普通门店高60%以上；优先选择合适选址与加盟商推进。

③超级安踏店型：2025年店数增长，从之前独立一盘货，调整为加入一些安踏高端产品在高线城市核心商圈布局，仍处于调试阶段。

5) 出海进展：PG7系列2025年销量突破400万双；亚马逊业务表现良好；美国洛杉矶门店2026年1月18日试营业；东南亚、中东、北非布局推进，未来三年1000家海外门店计划仍在执行。

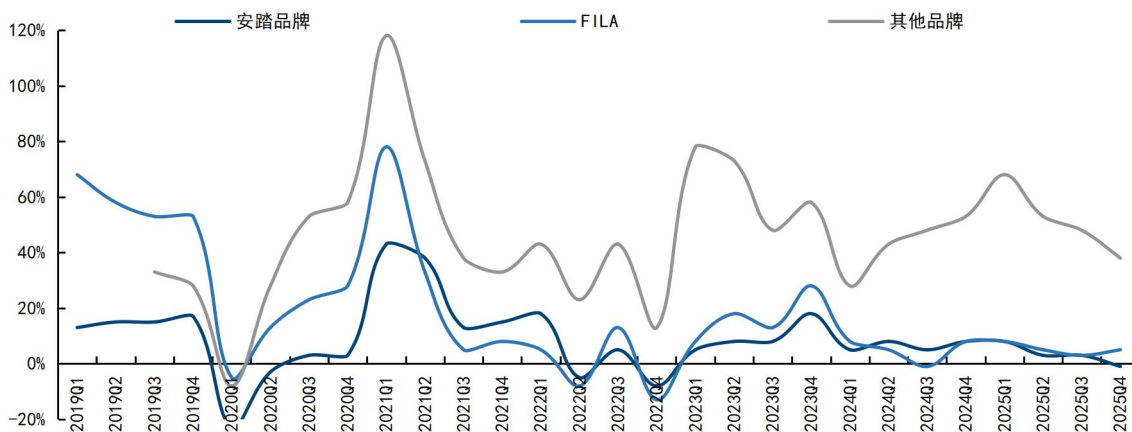
## 2、FILA 第四季度流水增长中单位数，季末库销比健康，折扣小幅加深

- 1) 分渠道流水：四季度线下大货高单位数增长，儿童低单位数增长，线上低双位数增长。
- 2) 零售折扣：线下折扣同比加深1个百分点至73折，线上折扣率同比加深2个百分点至55折。
- 3) 库销比：略高于5个月，处于健康区间。

## 3、其他品牌第四季度流水增长35-40%，迪桑特、可隆等多品牌延续高增

- 1) 迪桑特：四季度迪桑特增长约25-30%，全年增长约40%，2025年规模突破100亿；2025年底门店超240家，其中40家年流水超5000万元，过去多年同店年复合增长超25%。
- 2) 可隆：四季度增长55%，全年增长约70%；增长来自核心门店和成熟渠道。
- 3) MAIA：四季度增长约25-30%；
- 4) 狼爪：25年6月并表后，公司对其有3到5年的品牌复兴计划，聚焦中国市场品牌复兴及全球发展，核心关注能否达成三年目标及盈利目标，而非短期盈亏平衡，致力于使中国市场健康度及欧洲市场品牌健康度回到头部户外品牌地位。管理层预计狼爪品牌2026年仍有亏损，2027年盈利有望改善。

图1：公司分品牌季度流水增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 投资建议：看好集团多品牌全球化运营下，持续好于行业的成长潜力

2025年四季度社零增速放缓、气温回升、春节旺季时间延后，叠加行业整体去库和价格竞争加剧，服装消费持续承压。集团整体表现稳健，定位大众市场的安踏主品牌受大环境影响较大，四季度流水出现同比小幅下滑；FILA品牌增长逆势提速，其他品牌（迪桑特、可隆等）延续高增，所有品牌全年流水增速符合管理层此前指引；中长期，安踏集团凭借在中国市场多层级的品牌矩阵和全球市场多品牌的布局，有望持续增强在全球运动市场的竞争力。

基于宏观消费环境存在不确定性，以及 2026 体育大年公司营销费用预计增加，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 132.1/139.3/155.8 亿元（前值为 132.4/152.2/171.6 亿元），可比口径的利润增长分别为+10.7%/5.5%/11.9%（2024 年剔除 Amer 上市和配售权益摊薄所得的可比口径利润为 119.3 亿元）。基于盈利预测下调，下调合理估值区间至 107-112 港元（前值为 116-121 港元），对应 2026 年 20-21X PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

|              | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 62,356 | 70,826 | 79,453 | 87,298 | 95,143 |
| (+/-%)       | 16.2%  | 13.6%  | 12.2%  | 9.9%   | 9.0%   |
| 净利润(百万元)     | 10236  | 15596  | 13206  | 13931  | 15584  |
| (+/-%)       | 34.9%  | 52.4%  | -15.3% | 5.5%   | 11.9%  |
| 每股收益(元)      | 3.66   | 5.58   | 4.72   | 4.98   | 5.57   |
| EBIT Margin  | 21.9%  | 20.0%  | 20.3%  | 19.8%  | 20.4%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 19.9%  | 25.3%  | 19.3%  | 18.5%  | 18.8%  |
| 市盈率 (PE)     | 21.0   | 13.8   | 16.3   | 15.4   | 13.8   |
| EV/EBITDA    | 14.3   | 14.1   | 14.4   | 13.7   | 12.4   |
| 市净率 (PB)     | 4.18   | 3.49   | 3.15   | 2.86   | 2.59   |

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

| 公司代码    | 公司名称 | 投资评级 | 收盘价人民币 | 2024A | EPS  | 2025E | 2026E | 2024A | PE   | 2025E | 2026E | g     | PEG   |
|---------|------|------|--------|-------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 2020.HK | 安踏体育 | 优于大市 | 76.94  | 5.58  | 4.72 | 4.98  | 13.8  | 16.3  | 15.4 | 10.8% | 10.8% | 10.8% | 1.51  |
| 可比公司    |      |      |        |       |      |       |       |       |      |       |       |       |       |
| 2331.HK | 李宁   | 优于大市 | 20.02  | 1.17  | 1.01 | 1.08  | 17.2  | 19.8  | 18.5 | -4.2% | -4.2% | -4.2% | -4.71 |
| 1368.HK | 特步国际 | 优于大市 | 4.87   | 0.44  | 0.50 | 0.53  | 11.0  | 9.7   | 9.2  | 12.7% | 12.7% | 12.7% | 0.77  |
| 1361.HK | 361度 | 优于大市 | 5.39   | 0.56  | 0.60 | 0.65  | 9.7   | 8.9   | 8.2  | 12.1% | 12.1% | 12.1% | 0.74  |

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## ◆ 风险提示

改革不及预期；品牌形象受损；市场的系统性风险。

## 相关研究报告：

- 《安踏体育 (02020.HK) - 三季度流水增长放缓，管理层调低安踏品牌流水指引》 ——2025-10-28
- 《安踏体育 (02020.HK) - 运营能力铸就增长势能，全球化打开长期空间》 ——2025-09-02
- 《安踏体育 (02020.HK) - 品牌矩阵拉动，2025 上半年收入与核心利润均双位数增长》 ——2025-08-28
- 《安踏体育 (02020.HK) - 上半年集团流水增长双位数，折扣库存健康可控》 ——2025-07-16
- 《安踏体育 (02020.HK) - 第一季度集团流水增长双位数，收购德国户外品牌狼爪》 ——2025-04-11

## 财务预测与估值

| 资产负债表(百万元)       | 2023         | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         | 利润表(百万元)          | 2023        | 2024        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 15228        | 11390         | 20841         | 32509         | 43949         | 营业收入              | 62356       | 70826       | 79453        | 87298        | 95143        |
| 应收款项             | 5575         | 6723          | 6898          | 7579          | 8260          | 营业成本              | 23328       | 26794       | 29924        | 32616        | 35273        |
| 存货净额             | 7210         | 10760         | 10406         | 10473         | 11327         | 营业税金及附加           | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动资产           | 1346         | 703           | 1188          | 1305          | 1423          | 销售费用              | 21673       | 25647       | 28698        | 32237        | 34781        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>52140</b> | <b>52482</b>  | <b>62238</b>  | <b>74773</b>  | <b>87865</b>  | 管理费用              | 3693        | 4198        | 7069         | 7534         | 7999         |
| 固定资产             | 4965         | 6152          | 6444          | 6784          | 7173          | 财务费用              | (991)       | (1388)      | (1326)       | (1020)       | (1001)       |
| 无形资产及其他          | 8771         | 9439          | 7079          | 4720          | 2360          | 投资收益              | 28          | (718)       | 1250         | 1726         | 2098         |
| 投资性房地产           | 17069        | 29873         | 29873         | 29873         | 29873         | 资产减值及公允价值变动       | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资           | 9283         | 14669         | 14669         | 14669         | 14669         | 其他收入              | 959         | 7027        | 4346         | 4542         | 4738         |
| <b>资产总计</b>      | <b>92228</b> | <b>112615</b> | <b>120304</b> | <b>130818</b> | <b>141940</b> | 营业利润              | 15640       | 21884       | 20684        | 22199        | 24926        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 3996         | 8583          | 4292          | 4077          | 3669          | 营业外净收支            | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 应付款项             | 6859         | 8552          | 10558         | 11512         | 12450         | 利润总额              | 15640       | 21884       | 20684        | 22199        | 24926        |
| 其他流动负债           | 9736         | 11458         | 13731         | 15187         | 16416         | 所得税费用             | 4363        | 4895        | 5280         | 5562         | 6202         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>20591</b> | <b>28593</b>  | <b>28580</b>  | <b>30776</b>  | <b>32536</b>  | 少数股东损益            | 1041        | 1393        | 2197         | 2706         | 3140         |
| 长期借款及应付债券        | 10948        | 12233         | 12233         | 12233         | 12233         | 归属于母公司净利润         | 10236       | 15596       | 13206        | 13931        | 15584        |
| 其他长期负债           | 4679         | 5050          | 5050          | 5050          | 5050          |                   |             |             |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>15627</b> | <b>17283</b>  | <b>17283</b>  | <b>17283</b>  | <b>17283</b>  | <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>36218</b> | <b>45876</b>  | <b>45863</b>  | <b>48059</b>  | <b>49819</b>  | 净利润               | 10236       | 15596       | 13206        | 13931        | 15584        |
| 少数股东权益           | 4550         | 5010          | 6109          | 7462          | 9032          | 资产减值准备            | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 股东权益             | 51460        | 61729         | 68332         | 75297         | 83089         | 折旧摊销              | 4987        | 5471        | 3068         | 3120         | 3180         |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>92228</b> | <b>112615</b> | <b>120304</b> | <b>130818</b> | <b>141940</b> | 公允价值变动损失          | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
|                  |              |               |               |               |               | 财务费用              | (991)       | (1388)      | (1326)       | (1020)       | (1001)       |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2023</b>  | <b>2024</b>   | <b>2025E</b>  | <b>2026E</b>  | <b>2027E</b>  | 营运资本变动            | 2750        | (640)       | 3973         | 1545         | 515          |
| 每股收益             | 3.66         | 5.58          | 4.72          | 4.98          | 5.57          | 其它                | 1041        | 1393        | 1099         | 1353         | 1570         |
| 每股红利             | 2.33         | 2.55          | 2.36          | 2.49          | 2.79          | 经营活动现金流           | 19014       | 21820       | 21345        | 19948        | 20850        |
| 每股净资产            | 18.40        | 22.07         | 24.43         | 26.92         | 29.71         | 资本开支              | (5178)      | (6658)      | (1000)       | (1100)       | (1210)       |
| ROIC             | 28%          | 25%           | 25%           | 29%           | 35%           | 其它投资现金流           | (24537)     | (12558)     | 0            | 0            | 0            |
| ROE              | 20%          | 25%           | 19%           | 19%           | 19%           | 投资活动现金流           | (29655)     | (24602)     | (1000)       | (1100)       | (1210)       |
| 毛利率              | 63%          | 62%           | 62%           | 63%           | 63%           | 权益性融资             | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | 22%          | 20%           | 20%           | 20%           | 20%           | 负债净变化             | 10456       | 1285        | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 30%          | 28%           | 24%           | 23%           | 24%           | 支付股利、利息           | (5580)      | (6655)      | (6603)       | (6965)       | (7792)       |
| 收入增长             | 16%          | 14%           | 12%           | 10%           | 9%            | 其它融资现金流           | (1260)      | 9684        | (4292)       | (215)        | (408)        |
| 净利润增长率           | 35%          | 52%           | -15%          | 5%            | 12%           | 融资活动现金流           | 8491        | (1056)      | (10895)      | (7180)       | (8200)       |
| 资产负债率            | 44%          | 45%           | 43%           | 42%           | 41%           | 现金净变动             | (2150)      | (3838)      | 9451         | 11669        | 11440        |
| 息率               | 2.4%         | 2.9%          | 2.9%          | 3.0%          | 3.4%          | 货币资金的期初余额         | 17378       | 15228       | 11390        | 20841        | 32509        |
| P/E              | 21.0         | 13.8          | 16.3          | 15.4          | 13.8          | 货币资金的期末余额         | 15228       | 11390       | 20841        | 32509        | 43949        |
| P/B              | 4.2          | 3.5           | 3.1           | 2.9           | 2.6           | 企业自由现金流           | 12430       | 8629        | 18977        | 17801        | 18671        |
| EV/EBITDA        | 14.3         | 14.1          | 14.4          | 13.7          | 12.4          | 权益自由现金流           | 22340       | 20676       | 14705        | 17778        | 18631        |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准   | 类别         | 级别   | 说明                            |
|--|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|  |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|  |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|  |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|  | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|  |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|  |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032