

## 安踏体育 (2020 HK, 买入, 目标价: HK\$108.00)

**买入**

持有

卖出

**目标价: HK\$108.00**     **当前股价: HK\$82.55**

股价上行/下行空间     +31%

52 周最高/最低价 (HK\$)     106.30/73.55

市值 (US\$m)     29,604

当前发行数量(百万股)     2,797

三个月平均日交易额 (US\$m)     88

流通盘占比 (%)     100

**主要股东 (%)**

安踏国际集团控股有限公司     43

按 2026 年 1 月 20 日收市数据

资料来源: FactSet

**主要调整**

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	108.00	111.00	-3%
2025E EPS (RMB)	4.69	4.67	0%
2026E EPS (RMB)	4.97	5.11	-3%
2027E EPS (RMB)	5.37	5.53	-3%

**股价表现**


资料来源: FactSet

### 25 年全年流水表现符合预期, 26 年挑战仍存

- 25 年流水表现符合预期, 26 年调整仍存;
- 我们预计 26 年, 安踏品牌收入增速为低单位数; FILA 品牌大概率将维持在中单位数的增速, 其他品牌整体增速为~26%;
- 维持买入评级, 下调目标价 3%至 108.00 港元, 对应 20 倍 2026 年 P/E。

25 年流水表现符合预期: 安踏公布 4Q25 经营表现公告, 1) 受需求走弱与行业竞争加剧的影响, 4Q25 安踏品牌流水略微下滑, 线下折扣率~7.1 折, 线上折扣率同比收窄约 2 个百分点至约 5 折, 整体库销比略高于 5 倍。25 年全年, 安踏品牌流水实现低单位数增长, 符合最新指引(公司 25 年曾两次下调安踏品牌流水增长指引)。2) FILA 品牌 4Q25 流水实现中单位数增长, 且 4Q25 流水较前三季度环比加速。折扣方面, 线下约 7.3 折、线上约 5.5 折, 整体库销比略高于 5 倍。25 年全年 FILA 品牌实现中单位数流水增长, 符合公司指引。3) 其他品牌全年整体实现 45-50%流水增长, 分品牌来看: 4Q25 迪桑特迪桑特实现了 25-30%的健康增长, 25 年全年流水超 100 亿, 同比增长接近 40%; 4Q25 可隆实现了 55%的增长, 25 年全年实现近 70%的增长; MAIA 在 4Q25 继续保持 25-30%区间的稳定增长; 狼爪依然在做整合, 25 年并表 6 个月, 依然是亏损, 公司预计 26 年狼爪依然会亏损, 当前目标是稳住欧洲, 加强中国中长期的表现。

展望今年, 我们认为挑战仍存。当前, 市场对于今年的经济大环境没有转好的预期, 26 年对于公司, 甚至整个运动服饰行业来说都是存在挑战的一年。分品牌来看, 安踏品牌今年 DTC 的空间几乎没有, 品牌将完全回归内生性增长。在此基础之上, 我们认为安踏品牌 26 年的收入增速大概率会维持在低单位数的水平, 即便超预期, 也不会超过高中单位数增长。安踏品牌 25 年的预期收入规模已经接近 350 亿, 在如此大的体量之下还能实现增长已实属不易。FILA 品牌情况与安踏类似, 我们预计 FILA 今年的增速大概率会维持在中单位数的水平, 但 FILA 近几年的收入增速波动幅度相对略大, 具体增速如何有待观察。其他品牌中, 迪桑特已经达到百亿收入级别, 我们认为其增速未来或将逐步放缓。公司在 23 年的投资者日中曾经给过迪桑特 24 年至 26 年收入 CAGR 为 20-25%的指引, 按照指引, 公司原本计划迪桑特的收入规模将在 26 年达到 100 亿的体量, 现在看来已经提前完成目标。在如此体量之下, 迪桑特未来的增速逐步放缓也应在预期之内, 我们预计迪桑特 26 年的收入增速约为 20-25%。可隆当前的收入体量仍在~50 亿级别, 如果以迪桑特的收入规模作为参考目标, 短期增速应该维持在较快的水准, 我们可隆 26 年收入增速将维持在~35%。狼爪品牌运营仍在整合阶段, 公司在业绩会中也再次强调对狼爪的预期是 27 年实现盈利。

**盈利预测与估值: 维持买入评级, 下调目标价 3%至 108.00 港元, 对应 20 倍 2026 年 P/E:** 我们下调 2025-2027 年营收 0.1%/1.7%/2.7%至 779.5/ 837.0/ 896.1 亿元; 维持 2025 年归母净利润预测(持平于 131.3 亿元), 下调 2026/27 年预测 3.1%/3.2%至 139.0/150.2 亿元。我们继续给予安踏体育 20 倍 2026 年 P/E, 下调目标价 3%至 108.00 港元, 较目前股价仍有 31%上升空间。风险提示: 安踏与 FILA 品牌变革效果不及预期; 行业竞争加剧; 宏观经济下行。

**财务数据摘要**

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	62,356	70,825	77,948	83,700	89,606
息税前利润 (RMBmn)	15,367	16,595	18,107	19,109	20,636
归母净利润 (RMBmn)	10,236	15,596	13,127	13,899	15,019
每股收益 (RMB)	3.61	5.58	4.69	4.97	5.37
市盈率 (x)	23.6	13.1	17.4	15.3	14.1

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: Wind, 华兴证券预测

**研究团队**
**姜雪峰, 分析师**

证书编号: S1680519070001

电话: +86 21 6015 6632

电邮地址: xfjiang@huaxingsec.com

图表 1: 盈利预测调整表

百万元	调整前			调整后			变动百分比		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	77,991	85,171	92,051	77,948	83,700	89,606	-0.1%	-1.7%	-2.7%
毛利率 (%)	61.9%	61.9%	61.9%	61.9%	61.8%	61.8%	0.0ppt	-0.1ppt	-0.1ppt
销售费用	28,164	30,757	33,241	28,148	30,477	32,448	-0.1%	-0.9%	-2.4%
销售费用率 (%)	36.1%	36.1%	36.1%	36.1%	36.4%	36.2%	0.0ppt	0.3ppt	0.1ppt
管理费用	4,623	5,048	5,456	4,620	4,961	5,311	-0.1%	-1.7%	-2.7%
管理费用率 (%)	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt
归母净利润	13,121	14,343	15,514	13,127	13,899	15,019	0.0%	-3.1%	-3.2%
归母净利率 (%)	16.8%	16.8%	16.9%	16.8%	16.6%	16.8%	0.0ppt	-0.2ppt	-0.1ppt
EPS (元)	4.67	5.11	5.53	4.69	4.97	5.37	0.4%	-2.7%	-2.8%

资料来源: 公司公告, 华兴证券

**附：财务报表**

年结: 12月

**利润表**

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
安踏品牌	33,522	34,523	34,938	35,636
FILA品牌	26,626	27,946	29,260	30,372
<b>营业收入</b>	<b>70,825</b>	<b>77,948</b>	<b>83,700</b>	<b>89,606</b>
营业成本	(26,794)	(29,722)	(31,999)	(34,257)
<b>毛利润</b>	<b>44,032</b>	<b>48,226</b>	<b>51,701</b>	<b>55,349</b>
管理及销售费用	(29,845)	(32,768)	(35,438)	(37,759)
其中: 研发支出	0	0	0	0
其中: 市场营销支出	(25,647)	(28,148)	(30,477)	(32,448)
其中: 管理支出	(4,198)	(4,620)	(4,961)	(5,311)
<b>息税前利润</b>	<b>16,595</b>	<b>18,107</b>	<b>19,109</b>	<b>20,636</b>
<b>息税折旧及摊销前利润</b>	<b>22,066</b>	<b>23,237</b>	<b>24,391</b>	<b>26,099</b>
利息收入	1,388	1,481	1,590	1,703
利息支出	0	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>21,884</b>	<b>19,846</b>	<b>21,013</b>	<b>22,706</b>
所得税	4,895	5,486	5,809	6,277
<b>净利润</b>	<b>15,596</b>	<b>13,127</b>	<b>13,899</b>	<b>15,019</b>
<b>基本每股收益 (RMB)</b>	<b>5.58</b>	<b>4.69</b>	<b>4.97</b>	<b>5.37</b>

**资产负债表**

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>52,482</b>	<b>56,081</b>	<b>64,299</b>	<b>73,571</b>
货币资金	11,390	11,667	17,282	23,852
应收账款	7,306	9,465	10,163	10,881
存货	10,760	10,744	11,389	12,003
其他流动资产	23,026	24,205	25,464	26,836
<b>非流动资产</b>	<b>60,133</b>	<b>63,449</b>	<b>67,055</b>	<b>70,679</b>
固定资产	4,687	5,761	7,234	8,789
无形资产	2,034	2,034	2,034	2,034
商誉	0	0	0	0
其他	37,278	39,019	40,760	42,501
<b>资产</b>	<b>112,615</b>	<b>119,530</b>	<b>131,354</b>	<b>144,250</b>
<b>流动负债</b>	<b>28,593</b>	<b>27,220</b>	<b>28,951</b>	<b>30,828</b>
短期借款	2,431	2,431	2,431	2,431
预收账款	0	0	0	0
应付账款	13,349	13,216	14,228	15,232
长期借款	12,233	12,233	12,233	12,233
非流动负债	17,283	17,283	17,283	17,283
<b>负债</b>	<b>45,876</b>	<b>44,503</b>	<b>46,234</b>	<b>48,111</b>
股份	271	271	271	271
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	61,458	68,513	77,301	86,908
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>61,729</b>	<b>68,784</b>	<b>77,572</b>	<b>87,179</b>
少数股东权益	5,010	6,243	7,549	8,960
<b>负债及所有者权益</b>	<b>112,615</b>	<b>119,530</b>	<b>131,355</b>	<b>144,250</b>

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

**现金流量表**

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>净利润</b>	<b>15,596</b>	<b>13,127</b>	<b>13,899</b>	<b>15,019</b>
折旧摊销	5,471	5,129	5,282	5,463
利息 (收入) / 支出	1,388	1,481	1,590	1,703
其他非现金科目	(2,103)	(5,144)	(5,071)	(4,966)
其他	(1,388)	(1,481)	(1,590)	(1,703)
营运资本变动	(2,223)	(3,743)	127	225
<b>经营活动产生的现金流量</b>	<b>16,741</b>	<b>9,370</b>	<b>14,236</b>	<b>15,740</b>
资本支出	2,391	2,650	2,842	3,040
收购及投资	(6,205)	0	0	0
处置固定资产及投资	785	581	331	331
其他	(7,053)	(952)	(999)	(1,049)
<b>投资活动产生的现金流量</b>	<b>(14,864)</b>	<b>(3,021)</b>	<b>(3,511)</b>	<b>(3,758)</b>
股利支出	(4,022)	(6,072)	(5,111)	(5,411)
债务筹集 (偿还)	143	0	0	0
发行 (回购) 股份	(1)	0	0	0
其他	(1,881)	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量</b>	<b>(5,761)</b>	<b>(6,072)</b>	<b>(5,111)</b>	<b>(5,411)</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>(3,838)</b>	<b>277</b>	<b>5,615</b>	<b>6,570</b>
<b>自由现金流</b>	<b>21,369</b>	<b>20,793</b>	<b>17,740</b>	<b>18,869</b>

**财务比率**

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>YoY (%)</b>				
营业收入	13.6	10.1	7.4	7.1
毛利润	12.8	9.5	7.2	7.1
息税折旧及摊销前利润	8.4	5.3	5.0	7.0
净利润	52.4	(15.8)	5.9	8.1
稀释每股调整收益	54.3	(15.8)	5.9	8.1
<b>盈利率 (%)</b>				
毛利率	62.2	61.9	61.8	61.8
息税折旧摊销前利润率	31.2	29.8	29.1	29.1
息税前利润率	23.4	23.2	22.8	23.0
净利率	22.0	16.8	16.6	16.8
净资产收益率	25.3	19.1	17.9	17.2
总资产收益率	13.8	11.0	10.6	10.4
<b>流动资产比率 (x)</b>				
流动比率	1.8	2.1	2.2	2.4
速动比率	1.5	1.7	1.8	2.0
<b>估值比率 (x)</b>				
市盈率	13.1	17.4	15.3	14.1
市净率	3.3	3.3	2.7	2.4
市销率	3.0	2.7	2.5	2.4

## 附录

### 【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

#### 一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

### 【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。