

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

优于大市

◆ 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	执证编码: S0980520040004
证券分析师:	刘佳琪	010-88005446	liujiaqi@guosen.com.cn	执证编码: S0980523070003

事项:

4月10日,公司公告2025第一季度零售表现,2025第一季度,安踏主品牌录得高单位数正增长,FILA录得高单位数正增长,其他品牌录得65-70%正增长;此外,公司公告收购世界领先户外服饰、鞋履及装备专业品牌德国狼爪(Jack Wolfskin),基础对价为现金2.9亿美元。在满足其他惯常交割条件后,本次收购预计将于2025年第二季末或第三季初完成。

国信纺服观点:

- 1、2025第一季度:较高基数上各品牌流水增长出色,集团整体流水增长双位数,库存水平健康、折扣稳定;
- 2、收购德国户外品牌狼爪(Jack Wolfskin),交易对价2.9亿美元,PS低于1;
- 3、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。
- 4、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年以来运动消费呈现较好的增长势头,安踏一季度流水增速好于市场预期,同时在并购方面再下一城,进一步加大高景气户外赛道布局。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。我们维持盈利预测,预计2025-2027年归母净利润分别为134.8/154.6/170.0亿元,可比口径的利润增长分别为13.0%/14.7%/10.0%。近期股价跟随港股回调但基本面出色,促内需+利好体育消费的政策驱动下有望进一步受益。我们维持113-118港元合理估值区间,对应2025PE 22-23X,维持“优于大市”评级。

评论:

◆ 2025第一季度:较高基数上各品牌流水增长出色,集团整体流水增长双位数,库存水平健康、折扣稳定

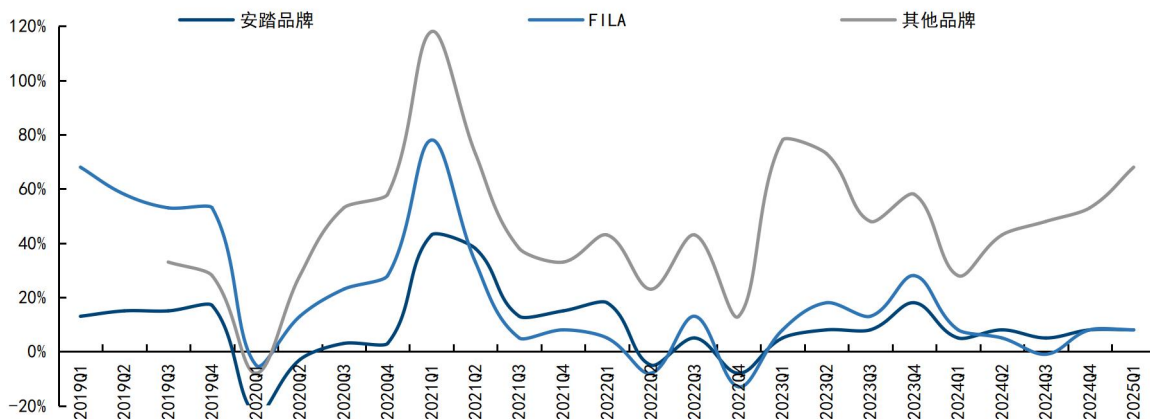
- 1、安踏2025第一季度流水增长高单位数,延续四季度趋势,库销比小于5,折扣稳定
 - 1) 分产品流水:安踏大货、儿童均有高单位数增长。
 - 2) 分渠道流水:线上增长低双位数,线下增长中单位数。
 - 3) 库销比:季末库销比小于5,环比有所改善,库存健康度高。
 - 4) 零售折扣:线下折扣72折,同环比保持稳定。
- 2、FILA第一季度流水增长高单位数,延续四季度趋势,库销比略高于5,折扣同比略有加深环比保持稳定
 - 1) 分产品流水:FILA大货增长中单位数,FILA儿童增长低双位数,FILA FUSION增长20%。
 - 2) 分渠道流水:线上增长中双位数,线下增长中单位数。

- 3) 库销比：季末库销比略高于 5，同环比小幅增长。
4) 零售折扣：线下 74 折、线上 6 折左右，均同比有 1-2 个点的加深，线下折扣环比维持稳定。

3、其他品牌第一季度流水增长 65%-70%，环比提速，尤其可隆增速较高

- 1) 分品牌流水：迪桑特增长接近 60%，可隆增长 90-95%，MAIA ACTIVE 增速超 30%。
2) 库销比：迪桑特库销比为 5-6，可隆库销比低于 4。

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

◆ 收购德国户外品牌狼爪 (Jack Wolfskin)，交易对价 2.9 亿美元，PS 低于 1

1、收购详情：安踏体育用品有限公司的附属公司于 2025 年 4 月 10 日与 Topgolf Callaway Brands Corp. 签订买卖协议，收购 Callaway Germany Holdco GmbH 100% 的股本权益，基础对价为现金 2.9 亿美元，预计 2025 年第二季末或第三季初完成。

2、目标公司信息：目标公司位于德国伊德斯斯坦因，经营全球领先的户外服饰、鞋履及装备品牌 Jack Wolfskin，产品涵盖徒步、自行车、滑雪及露营等场景，以德国工程、技术及设计闻名，拥有 Texapore 系列材料等先进技术。

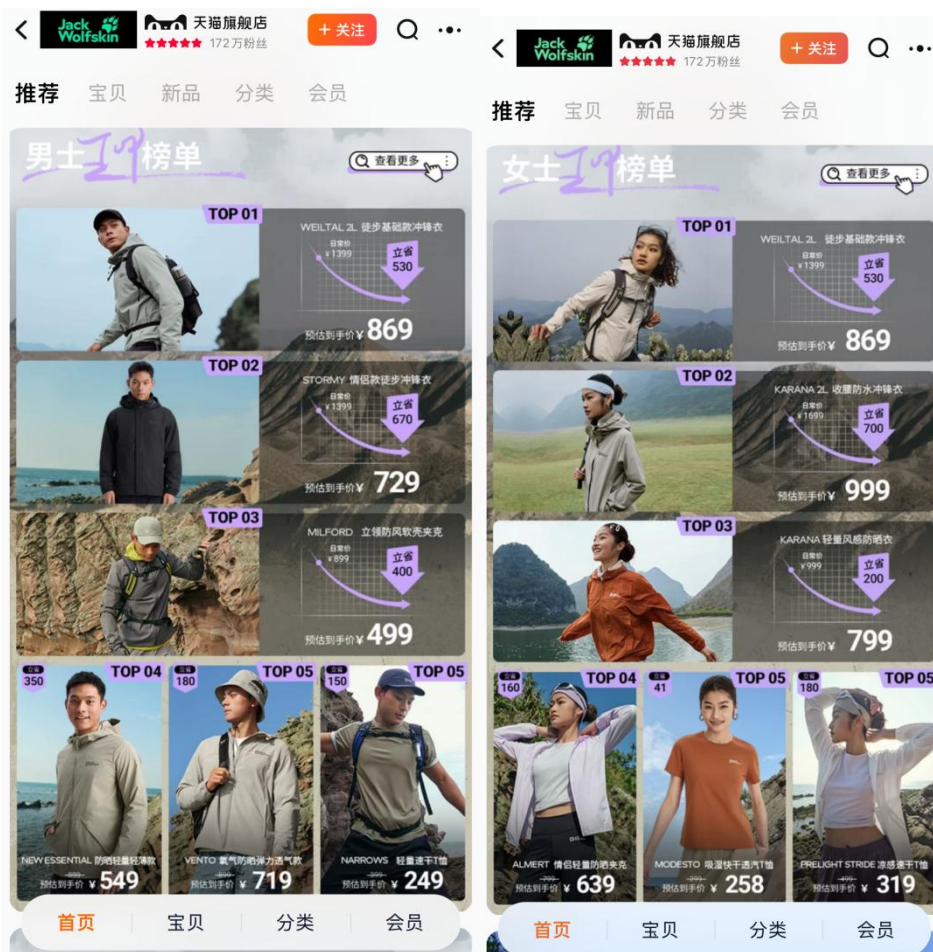
3、收购原因及裨益：收购符合安踏“单聚焦、多品牌、全球化”策略，强化户外运动板块，完善品牌矩阵，延伸产品线至大众市场，提升在户外运动领域的竞争力，并推动全球化战略。

4、品牌运营情况：24 财年收入 3 亿欧元，其中欧洲、中国分别占 72%、28%。

中国渠道包括直营正价店、奥莱店、线上电商、批发，直营店数 24 年底共有 41 家，其中 28 家正价店，13 家奥莱店；250-260 个批发零售网点。

狼爪定位中端户外，三合一夹克售价 1000-3000 元，硬壳夹克售价 750-3000 元。

图2：狼爪天猫旗舰店男士&女士产品热卖榜单



资料来源：狼爪天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

5、品牌指引：根据 Topgolf Callaway Brands 在安踏收购前官网发布的狼爪品牌指引，全年收入估计约为 3.25 亿欧元，调整后 EBITDA 为 1200 万欧元。考虑到 Jack Wolfskin 业务的典型季节性，这一全年预期包括：(a) 2025 年上半年约 1.15 亿欧元的收入和 1800 万欧元的调整后 EBITDA 损失；(b) 2025 年下半年约 2.1 亿欧元的收入和 3000 万欧元的调整后 EBITDA。

而安踏收购后，一方面并表时间存在不确定性，另一方面存在管理及运营思路的调整，以及收购业务重组等一次性费用发生，最终计入报表收入及利润与此前指引存在差异。

◆ **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 年以来运动消费呈现较好的增长势头，安踏一季度流水增速好于市场预期，同时在并购方面再下一城，进一步加大高景气户外赛道布局。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。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 134.8/154.6/170.0 亿元，可比口径的利润增长分别为 13.0%/14.7%/10.0%。近期股价跟随港股回调但基本面出色，促内需+利好体育消费的政策驱动下有望进一步受益。我们维持 113-118 港元合理估值区间，对应 2025PE 22-23X，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	79,334	88,750	96,214
(+/-%)	16.2%	13.6%	12.0%	11.9%	8.4%
净利润(百万元)	10236	15596	13480	15457	17000
(+/-%)	34.9%	52.4%	-13.6%	14.7%	10.0%
每股收益(元)	3.65	5.56	4.80	5.51	6.06
EBIT Margin	21.9%	20.0%	20.1%	20.4%	20.5%
净资产收益率(ROE)	19.9%	25.3%	19.7%	20.3%	20.1%
市盈率(PE)	21.1	13.8	16.0	13.9	12.7
EV/EBITDA	14.2	14.0	14.5	13.1	12.2
市净率(PB)	4.19	3.49	3.15	2.83	2.54

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	EPS			PE			g	PEG
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
2020.HK	安踏体育	优于大市	76.76	5.56	4.80	5.51	13.8	16.0	13.9	14.7%	1.09
可比公司											
2331.HK	李宁	优于大市	14.03	1.18	1.18	1.32	11.9	11.9	10.6	2.4%	4.99
1368.HK	特步国际	优于大市	4.65	0.45	0.51	0.54	10.3	9.1	8.6	13.4%	0.68
1361.HK	361度	优于大市	3.92	0.56	0.63	0.71	7.0	6.2	5.5	15.6%	0.40

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)-2024年核心利润增长16.5%，多品牌引领增长》——2025-03-20
- 《安踏体育(02020.HK)-第四季度流水增长提速，FILA增长表现好于预期》——2025-01-09
- 《安踏体育(02020.HK)-第三季度流水稳健增长，库存与折扣水平健康》——2024-10-11
- 《安踏体育(02020.HK)-上半年收入增长14%，发布回购计划提升股东回报》——2024-08-29
- 《安踏体育(02020.HK)-第二季度流水稳健增长，库存与折扣改善》——2024-07-09

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	20924	33207	45217	营业收入	62356	70826	79334	88750	96214
应收款项	5575	6723	6888	7705	8353	营业成本	23328	26794	29718	32851	35525
存货净额	7210	10760	10333	10550	11410	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1346	703	1186	1327	1439	销售费用	21673	25647	28973	32546	35256
流动资产合计	52140	52482	62236	75695	89325	管理费用	3693	4198	7062	7620	8063
固定资产	4965	6152	6444	6784	7173	财务费用	(991)	(1388)	(1589)	(1818)	(1971)
无形资产及其他	8771	9439	7079	4720	2360	投资收益	28	(718)	1020	1478	1809
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	4740	5022	5246
资产总计	92228	112615	120302	131741	143400	营业利润	15640	21884	20930	24051	26396
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	10484	11597	12541	利润总额	15640	21884	20930	24051	26396
其他流动负债	9736	11458	13744	15325	16589	所得税费用	4363	4895	5409	6133	6680
流动负债合计	20591	28593	28519	30999	32800	少数股东损益	1041	1393	2041	2461	2716
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	13480	15457	17000
其他长期负债	4679	5050	5050	5050	5050						
长期负债合计	15627	17283	17283	17283	17283	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	36218	45876	45802	48282	50083	净利润	10236	15596	13480	15457	17000
少数股东权益	4550	5010	6031	7261	8619	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	51460	61729	68469	76197	84697	折旧摊销	4987	5471	3068	3120	3180
负债和股东权益总计	92228	112615	120302	131741	143400	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(991)	(1388)	(1589)	(1818)	(1971)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	2750	(640)	3997	1518	590
每股收益	3.65	5.56	4.80	5.51	6.06	其它	1041	1393	1021	1231	1358
每股红利	2.33	1.18	2.40	2.75	3.03	经营活动现金流	19014	21820	21565	21326	22128
每股净资产	18.33	21.99	24.39	27.14	30.17	资本开支	(5178)	(6658)	(1000)	(1100)	(1210)
ROIC	28%	25%	25%	30%	35%	其它投资现金流	(24537)	(12558)	0	0	0
ROE	20%	25%	20%	20%	20%	投资活动现金流	(29655)	(24602)	(1000)	(1100)	(1210)
毛利率	63%	62%	63%	63%	63%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	22%	20%	20%	20%	21%	负债净变化	10456	1285	0	0	0
EBITDA Margin	30%	28%	24%	24%	24%	支付股利、利息	(5580)	(6655)	(6740)	(7729)	(8500)
收入增长	16%	14%	12%	12%	8%	其它融资现金流	(1260)	9684	(4292)	(215)	(408)
净利润增长率	35%	52%	-14%	15%	10%	融资活动现金流	8491	(1056)	(11031)	(7943)	(8908)
资产负债率	44%	45%	43%	42%	41%	现金净变动	(2150)	(3838)	9534	12283	12010
息率	2.4%	2.9%	2.9%	3.4%	3.7%	货币资金的期初余额	17378	15228	11390	20924	33207
P/E	21.1	13.8	16.0	13.9	12.7	货币资金的期末余额	15228	11390	20924	33207	45217
P/B	4.2	3.5	3.1	2.8	2.5	企业自由现金流	12430	8629	18642	18119	18648
EV/EBITDA	14.2	14.0	14.5	13.1	12.2	权益自由现金流	22340	20676	14371	18100	18621

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 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±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 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±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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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