安踏体育（02020.HK）

25Q1 线上折扣加深，收购狼爪完善户外品牌矩阵

25Q1 安踏主品牌流水高单位数增长，FILA 高单位数增长，其他品牌增长 65%-70%，公司线上折扣加深，库存相对良性；公司拟收购狼爪完善户外品牌矩阵，未来公司将持续拓展安踏主品牌新业态，加速 FILA 产品推新，预计 25-27 年公司净利润 134.3 亿元、155.1 亿元、171.5 亿元，同比增速为-14%、15%、11%，剔除 amer 带来一次性利得，净利润同比增速为 13%、15%、11%。当前市值对应 25PE16X、26PE14X，维持强烈推荐评级。

- **25Q1 流水：安踏主品牌高单位增长，FILA 高单位数增长，其他品牌 65%-70%增长。**

  1）安踏主品牌：25Q1 安踏大货流水增长高单位数，安踏儿童流水增长高单位数，安踏品牌整体线上有低双位数增长；目前不同业态的门店均有良好表现，其中超级安踏店效比大货门店高一倍。

  2）FILA：25Q1FILA 大货流水增长中单位数，FILA 儿童流水增长低双位数（FILA 儿童电商增长超过 20%），FILA fusion 流水增长高双位数。FILA 推出户外系列产品，目前销售良好。

  3）其他品牌：25Q1 迪桑特流水增长 60%，可隆流水增长 100%，MAIA 流水增长超过 30%。

- **折扣方面：**25Q1 安踏线下折扣 72 折（持平），线上折扣略加深；FILA 线下折扣 74 折（正价店折扣 86 折），线上折扣 6 折（较去年加深 1-2pct）。

- **库存方面：**截至 25 年 3 月底，安踏品牌库销比小于 5，冬季的产品基本消化完成；FILA 库销比 5 多一点；迪桑特 5-6，可隆不到 4。

- **收购狼爪完善户外品牌矩阵。**公司拟用 2.9 亿美金收购 Callaway GermanyHoldco GmbH 100%股权（旗下品牌 Jack Wolfskin），预计将于 25 年第二季度末或者第三季度初完成交割。具体情况：

- **1）Jack Wolfskin（下称狼爪）基本情况：**德国知名户外品牌，2019 年被 Topgolf 收购，近几年业绩承压。Jack Wolfskin 营收 3 亿欧元左右，欧洲和中国区分别占比 72%和 38%。目前品牌在欧洲的德语市场及中国销售（已经退出美国市场），在中国拥有近 100 家门店，其中直营店 41 家（其中奥莱 13 家），批发门店 50-60 家。

- **2）收购原因：**狼爪受到 30-40 岁成熟消费者喜爱，产品功能性好（拥有 Texapore 系列材料），定位中端户外，和迪桑特、可隆具备定位差异，可以

强烈推荐（维持）

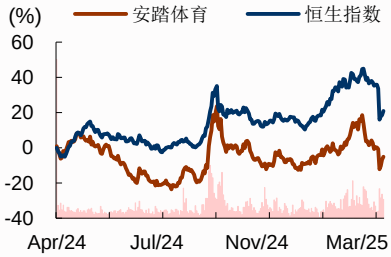
消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：81.55 港元

基础数据

总股本（百万股）	2807
香港股（百万股）	2807
总市值（十亿港元）	228.9
香港股市值（十亿港元）	228.9
每股净资产（港元）	22.0
ROE（TTM）	25.3
资产负债率	40.7%
主要股东	汇丰国际信托有限公司
主要股东持股比例	52.704%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-16	-17	-7
相对表现	1	-15	-27



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《安踏体育（02020）—24 年稳健增长，期待 25 年新产品和新业态》2025-03-21
2、《安踏体育（02020）—24Q4FILA 流水表现亮眼，持续拓展安踏门店新业态》2025-01-09
3、《安踏体育（02020）—24Q3FILA 流水承压，库存及折扣表现稳健》2024-10-11

刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
王梓旭 S1090524070009
wangzixu@cmschina.com.cn

较好的完善户外品牌矩阵；同时狼爪在欧洲具备较好的品牌影响力，有助于公司开拓欧洲市场。

- **3）未来发展目标：**公司首先实现平稳交割，保留核心资产和员工；其次提升欧洲运营效率，实现盈亏平衡；最后通过设计优化配合公司在国内较强的渠道运营力在中国区实现快速增长。目前 Topgolf 给出狼爪全年 3.25 亿欧元收入指引，其中下半年收入 2.1 亿欧元；全年调整后 EBITDA1200 万欧元，其中下半年 3000 万欧元，此数据可以作为参考，具体并表影响看收购时间及收购后整合进度。

- **盈利预测及投资建议：25Q1 公司线上保持较快增长，库存较为良性，但线上折扣加深。**同时公司收购 Jack Wolfskin 完善品牌矩阵；公司持续拓展安踏主品牌渠道新业态，加速 FILA 产品推新，不断完善户外品牌矩阵。预计 2025-2027 年公司实现营收 779.6 亿元、854.5 亿元、929.7 亿元，同比增速为 10%、10%、9%；净利润 134.3 亿元、155.1 亿元、171.5 亿元，同比增速为-14%、15%、11%，剔除 amer 带来一次性利得，净利润同比增速为 13%、15%、11%。当前市值对应 25PE16X、26PE14X，维持强烈推荐评级。

- **风险提示：终端消费需求不及预期风险、线上流量成本增加侵蚀利润风险、直营门店销售不及预期但运营费用较高导致利润承压风险。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	62661	70826	77958	85446	92968
同比增长	16%	13%	10%	10%	9%
营业利润(百万元)	13967	14187	16862	18976	20843
同比增长	50%	2%	19%	13%	10%
归母净利润(百万元)	10236	15596	13430	15510	17151
同比增长	35%	52%	-14%	15%	11%
每股收益(元)	3.61	5.52	4.78	5.53	6.11
PE	21.3	13.9	16.1	13.9	12.6
PB	4.2	3.5	3.0	2.6	2.2

资料来源：公司数据、招商证券（上表为人民币口径）

表 1：安踏体育分品牌季度流水增速

时间	安踏主品牌	FILA	其他品牌
2020Q1	20%-25%下滑	中单位数下滑	高单位数下滑
2020Q2	低单位数下滑	10%-20%增长	25%-30%增长
2020Q3	低单位数增长	20%-25%增长	50%-55%增长
2020Q4	低单位数增长	25%-30%增长	55%-60%增长
2021Q1	40%-45%增长	75%-80%增长	115%-120%增长
2021Q2	35%-40%增长	30%-35%增长	70%-75%增长
2021Q3	10%-20%低段增长	中单位数增长	35%-40%增长
2021Q4	10%-20%中段增长	高单位数增长	30%-35%增长
2022Q1	10%-20%高段增长	中单位增长	40%-45%增长
2022Q2	中单位数下滑	高单位数下滑	20%-25%增长
2022Q3	中单位增长	10-20%低段增长	40%-45%增长

时间	安踏主品牌	FILA	其他品牌
2022Q4	高单位数下滑	10-20%低段下滑	10-20%低段增长
2023Q1	中单位数增长	高单位数增长	75%-80%增长
2023Q2	高单位数增长	10%-20%高段增长	70%-75%增长
2023Q3	高单位数增长	10-20%低段增长	45%-50%增长
2023Q4	10%-20%高段增长	25%-30%增长	55%-60%增长
2024Q1	中单位数增长	高单位数增长	25%-30%增长
2024Q2	高单位数增长	中单位数增长	40%-45%增长
2024Q3	中单位数增长	低单位数下滑	45%-50%增长
2024Q4	高单位数增长	高单位数增长	50%-55%增长
2025Q1	高单位数增长	高单位数增长	65%-70%增长

资料来源：公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	52140	52482	59335	75467	91452
现金及现金等价物	15228	11390	16556	30874	45030
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	22781	22906	22906	22906	22906
应收账款及票据	3732	4463	4912	5384	5858
其它应收款	1843	2260	2488	2727	2967
存货	7210	10760	11699	12728	13769
其他流动资产	1346	703	774	848	923
非流动资产	40088	60133	60409	59376	59360
长期投资	23015	39375	41706	41706	41706
固定资产	4965	6152	4097	3064	3048
无形资产	10177	11878	11878	11878	11878
其他	1931	2728	2728	2728	2728
资产总计	**92228**	**112615**	**119743**	**134843**	**150812**
流动负债	20591	28593	24388	25897	27426
应付账款	3195	4332	4710	5124	5543
应交税金	3664	4220	4220	4220	4220
短期借款	3996	8583	3000	3000	3000
其他	9736	11458	12458	13553	14662
长期负债	15627	17283	17283	17283	17283
长期借款	10948	12233	12233	12233	12233
其他	4679	5050	5050	5050	5050
负债合计	**36218**	**45876**	**41671**	**43180**	**44709**
股本	272	271	271	271	271
储备	51188	61458	71569	83756	96648
少数股东权益	4550	5010	6232	7636	9185
归属于母公司所有者权益	51460	61729	71840	84027	96919
负债及权益合计	**92228**	**112615**	**119743**	**134843**	**150812**

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	19634	16741	20361	19866	20224
净利润	10236	15596	13430	15510	17151
折旧与摊销	4987	5471	6055	4032	3016
营运资本变动	1659	(2223)	(309)	(304)	(302)
其他非现金调整	2752	(2103)	1184	628	359
投资活动现金流	(25793)	(14864)	(5211)	(1310)	(896)
资本性支出	(1321)	(3460)	(4000)	(3000)	(3000)
出售固定资产所得现金	0	0	0	0	0
投资增减	64611	65644	2331	0	0
其它	(487)	(216)	1120	1690	2104
筹资活动现金流	3471	(5761)	(9984)	(4237)	(5173)
债务增减	(2809)	(8295)	(5583)	0	0
股本增减	10497	(844)	0	0	0
股利支付	4022	6072	3319	3323	4259
其它筹资	(195)	9450	(1081)	(914)	(914)
其它调整	(8044)	(12144)	(6638)	(6646)	(8518)
现金净增加额	(2150)	(3838)	5166	14319	14155

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	62661	70826	77958	85446	92968
主营收入	62356	70826	77958	85446	92968
营业成本	23328	26794	29132	31693	34287
毛利	39028	44032	48825	53752	58681
营业支出	25366	29845	31963	34776	37838
营业利润	13967	14187	16862	18976	20843
利息支出	521	626	1081	914	914
利息收入	1470	1846	112	190	304
权益性投资损益	(718)	198	1008	1500	1800
其他非经营性损益	75	4005	0	0	0
非经常项目损益	1367	2274	2300	2300	2300
除税前利润	15640	21884	19201	22052	24333
所得税	4363	4895	4548	5138	5633
少数股东损益	1041	1393	1222	1404	1549
归属普通股东净利润	10236	15596	13430	15510	17151
EPS(元)	3.61	5.52	4.78	5.53	6.11

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	16%	13%	10%	10%	9%
营业利润	50%	2%	19%	13%	10%
净利润	35%	52%	-14%	15%	11%
获利能力					
毛利率	62.3%	62.2%	62.6%	62.9%	63.1%
净利率	16.3%	22.0%	17.2%	18.2%	18.4%
ROE	19.9%	25.3%	18.7%	18.5%	17.7%
ROIC	15.3%	17.9%	14.5%	14.5%	14.2%
偿债能力					
资产负债率	39.3%	40.7%	34.8%	32.0%	29.6%
净负债比率	16.2%	18.5%	12.7%	11.3%	10.1%
流动比率	2.5	1.8	2.4	2.9	3.3
速动比率	2.2	1.5	2.0	2.4	2.8
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6
存货周转率	3.0	3.0	2.6	2.6	2.6
应收帐款周转率	11.8	11.5	11.0	11.0	11.0
应付帐款周转率	7.8	7.1	6.4	6.4	6.4
每股资料(元)					
每股收益	3.61	5.52	4.78	5.53	6.11
每股经营现金	6.93	5.93	7.25	7.08	7.20
每股净资产	18.16	21.86	25.59	29.93	34.53
每股股利	1.75	2.15	2.15	2.49	2.75
估值比率					
PE	21.3	13.9	16.1	13.9	12.6
PB	4.2	3.5	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	12.3	9.5	10.1	9.9	9.4

资料来源：公司数据、招商证券（上表为人民币口径）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，**仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。**本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。