



安踏体育 (02020.HK)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q1 流水超预期，收购彰显全球化决心

业绩简评

公司于4月10日公布2025年一季度运营报告。主品牌安踏零售额同比录得高单位数增长，FILA零售额同比录得高单位数增长，其他品牌同比录得65%-70%的正增长，FILA和其他品牌增速高于我们此前对全年的预期，同时公司宣布将以2.9亿美元收购欧洲户外品牌JACK WOLFSKIN(以下简称狼爪)，是公司全球化战略的重要举措，我们看好公司未来多品牌矩阵持续发力，维持买入评级。

经营分析

主品牌流水稳健，FILA超预期。2025Q1安踏主品牌流水增长高单位数，其中安踏大货和儿童线上增长稳健，符合公司预期。超级安踏、安踏冠军等新业态稳步推进。公司25Q1折扣同比基本持平。FILA零售流水增长高单位数超预期，其中FILA大货增长主要依靠GOLF等专业运动领域驱动；FILA儿童和潮牌保持稳健增长，回暖趋势显著。FILA库销比保持健康，25Q1综合折扣略有加深。

新品牌延续高增。其他品牌零售流水同比录得65%-70%的正增长，迪桑特、可隆、MAIA等品牌具有差异化定位，均展现出良好的成长势头。我们认为公司新品牌仍处于快速成长期。

收购欧洲户外品牌狼爪，推进全球化战略。我们认为此次收购看点有3个。1)狼爪FY24营收超3亿欧元，体量相对适中，体现了公司并购时优先寻求潜力而非成熟标的的思路，狼爪有望复制公司旗下其他品牌成功路径。2)狼爪FY24中国区收入占比相对小，未来公司将赋能中国区产品，提升狼爪品牌力。3)狼爪定位中端户外，产品均价较可隆更低，与公司其他品牌形成差异化，有助于公司更好的覆盖终端消费群体。

主品牌稳健叠加新品牌矩阵快速发展，持续看好公司发展。主品牌方面安踏侧重店效提升，通过推出PG7等爆款新品以及改善门店形象等方式促进销售，同时超级安踏/冠军店定位清晰具备差异化优势，预计25年有望贡献更多收入规模。FILA仍处于品牌转型调整期，预计品牌经营持续向好。其他品牌矩阵包括迪桑特、可隆、MAIA等矩阵逐渐丰富，增长动能较强，新品牌狼爪有望参照集团其他品牌的发展路径快速增长，我们持续看好公司发展前景。

盈利预测、估值与评级

公司展现了良好的经营韧性，体现出较为优秀的运营水平，我们预计2025年公司多品牌矩阵将继续发力。我们预计2025-2027年EPS为4.80/5.35/5.93元；PE分别为15/14/12倍，维持买入评级。

风险提示

消费复苏不及预期、超级安踏等店效爬坡不及预期。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (港币)：81.550 元

相关报告：

- 《安踏体育公司点评：24年营收超预期，多店型策略持续发力》，2025.3.20
- 《安踏体育：FILA增长超预期，25年双位数指引》，2025.1.9



公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	62,356	70,826	78,673	86,985	95,786
营业收入增长率	16.23%	13.58%	11.08%	10.56%	10.12%
归母净利润(百万元)	10,236	15,596	13,485	15,009	16,656
归母净利润增长率	34.86%	52.36%	-13.53%	11.30%	10.97%
摊薄每股收益(元)	3.65	5.56	4.80	5.35	5.93
每股经营性现金流净额	6.93	5.93	4.64	5.23	5.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.89%	25.27%	17.92%	16.62%	15.56%
P/E	18.84	12.71	15.40	13.83	12.47
P/B	3.78	3.23	2.76	2.30	1.94

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	53,651	62,356	70,826	78,673	86,985	95,786
增长率	8.8%	16.2%	13.6%	11.1%	10.6%	10.1%
主营业务成本	21,333	23,328	26,794	29,696	32,549	35,646
%销售收入	39.8%	37.4%	37.8%	37.7%	37.4%	37.2%
毛利	32,318	39,028	44,032	48,977	54,436	60,140
%销售收入	60.2%	62.6%	62.2%	62.3%	62.6%	62.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	19,629	21,673	25,647	26,749	29,575	32,567
%销售收入	36.6%	34.8%	36.2%	34.0%	34.0%	34.0%
管理费用	3,587	3,693	4,198	4,327	4,784	5,268
%销售收入	6.7%	5.9%	5.9%	5.5%	5.5%	5.5%
研发费用	1,279	1,614	0	2,167	2,534	3,150
%销售收入	2.4%	2.6%	0.0%	2.8%	2.9%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	11,257	14,691	20,664	19,157	21,087	23,152
%销售收入	21.0%	23.6%	29.2%	24.4%	24.2%	24.2%
财务费用	-98	-949	-1,220	479	298	82
%销售收入	-0.2%	-1.5%	-1.7%	0.6%	0.3%	0.1%
投资收益	28	-718	198	1,070	1,183	1,628
%税前利润	0.2%	-4.6%	0.9%	5.7%	5.7%	7.1%
营业利润	9,298	13,967	14,187	15,735	17,543	19,154
%营业收入	17.3%	22.4%	20.0%	20.0%	20.2%	20.0%
营业外收支						
税前利润	11,355	15,640	21,884	18,678	20,789	23,070
利润率	21.2%	25.1%	30.9%	23.7%	23.9%	24.1%
所得税	3,110	4,363	4,895	4,178	4,650	5,160
所得税率	27.4%	27.9%	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%
净利润	8,245	11,277	16,989	14,500	16,139	17,910
少数股东损益	655	1,041	1,393	1,015	1,130	1,254
归属于母公司的净利润	7,590	10,236	15,596	13,485	15,009	16,656
净利率	14.1%	16.4%	22.0%	17.1%	17.3%	17.4%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	7,590	10,236	15,596	13,485	15,009	16,656
少数股东损益	655	1,041	1,393	1,015	1,130	1,254
非现金支出	1,691	2,752	-2,103	-1,701	-1,616	-1,854
非经营收益						
营运资金变动	-1,598	1,659	-2,223	218	284	282
经营活动现金净流	12,147	19,634	16,741	13,031	14,676	16,004
资本开支	-1,736	-1,321	-3,460	-1,240	-1,150	-1,100
投资	-3,043	-23,985	-11,188	-5,511	-5,511	-5,511
其他	5	-487	-216	3,423	3,544	3,998
投资活动现金净流	-4,774	-25,793	-14,864	-3,328	-3,117	-2,613
股权募资	0	10,497	-844	0	0	0
债权募资	-4,041	-2,809	-8,295	4,587	4,587	4,587
其他	-3,800	-4,217	3,378	-707	-799	-890
筹资活动现金净流	-7,841	3,471	-5,761	3,880	3,788	3,697
现金净流量	-214	-2,150	-3,838	13,629	15,393	17,134

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	17,378	15,228	11,390	25,019	40,412	57,546
应收款项	5,089	5,575	6,723	7,468	8,257	9,092
存货	8,490	7,210	10,760	11,925	13,071	14,315
其他流动资产	11,639	24,127	23,609	23,812	24,019	24,232
流动资产	42,596	52,140	52,482	68,224	85,760	105,185
%总资产	61.6%	56.5%	46.6%	50.9%	54.6%	57.8%
长期投资	9,343	9,283	14,669	20,055	25,441	30,827
固定资产	4,774	4,965	6,152	6,086	5,954	5,820
%总资产	6.9%	5.4%	5.5%	4.5%	3.8%	3.2%
无形资产	8,114	8,771	9,439	9,716	10,000	10,314
非流动资产	26,599	40,088	60,133	65,730	71,268	76,834
%总资产	38.4%	43.5%	53.4%	49.1%	45.4%	42.2%
资产总计	69,195	92,228	112,615	133,955	157,028	182,019
短期借款	12,198	3,996	8,583	13,170	17,757	22,344
应付款项	2,750	3,195	4,332	4,801	5,262	5,763
其他流动负债	11,259	13,400	15,678	17,415	19,255	21,203
流动负债	26,207	20,591	28,593	35,386	42,274	49,310
长期贷款	492	10,948	12,233	12,233	12,233	12,233
其他长期负债	4,657	4,679	5,050	5,050	5,050	5,050
负债	31,356	36,218	45,876	52,669	59,557	66,593
普通股股东权益	34,400	51,460	61,729	75,260	90,316	107,018
其中：股本	262	272	271	271	271	271
未分配利润	34,132	50,653	59,716	73,247	88,303	105,005
少数股东权益	3,439	4,550	5,010	6,025	7,155	8,408
负债股东权益合计	69,195	92,228	112,615	133,955	157,028	182,019

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.82	3.69	5.55	4.80	5.35	5.93
每股净资产	12.68	18.17	21.86	26.81	32.17	38.12
每股经营现金净流	4.48	6.93	5.93	4.64	5.23	5.70
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	22.06%	19.89%	25.27%	17.92%	16.62%	15.56%
总资产收益率	10.97%	11.10%	13.85%	10.07%	9.56%	9.15%
投入资本收益率	16.18%	14.93%	18.32%	13.94%	12.84%	11.98%
增长率						
主营业务收入增长率	8.76%	16.23%	13.58%	11.08%	10.56%	10.12%
EBIT增长率	-0.30%	30.51%	40.66%	-7.29%	10.08%	9.79%
净利润增长率	-1.68%	34.86%	52.36%	-13.53%	11.30%	10.97%
总资产增长率	10.42%	33.29%	22.11%	18.95%	17.22%	15.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.0	19.4	20.8	21.6	21.6	21.6
存货周转天数	136.1	121.1	120.7	137.5	138.2	138.3
应付账款周转天数	49.7	45.9	50.6	55.4	55.7	55.7
固定资产周转天数	28.7	28.1	28.3	28.0	24.9	22.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.08%	7.85%	21.69%	6.68%	-5.51%	-15.52%
EBIT利息保障倍数	22.0	28.2	33.0	27.1	26.4	26.0
资产负债率	45.32%	39.27%	40.74%	39.32%	37.93%	36.59%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	36	39	49	94
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.03	1.03	1.02	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究