

2025年4月11日 Q1 营运出色，收购狼爪丰富品牌矩阵及助力全球化布局

民银国际研究团队

分析师：何丽敏

电话：37288036

Email: liminhe@cmbcint.com

评级

买入

安踏体育 (2020.HK)

目标价 (港元)	112.00
潜在升幅/降幅	+31.8%
目前股价 (港元)	83.85
52 周内股价区间 (港元)	65.55-107.50
总市值 (亿港元)	2,353.85
近 3 月日均成交额 (亿港元)	11.4

注：截至 2025 年 4 月 11 日收盘价

股价表现



资料来源：iFind

25Q1 营运出色，FILA 超预期，户外及 MAIA 高速增长：

(1) 安踏持续优于大盘，FILA 延续四季度趋势且超市场预期，体现出 FILA 品牌新 CEO 江总对儿童和潮牌业务的有效调整。户外和女子运动强劲增长。线上好于线下，集团电商同比+20%。分品牌看，安踏、FILA 同比+高单；其中 FILA 儿童/潮牌同比分别+低双/+中双，趋势加速；其他品牌，迪桑特/可隆/MAIA 同比+60%/+100%/+30%。

(2) 25Q1 营运健康度充足，各品牌高质量增长，体现在健康的库销比及折扣健康。截至 25Q1 期末，安踏库销比 5 以内，FILA 略高于 5，迪桑特为 5~6 倍而 Kolon<4。折扣方面，25Q1 安踏牌线下同比持平至 72 折，线上略加深；FILA 品牌同比略加深 1 个百分点但可控。

(3) 全年指引维持。据业绩会，安踏牌和 FILA 分别维持同比增长高单位数、中单位数的全年流水目标不变。

全资收购狼爪以丰富品牌矩阵及全球化布局，狼爪中国空间可期：

集团公告以自有资金 2.9 亿美元 (<1 倍 PS) 全资收购德国户外品牌狼爪 Jack Wolfskin，预计将于 25Q2 末或 25Q3 完成。参考狼爪卖方 Topgolf 公告(仅供参考)，狼爪全年收入展望 3.25 亿欧元，其中 1H25/2H25 经调整 EBITDA 分别为亏损 1800 万欧元/盈利 3000 万欧元。考虑收购将在 25Q2 末或 25Q3 完成，狼爪从 25H2 起并表，预计 25 年并不会拖累报表利润。狼爪定位中端性能户外品牌，与集团内高端户外可隆(轻户外偏时尚)、迪桑特(滑雪)形成差异化定位，据通联数据，狼爪/North Face/哥伦比亚线上客单价类似，24 年线上单价分别在 900+/800+/1100+。参考竞品规模，我们认为未来 3-5 年狼爪中国有望复刻集团成功经验，达 30-50 亿规模。狼爪在德国户外份额达 12%，其在欧洲市场的地位和渠道基础助力集团欧洲版图拓展。

维持买入评级，给予目标价 112.00 港元：

维持盈利预测，预计公司 2025E-2027E 营收分别为 784.2/863.7/947.6 亿元，同比分别+10.7%/10.1%/9.7%，归母净利润为 134.8/150.6/168.6 亿元，同比-13.5%/+11.7%/+12.0%。现价对应 25E PE 为 16 倍。

表 1：盈利预测和财务指标

百万元人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,356	70,826	78,421	86,368	94,757
收入同比增速 (%)	16.2%	13.6%	10.7%	10.1%	9.7%
股东应占净利润	10,236	15,596	13,484	15,061	16,862
归母净利润同比增速 (%)	34.9%	52.4%	-13.5%	11.7%	12.0%
归母净利润率	16.4%	22.0%	17.2%	17.4%	17.8%
PE@83.85HKD	20.9	13.9	16.1	14.4	12.8

注：剔除 Amer 上市及配售事项一次性利得后，2024 年归母净利润为 119.27 亿
 资料来源：公司公告、iFind、民银国际预测

财务报表分析与预测 – 安踏体育 (2020.HK)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	52,140	52,482	61,298	70,672	81,210
现金	15,228	11,390	20,298	28,159	37,033
定期存款	21,448	19,037	19,037	19,037	19,037
应收账款	3,732	4,463	4,909	5,400	5,940
存货	7,210	10,760	10,222	11,244	12,369
其他	4,522	6,832	6,832	6,832	6,832
非流动资产	40,088	60,133	61,199	62,879	64,741
物业、厂房及设备	4,143	4,687	5,156	5,671	6,238
有使用权资产	8,085	9,826	10,809	11,889	13,078
于合营公司的投资	9,283	14,669	14,669	14,669	14,669
无形资产	2,089	2,034	1,932	1,836	1,744
其他	16,488	28,917	28,633	28,814	29,012
资产总计	92,228	112,615	122,497	133,552	145,952
流动负债	20,591	28,593	29,595	30,664	31,807
短期借款	3,996	8,583	9,012	9,463	9,936
应付账款	3,195	4,332	4,566	4,812	5,072
租赁	2,701	3,179	3,179	3,179	3,179
应交税费	2,825	3,386	3,725	4,097	4,507
其他	7,874	9,113	9,113	9,113	9,113
非流动负债	15,627	17,283	18,201	19,292	20,592
长期借款	10,948	12,233	12,233	12,233	12,233
递延税项负债	855	925	1,018	1,119	1,231
其他	3,824	4,125	4,950	5,940	7,128
负债合计	36,218	45,876	47,795	49,957	52,399
股本	272	271	271	271	271
储备	51,188	61,458	68,200	75,731	84,162
少数股东权益	4,550	5,010	6,230	7,594	9,120
归母所有者权益	51,460	61,729	68,471	76,002	84,433
负债及权益合计	92,228	112,615	122,497	133,552	145,952

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
除税前净利润	15,640	21,884	20,282	22,654	25,363
折旧摊销	4,862	5,328	2,903	3,193	3,512
财务费用	-949	-1,220	-1,255	-1,339	-1,469
营运资金变动	1,659	-2,223	1,040	-973	-1,081
已付所得税	-3,584	-4,532	-5,578	-6,230	-6,975
其它	2,006	-2,496	102	97	92
经营活动现金流	19,634	16,741	17,495	17,402	19,443
投资活动现金流	-25,793	-14,864	-3,099	-3,451	-3,799
筹资活动现金流	3,471	-5,761	-5,488	-6,090	-6,770
现金净增加额	-2,688	-3,884	8,908	7,861	8,873
现金期初金额	17,378	15,228	11,390	20,298	28,159
现金期末金额	15,228	11,390	20,298	28,159	37,033

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,356	70,826	78,421	86,368	94,757
营业成本	-23,328	-26,794	-29,810	-32,538	-35,456
毛利	39,028	44,032	48,612	53,830	59,301
销售费用	-21,673	-25,647	-28,232	-31,093	-34,113
管理费用	-3,693	-4,198	-4,648	-5,009	-5,496
其他收支净额	1,705	2,408	2,288	2,192	2,465
营业利润	15,367	16,595	18,020	19,920	22,158
财务费用净额	991	1,388	1,255	1,339	1,469
Amer上市及配售所致利:	0	3,669	0	0	0
分占合营公司损益	-718	198	1,008	1,395	1,737
除税前溢利	15,640	21,884	20,282	22,654	25,363
所得税	-4,363	-4,895	-5,578	-6,230	-6,975
净利润	11,277	16,989	14,705	16,424	18,388
少数股东损益	1,041	1,393	1,220	1,363	1,526
归属于母公司净利润	10,236	15,596	13,484	15,061	16,862
EPS (元)	3.69	5.55	4.80	5.36	6.00

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性					
营业收入yoy	16.2%	13.6%	10.7%	10.1%	9.7%
营业利润yoy	36.8%	8.0%	8.6%	10.5%	11.2%
归母净利润yoy	34.9%	52.4%	-13.5%	11.7%	12.0%
盈利能力					
毛利率	62.6%	62.2%	62.0%	62.3%	62.6%
净利率	18.1%	24.0%	18.8%	19.0%	19.4%
归母净利率	16.4%	22.0%	17.2%	17.4%	17.8%
ROE	19.9%	25.3%	19.7%	19.8%	20.0%

资产负债率	39.3%	40.7%	39.0%	37.4%	35.9%
负债权益比	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
流动比率	2.5	1.8	2.1	2.3	2.6
速动比率	2.2	1.5	1.7	1.9	2.2

存货周转天数	121	121	127	119	120
应收账款周转天数	19	21	22	21	22

每股收益	3.69	5.55	4.80	5.36	6.00
每股净资产	20.19	23.76	26.60	29.77	33.31

PE@83.85HKD	20.9	13.9	16.1	14.4	12.8
PB	3.8	3.2	2.9	2.6	2.3

资料来源: Wind、E=民银国际预测

附录表 1: 安踏品牌季度零售额变动

流水同比	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
安踏牌	+高单	+高双	+中单	+高单	+中单	+高单	+高单
大货	+高单	+高双	/	+高单	+中单	+高单	+高单
KIDS	+中单	+20-25%	/	+中单	+中单	+低双	+高单
电商	慢于线下	+中单	+20-25%	+20-25%	+20%以上	+高双	+低双
FILA	+低双	+25-30%	+高单	+中单	-低单	+高单	+高单
大货	+高单	+30-35%*	/	+高单	持平	+高单	+中单
KIDS	+高单	+25-30%*	/	稍低于大货	负增	+中单	+低双
FUSION	+高单	+低双*	/	稍低于大货		+高双	+中双
电商	+中双	+中双	+25-30%	+20%		+双位数	+20%以上
其他	+45~50%	+55~60%	+25~30%	+40~45%	+45~50%	+50~55%	+65~70%
迪桑特	+40-45%	+50-55%	+20-25%	+35-40%	+35-40%	+60~65%	+60%
Kolon	+65-70%	+65-70%	50%+	+60%	+近 70%	+近 50%	+近 100%
MAIA							+30%
2025 全年 流水指引	维持 3 月业绩会指引： 安踏目标同比增高单位数，FILA 目标增中单位数，其他品牌目标增 30%以上						

资料来源：公司公告、业绩会、民银国际整理

风险提示：

终端消费环境波动，终端销售不及预期；

线下客流承压；

体育鞋服行业竞争加剧；

经销商库存与应收风险等。

行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

分析师声明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

民银证券有限公司

CMBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1, 4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何投资银行或庄家活动相关的业务关系。