

2025 年 4 月 11 日
安踏体育(2020.HK)

全资收购狼爪，多品牌矩阵持续扩张

事件：近日，安踏体育公布 2025Q1 流水表现，其中安踏主品牌录得高单位数正增长，FILA 录得高单位数增长，其他品牌录得 65-70% 增长；此外，公司公告拟收购德国户外服饰、鞋履及装备专业品牌狼爪（Jack Wolfskin），基础对价为现金 2.9 亿美元。综合考虑，我们预测 2025-2027 年 EPS 为 4.78/5.35/5.97 元，给予 2025 年 25 倍 PE，目标价 128 港元，维持“买入”评级。

报告摘要

安踏主品牌：25Q1 流水同比增长高单位数，其中大货/儿童/线上分别录得高单位数/高单位数/低双位数增长，库销比小于 5，线下零售折扣 72 折。

FILA：25Q1 延续增长势头，流水录得高单位数增长，其中大货/儿童/Fusion 分别录得中单位数/低双位数/中双位数增长，库销比略大于 5，线下零售折扣 74 折。

其他品牌：25Q1 流水同比增长 65-70%，继续维持高增长态势。其中，迪桑特同比增长 60%，可隆增长近一倍。随着户外运动的兴起，相关产品的需求也持续火热，带动品牌增长。

拟收购狼爪，多品牌持续布局。公司发布公告，拟全资收购德国户外服饰、鞋履及装备专业品牌狼爪（Jack Wolfskin），基础对价为现金 2.9 亿美金，预计交易将于 2025 年第二季度末或第三季度初完成。Jack Wolfskin 品牌定位大众户外，覆盖徒步、自行车、滑雪、露营等场景，市场聚焦于欧洲和中国。收购完成后，品牌有望借助安踏集团的供应链及渠道能力，打开中国户外消费市场。公司持续布局户外赛道，通过收购不同品牌来扩大子行业覆盖。

料美国加关税的负面影响不大，刺激内需优先受益。公司的收入基本都来自国内，海外流水占比低，美国加关税对销售的直接冲击不大。但如关税事件持续演变，或将刺激内需增长，公司是国内运动品牌龙头，内需的拉动也将对公司业务有正面影响。

投资建议：公司作为中国体育用品行业的龙头企业，将优先享受行业发展带来的红利。综合考虑，我们预测 2025-2027 年 EPS 为 4.78/5.35/5.97 元，给予 2025 年 25 倍 PE，目标价 128 港元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观下行，零售环境恶化；行业竞争加剧；新品牌发展不及预期。

财务及估值摘要

(年结 31/12; 人民币百万)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,356	70,826	78,363	86,271	94,608
增长率	16.2%	13.6%	10.6%	10.1%	9.7%
归母净利润	10,236	15,596	13,425	15,037	16,776
增长率	36.8%	50.7%	-13.9%	12.0%	11.4%
毛利率	62.6%	62.2%	62.0%	62.3%	62.6%
归母净利率	16.4%	22.0%	17.1%	17.4%	17.7%
每股收益 (元)	3.69	5.55	4.78	5.35	5.97
每股净资产 (元)	19.77	23.64	26.49	29.69	33.25
市盈率	20.77	13.81	16.04	14.32	12.83
市净率	3.88	3.24	2.89	2.58	2.31
股息收益率 (%)	2.39	3.08	2.48	2.78	3.10

数据来源：公司资料，国证国际预测

公司动态分析

证券研究报告

运动鞋服

投资评级：买入

维持评级

6 个月目标价 128 港元

股价 2025-4-10 81.55 港元

总市值(百万港元)	228,928
流通市值(百万港元)	107,140
总股本(百万股)	2,807
流通股本(百万股)	1,314
12 个月低/高(港元)	73.6/103.8
平均成交(百万港元)	1,139.8

股东结构

安踏国际	42.79%
The DSZ Family Trust	9.85%
先锋领航	1.83%
贝莱德	1.76%
摩根大通	1.74%
其他	42.03%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.14	-3.74	-27.62
绝对收益	-15.18	3.75	-4.72

数据来源：Wind、港交所、公司

杨怡然 CFA

消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

利润表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,356	70,826	78,363	86,271	94,608
销售成本	-23,328	-26,794	-29,772	-32,516	-35,337
毛利	39,028	44,032	48,591	53,756	59,271
销售费用	-21,673	-25,647	-27,427	-30,195	-33,113
管理费用	-3,693	-4,198	-4,780	-5,263	-5,771
经营溢利	15,367	16,595	18,960	21,094	23,430
财务开支	991	1,388	208	383	502
分占合营公司亏损	-718	198	228	262	301
税前利润	15,640	21,884	19,498	21,840	24,332
所得税	-4,363	-4,895	-4,875	-5,460	-6,083
期内净利润	11,277	16,989	14,624	16,380	18,249
扣非归母净利润	10,236	15,596	13,425	15,037	16,776
少数股东应占利润	1,041	1,393	1,199	1,343	1,473
EPS (元)	3.69	5.55	4.78	5.35	5.97
同比增长率					
收入 (%)	16.23%	13.58%	10.64%	10.09%	9.66%
归母净利润 (%)	34.86%	52.36%	-13.92%	12.01%	11.57%

资产负债表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	15,228	11,390	13,155	14,312	21,025
应收账款	3,732	4,463	4,125	5,330	5,038
存货	7,210	10,760	9,143	12,594	11,028
其他流动资产	25,970	25,869	28,906	28,537	28,240
流动资产总额	52,140	52,482	55,329	60,773	65,332
固定资产	4,143	4,687	7,083	9,814	12,905
无形资产	2,089	2,034	2,095	2,158	2,223
其他非流动资产	33,856	53,412	54,657	55,968	57,350
非流动资产总额	40,088	60,133	63,835	67,940	72,478
总资产	92,228	112,615	119,164	128,713	137,810
应付账款	3,195	4,332	3,825	5,084	4,598
短期银行贷款	3,996	8,583	7,725	6,952	6,257
应付即期税项	2,825	3,386	3,555	3,733	3,920
其他流动负债	10,575	12,292	12,907	13,552	14,230
流动负债总额	20,591	28,593	28,011	29,321	29,004
租赁负债	3,824	4,125	4,331	4,548	4,775
其他非流动负债	11,803	13,158	12,027	11,028	10,149
非流动负债总额	15,627	17,283	16,358	15,576	14,924
总负债	36,218	45,876	44,370	44,897	43,928
归属股东权益	51,460	61,729	69,784	78,806	88,872
少数股东权益	4,550	5,010	5,010	5,010	5,010
股东权益	56,010	66,739	74,794	83,816	93,882

(转下页)

现金流量表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
除税前溢利	15,640	21,884	19,498	21,840	24,332
营运资金变化	971	-3,144	1,449	-3,398	1,371
折旧及摊销	4,862	5,328	4,795	4,316	3,884
经营活动现金流	19,634	16,741	18,585	16,326	22,262
资本开支	-977	-2,614	-2,875	-3,163	-3,479
其他投资活动	-24,816	-12,250	952	904	859
投资活动现金流	-25,793	-14,864	-1,924	-2,259	-2,620
负债变化	1,342	7,647	-1,716	-1,490	-1,283
股本变化	10,384	-1,851	-1,851	-1,851	-1,851
其他融资活动	-8,255	-11,557	-11,329	-9,569	-9,794
融资活动现金流	3,471	-5,761	-14,896	-12,910	-12,929
现金变化	-2,688	-3,884	1,765	1,157	6,713
期初持有现金	17,378	15,228	11,390	13,155	14,312
汇率变动	538	46	0	0	0
期末持有现金	15,228	11,390	13,155	14,312	21,025

重点财务数据					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率	62.6%	62.2%	62.0%	62.3%	62.6%
扣非归母净利率	16.4%	22.0%	17.1%	17.4%	17.7%
ROE	21.8%	25.4%	19.0%	19.0%	18.9%
营运表现					
行销费用/收入(%)	40.7%	42.1%	41.1%	41.1%	41.1%
实际税率(%)	27.9%	22.4%	25.0%	25.0%	25.0%
股息支付率(%)	50.7%	42.7%	40.0%	40.0%	40.0%
库存周转天数	122.8	122.4	122.0	122.0	122.0
应付账款天数	19.6	21.1	20.0	20.0	20.0
应收账款天数	46.5	51.3	50.0	50.0	50.0
杠杆比率					
资本负债率	39.3%	40.7%	37.2%	34.9%	31.9%
总资产/股本	1.65	1.69	1.59	1.54	1.47
利息覆盖倍数	0.65	0.69	0.59	0.54	0.47

资料来源：公司公告，国证国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

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地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。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。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司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。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,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。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,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、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。投资银行或资产管理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。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

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),国证国际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。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的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。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际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。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010