

买入

2025 年 4 月 14 日

2025 年第一季度表现继续强劲，宣布收购 Jack Wolfskin

- **2025 年第一季度的营运概况：**于 2025 年第一季度，安踏主品牌的零售金额同比录得高单位数的增长；其中大货增长高单位数，儿童增长高单位数，电商增长低双位数。库销比为 5 以下。折扣率约为 72 折，线上折扣则多一点但在可控范围。FILA 品牌的零售金额维持正增长，同比增长高单位数，继续优于市场预期。其中，大货增长中单位数，儿童增长低双位数，潮牌增长中双位数，电商增长 >20%。库销比为 5 以上左右。折扣率稳定在 74 折，线上折扣率为 6 折左右。其他品牌的零售金额维持高速增长，同比增长 65-70%。其中，迪桑特增长 60%，可隆增长 100%，MAIA 增长 30%。
- **收购 Jack Wolfskin 业务：**于 25 年 4 月 10 日，集团宣布从 Topgolf Callaway Brands Corp. 收购 Jack Wolfskin 100% 的业务。代价为 2.9 亿美元，相等于 1 倍以下的 PS。预计此交易将于今年第二季度底/第三季度初完成，将以现金来支付。根据公告，Jack Wolfskin 针对活跃户外及都市户外客群打造专业户外产品，应用场景涵盖徒步、自行车、滑雪以及露营。其产品秉承德国工程、技术及设计，以功能性出色、质量卓越及突出创新而闻名遐邇。Jack Wolfskin 有一整套先进且可持续的技术加持，当中包括广受市场认可的 Texapore 系列材料。秉持「让每个人都能通过无尽探索参与体验户外」的理念，Jack Wolfskin 持续为户外鞋服及装备提供创新和可持续的解决方案，助力用户拓展与深化户外体验。Jack Wolfskin 主要业务位于欧洲和中国（收入占比分别为 72%/28%），目前还在处于亏损状况。中国的销售网点包括 41 自营门店（其中原价店 28 家，outlet 店 13 家）和 250+经销商门店。此次收购符合集团「单聚焦、多品牌、全球化」的策略，将能帮助集团进一步强化和拓展户外运动板块、完善现有的品牌矩阵，将集团户外产品线从高端延伸至大众市场，同时为更广泛的户外活动场景提供多样的产品解决方案。集团也将受惠于 Jack Wolfskin 独有的材料科技及德国工程设计团队的丰富经验，从而进一步提升在户外运动领域的竞争力。此外，Jack Wolfskin 作为户外鞋服及装备领域的全球领先专业品牌之一，在欧洲市场（尤其是德国）具有强大的影响力，整合 Jack Wolfskin 将会是集团全球化策略的另一个重要步伐。透过融合集团与 Jack Wolfskin 各自的优势，有望在收购完成后实现供应链、产品研发、零售营运等方面的协同效应。
- **目标价 113.28 港元，维持买入评级：**集团第一季度业绩表现维持强劲。收购 Jack Wolfskin 业务将能进一步提升集团的竞争优势。集团海外业务的销售占比少于 1%，相对不会严重受到海外政策及消费气氛改变的影响。安踏坚持“单聚焦、多品牌、全渠道”发展策略，我们相信不同品牌能满足不同消费者的需要，而且能为集团抢占不同的市场份额，继续看好集团未来的发展。目前的估值吸引，约 2025 年 16.3 倍的 PE。我们维持买入评级，目标价为 113.28 港元，相当于 2025 年 22 倍 PE。
- **风险因素：**宏观经济的变化、行业竞争激烈、主品牌和 Fila 和亚玛芬表现不及预期等。

王柏俊

852-25321915

patrick.wong@firstshanghai.com.hk

主要数据

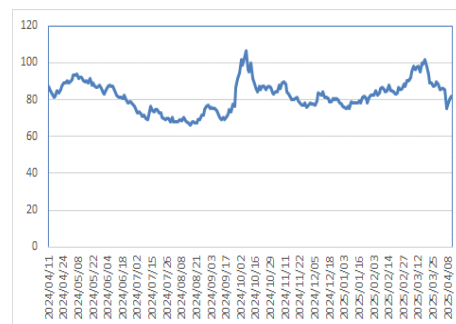
行业	服装纺织
股价	83.85 港元
目标价	113.28 港元 (+35.1%)
股票代码	2020
已发行股本	28.07 亿股
市值	2354 亿港元
52 周高/低	107.5/64.37 港元
每股净现值	21.87 人民币
主要股东	丁世忠 (52.56%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入 (百万人民币)	62,356	70,826	78,415	86,264	93,997
变动 (%)	16.2%	13.6%	10.7%	10.0%	9.0%
归母净利润 (百万人民币)	10,236	15,596	13,477	15,145	16,894
变动 (%)	34.9%	52.4%	-13.6%	12.4%	11.6%
基本每股收益 (人民币)	3.69	5.55	4.80	5.39	6.02
变动 (%)	30.9%	50.5%	-13.6%	12.4%	11.6%
市盈率@83.85港元 (倍)	21.2	14.1	16.3	14.5	13.0
每股派息 (人民币)	1.87	2.18	2.40	2.70	3.01
息率 (%)	2.4%	2.8%	3.1%	3.5%	3.8%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币> <百万>，财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>，财务年度截至<12月31日>					
	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	62,356	70,826	78,415	86,264	93,997	盈利能力					
毛利	39,028	44,032	48,761	53,830	58,929	毛利率 (%)	62.6%	62.2%	62.2%	62.4%	62.7%
其他业务收入	1,705	2,408	1,960	2,157	2,350	经营利率 (%)	24.6%	23.4%	22.6%	22.9%	23.3%
销售及管理费用	-25,366	-29,845	-32,964	-36,221	-39,421	净利率 (%)	16.4%	22.0%	17.2%	17.6%	18.0%
其他收入	1,705	2,408	1,960	2,157	2,350	营运表现					
营运收入	15,367	16,595	17,757	19,766	21,858	SG&A/收入 (%)	40.7%	42.1%	42.0%	42.0%	41.9%
净财务收入（开支）	991	1,388	911	956	1,011	实际税率 (%)	27.9%	22.4%	25.5%	25.5%	25.5%
联营公司	-718	3,901	1,037	1,423	1,833	派息率 (%)	50.7%	39.2%	50.0%	50.0%	50.0%
税前盈利	15,640	21,884	19,705	22,144	24,702	库存周转天数	122	123	123	123	123
所得税	-4,363	-4,895	-5,025	-5,647	-6,299	应付账款天数	47	57	57	57	57
少数股东应占利润	1,041	1,393	1,204	1,353	1,509	应收账款天数	20	21	21	21	21
净利润	10,236	15,596	13,477	15,145	16,894	财务状况					
折旧及摊销	-1,018	-1,023	-1,078	-1,043	-1,016	净负债/股本	0.01	0.25	0.09	-0.01	-0.12
EBITDA	14,349	15,572	16,679	18,723	20,842	收入/总资产	0.87	0.83	0.86	0.86	0.88
增长						总资产/股本	1.74	2.03	1.93	1.89	1.80
总收入 (%)	16.2%	13.6%	10.7%	10.0%	9.0%	ROE	18.3%	23.4%	18.2%	18.4%	18.5%
EBITDA (%)	38.4%	8.5%	7.1%	12.3%	11.3%						
净利润 (%)	34.9%	52.4%	-13.6%	12.4%	11.6%						

资产负债表						现金流量表					
<人民币> <百万>，财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>，财务年度截至<12月31日>					
	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	15,228	11,390	17,376	22,463	28,640	EBITDA	14,349	15,572	16,679	18,723	20,842
应收账款	3,732	4,463	4,707	4,316	5,610	其他项目	7,210	5,583	4,195	5,073	5,484
存货	7,210	10,760	9,226	12,633	11,001	营运资金变化	1,659	118	1,128	-1,064	-792
其他流动资产	22,835	23,107	23,026	23,026	23,026	所得税	-3,584	-4,532	-5,025	-5,647	-6,299
总流动资产	49,005	49,720	54,335	62,439	68,277	营运现金流	19,634	16,741	16,977	17,085	19,235
固定资产	4,143	4,687	4,509	4,366	4,250	资本开支	-744	-1,412	-2,060	-2,060	-2,060
无形资产	2,089	2,034	2,034	2,034	2,034	其他投资活动	-25,049	-13,452	-974	-1,072	-1,180
其他	16,488	28,795	30,472	31,632	32,792	投资活动现金流	-25,793	-14,864	-3,034	-3,132	-3,240
总资产	71,725	85,236	91,350	100,471	107,353	负债变化	383	-1,309	-617	-617	-617
短期银行贷款	3,996	8,583	8,583	8,583	8,583	股本变化	0	0	0	0	0
应付帐款、应付票据	3,195	4,332	4,088	6,042	4,911	股息	-4,022	-6,072	-7,340	-8,249	-9,201
短期银行贷款	3,996	8,583	8,583	8,583	8,583	其他融资活动	7,110	1,620	0	0	0
其他应付帐款	2,886	3,482	3,482	3,482	3,482	融资活动现金流	3,471	-5,761	-7,957	-8,866	-9,818
总短期负债	14,073	24,980	24,736	26,690	25,559	现金变化	-2,688	-3,884	5,986	5,087	6,176
长期银行贷款	10,948	12,233	12,233	12,233	12,233	汇率损失	538	46	0	0	0
其他负债	855	925	925	925	925	期初持有现金	17,378	15,228	11,390	17,376	22,463
总负债	25,876	38,138	37,894	39,848	38,717	期末持有现金	15,228	11,390	17,376	22,463	28,640
少数股东权益	4,550	5,010	6,214	7,566	9,075						
股东权益	41,299	42,088	47,242	53,057	59,561						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。