

**买入**
**26Q1 零售流水增长亮眼，安踏、FILA 品牌超预期**
**安踏体育 (2020.HK)**

2026-04-14 星期二

**【投资要点】**
**➤ 26Q1 各品牌流水超预期，安踏、FILA 品牌表现亮眼**

公司 FY26Q1 经营流水超预期，其中安踏品牌+高单位数 (VS.全年指引+低单位数)；FILA+低双位数 (VS.全年指引+中单位数)；迪桑特+30~35%、可隆+50~55%、MAIA ACTIVE+30~35% (VS.其他品牌+20%以上)。

根据交流内容，一季度整体表现超管理层预期，分月份表现来看，1-2月增速较快，主要是26年春节错期导致一部分25年12月需求延迟到26年释放，随后3月增速回落，4月至今的表现符合预期。对于全年预期，管理层维持审慎理性态度，如果随后再有表现优异季度则考虑调整全年业绩指引。

**● 分品牌数据看：**

**安踏品牌**全渠道流水+高单位数，其中线下+高单位数、线上+中双位数。安踏大货线下+中单位数，线上+低双位数，安踏儿童线下+高单位数，线上+20%以上。品牌线下折扣约72折，线上约5折，库销比维持在5个月以下。

去年“灯塔店”改造影响部分销售，今年落地的灯塔门店首月店效平均提升达25%，店效提升有效拉动了品牌增长，公司今年拟新增200家灯塔店（共计500家）。

**FILA 品牌**全渠道+低双位数，其中大货线下+高单位数，线上+低双位数，FILA儿童和Fusion 线下增长均+低双位数，线上分别+20%、+高单位数。库销比降至5个月以下，同比改善约半个月，线下折扣率维持在74折的健康水平。

品牌通过深耕网球、高尔夫等高情感价值品类，正有效引导消费流回线下实体店。截至25年底客单价已达1900元，同比提升，一季度连带率稳步提升，小票数同步增加，显示新产品有效带动了新老客回购。

**其他品牌**整体+40~45%，其中迪桑特流水同比+30~35%，全渠道折扣维持9折以上，库销比约5个月；可隆流水+50~55%，全渠道折扣9折以上，库销比4个月以下；MAIA ACTIVE 流水同比+30~35%，三家标杆门店月均销售同比+40%。

**➤ 小幅提升盈利预测，维持买入评级，目标价 102.95 港元**

小幅提升预测，我们预计公司 FY26E 至 FY28E 营收分别为 880.8/965.2/1050.7 亿元，同比+9.8%/+9.6%/+8.9%；归母净利润分别为 148.3/167.0/184.6 亿元，同比+9.1%/+12.7%/+10.5%。维持买入评级，目标价 102.95 港元，对应 26E 财年的 PE 约 17.0 倍，对应静态 PE 约 18.6 倍，目标价较现价预计升幅为 21.7%。

| 百万人民币      | FY2024 | FY2025 | FY26E  | FY27E  | FY28E   |
|------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业额        | 70,826 | 80,219 | 88,079 | 96,523 | 105,073 |
| 同比增长 (%)   | 13.6%  | 13.3%  | 9.8%   | 9.6%   | 8.9%    |
| 归母净利润      | 15,596 | 13,588 | 14,828 | 16,704 | 18,455  |
| 同比增长 (%)   | 52.4%  | -12.9% | 9.1%   | 12.7%  | 10.5%   |
| 归母净利润率 (%) | 22.0%  | 16.9%  | 16.8%  | 17.3%  | 17.6%   |
| 每股盈利 (人民币) | 5.55   | 4.86   | 5.30   | 5.97   | 6.60    |

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价：**102.95 港元**  
 现价：**84.95 港元**  
 预计升幅：**21.7%**

**重要数据**

| 日期          | 2026-04-14   |
|-------------|--------------|
| 收盘价 (港元)    | 84.95        |
| 总股本 (亿股)    | 27.97        |
| 总市值 (亿港元)   | 2375.75      |
| 净资产 (亿港元)   | 724.05       |
| 总资产 (亿港元)   | 1242.95      |
| 52 周高低 (港元) | 104.77/71.58 |
| 每股净资产 (港元)  | 26.84        |

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

**主要股东**

|              |        |
|--------------|--------|
| 安踏国际集团控股有限公司 | 42.79% |
| 安达控股国际有限公司   | 5.73%  |

**相关报告**

安踏体育 (2020.HK) 更新报告-20251212  
 安踏体育 (2020.HK) 更新报告-20250127  
 安踏体育 (2020.HK) 更新报告-20260202  
 安踏体育 (2020.HK) 更新报告-20260409

**研究部**

姓名：冯浩  
 SFC: BUQ780  
 电话：755-2151 9167  
 Email: fenghao@gzyq.com.hk

## 【報告正文】

### ➤ 26Q1 各品牌流水超预期，安踏、FILA 品牌表现亮眼

公司 FY26Q1 经营流水超预期，其中安踏品牌+高单位数（VS.全年指引+低单位数）；FILA+低双位数（VS.全年指引+中单位数）；迪桑特+30~35%、可隆+50~55%、MAIA ACTIVE+30~35%（VS.其他品牌+20%以上）。

根据交流内容，一季度整体表现超管理层预期，分月份表现来看，1-2 月增速较快，主要是 26 年春节错期导致一部分 25 年 12 月需求延迟到 26 年释放，随后 3 月增速回落，4 月至今的表现符合预期。对于全年预期，管理层维持审慎理性态度，如果随后再有表现优异季度则考虑调整全年业绩指引。

#### ● 分品牌数据看：

安踏品牌全渠道流水+高单位数，其中线下+高单位数、线上+中双位数。安踏大货线下+中单位数，线上+低双位数，安踏儿童线下+高单位数，线上+20%以上。品牌线下折扣约 72 折，线上约 5 折，库销比维持在 5 个月以下。

去年“灯塔店”改造影响部分销售，今年落地的灯塔门店首月店效平均提升达 25%，店效提升有效拉动了品牌增长，公司今年拟新增 200 家灯塔店（共计 500 家）。

FILA 品牌全渠道+低双位数，其中大货线下+高单位数，线上+低双位数，FILA 儿童和 Fusion 线下增长均录得+低双位数，线上分别+20%、+高单位数。库销比降至 5 个月以下，同比改善约半个月，线下折扣率维持在 74 折的健康水平。

品牌通过深耕网球、高尔夫等高情感价值品类，正有效引导消费流回线下实体店。截至 25 年底客单价已达 1900 元，同比提升，一季度连带率稳步提升，小票数同步增加，显示新产品有效带动了新老客回购。

其他品牌整体+40~45%，其中迪桑特流水同比+30~35%，全渠道折扣维持 9 折以上，库销比约 5 个月；可隆流水+50~55%，全渠道折扣 9 折以上，库销比 4 月以下；MAIA ACTIVE 流水同比+30~35%，三家标杆门店月均销售同比+40%。

图 1：公司各品牌分季度增速情况

| 品牌   | 品类          | 2025Q1 | 2025Q2  | 2025Q3 | 2025Q4  | 2025全年  | 2026Q1             |
|------|-------------|--------|---------|--------|---------|---------|--------------------|
|      |             | +高单位数  | +低单位数   | +低单位数  | -低单位数   | +低单位数   | +高单位数<br>【线下+高单位数】 |
| 安踏   | 成人          | +高单位数  | +低单位数   | +低单位数  | -       |         | 线下+中单位数<br>线上+低双位数 |
|      | 儿童          | +高单位数  | +低单位数   | +中单位数  | -       |         | 线下+高单位数<br>线上+20%↑ |
|      | 电商          | +低双位数  | -       | +高单位数  | +低单位数   |         | +中双位数              |
| FILA | 整体          | +高单位数  | +中单位数   | +低单位数  | +中单位数   | +中单位数   | +低双位数              |
|      | 成人          | +中单位数  | +高单位数   | +低单位数  | +高单位数   |         | 线下+高单位数<br>线上+低双位数 |
|      | 儿童          | +低双位数  | +中单位数   | -      | +低单位数   |         | 线下+低双位数<br>线上+20%↑ |
|      | FUSION      | +中双位数  | +中单位数   | -      | +低单位数   |         | 线下+低双位数<br>线上+高单位数 |
| 其他品牌 | 整体          | +~70%  | +60~65% | +~55%  | +35~40% | +45~50% | +40~45%            |
|      | 迪桑特         | +~60%  | +40%↑   | +30%   | +25~30% |         | +30~35%            |
|      | 可隆          | +~100% | +70%↑   | +70%   | +50~55% |         | +50~55%            |
|      | MAIA ACTIVE | +高双位数  | +30%↑   | +45%   | +25~30% |         | +30~35%            |

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ 小幅提升盈利预测，维持买入评级，目标价 102.95 港元：

小幅提升预测，我们预计公司 FY26E 至 FY28E 营收分别为 880.8/965.2/1050.7 亿元，同比+9.8%/+9.6%/+8.9%；归母净利润分别为 148.3/167.0/184.6 亿元，同比+9.1%/+12.7%/+10.5%。维持买入评级，目标价 102.95 港元，对应 26E 财年的 PE 约 17.0 倍，对应静态 PE 约 18.6 倍，目标价较现价预计升幅为 21.7%。

表 2：行业可比公司估值

| 代码        | 简称          | 最新价（港元/元）    | 市值（亿港元/元）      | PE          |             |             |             |
|-----------|-------------|--------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|           |             |              |                | 2024/25     | 25/26E      | 26/27E      | 27/28E      |
| <b>港股</b> |             |              |                |             |             |             |             |
| 2331.HK   | 李宁          | 22.04        | 569.7          | 17.5        | 16.5        | 14.6        | 13.0        |
| 1368.HK   | 特步国际        | 4.54         | 127.4          | 8.4         | 8.3         | 7.4         | 7.0         |
| 1361.HK   | 361度        | 6.84         | 141.4          | 9.8         | 8.4         | 7.6         | 6.9         |
| 6110.HK   | 滔搏          | 2.72         | 168.7          | 12.8        | 11.6        | 10.3        | 9.2         |
| 3813.HK   | 宝胜国际        | 0.41         | 21.8           | 9.3         | 5.2         | 4.4         | 4.8         |
|           | <b>平均值</b>  |              | 205.8          | 11.6        | 10.0        | 8.9         | 8.2         |
| 2020.HK   | <b>安踏体育</b> | <b>84.95</b> | <b>2,269.5</b> | <b>14.6</b> | <b>13.3</b> | <b>11.8</b> | <b>10.7</b> |

资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

### 【风险提示】

零售环境超预期下行影响公司销售

行业库存效率超预期下降

行业竞争格局加剧

新收购品牌亏损超预期、发展不及预期

**【财务报表摘要】**
**财务报表摘要**

| 资产负债表          |                |                |                |                |                |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 会计年度           | 单位: 百万元        |                |                |                |                |
|                | 2024A          | 2025A          | 2026E          | 2027E          | 2028E          |
| <b>流动资产</b>    | <b>52,482</b>  | <b>59,656</b>  | <b>60,640</b>  | <b>62,112</b>  | <b>64,179</b>  |
| 现金             | 11,390         | 12,181         | 13,311         | 14,852         | 15,264         |
| 定期存款           | 19,037         | 24,275         | 24,275         | 24,275         | 24,275         |
| 应收账款           | 4,463          | 4,616          | 5,078          | 5,585          | 6,144          |
| 存货             | 10,760         | 12,152         | 11,544         | 10,967         | 12,064         |
| 其他             | 6,832          | 6,432          | 6,432          | 6,432          | 6,432          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>60,133</b>  | <b>64,639</b>  | <b>65,950</b>  | <b>67,754</b>  | <b>69,768</b>  |
| 物业、厂房及设备       | 4,687          | 5,366          | 5,903          | 6,493          | 7,142          |
| 有使用权资产         | 9,826          | 10,926         | 12,019         | 13,220         | 14,543         |
| 无形资产           | 2,034          | 4,253          | 4,040          | 3,838          | 3,646          |
| 其他             | 43,586         | 44,094         | 43,988         | 44,202         | 44,437         |
| <b>资产总计</b>    | <b>112,615</b> | <b>124,295</b> | <b>126,590</b> | <b>129,865</b> | <b>133,947</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>28,593</b>  | <b>33,358</b>  | <b>34,762</b>  | <b>36,282</b>  | <b>37,928</b>  |
| 短期借款           | 8,583          | 11,532         | 12,109         | 12,714         | 13,350         |
| 应付账款           | 4,332          | 4,158          | 4,615          | 5,123          | 5,687          |
| 租赁             | 3,179          | 3,687          | 3,687          | 3,687          | 3,687          |
| 应交税费           | 3,386          | 3,698          | 4,068          | 4,475          | 4,922          |
| 其他             | 9,113          | 10,283         | 10,283         | 10,283         | 10,283         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>17,283</b>  | <b>18,532</b>  | <b>19,208</b>  | <b>19,951</b>  | <b>20,769</b>  |
| 长期借款           | 12,233         | 11,770         | 11,770         | 11,770         | 11,770         |
| 递延税项负债         | 925            | 1,984          | 2,182          | 2,401          | 2,641          |
| 其他             | 4,125          | 4,778          | 5,256          | 5,781          | 6,359          |
| <b>负债合计</b>    | <b>45,876</b>  | <b>51,890</b>  | <b>53,970</b>  | <b>56,233</b>  | <b>58,698</b>  |
| 股本             | 271            | 269            | 269            | 269            | 269            |
| 储备             | 61,458         | 65,513         | 73,669         | 82,856         | 93,006         |
| 少数股东权益         | 5,010          | 6,623          | 8,886          | 11,436         | 14,253         |
| 归属于母公司的所有者权益   | 61,729         | 65,782         | 73,938         | 83,125         | 93,275         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>112,615</b> | <b>124,295</b> | <b>136,794</b> | <b>150,794</b> | <b>166,226</b> |

**现金流量表**

| 会计年度           | 2024A          | 2025A          | 2026E          | 2027E          | 2028E          |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>除税前净利润</b>  | <b>21,884</b>  | <b>21,446</b>  | <b>23,404</b>  | <b>26,365</b>  | <b>29,127</b>  |
| 折旧摊销           | 5,328          | 6,158          | 3,258          | 3,584          | 3,943          |
| 财务费用           | -1,220         | -897           | -1,233         | -1,351         | -1,471         |
| 营运资金变动         | -2,223         | -1,368         | 1,277          | 989            | -639           |
| 已付所得税          | -4,532         | -5,242         | -6,312         | -7,111         | -7,856         |
| 其它             | -2,496         | 899            | 213            | 202            | 192            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>16,741</b>  | <b>20,996</b>  | <b>20,607</b>  | <b>22,678</b>  | <b>23,296</b>  |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-14,864</b> | <b>-7,046</b>  | <b>-10,958</b> | <b>-11,850</b> | <b>-12,893</b> |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-5,761</b>  | <b>-13,116</b> | <b>-8,519</b>  | <b>-9,286</b>  | <b>-9,991</b>  |
| 现金净增加额         | -3,884         | 834            | 1,130          | 1,541          | 412            |
| 现金期初金额         | 15,228         | 11,390         | 12,181         | 13,311         | 14,852         |
| 现金期末金额         | 11,390         | 12,181         | 13,311         | 14,852         | 15,264         |

| 利润表              |               |               |               |               |                |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 会计年度             | 单位: 百万元       |               |               |               |                |
|                  | 2024A         | 2025A         | 2026E         | 2027E         | 2028E          |
| <b>营业收入</b>      | <b>70,826</b> | <b>80,219</b> | <b>88,079</b> | <b>96,523</b> | <b>105,073</b> |
| 营业成本             | -26,794       | -30,485       | -33,279       | -35,894       | -37,881        |
| 毛利               | 44,032        | 49,734        | 54,800        | 60,629        | 67,193         |
| 销售费用             | -25,647       | -28,456       | -31,708       | -34,266       | -37,616        |
| 管理费用             | -4,198        | -5,186        | -5,285        | -5,791        | -6,304         |
| 其他收支净额           | 2,408         | 2,999         | 2,920         | 2,781         | 2,475          |
| <b>营业利润</b>      | <b>16,595</b> | <b>19,091</b> | <b>20,727</b> | <b>23,353</b> | <b>25,747</b>  |
| 财务费用净额           | 1,388         | 1,151         | 1,233         | 1,351         | 1,471          |
| <b>除税前溢利</b>     | <b>21,884</b> | <b>21,446</b> | <b>23,404</b> | <b>26,365</b> | <b>29,127</b>  |
| 所得税              | -4,895        | -5,784        | -6,312        | -7,111        | -7,856         |
| 净利润              | 16,989        | 15,662        | 17,092        | 19,254        | 21,271         |
| 少数股东损益           | 1,393         | 2,074         | 2,263         | 2,550         | 2,817          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>15,596</b> | <b>13,588</b> | <b>14,828</b> | <b>16,704</b> | <b>18,455</b>  |
| <b>EPS基本(元)</b>  | <b>5.55</b>   | <b>4.86</b>   | <b>5.30</b>   | <b>5.97</b>   | <b>6.60</b>    |

**主要财务比率**

| 会计年度        | 2024A | 2025A  | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长性</b>  |       |        |       |       |       |
| 营业收入yoy     | 13.6% | 13.3%  | 9.8%  | 9.6%  | 8.9%  |
| 营业利润yoy     | 8.0%  | 15.0%  | 8.6%  | 12.7% | 10.2% |
| 归母净利润yoy    | 52.4% | -12.9% | 9.1%  | 12.7% | 10.5% |
| <b>盈利能力</b> |       |        |       |       |       |
| 毛利率         | 62.2% | 62.0%  | 62.2% | 62.8% | 63.9% |
| 净利率         | 24.0% | 19.5%  | 19.4% | 19.9% | 20.2% |
| 归母净利率       | 22.0% | 16.9%  | 16.8% | 17.3% | 17.6% |
| ROE         | 25.3% | 20.7%  | 20.1% | 20.1% | 19.8% |

**偿债能力**

|       |       |       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 40.7% | 41.7% | 42.6% | 43.3% | 43.8% |
| 负债权益比 | 0.7   | 0.8   | 0.7   | 0.7   | 0.6   |
| 流动比率  | 1.8   | 1.8   | 1.7   | 1.7   | 1.7   |
| 速动比率  | 1.5   | 1.4   | 1.4   | 1.4   | 1.4   |

**营运能力**

|          |     |     |     |     |     |
|----------|-----|-----|-----|-----|-----|
| 存货周转天数   | 122 | 137 | 114 | 114 | 111 |
| 应收账款周转天数 | 21  | 21  | 18  | 20  | 20  |

**每股资料(元)**

|       |       |       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益  | 5.55  | 4.86  | 5.30  | 5.97  | 6.60  |
| 每股净资产 | 23.77 | 25.89 | 29.62 | 33.81 | 38.45 |

**估值比率**

|             |      |      |      |      |      |
|-------------|------|------|------|------|------|
| PE@84.95HKD | 13.3 | 15.2 | 14.0 | 12.4 | 11.2 |
| PB          | 3.1  | 2.9  | 2.5  | 2.2  | 1.9  |

# 投资评级定义及免责条款

## 投资评级

|     |                             |
|-----|-----------------------------|
| 买入  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%   |
| 持有  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间 |
| 卖出  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%   |
| 未评级 | 对未来 12 个月内目标价不做判断           |

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电话：(852) 3769 6888  
传真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>