

**买入**
**25 年新兴品牌造就增长亮点；26 年目标进一步提升市占**
**安踏体育 (2020.HK)**

2026-04-09 星期四

**【投资要点】**

 目标价: **101.0 港元**  
 现价: **81.15 港元**  
 预计升幅: **25.4%**
**重要数据**

日期	2026-04-09
收盘价 (港元)	81.15
总股本 (亿股)	27.97
总市值 (亿港元)	2269.48
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

**研究部**

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

**公司 25 年收入增长 13.3%，迪桑特、可隆品牌接棒增长势能**

2025 财年，公司实现收入 802.19 亿元，同比+13.3%；实现毛利润 497.3 亿元，同比+12.9%，毛利率 62.0%，同比-0.2pps；实现经营利润 190.9 亿元，同比+15%，经营利润率 23.8%，同比+0.4pps；实现归母净利润 135.9 亿元，同比-12.9%，去除 Amer Sports 配售利得后经调整归母净利润 123.9 亿元，同比+5.6%，经调整归母净利润率 15.4%，同比-1.2pps，全年分红比率 50%。

公司迪桑特、可隆品牌维持高速增长，盈利能力持续提升，安踏和 FILA 品牌增长符合预期，毛利率下降的主要原因是线上营收增速快于线下，而线上毛利率相对较低。经营利润率提升主要是原因是期间广告宣发费用降低 1 个百分点。

**26 年安踏牌目标提升市占，FILA 拓展产品矩阵，其他品牌维持高速增长**  
 根据业绩会信息，2026 财年公司目标安踏主品牌实现低单位数增长，FILA 品牌实现中单位数增长，迪桑特、可隆为首的其他品牌预期保持 20% 以上的高增长。经营利润率方面，安踏主品牌 OPM 目标维持在 20% 左右，FILA 及其他品牌预期维持在 25% 以上。

门店数量方面，目标 26 年底安踏和 FILA 品牌目标店数持平，其他品牌数量小幅增加。具体而言，安踏牌 7000-7100 家、安踏儿童 2500-2600 家，FILA 牌 1900-2000 家，迪桑特 260-270 家、可隆体育 220-230 家、MAIA ACTIVE 60-70 家。

**估值低估，市占率增长下品牌弹性势能提升**

公司过去 3 年核心 EPS 保持增长趋势，且分红水平上升，但 PE 估值呈持续下降趋势，我们认为当前公司一定程度被低估。根据业绩会管理层的陈述内容，我们认为，主品牌近年来运营战略更偏向于“逆周期投资”，即在行业逆风时通过渠道、产品、门店形象等升级等抓手提升市占率，目标在行业恢复时收获成果。从目前的进展来看，品牌在库存和折扣健康的背景下，市占率有所提升，上述重点升级领域进展优于同业，因此我们认为，假设消费环境转暖，品牌会更具弹性势能。而对于新收购品牌的投入，当前一定程度上可以被迪桑特、可隆等高势能品牌的盈利能力提升所抵消（26 年公司对于两品牌目标主要增长点是店效），但后续还需持续关注狼爪、PUMA 品牌的投入情况。

**盈利预测更新，维持买入评级，目标价 101.0 港元**

更新盈利预测，我们预计公司 FY26E 至 FY28E 营收分别为 866.1/940.1/1018.5 亿元，同比+8.0%/+8.5%/+8.3%；归母净利润分别为 145.5/163.5/179.1 亿元，同比+7.1%/+12.4%/+9.6%。维持买入评级，目标价 101.0 港元，对应 26E 财年的 PE 约 17.0 倍，对应静态 PE 约 18.2 倍，目标价较现价预计升幅为 25.4%。

百万人民币	FY2024	FY2025	FY26E	FY27E	FY28E
营业额	70,826	80,219	86,609	94,009	101,854
同比增长 (%)	13.6%	13.3%	8.0%	8.5%	8.3%
归母净利润	15,596	13,588	14,549	16,348	17,911
同比增长 (%)	52.4%	-12.9%	7.1%	12.4%	9.6%
归母净利润率 (%)	22.0%	16.9%	16.8%	17.4%	17.6%
每股盈利 (人民币)	5.55	4.86	5.20	5.85	6.40

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 【报告正文】

### ➤ 公司 25 年收入增长 13.3%，迪桑特、可隆品牌接棒增长势能

2025 财年，公司实现收入 802.19 亿元，同比+13.3%；实现毛利润 497.3 亿元，同比+12.9%，毛利率 62.0%，同比-0.2pps；实现经营利润 190.9 亿元，同比+15%，经营利润率 23.8%，同比+0.4pps；实现归母净利润 135.9 亿元，同比-12.9%，去除 Amer Sports 配售利得后经调整归母净利润 123.9 亿元，同比+5.6%，经调整归母净利润率 15.4%，同比-1.2pps，全年分红比率 50%。

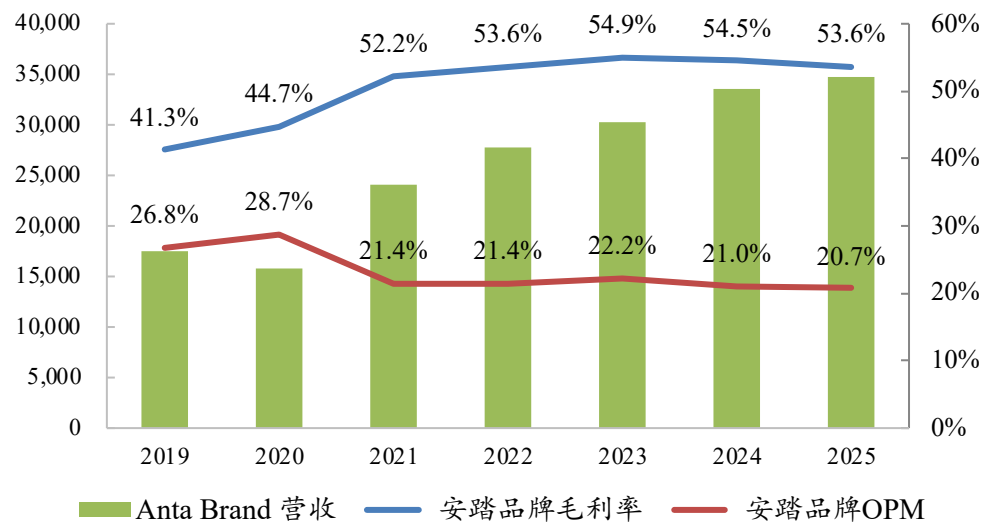
公司迪桑特、可隆品牌维持高速增长，盈利能力持续提升，安踏和 FILA 品牌增长符合预期，毛利率下降的主要原因是线上营收增速快于线下，而线上毛利率相对较低。经营利润率提升主要是原因是期间广告宣发费用降低 1 个百分点。

### ● 安踏品牌 2025 年收入低单位数增长，维持稳定

安踏主品牌实现收入 347.5 亿元，同比+3.7%，占总收入的 43.3%。品牌毛利率为 54.6%，同比-0.9pps。受下沉市场渠道转型及大众消费竞争加剧影响，经营溢利率 20.7%，同比-0.3pps。截至 2025 年，安踏品牌门店共计 9599 家，其中安踏主品牌店 7073 家，安踏儿童店 2526 家。

安踏 DTC 业务收入为 187.1 亿元，同比+2.6%，其中 DTC 直营 123.1 亿元，同比+5.9%，DTC 加盟 64.0 亿元，同比-3.4%；安踏线上业务收入 128 亿元，同比+7.3%，批发业务收入 31.9 亿元，同比-3.4%。

图 1：安踏品牌营收、毛利率、经营利润率情况



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

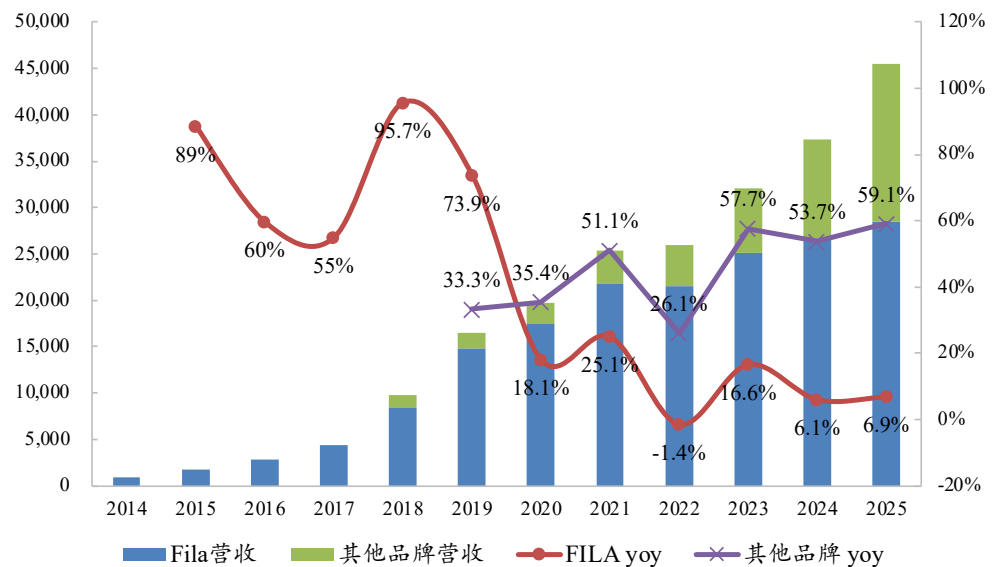
● **FILA 品牌收入中单位数增长，符合预期**

FILA 品牌全年实现收入 284.7 亿元，同比+6.9%，毛利率 66.4%，同比-1.4pps。得益于高质量运营及产品面料升级带来的高溢价能力，经营溢利率+0.8pps 至 26.1%。期末 FILA 品牌店共计 1933 家。

● **其他品牌：迪桑特、可隆收入高速增长，盈利能力快速提升**

其他品牌合计收入 170.0 亿元，同比+59.2%。整体毛利率录得 72.8%，同比-0.4pps，经营溢利率 27.9%，同比-0.7pps。其中迪桑特年内成功突破百亿营收大关，流水增长超过 40%，单店店效达到 270 万以上，经营溢利率大幅提升 3.2pps 至 30%。可隆全年流水突破 60 亿元，同比大幅增长约 70%。截至 2025 年，迪桑特、可隆分别有 198、168 家门店。

**图 2：FILA、其他品牌营收及收入增速情况**



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

➤ **26 年安踏牌目标提升市占，FILA 拓展产品矩阵，其他品牌维持高速增长**

根据业绩会信息，2026 财年公司目标安踏主品牌实现低单位数增长，FILA 品牌实现中单位数增长，迪桑特、可隆为首的其他品牌预期保持 20% 以上的高增长。经营利润率方面，安踏主品牌 OPM 目标维持在 20% 左右，FILA 及其他品牌预期维持在 25% 以上。

门店数量方面，目标 26 年底安踏和 FILA 品牌目标店数持平，其他品牌数量小幅增加。具体而言，安踏牌 7000-7100 家、安踏儿童 2500-2600 家，FILA 牌 1900-2000 家，迪桑特 260-270 家、可隆体育 220-230 家、MAIA ACTIVE 60-70 家。

安踏品牌 26 年整体战略更聚焦于市场份额提升的高质量增长，目标在指引下完成对库存健康度的提升和品牌折扣率的优化；FILA 会注重发掘品牌的运动属性，聚焦于网球、高尔夫高势能矩阵拓展。

其他品牌方面，迪桑特、可隆目标延续高增长趋势。新收购的狼爪品牌 25 财年 7 个月并表收入约 20 亿元，亏损约 3 亿元，品牌开启 3-5 年复兴计划，将聚焦于中国和德国市场，目标 2030 年贡献大规模利润。

公司 2026 年度计划维持 50% 的分红比例，暂无进一步股票回购计划，资金优先用于支持各品牌的运营与全球化发展。

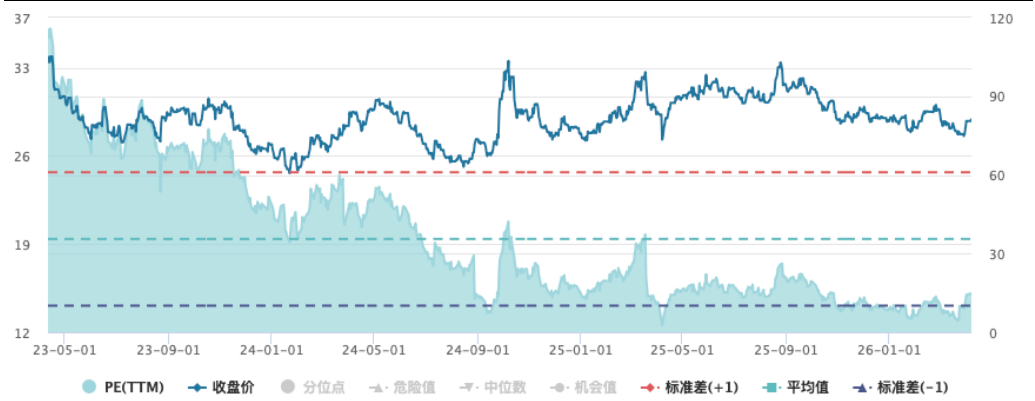
### ➤ 估值低估，市占率增长下品牌弹性势能提升

公司过去 3 年核心 EPS 保持增长趋势，且分红水平上升，但 PE 估值呈持续下降趋势，我们认为当前公司一定程度被低估。我们理解当前市场普遍担忧：1. 在消费环境承压的环境下，公司营收中占较大基数的主品牌增长乏力甚至有下降风险。2. 假设后期消费大环境反弹，公司主品牌增长势能可能弱于同业品牌。3. 公司 2025 年收购多个品牌，这在中短期可能会使公司盈利能力承压。

根据业绩会管理层的陈述内容，我们认为，主品牌近年来运营战略更偏向于“逆周期投资”，即在行业顺风时通过渠道、产品、门店形象等升级等抓手提升市占率，目标在行业恢复时收获成果。

从目前的进展来看，品牌在库存和折扣健康的背景下，市占率有所提升，上述重点升级领域进展优于同业，因此我们认为，假设消费环境转暖，品牌会更具弹性势能。

而对于新收购品牌的投入，当前一定程度上可以被迪桑特、可隆等高势能品牌的盈利能力提升所抵消（26 年公司对于两品牌目标主要增长点是店效），但后续还需持续关注狼爪、PUMA 品牌的投入情况。

**图 3：公司估值和收盘价情况**


资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

**➤ 盈利预测更新，维持买入评级，目标价 101.0 港元：**

更新盈利预测，我们预计公司 FY26E 至 FY28E 营收分别为 866.1/940.1/1018.5 亿元，同比+8.0%/ +8.5%/+8.3%；归母净利润分别为 145.5/163.5/179.1 亿元，同比+7.1%/ +12.4%/ +9.6%。维持买入评级，目标价 101.0 港元，对应 26E 财年的 PE 约 17.0 倍，对应静态 PE 约 18.2 倍，目标价较现价预计升幅为 25.4%。

**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	21.86	565.0	17.4	16.4	14.5	12.9
1368.HK	特步国际	4.58	128.5	8.5	8.4	7.4	7.0
1361.HK	361度	6.71	138.7	9.6	8.3	7.5	6.8
6110.HK	滔搏	2.74	169.9	12.9	11.7	10.4	9.2
3813.HK	宝胜国际	0.41	21.5	9.2	5.1	4.4	4.7
<b>平均值</b>							
2020.HK	安踏体育	81.15	2,269.5	14.6	13.6	12.1	11.0

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】**

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>流动资产</b>	<b>52,482</b>	<b>59,656</b>	<b>60,443</b>	<b>61,665</b>	<b>63,350</b>	
现金	11,390	12,181	13,114	14,405	14,435	
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>126,393</b>	<b>129,418</b>	<b>133,118</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	73,515	82,506	92,357	
少数股东权益	5,010	6,623	8,844	11,339	14,073	
归属于母公司的所有者权益	61,729	65,782	73,784	82,775	92,626	
<b>负债及权益合计</b>	<b>112,615</b>	<b>124,295</b>	<b>136,597</b>	<b>150,347</b>	<b>165,396</b>	

现金流量表		单位: 百万元				
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>22,962</b>	<b>25,802</b>	<b>28,269</b>	
折旧摊销	5,328	6,158	3,258	3,584	3,943	
财务费用	-1,220	-897	-1,213	-1,316	-1,426	
营运资金变动	-2,223	-1,368	1,277	989	-639	
已付所得税	-4,532	-5,242	-6,193	-6,959	-7,624	
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>20,305</b>	<b>22,302</b>	<b>22,714</b>	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-14,864</b>	<b>-7,046</b>	<b>-10,979</b>	<b>-11,885</b>	<b>-12,938</b>	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-5,761</b>	<b>-13,116</b>	<b>-8,393</b>	<b>-9,126</b>	<b>-9,746</b>	
现金净增加额	-3,884	834	933	1,291	30	
现金期初金额	15,228	11,390	12,181	13,114	14,405	
现金期末金额	11,390	12,181	13,114	14,405	14,435	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>营业收入</b>	<b>70,826</b>	<b>80,219</b>	<b>86,609</b>	<b>94,009</b>	<b>101,854</b>	
营业成本	-26,794	-30,485	-32,651	-34,863	-36,656	
毛利	44,032	49,734	53,958	59,146	65,197	
销售费用	-25,647	-28,456	-31,179	-33,373	-36,464	
管理费用	-4,198	-5,186	-5,197	-5,641	-6,111	
其他收支净额	2,408	2,999	2,724	2,694	2,311	
<b>营业利润</b>	<b>16,595</b>	<b>19,091</b>	<b>20,306</b>	<b>22,826</b>	<b>24,934</b>	
财务费用净额	1,388	1,151	1,213	1,316	1,426	
<b>除税前溢利</b>	<b>21,884</b>	<b>21,446</b>	<b>22,962</b>	<b>25,802</b>	<b>28,269</b>	
所得税	-4,895	-5,784	-6,193	-6,959	-7,624	
净利润	16,989	15,662	16,769	18,843	20,645	
少数股东损益	1,393	2,074	2,221	2,495	2,734	
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>15,596</b>	<b>13,588</b>	<b>14,549</b>	<b>16,348</b>	<b>17,911</b>	
<b>EPS基本(元)</b>	<b>5.55</b>	<b>4.86</b>	<b>5.20</b>	<b>5.85</b>	<b>6.40</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%	8.0%	8.5%	8.3%
营业利润yoy	8.0%	15.0%	6.4%	12.4%	9.2%
归母净利润yoy	52.4%	-12.9%	7.1%	12.4%	9.6%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	62.2%	62.0%	62.3%	62.9%	64.0%
净利率	24.0%	19.5%	19.4%	20.0%	20.3%
归母净利率	22.0%	16.9%	16.8%	17.4%	17.6%
ROE	25.3%	20.7%	19.7%	19.7%	19.3%

**偿债能力**

资产负债率	40.7%	41.7%	42.7%	43.5%	44.1%
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	116	118	115
应收账款周转天数	21	21	19	20	21

**每股资料(元)**

每股收益	5.55	4.86	5.20	5.85	6.40
每股净资产	23.77	25.89	29.55	33.65	38.15

**估值比率**

PE@81.15HKD	12.7	14.6	13.6	12.1	11.0
PB	3.0	2.7	2.4	2.1	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>