

买入

逆境环境中维持高质量经营和指引尤为可贵

安踏体育 (2020.HK)

2026-09-15 星期二

【投资要点】

➤ **26H1 核心净利润+12.9%，迪桑特、可隆持续增长，FILA 盈利能力提升**
 2026 年上半年，公司实现收入 435.07 亿元，同比+12.9%；毛利 277.92 亿元，同比+13.8%，毛利率 63.9%、同比+0.5pts；经营利润 117.60 亿元，同比+16.1%，经营利润率 27.0%、同比+0.7pts。归母净利润 94.87 亿元，同比+34.9%，净利率 21.8%、同比+3.6pts；剔除亚玛芬配售摊薄收益 15.49 亿元后，归母净利润 79.38 亿元，同比+12.9%，归母净利率 18.2%、同比持平。

● 分品牌数据看：

安踏品牌收入 177.71 亿元，同比+4.8%，占集团收入 40.8%。直营零售、电商、传统批发及其他收入分别为 65.60/69.49/42.62 亿元，同比+3.8%/+13.3%/-5.2%，电商占比+2.9pts 至 39.1%。渠道结构改善带动毛利率+0.2pts 至 55.1%。FILA 品牌收入 150.45 亿元，同比+6.1%。毛利率 67.8%、同比-0.2pts。其他品牌收入 106.91 亿元，同比+44.2%，贡献集团收入增量约 66.1%；经营利润 35.38 亿元，同比+43.9%。毛利率 73.1%、同比-0.8pts，OPM 为 33.1%、同比-0.1pts。

➤ **全年指引维持，主品牌渠道提效，户外品牌拓展区域与店效**

根据业绩会内容，6-7 月行业中高端和大众品牌表现均有一定压力，但公司维持全年流水指引：安踏+低单位数、FILA+中单位数、其他品牌+20%-25%；全年 OPM 目标分别约 20%/25%/高于 25%。安踏品牌在市场份额、盈利与库存健康之间保持平衡，存量街铺通过灯塔计划升级，增量渠道聚焦购物中心、奥莱及电商；冠军店模型逐步跑通，SV 与超级安踏仍按店型验证结果控制扩张。FILA 品牌上半年利润率情况符合管理层预期，上半年线上折扣保持稳定，线下调整展现成效，品牌会继续将改善收益投入面料和产品的研发。迪桑特、可隆继续以产品、会员及店效支持增长，并由北方优势区域向全国拓展。狼爪中国下半年计划推出新形象店、逐步提高直营占比，管理层目标 2027 年实现中国业务盈利。狼爪及 MAIA 品牌预计 2026 年仍可能亏损，但在计划范围内，表现略好于原预算。国际化战略先聚焦东南亚，管理层预计 2026 年海外收入接近 20 亿元，中期目标约五年达到 100 亿元；彪马股权交易预计第四季度完成，现阶段重在经营现有品牌与推进转型。

➤ **维持“买入”评级，目标价 103.77 港元**

我们预计公司 FY26E 至 FY28E 营收分别为 885.9/967.7/1051.2 亿元，同比+10.4%/+9.2%/+8.6%；归母净利润分别为 156.6/167.0/185.3 亿元，同比+15.3%/+6.6%/+10.9%。维持买入评级，目标价 103.77 港元，对应 26E 财年的 PE 约 16.0 倍，对应静态 PE 约 18.4 倍，目标价较现价预计升幅为 40.9%。

百万人民币	FY2025	FY26H1	FY26E	FY27E	FY28E
营业额	80,219	43,507	88,594	96,766	105,117
同比增长 (%)	13.3%	12.9%	10.4%	9.2%	8.6%
归母净利润	13,588	9,487	15,662	16,701	18,525
同比增长 (%)	-12.9%	34.9%	15.3%	6.6%	10.9%
归母净利润率(%)	16.9%	21.8%	17.7%	17.3%	17.6%
每股盈利 (人民币)	4.86	3.42	5.60	5.97	6.62

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价：**103.77 港元**

现价：**73.65 港元**

预计升幅：**40.9%**

重要数据

日期	2026-09-14
收盘价 (港元)	73.65
总股本 (亿股)	27.97
总市值 (亿港元)	2059.74
净资产 (亿港元)	825.20
总资产 (亿港元)	1484.61
52 周高低 (港元)	95.87/65.52
每股净资产 (港元)	29.71

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 43.13%

安达控股国际有限公司 5.75%

相关报告

安踏体育 (2020.HK) 更新报告-

20251212、20250127、20260202、

20260409、20260414

研究部

姓名：冯浩

SFC: BUQ780

电话：755-2151 9167

Email: fenghao@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 26H1 核心净利润+12.9%，迪桑特、可隆持续增长，FILA 盈利能力提升

2026 年上半年，公司实现收入 435.07 亿元，同比+12.9%；毛利 277.92 亿元，同比+13.8%，毛利率 63.9%、同比+0.5pts；经营利润 117.60 亿元，同比+16.1%，经营利润率 27.0%、同比+0.7pts。归母净利润 94.87 亿元，同比+34.9%，净利率 21.8%、同比+3.6pts；剔除亚玛芬配售摊薄收益 15.49 亿元后，归母净利润 79.38 亿元，同比+12.9%，归母净利率 18.2%、同比持平。中期股息每股 1.51 港元，同比+10.2%。

● 分品牌数据看：

安踏品牌收入 177.71 亿元，同比+4.8%，占集团收入 40.8%。直营零售、电商、传统批发及其他收入分别为 65.60/69.49/42.62 亿元，同比+3.8%/+13.3%/-5.2%，电商占比+2.9pts 至 39.1%。渠道结构改善带动毛利率+0.2pts 至 55.1%；品牌建设、研发及全球化投入使 OPM 同比-0.8pts 至 22.5%。根据业绩会，大货、儿童门店数同比分别约-1%/-6%，店效分别约+2%/+3%，线下发货收入基本稳定。灯塔计划通过升级店铺和整合低效小店稳定加盟商基本盘，增长更多来自渠道效率而非店数扩张。

FILA 品牌收入 150.45 亿元，同比+6.1%。毛利率 67.8%、同比-0.2pts，主要受较低毛利电商占比提升及产品质感升级投入影响；运营效率改善推动 OPM 同比+1.0pt 至 28.7%，经营利润 43.15 亿元、同比+9.7%。业绩会披露，线下收入+低单位数、线上+10%以上，折扣改善及线下调整逐步见效；服装恢复+高单位数，女性服装占比+2pts 至 40%以上，网球与高尔夫保持+低双位数，品牌增长逐步得到更多品类支撑。

其他品牌收入 106.91 亿元，同比+44.2%，贡献集团收入增量约 66.1%；经营利润 35.38 亿元，同比+43.9%。毛利率 73.1%、同比-0.8pts，OPM 为 33.1%、同比-0.1pts。上半年迪桑特、可隆流水分别+25%-30%/+45%以上，品牌经营利润率略有改善；迪桑特全渠道折扣保持 9 折以上。

图 1：公司各品牌分季度增速情况

品牌	品类	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026H1
	整体	+高单位数	+低单位数	+低单位数	-低单位数	+高单位数 【线下+高单位数】	+低单位数	+中单位数
安踏	成人	+高单位数	+低单位数	+低单位数	-	线下+中单位数 线上+低双位数	线下负增长	线下+低单位数
	儿童	+高单位数	+低单位数	+中单位数	-	线下+高单位数 线上+20%↑	线下负增长	
	电商	+低双位数	-	+高单位数	+低单位数	+中双位数	+低双位数	+低双位数
	整体	+高单位数	+中单位数	+低单位数	+中单位数	+低双位数	+低单位数	+中单位数
FILA	成人	+中单位数	+高单位数	+低单位数	+高单位数	线下+高单位数 线上+低双位数	线下负增长	线下+中单位数
	儿童	+低双位数	+中单位数	-	+低单位数	线下+低双位数 线上+20%↑	线下负增长	
	FUSION	+中双位数	+中单位数	-	+低单位数	线下+低双位数 线上+高单位数	+中单位数	
	电商	+20%↑	-	+高单位数	+低双位数	-	+低双位数	+低双位数
	整体	+~70%	+60~65%	+~55%	+35~40%	+40~45%	+25~30%	+35~40%
其他品牌	迪桑特	+~60%	+40%↑	+30%	+25~30%	+30~35%	+20%↑	+25~30%
	可隆	+~100%	+70%↑	+70%	+50~55%	+50~55%	+40%↑	+45%↑
	MAIA ACTIVE	+高双位数	+30%↑	+45%	+25~30%	+30~35%	+25%↑	+~30%

资料来源：公司公告、公司经营会议整理、国元证券经纪（香港）整理

➤ 全年指引维持，主品牌渠道提效，户外品牌拓展区域与店效

根据业绩会内容，6-7 月行业中高端和大众品牌表现均有一定压力，但公司维持全年流水指引：安踏+低单位数、FILA+中单位数、其他品牌+20%–25%；全年 OPM 目标分别约 20%/25%/高于 25%。

安踏品牌在市场份额、盈利与库存健康之间保持平衡，存量街铺通过灯塔计划升级，增量渠道聚焦购物中心、奥莱及电商；冠军店模型逐步跑通，SV 与超级安踏仍按店型验证结果控制扩张。

FILA 品牌上半年利润率情况符合管理层预期，上半年线上折扣保持稳定，线下调整展现成效，品牌会继续将改善收益投入面料和产品研发。

迪桑特、可隆继续以产品、会员及店效支持增长，并由北方优势区域向全国拓展。狼爪中国下半年计划推出新形象店、逐步提高直营占比，管理层目标 2027 年实现中国业务盈利。狼爪及 MAIA 品牌预计 2026 年仍可能亏损，但在计划范围内，表现略好于原预算。

国际化战略先聚焦东南亚，管理层预计 2026 年海外收入接近 20 亿元，中期目标约五年达到 100 亿元；彪马股权交易预计第四季度完成，现阶段重在经营现有品牌与推进转型。

➤ 维持“买入”评级，目标价 103.77 港元：

我们认为，目前鞋服行业受到宏观消费环境较为疲弱影响，短期行业内仍维持竞争激烈的局面。公司旗下在大众运动和户外高势能领域均有能在逆风环境下持续跑赢行业的领先品牌，且未来也将持续孵化其他具备新鲜血液的新高势能品牌。

因此我们认为公司具备长期竞争力，目前静态 PE 约 13.0 倍（不含少数股东损益），估值较为便宜，建议持续关注。

我们预计公司 FY26E 至 FY28E 营收分别为 885.9/967.7/1051.2 亿元，同比 +10.4%/+9.2%/+8.6%；归母净利润分别为 156.6/167.0/185.3 亿元，同比+15.3%/+6.6%/+10.9%。维持买入评级，目标价 103.77 港元，对应 26E 财年的 PE 约 16.0 倍，对应静态 PE 约 18.4 倍，目标价较现价预计升幅为 40.9%。

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			
				2025/26	26/27E	27/28E	28/29E
港股							
2331.HK	李宁	12.93	334.2	9.6	11.7	10.3	9.1
1368.HK	特步国际	3.42	96.1	6.5	7.0	6.2	5.7
1361.HK	361度	4.40	95.4	6.0	5.7	5.1	4.7
6110.HK	滔搏	1.00	62.0	4.3	4.5	4.5	4.1
3813.HK	宝胜国际	0.36	19.0	6.2	6.0	4.6	4.0
	平均值		121.3	6.5	7.0	6.1	5.5
2020.HK	安踏体育	73.65	2,059.7	13.0	11.3	10.6	9.6

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

行业库存风险超预期上升

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	2025A	2026H1	2026E	2027E	2028E
流动资产	59,656	61,880	71,429	83,624	97,091
现金	12,181	16,994	24,100	36,365	48,176
定期存款	24,275	26,403	24,275	24,275	24,275
应收账款	4,616	3,788	5,078	5,585	6,144
存货	12,152	10,354	11,544	10,967	12,064
其他	6,432	4,341	6,432	6,432	6,432
非流动资产	64,639	67,066	65,950	67,754	69,768
物业、厂房及设备	5,366	5,640	5,903	6,493	7,142
有使用权资产	10,926	10,209	12,019	13,220	14,543
无形资产	4,253	4,079	4,040	3,838	3,646
其他	44,094	47,138	43,988	44,202	44,437
资产总计	124,295	128,946	137,379	151,378	166,858
流动负债	33,358	32,351	34,762	36,282	37,928
短期借款	11,532	12,849	12,109	12,714	13,350
应付账款	4,158	3,527	4,615	5,123	5,687
租赁	3,687	3,607	3,687	3,687	3,687
应交税费	3,698	2,891	4,068	4,475	4,922
其他	10,283	9,477	10,283	10,283	10,283
非流动负债	18,532	17,148	19,208	19,951	20,769
长期借款	11,770	10,639	11,770	11,770	11,770
递延税项负债	1,984	2,259	2,182	2,401	2,641
其他	4,778	4,250	5,256	5,781	6,359
负债合计	51,890	49,499	53,970	56,233	58,698
股本	269	269	269	269	269
储备	65,513	71,404	74,127	83,313	93,501
少数股东权益	6,623	7,774	9,013	11,563	14,390
归属于母公司的所有者权益	65,782	71,673	74,396	83,582	93,770
负债及权益合计	124,295	128,946	137,379	151,377	166,858

现金流量表					
会计年度	2025A	2026H1	2026E	2027E	2028E
除税前净利润	21,446	14,524	24,719	26,360	29,237
折旧摊销	6,158		3,258	3,584	3,943
财务费用	-897		-1,240	-194	0
营运资金变动	-1,368		1,277	989	-639
已付所得税	-5,242		-6,667	-7,109	-7,885
其它	899		213	202	192
经营活动现金流	20,996	13,081	21,560	23,832	24,847
投资活动现金流	-7,046	-3,787	-10,951	-13,008	-14,364
筹资活动现金流	-13,116	-4,434	-8,894	-9,285	-10,023
现金净增加额	834	4860	1,715	1,539	461
现金期初金额	11,390	12181	12,181	13,896	15,436
现金期末金额	12,181	16994	13,896	15,436	15,897

利润表					
单位：百万元					
会计年度	2025A	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业收入	80,219	43,507	88,594	96,766	105,117
营业成本	-30,485	15,715	-33,283	-35,789	-38,037
毛利	49,734	27,792	55,311	60,977	67,080
销售费用	-28,456	-15,099	-31,894	-35,319	-38,368
管理费用	-5,186	-2,541	-5,493	-5,806	-6,307
其他收支净额	2,999	1,608	3,569	3,834	3,855
营业利润	19,091	11,760	21,493	23,685	26,260
财务费用净额	1,151	507	1,240	194	0
分占联营、合营公司公司溢利	1,203	708	1,985	2,481	2,977
股权投资的摊薄收益 (AMER)	1	1,549	0	0	0
除税前溢利	21,446	14,524	24,719	26,360	29,237
所得税	-5,784	-3,605	-6,667	-7,109	-7,885
净利润	15,662	10,919	18,052	19,251	21,352
少数股东损益	2,074	1,432	2,390	2,549	2,827
归属于母公司净利润	13,588	9,487	15,662	16,701	18,525
EPS基本 (元)	4.86	-	5.60	5.97	6.62

主要财务比率					
会计年度	2025A	2026H1	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入yoy	13.3%	12.9%	10.4%	9.2%	8.6%
营业利润yoy	15.0%	16.1%	12.6%	10.2%	10.9%
归母净利润yoy	-12.9%	34.9%	15.3%	6.6%	10.9%
盈利能力					
毛利率	62.0%	63.9%	62.4%	63.0%	63.8%
净利率	19.5%	25.1%	20.4%	19.9%	20.3%
归母净利率	16.9%	21.8%	17.7%	17.3%	17.6%
ROE	20.7%	13.2%	21.1%	20.0%	19.8%
偿债能力					
资产负债率	41.7%	38.4%	39.3%	37.1%	35.2%
负债权益比	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
流动比率	1.8	1.9	2.1	2.3	2.6
速动比率	1.4	1.6	1.7	2.0	2.2
营运能力					
存货周转天数	137	130	114	115	111
应收账款周转天数	21	17	18	20	20
每股资料 (元)					
每股收益	4.86	3.42	5.60	5.97	6.62
每股净资产	25.89	29.71	29.82	34.02	38.67
估值比率					
PE@73.65HKD	13.0	-	11.3	10.6	9.6
PB	2.4	-	2.1	1.9	1.6

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>