

# 安踏体育 (02020.HK)

## 一季度流水增长提速，库存与折扣保持稳定

优于大市

## ◆ 公司研究 · 海外公司快评

## ◆ 纺织服饰 · 服装家纺

## ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn  
证券分析师: 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004  
执证编码: S0980523070003

### 事项:

4月13日,公司公告第一季度最新营运表现,2026第一季度,安踏主品牌录得高单位数正增长,FILA录得10-20%低段正增长,其他品牌录得40-45%正增长。

### 国信纺服观点:

1、**2026年第一季度:**各品牌流水增长环比均提速,折扣稳定,库销比维持在健康水平;管理层维持全年流水增长指引及经营利润率指引;

2、**风险提示:**关税政策不确定性;品牌形象受损;市场的系统性风险。

3、**投资建议:**看好集团多品牌全球化运营下,持续好于行业的成长潜力。2026年一季度受益于春节错峰等短期因素,各品牌流水增长提速,尤其FILA实现高质量双位数增长,迪桑特、可隆延续强劲表现。集团在渠道升级、海外拓展及品牌运营上持续推进,中长期竞争力稳固。我们维持盈利预测,预计公司2026-2028年归母净利润分别为139.8/157.3/175.1亿元,同比增长2.9%/12.5%/11.3%。维持107-112港元目标价,对应2026年20-21X PE,维持“优于大市”评级。

### 评论:

◆ **2026年第一季度:**各品牌流水增长环比均提速,折扣稳定,库销比维持在健康水平;管理层维持全年流水增长指引及经营利润率指引

1、**安踏品牌第一季度流水增长高单位数,季末库销比低于5个月,折扣同比基本稳定,渠道升级与海外拓展同步推进**

1) 分渠道流水:一季度全渠道流水实现高单位数增长,其中线下渠道增长高单位数,线上渠道增长中双位数。

2) 库销比:季末全渠道库销比维持在5个月以下,同比持平、环比改善,库存结构健康。

3) 零售折扣:线下折扣约72折,线上折扣约5折,基本维持去年同期水平。

4) 渠道与业态升级:“灯塔店计划”加速:全年计划新增约200家灯塔店(年底预计达约500家),并新增约100家简约版灯塔店,以持续提升加盟渠道形象。改造后的灯塔店首月店效平均提升25%。

5) 出海进展:正式启动印度市场进驻计划,与当地头部零售商Brandman Retail合作,预计2026年起在核心城市拓展门店;北美首家旗舰店于2026年初在纽约SOHO正式营业。

集团实施三年海外网点扩张计划,目标从2025年底的500个网点增加至2028年的1000个;中期目标为安踏品牌海外收入占比达15%。

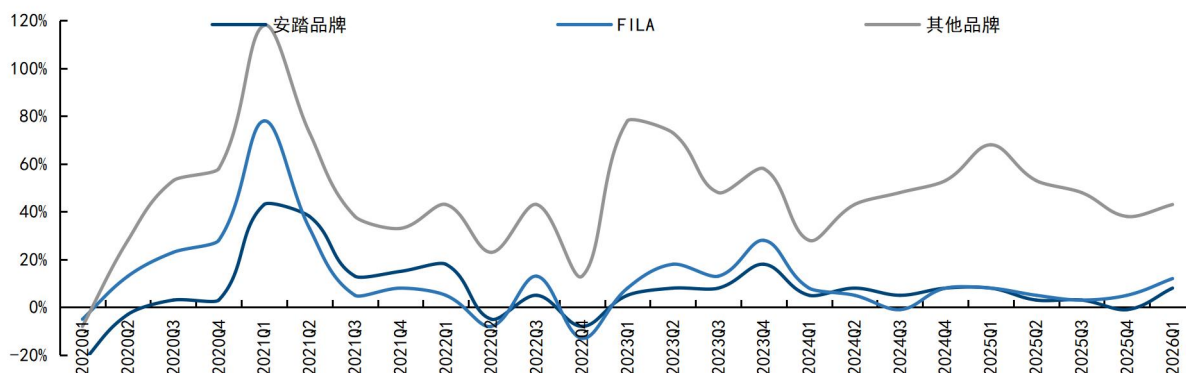
## 2、FILA 品牌第一季度流水增长 10-20%低段，季末库销比低于 5 个月同比改善，折扣同比基本稳定

- 1) 分渠道流水：一季度实现低双位数增长。线下渠道，FILA 大货高单位数增长，FILA 儿童低双位数增长，FILA FUSION 低双位数增长；线上渠道整体低双位数增长。
- 2) 库销比：季末全渠道库销比维持在 5 个月以下，同比改善半个月；
- 3) 零售折扣：线下折扣约 74 折，线上折扣约 6 折，基本维持去年同期水平。
- 4) 品牌与零售升级：围绕“ONE FILA”战略，以米兰冬奥和米兰时装周为契机强化高端运动时尚品牌定位；上海新一代形象店开业，多地推进门店升级，提升终端体验。

## 3、其他品牌第一季度流水增长 40-45%，迪桑特、可隆等多品牌延续高增

- 1) 分品牌流水：一季度迪桑特增长超过 30-35%，可隆（KOLON SPORT）增长 50-55%，MAIA 增长 30-35%。
- 2) 库销比：迪桑特与可隆季末全渠道库销比维持在 5 个月和 4 个月以下；
- 3) 零售折扣：迪桑特与可隆全渠道折扣均维持在 9 折以上；
- 4) 品牌建设：迪桑特发布国家队冬奥比赛服并举办高山滑雪赛事；可隆开设北京华贸旗舰店 LAB，并签约专业运动员强化户外背书；MAIA 聚焦品牌孵化，门店模型跑通，单店效率显著提升。

图1：公司分品牌季度流水增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 投资建议：看好集团多品牌全球化运营下，持续好于行业的成长潜力

2026 年一季度受益于春节错峰等短期因素，各品牌流水增长提速，尤其 FILA 实现高质量双位数增长，迪桑特、可隆延续强劲表现。集团在渠道升级、海外拓展及品牌运营上持续推进，中长期竞争力稳固。我们维持盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 139.8/157.3/175.1 亿元，同比增长 2.9%/12.5%/11.3%。维持 107-112 港元目标价，对应 2026 年 20-21X PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	70,826	80,219	87,979	95,812	104,391
(+/-%)	13.6%	13.3%	9.7%	8.9%	9.0%
净利润(百万元)	15596	13588	13978	15727	17506
(+/-%)	52.4%	-12.9%	2.9%	12.5%	11.3%
每股收益(元)	5.58	4.86	5.00	5.62	6.26
EBIT Margin	26.4%	24.8%	19.6%	20.1%	20.6%
净资产收益率(ROE)	25.3%	20.7%	19.2%	19.5%	19.6%
市盈率(PE)	13.8	15.9	15.4	13.7	12.3
EV/EBITDA	11.5	10.8	13.3	12.2	11.2
市净率(PB)	3.49	3.27	2.96	2.67	2.41

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			g	PEG
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025-2027	2026
2020.HK	安踏体育	优于大市	77.03	4.86	5.00	5.62	15.9	15.4	13.7	7.6%	2.03
可比公司											
2331.HK	李宁	优于大市	20.71	1.14	1.11	1.31	18.2	18.7	15.8	7.3%	2.58
1368.HK	特步国际	优于大市	4.19	0.49	0.46	0.54	8.6	9.1	7.7	5.6%	1.63
1361.HK	361度	优于大市	6.43	0.63	0.71	0.78	10.2	9.0	8.2	11.3%	0.79

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 风险提示

改革不及预期；品牌形象受损；市场的系统性风险。

### 相关研究报告：

- 《安踏体育(02020.HK)-2025年核心利润增长14%，FILA盈利能力提升》——2026-03-26
- 《安踏体育(02020.HK)-收购彪马29.06%股权，全球化战略进一步深化》——2026-01-27
- 《安踏体育(02020.HK)-四季度安踏集团增长稳健，各品牌全年增速达成管理层指引》——2026-01-22
- 《安踏体育(02020.HK)-四季度安踏集团增长稳健，各品牌全年增速达成管理层指引》——2026-01-21
- 《安踏体育(02020.HK)-三季度流水增长放缓，管理层调低安踏品牌流水指引》——2025-10-28

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	11390	12181	25092	39103	53215	营业收入	70826	80219	87979	95812	104391
应收款项	6723	7254	7665	8347	9094	营业成本	26794	30485	33374	36068	38992
存货净额	10760	12152	11564	11541	12481	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	703	1874	1609	1752	1909	销售费用	21673	25647	31680	34248	37185
<b>流动资产合计</b>	<b>52482</b>	<b>59656</b>	<b>72124</b>	<b>86938</b>	<b>102895</b>	管理费用	3693	4198	8876	9382	9937
固定资产	6152	7898	7992	8128	8310	财务费用	(991)	(1388)	(650)	(920)	(1002)
无形资产及其他	9439	12753	9565	6376	3188	投资收益	28	(718)	1847	2361	2941
投资性房地产	29873	27535	27535	27535	27535	资产减值及公允价值变动	0	0	0	1	2
长期股权投资	14669	16453	16453	16453	16453	其他收入	2199	887	6301	6579	6882
<b>资产总计</b>	<b>112615</b>	<b>124295</b>	<b>133669</b>	<b>145430</b>	<b>158381</b>	营业利润	21884	21446	22847	25974	29104
短期借款及交易性金融负债	8583	11532	5766	5478	4930	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	8552	8764	11640	12585	13610	利润总额	21884	21446	22847	25974	29104
其他流动负债	11458	13062	16798	18171	19699	所得税费用	4895	5784	5790	6511	7214
<b>流动负债合计</b>	<b>28593</b>	<b>33358</b>	<b>34204</b>	<b>36233</b>	<b>38239</b>	少数股东损益	1393	2074	3079	3737	4384
长期借款及应付债券	12233	11770	11770	11770	11770	归属于母公司净利润	15596	13588	13978	15727	17506
其他长期负债	5050	6762	6762	6762	6762	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>17283</b>	<b>18532</b>	<b>18532</b>	<b>18532</b>	<b>18532</b>	净利润	15596	13588	13978	15727	17506
<b>负债合计</b>	<b>45876</b>	<b>51890</b>	<b>52736</b>	<b>54765</b>	<b>56771</b>	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	5010	6623	8163	10031	12223	折旧摊销	5471	6335	4094	4153	4218
股东权益	61729	65782	72771	80634	89387	公允价值变动损失	0	0	0	(1)	(2)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>112615</b>	<b>124295</b>	<b>133669</b>	<b>145430</b>	<b>158381</b>	财务费用	(991)	(1388)	(650)	(920)	(1002)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	(640)	(1278)	7054	1515	709
每股收益	5.58	4.86	5.00	5.62	6.26	其它	1393	2074	1540	1868	2192
每股红利	2.55	1.08	2.50	2.81	3.13	经营活动现金流	21820	20719	26666	23263	24622
每股净资产	22.07	23.52	26.02	28.83	31.96	资本开支	(6658)	(8081)	(1000)	(1100)	(1210)
ROIC	33%	28%	26%	33%	41%	其它投资现金流	(12558)	761	0	0	0
ROE	25%	21%	19%	20%	20%	投资活动现金流	(24602)	(9104)	(1000)	(1100)	(1210)
毛利率	62%	62%	62%	62%	63%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	26%	25%	20%	20%	21%	负债净变化	1285	(463)	0	0	0
EBITDA Margin	34%	33%	24%	24%	25%	支付股利、利息	(6655)	(6866)	(6989)	(7863)	(8753)
收入增长	14%	13%	10%	9%	9%	其它融资现金流	9684	3835	(5766)	(288)	(548)
净利润增长率	52%	-13%	3%	13%	11%	融资活动现金流	(1056)	(10824)	(12755)	(8152)	(9301)
资产负债率	45%	47%	46%	45%	44%	现金净变动	(3838)	791	12911	14011	14112
息率	2.9%	3.0%	3.0%	3.4%	3.8%	货币资金的期初余额	15228	11390	12181	25092	39103
P/E	13.8	15.9	15.4	13.7	12.3	货币资金的期末余额	11390	12181	25092	39103	53215
P/B	3.5	3.3	3.0	2.7	2.4	企业自由现金流	12686	10977	24396	20802	22073
EV/EBITDA	11.5	10.8	13.3	12.2	11.2	权益自由现金流	24424	15362	18681	20785	22011

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032