

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅  
港元 84.95 港元 108.70 +28.0%

2026年4月14日

## 安踏 (2020 HK)

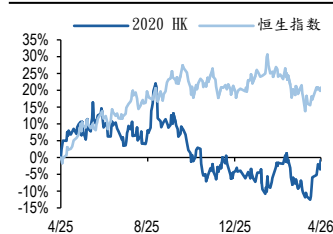
### 1 季度流水超预期回暖，多品牌协同发展；维持目标价和买入评级

- 1 季度流水超预期回暖，管理层维持全年指引不变：2026 年 1 季度公司整体流水在春节错峰及气温偏暖等因素推动下表现回暖，期内安踏/FILA/所有其他品牌流水分别同比增长高单位数/10-20%低段/40-45%。管理层指出 1 季度部分受到春节假期效应正面拉动，考虑到行业趋势不确定性仍存，因此维持此前全年流水指引，即安踏/FILA/其他品牌分别同比增长低单位数/中单位数/20%以上。我们继续看好公司在复杂环境下展现出的经营韧性，有望在行业复苏周期中获得更大的市场份额。维持目标价 108.70 港元和买入评级。
- 安踏主品牌稳健增长，持续推进门店优化：1 季度安踏品牌流水录得同比高单位数增长（2025 年 4 季度：下降低单位数），其中线下高单位数/线上中双位数增长；电商渠道 1 季度服装品类调整成效明显，鞋类仍在优化中，预计下半年有更好效果。折扣和库存方面，期内大货线下折扣率稳定在 72 折左右，线上 5 折；库销比维持在 5 倍以下的健康区间，同比持平、环比改善。灯塔店计划稳步推进，改造后首月店效平均提升 25%，公司计划年内新增约 200 家至约 500 家规模，并新增约 100 家简约版灯塔店，推动提升加盟渠道的运营质量。
- FILA 品牌流水恢复超预期：FILA 品牌 1 季度流水加速至同比低双位数增长，较 2025 年 4 季度（中单位数增长）环比明显改善。细分来看，FILA 大货/儿童/FUSION 线下流水分别同比增长高单位数/低双位数/低双位数，线上整体同比增长低双位数。折扣方面，1 季度线下/线上折扣分别为 74/6 折（2025 年 4 季度：73/55 折），整体保持稳定。库存方面，1 季度末库销比回落至低于 5 个月水平，同比改善约半个月。
- 其他品牌延续高增：其他品牌延续高增长态势，迪桑特/可隆/Maia Active 1 季度分别录得同比增速 30-35%/50-55%/30-35%。迪桑特整体折扣保持在 9 折以上、库销比约 5 个月，持续强化冰雪专业形象并拓展女性产品线。可隆折扣维持 9 折以上、库销比 4 个月以下，户外专业形象持续深化。

#### 个股评级

买入

#### 1 年股价表现



资料来源：FactSet

#### 股份资料

52周高位（港元）	104.40
52周低位（港元）	74.85
市值（百万港元）	235,353.98
日均成交量（百万）	14.55
年初至今变化（%）	5.46
200天平均价（港元）	82.15

资料来源：FactSet

#### 肖凯希

cathy.xiao@bocomgroup.com  
(852) 3766 1856

#### 财务数据一览

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(百万人民币)	70,826	80,219	86,097	91,890	97,331
同比增长(%)	13.6	13.3	7.3	6.7	5.9
净利润(百万人民币)	15,596	13,588	13,925	14,900	16,054
每股盈利(人民币)	5.37	4.68	4.85	5.19	5.60
同比增长(%)	50.3	-12.8	3.7	7.0	7.7
市盈率(倍)	13.8	15.8	15.3	14.3	13.2
每股账面净值(人民币)	21.24	22.65	25.35	27.95	30.75
市账率(倍)	3.49	3.27	2.92	2.65	2.41
股息率(%)	2.5	3.0	3.4	3.6	3.9

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

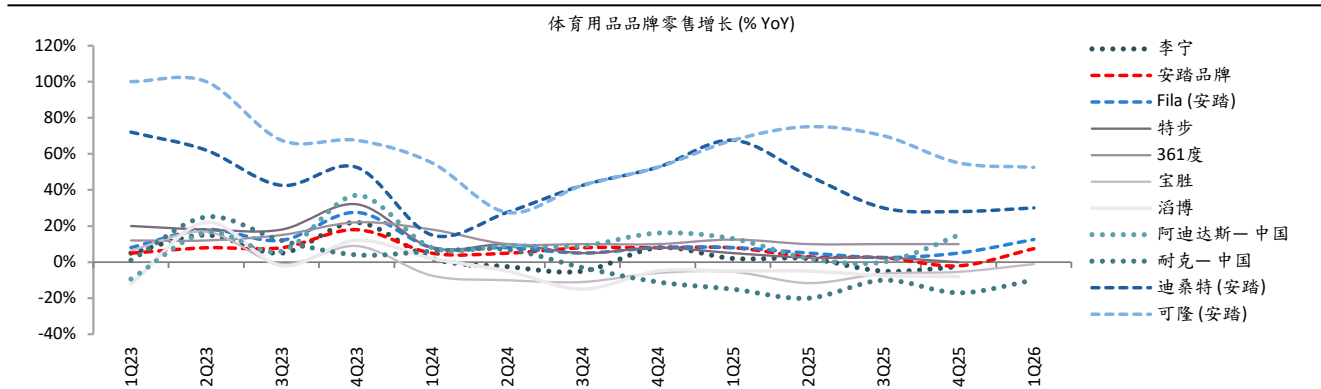
图表 1：历史财务数据及核心收入假设

关键假设 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	70,826	80,219	86,097	91,890	97,331
同比	13.6%	13.3%	7.3%	6.7%	5.9%
<b>分品牌收入:</b>					
安踏品牌	33,522	34,754	35,588	36,300	37,026
FILA	26,626	28,469	29,978	31,507	32,609
其他品牌	10,678	16,996	20,531	24,083	27,696
毛利率	62.2%	62.0%	62.1%	62.2%	62.3%
经营利润率	23.4%	23.8%	23.3%	23.5%	23.6%
净利润率	22.0%	16.9%	16.2%	16.2%	16.5%

资料来源：公司资料，交银国际预测

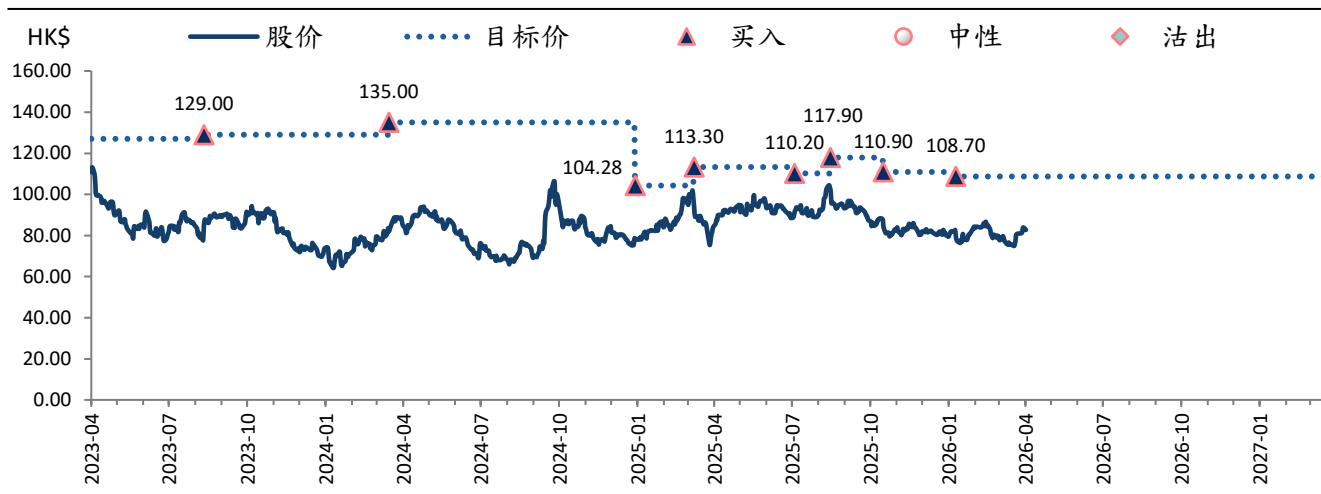
## 行业数据-体育用品同行比较

图表 2：体育用品品牌季度零售增长



资料来源：公司资料，交银国际

图表 3：安踏 (2020 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 4：交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
9992 HK	泡泡玛特	买入	151.50	232.80	53.7%	2026 年 03 月 26 日	潮流玩具
1876 HK	百威亚太	买入	7.65	8.90	16.3%	2026 年 02 月 13 日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	26.74	35.90	34.3%	2025 年 08 月 20 日	啤酒
3288 HK	海天味业	买入	37.14	41.30	11.2%	2026 年 03 月 30 日	调味品
600887 CH	伊利股份	买入	25.96	34.50	32.9%	2025 年 09 月 01 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	17.09	21.51	25.9%	2025 年 08 月 29 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	7.44	12.30	65.3%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	3.35	4.00	19.3%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	19.64	13.40	-31.8%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	12.10	10.40	-14.0%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	48.06	74.10	54.2%	2026 年 03 月 31 日	纺服代工
6690 HK	海尔智家	买入	20.64	30.10	45.8%	2026 年 03 月 30 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	75.78	96.20	26.9%	2025 年 09 月 01 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	37.16	52.96	42.5%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	27.88	22.64	-18.8%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	1.90	1.90	0.0%	2026 年 03 月 31 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	30.36	45.50	49.9%	2026 年 04 月 01 日	零售
2331 HK	李宁	买入	22.22	23.80	7.1%	2026 年 03 月 20 日	运动品牌
2020 HK	安踏	买入	82.65	108.70	31.5%	2026 年 01 月 21 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	中性	0.41	0.49	21.0%	2026 年 03 月 13 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	2.75	2.98	8.3%	2025 年 06 月 26 日	体育用品经销商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2026 年 4 月 13 日

## 财务数据

损益表(百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	70,826	80,219	86,097	91,890	97,331
主营业务成本	(26,794)	(30,485)	(32,631)	(34,734)	(36,694)
<b>毛利</b>	<b>44,032</b>	<b>49,734</b>	<b>53,466</b>	<b>57,155</b>	<b>60,637</b>
销售及管理费用	(29,845)	(33,642)	(35,889)	(38,278)	(40,569)
其他经营净收入/费用	2,408	2,999	2,488	2,706	2,863
<b>经营利润</b>	<b>16,595</b>	<b>19,091</b>	<b>20,065</b>	<b>21,583</b>	<b>22,931</b>
财务成本净额	1,388	1,151	881	931	991
应占联营公司利润及亏损	3,669	1,203	1,323	1,456	1,601
其他非经营净收入/费用	232	1	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>21,884</b>	<b>21,446</b>	<b>22,269</b>	<b>23,970</b>	<b>25,523</b>
税费	(4,895)	(5,784)	(5,790)	(6,232)	(6,636)
非控股权益	(1,393)	(2,074)	(2,554)	(2,838)	(2,833)
<b>净利润</b>	<b>15,596</b>	<b>13,588</b>	<b>13,925</b>	<b>14,900</b>	<b>16,054</b>

资产负债表(百万元人民币)					
截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	11,390	12,181	15,412	18,317	20,100
有价证券	19,037	24,275	24,275	24,275	24,275
应收账款及票据	7,225	8,360	8,964	9,567	10,133
存货	10,760	12,152	13,008	13,846	14,627
其他流动资产	4,070	2,688	2,688	2,688	2,688
<b>总流动资产</b>	<b>52,482</b>	<b>59,656</b>	<b>64,346</b>	<b>68,693</b>	<b>71,824</b>
物业、厂房及设备	4,687	5,366	6,256	7,369	8,759
其他有形资产	1,465	2,532	2,532	2,532	2,532
无形资产	2,034	4,253	6,874	9,413	12,340
合资企业/联营公司投资	0	0	0	0	0
其他长期资产	51,947	52,488	55,687	59,824	65,171
<b>总长期资产</b>	<b>60,133</b>	<b>64,639</b>	<b>71,350</b>	<b>79,137</b>	<b>88,802</b>
<b>总资产</b>	<b>112,615</b>	<b>124,295</b>	<b>135,696</b>	<b>147,830</b>	<b>160,626</b>
短期贷款	8,583	11,532	11,532	11,532	11,532
应付账款	13,349	14,382	15,395	16,387	17,311
其他短期负债	6,661	7,444	7,743	8,061	8,602
<b>总流动负债</b>	<b>28,593</b>	<b>33,358</b>	<b>34,669</b>	<b>35,980</b>	<b>37,446</b>
长期贷款	12,233	11,770	11,770	11,770	11,770
其他长期负债	5,050	6,762	7,335	7,870	8,340
<b>总长期负债</b>	<b>17,283</b>	<b>18,532</b>	<b>19,105</b>	<b>19,640</b>	<b>20,110</b>
<b>总负债</b>	<b>45,876</b>	<b>51,890</b>	<b>53,774</b>	<b>55,620</b>	<b>57,556</b>
股本	15,676	16,049	16,049	16,049	16,049
储备及其他资本项目	46,053	49,733	56,695	64,145	72,173
<b>股东权益</b>	<b>61,729</b>	<b>65,782</b>	<b>72,744</b>	<b>80,194</b>	<b>88,222</b>
非控股权益	5,010	6,623	9,177	12,015	14,848
<b>总权益</b>	<b>66,739</b>	<b>72,405</b>	<b>81,922</b>	<b>92,210</b>	<b>103,070</b>

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表(百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	21,884	21,446	22,269	23,970	25,523
折旧及摊销	1,166	1,548	1,990	2,519	3,172
营运资本变动	(1,860)	(1,368)	425	404	588
税费	(4,532)	(5,784)	(5,790)	(6,232)	(6,636)
其他经营活动现金流	584	7,228	6,997	8,788	10,739
<b>经营活动现金流</b>	<b>17,242</b>	<b>23,070</b>	<b>25,891</b>	<b>29,449</b>	<b>33,386</b>
资本开支	(3,327)	(2,571)	(2,604)	(3,255)	(4,068)
投资活动	(8,471)	352	(9,656)	(12,080)	(15,720)
其他投资活动现金流	(1,811)	(4,827)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(13,609)</b>	<b>(7,046)</b>	<b>(12,259)</b>	<b>(15,335)</b>	<b>(19,788)</b>
负债净变动	(1,323)	1,433	(884)	(921)	(954)
权益净变动	0	(1,716)	0	0	0
股息	(6,072)	(7,673)	(6,962)	(7,450)	(8,027)
其他融资活动现金流	3,658	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(3,737)</b>	<b>(7,956)</b>	<b>(7,847)</b>	<b>(8,371)</b>	<b>(8,981)</b>
汇率收益/损失	46	(43)	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>15,228</b>	<b>11,390</b>	<b>12,181</b>	<b>15,412</b>	<b>18,317</b>
<b>年末现金</b>	<b>11,390</b>	<b>12,181</b>	<b>15,412</b>	<b>18,317</b>	<b>20,100</b>

财务比率					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	5.367	4.679	4.853	5.193	5.595
全面摊薄每股收益	5.367	4.679	4.853	5.193	5.595
每股股息	1.828	2.230	2.504	2.679	2.887
每股账面值	21.242	22.652	25.354	27.950	30.748
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	62.2	62.0	62.1	62.2	62.3
EBITDA利润率	30.6	27.2	27.2	27.8	28.5
EBIT利润率	28.9	25.3	24.8	25.1	25.2
净利率	22.0	16.9	16.2	16.2	16.5
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	15.2	11.5	10.7	10.5	10.4
ROE	27.6	21.3	20.1	19.5	19.1
ROIC	19.8	15.1	14.0	13.6	13.4
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	14.1	15.4	9.6	5.4	3.1
流动比率	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9
存货周转天数	122.4	137.2	140.7	141.1	141.6
应收账款周转天数	21.4	20.9	20.3	20.3	20.4
应付账款周转天数	51.3	50.8	48.2	48.3	48.5

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拔康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司及上海易景信息科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司及光大证券股份有限公司的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。