

2026年4月14日
 安踏体育 (2020.HK)

公司动态分析

证券研究报告

运动鞋服

投资评级: **买入**

维持评级

6个月目标价 **113 港元**

股价 2026-4-13 **82.65 港元**

零售流水超预期，开年表现亮眼

事件:安踏体育公布2026年Q1经营情况,其中安踏主品牌录得高单位数增长,FILA 录得低双位数增长,其他品牌录得 40-45%增长。综合考虑,我们预测2026-2028年EPS为5.60/5.81/6.35元,目标价113港元,维持“买入”评级。

报告摘要

安踏主品牌: 26Q1 主品牌零售流水同比实现高单位数增长,环比显著改善,主要受益于春节错峰以及气温上升带动春夏产品提前上市的影响。线下渠道录得高单位数增长,其中大货/儿童分别增长中单位数/高单位数;线上渠道实现中双位数增长,其中服装品类表现突出,鞋类持续优化,预计将在下半年完成。折扣方面基本维持稳定,线下72折,线上5折。库销比小于5,同比持平环比改善。公司将持续推进门店升级计划,2026年预计新增约200家灯塔店,年底预计灯塔店总数达到500家。2026年公司正式进入印度市场,北美首家安踏旗舰店也于26年初落地,进一步提升品牌的国际影响力。

FILA: 26Q1 FILA 零售流水录得低双位数增长,符合预期。其中线下大货/儿童/Fusion同比增长高单位数/低双位数/低双位数。2025年FILA开始战略转型,在新CEO的领导下也交出了亮眼的答卷,26年开年也打造了“回到米兰”的战役,使得FILA重返米兰时装周。折扣方面,线下74折,线上6折,基本与去年持平。库销比小于5,同比改善。在Q1的铺垫下,相信接下来FILA也有望继续实现可持续增长。

其他品牌: 26Q1 其他品牌零售流水同比增长40-45%,维持高增长态势。迪桑特同比增长30-35%,作为集团第三个百亿品牌,继续保持快速增长,线上线下载均为9折以上,库销比5左右。可隆同比增长50-55%,去年已经突破60亿元,在此基数上仍保持了较高增长,线上线下载均为9折以上,库销比小于4,持续巩固户外壁垒;Maia Active同比增长30-35%,目前仍处孵化阶段,其前五大产品贡献约30%销售额,持续打造核心产品矩阵。此外,Puma收购目前仍在监管审批流程中,预计2026年下半年完成交割。

投资建议: 考虑到消费环境存在不确定性,基于谨慎性原则,我们维持此前预测,预期2026-2028年EPS为5.60/5.81/6.35元,参考行业平均估值并考虑龙头溢价,给予2026年18倍PE,目标价113港元,维持“买入”评级。

风险提示: 宏观下行,零售环境恶化;行业竞争加剧;渠道拓展不及预期。

财务及估值摘要

(年结31/12; RMB 百万)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	70,826	80,219	87,555	96,392	104,516
增长率 (%)	13.6%	13.3%	9.1%	10.1%	8.4%
归母净利润	15,596	13,588	15,578	16,144	17,660
增长率 (%)	50.7%	-7.8%	14.6%	3.6%	9.4%
毛利率 (%)	62.2%	62.0%	62.2%	62.4%	62.6%
归母净利率 (%)	22.0%	16.9%	17.8%	16.7%	16.9%
每股盈利 (元)	5.55	4.89	5.60	5.81	6.35
每股净资产 (元)	23.64	25.89	29.23	32.70	36.48
市盈率	13.10	14.87	12.98	12.53	11.45
市净率	3.08	2.81	2.49	2.22	1.99
股息收益率 (%)	3.24	3.37	3.06	3.17	3.47

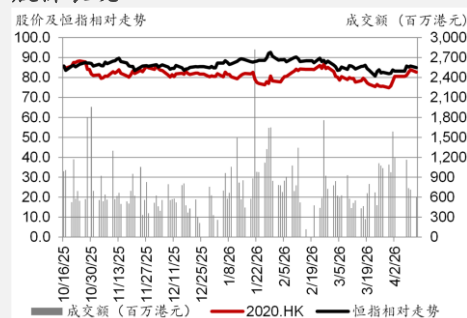
数据来源:公司资料,国投证券国际预测

总市值(百万港元)	231,143.40
流通市值(百万港元)	231,143.40
总股本(百万股)	2,796.65
流通股本(百万股)	2,796.65
12个月低/高(港元)	74.2/88.8
平均成交(百万港元)	855.58

股东结构

安踏国际	42.95%
The DSZ Family Trust	9.88%
先锋领航	1.96%
贝莱德	1.88%
摩根大通	1.88%
其他	41.46%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.60	7.65	-21.42
绝对收益	6.37	4.09	1.28

数据来源: Wind、港交所、公司

杨怡然 CFA

消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

利润表 (RMB 百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	70,826	80,219	87,555	96,392	104,516
销售成本	-26,794	-30,485	-33,073	-36,268	-39,095
毛利	44,032	49,734	54,481	60,125	65,421
销售费用	-25,647	-28,456	-31,345	-34,605	-37,626
管理费用	-4,198	-5,186	-5,691	-6,265	-6,794
经营溢利	16,595	19,091	20,172	22,215	24,179
财务开支	1,388	1,151	702	908	1,104
分占合营公司亏损	0	0	0	0	0
税前利润	21,884	21,446	23,941	24,810	27,140
所得税	-4,895	-5,784	-5,985	-6,203	-6,785
期内净利润	16,989	15,662	17,956	18,608	20,355
归母净利润	15,596	13,588	15,578	16,144	17,660
少数股东应占利润	1,393	2,074	2,378	2,464	2,695
EPS (元)	5.55	4.89	5.60	5.81	6.35
同比增长率					
收入 (%)	13.58%	13.26%	9.14%	10.09%	8.43%
归母净利润 (%)	52.36%	-12.88%	14.65%	3.63%	9.39%

资产负债表 (RMB 百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	11,390	12,181	17,321	20,450	28,376
应收账款	4,463	4,616	5,459	5,633	6,394
存货	10,760	12,152	10,501	14,340	12,438
其他流动资产	25,869	30,707	33,529	32,988	34,605
流动资产总额	52,482	59,656	66,811	73,411	81,812
固定资产	4,687	5,366	6,373	7,591	9,031
无形资产	2,034	4,253	4,381	4,512	4,647
其他非流动资产	53,412	55,020	55,992	56,994	58,027
非流动资产总额	60,133	64,639	66,745	69,097	71,705
总资产	112,615	124,295	133,556	142,507	153,517
应付账款	4,332	4,158	5,084	5,051	5,875
短期银行贷款	8,583	11,532	10,379	9,341	8,407
应付即期税项	3,386	3,698	3,883	4,077	4,281
其他流动负债	12,292	13,970	14,669	15,402	16,172
流动负债总额	28,593	33,358	34,015	33,871	34,734
租赁负债	4,125	4,775	5,014	5,264	5,528
其他非流动负债	13,158	13,757	12,775	11,934	11,221
非流动负债总额	17,283	18,532	17,789	17,199	16,749
总负债	45,876	51,890	51,804	51,069	51,483
归属股东权益	61,729	65,782	75,129	84,815	95,411
少数股东权益	5,010	6,623	6,623	6,623	6,623
股东权益	66,739	72,405	81,752	91,438	102,034

(转下页)

现金流量表 (RMB 百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
除税前溢利	21,884	21,446	23,941	24,810	27,140
营运资金变化	-3,144	-1,719	1,735	-4,047	1,966
折旧及摊销	5,328	6,158	5,542	4,988	4,489
经营活动现金流	16,741	20,996	19,982	18,086	24,731
资本开支	-2,614	-1,419	-1,561	-1,717	-1,889
其他投资活动	-12,250	-5,627	2,428	1,092	-1,038
投资活动现金流	-14,864	-7,046	867	-625	-2,926
负债变化	7,647	1,040	-1,907	-1,653	-1,421
股本变化	-1,851	-1,952	-1,952	-1,952	-1,952
其他融资活动	-11,557	-12,204	-11,849	-10,728	-10,505
融资活动现金流	-5,761	-13,116	-15,708	-14,333	-13,878
现金变化	-3,884	834	5,140	3,128	7,926
期初持有现金	15,228	11,390	12,181	17,321	20,450
汇率变动	46	-43	0	0	0
期末持有现金	11,390	12,181	17,321	20,450	28,376

重点财务数据					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
毛利率	62.2%	62.0%	62.2%	62.4%	62.6%
归母净利率	22.0%	16.9%	17.8%	16.7%	16.9%
ROE	25.4%	19.5%	20.2%	18.6%	18.3%
营运表现					
营销费用/收入(%)	42.1%	41.9%	42.3%	42.4%	42.5%
实际税率(%)	22.4%	27.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股息支付率(%)	42.7%	50.4%	40.0%	40.0%	40.0%
库存周转天数	122.4	137.2	125.0	125.0	125.0
应付账款天数	21.1	20.7	21.0	21.0	21.0
应收账款天数	51.3	50.8	51.0	51.0	51.0
杠杆比率					
资本负债率	40.7%	41.7%	38.8%	35.8%	33.5%
总资产/股本	1.69	1.72	1.63	1.56	1.50
利息覆盖倍数	0.69	0.72	0.63	0.56	0.50

资料来源：公司公告，国投证券国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级：**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国投证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010