

买入

26Q1 零售流水增长亮眼，安踏、FILA 品牌超预期

安踏体育 (2020.HK)

2026-04-14 星期二

【投资要点】

➤ 26Q1 各品牌流水超预期，安踏、FILA 品牌表现亮眼

公司 FY26Q1 经营流水超预期，其中安踏品牌+高单位数 (VS.全年指引+低单位数)；FILA+低双位数 (VS.全年指引+中单位数)；迪桑特+30~35%、可隆+50~55%、MAIA ACTIVE+30~35% (VS.其他品牌+20%以上)。

根据交流内容，一季度整体表现超管理层预期，分月份表现来看，1-2 月增速较快，主要是 26 年春节错期导致一部分 25 年 12 月需求延迟到 26 年释放，随后 3 月增速回落，4 月至今的表现符合预期。对于全年预期，管理层维持审慎理性态度，如果随后再有表现优异季度则考虑调整全年业绩指引。

● 分品牌数据看：

安踏品牌全渠道流水+高单位数，其中线下+高单位数、线上+中双位数。安踏大货线下+中单位数，线上+低双位数，安踏儿童线下+高单位数，线上+20%以上。品牌线下折扣约 72 折，线上约 5 折，库销比维持在 5 个月以下。

去年“灯塔店”改造影响部分销售，今年落地的灯塔门店首月店效平均提升达 25%，店效提升有效拉动了品牌增长，公司今年拟新增 200 家灯塔店（共计 500 家）。

FILA 品牌全渠道+低双位数，其中大货线下+高单位数，线上+低双位数，FILA 儿童和 Fusion 线下增长均+低双位数，线上分别+20%、+高单位数。库销比降至 5 个月以下，同比改善约半个月，线下折扣率维持在 74 折的健康水平。

品牌通过深耕网球、高尔夫等高情感价值品类，正有效引导消费流回线下实体店。截至 25 年底客单价已达 1900 元，同比提升，一季度连带率稳步提升，小票数同步增加，显示新产品有效带动了新老客回购。

其他品牌整体+40~45%，其中迪桑特流水同比+30~35%，全渠道折扣维持 9 折以上，库销比约 5 个月；可隆流水+50~55%，全渠道折扣 9 折以上，库销比 4 月以下；MAIA ACTIVE 流水同比+30~35%，三家标杆门店月均销售同比+40%。

➤ 小幅提升盈利预测，维持买入评级，目标价 102.95 港元

小幅提升预测，我们预计公司 FY26E 至 FY28E 营收分别为 880.8/965.2/1050.7 亿元，同比+9.8%/+9.6%/+8.9%；归母净利润分别为 148.3/167.0/184.6 亿元，同比+9.1%/+12.7%/+10.5%。维持买入评级，目标价 102.95 港元，对应 26E 财年的 PE 约 17.0 倍，对应静态 PE 约 18.6 倍，目标价较现价预计升幅为 21.7%。

百万人民币	FY2024	FY2025	FY26E	FY27E	FY28E
营业额	70,826	80,219	88,079	96,523	105,073
同比增长 (%)	13.6%	13.3%	9.8%	9.6%	8.9%
归母净利润	15,596	13,588	14,828	16,704	18,455
同比增长 (%)	52.4%	-12.9%	9.1%	12.7%	10.5%
归母净利润率(%)	22.0%	16.9%	16.8%	17.3%	17.6%
每股盈利 (人民币)	5.55	4.86	5.30	5.97	6.60

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价： **102.95 港元**

现价： **84.95 港元**

预计升幅： **21.7%**

重要数据

日期 **2026-04-14**

收盘价 (港元) 84.95

总股本 (亿股) 27.97

总市值 (亿港元) 2375.75

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

安踏体育 (2020.HK) 更新报告-20260409

研究部

姓名：冯浩

SFC: BUQ780

电话：755-2151 9167

Email: fenghao@gzyq.com.hk

【报告正文】

➤ 26Q1 各品牌流水超预期，安踏、FILA 品牌表现亮眼

公司 FY26Q1 经营流水超预期，其中安踏品牌+高单位数（VS.全年指引+低单位数）；FILA+低双位数（VS.全年指引+中单位数）；迪桑特+30~35%、可隆+50~55%、MAIA ACTIVE+30~35%（VS.其他品牌+20%以上）。

根据交流内容，一季度整体表现超管理层预期，分月份表现来看，1-2 月增速较快，主要是 26 年春节错期导致一部分 25 年 12 月需求延迟到 26 年释放，随后 3 月增速回落，4 月至今的表现符合预期。对于全年预期，管理层维持审慎理性态度，如果随后再有表现优异季度则考虑调整全年业绩指引。

● 分品牌数据看：

安踏品牌全渠道流水+高单位数，其中线下+高单位数、线上+中双位数。安踏大货线下+中单位数，线上+低双位数，安踏儿童线下+高单位数，线上+20%以上。品牌线下折扣约 72 折，线上约 5 折，库销比维持在 5 个月以下。

去年“灯塔店”改造影响部分销售，今年落地的灯塔门店首月店效平均提升达 25%，店效提升有效拉动了品牌增长，公司今年拟新增 200 家灯塔店（共计 500 家）。

FILA 品牌全渠道+低双位数，其中大货线下+高单位数，线上+低双位数，FILA 儿童和 Fusion 线下增长均录得+低双位数，线上分别+20%、+高单位数。库销比降至 5 个月以下，同比改善约半个月，线下折扣率维持在 74 折的健康水平。

品牌通过深耕网球、高尔夫等高情感价值品类，正有效引导消费流回线下实体店。截至 25 年底客单价已达 1900 元，同比提升，一季度连带率稳步提升，小票数同步增加，显示新产品有效带动了新老客回购。

其他品牌整体+40~45%，其中迪桑特流水同比+30~35%，全渠道折扣维持 9 折以上，库销比约 5 个月；可隆流水+50~55%，全渠道折扣 9 折以上，库销比 4 个月以下；MAIA ACTIVE 流水同比+30~35%，三家标杆门店月均销售同比+40%。

图 1：公司各品牌分季度增速情况

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

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ 小幅提升盈利预测，维持买入评级，目标价 102.95 港元：

小幅提升预测，我们预计公司 FY26E 至 FY28E 营收分别为 880.8/965.2/1050.7 亿元，同比+9.8%/+9.6%/+8.9%；归母净利润分别为 148.3/167.0/184.6 亿元，同比+9.1%/+12.7%/+10.5%。维持买入评级，目标价 102.95 港元，对应 26E 财年的 PE 约 17.0 倍，对应静态 PE 约 18.6 倍，目标价较现价预计升幅为 21.7%。

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
港股							
2331.HK	李宁	22.04	569.7	17.5	16.5	14.6	13.0
1368.HK	特步国际	4.54	127.4	8.4	8.3	7.4	7.0
1361.HK	361度	6.84	141.4	9.8	8.4	7.6	6.9
6110.HK	滔搏	2.72	168.7	12.8	11.6	10.3	9.2
3813.HK	宝胜国际	0.41	21.8	9.3	5.2	4.4	4.8
	平均值		205.8	11.6	10.0	8.9	8.2
2020.HK	安踏体育	84.95	2,269.5	14.6	13.3	11.8	10.7

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】

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
流动资产	52,482	59,656	60,640	62,112	64,179
现金	11,390	12,181	13,311	14,852	15,264
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
非流动资产	60,133	64,639	65,950	67,754	69,768
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
资产总计	112,615	124,295	126,590	129,865	133,947
流动负债	28,593	33,358	34,762	36,282	37,928
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
非流动负债	17,283	18,532	19,208	19,951	20,769
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
负债合计	45,876	51,890	53,970	56,233	58,698
股本	271	269	269	269	269
储备	61,458	65,513	73,669	82,856	93,006
少数股东权益	5,010	6,623	8,886	11,436	14,253
归属于母公司的所有者权益	61,729	65,782	73,938	83,125	93,275
负债及权益合计	112,615	124,295	136,794	150,794	166,226

现金流量表

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
除税前净利润	21,884	21,446	23,404	26,365	29,127
折旧摊销	5,328	6,158	3,258	3,584	3,943
财务费用	-1,220	-897	-1,233	-1,351	-1,471
营运资金变动	-2,223	-1,368	1,277	989	-639
已付所得税	-4,532	-5,242	-6,312	-7,111	-7,856
其它	-2,496	899	213	202	192
经营活动现金流	16,741	20,996	20,607	22,678	23,296
投资活动现金流	-14,864	-7,046	-10,958	-11,850	-12,893
筹资活动现金流	-5,761	-13,116	-8,519	-9,286	-9,991
现金净增加额	-3,884	834	1,130	1,541	412
现金期初金额	15,228	11,390	12,181	13,311	14,852
现金期末金额	11,390	12,181	13,311	14,852	15,264

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	70,826	80,219	88,079	96,523	105,073
营业成本	-26,794	-30,485	-33,279	-35,894	-37,881
毛利	44,032	49,734	54,800	60,629	67,193
销售费用	-25,647	-28,456	-31,708	-34,266	-37,616
管理费用	-4,198	-5,186	-5,285	-5,791	-6,304
其他收支净额	2,408	2,999	2,920	2,781	2,475
营业利润	16,595	19,091	20,727	23,353	25,747
财务费用净额	1,388	1,151	1,233	1,351	1,471
除税前溢利	21,884	21,446	23,404	26,365	29,127
所得税	-4,895	-5,784	-6,312	-7,111	-7,856
净利润	16,989	15,662	17,092	19,254	21,271
少数股东损益	1,393	2,074	2,263	2,550	2,817
归属于母公司净利润	15,596	13,588	14,828	16,704	18,455
EPS基本 (元)	5.55	4.86	5.30	5.97	6.60

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入yoy	13.6%	13.3%	9.8%	9.6%	8.9%
营业利润yoy	8.0%	15.0%	8.6%	12.7%	10.2%
归母净利润yoy	52.4%	-12.9%	9.1%	12.7%	10.5%
盈利能力					
毛利率	62.2%	62.0%	62.2%	62.8%	63.9%
净利率	24.0%	19.5%	19.4%	19.9%	20.2%
归母净利率	22.0%	16.9%	16.8%	17.3%	17.6%
ROE	25.3%	20.7%	20.1%	20.1%	19.8%

偿债能力

资产负债率	40.7%	41.7%	42.6%	43.3%	43.8%
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	114	114	111
应收账款周转天数	21	21	18	20	20

每股资料 (元)

每股收益	5.55	4.86	5.30	5.97	6.60
每股净资产	23.77	25.89	29.62	33.81	38.45

估值比率

PE@84.95HKD	13.3	15.2	14.0	12.4	11.2
PB	3.1	2.9	2.5	2.2	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>