

1Q FILA 焕发活力重拾双位数增长

华泰研究

2026年4月15日 | 中国香港

公告点评

服装

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

109.21

樊俊豪

研究员

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

张霜凝*

研究员

SAC No. S0570525070015
SFC No. BDO986zhangshuangning@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

杨耀*

联系人

SAC No. S0570124070059

yangyao@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

安踏体育发布 1Q26 营运表现: 1Q26 安踏主品牌流水同比高单位数增长, FILA 流水同比低双位数增长, 所有其他品牌流水同比增长 40%-45%, 安踏及 FILA 流水表现均好于业绩指引的低单/中单增长, 且线下重拾增长动能。受暖冬、晚春等因素驱动, 1Q26 终端消费呈现阶段性回暖, 主品牌电商及加盟渠道调整初见成效, 国际化布局稳步推进; FILA 在新 CEO 带领下, 借助营销事件, 以爆品策略、运营效率、渠道高端化驱动流水重回同比双位数增长; 其他品牌仍延续强劲增长势头。我们看好公司 26 年借势体育大年机遇, FILA 组织变革下焕发活力、户外品牌矩阵延续强劲增长, 全球化并购有望巩固行业领先地位, 维持“买入”评级。

安踏: 电商及新业态改革见效, 出海加速

1Q26 安踏品牌全渠道流水实现同比高单位数增长, 较 4Q25 (同比低单位数负增长) 明显改善。分业务看, 我们预计成人/儿童流水同比增长高单/低双; 折扣方面, 我们预计线下折扣约 7.2 折, 线上约 5 折, 同比均持平, 库销比维持在 5 个月以下, 环比改善, 整体处于健康区间。线上及线下渠道改革见效, 我们预计成人/儿童线上同比增长低双/20%+, 服装表现好于鞋类, 成人/儿童线下流水中单/高单。我们预计公司线下将持续推进“灯塔店”计划, 全年目标新增约 200 家至 500 家, 并新增约 100 家简约版灯塔店以适应不同市场。国际化方面已与印度头部经销商达成合作, 北美首家旗舰店于洛杉矶比弗利山庄正式开业。

FILA: 战略转型初显成效, 同店双位数增长

1Q26 FILA 实现低双位数流水增长, 我们预计主要由同店驱动。分品牌看, 我们预计 core/kids/Fusion 分别同比+高单/中双/高单, 线下同比高单/低双/低双, 电商同比增长低双。品牌围绕“回到米兰”核心战役, 借势米兰冬奥会和重返米兰时装周强化高端形象吸引新消费者, 商品聚焦提升效率, 三八节女子套装、“柔云”家族鞋品(商务场景)、Bobo Bling(薄底鞋)、网球及高尔夫品类等核心单品驱动增长。零售端, 西安小寨赛格 Topia 落地实现高端形象升级, 预计后续仍有多主题店落地。经营指标健康, 我们预计线下折扣约 7.4 折, 线上约 6 折, 整体库销比低于 5 个月, 较去年同期改善约半个月。

其他品牌: 户外赛道持续高增, 多品牌矩阵引擎强劲

1Q26 延续高增态势: 1) 迪桑特: 成为百亿规模品牌后, 我们预计 1Q26 流水同比增长超过 30%, 全渠道折扣维持在 9 折以上, 库销比维持在 5 倍以下, 品牌持续强化专业冰雪定位, 并推出针对女性市场的“BodyFlex”系列。2) 可隆: 在超 60 亿元的基数上, 我们预计报告期内流水仍实现同比约 50% 的高速增长, 全渠道折扣保持在 9 折以上, 库销比维持在 4 倍以下。品牌强化专业户外标签, 签约顶级越野运动员并冠名赞助多项赛事。3) MAIA ACTIVE: 我们预计 1Q26 实现同比约 30%-35% 的流水增长, 目前仍处于品牌孵化与能力建设期。4) 全球品牌并购: 狼爪预计 2026 年仍处于调整期, Puma 仍在监管审批阶段。

盈利预测与估值

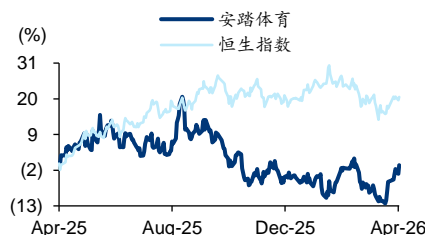
我们维持 26-28E 归母净利润 156/159/176 亿元, 参考 Wind 可比公司 26E PE 均值 11.6x (前值: 11.0x), 考虑公司多品牌及零售运营能力优势显著, 维持公司 26E 20x 目标 PE, 维持目标价 109.21 港币, 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 终端消费恢复不及预期; 2) 渠道结构优化不及预期。

基本数据

收盘价(港币 截至 4 月 14 日)	84.95
市值(港币百万)	237,576
6 个月平均日成交额(港币百万)	781.34
52 周价格范围(港币)	74.20-106.30

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	80,219	88,683	97,922	107,713
+/-%	13.26	10.55	10.42	10.00
归属母公司净利润(百万)	13,588	15,641	15,869	17,581
+/-%	(12.88)	15.11	1.46	10.79
EPS(最新摊薄)	4.71	5.43	5.50	6.21
ROE(%)	19.53	20.21	17.92	17.27
PE(倍)	15.40	13.38	13.18	12.00
PB(倍)	2.89	2.54	2.21	1.94
EV EBITDA(倍)	16.67	15.06	13.08	10.34
股息率(%)	3.34	3.84	3.90	4.28

资料来源: 公司公告、华泰研究预测



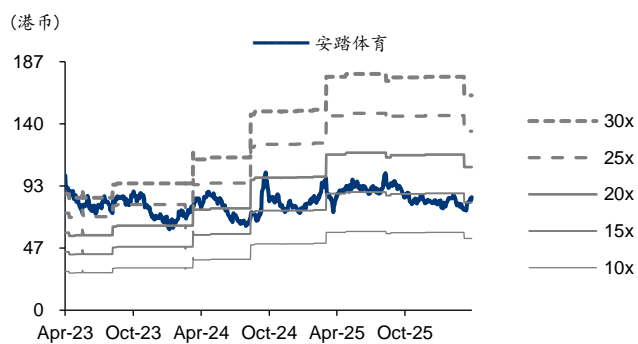
图表1: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 (当地币种)	市值(百万) (当地币种)	PE(倍)	
				2026E	2027E
1361 HK	361 度	22.04	56969.3	8.4	7.6
2331 HK	李宁	4.54	12739.6	17.5	15.4
1368 HK	特步国际	6.84	14142.9	8.9	7.8
平均				11.6	10.3

注: 可比公司盈利均采用 Wind 一致预期, 数据截至 2026.04.14。

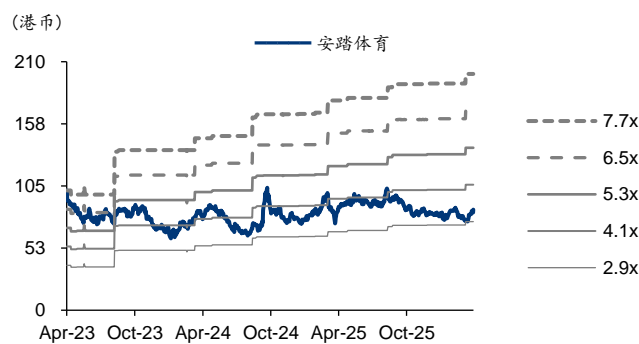
资料来源: Wind、华泰研究

图表2: 安踏体育 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表3: 安踏体育 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	70,826	80,219	88,683	97,922	107,713
销售成本	(26,794)	(30,485)	(32,394)	(34,637)	(37,865)
毛利润	44,032	49,734	55,250	61,495	68,182
销售及分销成本	(25,647)	(28,799)	(31,837)	(36,917)	(39,400)
管理费用	(4,198)	(4,572)	(4,966)	(5,728)	(6,122)
其他收入/支出	2,408	2,166	2,217	3,427	3,663
财务成本净额	1,388	1,418	910.06	1,281	1,634
应占联营公司利润及亏损	3,901	695.19	866.32	916.69	1,031
税前利润	21,884	21,446	22,618	25,843	29,996
税费开支	(4,895)	(6,096)	(6,232)	(7,003)	(8,129)
少数股东损益	(1,393)	(1,762)	(745.47)	(2,971)	(4,286)
归母净利润	15,596	13,588	15,641	15,869	17,581
折旧和摊销	(5,471)	(6,335)	(6,826)	(7,850)	(7,898)
EBITDA	15,025	13,693	14,882	16,712	20,463
EPS (人民币, 基本)	5.55	4.84	5.57	5.65	6.21

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	10,760	12,152	12,173	13,016	14,229
应收账款和票据	6,237	8,360	8,158	8,947	9,892
现金及现金等价物	11,390	12,224	19,592	29,273	41,770
其他流动资产	23,975	24,761	24,761	24,761	24,761
总流动资产	52,482	59,656	66,843	78,157	90,910
固定资产	6,152	7,898	8,944	9,809	10,500
无形资产	2,034	4,253	5,023	4,899	4,767
其他长期资产	40,161	43,045	45,874	48,582	52,038
总长期资产	60,133	64,639	68,390	71,838	79,853
总资产	112,615	124,295	135,233	149,995	170,763
应付账款	13,349	14,382	14,734	16,340	17,862
短期借款	3,179	3,687	4,153	4,712	5,395
其他负债	3,386	3,386	3,386	3,386	3,386
总流动负债	28,593	33,358	34,176	36,341	38,547
长期债务	16,358	16,545	16,685	16,947	17,368
其他长期债务	925.00	1,984	1,984	1,984	1,984
总长期负债	17,283	18,532	18,672	18,934	19,355
股本	271.00	269.00	269.00	269.00	269.00
储备/其他项目	61,458	65,513	72,797	81,761	91,690
股东权益	66,739	72,405	82,385	94,719	108,861
少数股东权益	5,010	6,623	9,319	12,689	16,902
总权益	71,749	79,028	91,704	107,409	125,763

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	13.41	15.40	13.38	13.18	12.00
PB	3.13	2.89	2.54	2.21	1.94
EV EBITDA	15.02	16.67	15.06	13.08	10.34
股息率 (%)	3.83	3.34	3.84	3.90	4.28
自由现金流收益率 (%)	2.81	1.38	3.15	3.39	3.24

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	15,025	13,693	14,882	16,712	20,463
融资成本	(1,388)	(1,418)	(910.06)	(1,281)	(1,634)
营运资本变动	(79.00)	(2,482)	532.82	(26.44)	(635.47)
税费	(4,895)	(6,096)	(6,232)	(7,003)	(8,129)
其他	8,078	17,298	13,215	14,982	14,561
经营活动现金流	16,741	20,996	21,488	23,383	24,626
CAPEX	(3,460)	(2,650)	(2,876)	(2,965)	(5,403)
其他投资活动	1,388	1,418	1,297	1,555	1,894
投资活动现金流	(14,864)	(7,046)	(8,010)	(7,884)	(3,509)
债务增加量	5,872	(1,359)	(463.00)	(463.00)	(463.00)
权益增加量	(1.00)	(2.00)	0.00	0.00	0.00
派发股息	(7,029)	(6,585)	(6,199)	(6,151)	(8,157)
其他融资活动现金流	(4,603)	(5,170)	552.48	796.50	0.00
融资活动现金流	(5,761)	(13,116)	(6,110)	(5,817)	(8,620)
现金变动	(3,884)	834.00	7,368	9,681	12,497
年初现金	15,228	11,390	12,224	19,592	29,273
汇率波动影响	46.00	(43.00)	0.00	0.00	0.00
年末现金	11,390	12,224	19,592	29,273	41,770

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	13.58	13.26	10.55	10.42	10.00
毛利润	12.82	12.95	11.09	11.30	10.87
营业利润	7.99	27.82	3.22	3.60	20.50
净利润	52.36	(12.88)	15.11	1.46	10.79
EPS	50.36	(12.88)	15.11	1.46	9.90
盈利能力比率 (%)					
毛利率	62.17	62.00	62.30	62.80	63.30
EBITDA	21.21	17.07	16.78	17.07	19.00
净利率	22.02	16.94	17.64	16.21	16.32
ROE	25.41	19.53	20.21	17.92	17.27
ROA	15.23	11.47	12.05	11.13	10.96
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(33.94)	(34.16)	(42.61)	(50.45)	(55.37)
流动比率	1.84	1.79	1.96	2.15	2.36
速动比率	1.46	1.42	1.60	1.79	1.99
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.69	0.68	0.68	0.69	0.67
应收账款周转天数	33.30	32.75	33.53	31.44	31.48
应付账款周转天数	163.63	163.74	161.78	161.48	162.59
存货周转天数	120.72	135.28	135.17	130.91	129.52
现金转换周期	(9.60)	4.30	6.91	0.86	(1.59)

每股指标 (人民币)

EPS	5.55	4.84	5.57	5.65	6.21
每股净资产	23.75	25.77	29.32	33.71	38.43

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、张霜凝，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 安踏体育（2020 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、张霜凝本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 安踏体育（2020 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司