

## 纺织服饰

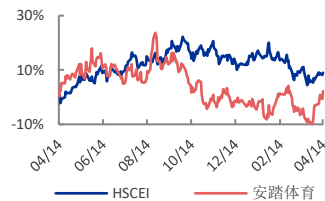
2026年04月15日

# 安踏体育 (02020)

## —— 一季度流水超预期，多品牌矩阵增长动能强劲

**报告原因：有业绩公布需要点评**
**买入 (维持)**

市场数据:	2026年04月14日
收盘价 (港币)	84.95
恒生中国企业指数	8671.61
52周最高/最低 (港币)	106.30/74.20
H股市值 (亿港元)	2,375.76
流通H股 (百万股)	2,796.65
汇率 (港币/人民币)	0.8758

**一年内股价与基准指数对比走势:**

**资料来源: Bloomberg**
**证券分析师**

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com  
刘佩 A0230523070002  
liupeil@swsresearch.com

**联系人**

刘佩 A0230523070002  
liupeil@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

**投资要点:**

- **公司发布 26Q1 经营数据，三大品牌矩阵均表现优异。**安踏主品牌 26Q1 零售额同比增长高单位数，扭转 25Q4 低单位数下滑趋势，重启增长，且好于公司指引；FILA 品牌同比增长 10-20% 低段，好于预期，在当前规模下实现稀缺的双位数增长。其他品牌同比增长 40-45%，延续强劲表现，同样快于公司指引。集团整体表现好于预期，多品牌矩阵韧性与结构性优势凸显。
- **安踏主品牌 26Q1 实现高单位数增长，运营质量稳健，渠道持续优化。**26Q1 主品牌流水实现高单位数增长，其中，线下高单位数增长，线上中双位数增长，增长动能较 25Q4 显著改善。品牌运营稳健，线下折扣率稳定在约 7.2 折、线上约 5 折，库销比低于 5 倍，同比持平、环比改善，处于健康区间。渠道结构调整见效，加盟市场恢复性增长，安踏灯塔店 26 年计划新增约 200 家，并推出简约版灯塔店约 100 家，预计到 26 年末改造总量达 500 家。灯塔店改造后首月平均店效提升 25%，后续运营成熟后表现将持续优化，带动加盟市场恢复。全球化布局稳步推进，拓展印度、北美等海外市场，维持未来三至五年安踏主品牌海外收入占比 15% 的目标。
- **FILA 品牌实现低双位数增长，ONE FILA 战略落地见效。**26Q1 FILA 实现低双位数增长，得益于节假日消费拉动、商品力提升、渠道优化多方发力，表现超预期。品牌折扣水平保持稳定，库销比低于 5 个月，保持健康。冬奥期间，FILA 为 16 个地区、12 支代表队提供专业运动装备，强化品牌专业价值背书；时隔 5 年重返米兰时装周并首次进入官方日程，发布高端米兰系列，全新演绎运动时尚系列。零售层面强化消费者体验与渠道形象升级，1 月西安赛格新一号店正式开业，在空间表达、品牌故事与消费者体验上实现重大革新；同步完成香港美丽华、苏州华贸天地、上海合生汇等门店的形象升级与主题店铺落地，持续推进线下高端品牌形象建设。
- **其他品牌 26Q1 延续高增，实现高质量增长。**迪桑特 26Q1 流水同比增长超 30%，好于预期，全渠道折扣维持 9 折以上，品牌力与价格体系稳健，库销比约 5 倍，库存结构健康，实现规模扩张与运营质量的平衡。可隆延续强劲品牌动能，26Q1 在高基数下实现超 50% 高增，全渠道折扣 9 折以上，库销比低于 4 个月，在户外赛道竞争加剧背景下展现强品牌势能及差异化竞争力。MAIA ACTIVE 实现约 30-35% 快速增长，延续女性运动细分领域发展势头，具备长期潜力。
- **展望后续，26Q1 各品牌实现优质开局，维持各品牌增长指引。**安踏品牌 26 年预计低单位数增长，持续优化库存至健康水平。FILA 26 年流水预计实现中单位数增长，经营利润率 25% 左右，推进品牌力、商品力、零售力构建，延续高质量增长。其他品牌 26 年有望实现 20% 以上增长。公司将继续以多品牌矩阵抵御周期波动、把握结构性机会的增长机会。
- **公司多品牌矩阵资源稀缺，主品牌表现稳健，FILA 调整高效，户外新品牌延续强劲势头，公司稀缺且优质的多品牌矩阵组合极具成长潜力，看好未来发展，维持“买入”评级。**维持盈利预测，预计 26-28 年归母净利润分别为 156.0 /157.4/171.2 亿元，对应 PE 为 12 /12 /11 倍，若剔除 Amer Sports 配售影响，实际 26 年净利润为 140.0 亿元，26-27 同口径下利润增速为 3%/12%。
- **风险提示：终端消费恢复不及预期；行业价格竞争加剧；气候异常影响销售节奏。**

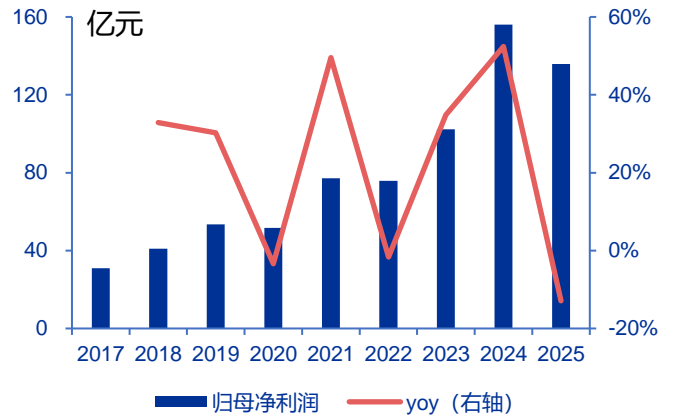
**财务数据及盈利预测**

货币单位: 人民币	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入 (亿元)	708.3	802.2	893.8	968.9	1,042.8
同比增长率 (%)	14%	13%	11%	8%	8%
归母净利润 (亿元)	156.0	135.9	156.0	157.4	171.2
同比增长率 (%)	52%	-13%	15%	1%	9%
每股收益 (摊薄, 元/股)	5.41	4.73	5.43	5.48	5.96
毛利率 (%)	62.2%	62.0%	61.6%	62.0%	62.3%
市盈率 (倍)	12	14	12	12	11

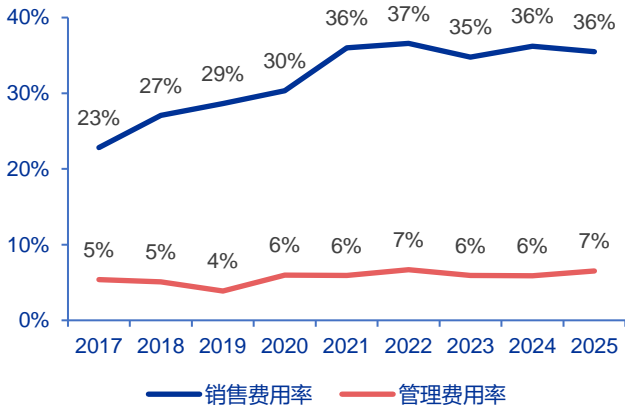
注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本

**图 1：25 年收入同比增长 13.3%至 802.2 亿元**

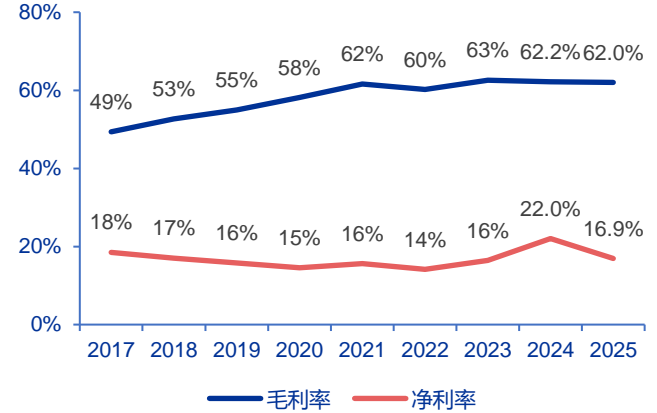

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 2：25 年归母净利润 135.9 亿元，可比口径下同比增长 13.9%（剔除 24 年 Amer Sports 上市及配售的利得）**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 3：25 年销售费用率同比下降 0.7 pct 至 35.5%，管理费用率同比略升 0.5 pct 至 6.5%**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 4：25 年毛利率同比下降 0.2 pct 至 62.0%，同口径下（剔除 24 年 Amer Sports 上市及配售影响），归母净利率提升 0.1 pct 至 16.9%**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 1：公司各品牌分季度零售额表现**

		Q1	Q2	Q3	Q4	全年
2024	安踏品牌	中单位数	高单位数	中单位数	高单位数	高单位数
	FILA 品牌	高单位数	中单位数	下滑低单位数	高单位数	中单位数
	其他品牌	25-30%	40-45%	45-50%	50-55%	40-45%
2025	安踏品牌	高单位数	低单位数	低单位数	低单位数下降	低单位数
	FILA 品牌	高单位数	中单位数	低单位数	中单位数	中单位数
	其他品牌	65-70%	50-55%	45-50%	35%-40%	45%-50%
2026	安踏品牌	高单位数				
	FILA 品牌	低双位数				
	其他品牌	40-45%				

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**合并损益表**

单位: (亿元人民币)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	708	802	894	969	1043
营业成本	-268	-305	-343	-368	-393
毛利	440	497	551	600	650
其他净收入	24	30	27	27	29
销售费用	-256	-285	-322	-339	-364
管理费用	-42	-52	-55	-57	-62
营业利润	166	191	201	231	253
净融资(支出)/收入	14	12	11	12	14
分占合营公司亏损	2	12	17	20	22
除税前溢利	219	214	245	263	288
所得税	-49	-58	-62	-71	-76
年内溢利	170	157	183	192	212
汇兑差额	14	-29	-29	-29	-29
分占合营公司的全面亏损(收益)	1	0	0	0	0
综合收益总额	181	138	154	163	183
溢利分配为:					
本公司股东	156	136	156	157	171
非控股权益	14	21	27	34	41

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。