

2026 年 06 月 10 日

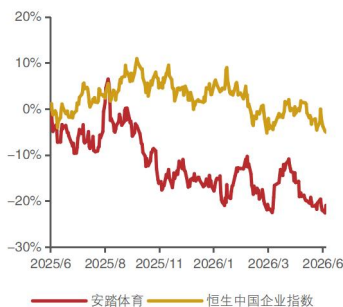
投资评级： 买入（维持）

证券分析师

符超然
SAC: S1350525050004
fuchaoran@huayuanstock.com
李咏红
SAC: S1350525090001
liyonghong@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 06 月 09 日
收盘价（港元）	75.30
一年内最高/最低（港元）	106.30/72.30
总市值（百万港元）	210,587.99
流通市值（百万港元）	210,587.99
资产负债率（%）	41.75

资料来源：聚源数据

安踏体育 (02020. HK)

——多品牌战略持续深化，驱动高质量稳健增长

投资要点：

- **事件：Amer Sports 发布 FY26Q1 业绩。**2026Q1 安踏体育旗下的 Amer Sports 实现营收 19.5 亿美元，同增 32%，经调归母净利润 2.2 亿美元，同增 47%。其中，大中华区营收同增 45%；始祖鸟驱动技术服装板块营收同增 33%，萨洛蒙驱动户外性能板块营收同增 42%，再次验证安踏全球化运营能力。
- **安踏主品牌及 FILA 基本盘稳固，渠道升级与品牌向上策略不断推进。**（1）安踏主品牌坚持“大众定位、专业突破”，PG7、C-家族等核心系列销量高增，并持续巩固跑步、篮球专业心智；渠道端业态加速升级，通过灯塔店等新店型夯实品牌向上战略。此外，主品牌全面推进出海，2026 年北美首家旗舰店落地洛杉矶，并以东南亚等为“桥头堡”持续渗透，计划至 2028 年前在东南亚开设 1000 家安踏品牌零售网点。（2）FILA 沿“品牌向上、商品革新、零售升级”系统推进，重点孵化高尔夫、网球等专业品类，并布局多形态新店型，2026Q1 流水同增低双，业绩韧性强。
- **户外品牌维持高景气度，多品牌运营能力持续验证。**2025 年迪桑特流水突破 100 亿元，可隆奔向百亿规模，店效持续改善，我们认为迪桑特、可隆在高基数及目前偏弱消费环境下仍能实现高质增长，既印证目标客群消费力强劲、户外赛道景气延续，也展现集团优异的渠道管理与控费能力。同时集团旗下女子品牌 MAIA ACTIVE 加速孵化、大众户外品牌狼爪补位，产品线从高端延伸至大众、从中国走向全球，集团有望在不确定的零售环境中维持稳健发展。
- **Amer+Puma 开启全球化新篇章。**Amer 红利加速释放，始祖鸟、萨洛蒙等核心品牌在全球维持强劲势头，盈利显著改善，有望持续增厚集团利润。此外，2026 年公司宣布收购 Puma SE 29%股权成最大股东，进一步补全全球版图：Puma 在足球/跑步/综训/赛车等品类及欧洲/拉美/非洲/印度等区域影响力较强，恰补集团欧美主流市场短板。若交割顺利，集团成熟的多品牌运营体系有望赋能 Puma 扭亏，而集团亦有望借助 Puma 打开全球市场。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 141/158/180 亿元，同比增速分别为 4%/12%/14%，当前股价对应 PE 分别为 13/12/10 倍。主品牌+FILA 贡献稳定基本盘、户外品牌高质增长，全球化新篇章开启，维持“买入”评级。
- **风险提示。**终端需求弱于预期、FILA 利润低于预期、Puma 整合低于预期。

盈利预测与估值（人民币）*本文如无特殊说明，货币单位均为人民币，HKD/CNY=0.87

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	70,826	80,219	87,827	97,025	107,197
同比增长率（%）	13.6%	13.3%	9.5%	10.5%	10.5%
归母净利润（百万元）	15,596	13,588	14,131	15,811	17,998
同比增长率（%）	52.4%	-12.9%	4.0%	11.9%	13.8%
每股收益（元/股）	5.55	4.89	5.05	5.65	6.44
ROE（%）	25.3%	20.7%	19.0%	18.9%	19.1%
市盈率（P/E）	11.80	13.40	12.97	11.59	10.18

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	80,219	87,827	97,025	107,197	货币资金	12,181	3,967	3,053	3,417
增长率	13.3%	9.5%	10.5%	10.5%	应收款项	7,254	7,812	8,630	9,535
营业成本	30,485	32,758	36,012	39,669	存货	12,152	13,012	14,305	15,757
%销售收入	38.0%	37.3%	37.1%	37.0%	其他流动资产	28,069	33,247	38,462	43,699
毛利	49,734	55,069	61,013	67,528	流动资产	59,656	58,038	64,450	72,408
%销售收入	62.0%	62.7%	62.9%	63.0%	权益性投资	16,453	22,592	22,592	22,592
其他收入	0	0	0	0	固定资产	7,898	8,435	9,009	9,621
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	12,753	12,594	12,436	12,281
销售费用	28,456	31,442	34,444	38,055	非流动资产	64,639	75,930	81,121	86,352
%销售收入	35.5%	35.8%	35.5%	35.5%	资产总计	124,295	133,968	145,570	158,761
管理费用	5,186	5,442	6,307	6,968	应付款项	4,158	4,468	4,912	5,411
%销售收入	6.5%	6.2%	6.5%	6.5%	短期借款	11,532	10,132	8,832	7,832
研发费用	2,198	2,406	2,658	2,937	其他流动负债	17,668	19,146	21,152	23,369
%销售收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	流动负债	33,358	33,746	34,895	36,612
财务费用	-897	409	580	173	长期债务	11,770	11,270	10,770	9,770
%销售收入	-1.1%	0.5%	0.6%	0.2%	其他长期负债	6,762	6,762	6,762	6,762
息税前利润 (EBIT)	20,549	21,615	24,307	27,182	非流动负债	18,532	18,032	17,532	16,532
%销售收入	25.6%	24.6%	25.1%	25.4%	负债总计	51,890	51,778	52,427	53,144
投资收益	1,203	1,811	2,264	2,717	归属母公司股东权益	65,782	74,217	83,661	94,417
%税前利润	5.6%	8.5%	9.5%	10.1%	少数股东权益	6,623	7,972	9,482	11,200
除税前利润	21,446	21,205	23,727	27,009	负债股东权益合计	124,295	133,968	145,570	158,761
利润率	26.7%	24.1%	24.5%	25.2%					
所得税	5,784	5,725	6,406	7,292					
所得税率	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%					
净利润(含少数股东损益)	15,662	15,480	17,321	19,716					
少数股东损益	2,074	1,349	1,510	1,718					
归属于母公司的净利润	13,588	14,131	15,811	17,998					
增长率	-12.9%	4.0%	11.9%	13.8%					
净利率	16.9%	16.1%	16.3%	16.8%					
现金流量表					比率分析				
单位：人民币(百万)						2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	13,588	14,131	15,811	17,998	每股指标				
少数股东损益	2,074	1,349	1,510	1,718	每股收益	4.89	5.05	5.65	6.44
营运资金变动	-1,368	193	123	121	每股净资产	23.52	26.54	29.91	33.76
其他变动	6,702	2,493	1,555	208	每股经营现金净额	7.51	6.50	6.79	7.17
经营活动现金流量净额	20,996	18,165	19,000	20,045	每股股利	2.19	2.02	2.26	2.57
资本开支	-2,716	-7,956	-7,984	-8,020	回报率				
投资	-1,861	-15,913	-9,775	-9,775	净资产收益率	20.66%	19.04%	18.90%	19.06%
其他	-2,469	5,836	6,703	7,613	总资产收益率	10.93%	10.55%	10.86%	11.34%
投资活动现金流量净额	-7,046	-18,033	-11,055	-10,181	投入资本收益率	15.68%	15.23%	15.74%	16.10%
股权募资	-1,952	0	0	0	增长率				
债权募资	-3,660	-1,900	-1,800	-2,000	营业收入增长率	13.26%	9.48%	10.47%	10.48%
其他	-7,504	-6,403	-7,015	-7,458	EBIT增长率	-0.56%	5.19%	12.45%	11.83%
筹资活动现金流量净额	-13,116	-8,303	-8,815	-9,458	净利润增长率	-12.88%	3.99%	11.89%	13.83%
现金净变动	791	-8,214	-914	364	总资产增长率	10.37%	7.78%	8.66%	9.06%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	20.4	19.7	19.5	19.5
					存货周转天数	135.3	138.3	136.5	136.4
					应付账款周转天数	50.1	47.4	46.9	46.8
					固定资产周转天数	31.5	33.5	32.4	31.3
					偿债能力				
					流动比率	1.79	1.72	1.85	1.98
					速动比率	1.37	1.27	1.37	1.48
					净负债/股东权益	15.36%	21.21%	17.77%	13.43%
					EBIT利息保障倍数	24.7	28.8	35.2	105.2
					资产负债率	41.75%	38.65%	36.02%	33.47%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司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本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。