

二季度流水保持稳健增长 多品牌优势彰显

核心观点

- 26 年二季度和上半年主品牌和 FILA 流水保持稳健增长，其他品牌依然保持快速增长。公司发布二季度和上半年经营数据公告，在消费整体疲弱和营收整体已经超过 300 亿的庞大基数之上，安踏主品牌二季度和上半年流水分别实现低单和中单的增长，展现出强大的韧性。FILA 品牌在网球和高尔夫领域心智持续强化之下，二季度和上半年流水也分别实现了低单和中单的增长。我们预计电商业务的良好增长是安踏主品牌和 FILA 品牌流水实现良好增长的主要动力。公告显示，公司以迪桑特和可隆为主的其他品牌流水表现优异，二季度和上半年同比分别增长 25%-30% 和 35%-40%。我们认为迪桑特和可隆分别卡位高端专业运动和高端户外市场，已经从最初的小众品牌成长为驱动公司收入和盈利增长的新引擎。
- 除了流水实现韧性增长之外，我们预计公司上半年经营质量依然保持较高水平。尽管国内运动服饰消费整体仍存在挑战，凭借在跑步、大户外等专业运动品牌的良好表现，我们预计上半年安踏主品牌零售折扣同比相对稳定，库存保持行业健康水平，预计库销比在 5 左右。预计二季度末 FILA 品牌库销比在 5 以下，保持在行业健康合理的水平。
- 在行业面临新变化和新挑战的背景下，公司多品牌国际化的集团优势日益彰显。我们认为当下的消费环境下，消费者对品牌的要求更高，消费决策也更为谨慎，行业竞争不再是单纯的价格竞争，更多是比拼企业之间在产品力、品牌力和精细化运营等方面的综合能力。公司坚持多品牌国际化的发展战略，高度重视零售端的运营，因此相对同行呈现更高的经营韧性。二季度和上半年的流水数据也再次印证了这一点。我们认为公司长期以来在品牌重塑、多品牌平衡发展、团队运营和资源协同方面强大的整合能力将保障其未来依然保持行业领先的龙头地位。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 26 年二季度及上半年运营数据公告，不考虑 Amer 股份摊薄可能带来的一次性利得，我们小幅上调公司 26-28 年的盈利预测（主要上调了其他品牌的收入增速），预计 2026-2028 年每股收益分别为 5.05、5.59 和 6.42 元（原预测分别为 5.03、5.52 和 6.34 元）。参考可比公司，给予 2026 年 17 倍 PE 估值，对应目标价 98.73 港币（1 人民币=1.15 港币），维持“买入”评级。

风险提示：消费终端复苏缓慢、运动服饰行业潮流变化及竞争加剧等。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	70,826	80,219	88,094	96,081	104,701
同比增长(%)	13.6%	13.3%	9.8%	9.1%	9.0%
营业利润(百万元)	16,595	19,091	20,558	23,510	26,452
同比增长(%)	8.0%	15.0%	7.7%	14.4%	12.5%
归属母公司净利润(百万元)	15,596	13,588	14,127	15,621	17,941
同比增长(%)	52.4%	-12.9%	4.0%	10.6%	14.9%
每股收益(元)	5.58	4.86	5.05	5.59	6.42
毛利率(%)	62.2%	62.0%	62.5%	63.0%	63.3%
净利率(%)	22.0%	16.9%	16.0%	16.3%	17.1%
净资产收益率(%)	23.4%	18.8%	17.1%	16.5%	15.0%
市盈率	11.6	13.3	12.8	11.5	10.1
市净率	2.7	2.5	2.2	1.9	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

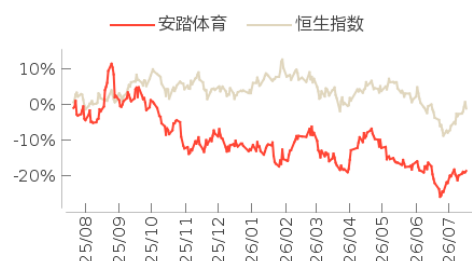
投资评级

买入（维持）

股价（2026年07月17日）	74.15 港元
目标价格	98.73 港元
52 周最高价/最低价	103.31/66.85 港元
总股本/流通 H 股（万股）	279,665/279,665
H 股市值（百万港币）	207,372
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2026 年 07 月 20 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.64	2.84	-11.63	-17.47
相对表现%	0.04	1.81	-5.52	-17.73
恒生指数%	1.6	1.03	-6.11	0.26



证券分析师

施红梅 执业证书编号：S0860511010001
香港证监会牌照：BXO424
shihongmei@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

Amer26 年有望贡献更多股权收益 多品牌韧性继续彰显	2026-05-21
25 年经营稳健 中期看好公司多品牌国际化优势	2026-03-26
主品牌短期减速 中期看好公司多品牌国际化的竞争力	2026-01-21

根据公司 26 年二季度及上半年运营数据公告，不考虑 Amer 股份摊薄可能带来的一次性利得，我们小幅上调公司 26-28 年的盈利预测（主要上调了其他品牌的收入增速），预计 2026-2028 年每股收益分别为 5.05、5.59 和 6.42 元（原预测分别为 5.03、5.52 和 6.34 元）。参考可比公司，给予 2026 年 17 倍 PE 估值，对应目标价 98.73 港币（1 人民币=1.15 港币），维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2026 年 7 月 17 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
李宁	2331.HK	12.80	1.14	1.11	1.25	1.39	11	12	10	9
彪马	PUMA SE	28.68	(4.37)	(1.54)	0.39	1.19	-7	-19	74	24
耐克	NIKE US EQUITY	43.76	1.58	1.72	2.17	2.56	28	25	20	17
露露柠檬	LULU US EQUITY	116.33	13.26	10.90	11.33	12.55	9	11	10	9
ON Running	ONON US Equity	37.20	0.97	1.72	2.13	2.58	38	22	17	14
亚瑟士	7936 JT	30.34	0.92	1.07	1.22	1.40	33	28	25	22
调整后平均								17	18	16

数据来源：wind, bloomberg, 东方证券研究，彪马为欧元，露露柠檬、耐克、昂跑、亚瑟士为美元，李宁为人民币

风险提示：消费终端复苏缓慢、运动服饰行业潮流变化及竞争加剧等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及等价物	11,390	12,181	12,967	23,538	72,350	营业收入	70,826	80,219	88,094	96,081	104,701
应收账款	4,463	4,616	5,265	5,658	6,174	营业成本	(26,794)	(30,485)	(33,012)	(35,558)	(38,376)
其他应收款	2,762	3,744	3,888	4,151	4,623	毛利	44,032	49,734	55,082	60,523	66,326
预付账款	0	0	0	0	0	其他收净额	2,408	2,999	2,740	2,908	3,263
存货	10,760	12,152	12,660	14,065	14,777	销售费用	(25,647)	(28,456)	(31,538)	(33,869)	(36,645)
其他	23,107	26,963	24,863	24,802	768	管理费用	(4,198)	(5,186)	(5,726)	(6,053)	(6,491)
流动资产合计	52,482	59,656	59,643	72,214	98,692	财务费用	1,388	1,151	460	(10)	596
合资公司投资	0	0	0	0	0	应占共同控制实体损益	3,901	1,204	1,565	1,800	2,016
固定资产	4,687	5,366	5,418	5,338	5,118	除税前溢利	21,884	21,446	22,583	25,300	29,064
在建工程	1,465	2,532	3,594	4,656	5,718	所得税	(4,895)	(5,784)	(5,871)	(6,578)	(7,557)
预付账款	991.0	842.0	842.0	842.0	842.0	净利润(含少数股东权益)	16,989	15,662	16,711	18,722	21,507
无形资产	2,034	4,253	4,119	3,990	3,866	净利润	15,596	13,588	14,127	15,621	17,941
递延所得税资产	1,633	1,933	1,933	1,933	1,933	少数股东权益	1,393	2,074	2,584	3,101	3,566
其他	49,323	49,713	40,760	44,641	47,422	其他综合收益	1,088	(1,857)	0	0	0
非流动资产合计	60,133	64,639	56,666	61,400	64,899	综合收益总额(含少数股东权益)	18,077	13,805	16,711	18,722	21,507
资产总计	112,615	124,295	116,309	133,614	163,591	综合收益总额	16,680	11,738	14,127	15,621	17,941
短期借款	8,583	11,532	12,000	12,000	12,000	少数股东权益	1,397	2,067	2,584	3,101	3,566
应付账款	4,332	4,158	5,033	4,858	6,120	每股收益 (元)	5.58	4.86	5.05	5.59	6.42
其他	15,678	17,668	14,812	18,105	20,548	主要财务比率					
流动负债合计	28,593	33,358	31,845	34,963	38,668		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
长期借款	12,233	11,770	0	0	0	成长能力					
递延税项负债	5,050	6,762	1,707	3,897	5,466	营业收入	13.6%	13.3%	9.8%	9.1%	9.0%
非流动负债合计	17,283	18,532	1,707	3,897	5,466	营业利润	8.0%	15.0%	7.7%	14.4%	12.5%
负债合计	45,876	51,890	33,552	38,860	44,134	归属于母公司净利润	52.4%	-12.9%	4.0%	10.6%	14.9%
少数股东权益	5,010	6,623	8,119	10,131	12,609	获利能力					
股本	271	269	269	269	269	毛利率	62.2%	62.0%	62.5%	63.0%	63.3%
储备	61,458	65,513	74,368	84,354	106,579	净利率	22.0%	16.9%	16.0%	16.3%	3.4%
股东权益合计	66,739	72,405	82,756	94,754	119,457	ROE	23.4%	18.8%	17.1%	16.5%	15.0%
负债和股东权益总计	112,615	124,295	116,309	133,614	163,591	偿债能力					
现金流量表						资产负债率	40.7%	41.7%	28.8%	29.1%	27.0%
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	16,989	15,662	16,711	18,722	21,507	流动比率	1.84	1.79	1.87	2.07	2.55
折旧摊销	5,471	6,335	2,942	23,127	27,418	速动比率	1.46	1.42	1.48	1.66	2.17
财务费用	(1,388)	(1,151)	(460)	10	(596)	营运能力					
处置	540	513	664	396	531	应收账款周转率	17.3	17.7	17.8	17.6	17.7
营运资金变动	(1,003)	(1,244)	617	(635)	793	存货周转率	3.0	2.7	2.7	2.7	2.7
其它	(3,868)	881	(1,887)	(20,522)	(23,523)	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7
经营活动现金流	16,741	20,996	18,588	21,097	26,130	每股指标 (元)					
资本支出	(1,206)	(4,110)	(1,510)	(1,647)	(1,795)	每股收益	5.58	4.86	5.05	5.59	6.42
合资公司投资	9,283	0	0	0	0	每股经营现金流	5.99	7.51	6.65	7.54	9.34
其他	(22,941)	(2,936)	9,684	(6,087)	(6,130)	每股净资产	23.86	25.89	29.59	33.88	42.71
投资活动现金流	(14,864)	(7,046)	8,174	(7,734)	(7,925)	估值比率					
债权融资	5,872	2,486	(11,302)	0	0	市盈率	11.6	13.3	12.8	11.5	10.1
其他	(11,633)	(15,602)	(14,853)	(2,853)	6,572	市净率	2.7	2.5	2.2	1.9	1.5
筹资活动现金流	(5,761)	(13,116)	(26,155)	(2,853)	6,572						
现金净增加额	(3,884)	834	606	10,510	24,778						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。