

2026年01月27日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(HKD)

89

安踏体育(02020.HK)

BUY 买进

拟收购 PUMA 29%股权，消费承压下主品牌流水放缓

公司基本资讯

产业别	纺织服饰		
H 股价(2026/01/26)	76.35		
恒生指数(2026/01/26)	26,765.5		
股价 12 个月高/低	102.9/73.48		
总发行股数(百万)	2,796.65		
H 股数(百万)	2,796.65		
H 市值(亿元)	2,158.46		
主要股东	汇丰国际信托有限公司 (53.01%)		
每股净值(元)	22.72		
股价/账面净值	3.36		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	0.44	-13.53	-6.55

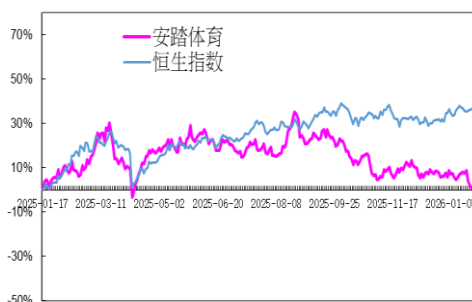
近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-09-02	94.85	买进
2025-07-17	91.85	买进
2025-03-19	97.90	买进

产品组合

鞋类	42.5%
服装	54.2%
配饰	3.3%

股价相对大盘走势



事件概要:

- 1) 公司公告拟以 15 亿欧元（人民币 122.8 亿）收购 PUMA SE（以下简称“标的公司”）29.06%股权，资金来源为自有现金储备。收购事项完成后，公司将成为标的公司最大股东。
- 2) 发布 2025 年第四季度及 2025 年全年流水情况，其中安踏品牌全年零售额同比低单位数正增长，Q4 同比低单位数负增长；FILA 全年零售额同比中单位数正增长，Q4 录得中单位数正增长；其他品牌全年零售额录得 45%-50%正增长，Q4 录得 35%-40%正增长。

点评与建议:

- 收购完成后，公司品牌版图将进一步扩大。本次交易属市场传闻落地。PUMA 为全球知名运动品牌，在欧美市场、足球领域具有领先优势，将补足公司短板，进一步提升全球知名度和国际竞争力。业绩来看，标的公司 2023、2024 和 2025H1 分别实现营收 86 亿、88 亿和 40 亿欧元，净利润分别为 3.6 亿、3.4 亿和 -2.5 亿欧元，资产总值分别为 66.4 亿、71.4 亿和 70.6 亿欧元，公司在品牌重塑和零售运营等方面具有丰富经验，有望较快改善标的公司运营情况，实现长期共赢。
- Q4 主品牌流水略有承压。此前，公司公布了 2025 全年及 2025Q4 品牌流水，其中，主品牌安踏 Q4 录得低单位数负增长，略低于我们预期，主要受大盘承压、春节较晚等因素拖累。然而，整体流水维持稳健，其中，FILA 延续改善趋势，户外品牌尽管受基数抬升影响，增速有所放缓，但仍维持好的增长态势。
- 展望 2026，主品牌通过改进电商品规划、门店优化和产品力的提升，有望实现正增长；FILA 改善趋势不变，品类拓展和品牌调性强化可期；户外品牌方面，基数影响下，同比增速或有所放缓，但 DESCENT、KOLON 等盈利预计将保持稳定，户外品牌整体对公司业绩影响将逐步加强。此外，近年来，公司外延并购不断，2025-2026 年迄今已有收购狼爪、参股 MUSINSA，计划收购 PUMA 等事项，为长期发展提供扩容可能性。
- 维持盈利预测，预计 2025-2027 年将分别实现净利润 132.5 亿、149.6 亿和 169.2 亿，分别同比-15%（2024 年同期存在 Amer Sports 上市收益，剔除该事项同比增约 12%）、+13%和+13%，EPS 分别为 4.72 元、5.33 元和 6.02 元，当前股价对应 PE 分别为 14 倍、13 倍和 11 倍，我们认为近期公司股价调整较为充分，长期配置价值显现，维持“买进”。
- 风险提示：流水增长不及预期，成本增长超预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	7590	10236	15596	13248	14962	16918
同比增减	%	-2%	35%	52%	-15%	13%	13%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.82	3.69	5.55	4.72	5.33	6.02
同比增减	%	-2%	31%	50%	-15%	13%	13%
市盈率(P/E)	X	24	19	12	14	13	11
股利 (DPS)	HKD 元	1.34	1.97	2.36	2.11	2.38	2.69
股息率 (Yield)	%	1.76%	2.58%	3.09%	2.76%	3.12%	3.52%

【投资评等说明】
评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业总收入	53651	62356	70826	79364	88896	99761
营业总支出	21333	23328	26794	29841	33336	37310
经营溢利	11230	15367	16595	18146	20564	23254
除税前利润	11355	15640	21884	18803	21236	24013
持续经营净利润	8245	11277	16989	14478	16352	18490
归属普通股股东净利润	7590	10236	15596	13248	14962	16918

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	17378	15228	11390	10596	11485	14478
存货	8490	7210	10760	13450	16140	18561
应收账款	2978	3732	4463	5222	6005	6605
流动资产合计	42596	52140	52482	59305	68200	75020
固定资产	3716	4143	4687	5249	5774	6236
非流动资产合计	26599	40088	60133	74992	88837	103939
资产总计	69195	92228	112615	134297	157037	178959
流动负债合计	26207	20591	28593	34312	38772	42649
非流动负债合计	5149	15627	17283	20281	24080	25934
负债合计	31356	36218	45876	54592	62852	68583
少数股东权益	3439	4550	5010	5511	6062	6668
股东权益合计	37839	56010	66739	79704	94185	110376

附三：合并现金流量表

人民币百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	12147	19634	16741	19841	24002	27933
投资活动产生的现金流量净额	-4774	-25793	-14864	-14286	-16001	-16959
筹资活动产生的现金流量净额	-7841	3471	-5761	-6349	-7112	-7981
现金及现金等价物净增加额	-468	-2688	-3884	-794	889	2993

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。