

公司研究

大手笔收购 PUMA29%股权，多品牌全球化布局再一里程碑

——安踏体育（2020.HK）拟收购公告点评

买入（维持）

当前价：76.35 港元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

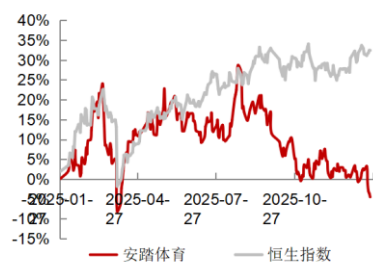
021-52523842

zhujiayu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	27.97
总市值(亿港元)	2135.24
一年最低/最高(港元)	73.55-106.30
近3月换手率	32.2%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.2	-10.8	-37.1
绝对	-6.5	-9.2	-3.7

资料来源：Wind

相关研报

四季度弱市下零售表现平稳，多品牌、全球化布局坚定推进——安踏体育（2020.HK）

2025年四季度零售流水表现点评

(2026-01-20)

上半年业绩持续稳健增长，收购狼爪、多品牌及全球化更进一步——安踏体育

(2020.HK) 2025年中期业绩点评

(2025-08-28)

要点

事件：

安踏体育公告拟收购 PUMA29.06%股权。公司于2026年1月27日公告，拟按每股普通股 35 欧元的价格收购目标公司 PUMA SE29.06%股权，交易总对价为 15.06 亿欧元（折合人民币约 122.8 亿元），按目标公司 24 年净利润计算 PE 为 15 倍。相较 PUMA1 月 26 日收盘价 21.63 欧元，交易对价溢价率为 62%。交易完成后公司将成为 PUMA 的少数股东、对其确认投资损益，交易所需资金将由公司自有资金拨付。

点评：

标的公司 PUMA：享誉全球、历史沉淀深厚的全球领先运动品牌

PUMA 品牌成立于 1948 年，为享誉全球、历史沉淀深厚的国际领先运动品牌。2024 年 PUMA 实现营业收入 88.2 亿欧元（折合人民币约 727.3 亿元），净利润 3.4 亿欧元（约 28.2 亿元人民币），净利率为 3.9%。

2025 年以来 PUMA 业绩遭受一定挑战，2025 年前三季度收入同比下降 8.5%至 59.7 亿欧元，净利润呈现亏损、为-3.1 亿欧元。PUMA 管理层已启动系列改革计划（包括品类聚焦、渠道转型、裁员等），预计 25 年为调整年、26 年为过渡年，目标至 26 年底库存恢复正常水位、27 年重回增长轨道。

本次收购对安踏的意义：多品牌全球化战略又一重要里程碑

公司作为全球知名体育用品公司，坚持“单聚焦、多品牌、全球化”战略，目前已形成多元化品牌组合，包括安踏/Fila/迪桑特/可隆/狼爪/MAIA ACTIVE 等，其中安踏、Fila 品牌于 2024 年分别实现 335/266 亿元人民币的营业收入，为中国本土市场的头部运动鞋服品牌；另外公司是美国上市公司 Amer sports 的最大股东，Amer 旗下拥有始祖鸟、萨洛蒙、威尔胜等多个运动/户外品牌。

本次收购 PUMA 少数股权将成为安踏公司多品牌战略的又一重要里程碑，PUMA 品牌体量大、历史积淀深厚、以欧洲为大本营、全球影响力强，将帮助公司在多品牌和全球化布局上实现又一重大突破，继 Amer 之后于欧美运动市场再落一子、深度介入。品类方面，PUMA 主营产品类包括足球、田径、赛车、高尔夫、篮球等，将与公司在运动项目的多元性上实现互补。

公司将依托自身在中国及全球市场推动多品牌转型、价值重塑及高质量成长等方面积累的成功经验，多品牌综合管理与零售运营能力，支撑全球发展的品牌建设、零售执行与供应链管理等体系，为 PUMA 重新激活品牌价值、激发品牌优势与传统。另外，PUMA 目前于中国市场的销售占比不高，24 年大中华区收入占比为高个位数（对比耐克、阿迪达斯最新财年占比为 15%左右），未来将是双方可以协同的重要领域。再者，公司也将凭借多次投资并购的成功案例，增加与国际运动户外品牌的交流往来并成为其首选合作伙伴，提高公司在全球运动市场的话语权和影响力。

看好多品牌、全球化战略前瞻布局、坚定推进，维持“买入”评级

我们继续看好公司多品牌、全球化战略的前瞻性布局和坚定推进，考虑到本期交易尚在进行阶段、需要获得监管审批通过，我们暂时维持公司 25~27 年盈利预测，25~27 年 EPS 分别为 4.69/5.10/5.67 元人民币，PE 分别为 15/13/12 倍，估值较低、维持“买入”评级。

风险提示：收购进展不及预期；国内外需求持续疲软；库存积压；新店型拓展不及预期；竞争加剧；费用投入不当；电商渠道增速放缓；新品牌/新业务培育不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	62356	70826	77984	85354	92786
营业收入增长率	16.2%	13.6%	10.1%	9.5%	8.7%
归母净利润 (百万元)	10236	15596	13105	14251	15847
归母净利润增长率	34.9%	52.4%	-16.0%	8.7%	11.2%
EPS (元)	3.66	5.58	4.69	5.10	5.67
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.9%	25.3%	19.6%	19.1%	19.0%
P/E	19	12	15	13	12
P/B	3.5	2.9	2.7	2.4	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-01-26，港币汇率按 1HKD=0.8959RMB 计算

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	62356	70826	77984	85354	92786
营业成本	23328	26794	29705	32287	34911
营业毛利	39028	44032	48279	53067	57875
销售费用	(21673)	(25647)	(28464)	(31239)	(33774)
管理费用	(3693)	(4198)	(4601)	(5292)	(5567)
财务收入/费用净额	991	1388	694	673	678
权益性投资损益	(718)	198	1200	1380	1518
EBT	15640	21884	19291	20979	23327
所得税	(4363)	(4895)	(5016)	(5454)	(6065)
净利润 (不含少数股东损益)	10236	15596	13105	14251	15847
EPS(元, 按最新股本计算)	3.66	5.58	4.69	5.10	5.67

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	19634	16741	20336	21632	24152
净利润	10236	15596	13105	14251	15847
折旧摊销	4987	5470	6504	6903	7295
营运资本变化	1659	(2223)	(617)	(810)	(278)
其他经营活动产生的现金	2752	(2102)	1345	1288	1288
投资活动产生现金流	(25793)	(14864)	(3408)	(3350)	(3387)
资本性支出	(1321)	(2391)	(3408)	(3350)	(3387)
投资变化	(24466)	(9593)	0	0	0
其他投资活动产生的现金	(6)	54	0	0	0
融资活动现金流	3471	(5761)	(6736)	(7325)	(8145)
债务增加	2500	2210	0	0	0
债务减少	(2058)	(3331)	0	0	0
股本增加	0	0	0	0	0
支付的股利合计	(4022)	(6072)	(6736)	(7325)	(8145)
其他筹资活动产生的现金	7051	1432	0	0	0
净现金流	(2688)	(3884)	10192	10957	12620

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	62.6%	62.2%	61.9%	62.2%	62.4%
EBITDA 率	32.6%	36.3%	30.6%	30.3%	30.6%
EBIT 率	23.5%	28.9%	23.8%	23.8%	24.4%
税前净利润率	25.1%	30.9%	24.7%	24.6%	25.1%
归母净利润率	16.4%	22.0%	16.8%	16.7%	17.1%
ROA	17.0%	19.4%	16.2%	16.3%	16.7%
ROE (摊薄)	19.9%	25.3%	19.6%	19.1%	19.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	39.3%	40.7%	38.9%	36.1%	33.9%
流动比率	2.5	1.8	2.1	2.5	2.9
速动比率	2.2	1.5	1.7	2.1	2.4
归母权益/有息债务	2.4	2.2	2.4	2.7	3.0
有形资产/有息债务	4.1	3.9	4.1	4.4	4.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测
注: 港币汇率按 1HKD=0.8959RMB 计算

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	52,140	52,482	61,158	72,954	86,580
现金及等价物	15,228	11,390	21,582	32,539	45,159
应收账款及应收票据合计	6,867	7,225	7,304	7,663	7,590
存货 (净值)	7,210	10,760	11,702	12,181	13,261
其他流动资产/受限制现金	22,835	23,107	20,571	20,571	20,571
非流动资产	40,088	60,133	58,125	55,691	53,046
固定资产/PP&E	4,143	4,687	4,185	3,238	1,934
无形资产	2,089	2,034	1,982	1,935	1,890
其他非流动资产	33,856	53,412	51,958	50,518	49,222
总资产	92,228	112,615	119,283	128,645	139,626
流动负债	20,591	28,593	29,077	29,186	29,996
短期借贷及长期借贷当期到期部分	3,996	8,583	8,583	8,583	8,583
应付账款及票据	11,008	13,349	13,833	13,942	14,752
应交税费	2,825	3,386	3,386	3,386	3,386
其他流动负债	2,762	3,275	3,275	3,275	3,275
非流动负债	15,627	17,283	17,283	17,283	17,283
长期借款	10,948	12,233	12,233	12,233	12,233
其他非流动负债	4,679	5,050	5,050	5,050	5,050
负债合计	36,218	45,876	46,360	46,469	47,279
股本	272	271	271	271	271
储备	51,188	61,458	67,827	74,753	82,455
少数股东权益	4,550	5,010	6,181	7,453	8,869
股东权益合计 (不含少数股东权益)	51,460	61,729	66,742	74,722	83,479
股东权益合计 (含少数股东权益)	56,010	66,739	72,923	82,176	92,348
负债及股东权益合计	92,228	112,615	119,283	128,645	139,626

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	34.8%	36.2%	36.5%	36.6%	36.4%
管理费用率	5.9%	5.9%	5.9%	6.2%	6.0%
财务费用率	-1.6%	-2.0%	-0.9%	-0.8%	-0.7%
所得税率	27.9%	22.4%	26.0%	26.0%	26.0%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利(HKD)	1.61	2.42	2.69	2.92	3.25
每股经营现金流	7.02	5.99	7.27	7.73	8.64
每股净资产	20.03	23.86	26.08	29.38	33.02
每股销售收入	22.30	25.33	27.88	30.52	33.18

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	19	12	15	13	12
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	11	9	9	8	7
股息率	2.1%	3.2%	3.5%	3.8%	4.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼