

安踏体育 (02020.HK)

收购彪马 29.06%股权，全球化战略进一步深化

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn
证券分析师: 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004
执证编码: S0980523070003

事项:

1月26日,公司公告与Pinault家族的投资公司Groupe Artémis达成购股协议,以每股35欧元的价格收购PUMA SE共计43,014,760股普通股(占其全部已发行股本约29.06%),总对价15.05亿欧元(约合人民币122.78亿元)。

国信纺服观点:

- 标的概况:** PUMA 现管理层正推动品牌复苏,短期产生一次性成本,致力于2027年恢复增长;
- 收购对价:** 总对价15.05亿欧元收购PUMA 29.06%股份,对应PUMA 2027年约0.7x PS;
- 战略意义:** 安踏集团全球化战略进一步深化,PUMA未来增长可期;
- 风险提示:** 关税政策不确定性;品牌形象受损;市场的系统性风险。
- 投资建议:** 看好集团多品牌全球化运营下,持续好于行业的成长潜力。此次安踏对PUMA的收购,是公司全球化战略的进一步深化,PUMA在全球运动鞋服市场份额领先,在多个专业运动项目以及欧洲等重点市场具有领先地位和先进经验与安踏集团品牌矩阵有协同性和互补性;PUMA虽然短期增长乏力、盈利承压,但现管理层正推动品牌复苏,致力于2027年恢复增长,安踏加入后更有望焕发品牌新增长活力。我们维持盈利预测,预计公司2025-2027年归母净利润分别为132.1/139.3/155.8亿元,可比口径的利润增长分别为+10.7%/5.5%/11.9%(2024年剔除Amer上市和配售权益摊薄所得的可比口径利润为119.3亿元)。维持107-112港元目标价,对应2026年20-21X PE,维持“优于大市”评级。

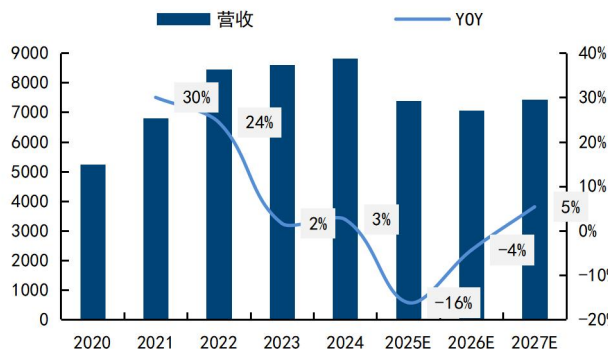
评论:

◆ 标的概况: PUMA 现管理层正推动品牌复苏,短期产生一次性成本,致力于2027年恢复增长

根据PUMA 2025年第三季度公告,2025年前九个月,不包括一次性成本的调整后息税前利润下降至1.02亿欧元,其中计入了1.127亿欧元的一次性成本,这些成本与成本削减计划以及第二季度的商誉减值有关。因此,报告的息税前利润为-1070万欧元。

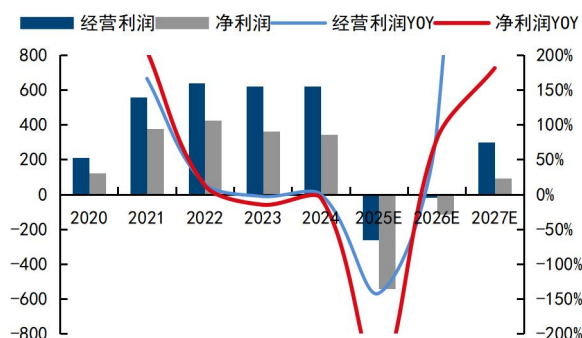
在持续波动的地缘政治和宏观经济环境下,PUMA预计行业范围及公司特有的挑战将在2025年剩余时间里显著影响其业绩。关键因素包括品牌势头疲软、渠道组合与质量转变、美国关税的影响以及库存水平高企。PUMA确认其2025年全年展望:按货币调整后计算,销售额预计将出现低双位数下降,预计将出现报告的息税前利润亏损,资本性支出约为2.5亿欧元。

图1: PUMA 公司营业收入情况 (百万欧元)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图2: PUMA 公司经营利润、净利润情况 (百万欧元)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

PUMA 启动重置，其目标是在全球范围内确立自身作为前三体育品牌的地位，恢复高于行业水平的增长，并在中期创造健康的利润。公司明确优先事项是成为一个拥有全球产品线和跨市场全球品牌叙事的统一全球体育品牌。

目前采取的措施包括：1) 减少商业化、实现更健康的批发渠道组合；2) 在 2026 年底前有针对性地进一步削减全球约 900 个白领职位（总职位数约 7,000 个）；3) 集中营销投资，更好地树立产品 IP；4) 聚焦足球、跑步、训练以及运动潮流精选/核心系列；5) 优化组织结构，现已在其管理委员会中明确了责任的重新分配。

增长时间表方面，管理层认为，尽管 2025 年是重置之年，2026 年将是过渡之年，相信上述措施是使 PUMA 从 2027 年起恢复增长的重要第一步。

◆ 收购对价：总对价 15.05 亿欧元收购 PUMA 29.06% 股份，对应 PUMA 2027 年约 0.7x PS

安踏以每股 35 欧元的价格收购 PUMA SE 共计 43,014,760 股普通股（占其全部已发行股本约 29.06%），总对价 15.05 亿欧元（约合人民币 122.78 亿元）。

收购价虽较 PUMA 当前股价有一定溢价，但在品牌处于下行周期、经营表现和短期财务指标承压的情况下，单纯以短期盈利和股价难以准确衡量品牌价值，安踏更看重其长期品牌价值和潜在的天花板。参考彭博当前一致预期，2027 年 PUMA 公司收入预计为 74.4 亿欧元，同比增速回正，收购价对应 PUMA 2027 年 0.7x PS。

◆ 战略意义：安踏集团全球化战略进一步深化，PUMA 未来增长可期

1) **全球化战略推进**：此次收购是安踏深入推进全球化战略的重要一步，助力集团向世界级多品牌体育用品集团迈进；彪马作为创立于 1948 年、拥有近 80 年历史的标志性品牌，具有深厚底蕴和全球忠实用户，按 2024 年收入计算是全球第六大运动品牌。

2) 品牌矩阵互补性：

- 彪马在跑步、足球、赛车等多个运动项目占据重要地位，与安踏现有品牌形成差异化互补。
- 彪马在欧洲、拉丁美洲、非洲和印度等重点市场影响力强，可补充安踏的全球市场覆盖。

3) **PUMA 中国市场潜力挖掘**：彪马目前在中国的收入仅占其全球收入的 7%，而全球头部运动品牌在中国的销售占比普遍较高（可达 17-30%），安踏计划凭借中国消费者洞察、B2C 管理能力、线上运营、线下零售网络及仓储物流优势，帮助彪马挖掘中国市场潜力，恢复高于行业平均水平的增长。

4) **运营协同能力验证**：安踏过往成功重组亚玛芬体育，并将 FILA、迪桑特在大中华区从不到几亿规模推

向百亿目标，证明其有能力赋能国际品牌实现增长和提升股东回报。

◆ **投资建议：看好集团多品牌全球化运营下，持续好于行业的成长潜力**

此次安踏对 PUMA 的收购，是公司全球化战略的进一步深化，PUMA 在全球运动鞋服市场份额领先，在多个专业运动项目以及欧洲等重点市场具有领先地位和先进经验，与安踏集团品牌矩阵有协同性和互补性；PUMA 虽然短期增长乏力、盈利承压，但现管理层正推动品牌复苏，致力于 2027 年恢复增长，安踏加入后更有望焕发品牌新增增长活力。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 132.1/139.3/155.8 亿元，可比口径的利润增长分别为+10.7%/5.5%/11.9%(2024 年剔除 Amer 上市和配售权益摊薄所得的可比口径利润为 119.3 亿元)。维持 107-112 港元目标价，对应 2026 年 20-21X PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	62,356	70,826	79,453	87,298	95,143
(+/-%)	16.2%	13.6%	12.2%	9.9%	9.0%
净利润(百万元)	10236	15596	13206	13931	15584
(+/-%)	34.9%	52.4%	-15.3%	5.5%	11.9%
每股收益(元)	3.66	5.58	4.72	4.98	5.57
EBIT Margin	21.9%	20.0%	20.3%	19.8%	20.4%
净资产收益率(ROE)	19.9%	25.3%	19.3%	18.5%	18.8%
市盈率(PE)	19.4	12.8	15.1	14.3	12.8
EV/EBITDA	13.4	13.2	13.5	12.8	11.6
市净率(PB)	3.87	3.22	2.91	2.64	2.40

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	2024A	EPS	2025E	2026E	2024A	PE	2025E	2026E	g	PEG
2020.HK	安踏体育	优于大市	71.16	5.58	4.72	4.98	12.8	15.1	14.3	10.8%	1.39		
可比公司													
2331.HK	李宁	优于大市	19.01	1.17	1.01	1.08	16.3	18.8	17.5	-4.2%	-4.48		
1368.HK	特步国际	优于大市	4.66	0.44	0.50	0.53	10.5	9.3	8.8	12.7%	0.73		
1361.HK	361度	优于大市	5.29	0.56	0.60	0.65	9.5	8.8	8.1	12.1%	0.73		
PUM	彪马	无评级	473.27	14.39	-23.64	-9.61	32.9	-20.0	-49.3	-185.3%	0.11		
NKE	耐克	无评级	471.47	27.06	15.67	11.48	17.4	30.1	41.1	-21.2%	-1.42		
ADS	阿迪达斯	无评级	1118.83	32.59	56.90	80.84	34.3	19.7	13.8	190.4%	0.10		

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

注: 无评级公司的 EPS 预测来自彭博一致预期; Nike FY2025 为实际值。

◆ **风险提示**

关税政策不确定性; 品牌形象受损; 市场的系统性风险。

相关研究报告:

《安踏体育(02020.HK)-四季度安踏集团增长稳健,各品牌全年增速达成管理层指引》——2026-01-22

《安踏体育(02020.HK)-三季度流水增长放缓,管理层调低安踏品牌流水指引》——2025-10-28

《安踏体育(02020.HK)-运营能力铸就增长势能,全球化打开长期空间》——2025-09-02

《安踏体育(02020.HK)-品牌矩阵拉动,2025上半年收入与核心利润均双位数增长》——2025-08-28

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	15228	11390	20841	32509	43949	营业收入	62356	70826	79453	87298	95143
应收款项	5575	6723	6898	7579	8260	营业成本	23328	26794	29924	32616	35273
存货净额	7210	10760	10406	10473	11327	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1346	703	1188	1305	1423	销售费用	21673	25647	28698	32237	34781
流动资产合计	52140	52482	62238	74773	87865	管理费用	3693	4198	7069	7534	7999
固定资产	4965	6152	6444	6784	7173	财务费用	(991)	(1388)	(1326)	(1020)	(1001)
无形资产及其他	8771	9439	7079	4720	2360	投资收益	28	(718)	1250	1726	2098
投资性房地产	17069	29873	29873	29873	29873	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	9283	14669	14669	14669	14669	其他收入	959	7027	4346	4542	4738
资产总计	92228	112615	120304	130818	141940	营业利润	15640	21884	20684	22199	24926
短期借款及交易性金融负债	3996	8583	4292	4077	3669	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	6859	8552	10558	11512	12450	利润总额	15640	21884	20684	22199	24926
其他流动负债	9736	11458	13731	15187	16416	所得税费用	4363	4895	5280	5562	6202
流动负债合计	20591	28593	28580	30776	32536	少数股东损益	1041	1393	2197	2706	3140
长期借款及应付债券	10948	12233	12233	12233	12233	归属于母公司净利润	10236	15596	13206	13931	15584
其他长期负债	4679	5050	5050	5050	5050						
长期负债合计	15627	17283	17283	17283	17283	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	36218	45876	45863	48059	49819	净利润	10236	15596	13206	13931	15584
少数股东权益	4550	5010	6109	7462	9032	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	51460	61729	68332	75297	83089	折旧摊销	4987	5471	3068	3120	3180
负债和股东权益总计	92228	112615	120304	130818	141940	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(991)	(1388)	(1326)	(1020)	(1001)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	2750	(640)	3973	1545	515
每股收益	3.66	5.58	4.72	4.98	5.57	其它	1041	1393	1099	1353	1570
每股红利	2.33	2.55	2.36	2.49	2.79	经营活动现金流	19014	21820	21345	19948	20850
每股净资产	18.40	22.07	24.43	26.92	29.71	资本开支	(5178)	(6658)	(1000)	(1100)	(1210)
ROIC	28%	25%	25%	29%	35%	其它投资现金流	(24537)	(12558)	0	0	0
ROE	20%	25%	19%	19%	19%	投资活动现金流	(29655)	(24602)	(1000)	(1100)	(1210)
毛利率	63%	62%	62%	63%	63%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	22%	20%	20%	20%	20%	负债净变化	10456	1285	0	0	0
EBITDA Margin	30%	28%	24%	23%	24%	支付股利、利息	(5580)	(6655)	(6603)	(6965)	(7792)
收入增长	16%	14%	12%	10%	9%	其它融资现金流	(1260)	9684	(4292)	(215)	(408)
净利润增长率	35%	52%	-15%	5%	12%	融资活动现金流	8491	(1056)	(10895)	(7180)	(8200)
资产负债率	44%	45%	43%	42%	41%	现金净变动	(2150)	(3838)	9451	11669	11440
息率	2.4%	2.9%	2.9%	3.0%	3.4%	货币资金的期初余额	17378	15228	11390	20841	32509
P/E	21.0	13.8	16.3	15.4	13.8	货币资金的期末余额	15228	11390	20841	32509	43949
P/B	4.2	3.5	3.1	2.9	2.6	企业自由现金流	12430	8629	18977	17801	18671
EV/EBITDA	14.3	14.1	14.4	13.7	12.4	权益自由现金流	22340	20676	14705	17778	18631

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032