

消费

2026年1月27日

## 安踏 (2020 HK)

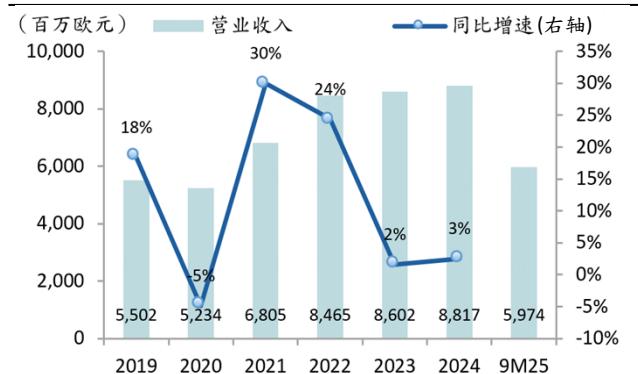
### 拟收购 Puma 29.06% 股权，深化全球化战略

- ④ **交易概况：**公司于2026年1月27日宣布，拟以15.1亿欧元（约人民币122.8亿元）的对价收购Puma（PUM DE/未评级）29.06%的股权，收购资金来自集团自有资金、无需融资；此次交易对应的企业价值/营收倍数约为0.8倍，收购价格为每普通股35欧元，相较于Puma在1月26日21.63欧元的收盘价溢价约62%。预计监管审批将在未来6-10个月完成；收购完成后，安踏集团将成为Puma的单一最大股东，并计划向其董事会委派代表。
- ④ **我们的观点：**这一收购与安踏集团长期坚持的“单聚焦、多品牌及全球化”战略高度契合；通过引入Puma，安踏不仅进一步丰富了品牌矩阵，也在全球化布局上迈出了关键一步。安踏此前已通过Amer Sports完成了高端户外细分领域的布局，但在大众专业运动的全球市场上仍缺乏强有力的局面；Puma作为全球领先的运动品牌，在足球、跑步、赛车及潮流领域拥有广泛的号召力，填补了这一战略空白。Puma目前仍面临品牌势能不足、渠道与库存压力较大以及产品线过宽等问题，公司希望与Puma管理团队协同合作，在品牌重塑、零售运营、产品渠道等方面提供支持，未来有望实现战略协同与价值提升。大中华区市场方面，Puma目前大中华区市场销售额占比仅约7%（2024年），与头部运动品牌（约20%左右）存在明显差距。我们相信其未来在大中华区市场的成长潜力巨大，或成为未来重要的增长驱动。
- ④ **从财务角度来看，**安踏集团具备充足的资金基础，截至2025年中，安踏集团持有净现金315亿元人民币。然而需要注意的是，2025前三季度Puma仍处于亏损状态，短期或对安踏的财务报表带来小幅拖累。具体来看，Puma 2024年/2025前三季度的销售额为88.2亿/59.7亿欧元，期间分别录得净利润3.4亿/净亏损3.1亿欧元。价值释放的关键在于安踏能否成功推动战略整合并提升运营效率。安踏在过往收并购中展现了卓越的整合能力，我们相信其具备丰富的经验与实力。
- ④ **风险因素主要包括：**跨国整合与文化磨合风险、全球化战略执行的不确定性、战略协同的不确定性、品牌重塑不及预期的风险等。

肖凯希  
cathy.xiao@bocomgroup.com  
(852) 3766 1856

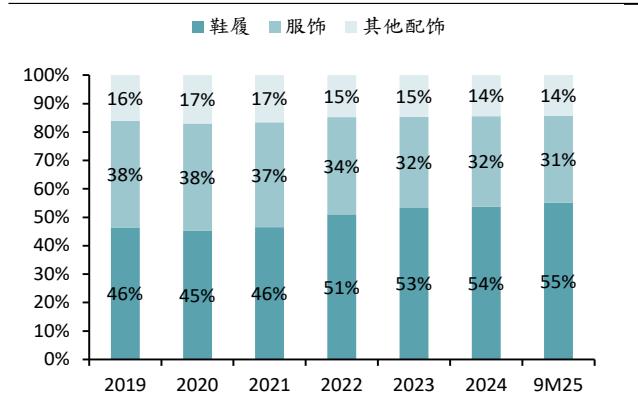
钱昊, CFA  
Alan.Qian@bocomgroup.com  
(852) 3766 1853

图表 1 : Puma 2019-9M25 的营业收入及增速



资料来源：公司公告，交银国际整理

图表 3 : Puma 2019-9M25 的营业收入拆分，分产品



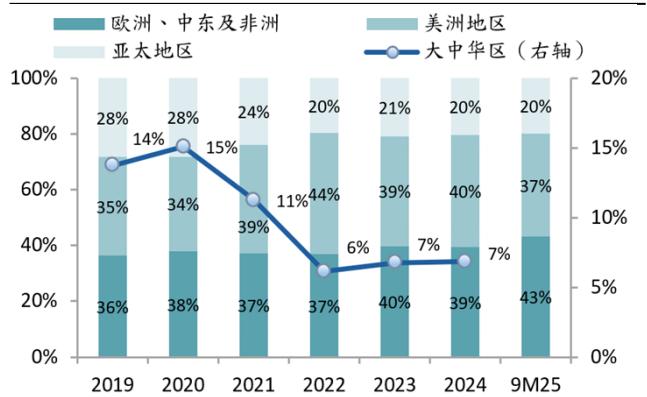
资料来源：公司公告，交银国际整理

图表 2 : Puma 2019-9M25 的净利润及增速



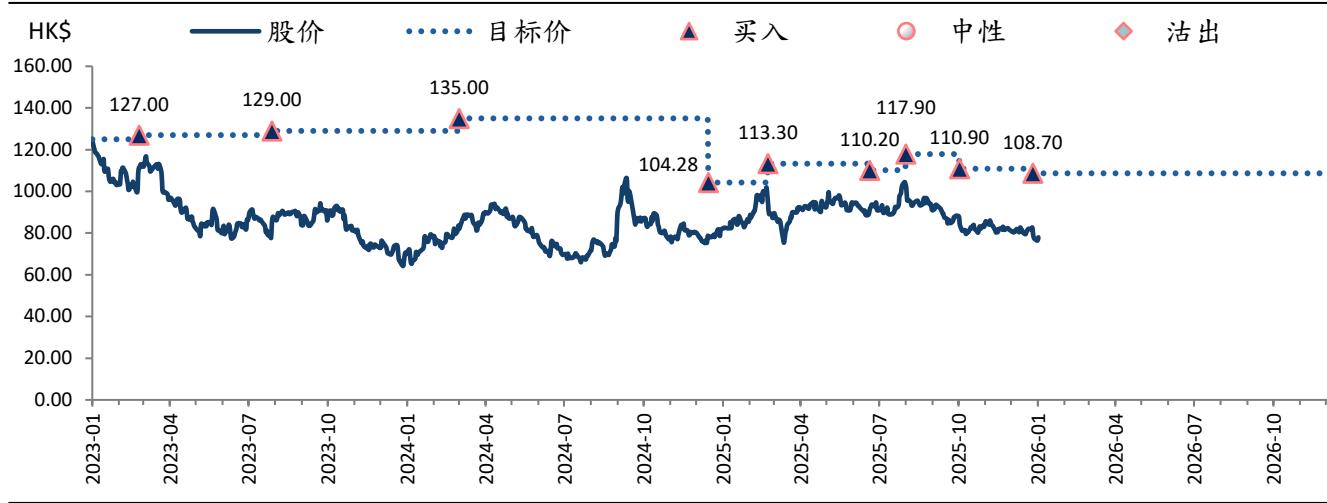
资料来源：公司公告，交银国际整理

图表 4 : Puma 2019-9M25 的营业收入拆分，分地区



资料来源：公司公告，交银国际整理

图表 5：安踏 (2020 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 6：交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
9992 HK	泡泡玛特	买入	217.60	401.60	84.6%	2025 年 10 月 22 日	潮流玩具
1876 HK	百威亚太	买入	7.69	9.00	17.0%	2026 年 01 月 12 日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	25.72	35.90	39.6%	2025 年 08 月 20 日	啤酒
3288 HK	海天味业	买入	31.72	39.00	23.0%	2025 年 11 月 19 日	调味品
600887 CH	伊利股份	买入	26.68	34.50	29.3%	2025 年 09 月 01 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	15.46	21.51	39.2%	2025 年 08 月 29 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	7.97	12.30	54.3%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	3.83	4.00	4.4%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	23.33	13.40	-42.6%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	14.70	10.40	-29.3%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	61.30	84.00	37.0%	2025 年 08 月 28 日	纺服代工
6690 HK	海尔智家	买入	25.64	36.60	42.7%	2025 年 09 月 01 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	76.35	96.20	26.0%	2025 年 09 月 01 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	39.07	52.96	35.5%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	27.36	22.64	-17.3%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.21	2.32	5.0%	2025 年 10 月 16 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	37.20	48.70	30.9%	2025 年 08 月 22 日	零售
2020 HK	安踏	买入	76.35	108.70	42.4%	2026 年 01 月 21 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	20.40	19.50	-4.4%	2026 年 01 月 16 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.48	0.74	55.8%	2025 年 08 月 12 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	2.75	2.98	8.3%	2025 年 06 月 26 日	体育用品经销商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2026 年 1 月 27 日

## 交銀國際

香港中環德輔道中68號萬宜大廈9樓  
總機: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 評級定義

#### 分析員個股評級定義:

**買入:** 預期個股未來12個月的總回報**高於**相關行業。

**中性:** 預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

**沽出:** 預期個股未來12個月的總回報**低於**相關行業。

**無評級:** 對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，  
分析員**並無確信觀點**。

#### 分析員行業評級定義:

**領先:** 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤  
標杆指數**具吸引力**。

**同步:** 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤標杆  
指數**一致**。

**落後:** 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤  
標杆指數**不具吸引力**。

香港市場的標杆指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標杆指數  
為**MSCI中國A股指數**，美國上市中概股的標杆指數為**標普美國中概股50(美元)指數**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、草姐集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司及爱芯元智半导体股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。