

安踏体育(02020)

报告日期: 2026年01月27日

## 收购 PUMA 股权，国际化矩阵再丰富

### ——安踏体育点评报告

#### 投资要点

##### 安踏公布收购 Puma29%股权:

安踏 1/27 发布公告，公司与法国 Pinault 家族旗下投资公司 Artemis 签订协议，计划以 35 欧元/股价格收购其持有的 Puma29.06% 股权，总价 15.06 亿欧元（约合 123 亿人民币），从而成为 Puma 最大股东；该交易对价较上一日 PUMA 二级市场股价溢价约 60%，预计全部以现金交付。

考虑 Puma 处于历史上压力较大的时刻，二级市场目前股价为历史偏低水位（21 年 11 月市值曾达到 170 亿欧元，21/22 年利润达到 3.1/3.5 亿欧元），安踏看好其中期价值回归。

##### 收购对双方具有重要意义:

Puma 产品和区域和安踏集团现有资产形成一定互补: Puma 拥有接近 80 年历史，品类上在跑步、足球、篮球、运动休闲、赛车等多个领域都有深耕，区域市场上欧洲、拉丁美洲、非洲、印度市场有强大影响力，

安踏则有望在中国和海外市场为 PUMA 赋能: Puma2024 年全球收入 88 亿欧元，中国收入仅 7%，后续发展潜力充分，安踏在中国市场具有丰富消费者洞察、DTC 运营、全渠道管理和仓储物流赋能能力，而亚玛芬集团为代表，安踏在全球品牌建设、零售执行与供应链管理也建立了丰富经验。

安踏计划在交割完成后将尽快寻求在监事会获得充分席位，与其他来自股东及雇员代表的监事会密切合作，激活 Puma 品牌价值。

##### 短期财务影响可控，中期预计贡献利润成长:

由于交割需要仍需要监管审批，完成后届时才会对安踏报表产生实际影响: 1) 由于 123 亿人民币需要现金支付，在交易正式交割后会影响利息收入; 2) Puma 25 前三季度亏损 3.1 亿欧元，彭博一致预期 25/26 全年亏损 4.7/1.9 亿欧元，交割后安踏按 29% 比例并入投资损益。

参考亚玛芬收购历程，短期虽对集团报表有负面影响，中期若实现品牌势能修复及运营提效，有望成为公司利润成长的有效助力

##### 盈利预测及估值:

考虑到零售环境压力、25 年狼爪并表、26 年 PUMA 收购影响，调整盈利预测，预计 25/26/27 年公司收入+12.3%/9.5%/8.8% 至 795/871/947 亿元，归母净利润为 131/135/148 亿元，剔除 2024 年 36.7 亿 Amer Sports 一次性收益影响，同比 +10%/+3%/+9%，对应当前 26/27 PE 为 14.4/13.2X。期待安踏牌线上、线下改革成果逐步体现，以及 FILA、户外品牌矩阵良好势头的保持，叠加狼爪、Maia Active 品牌业务开展，集团多品牌矩阵活力依然显著，继续推荐，维持“买入”评级。

##### 风险提示: 终端零售不及预期，新品牌发展不及预期

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

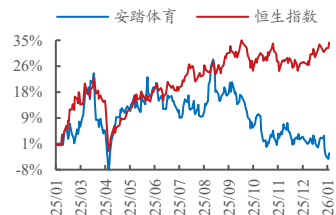
分析师: 詹陆雨

执业证书号: S1230520070005  
zhanluyu@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	HK\$77.90
总市值(百万港元)	217,859.29
总股本(百万股)	2,796.65

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《主力品牌波动环境下保持稳健，户外矩阵继续高增》 2025.11.02
- 《户外矩阵增收增利突出，狼爪开启战略梳理》 2025.08.29
- 《Q2 主品牌调整提效，其他品牌持续亮丽》 2025.07.15

#### 财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	70,826	79,549	87,076	94,743
(+/-) (%)	13.58%	12.32%	9.46%	8.81%
归母净利润	15,596	13,095	13,535	14,794
(+/-) (%)	52.36%	-16.04%	3.36%	9.30%
每股收益(元)	5.55	4.68	4.84	5.29
P/E	12.52	14.91	14.42	13.19

资料来源: 浙商证券研究所



## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>