

【广发纺服&海外】安踏体育 (02020.HK)

收购彪马 29.06%股权，深入推进公司战略

核心观点：

- **公司公告收购彪马 29.06%股权，成为最大股东。**公司与 Artémis 订立购股协议，购买约 4301.48 万股彪马普通股，每股股价 35 欧元，合计约 15.06 亿欧元（约 122.78 亿人民币）。对价将以公司内部资源（包括营运资金）支付，2025H1，公司现金及现金等价物，银行定期存款、已抵押存款合计 291.86 亿元。公告发布前，彪马股价为 21.63 欧元，市值 32.01 亿欧元。公司收购价对应市值 51.80 亿欧元，溢价 61.82%。
- **收购彪马股权是深入推进公司战略的重要举措。**公司战略为单聚焦、多品牌及全球化。彪马作为享誉全球、拥有深厚历史沉淀的国际领先运动品牌，在专业运动及潮流运动领域具有广泛的全球影响力。彪马全球业务及运动品类细分定位，与公司现有的多品牌、专业化布局高度互补。公司通过收购，成为彪马最大股东，有望进一步提升公司于全球体育用品市场的地位及品牌知名度，从而增强公司整体国际竞争力。
- **看好公司有望助力彪马重新激活品牌价值。**虽然彪马近年业绩承压，2024、2025H1 收入分别为 88.17 亿欧元、40.18 亿欧元，同比变动 +2.51%、-4.77%，归母净利润分别为 2.82 亿欧元，亏损 2.47 亿欧元，同比变动 -7.64%、-290.70%。但公司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已经积累了经市场验证的成功经验（FILA 和亚玛芬）。公司拥有多品牌综合管理与零售运营能力，已经构建了支撑全球发展的品牌建设、零售执行与供应链管理体系。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 25-27 年 EPS 为 4.70/5.12/5.79 元/股，参考可比公司，且考虑公司作为行业龙头，竞争力强，给予公司 26 年 PE18 倍，对应合理价值 102.91 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**监管审批风险；安踏等品牌、Amer 海外业务低于预期风险。

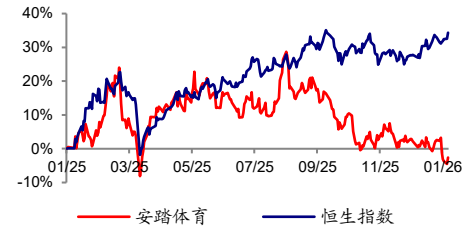
盈利预测：（本文如无特殊说明，货币单位均为人民币，港元对人民币采用 1:0.90）

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	62,356	70,826	77,464	85,221	94,684
增长率 (%)	16.2%	13.6%	9.4%	10.0%	11.1%
EBITDA	19,708	23,861	24,689	26,748	29,797
归母净利润	10,236	15,596	13,142	14,325	16,198
增长率 (%)	34.9%	52.4%	-15.7%	9.0%	13.1%
EPS (元/股)	3.61	5.52	4.70	5.12	5.79
市盈率 (P/E)	18.8	12.6	14.9	13.6	12.0
ROE (%)	19.9%	25.3%	19.7%	19.4%	19.8%
EV/EBITDA	9.7	8.6	8.0	7.0	5.9

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	77.90 港元
合理价值	102.91 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-28

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发纺服&海外】安踏体育 (02020.HK) :25Q4 安踏承压，FILA 回暖，其他品牌保持高增长 2026-01-25
- 【广发纺服&海外】安踏体育 (02020.HK) :户外品牌流水高增，多品牌集团稳健发展 2025-07-27
- 【广发纺服&海外】安踏体育 (02020.HK) :Q1 流水强劲，收购狼爪看好多品牌战略 2025-04-15

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	52,140	52,482	59,210	69,232	80,570
现金及现金等价物	15,228	11,390	19,083	27,802	37,566
应收账款及票据	3,732	4,463	4,482	4,930	5,478
存货	7,210	10,760	9,777	10,630	11,658
其他	25,970	25,869	25,869	25,869	25,869
非流动资产合计	40,088	60,133	59,433	58,733	58,033
固定资产净值	4,965	6,152	6,252	6,352	6,452
长期投资	23,015	39,375	39,375	39,375	39,375
商誉及无形资产	8,771	11,860	11,060	10,260	9,460
其他	3,337	2,746	2,746	2,746	2,746
资产总额	92,228	112,615	118,643	127,965	138,603
流动负债合计	20,591	28,593	27,773	27,731	27,781
短期借款	3,996	8,583	8,000	7,600	7,220
应付账款及票据	3,195	4,332	4,095	4,453	4,883
其他	13,400	15,678	15,678	15,678	15,678
非流动负债合计	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
总负债	36,218	45,876	45,056	45,014	45,064
普通股股本	272	271	271	271	271
储备	50,653	59,716	66,287	73,449	81,548
其他	535	1,742	0	0	0
归母权益总额	51,460	61,729	66,558	73,720	81,819
少数股东权益	4,550	5,010	7,029	9,231	11,720
股东权益合计	56,010	66,739	73,587	82,951	93,539
负债及股东权益合计	92,228	112,615	118,643	127,965	138,603

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	62,356	70,826	77,464	85,221	94,684
营业成本	23,328	26,794	29,154	31,701	34,764
毛利	39,028	44,032	48,310	53,521	59,920
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	21,673	25,647	27,942	30,999	34,244
行政管理费用	3,693	4,198	4,591	5,051	5,612
研发费用	0	1,991	0	0	0
其他营业费用合计	0	-1,991	0	0	0
营业利润	13,662	14,187	15,776	17,470	20,064
利息收入	1,470	1,846	1,611	1,407	1,307
利息支出	521	626	738	723	712
权益性投资损益	-718	198	1,453	1,818	2,273
其他非经营性损益	1,777	4,005	2,560	2,560	2,560
除税前利润	15,640	21,884	20,769	22,638	25,599
所得税	4,363	4,895	5,608	6,112	6,912
合并净利润	11,277	16,989	15,161	16,526	18,688
少数股东损益	1,041	1,393	2,019	2,201	2,489
归母净利润	10,236	15,596	13,142	14,325	16,198

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	19,634	16,741	17,515	16,826	18,322
合并净利润	11,277	16,989	15,161	16,526	18,688
折旧与摊销	4,987	5,471	4,900	4,900	4,900
营运资本变动	1,659	-2,223	728	-945	-1,145
其他非经营性调整	2,752	-2,103	-3,274	-3,655	-4,121
投资活动现金流净额	-25,793	-14,864	-187	178	633
处置固定资产收益	0	0	2,560	2,560	2,560
资本性支出	-1,394	-3,460	-4,200	-4,200	-4,200
投资资产支出	-23,985	-11,188	0	0	0
其他	-414	-216	1,453	1,818	2,273
融资活动现金流净额	3,471	-5,761	-9,634	-8,286	-9,191
长期债权融资	-2,809	-8,295	0	0	0
股权融资	10,497	-844	0	0	0
支付股利	-4,022	-6,072	-6,571	-7,162	-8,099
其他	-195	9,450	-3,063	-1,123	-1,092
现金净增加额	-2,150	-3,838	7,693	8,719	9,764
期初现金余额	17,378	15,228	11,390	19,083	27,802
期末现金余额	15,228	11,390	19,083	27,802	37,566

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	16.2%	13.6%	9.4%	10.0%	11.1%
营业利润增长率	46.9%	3.8%	11.2%	10.7%	14.8%
归母净利润增长率	34.9%	52.4%	-15.7%	9.0%	13.1%
获利能力					
毛利率	62.6%	62.2%	62.4%	62.8%	63.3%
净利率	18.1%	24.0%	19.6%	19.4%	19.7%
ROE	19.9%	25.3%	19.7%	19.4%	19.8%
偿债能力					
资产负债率	39.3%	40.7%	38.0%	35.2%	32.5%
有息负债率	16.2%	18.5%	17.1%	15.5%	14.0%
流动比率	2.5	1.8	2.1	2.5	2.9
利息保障倍数	28.3	29.4	26.8	30.2	35.0
营运能力					
应收账款周转天数	19.4	20.8	20.8	20.8	20.8
存货周转天数	121.1	120.7	120.7	120.7	120.7
应付账款周转天数	45.9	50.6	50.6	50.6	50.6
每股指标					
每股收益	3.61	5.52	4.70	5.12	5.79
每股净资产	19.77	23.64	26.31	29.66	33.45
每股经营现金流	6.93	5.93	6.26	6.02	6.55
估值比率					
PE	18.8	12.6	14.9	13.6	12.0
PB	3.7	3.2	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA	9.7	8.6	8.0	7.0	5.9

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

董建芳：高级分析师，对外经济贸易大学金融硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。