



证券研究报告

公司研究

公司点评报告

安踏体育 (2020. HK)

投资评级

上次评级

姜文镪 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服饰行业分析师

执业编号: S1500525120001

邮箱: liutiantian@cindasc.com

收购 PUMA 29.06% 股权，安踏全球化关键落子

2026 年 1 月 29 日

事件: 安踏体育于近日公告，拟以约 15.055 亿欧元(约合 122.78 亿元人民币)收购 PUMA SE 约 29.06% 股权，成为其单一最大股东。

收购价格点评: 本次交易本次交易每股作价 35 欧元，较公告前一日收盘价溢价 61.6%，对应 EV/2027 年预期营收的倍数约为 0.8 倍，公司认为估值合理。全部使用内部资金支付，不新增负债，预计不会影响公司现有派息政策。

安踏此次收购 PUMA 具有战略性意义，公司与品牌互补性强。品牌价值方面: 公司看重 PUMA 作为拥有近 80 年历史的全球专业运动品牌所积淀的长期价值与品牌资产，尤其是在足球、跑步等核心领域的专业地位，当前其股价与估值未能充分反映这一内在价值，为长期布局提供了良好窗口。

挖潜角度: PUMA 在中国市场的收入占比仅约 7%，相比其他国际品牌具有巨大增长潜力，安踏计划将其在中国市场已验证成功的“品牌+零售”模式、消费者洞察及全渠道运营能力赋能于 PUMA，以直接释放其增长潜能。

PUMA 对于安踏: 此次收购是安踏推进“单聚焦、多品牌、全球化”战略的关键一步，PUMA 在欧洲、北美及非洲等市场的强大影响力将直接补强并加速安踏的全球化布局。

协同整合可期，后续观察 PUMA 扭亏进展。 PUMA 前三季度大幅亏损，后续面临扭亏任务。PUMA 2025 年前三季度收入、净利润分别为 59.74 亿欧元、亏损 3.09 亿欧元。收购完成后，安踏将作为第一大股东，在董事会获得充分代表权，以建议与支持的方式与管理层协同，而非直接介入日常运营。协同将首要聚焦于中国市场，安踏计划分享其在品牌、产品与零售效率方面的成功经验，帮助 PUMA 实现实质性改善。同时，需观察现管理层已制定的转型计划。安踏表示未来将保持 PUMA 运营独立性的基础上，于关键领域开展深度协作。

盈利预测: 我们调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 财年归母净利润为 131.97/141.29/154.17 亿元，对应 PE 分别为 14.65X、13.68X、12.54X。

风险提示: 审批风险，交易需获得包括中国、德国、美国等多地监管部门批准，过程预计需要 6-10 个月。特殊条款风险，协议包含“额外付款机制”，若未来 15 个月内 PUMA 被以更高价格收购或退市，安踏需向现卖方补偿差价。

| 重要财务指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万港元) | 70826 | 78263 | 85306 | 92557 |
| 增长率 YoY % | 14% | 11% | 9% | 9% |
| 归属母公司净利润(百万港元) | 15596 | 13197 | 14129 | 15417 |
| 增长率 YoY % | 52% | -15% | 7% | 9% |
| EPS(摊薄)(港元) | 5.55 | 4.72 | 5.05 | 5.51 |
| 市盈率 P/E(倍) | 12.59 | 14.65 | 13.68 | 12.54 |

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 1 月 28 日收盘价

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编: 100031



| 资产负债表 | | | | 利润表 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产 | 52,482 | 57,750 | 56,335 | 68,990 |
| 现金 | 11,390 | 14,851 | 12,007 | 20,989 |
| 应收账款及票据 | 4,463 | 4,653 | 5,241 | 5,656 |
| 存货 | 10,760 | 10,643 | 11,064 | 11,885 |
| 其他 | 25,869 | 27,602 | 28,024 | 30,459 |
| 非流动资产 | 60,133 | 73,417 | 86,904 | 88,362 |
| 固定资产 | 6,152 | 9,188 | 9,004 | 8,824 |
| 无形资产 | 9,439 | 14,486 | 18,157 | 17,794 |
| 其他 | 44,542 | 49,743 | 59,743 | 61,744 |
| 资产总计 | 112,615 | 131,167 | 143,239 | 157,352 |
| 流动负债 | 28,593 | 33,043 | 36,340 | 40,770 |
| 短期借款 | 8,583 | 12,083 | 13,083 | 14,083 |
| 应付账款及票据 | 4,332 | 4,105 | 4,649 | 5,147 |
| 其他 | 15,678 | 16,855 | 18,608 | 21,540 |
| 非流动负债 | 17,283 | 18,505 | 18,505 | 18,505 |
| 长期债务 | 12,233 | 12,233 | 12,233 | 12,233 |
| 其他 | 5,050 | 6,272 | 6,272 | 6,272 |
| 负债合计 | 45,876 | 51,548 | 54,845 | 59,275 |
| 普通股股本 | 271 | 271 | 271 | 271 |
| 储备 | 59,716 | 65,026 | 72,467 | 80,731 |
| 归属母公司股东权益 | 61,729 | 73,389 | 80,830 | 89,094 |
| 少数股东权益 | 5,010 | 6,229 | 7,564 | 8,983 |
| 股东权益合计 | 66,739 | 79,619 | 88,394 | 98,077 |
| 负债和股东权益 | 112,615 | 131,167 | 143,239 | 157,352 |

| 现金流量表 | | | | 主要财务比率 |
|-----------|---------|--------|---------|--------|
| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流 | 16,741 | 12,354 | 14,691 | 16,807 |
| 净利润 | 15,596 | 13,197 | 14,129 | 15,417 |
| 少数股东权益 | 1,393 | 1,219 | 1,334 | 1,419 |
| 折旧摊销 | 5,471 | 461 | 513 | 543 |
| 营运资金变动及其他 | -5,719 | -2,524 | -1,286 | -572 |
| 投资活动现金流 | -14,864 | -3,585 | -10,978 | -761 |
| 资本支出 | -3,460 | -2,194 | -4,000 | 0 |
| 其他投资 | -11,404 | -1,391 | -6,978 | -761 |
| 筹资活动现金流 | -5,761 | -5,218 | -6,469 | -6,975 |
| 借款增加 | -8,295 | 3,500 | 1,000 | 1,000 |
| 普通股增加 | -844 | 0 | 0 | 0 |
| 已付股利 | -6,072 | -7,798 | -6,599 | -7,064 |
| 其他 | 9,450 | -920 | -870 | -910 |
| 现金净增加额 | -3,838 | 3,461 | -2,845 | 8,983 |



研究团队简介

姜文镪，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇SCI+EI论文，曾就职于国盛证券，带领团队获2024年新财富最佳分析师第四名、2023/2024年水晶球评选第四名、2024年金麒麟最佳分析师第四名。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018年2年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019年1月-2025年11月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025年12月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有3年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。



分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推论仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|---|---|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。 | 买入： 股价相对强于基准15%以上； 增持： 股价相对强于基准5%~15%； 持有： 股价相对基准波动在±5%之间； 卖出： 股价相对弱于基准5%以下。 | 看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。 |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。