

## 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

姜文镔 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

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

# 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。PUMA2025 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
营业总收入(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

资产负债表				
百万元				
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				
百万元				
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

利润表				
百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	70,826	78,263	85,306	92,557
其他收入	0	0	0	0
营业成本	26,794	28,801	31,137	33,691
销售费用	25,647	28,215	31,607	34,652
管理费用	4,198	4,835	5,468	5,712
研发费用	1,991	2,113	2,303	2,499
财务费用	-1,220	-452	-606	-571
除税前溢利	21,884	19,452	20,723	22,313
所得税	4,895	5,035	5,260	5,477
净利润	16,989	14,417	15,463	16,836
少数股东损益	1,393	1,219	1,334	1,419
归属母公司净利润	15,596	13,197	14,129	15,417
EBIT	20,664	19,000	20,117	21,742
EBITDA	26,135	19,460	20,631	22,286
EPS (元)	5.55	4.72	5.05	5.51

主要财务比率				
百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	13.58%	10.50%	9.00%	8.50%
归属母公司净利润	52.36%	-15.38%	7.06%	9.12%
获利能力				
毛利率	62.17%	63.20%	63.50%	63.60%
销售净利率	22.02%	16.86%	16.56%	16.66%
ROE	25.27%	17.98%	17.48%	17.30%
ROIC	18.32%	13.55%	13.20%	13.19%
偿债能力				
资产负债率	40.74%	39.30%	38.29%	37.67%
净负债比率	14.12%	11.89%	15.06%	5.43%
流动比率	1.84	1.75	1.55	1.69
速动比率	1.43	1.31	1.13	1.29
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.64	0.62	0.62
应收账款周转率	17.29	17.17	17.24	16.99
应付账款周转率	7.12	6.83	7.11	6.88
每股指标 (元)				
每股收益	5.55	4.72	5.05	5.51
每股经营现金流	5.93	4.42	5.25	6.01
每股净资产	21.86	26.24	28.90	31.86

## 研究团队简介

**姜文锬**，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、意见及推测仅供参考，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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 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。