

安踏 (2020.HK): Puma 是安踏“多品牌全球化”战略布局的完美选择

• **安踏收购 Puma 尘埃落定:** 安踏于 1 月 27 日公告将以总价 15.05 亿欧元(相当于人民币 122.8 亿元)收购上市公司 Puma(PUM.DE)29.06% 的股权,并以自有现金支付所有对价。由于收购股权小于 30%,此次收购并不会触发全面要约。收购完成后, Puma 将成为安踏的联营企业(采用权益法进行会计处理)。管理层表示,安踏短期不会考虑对 Puma 进行私有化,但拟委派合适代表进入 Puma 的监事会,并会以谨慎理性的态度持续深化与 Puma 的合作。我们认为,安踏将在未来 3 年里致力于重振 Puma 的品牌力,并以中国市场为支点,撬动 Puma 重新回到增长及盈利的轨道上。

• **Puma 是安踏“多品牌全球化”战略布局的完美选择:** 根据 Euromonitor,就收入体量而言, Puma 是全球第六大运动服饰品牌,在全球(主要包括欧洲、拉丁美洲、非洲和印度)具有较强的品牌力与市场布局。但 Puma 目前面临品牌降温、商品失焦、库存偏高等问题,导致 Puma 的业绩和估值都处于历史低位。这也使 Puma 高度符合安踏在“多品牌、全球化”战略布局下的投资标准。凭借过去 10 多年里在 Fila、Descente、Kolon 以及 Amer Sports 所积累的成功经验,安踏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等体系。这也令我们相信安踏在未来能够帮助 Puma 实现品牌转型、品牌力回升与业绩反转。管理层强调,中国业务目前仅占 Puma 总收入的 7%,相信 Puma 在中国拥有巨大潜力。

• **交易估值合理,且符合管理层对 Puma 长期品牌价值的判断:** 此次交易的每股收购价格为 35 欧元,相较 Puma 于 1 月 27 日的收盘价有 62% 的溢价。这主要是由于 Puma 短期的交易估值很大程度上受到了公司较弱的业绩预期以及较差的市场流动性的影响。公司表示这一收购对价是以“企业价值/2027 年预期收入等于 0.8”作为基准来计算得到的。根据我们的计算,此次收购价格对应 15 倍 2024 年 P/E 以及 0.6 倍 2024 年 P/S,总体看来估值较为合理。尽管 Puma 短期业绩承压,但管理层认为 Puma 的长期品牌价值被市场严重低估。通过与安踏的深度合作, Puma 未来的业绩有望得到大幅提升,从而逐渐释放其长期的品牌价值。

• **短期对安踏 2026 年的盈利有一定的负面影响:** 截至 1H25 末,公司拥有净现金人民币 315 亿元。而在完成对 Puma 的股权收购后,安踏的净现金可能大幅下降接近 40%。这也可能导致安踏 2026 年的利息收入同比下降。另外, Puma 在 2026 年的盈利能力可能持续承压,这也将对安踏 2026 年的盈利造成负面的影响。基于以上考量,我们适当下调了安踏 2026 年的盈利预测。尽管如此,我们认为市场更应该将关注焦点放在收购 Puma 对安踏长期战略发展的推动上,而不应过度关注对短期业绩的影响。

• **投资风险:** 行业需求放缓; 安踏收入低于预期; Fila 品牌力下降。

林闲嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

张嘉

消费分析师

constance_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2026 年 1 月 30 日

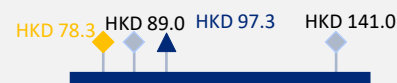
评级

买入

目标价(港元)	97.3
潜在升幅/降幅	+24.3%
目前股价(港元)	78.3
52 周内股价区间(港元)	73.6-106.3
总市值(百万港元)	218,838
近 3 月日均成交额(百万港元)	738.5

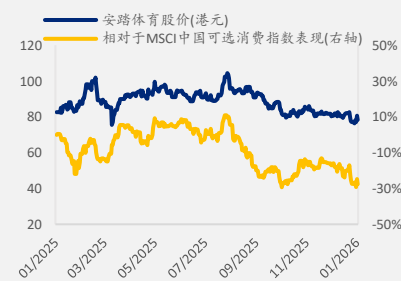
注:截至 2026 年 1 月 30 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究



图表 1：盈利预测和财务指标

百万人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,356	70,826	79,961	87,749	93,705
同比变动 (%)	16.2%	13.6%	12.9%	9.7%	6.8%
归母净利润	10,236	15,596	13,120	13,983	15,409
同比变动 (%)	34.9%	52.4%	-15.9%	6.6%	10.2%
归母净利润 (剔除联营公司一次性损益影响)	10,954	11,927	13,120	13,983	15,409
同比变动 (%)	44.3%	8.9%	10.0%	6.6%	10.2%
PE (x)	18.9	13.0	15.4	14.5	13.1
ROE (%)	23.8%	27.6%	20.1%	19.2%	18.9%

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 安踏体育

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,356	70,826	79,961	87,749	93,705
同比	16.2%	13.6%	12.9%	9.7%	6.8%
销售成本	-23,328	-26,794	-30,774	-33,231	-35,022
毛利	39,028	44,032	49,187	54,518	58,683
毛利率	62.6%	62.2%	61.5%	62.1%	62.6%
销售费用	-21,673	-25,647	-28,665	-32,205	-34,121
管理费用	-3,693	-4,198	-4,921	-5,439	-5,795
其他经营收入及收益 (损失)	1,705	2,408	2,658	3,158	3,658
经营溢利	15,367	16,595	18,259	20,032	22,425
经营利润率	24.6%	23.4%	22.8%	22.8%	23.9%
核心经营溢利	15,367	16,595	18,259	20,032	22,425
核心经营利润率	24.6%	23.4%	22.8%	22.8%	23.9%
同比	36.8%	8.0%	10.0%	9.7%	11.9%
净融资成本	991	1,388	1,020	1,090	1,340
税前溢利	15,640	21,884	20,329	22,297	25,034
所得税开支	-4,363	-4,895	-5,248	-5,749	-6,469
所得税率	26.7%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%
少数股东权益	-1,041	-1,393	-1,961	-2,565	-3,156
归母净利润	10,236	15,596	13,120	13,983	15,409
归母净利率	16.4%	22.0%	16.4%	15.9%	16.4%
同比	35%	52%	-16%	7%	10%
归母净利润					
(剔除联营公司一次性损益)	10,954	11,927	13,120	13,983	15,409
归母净利率					
(剔除联营公司一次性损益)	18%	17%	16%	16%	16%
同比	44%	9%	10%	7%	10%

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	4,965	6,152	6,854	7,039	7,016
使用权资产	8,085	9,826	9,826	9,826	9,826
土地使用权及其他非流动资产预付款	567	991	901	821	748
无形资产	2,089	2,034	4,679	4,408	4,153
合营公司投资	9,283	14,669	14,669	14,669	14,669
递延税项资产	1,367	1,633	1,633	1,633	1,633
其他	1,896	3,164	3,164	3,164	3,164
非流动资产	40,088	60,133	63,391	63,224	62,873
其他金融资产	1,333	3,869	3,869	3,869	3,869
存货	7,210	10,760	10,286	11,107	11,706
应收账款	3,732	4,463	4,162	4,568	4,878
其他应收账款	3,135	2,762	2,848	3,125	3,337
已抵押存款	5	120	0	0	0
存款期超过三个月的银行定期存款	21,448	19,037	19,000	19,000	19,000
现金及现金等价物	15,228	11,390	18,169	16,283	28,576
流动资产	52,140	52,482	58,334	57,952	71,366
借贷	3,996	8,583	8,583	8,583	8,583
应付贸易账款	3,195	4,332	4,300	4,643	4,893
租赁负债	2,701	3,179	3,179	3,179	3,179
其他应收款	7,842	9,017	9,274	10,015	10,555
应付关连人士款项	32	96	20	20	20
即期应付税项	2,825	3,386	3,400	3,400	3,400
流动负债	20,591	28,593	28,756	29,840	30,630
递延税项负债	855	925	925	925	925
租赁负债	3,824	4,125	4,125	4,125	4,125
借贷	10,948	12,233	12,233	12,233	12,233
应付非控股权益款	0	0	0	0	0
非流动负债	15,627	17,283	17,283	17,283	17,283
股本	272	271	271	271	271
储备	51,188	61,458	68,444	76,523	85,640
非控股权益	4,550	5,010	6,971	9,535	12,692
权益	56,010	66,739	75,686	86,330	98,603

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税前溢利	15,640	21,884	20,329	22,297	25,034
物业、机器及设备折旧	1,018	1,023	1,237	1,456	1,663
使用权资产折旧	3,844	4,305	0	0	0
无形资产摊销	125	143	143	281	265
利息支出	521	626	354	333	333
利息收入	-1,470	-1,846	-1,690	-1,739	-1,989
其他	840	-3,894	100	91	83
营运资金变动前经营现金流量	20,518	22,240	20,472	22,719	25,389
存货增加	1,339	-3,410	474	-821	-599
应收贸易账款及其他流动资产变动	-1,189	-362	215	-683	-522
抵押贷款变动	0	0	120	0	0
应付贸易账款及其他流动负债变动	1,582	1,590	225	1,084	790
应付关连人士款项变动	7	65	-76	0	0
已付所得税	-3,584	-4,532	-5,234	-5,749	-6,469
经营活动所得 (所用) 现金净额	18,593	15,486	16,278	16,549	18,590
购买物业、厂房及设备所付款	-1,161	-2,258	-1,940	-1,640	-1,640
支付土地使用权购买预付款	0	-1,069	-10	-10	-10
购买无形资产所付款项	-160	-133	-700	-10	-10
以收取利息	1,041	1,255	1,690	1,739	1,989
存款期超过三个月的银行定期存款	-22,488	-6,205	37	0	0
其他	-1,984	-5,199	-2,088	-12,277	0
投资活动所用现金净额	-24,752	-13,609	-3,011	-12,198	329
借贷	442	-1,121	0	0	0
发行可转换债券	0	4,168	0	0	0
已支付股利	-4,250	-7,029	-6,134	-5,904	-6,292
已支付利息	-59	-188	-354	-333	-333
其他	7,338	-1,591	0	0	0
融资活动 (所用) 所得现金净额	3,471	-5,761	-6,488	-6,237	-6,625
现金及现金等价物变动	-2,688	-3,884	6,779	-1,886	12,293
于年初的现金及现金等价物	17,378	15,228	11,390	18,169	16,283
现金及现金等价物汇兑差额	538	46	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	15,228	11,390	18,169	16,283	28,576

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	3.69	5.37	4.52	4.81	5.30
每股销售额	21.75	23.58	26.62	29.22	31.20
每股股息	1.88	2.11	2.03	2.17	2.39
同比变动					
收入	16.2%	13.6%	12.9%	9.7%	6.8%
经营溢利	36.8%	8.0%	10.0%	9.7%	11.9%
归母净利润	34.9%	52.4%	-15.9%	6.6%	10.2%
摊薄每股收益	40.0%	3.9%	10.0%	6.6%	10.2%
费用与利润率					
毛利率	62.6%	62.2%	61.5%	62.1%	62.6%
经营利润率	24.6%	23.4%	22.8%	22.8%	23.9%
归母净利率	16.4%	22.0%	16.4%	15.9%	16.4%
回报率					
平均股本回报率	23.8%	27.6%	20.1%	19.2%	18.9%
平均资产回报率	12.9%	15.4%	11.4%	11.7%	12.3%
资产效率					
库存周转天数	123	122	122	122	122
应收账款周转天数	20	21	19	19	19
应付账款周转天数	47	51	51	51	51
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
速动比率 (x)	2.5	1.8	2.0	1.9	2.3
现金比率 (x)	1.2	1.6	1.6	1.5	1.4
负债/权益 (%)	70%	74%	67%	61%	56%
估值					
市盈率 (x)	18.9	13.0	15.4	14.5	13.1
市销率 (x)	3.2	3.0	2.6	2.4	2.2
股息率	2.4%	2.7%	2.6%	2.8%	3.1%

图表 2：安踏各品牌季度流水增速

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
安踏品牌	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降
	中单位数	高单位数	中单位数	高单位数	高单位数	低单位数	低单位数	低单位数
安踏大货	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降
	中单位数	高单位数	中单位数	高单位数	高单位数	低单位数	低单位数	低单位数
安踏童装	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降
	中单位数	高单位数	中单位数	10-20%低段	高单位数	低单位数	中单位数	低单位数
安踏电商	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
	20-25%	20-25%	20-25%	10-20%高段	10-20%低段	低单位数	高单位数	低单位数
Fila	▲增长	▲增长	▼下降	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
	高单位数	中单位数	低单位数	高单位数	高单位数	中单位数	低单位数	中单位数
Fila 大货	▲增长	▲增长	—持平	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
	10-20%中段	高单位数		高单位数	中单位数	高单位数	中单位数	高单位数
Fila 潮牌	—持平	▼下降	▼下降	▲增长	▲增长	▲增长	—持平	▲增长
		低单位数	低单位数	10-20%中段	10-20%中段	中单位数		低单位数
Fila 儿童	▼下降	▲增长	▼下降	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
	微跌	中单位数	低单位数	中单位数	10-20%低段	中单位数	中单位数	低单位数
Fila 电商	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
	25-30%	~20%	高单位数	10-20%中段	10-20%高段	10-20%低段	高单位数	10-15%
其他品牌	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
	25-30%	40-45%	45-50%	50-55%	~70%	50-55%	45-50%	35-40%
迪桑特	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
	20-25%	35-40%	35-40%	45-50%	~60%	40-45%	~30%	25-30%
可隆	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
	近 50%	60-65%	65-70%	60-65%	~100%	70-75%	~70%	50-55%

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 3：安踏 2025 年上半年盈利表现和下半年与全年盈利预测

百万人民币	1H24	1H25	YoY	2H24	2H25E	YoY	2024	2025E	YoY
收入	33,735	38,544	14.3%	37,091	41,417	11.7%	70,826	79,961	12.9%
销售成本	12,117	14,119	16.5%	-14,677	-16,655	13.5%	-26,794	-30,774	14.9%
毛利润	21,618	24,425	13.0%	22,414	24,762	10.5%	44,032	49,187	11.7%
毛利率	64.1%	63.4%		60.4%	59.8%		62.2%	61.5%	
其他收益	809	1,315	62.5%	1,599	1,343	-16.0%	2,408	2,658	10.4%
销售费用	11,796	13,272	12.5%	-13,851	-15,393	11.1%	-25,647	-28,665	11.8%
销售费用率	35.0%	34.4%		37.3%	37.2%		36.2%	35.8%	
行政费用	-1,971	-2,337	18.6%	-2,227	-2,584	16.0%	-4,198	-4,921	17.2%
行政费用率	5.8%	6.1%		6.0%	6.2%		5.9%	6.2%	
营业费用	13,767	15,609	13.4%	-16,078	-17,977	11.8%	-29,845	-33,586	12.5%
经营利润	8,660	10,131	17.0%	7,935	8,128	2.4%	16,595	18,259	10.0%
经营利润率	25.7%	26.3%		21.4%	19.6%		23.4%	22.8%	
联营公司盈利/亏损	-19	434	n.m.	217	616	n.m.	198	1,050	n.m.
其他盈利	1,579	0	n.m.	2,124	0	n.m.	3,703	0	n.m.
财务支出	710	596	-16.1%	678	424	-37.5%	1,388	1,020	-26.5%
税前盈利	10,930	11,161	2.1%	10,954	9,168	-16.3%	21,884	20,329	-7.1%
所得税	-2,511	-3,050	21.5%	-2,384	-2,198	-7.8%	-4,895	-5,248	7.2%
少数股东权益	-698	-1,080	54.7%	-695	-881	26.7%	-1,393	-1,961	40.7%
归母净利润	7,721	7,031	-8.9%	7,875	6,089	-22.7%	15,596	13,120	-15.9%
归母净利率	22.9%	18.2%		21.2%	14.7%		22.0%	16.4%	
核心归母净利润 (剔除 Amer 上市相关一次性损益)	6,142	7,031	14.5%	5,785	6,089	5.3%	11,927	13,120	10.0%
核心归母净利率	18.2%	18.2%		15.6%	14.7%		16.8%	16.4%	

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际预测

图表 4：安踏旗下主要品牌 2025 年上半年收入和盈利以及下半年预测

(人民币百万)	1H24	1H25	YoY	2H24	2H25E	YoY	2024	2025E	YoY
收入									
安踏品牌	16,077	16,950	5.4%	17,445	17,646	1.2%	33,522	34,596	3.2%
Fila	13,056	14,182	8.6%	13,570	13,758	1.4%	26,626	27,940	4.9%
其他品牌	4,602	7,412	61.1%	6,076	10,012	64.8%	10,678	17,424	63.2%
毛利润									
安踏品牌	9,106	9,308	2.2%	9,168	9,081	-0.9%	18,274	18,389	0.6%
Fila	9,168	9,637	5.1%	8,883	8,748	-1.5%	18,051	18,385	1.8%
其他品牌	3,344	5,480	63.9%	4,363	6,933	58.9%	7,707	12,413	61.1%
毛利率									
安踏品牌	56.6%	54.9%		52.6%	51.5%		54.5%	53.2%	
Fila	70.2%	68.0%		65.5%	63.6%		67.8%	65.8%	
其他品牌	72.7%	73.9%		71.8%	69.2%		72.2%	71.2%	
经营利润									
安踏品牌	3,503	3,946	12.6%	3,532	3,319	-6.0%	7,035	7,265	3.3%
Fila	3,731	3,935	5.5%	3,007	2,910	-3.2%	6,738	6,845	1.6%
其他品牌	1,375	2,458	78.8%	1,675	2,334	39.3%	3,050	4,792	57.1%
经营利润率									
安踏品牌	21.8%	23.3%		20.2%	18.8%		21.0%	21.0%	
Fila	28.6%	27.7%		22.2%	21.2%		25.3%	24.5%	
其他品牌	29.9%	33.2%		27.6%	23.3%		28.6%	27.5%	

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

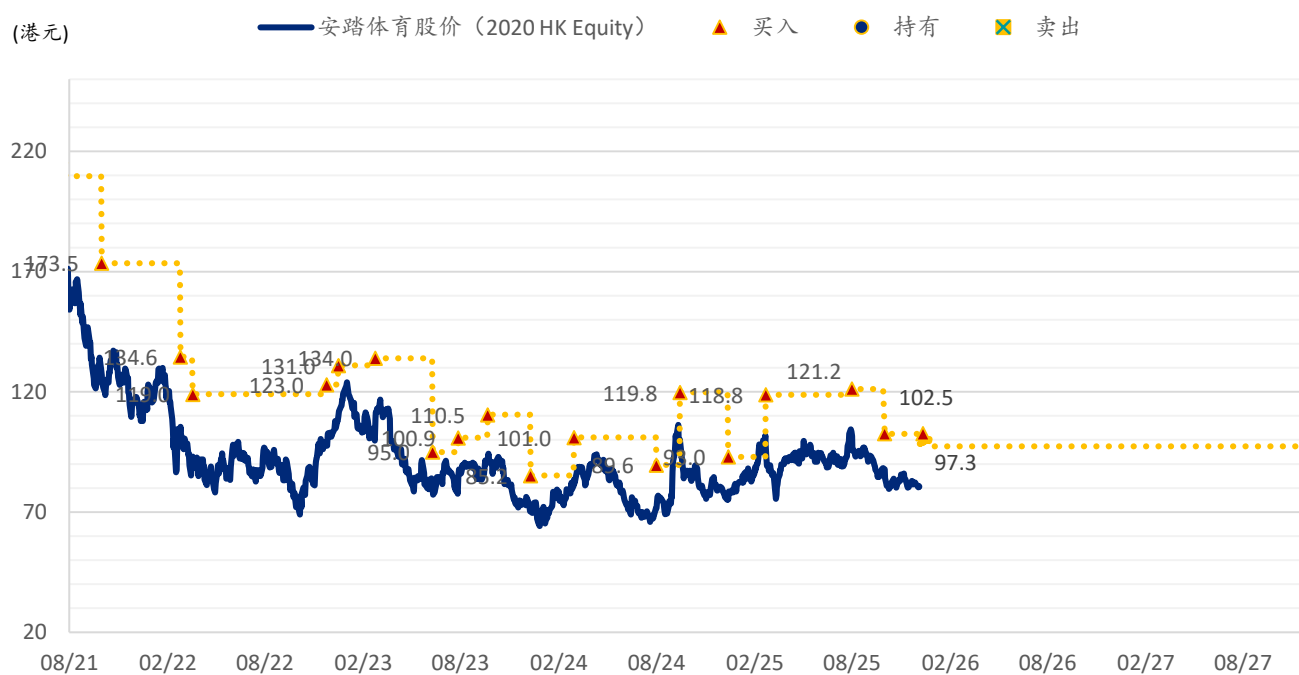
图表 5：SPDBI 财务预测变动：安踏体育（2020.HK）

(人民币百万)	2025E	2026E	2027E
营业收入			
旧预测	79,961	88,553	94,829
新预测	79,961	87,749	93,705
变动	0.0%	-0.9%	-1.2%
核心归母净利润			
旧预测	13,120	14,361	16,044
新预测	13,120	13,983	15,409
变动	0.0%	-6.6%	-7.5%

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 安踏体育 (2020.HK)



注: 截至 2026 年 1 月 30 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 7：SPDBI 消费行业覆盖公司

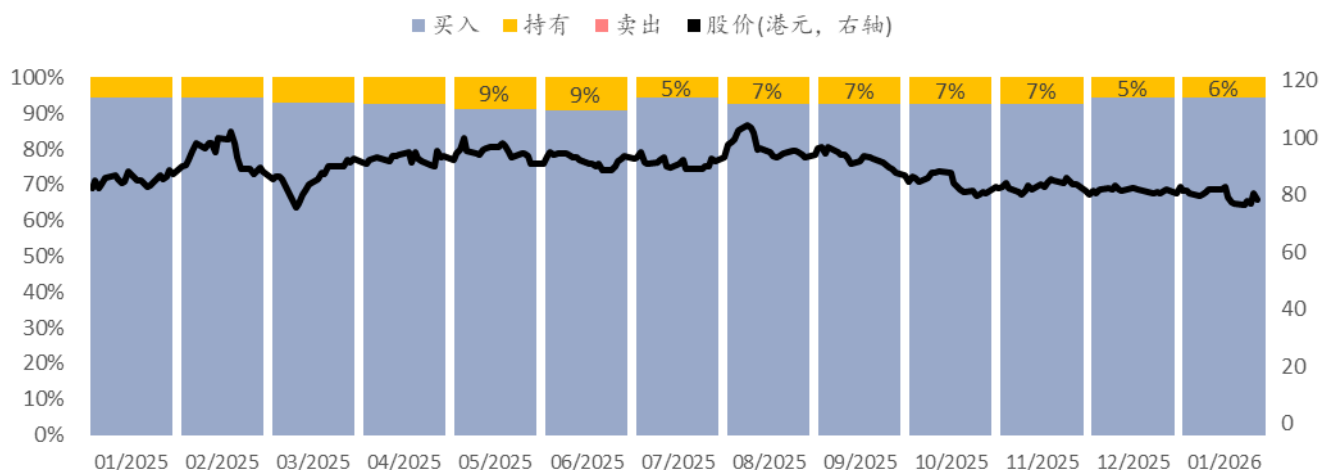
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	20.4	买入	23.4	2026 年 1 月 15 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	78.3	买入	97.3	2026 年 1 月 30 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.7	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.83	买入	4.33	2025 年 11 月 13 日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	49.9	买入	54.8	2025 年 11 月 6 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	389.0	买入	427.5	2025 年 11 月 6 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	16.0	买入	16.9	2025 年 8 月 26 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	12.8	持有	16.6	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	16.5	持有	21.3	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.1	持有	2.8	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	32.6	买入	48.4	2025 年 11 月 20 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	26.2	买入	34.3	2025 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	52.1	买入	69.2	2025 年 4 月 7 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	7.7	持有	9.1	2025 年 10 月 30 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	49.5	买入	66.0	2025 年 10 月 28 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	60.1	持有	71.3	2025 年 10 月 28 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.3	买入	34.1	2025 年 8 月 30 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.3	持有	17.7	2025 年 8 月 28 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.0	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.9	持有	4.9	2025 年 7 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.0	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	22.8	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	6.1	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	223.6	买入	286.9	2025 年 11 月 18 日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金	778.0	买入	890.0	2025 年 8 月 21 日	新零售
325.HK Equity	布鲁可	72.3	买入	124.6	2025 年 10 月 16 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	73.0	买入	115.0	2025 年 4 月 28 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	33.2	买入	82.2	2025 年 3 月 27 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	67.6	买入	55.0	2025 年 3 月 23 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	44.8	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	41.9	持有	39.1	2025 年 4 月 29 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	37.6	买入	41.1	2025 年 5 月 23 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	38.3	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	49.4	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	27.2	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	17.2	持有	14.8	2025 年 3 月 31 日	酒店
9961.HK Equity	携程集团	481.8	买入	610.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
TCOM.US Equity	携程集团	62.0	买入	78.0	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
780.HK Equity	同程旅行	23.2	买入	26.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游

注：港股、A 股截至 2026 年 1 月 30 日收盘，美股截至 2026 年 1 月 29 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

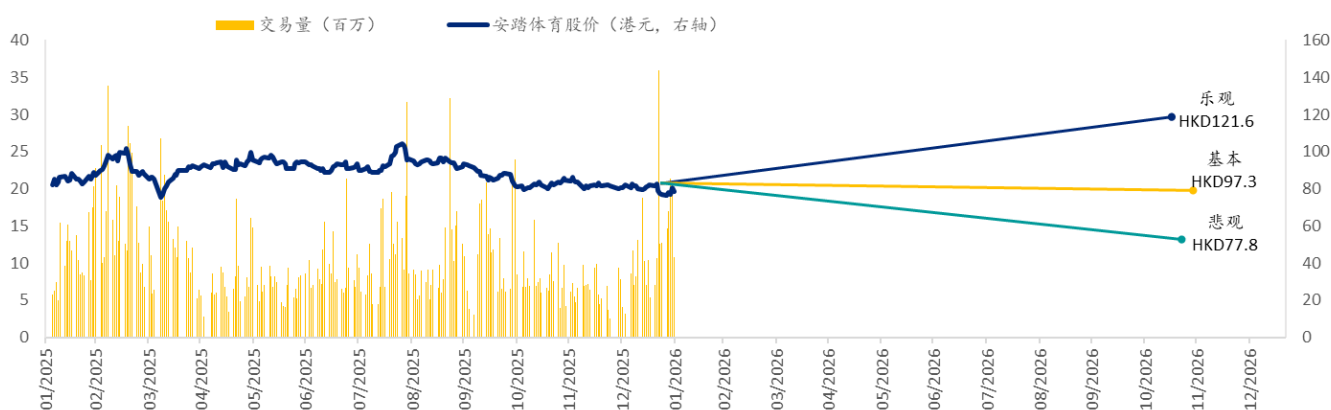
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8：安踏体育（2020.HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：安踏体育（2020.HK）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入和利润率增长好于预期

目标价：121.6 港元

概率：25%

- 安踏品牌 2026 年收入同比增长高单位数；
- Fila 品牌 2025 年收入同比增长 10%+；
- 集团毛利率 2026 年同比提升 100bps；
- 市场营销费用占比 2026 年同比持平；

悲观情景：公司收入和利润率增长不及预期

目标价：77.8 港元

概率：20%

- 安踏品牌 2026 年收入同比增长持平；
- Fila 品牌 2026 年收入同比增长低单位数；
- 集团毛利率 2026 年同比下跌；
- 市场营销费用占比 2026 年同比提升 100bps。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本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。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

