

## 买入

## 收购 PUMA 开启国际化进程；集团 25 年流水符合预期

安踏体育 (2020.HK)

2026-02-02 星期一

### 【投资要点】

#### ➤ 公司计划收购彪马 29% 股份，加速全球化布局

1 月 27 日盘前，公司发布公告，宣布计划以约 15 亿欧元，相当于 122.8 亿元人民币的对价收购 PUMA 的 29.06% 股份，若交易完成，公司将成为 PUMA 的第一大股东。此次计划收购的 PUMA 品牌具有深厚的全球品牌价值，有望和公司的品牌运营能力产生协同效应，进一步开拓公司全球化战略。

#### ➤ 25Q4 主品牌轻微负增长，集团整体全年零售流水符合预期

**主品牌：**25Q4 整体流水录得低单位数负增长全年实现低单位数正增长，符合修正后预期。**FILA：**25Q4 整体中单位数增长，季度环比提速，其中大货高单位数增长，儿童低单位数增长，潮牌低单位数增长，线上低单位数增长。品牌全年实现中单位数增长，符合预期。**其他品牌：**25Q4 整体实现 35~40% 的增长，其中迪桑特增长 25~30% 成为集团第三个零售规模破百亿品牌，可隆增长 50~55%，MAIA ACTIVE 增长 25~30%。其他品牌全年实现 45~50% 增长，超预期。

#### ➤ 25 年各品牌 OPM 符合预期；26 年资源投放背景下集团 OPM 面临压力

2025 年，公司各品牌情况符合年初指引。其中安踏品牌 OPM 实现 20-25% 的水平；FILA 品牌，在进行品牌及产品推广的背景下，依旧能实现约 25% 的 OPM；其他品牌，迪桑特和可隆发展良好对利润率有正面贡献，但新品牌狼爪仍然处于亏损状态并开始并表，对其他品牌 25H2 的 OPM 有影响，但总体仍维持 25-30% 的 OPM 区间。

2026 年，假设宏观环境不变的情况下，**品牌收入层面：**安踏品牌仍然面临压力，目标能实现正增长；FILA 品牌希望维持 25 年势能继续增长；其他品牌收入基数高的情况下增速可能有所放缓。**品牌经营利润率层面：**由于 26 年是体育赛事大年，需要对体育资源持续投放、并且在商品渠道和消费者体验方面将继续投资以维持增长，因此安踏和 FILA 品牌 OPM 将面临下行压力，其他品牌中去除狼爪品牌，会维持相对稳定的利润率区间，但狼爪在 26 年预计仍将亏损，因此对其他品牌 OPM 产生压力。

#### ➤ 盈利预测更新，维持买入评级，目标价 98.0 港元

更新盈利预测，我们预计公司 FY25E 至 FY27E 营收分别为 785.3/860.3/942.0 亿元，同比+10.9%/+9.6%/+9.5%；归母净利润分别为 132.4/144.1/162.0 亿元，同比-15.1%（扣除股权投资收益后+11.1%）/+8.8%/12.4%。维持买入评级，目标价 98.0 港元，对应 25E 财年的 PE 约 18.8 倍，对应静态 PE 约 16.0 倍，目标价较现价预计升幅为 25.8%。

百万人民币	FY2023	FY2024	FY25E	FY26E	FY27E
营业额	62,356	70,826	78,526	86,029	94,202
同比增长 (%)	16.2%	13.6%	10.9%	9.6%	9.5%
归母净利润	10,236	15,596	13,244	14,414	16,202
同比增长 (%)	34.9%	52.4%	-15.1%	8.8%	12.4%
归母净利润率 (%)	16.4%	22.0%	16.9%	16.8%	17.2%
每股盈利 (人民币)	3.69	5.55	4.72	5.13	5.77

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价：**98.0 港元**  
 现价：**77.90 港元**  
 预计升幅：**25.8%**

### 重要数据

日期	2026-02-02
收盘价 (港元)	77.90
总股本 (亿股)	27.97
总市值 (亿港元)	2178.59
净资产 (亿港元)	697.27
总资产 (亿港元)	1182.35
52 周高低 (港元)	104.77/71.58
每股净资产 (港元)	25.02

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 主要股东

安踏国际集团控股有限公司 42.79%  
 安达控股国际有限公司 5.73%

### 相关报告

安踏体育 (2020.HK) 更新报告-20251212  
 安踏体育 (2020.HK) 更新报告-20250127

### 研究部

姓名：冯浩  
 SFC：BUQ780  
 电话：755-2151 9167  
 Email: fenghao@gyzq.com.hk

## 【报告正文】

### ➤ 公司计划收购彪马 29%股份，加速全球化布局

1月27日盘前，公司发布公告，宣布计划以约15亿欧元，相当于122.8亿元人民币的对价收购PUMA的29.06%股份，若交易完成，公司将成为PUMA的第一大股东。此次计划收购的PUMA品牌具有深厚的全球品牌价值，有望和公司的品牌运营能力产生协同效应，进一步开拓公司全球化战略。

关于此次收购的更多信息：

收购的卖方为Artémis，是法国开云集团的主要股东，交易对价为每股35欧元，相较26日PUMA收盘价溢价约62%。公司计划用内部资金拨付收购款项。目前的收购计划暂未触发要约收购，公司暂时也没有对PUMA完全收购计划。

### ➤ 25Q4主品牌轻微负增长，集团整体全年零售流水符合预期

2025集团全年流水增长达到双位数，各品牌流水情况如下：

**主品牌：**25Q4整体流水录得低单位数负增长（未超过-1%），其中儿童表现一般，线上低单位数增长。主品牌Q4波动主因在于暖冬导致冬季产品销售节奏错位，以及宏观消费动能边际走弱。全年实现低单位数正增长，符合修正后预期。

**FILA：**25Q4整体中单位数增长，季度环比提速，其中大货高单位数增长，儿童低单位数增长，潮牌低单位数增长，线上低双位增长。品牌全年实现中单位数增长，符合预期。

**其他品牌：**25Q4整体实现35~40%的增长，其中迪桑特增长25~30%成为集团第三个零售规模破百亿品牌，可隆增长50~55%，MAIA ACTIVE增长25~30%。其他品牌全年实现45~50%增长，超预期。

表1：公司各品牌分渠道流水情况

品牌	品类	2024全年	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2025全年
安踏	整体	+高单位数	+高单位数	+低单位数	+低单位数	-低单位数	+低单位数
	成人		+高单位数	+低单位数	+低单位数	-	
	儿童		+高单位数	+低单位数	+中单位数	-	
	电商		+低双位数	-	+高单位数	+低单位数	
FILA	整体	+中单位数	+高单位数	+中单位数	+低单位数	+中单位数	+中单位数
	成人		+中单位数	+高单位数	+低单位数	+高单位数	
	儿童		+低双位数	+中单位数	-	+低单位数	
	FUSION		+中双位数	+中单位数	-	+低单位数	
其他品牌	电商		+20%↑	-	+高单位数	+低双位数	
	整体	+40~45%	+~70%	+60~65%	+~55%	+35~40%	+45~50%
	迪桑特		+~60%	+40%↑	+30%	+25~30%	
	可隆		+~100%	+70%↑	+70%	+50~55%	
	MAIA ACTIVE		+高双位数	+30%↑	+45%	+25~30%	

资料来源：公司季度经营电话会议、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 25年各品牌OPM符合预期；26年资源投放背景下集团OPM面临压力

2025 年，公司各品牌情况符合年初指引。其中安踏品牌 OPM 实现 20-25% 的水平；FILA 品牌，在进行品牌及产品推广的背景下，依旧能实现约 25% 的 OPM；其他品牌，迪桑特和可隆发展良好对利润率有正面贡献，但新品牌狼爪仍然处于亏损状态并开始并表，对其他品牌 25H2 的 OPM 有影响，但总体仍维持 25-30% 的 OPM 区间。

2026 年，假设宏观环境不变的情况下，品牌收入层面：安踏品牌仍然面临压力，目标能实现正增长；FILA 品牌希望维持 25 年势能继续增长；其他品牌收入基数高的情况下增速可能有所放缓。

品牌经营利润率层面：由于 26 年是体育赛事大年，需要对体育资源持续投放、并且在商品渠道和消费者体验方面将继续投资以维持增长，因此安踏和 FILA 品牌 OPM 将面临下行压力，其他品牌中去除狼爪品牌，会维持相对稳定的利润率区间，但狼爪在 26 年预计仍将亏损，因此对其他品牌 OPM 产生压力。

#### ➤ 我们的观点

公司在巩固主品牌与 FILA 竞争力的同时，通过参股 PUMA、并表狼爪，坚定推进多品牌国际化进程。尽管 2025 年末受气候及宏观环境影响流水略有波动，但集团库存周转与折扣管理仍维持健康水平。短期内，受体育大年营销投入增加及新品牌并表初期亏损影响，费用端经营杠杆或有所增加；但中长期看，集团收入弹性和利润释放空间依旧广阔（类似迪桑特和可隆在 25 年的表现），建议持续关注。

#### ➤ 盈利预测更新，维持买入评级，目标价 98.0 港元：

更新盈利预测，我们预计公司 FY25E 至 FY27E 营收分别为 785.3/860.3/942.0 亿元，同比+10.9%/+9.6%/+9.5%；归母净利润分别为 132.4/144.1/162.0 亿元，同比-15.1%（扣除股权投资收益后+11.1%）/+8.8%/12.4%。维持买入评级，目标价 98.0 港元，对应 25E 财年的 PE 约 18.8 倍，对应静态 PE 约 16.0 倍，目标价较现价预计升幅为 25.8%。

表 2：行业可比公司估值

代码	简称	最新价（港元/元）	市值（亿港元/元）	PE			
				2024/25	25/26E	26/27E	27/28E
港股							
2331.HK	李宁	19.56	505.6	16.5	17.2	15.9	14.3
1368.HK	特步国际	5.05	141.7	9.2	9.1	8.3	7.5
1361.HK	361度	5.61	116.0	8.7	8.1	7.2	6.5
6110.HK	滔搏	2.85	176.7	13.4	12.4	11.0	9.8
3813.HK	宝胜国际	0.47	24.8	7.1	6.0	4.6	3.9
	平均值		193.0	11.0	10.6	9.4	8.4
2020.HK	安踏体育	77.90	2,146.4	12.5	14.7	13.5	12.0

资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

### 【风险提示】

零售环境超预期下行影响公司销售

行业库存效率超预期下降

行业竞争格局加剧

营销推广不及预期

新收购品牌亏损超预期、发展不及预期

## 【财务报表摘要】

资产负债表		单位：百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	52,140	52,482	62,835	73,672	85,903	
现金	15,228	11,390	20,759	31,670	42,287	
定期存款	21,448	19,037	19,037	19,037	19,037	
应收账款	3,732	4,463	4,909	5,400	5,940	
存货	7,210	10,760	11,298	10,733	11,806	
其他	4,522	6,832	6,832	6,832	6,832	
非流动资产	40,088	60,133	61,198	62,878	64,741	
物业、厂房及设备	4,143	4,687	5,156	5,671	6,238	
有使用权资产	8,085	9,826	10,809	11,889	13,078	
无形资产	2,089	2,034	1,932	1,836	1,744	
其他	25,771	43,586	43,301	43,482	43,681	
资产总计	92,228	112,615	124,033	136,551	150,644	
流动负债	20,591	28,593	29,837	31,189	32,659	
短期借款	3,996	8,583	9,012	9,463	9,936	
应付账款	3,195	4,332	4,809	5,337	5,925	
租赁	2,701	3,179	3,179	3,179	3,179	
应交税费	2,825	3,386	3,725	4,097	4,507	
其他	7,874	9,113	9,113	9,113	9,113	
非流动负债	15,627	17,283	18,201	19,292	20,592	
长期借款	10,948	12,233	12,233	12,233	12,233	
递延税项负债	855	925	1,018	1,119	1,231	
其他	3,824	4,125	4,950	5,940	7,128	
负债合计	36,218	45,876	48,038	50,482	53,251	
股本	272	271	271	271	271	
储备	51,188	61,458	69,404	78,053	87,774	
少数股东权益	4,550	5,010	6,320	7,745	9,348	
归属于母公司的所有者权益	51,460	61,729	69,675	78,324	88,045	
负债及权益合计	92,228	112,615	124,033	136,551	150,644	

现金流量表					
会计年度	2023A	2024A	2024E	2025E	2026E
除税前净利润	15,640	21,884	19,405	21,120	23,739
折旧摊销	4,862	5,328	2,903	3,193	3,512
财务费用	-949	-1,220	-942	-1,032	-1,130
营运资金变动	1,659	-2,223	208	896	-703
已付所得税	-3,584	-4,532	-4,851	-5,280	-5,935
其它	2,006	-2,496	102	97	92
经营活动现金流	19,634	16,741	16,824	18,993	19,574
投资活动现金流	-25,793	-14,864	-3,412	-3,757	-4,138
筹资活动现金流	3,471	-5,761	-4,043	-4,325	-4,820
现金净增加额	-2,688	-3,884	9,369	10,911	10,617
现金期初金额	17,378	15,228	11,390	20,759	31,670
现金期末金额	15,228	11,390	20,759	31,670	42,287

利润表	单位：百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,356	70,826	78,526	86,029	94,202
营业成本	-23,328	-26,794	-28,946	-31,616	-33,684
毛利	39,028	44,032	49,581	54,413	60,518
销售费用	-21,673	-25,647	-28,270	-30,970	-33,724
管理费用	-3,693	-4,198	-4,515	-4,904	-5,370
其他收支净额	1,705	2,408	1,419	1,252	843
营业利润	15,367	16,595	18,215	19,790	22,267
财务费用净额	991	1,388	942	1,032	1,130
除税前溢利	15,640	21,884	19,405	21,120	23,739
所得税	-4,363	-4,895	-4,851	-5,280	-5,935
净利润	11,277	16,989	14,554	15,840	17,804
少数股东损益	1,041	1,393	1,310	1,426	1,602
归属于母公司净利润	10,236	15,596	13,244	14,414	16,202
EPS基本（元）	3.69	5.55	4.72	5.13	5.77

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2024E	2025E	2026E
成长性					
营业收入yoy	16.2%	13.6%	10.9%	9.6%	9.5%
营业利润yoy	36.8%	8.0%	9.8%	8.6%	12.5%
归母净利润yoy	34.9%	52.4%	-15.1%	8.8%	12.4%
盈利能力					
毛利率	62.6%	62.2%	63.1%	63.2%	64.2%
净利率	18.1%	24.0%	18.5%	18.4%	18.9%
归母净利率	16.4%	22.0%	16.9%	16.8%	17.2%
ROE	19.9%	25.3%	19.0%	18.4%	18.4%

<b>偿债能力</b>					
资产负债率	39.3%	40.7%	38.7%	37.0%	35.3%
负债权益比	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
流动比率	2.5	1.8	2.1	2.4	2.6
速动比率	2.2	1.5	1.7	2.0	2.3

<b>营运能力</b>					
存货周转天数	123	122	123	127	122
应收账款周转天数	20	21	20	22	22

<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	3.69	5.55	4.72	5.13	5.77
每股净资产	20.19	23.77	27.06	30.65	34.68

<b>估值比率</b>					
PE@77.9HKD	18.8	12.5	14.7	13.5	12.0
PB	3.4	2.9	2.6	2.3	2.0



# 投资评级定义及免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电话：(852) 3769 6888  
传真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>