

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】

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	

➤ 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。

➤ 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

研究部

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

【報告正文】

➤ 公司計劃收購彪馬 29%股份，加速全球化布局

1月27日盤前，公司發布公告，宣布計劃以約15億歐元，相當于122.8億元人民幣的對價收購PUMA的29.06%股份，若交易完成，公司將成為PUMA的第一大股東。此次計劃收購的PUMA品牌具有深厚的全球品牌價值，有望和公司的品
牌運營能力產生協同效應，進一步開拓公司全球化戰略。

關於此次收購的更多信息：

收購的賣方為Artémis，是法國開雲集團的主要股東，交易對價為每股35歐元，相較26日PUMA收盤價溢價約62%。公司計劃用內部資金撥付收購款項。目前的收購計劃暫未觸發要約收購，公司暫時也沒有對PUMA完全收購計劃。

➤ 25Q4主品牌輕微負增長，集團整體全年零售流水符合預期

2025集團全年流水增長達到雙位數，各品
牌流水情況如下：

主品牌：25Q4整體流水錄得低單位數負增長（未超過-1%），其中兒童表現一
般，線上低單位數增長。主品牌Q4波動主因在於暖冬導致冬季產品銷售節奏錯
位，以及宏觀消費動能邊際走弱。全年實現低單位數正增長，符合修正後預
期。

FILA：25Q4整體中單位數增長，季度環比提速，其中大貨高單位數增長，兒童
低單位數增長，潮牌低單位數增長，線上低雙位增長。品牌全年實現中單位數增
長，符合預期。

其他品牌：25Q4整體實現35~40%的增長，其中迪桑特增長25~30%成為集
團第三個零售規模破百億品牌，可隆增長50~55%，MAIA ACTIVE增長25~30%。
其他品牌全年實現45~50%增長，超預期。

表1：公司各品
牌分渠道流水情況

品牌	品類	2024全年	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2025全年
安踏	整体	+高單位數	+高單位數	+低單位數	+低單位數	-低單位數	+低單位數
	成人	+高單位數	+低單位數	+低單位數	-	-	-
	兒童	+高單位數	+低單位數	+中單位數	-	-	-
	电商	+低雙位數	-	+高單位數	+低單位數	+低單位數	+低單位數
FILA	整体	+中單位數	+高單位數	+中單位數	+低單位數	+中單位數	+中單位數
	成人	+中單位數	+中單位數	+低單位數	+低單位數	+高單位數	+高單位數
	儿童	+低雙位數	+中單位數	-	-	+低單位數	+低單位數
	<i>FUSION</i>	+中雙位數	+中單位數	-	-	+低單位數	+低單位數
	电商	+20%↑	-	+高單位數	+高單位數	+低雙位數	+低雙位數
其他品牌	整体	+40~45%	+~70%	+60~65%	+~55%	+35~40%	+45~50%
	迪桑特	+~60%	+40%↑	+30%	+25~30%	+25~30%	+25~30%
	可隆	+~100%	+70%↑	+70%	+50~55%	+50~55%	+50~55%
	MAIA ACTIVE	+高雙位數	+30%↑	+45%	+25~30%	+25~30%	+25~30%

資料來源：公司季度經營電話會議、國元證券經紀（香港）整理

➤ 25年各品 牌OPM符合預期；26年資源投放背景下集團OPM 面臨壓力

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

公司在巩固自主品牌与 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						利润表					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	52,140	52,482	62,835	73,672	85,903	营业收入	62,356	70,826	78,526	86,029	94,202
现金	15,228	11,390	20,759	31,670	42,287	营业成本	-23,328	-26,794	-28,946	-31,616	-33,684
定期存款	21,448	19,037	19,037	19,037	19,037	毛利	39,028	44,032	49,581	54,413	60,518
应收账款	3,732	4,463	4,909	5,400	5,940	销售费用	-21,673	-25,647	-28,270	-30,970	-33,724
存货	7,210	10,760	11,298	10,733	11,806	管理费用	-3,693	-4,198	-4,515	-4,904	-5,370
其他	4,522	6,832	6,832	6,832	6,832	其他收支净额	1,705	2,408	1,419	1,252	843
非流动资产	40,088	60,133	61,198	62,878	64,741	营业利润	15,367	16,595	18,215	19,790	22,267
物业、厂房及设备	4,143	4,687	5,156	5,671	6,238	财务费用净额	991	1,388	942	1,032	1,130
有使用权资产	8,085	9,826	10,809	11,889	13,078	除税前盈利	15,640	21,884	19,405	21,120	23,739
无形资产	2,089	2,034	1,932	1,836	1,744	所得税	-4,363	-4,895	-4,851	-5,280	-5,935
其他	25,771	43,586	43,301	43,482	43,681	净利润	11,277	16,989	14,554	15,840	17,804
资产总计	92,228	112,615	124,033	136,551	150,644	少数股东损益	1,041	1,393	1,310	1,426	1,602
流动负债	20,591	28,593	29,837	31,189	32,659	归属于母公司净利润	10,236	15,596	13,244	14,414	16,202
短期借款	3,996	8,583	9,012	9,463	9,936	EPS基本(元)	3.69	5.55	4.72	5.13	5.77
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						主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2024E	2025E	2026E	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	成长性					
折旧摊销	4,862	5,328	2,903	3,193	3,512	营业收入yoy	16.2%	13.6%	10.9%	9.6%	9.5%
财务费用	-949	-1,220	-942	-1,032	-1,130	营业利润yoy	36.8%	8.0%	9.8%	8.6%	12.5%
营运资金变动	1,659	-2,223	208	896	-703	归母净利润yoy	34.9%	52.4%	-15.1%	8.8%	12.4%
已付所得税	-3,584	-4,532	-4,851	-5,280	-5,935	盈利能力					
其它	2,006	-2,496	102	97	92	毛利率	62.6%	62.2%	63.1%	63.2%	64.2%
经营活动现金流	19,634	16,741	16,824	18,993	19,574	净利率	18.1%	24.0%	18.5%	18.4%	18.9%
投资活动现金流	-25,793	-14,864	-3,412	-3,757	-4,138	归母净利率	16.4%	22.0%	16.9%	16.8%	17.2%
筹资活动现金流	3,471	-5,761	-4,043	-4,325	-4,820	ROE	19.9%	25.3%	19.0%	18.4%	18.4%
现金净增加额	-2,688	-3,884	9,369	10,911	10,617	偿债能力					
现金期初金额	17,378	15,228	11,390	20,759	31,670	资产负债率	39.3%	40.7%	38.7%	37.0%	35.3%
现金期末金额	15,228	11,390	20,759	31,670	42,287	负债权益比	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

每股资料(元)					
会计年度	2023A	2024A	2024E	2025E	2026E
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

估值比率					
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

免责条款

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着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受到任何形式的补偿。

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>