



多品牌体育龙头，本土崛起布局全球

—— 安踏体育（2020.HK）深度报告

纺织服饰行业首席分析师：郝帅

纺织服饰行业研究助理：艾菲拉·迪力木拉提

多品牌体育龙头，本土崛起布局全球

—— 安踏体育（2020.HK）深度报告

2025 年 7 月 7 日

核心观点

- 多品牌体育龙头，本土崛起至全球布局：**安踏体育是全球知名的体育服饰用品公司。旗下品牌涵盖包括安踏、FILA、Descente、Kolon Sport 等品牌，以及 Amer Sports 旗下的 Salomon、Arc'teryx、Peak Performance 等国际品牌。公司持续深化“单聚焦、多品牌、全球化”战略，聚焦专业运动和运动生活方式，不断挖掘大众及高端体育用品市场潜力。2024 年，公司实现营业收入 708.26 亿元，同比增长 13.58%，归母净利润为 155.96 亿元，同比增长 52.36%。通过持续推进 DTC 战略，公司毛利率实现稳步增长，2024 年整体毛利率为 62.17%。
- 安踏主品牌多元发展，渠道质量不断优化：**安踏打破传统“千店一面”的品牌模式，通过“千店千面”战略多元化挖掘品牌潜力。根据传统门店模式的裂变，覆盖多元层级市场。新推出的线下门店类型包括大众运动的安踏大货门店、地标商圈的安踏竞技场级门店、核心商圈的安踏殿堂级门店、中端商圈的安踏冠军门店、高端商场的安踏作品集门店以及全品类高性价比的超级安踏门店等，通过为不同商圈与消费群体打造的差异化门店矩阵，实现线下渠道升级革新。此外，安踏持续关注运动领域研发创新，自研运动科技覆盖市场全场景需求。安踏儿童加速专业化升级战略，新推出 CAMPUS 门店聚焦运动功能细分，以校园运动为主题，打造沉浸式消费场景。安踏电商业务占集团总收入比重持续上升，逐渐成为集团收入增长引擎。
- 多品牌、全球化布局，户外板块贡献增量：**FILA 坚持高端运动时尚定位，2024 年实现营收 266.26 亿人民币，同比上升 6.1%，收入占比为 37.6%，是公司第二大品牌，在加大功能性产品投入同时差异化场景深耕新兴运动，开辟专业运动新战场。专业运动板块（DESCENTE/KOLON SPORT）持续受益于户外运动消费热潮，2024 年实现营收 106.8 亿元，同比增长 53.7%，跨入百亿级业务体量，经营利润率同比提升 1.5 个百分点至 28.6%，在集团多品牌矩阵中保持领先地位。此外，公司完成对狼爪品牌的收购，将户外产品线从高端延伸至大众市场，从而进一步提升在户外运动领域的竞争力。
- 投资建议：**我们预计 2025/26/27 年营业收入分别为 783.15/865.11/947.84 亿元，增速分别为+10.57%/+10.47%/+9.56%，EPS 分别为 4.82/5.36/5.84 元。当前股价对应 PE 估值分别为 17.59/15.82/14.52 倍，考虑到公司主品牌多元化发展，户外板块高景气贡献增量，首次覆盖给予“推荐”评级。
- 风险提示：**1、终端销售弱于预期风险；2、主品牌门店升级调整不及预期风险；3、新收购品牌经营不及预期风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	70826.00	78314.85	86510.53	94784.48
收入增长率	13.58%	10.57%	10.47%	9.56%
归母净利润(百万元)	15596.00	13535.81	15033.87	16385.69
利润增速	52.36%	-13.21%	11.07%	8.99%
毛利率	62.17%	62.39%	62.65%	62.85%
摊薄 EPS(元)	5.56	4.82	5.36	5.84
PE	-	17.59	15.82	14.52

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

安踏体育（2020.HK）

推荐 首次评级

分析师

郝帅

☎：010-8092-7622

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524040001

研究助理

艾菲拉·迪力木拉提

✉：aifeila_yj@chinastock.com.cn

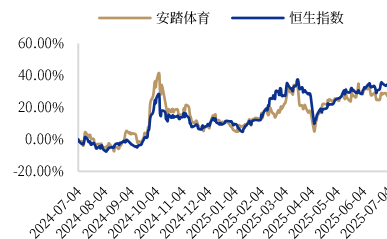
市场数据

2025-7-3

股票代码	2020.HK
H 股收盘价(元, 港币)	93.00
恒生指数	24069.94
总股本(亿股)	28.07
实际流通 H 股(亿股)	28.07
流通 H 股市值(亿元, 港币)	2570

相对恒生指数表现图

2025-7-3



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

一、 多品牌体育龙头，本土崛起至全球布局	4
（一） 本土体育龙头，多品牌布局走向全球化	4
（二） 多品牌战略深化下，经营持续提效	7
二、 体育服饰行业分化，户外赛道景气持续	9
（一） 体育服饰行业仍处于稳健增长期	9
（二） 政策赋能叠加户外场景渗透驱动国内体育产业蓬勃发展	10
（三） 户外休闲需求爆发驱动市场增长，户外运动用品成为新焦点	12
三、 安踏：精准抓住需求，高效覆盖市场	13
（一） 线下渠道：“千店一面”到“千店千面”	13
（二） 产品技术：技术迭代升级，持续研发创新	20
（三） 安踏儿童：产品线全品类，CAMPUS 新业态	22
四、 电商：多品牌全渠道，完善电商生态	25
（一） 全渠道布局，线上业务增长迅速	25
（二） 业务数字化：应用 AI 驱动业务变革	25
（三） 场景差异化：精准营销增加品牌曝光	26
五、 多品牌全球化布局，持续提升企业价值	27
（一） FILA：坚持高端运动时尚定位，向专业运动突破	27
（二） 户外：DESCENTE、KOLON 释放增长潜能	31
（三） 收购狼爪，丰富户外品牌矩阵	34
六、 盈利预测	36
（一） 盈利预测	36
（二） 相对估值	37
（三） 绝对估值	37
七、 风险提示	39

一、多品牌体育龙头，本土崛起至全球布局

（一）本土体育龙头，多品牌布局走向全球化

安踏于 1991 年创立，是全球著名的体育用品公司。自 2007 年于香港交易所主板上市以来，依托多品牌协同和全球化布局，构建起覆盖多元消费人群的产品矩阵，旗下品牌体系涵盖包括安踏、FILA、Descente、Kolon Sport 等品牌，以及 Amer Sports 旗下的 Salomon、Arc'teryx、Peak Performance 等国际品牌。公司持续深化“单聚焦、多品牌、全球化”战略，聚焦专业运动和运动生活方式，不断挖掘大众及高端体育用品市场潜力。2024 年，公司实现营业收入 708.26 亿元，同比增长 13.58%，归母净利润为 155.96 亿元，同比增长 52.36%。在消费复苏节奏波动的背景下，公司依靠精准品牌定位、产品创新，不断强化品牌特色，深化消费者心智，实现品牌价值的持续提升。

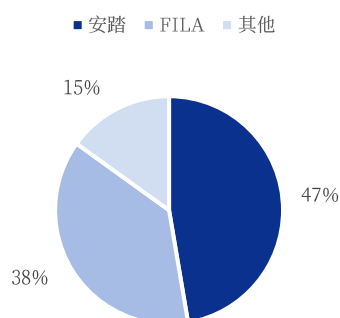
图1：公司品牌矩阵



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

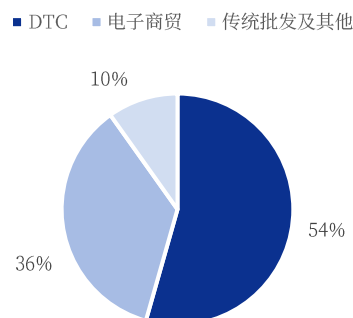
双核心品牌贡献主要营收，直营渠道占比突出。2024 年安踏主品牌与 FILA 合计贡献 84.9% 的营收份额，其中安踏主品牌占比最高达 47.3%，FILA 以 37.6% 紧随其后，其余品牌合计占比 15.1%。渠道层面，安踏主品牌直营渠道收入达 182.38 亿元，在主品牌营收中占比为 54%；电商渠道实现 119.85 亿元营收，占比 36%，传统批发及其他渠道仅占 10%，体现安踏加盟转直营战略成效显著。从整体结构看，安踏与 FILA 作为核心品牌对公司收入具有重要支撑作用。

图2：公司 2024 年分品牌收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：公司 2024 年安踏分布分渠道收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

作为中国知名运动品牌，公司历经诸多重要发展阶段。2007 年上市前，公司聚焦于安踏单一品牌，通过签约体育明星、赞助 CBA 联赛、开设运动科学实验室等举措迅速建立品牌影响力，借助 2008 年北京奥运会契机加速渠道扩张，完成从区域品牌向全国性品牌的跃升。2012 年前后，行业进入低谷，安踏通过夯实单品牌运营基础、加强零售能力建设，保持稳健发展。自 2012 年起，安踏开始布局多品牌战略，先后收购 FILA 中国内地及港澳地区业务，切入中高端运动时尚市场，随后引入 Descente、Kolon Sport 等国际品牌，拓展产品线与消费人群，开启从单品牌向多品牌协同发展的新阶段。2020 年以后，安踏正式提出“单聚焦、多品牌、全球化”战略，持续推动主品牌 DTC 转型，同时通过收购 Amer Sports 集团，进入全球户外运动市场，旗下品牌涵盖 Arc'teryx、Salomon 等专业运动品牌，加速全球化进程。安踏已从本土体育品牌成长为多品牌、多品类、国际化的综合性体育用品公司。

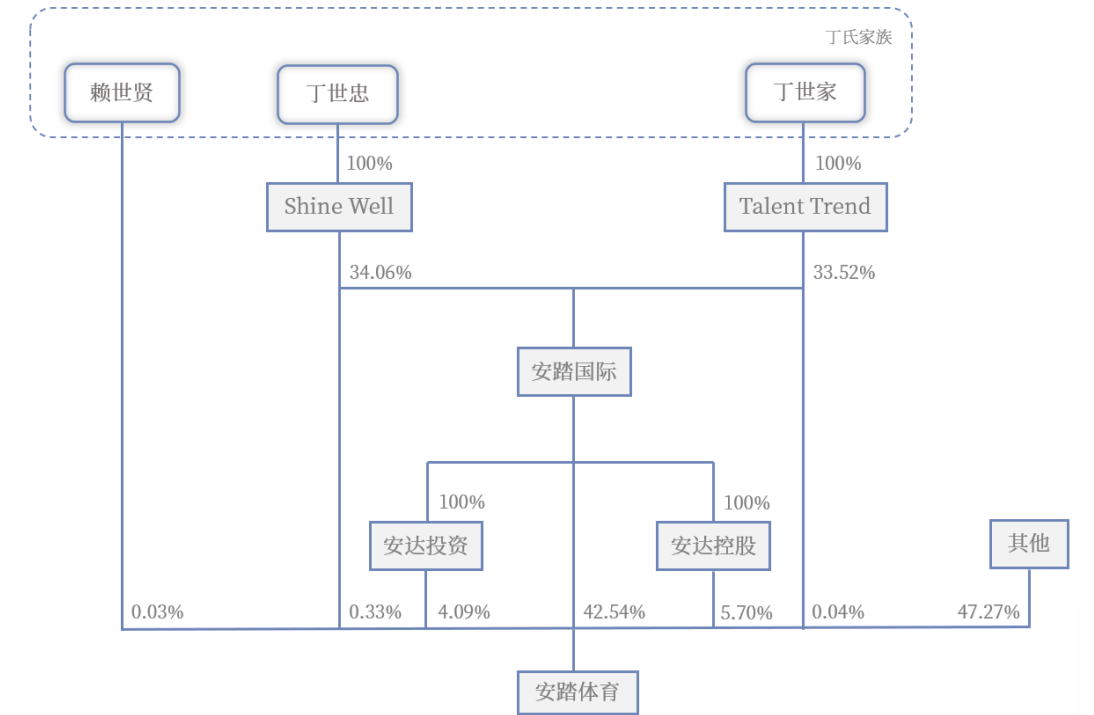
图4：公司发展历史阶段



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

安踏体育的股权结构以丁氏家族为核心，呈现高度集中且稳定的特征。截至 2024 年 12 月 31 日，丁世忠、丁世家兄弟通过安踏国际集团控股有限公司持有安踏体育 42.54%的股份，并通过旗下全资子公司安达投资和安达控股分别持有安踏体育 4.09%和 5.70%的股权。此外，家族成员通过独立实体间接持股，包括丁世忠家族信托控制的 Shine Well（0.33%）、丁世家控制的 Talent Trend（0.04%）及内弟赖世贤直接持股（0.03%），总体而言，丁氏家族通过多种形式实际持有安踏体育 52.73%的股权，剩余 47.27%股权由其他股东持有。这种“核心控股平台+多层嵌套+家族信托”的架构，既保持了股权稳定性，又强化了家族对企业战略的主导权，是安踏体育长期发展的重要基础。

图5：安踏股权结构图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

安踏的管理层架构清晰，各成员职责明确，共同推动公司的运营与发展。董事会主席丁世忠作为公司创始人，长期主导公司整体战略、品牌方向及业务发展，是企业稳健增长的核心领导者。管理团队中，联席首席执行官赖世贤与吴永华分别负责供应链及行政管理、销售及市场拓展，确保公司在运营效率与市场响应方面形成互补协同。首席财务官毕明伟则聚焦营运财务与中后台职能优化，强化组织支撑能力。财务总监兼公司秘书谢建聪则负责财务合规与风险控制，夯实公司治理基础。整个管理层分工涵盖战略规划、运营管理、财务监督、品牌营销等多方面，通过紧密协作与明确职责，为公司的高效运作和持续发展提供了坚实保障。

表1：公司管理层介绍

姓名	职务	任职日期	介绍
丁世忠	董事会主席	2007-02-08	安踏体育用品有限公司首席执行官、执行董事兼董事会主席，薪酬委员会委员，主要负责公司的整体企业策略、品牌管理、规划及业务发展。
谢建聪	财务总监,公司秘书	2017-02-22	安踏体育用品有限公司的财务总监，负责财务管理、风险管理、内部监控及合规等工作。
毕明伟	首席财务官	2023-02-01	安踏体育用品有限公司副总裁及公司若干附属公司之董事，主要负责公司的营运财务管理、业务流程与信息管理及物流管理等多项中后台职能。

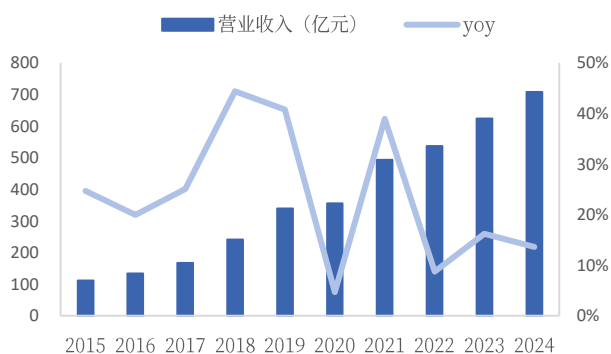
赖世贤	联席首席执行官	2023-02-01	安踏体育用品有限公司的首席运营官，执行董事兼副总裁，提名委员会委员，风险管理委员会委员，主要负责公司的供应链及行政管理工作。
吴永华	联席首席执行官	2023-02-01	安踏体育用品有限公司的执行董事兼执行副总裁，主要负责公司销售及营销业务。

资料来源: IFinD、中国银河证券研究院

(二) 多品牌战略深化下，经营持续提效

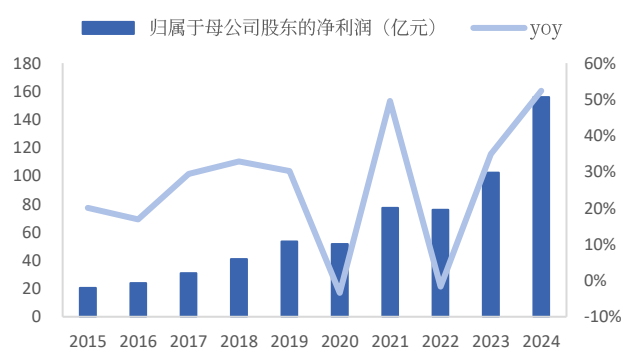
营业收入和归母净利润持续增长，整体发展势头稳健，呈现出从单品牌驱动到多品牌协同、再到全球化推进的演进轨迹。2015-2019年，公司处于高速发展阶段，依托主品牌零售运营基础，营收由111.26亿元增至339.28亿元，CAGR达到32.15%，净利润亦稳步增长。2020-2022年，尽管受公共卫生事件扰动，公司通过优化运营结构和发挥多品牌协同效应，展现出较强的韧性与调整能力，营收和利润整体保持增长态势。进入2023年以来，公司加快推进“单聚焦、多品牌、全球化”战略，Amer Sports等国际品牌加速整合，FILA、安踏主品牌稳健增长，高端户外品类持续突破。2024年，安踏实现营收708.26亿元，同比增长13.58%；归母净利润达155.96亿元，同比增长52.36%，盈利能力显著提升，标志着公司已步入全球体育用品领域的领先阵营。

图6: 公司 2015—2024 年营业收入变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

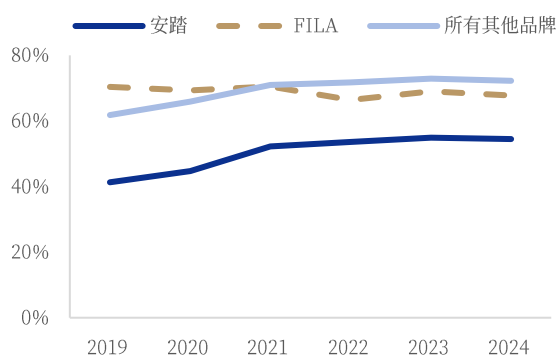
图7: 公司 2015—2024 年归母净利润变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

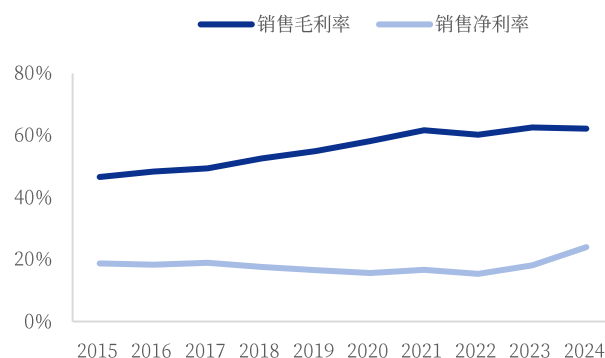
公司毛利率整体呈现显著上升趋势，在产品结构优化及渠道策略调整方面成效显著。2015至2024年，安踏整体销售毛利率由46.61%提升至62.17%。分品牌来看，FILA和其他高端品牌毛利率常年维持在70%左右，显著高于安踏主品牌的约45%-55%，随着FILA收入占比不断提升，以及高毛利的其他品牌如Descente、Kolon Sport等加速发力，带动整体毛利率中枢不断上移。同时，安踏自2020年起大力推进DTC战略，提升终端控制力与零售效率，进一步推动毛利率改善。销售净利率则在2020年短暂下探至15.68%后，随着营运效率提升与品牌协同效应释放，于2024年回升至23.99%，创历史新高，反映出公司盈利能力的持续增强和多品牌运营效率的稳步提升。

图8：公司 2019-2024 年分品牌毛利率变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

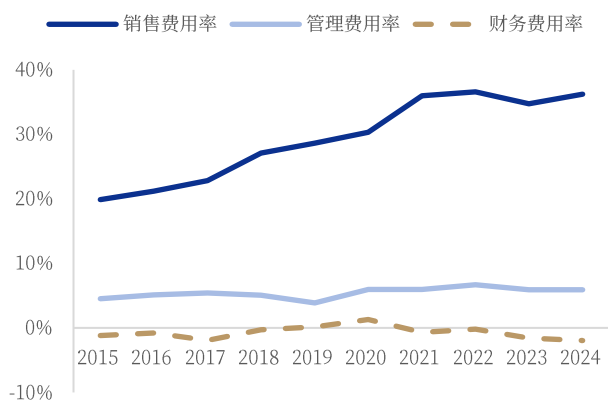
图9：公司 2015-2024 年销售毛利率与销售净利率变化



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

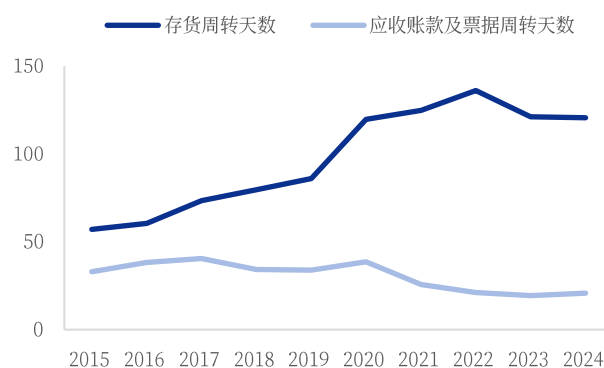
费用率变化体现出其市场拓展、品牌建设及运营效率方面的战略调整与成效。销售费用率整体呈上升趋势，从 2015 年的 19.88% 升至 2024 年的 36.21%，主要系品牌宣传投入增加、主品牌 DTC 战略持续推进引起的门店扩张以及户外品牌的快速拓展。随着 FILA、Descente 等中高端品牌的发力，公司在市场营销、零售终端升级与用户运营方面不断加码，以强化品牌影响力和消费者触达能力。管理费用率则保持相对稳定，在 4.53% 至 6.69% 区间波动，反映出公司在快速扩张背景下依然具备良好的内部管理与成本控制能力。

图10：公司 2015-2024 年费用率变化情况



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图11：公司 2015-2024 年存货周转天数、应收账款及票据周转天数



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

渠道转型与多品牌扩张背景下，运营效率提升明显。具体来看，2015 年至 2019 年，公司存货周转天数保持相对稳定，在 2020 年 DTC 战略加速推进后，随着直营门店占比提升，库存周转天数从 2019 年的 86 天提升至 2022 年的 136 天，2023、2024 年依托公司高效的供应链协同体系和库存管理能力，存货周转天数优化至 121 天。整体而言，安踏在加大品牌投入与推进渠道变革的过程中，库存结构始终保持健康合理，这一动态优化的结果印证了其运营模式的高效性与战略执行的韧性。

二、体育服饰行业分化，户外赛道景气持续

（一）体育服饰行业仍处于稳健增长期

我国体育服饰行业仍处于稳健增长期。体育服饰行业经过多年发展，已成为规模较大，产业供给成熟的细分服饰赛道。2015-2019 年体育服饰行业复合增速为 13.9%，2020、2022 年由于公共卫生事件影响，室内、户外运动场景大幅减少，行业规模有所波动。公共卫生事件后，户外场景开始修复，2024 年国内体育服饰行业规模为 4089.10 亿元，同比 2023 年增长 5.95%，同比 2022 年增长 21.08%，行业整体增长趋势优于其他服饰类赛道。随着消费者健康理念不断深化以及人均收入持续提升，行业将从快速增长阶段迈入高质量稳健增长阶段。

表2：2015-2024 年国内体育服饰行业规模及增速（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国行业规模	1669.12	1904.29	2215.23	2690.73	3199.28	3122.87	3549.47	3377.10	3859.50	4089.10
yoy	12.52%	14.09%	16.33%	21.46%	18.90%	-2.39%	13.66%	-4.86%	14.28%	5.95%

资料来源：Euromonitor、中国银河证券研究院

国产体育服饰竞争力不断加强，市占率持续优化。本土品牌在体育服饰行业中市场份额占比逐步提升，李宁/安踏市占率由 2019 年的 6.5%/9.1%增长到 2024 年的 9.4%/10.5%，在与 Nike、Adidas 等国际品牌的竞争中逐渐凸显自身优势，扩大市场份额。2024 年 CR10 中本土龙头品牌份额占比达 40%以上。

表3：2017-2024 年中国体育服饰行业市占率

品牌	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
耐克	18.2%	18.7%	18.8%	20.1%	18.1%	17.5%	16.8%	16.2%
安踏	8.4%	9.0%	9.1%	8.6%	9.8%	10.8%	10.5%	10.5%
李宁	6.2%	6.0%	6.5%	6.8%	9.3%	10.4%	10.1%	9.4%
阿迪达斯	18.3%	19.2%	18.8%	16.6%	15.0%	9.8%	9.0%	8.7%
斐乐 Fila	2.5%	3.7%	5.4%	6.5%	6.9%	7.2%	7.3%	7.7%
特步 Xtep	4.5%	4.7%	4.8%	4.6%	5.0%	6.1%	6.2%	6.4%
斯凯奇	2.7%	3.3%	3.6%	4.0%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%
乔丹 Jordan	2.9%	3.0%	3.9%	4.5%	4.3%	4.5%	4.5%	4.0%
361 度	3.8%	3.1%	2.9%	2.7%	2.7%	3.3%	3.5%	3.7%
新百伦 New Balance	3.0%	2.2%	1.8%	1.6%	1.5%	1.7%	1.8%	1.9%
CR3	44.9%	46.9%	46.7%	45.3%	42.9%	38.7%	37.4%	36.1%
CR5	55.6%	57.6%	58.6%	58.6%	59.1%	55.7%	53.7%	52.5%
CR10	70.6%	73.2%	76.1%	76.4%	77.5%	75.7%	73.8%	73.0%

资料来源：Euromonitor、中国银河证券研究院

（二）政策赋能叠加户外场景渗透驱动国内体育产业蓬勃发展

政府政策大力扶持，助力国内运动行业蓬勃发展。近年来，国家相继发布多项政策，推动体育产业发展。2025 年 1 月和 4 月国务院办公厅发布《关于建设高质量户外运动目的地的指导意见》，提出依托户外运动优质资源和优势项目，建设高质量户外运动目的地，带动我国户外运动产业发展水平显著提高。4 月，中国人民银行等单位发布《关于金融支持体育产业高质量发展的指导意见》，强调加大体育产业发展重点领域的金融支持力度。

表4：近年来政府体育产业政策梳理

政策名称	发布时间	发布机关	主要内容
《关于恢复和扩大体育消费的工作方案》	2023 年 7 月	体育总局	加大优质体育产品和服务供给、丰富体育消费场景、夯实体育消费基础，不断释放体育消费潜力、扩大体育消费规模、优化体育消费结构，切实发挥体育在扩大内需、挖掘国内市场潜力、保障和改善民生等工作中的综合作用，为助力经济增长、构建新发展格局贡献体育力量。
《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案（2023—2025 年）》	2023 年 11 月	发展改革委	通过坚持资源统筹等原则，推动户外运动产业绿色发展，加强多种类型场地设施建设，提升服务供给质量，促进产业创新发展，强化组织领导、资金支持、监督管理和宣传推广等工作，致力于实现到 2025 年户外运动产业总规模达 3 万亿元，形成一批发展基础好、服务保障全、地方特色强、配套产业优的户外运动发展高地的目标。
《关于促进服务消费高质量发展的意见》	2024 年 8 月	国务院	围绕挖掘基础型消费潜力、激发改善型消费活力、培育壮大新型消费、增强服务消费动能、优化服务消费环境、强化政策保障等 6 个方面提出 20 项重点任务，其中包括促进体育消费的部署。
《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》	2024 年 11 月	国务院办公厅	发展竞赛表演产业；夯实冰雪人才队伍；加大金融支持力度；完善土地利用政策。将举办 2024 年“冬日胜景”全国冬季旅游宣传推广暨全国“欢乐冰雪旅游季”活动，各地也会举办丰富多彩、各具特色的冰雪主题活动。
《关于建设高质量户外运动目的地的指导意见》	2025 年 1 月	国务院办公厅	依托户外运动优质资源和优势项目，提升设施建设、服务保障、赛事组织水平，强化产业集聚、业态融合、辐射带动作用，建设设施完善、服务优质、赛事丰富、国际知名的高质量户外运动目的地，带动我国户外运动产业发展水平显著提高。
中国人民银行等四部门联合印发《关于金融支持体育产业高质量发展的指导意见》	2025 年 4 月	中国人民银行、体育总局、金融监管总局，中国证监会	加大体育产业发展重点领域的金融支持力度，推进金融供给侧结构性改革，加快构建适应体育产业发展、多层次、广覆盖的金融产品和服务体系，持续丰富体育领域金融资源供给，切实提升金融支持体育产业发展的能力和水平。

资料来源：中国政府网、中国银河证券研究院

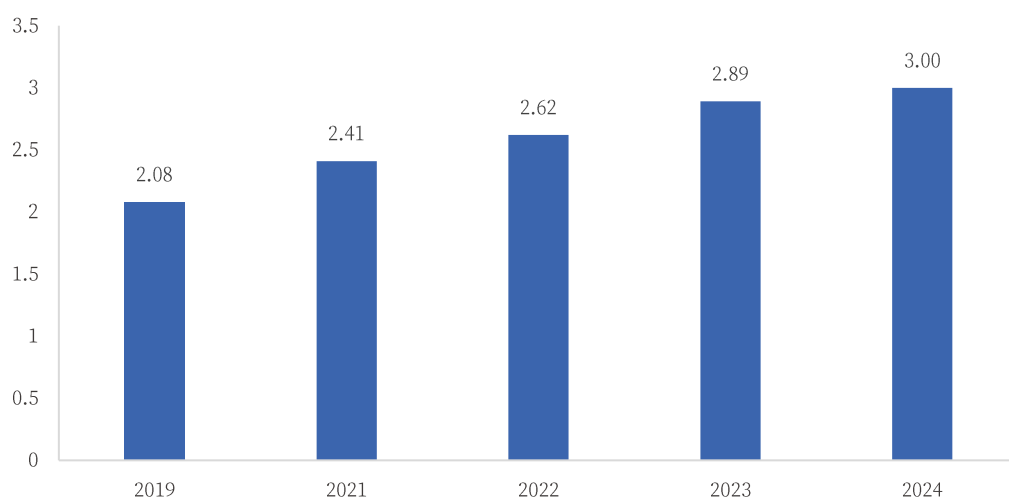
在政策利好背景下，体育产业呈现蓬勃发展态势，在 GDP 中占比逐年上升。2023 年中国体育产业规模达到 36741 亿元，增加值为 14915 亿元，占国内生产总值（GDP）的比重为 1.15%，比上年提高 0.07 个百分点。体育服务业规模达 2.1 万亿元，在体育产业占比提升到 57.3%，人均体育场地面积在 2024 年达到 3.00 平方米。未来随着政策支持方式的不断优化调整，将形成政府、市场并驱，保证体育产业快速增长的同时提高发展质量，助力体育产业可持续发展与国内运动服饰行业扩容。

表5: 2017-2023 年体育服务业快速发展 (单位: 万亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
体育服务业规模	0.8	1.3	1.5	1.4	1.7	1.8	2.1
在体育产业中比例	36.5%	47.9%	50.6%	51.6%	53.2%	53.9%	57.3%
yoy	-	62.5%	15.38%	-6.67%	21.43%	5.88%	16.67%

资料来源: 国家统计局、中国银河证券研究院

图12: 2019-2024 年人均体育场地面积 (单位: 平方米)



资料来源: 中国政府网、中国银河证券研究院

国民人均收入稳步提高, 消费者养成运动消费习惯。近年来, 我国城镇居民人均可支配收入逐年稳步提升, 2024 年达到 54188 元, 同比增长 4.6%。随着经济水平的上升, 国内中产阶级人群不断扩大, 消费理念开始变化, 当前消费者对生活质量、体育锻炼、身体素质的关注度提升, 养成健康运动的生活习惯。

表6: 2015-2024 年城镇居民人均可支配收入 (单位: 元)

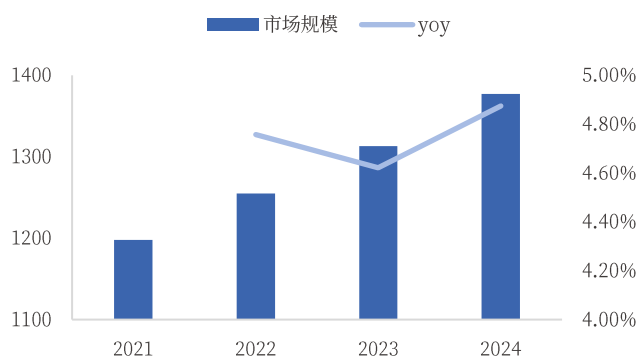
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
人均可支配收入	31195	33616	36396	39250	42359	43834	47412	49283	51821	54188
yoy	8.15 %	7.76 %	8.27 %	7.84 %	7.92 %	3.48 %	8.16 %	3.95 %	5.15 %	4.57%

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

（三）户外休闲需求爆发驱动市场增长，户外运动用品成为新焦点

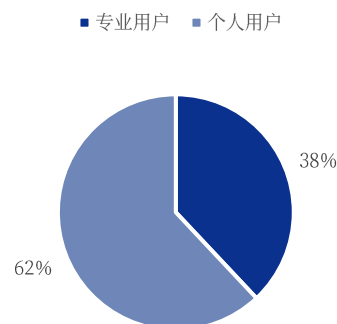
户外休闲需求驱动市场强劲增长。户外用品市场根据户外产品可以分为露营及徒步设备、户外运动装备（包括户外服饰、鞋靴、配件等）、渔具及户外使用的电子器材，2024 年全球户外休闲用品市场规模达 1377 亿美元。预计 2025 年至 2034 年将以超过 5.7% 的复合年增长率增长。根据终端人群产品需求划分，休闲及户外用品市场可分为个人用户和专业用户两类。2024 年，个人用户细分市场约占总市场份额的 62%。随着徒步、露营、骑行和水上运动等户外活动日益流行，借由户外亲近自然、释放压力越来越成为城市人群的休闲生活方式，为休闲及户外用品市场的持续增长注入强劲动力。

图13：全球休闲及户外用品市场规模（单位：亿美元）



资料来源：Global Market Insights, 中国银河证券研究院

图14：休闲及户外市场规模终端用户比例



资料来源：Global Market Insights, 中国银河证券研究院

对健康生活理念的追求催生“户外热”，驱动户外运动用品市场增长。2020 年公共卫生事件后，人们更加追求健康的生活方式，随着对参与户外活动的需求日益增长，消费者对户外运动服饰的需求上升。越来越多的人为了锻炼身体参与到跑步、登山徒步及骑行等户外活动中，随着收入的不断增加及健康意识持续增强，“户外热”一度成为健康生活方式的标签。日益追求健康与更倾向于探索大自然的趋势将持续激发消费者对高性能户外服装、鞋类以及装备及配饰的需求。

户外运动市场需求不断向多元化与场景化发展。消费者对品牌功能性与专业性的关注不断提升，从轻徒步、城市通勤到高海拔登山、滑雪等不同场景下，呈现出更强的消费分层趋势。这推动了专业品牌在高端市场的持续扩张，同时也激励中高端及大众品牌加速技术升级与产品线拓展，以提升品牌竞争力、争夺更高价值用户。创新材料与新兴先进面料技术的结合，使得冲锋衣裤等产品兼具防晒、隔热及透气等功能。随着技术创新的不断涌现，户外服饰的多功能特性将继续激发消费者对户外运动服饰的需求，从而增强市场竞争力。

三、安踏：精准抓住需求，高效覆盖市场

（一）线下渠道：“千店一面”到“千店千面”

安踏营收多年稳步增长，持续支撑集团收入。安踏分部 2018-2024 财年营业收入稳步增长，由 2018 年的 143 亿元增长至 2024 年的 335 亿元，对集团收入贡献最大。2020 年受公共卫生事件影响，其营业收入同比下降 9.77%，但随后在 2021 年其营业收入实现高速增长，同比增速为 52.87%，之后 2022-2024 年其营收增速逐渐稳定至 10% 左右。安踏营收整体呈现稳步增长态势，虽在 2020 年短暂下滑，但随后实现强势反弹并逐步回归稳定增长。

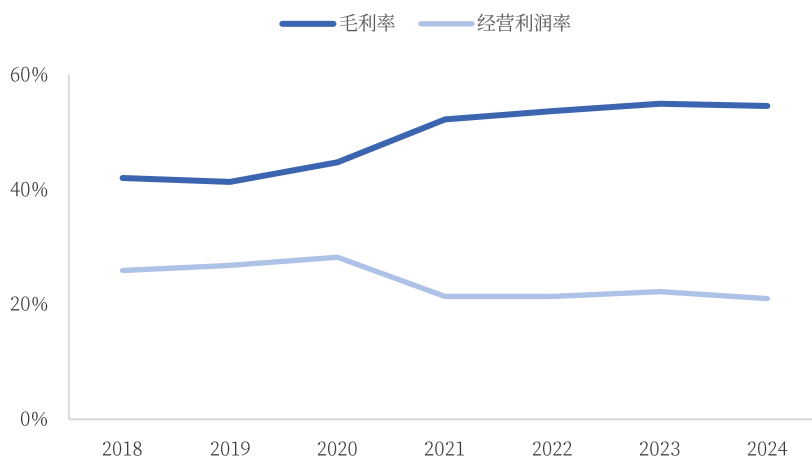
表7：安踏分部 2018-2024 年营业收入变化（单位：亿元）

年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
营业收入	143	174	157	240	277	303	335
yoy	-	21.68%	-9.77%	52.87%	15.42%	9.39%	10.56%
集团收入占比	59.40%	51.40%	44.20%	48.80%	51.70%	48.60%	47.30%

资料来源：公司年报、中国银河证券研究院

毛利率与经营利润率实现稳健增长，有力驱动集团盈利。安踏主品牌 2018-2024 年毛利率维持在较高水平，2018-2020 年毛利率相对平稳，从 42% 增加至 44.7%，2021-2024 年毛利率由 2021 年的 52.2% 增加至 2024 年的 54.5%，主要是安踏品牌推进 DTC 战略，直营渠道占比加大，以及产品结构不断升级。安踏品牌 2018-2024 年经营利润率在 2018-2020 年由 25.9% 上升至 28.2%，在 2022-2024 年保持相对稳定，2024 年经营利润率维持在 21%。

图15：安踏主品牌毛利率与经营利润率



资料来源：IfinD, 中国银河证券研究院

安踏打破传统“千店一面”的品牌模式，通过“千店千面”战略多元化挖掘品牌潜力。2023 年 10 月 16 日，安踏公布新阶段的零售战略，将旗下门店分为五个等级，包括竞技场级（ARENA）、殿堂级（PALACE）、精英级（ELITE）、标准级（AES）和基础级（AS）。安踏也同步推进垂直细分市场的精准化布局，推出安踏作品集、超级安踏等线下新业态，进一步延展“千店千面”战略的业态创新边界。其多元化线下门店包括大众运动的安踏大货门店、地标商圈的安踏竞技场级门店（ARENA）、核心商圈的安踏殿堂级门店（PALACE）、中端商圈的安踏冠军门店（ANTA GUANJUN）、

高端商场的安踏作品集门店（ATSV/ SNEAKER VERSE）以及全品类高性价比的超级安踏门店（Super ANTA）等线下渠道。安踏通过为不同商圈与消费群体打造的差异化门店矩阵，实现线下渠道升级革新。

图16：安踏多元化线下渠道



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

安踏通过多元化门店体系满足不同消费需求。大众市场由大货门店覆盖，提供高性价比产品；专业运动依靠冠军门店主打户外装备，设计突出体育元素；高端体验通过竞技场和殿堂级门店展示奥运联名款与科技产品，布局一线城市地标；潮流领域由作品集门店聚焦限量球鞋，超级安踏则以家庭一站式购物吸引客群。整体布局从街铺到核心商圈层层升级，高效覆盖运动消费生态圈。据安踏体育规划，2025 年底前主品牌安踏门店数量规划为 6900-7000 家。

表8：安踏分部（包括安踏儿童）2015-2024 年门店变化（单位：个）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
门店数量	7031	8860	9467	10057	100516	9922	9403	9603	9813	9919
同比增减	-	1829	607	590	90459	-90594	-519	200	210	106

资料来源：公司公告、iFind、中国银河证券研究院

安踏大货门店持续以亲民价格提供多样化运动产品，布局二三线及以下城市吸引大众消费者。门店主打高性价比产品，官网在售的 610 多款鞋类覆盖跑步、篮球、休闲、户外等日常需求，平均定价 350 元左右的高性价比策略精准契合二三线及以下城市消费市场。2024 年后大货新型门店面积超过 150 平方米，比传统门店更宽敞，通过开放式陈列和运动场景展示提升购物体验。安踏大货门店通过扩大门店规模、优化店内空间和保持高性价比，持续满足大众对实用运动装备的需求，强化大众市场的渠道渗透力与品牌影响力。

表9：安踏大货门店产品信息

产品系列	热销产品	产品图片	产品价格
------	------	------	------

综训系列	神行 Lite 男子综训鞋		299
	氢跑 LITE 女子跑鞋		369
生活系列	后浪 4 女子休闲鞋		369
	ANTA ICONIC 男子长裤		339
篮球/网球系列	KAITRIBEGS 女子篮球板鞋		499
	HOCK4 男子套头卫衣		339
跑步系列	昆仑男子户外越野跑鞋		499
	进阶跑防风抗紫外线女子防晒衣		299
户外系列	户外露营防泼水抗紫外线 UPF50 男子防晒衣		499
	户外露营女子冰肤短袖 POLO 衫		269

资料来源：公司官方商城、中国银河证券研究院

安踏竞技场级门店（ARENA）瞄准追求性能、品质与运动潮流体验的中高收入群体，驱动品牌向上突破。门店为独栋大店形态，单店面积超 2000 平方米，采用分层主题设计，门店首层聚焦竞技

领域特色，二层打造全品类运动空间，包括安踏作品集、安踏冠军等品类店铺，覆盖高端专业运动产品线。截至 2025 年 4 月初，集团仅在沈阳中街、深圳龙华大道布局两家竞技场级门店，地址均为核心商圈地标位置，通过吸引高消费客群推动品牌价值提升。未来五年内，竞技场级门店计划逐步拓展至北京、上海等一线城市核心商圈，但总量控制在 10 家以内，避免过度扩张稀释品牌及门店高端形象，专注服务于看重产品性能、设计质感与独家体验的都市中高收入人群。

图17：安踏竞技场级门店图片



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图18：安踏殿堂级门店图片



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

安踏殿堂级门店（PALACE）以高端产品矩阵与奥运 IP 深度融合为核心策略，持续强化品牌高端化形象。门店设计融合城市地标元素与奥运视觉符号，打造超 500 平方米的体验空间，集中呈现高端产品线、奥运联名系列及科技创新装备，选址一二线城市核心商圈，精准服务对优质运动产品有需求的主流消费者。集团规划未来五年内将殿堂级门店规模进一步拓展至 1000 家，深化在核心城市高端运动领域的渗透力。

安踏冠军门店（ANTA GUANJUN）通过奥运元素与高级简约设计融合，吸引专业户外运动爱好者及都市品质消费人群，布局中高端市场。门店聚焦 1-3 线城市中高端商圈，在产品技术端依托缓震系统、炽热科技速暖等创新成果支撑产品专业属性；在产品文化端深度开发奥运冠军背书、赛事装备复刻等稀缺性资产，形成情感溢价。截至 2025 年 6 月 5 日安踏冠军门店已落地 93 家，其通过技术与文化协同作用满足专业户外运动者的功能诉求，同时契合都市品质消费者的价值认同，为安踏持续拓展专业户外运动市场。

表10：安踏冠军门店分布（截至 2025 年 6 月 5 日）

省份	城市	城市门店数量	省份门店总量
北京	北京	6	6
上海	上海	5	5
浙江	杭州	1	2
	金华	1	
吉林	白城	1	9
	白山	1	
	吉林	2	
	四平	1	
	延吉	1	

	长春	3	
辽宁	沈阳	6	11
	大连	2	
	阜新	1	
	锦州	1	
	营口	1	
陕西	西安	2	2
江西	南昌	2	2
云南	昆明	2	2
河北	保定	2	6
	廊坊	2	
	唐山	1	
	邢台	1	
黑龙江	哈尔滨	5	10
	牡丹江	2	
	齐齐哈尔	2	
	鹤岗	1	
广东	广州	1	2
	惠州	1	
湖北	武汉	2	2
安徽	合肥	1	1
湖南	长沙	2	2
山西	太原	1	3
	晋中	1	
	大同	1	
四川	成都	4	4
天津	天津	2	2
内蒙古	呼和浩特	2	5
	赤峰	1	
	鄂尔多斯	1	
	包头	1	
重庆	重庆	2	2
江苏	南京	2	5
	南通	1	
	无锡	2	
河南	郑州	2	4
	商丘	1	
	新乡	1	
山东	济南	1	4
	青岛	1	
	潍坊	1	

	烟台	1	
甘肃	兰州	1	1
新疆	乌鲁木齐	1	1

资料来源：公司官方公众号，中国银河证券研究院

超级安踏 (Super ANTA) 通过超大沉浸式购物空间、全品类高性价比产品和一站式消费场景，吸引家庭型客户。超级安踏门店平均面积超过 1000 平方米，商品覆盖全品类、全季节、全年龄段，并采用“自助式购物”模式，成功吸引家庭客群。门店以标志性红色视觉体系为品牌标识，通过多维度运动场景分区打造一站式购物体验，结合中端商圈选址策略精准覆盖二、三线城市家庭客群。截至 2025 年 6 月已落地 65 家大型门店，2025 年计划扩张至 160 家，通过“全品类、全季节、全年龄段”产品矩阵和一站式消费服务，逐步建立家庭运动生活首选品牌定位，塑造“专业不昂贵、品质有温度”的大众运动品牌形象。

表11：超级安踏门店分布（截至 2025 年 6 月 5 日）

省份	城市	城市门店数量	省份门店总量
北京	北京	1	1
福建	泉州	1	3
	厦门	2	
广东	佛山	1	11
	惠州	1	
	茂名	2	
	深圳	6	
	广州	1	
广西	贵港	1	4
	柳州	1	
	钦州	1	
	玉林	1	
河北	邯郸	1	1
河南	郑州	2	3
	平顶山	1	
湖北	武汉	2	6
	十堰	1	
	随州	1	
	孝感	1	
	天门	1	
湖南	衡阳	1	1
江苏	南京	3	3
江西	上饶	2	2
山东	济南	3	15
	德州	2	
	临沂	2	
	青岛	2	

	日照	1	
	泰安	1	
	潍坊	1	
	枣庄	1	
	淄博	1	
	东营	1	
山西	忻州	1	2
	长治	1	
陕西	西安	1	4
	商洛	1	
	渭南	1	
	安康	1	
上海	上海	2	2
四川	成都	2	3
	遂宁	1	
天津	天津	1	1
云南	昆明	1	1
浙江	湖州	1	2
	温州	1	

资料来源：公司官方公众号，中国银河证券研究院

图19：安踏冠军门店图片



资料来源：公司官方微博，中国银河证券研究院

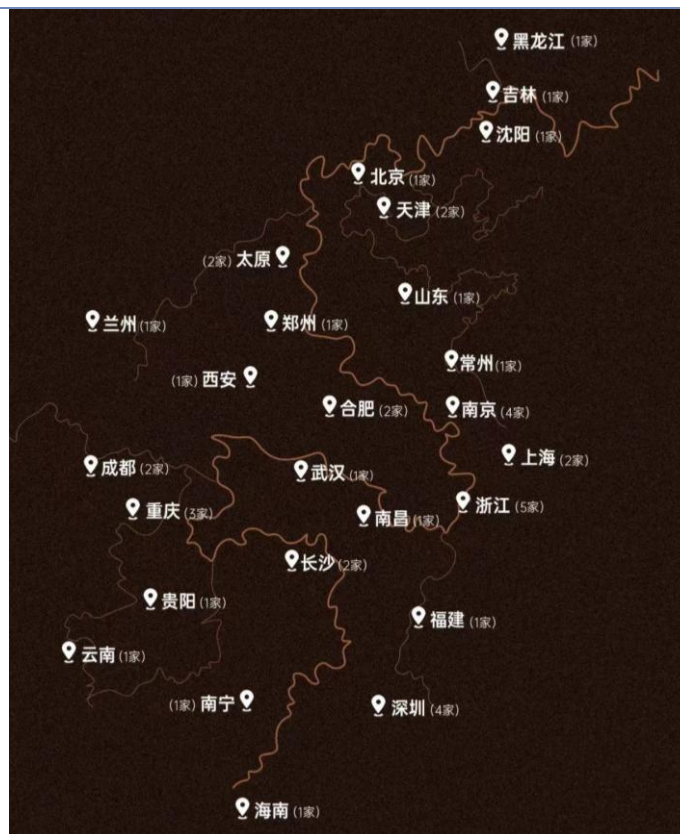
图20：超级安踏门店图片



资料来源：公司官方微博，中国银河证券研究院

安踏作品集（ATSV / SNEAKER VERSE）凭借潮牌店定位热衷潮流文化的年轻客群，**强化品牌在高端球鞋领域的市场渗透力**。作品集作为安踏旗下关注球鞋文化的潮牌店，通过“黑白标”双线模式构建差异化业态：白标店聚焦艺术化空间与限量潮奢单品，如王一博联名款；黑标店依托街头风格与科技元素融合，强化潮流前沿属性，如欧文一代 SV 配色款。门店采用 100-200 平方标准化店型，全部落位一二线城市高端商场，通过“稀缺发售”和“高频上新”双驱动，精准触达高消费力年轻潮流群体，持续强化品牌在高端球鞋市场的品牌势能，塑造“专业潮流策源地”的品牌认知。截至 2025 年 6 月，全国已开设 53 家门店，包括 38 家分布更广的黑标店、14 家精选白标店以及 1 家综合店，持续深化安踏在高端球鞋零售领域的市场渗透与品牌势能。

图21：安踏作品集门店分布（截至 2025 年 6 月）



资料来源：安踏官方小程序，中国银河证券研究院

图22：安踏作品集门店图片

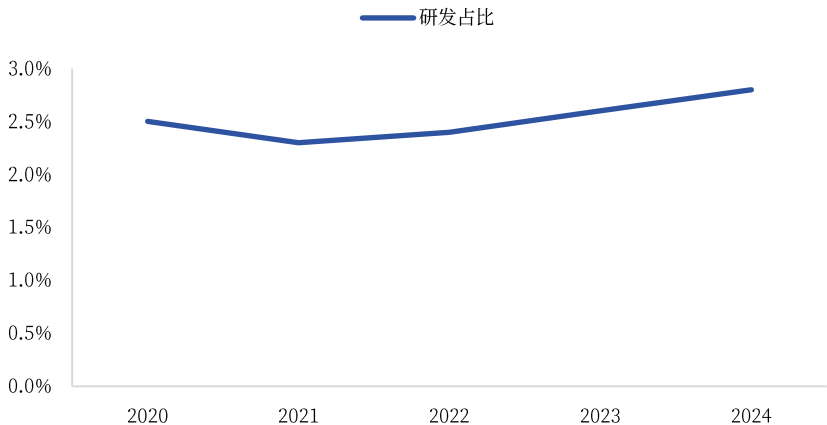


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）产品技术：技术迭代升级，持续研发创新

公司持续关注运动领域研发创新，自研运动科技覆盖市场全场景需求。2024 年安踏集团研发投入规模达 20 亿元人民币，占集团总收入比重提升至 2.8%，研发费用率连续四年保持上升态势，较 2020 年提升 0.9 个百分点。集团通过氮科技、安踏膜等创新成果，实现能量回弹率提升、防水材料性能比肩国际顶尖品牌等技术突破。截至 2024 年年底，安踏在中国、美国、日本、韩国、意大利、荷兰六国设立设计研发中心，与 70 多所高校和研究机构、250 多位专家和 800 多家供应商开展合作，重点关注升级跑鞋、户外装备等产品的核心技术，加快运动科技迭代速度，保持专业领域的领先优势。集团持续关注研发创新，推进前瞻性技术攻关，驱动产品创新升级，为消费者打造高性能品质产品，进一步巩固运动科技领先地位。

图23：安踏 2020-2024 财年研发费用率变动



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

安踏依托持续科技创新，自主研发氮科技等核心鞋技术，显著提升产品性能与品质，精准满足多元消费需求。以氮科技为例，该技术通过氮气物理发泡工艺替代传统二氧化碳发泡，降低碳排实现环保可持续，同时凭借一体成型制造实现能量回归率 86.8%、材料密度 0.09g/cm³的行业突破性指标。技术成果已转化为市场竞争力——搭载氮科技的 C202 GT 专业马拉松跑鞋能量回弹率较前代提升 20%。同步推进的慢跑领域缓震科技的 PG7、乳胶跑鞋的舒弹科技、柔性分子链保证脚感的 C37 等技术矩阵，与氮科技一同覆盖从竞速到日常的全场景需求。

表12：安踏鞋服科技及产品信息

核心技术	热销产品	产品图片	产品价格
氮科技	狂潮 6 代男子氮科技澎湃回弹篮球鞋		799
PG7 科技	PG7 全新中底科技缓震慢跑男子跑鞋		399
舒弹科技	982EVO 女子板鞋真皮舒弹科技		599
C37 科技	C37 板鞋男子板鞋		399
安踏膜	户外国家地理系列男子风暴甲		979

抗紫外线科技	光盾遮热防晒女子针织运动上衣		339
冰肤科技	欧文之盾宽松TEE		239
防泼水科技	KT 系列防泼水环保舒适男子运动上衣		499

资料来源：公司官方商城、中国银河证券研究院

以科技创新突破服饰领域技术壁垒，持续提升产品竞争力并引领行业绿色升级。集团自主研发了防水透湿且环保的“安踏膜”、UPF50+防护的抗紫外线科技、获国际认可的冰肤科技和防泼水科技等技术，从而构建涵盖防护、舒适、环保的差异化服饰技术矩阵。其中最具突破性的安踏膜技术，作为中国首款高性能防水透湿材料，通过与东华大学产学研合作打破国际垄断，2023 年 9 月应用于风暴甲冲锋衣系列，并成为 2025 年哈尔滨亚冬会中国代表团领奖服核心技术。在此基础上于 2025 年下半年迭代推出的第二代安踏膜，创新采用生物基防水膜材料，充分展现功能突破与绿色革新的双重价值。这一技术演进路径印证安踏科技驱动产业革新的战略定力，为国产运动品牌绿色升级开辟新范式。

（三）安踏儿童：产品线全品类，CAMPUS 新业态

安踏儿童在渠道广泛、品类全面的基础上聚焦产品专业性。自 1991 年创立安踏品牌以来，集团始终深耕运动领域，凭借核心技术打造多样化产品矩阵。2008 年创立的安踏儿童精准延续主品牌专研基因，专注 3-14 岁儿童、青少年群体，精心研发出适配校园体育与专业竞技赛事等场景的产品。随着品牌的发展，安踏儿童线下门店也不断增长，由 2015 年的 1458 家门店增长至 2024 年的 2784 家门店，其门店数量占安踏品牌总门店数的 28%。安踏儿童旗下产品品类齐全，渠道分布广泛，已成长为中国儿童运动鞋服行业第一品牌。近年在“双减”政策及家长重视孩子身心健康与体育考试的背景下，青少年对运动装备的需求不断升级。安踏儿童敏锐洞察这一趋势，推出行业首个专属体测鞋 GS3 骇浪和中考体育专项训练装备等系列产品，精准满足青少年的健康与运动需求。

表13: 安踏儿童全品类产品

面向人群	鞋履矩阵	服饰矩阵	配件矩阵
男大童	 跑鞋  沙滩鞋  篮球鞋  休闲鞋  板鞋  足球鞋	 短T  长T  防晒衣  外套  套头衫  套装  长裤  短裤	 书包  家居服  袜类  帽子  内着  游泳  篮球  护具
女大童	 跑鞋  沙滩鞋  休闲鞋  板鞋	 短T  长T  防晒衣  外套  套头衫  套装  裤装  裙装  两件套	 书包  家居服  运动内衣  帽子  内着  袜类  篮球  游泳  护具
小童	 跑鞋  沙滩鞋  篮球鞋  休闲鞋  板鞋	 短T  长T  外套  裤装  套头衫  短裤	 书包  帽子  袜子  篮球
婴童	 跑鞋  沙滩鞋  休闲鞋  板鞋  学步鞋	 连体衣  包屁衣  打底裤	无

资料来源：安踏儿童官方小程序、中国银河证券研究院

安踏儿童加速专业化升级战略，新推出 CAMPUS 门店聚焦运动功能细分，打造沉浸式消费场景。该门店以校园运动为主题，通过校园跑道地面导视、球场围栏造型货架等构建学校操场等体育场景，激发青少年探店兴趣，为消费者提供个性化购物体验。门店按运动类型分区设计，包括了跑步、篮球、骑行、户外等多样化运动场景，同步推出 CAMPUS 专供产品线，包括精英体训、精英

户外及 IP 尖货等专业品类，打造除校园外“新生代运动成长第二空间”。从全品类精准覆盖青少年运动场景的产品矩阵，到 CAMPUS 门店开创的场景化专业零售新模式，安踏儿童在不断探索中巩固中国儿童运动服鞋行业领先地位。

图24：安踏儿童校园 CAMPUS 门店图片



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图25：安踏儿童门店图片



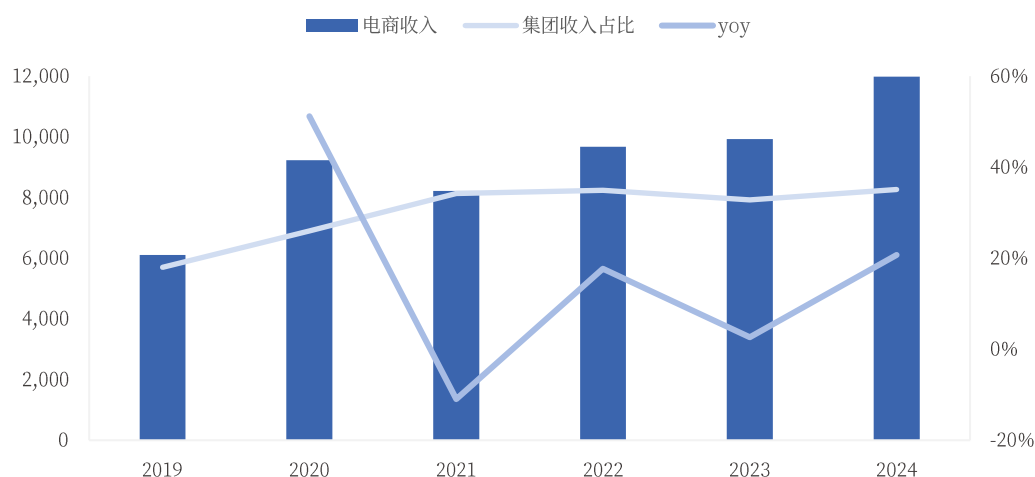
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

四、电商：多品牌全渠道，完善电商生态

（一）全渠道布局，线上业务增长迅速

安踏电商业务占集团总收入比重持续上升，逐渐成为集团收入增长引擎。安踏电商业务收入长期增长，2020 年受公共卫生事件影响线上业务增长提速，电商业务收入较 2019 年增长 53%，达到 92.33 亿元。2021-2024 年电商收入增速放缓，由 2021 年的 82.21 亿元增长至 2024 年的 119.85 亿元，这一时期电商收入对集团收入贡献占比始终大于 32%，较 2019 年 18% 的占比大幅提升，电商渠道逐渐成为集团收入支柱。2024 年安踏集团电商业务收入占集团总收入的 35.1%，较 2023 年的 32.8% 提升 2.3 个百分点，电商业务收入同比增长 20.68%。2024 年双十一期间，天猫平台，安踏、FILA、DESCENTE 三大品牌全部进入运动鞋服类目 TOP10，KOLON SPORT 则进入户外鞋服类目 TOP5；抖音平台，安踏、FILA 均进入运动鞋服类目 TOP5。总之，安踏电商业务通过多品牌、多平台协同与数字化转型模式，持续巩固行业领先地位。

图26：安踏 2019-2024 年电商收入变化（单位：百万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）业务数字化：应用 AI 驱动业务变革

公司通过率先布局 AI 与数字化战略实现降本增效，提升市场竞争力。自 2023 年安踏应用 AI 技术以来，智能化转型成效显著。安踏在电商领域构建智能化营销平台，依托持续性技术升级精准调配货品资源并优化运营体系。具体而言，安踏通过该平台实现货品动态优化配置，同时经技术迭代使官网承载能力于 2024 年提升至稳定支持 5 万用户在线抢购。在设计领域，安踏设计师依托 AI 等相关技术辅助，将更多精力聚焦于更高层次的创意决策，进一步提升设计效率与质量，安踏 AI 辅助设计商品订货金额已超 20 亿元。在营销领域，安踏借助算法进行数据驱动决策，相关项目的销售转化率较人工筛选提升至少 20%。在直播领域，安踏积极探索数字人直播等创新场景，其贡献的 GMV 达 1.2 亿元。集团未来将持续深化 AI 战略部署，加速构建数据驱动的智能运营体系。

表14：安踏数字化战略

针对领域	技术手段	最终效果
营销平台	智能化营销平台	实现货品动态优化配置
官方平台	持续技术迭代升级	官方网站已具备稳定承载 5 万用户同时在线抢购的技术能力
设计领域	AI 等相关技术辅助	AI 辅助设计商品订货金额已超 20 亿元
营销领域	借助算法进行数据驱动决策	相关项目的销售转化率较人工筛选提升至少 20%
直播领域	数字人直播等创新场景	其贡献的 GMV 达 1.2 亿元

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图27：安踏一体化物流园效果图



资料来源：公司官方公众号，中国银河证券研究院

图28：安踏羽龙服形象大使数字人希加加



资料来源：公司官方小程序，中国银河证券研究院

（三）场景差异化：精准营销增加品牌曝光

安踏通过差异化场景营销战略深化平台合作，开展精准营销提升品牌曝光。安踏动态调整线上独家款、过季及当季商品结构，强化线上线下产品组合差异性，将适配性产品精准分发至目标平台满足多元需求，并联动“超级品牌日”、“小黑盒”等电商 IP 扩大品牌传播声量。2025 年 3 月 30 日，集团旗下 FILA 品牌在抖音平台开展 6 小时不间断直播，宣传 FILA x MAISON KITSUNÉ 联名系列。活动于广州太古汇搭建快闪空间，打造泳池主题区、特调饮品站、明星互动区、Live DJ 舞台及手工艺术工坊等沉浸式场景。直播曝光量超千万，其中联名款跻身 300+客单价品类 TOP10。FILA 进一步完善全场景品牌认知体系，持续领跑电商市场。

表15：安踏 2025 年直播动态

直播平台	直播时间	营销产品
抖音	1 月 15 日	安踏冠军港百系列
小红书	3 月 1 日	安踏冠军猎隼二代系列
小红书	3 月 14 日	安踏风暴甲系列
抖音	4 月 3 日-4 月 24 日	安踏光盾系列
小红书	4 月 17 日	安踏乘风二代系列
天猫	4 月 19 日	安踏欧文二代系列

资料来源：公司官方公众号、中国银河证券研究院

五、多品牌全球化布局，持续提升企业价值

（一）FILA：坚持高端运动时尚定位，向专业运动突破

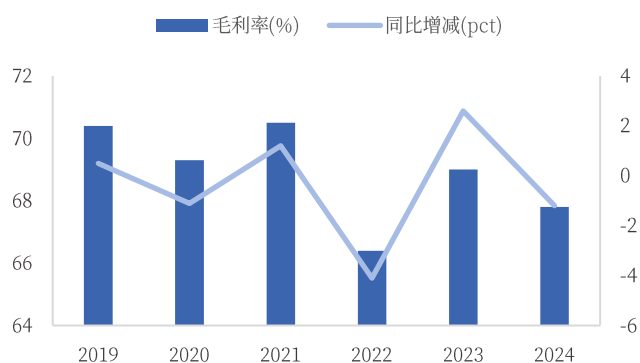
FILA 于 1911 年成立于意大利，2009 年安踏体育以约 4 亿元从第三方完成收购 Full Prospect 85% 股权及 Fila Marketing 全部股权，借此收购于中国大陆、香港及澳门与 FILA 品牌相关的商标及在香港和澳门的 FILA 零售业务。2014 年 FILA 中国地区扭亏为盈，此后开启高质量增长，2020 年收入首次超过主品牌，逐步成为集团收入第二的品牌。FILA2024 年实现营收 266.26 亿人民币，同比上升 6.1%，收入占集团收入比值 37.6%，2020-2024 年五年 CAGR 为 12.5%。

表16：2019 年-2024 年 FILA 收入、收入同比增速及收入占比

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
收入（亿元）	147.70	174.50	218.22	215.23	251.03	226.26
yoy（%）	73.9	18.1	25.1	-1.4	16.6	6.1
收入占比（%）	43.5	49.1	44.2	40.1	40.3	37.6

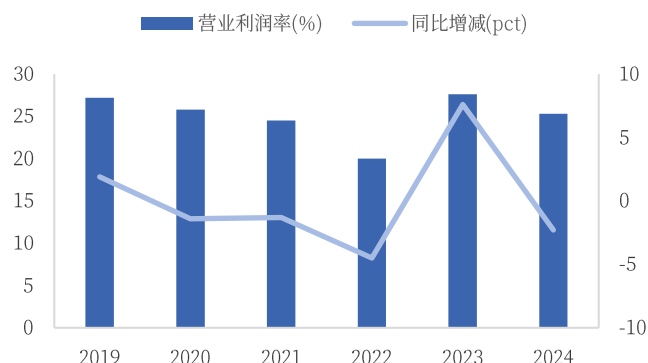
资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图29：2019-2024 年 FILA 毛利率及同比增减



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图30：2019-2024 年 FILA 营业利润率及同比增减



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

系列矩阵全场景覆盖，“ART-IN-SPORTS”理念守住时尚护城河。面对时尚赛道的快速变化，FILA 不断对现有系列升级迭代，以系列完成全场景覆盖，目前旗下主要包括 ORIGINALE、HERITAGE、EMERALD 等系列。并以消费者为导向明确各系列风格定位，让 FILA 能够吸引更多目标消费群。FILA 于 2021 年推出“ART-IN-SPORTS”的理念，积极整合优秀海外设计师资源，与凡尔赛宫、梵高博物馆、著名设计师林能平等跨界联名推出产品，将产品与跨风格结合强化时尚心智。2023 年 FILA 签约知名女星杨幂，进一步扩大时尚影响力。FILA 通过丰富的产品系列和跨界联名，不断引领时尚潮流新风向，为消费者提供多元优质通过的时尚运动选择。

图31: FILA 系列矩阵



资料来源: FILA 小程序, 中国银河证券研究院

图32: FILA 联名系列



资料来源: FILA 官方旗舰店, 中国银河证券研究院

加大功能性产品投入同时差异化场景深耕新兴运动, 开辟专业运动新战场。2024 年公司策略性提升产品功能性和质量、提升鞋类产品销售力度, 强化品牌的专业运动竞争力。专业运动鞋领域 2024 年 FILA 推出了“柔云”系列路跑鞋和“山猫”系列全地形越野跑鞋, 初步确立了在跑鞋领域的地位。并且 FILA 以网球、高尔夫、滑雪和户外四大运动场景为锚点, 聚焦新兴运动, 构建功能与场景融合的专业运动生态体系。例如高尔夫系列推出 GF 1911 TRAINER 高球鞋, 网球系列推出 POTENZA 2 网球鞋。通过垂直化技术研发, 提升产品专业性。FILA 目标中高端消费者以不同菁英运动场景为根基, 洞察不同运动的特性, 通过研发提升产品科技感, 满足消费者对功能性的需求。

表17: FILA 专业运动鞋类

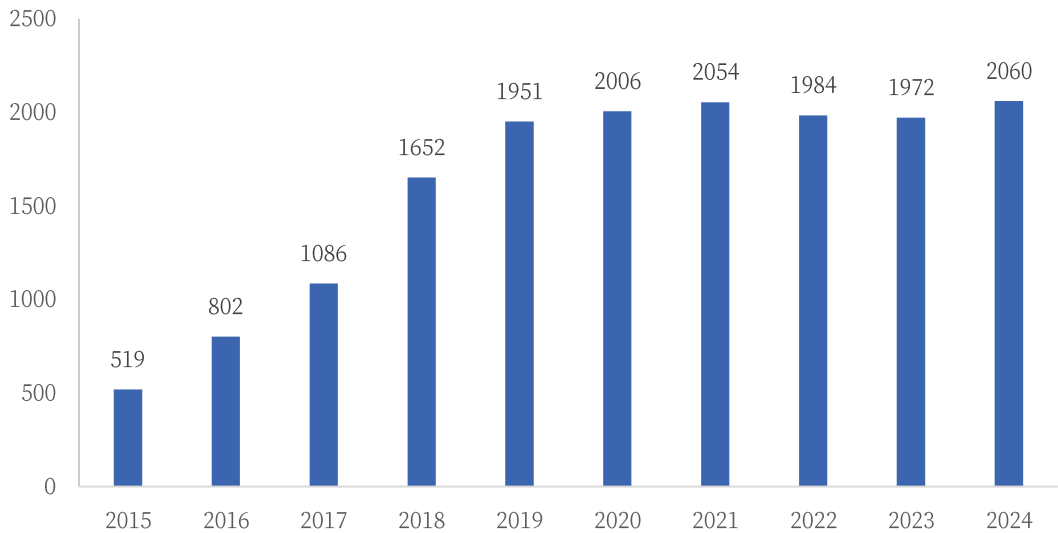
产品名称	定位	科技	科技简介	图片	价格段
柔云 3	5 公里跑鞋	FILA 柔能科技	中底超临界科技, 减震 G 值 7.2, 提升 16.3%, 能量回归率 84.3%, 提升 4.7%, DS II 120.9 N/mm, 提升 18.1%, 轻量化减重 14%		500-1000 元
轻飞 2	路跑鞋	FILA 柔能科技	舒缓回弹		600-800 元
		F-traction 鞋底	抓地感强, 耐磨防滑		
山猫	全地形越野跑鞋	FILA SPD 动态缓冲科技	80%能量反馈, 0.13 轻质密度, 50C 硬核支撑, 8.3G 抗冲效能		600-1100 元
		Vibram 黄金大底	VIBRAM LITEBASE 超轻科技、TRACTION LUG 鲨鱼齿技术、MEGAGRIP 湿地防滑配方三大领先鞋底技术加持		
探险家	全地形户外徒步鞋	TECNO ENERGIA	动能发泡科技中底 80%能量反馈		800-1300 元
		米其林专业橡胶大底	抓地强劲, 干湿止滑		
		BOA 旋钮	精准包裹技术, 3 秒实现 0.1 毫米舒适包裹		

雪狼	户外越野鞋	FILA ENERGIA	90%能量反馈率，500km 持久回弹		800-900 元
		Vibram 黄金大底	VIBRAM LITEBASE 超轻科技、TRACTION LUG 鲨鱼齿技术、MEGAGRIP 湿地止滑配方三大领先鞋底技术加持		
		BOA 旋钮	精准包裹技术，3 秒实现 0.1 毫米舒适包裹		

资料来源：FILA 官方公众号、FILA 官方天猫旗舰店、中国银河证券研究院

高线商圈旗舰店打造地标，强化品牌形象，优化升级零售渠道。品牌以核心商圈地标店建设为抓手，截至 2024 年底实现门店总数 2060 家，较上一年同比增加 88 家，在经历两年的店铺调整后重回扩张节奏。2024 年 FILA 持续发力高线渠道，打造了主打精英高端体验的 FILA ICONA 旗舰店、专业运动的 F-BOX 店、前卫个性的 FILA ATELIER 店、以鞋为主题的 FILA 鞋创空间。通过打造顶级店型，不断升级品牌形象，以满足消费群体多元化的需求。FILA 计划，基于“人、货、场”深化实体渠道精细化运营，提升商品与门店的匹配度，优化消费者的购物体验与销售转化率。

图33: 2015-2024 年 FILA 门店数量（个）



资料来源：安踏体育公告，中国银河证券研究院

FILA 儿童、潮牌发力新方向，FILA FUSION 确立新理念调整商品线，FILA KIDS 开拓新的增量空间。FILA FUSION 聚焦 18 至 30 岁的年轻潮流族群，专注于新生代消费者。FILA FUSION2023 年确立全新品牌理念“STAY IN FUSION 万变因我”后，围绕着滑板、街舞等符合 Z 时代生活方式的潮流运动，对产品进行了相应调整。调整后 FILA 品牌定位更加清晰，主要围绕 URBAN TECH 系列和 WORKWEAR 系列，聚焦城市户外和街头运动场景，其中城市机能风已经成为品牌重要增长动能。2023 年 FILA FUSION 签约了中国国家滑板队，提升了滑板运动爱好者的关注度。围绕全新的理念，FILA FUSION 在产品设计上更加紧密围绕 Z 世代的兴趣爱好与生活方式，并透过跨界合作与先锋设计，为品牌注入更多活力与创新元素。

表18: FILA FUSION 系列矩阵

系列	产品	产品简介
URBAN TECH	机能羽绒服	斐护科技防水防污，2-in-1 可拆卸，三层贴合面料轻暖抗风
	梭织长裤	尼龙弹力面料，质地细腻
	降落伞裤	立体口袋与绑绳设计，机能感十足。CORDURA 材质，耐磨抗撕裂

WORKWEAR	工装夹克	CORDURA 面料，耐磨、轻盈、且透气
	底特律夹克	CORDURA 高性能面料，不惧摩擦、拉扯，上身轻盈有弹力
	背带裤	宽松工装背带裤，旋转跳跃不受限
	工装裤	视觉挺括，上身柔软
EXTREME RED	经典皮衣	以先锋设计重塑机车风潮以 DUCATI 赛车车灯、涂装为灵感来源
	联名款 EVA SLIM 水滴鞋	轻盈开迈，以无拘步调触燃个性腔调
	梭织上衣	利落剪裁勾勒酷飒身姿，分割反光印花片点睛
	梭织长裤	还原赛道氛围，膝盖处 3D 机车徽章，外放不羁型格
FUSIONEER	宽松针织长裤	赵露思同款，尼龙弹力面料
	修身针织外套	赵露思同款，尼龙弹力面料

资料来源：FILA 官方小程序、FILAFUSION 官方公众号、中国银河证券研究院

FILA KIDS 主打中高端儿童运动服饰，品牌深耕户外运动的同时，在护脊包、时尚服饰等领域发力，开拓新的增量空间。在儿童运动产品领域，FILA KIDS 聚焦网球、滑雪、高尔夫等户外运动，致力于打造融合前沿科技功能与卓越设计美学的产品，如 SPEED 5 TURBO 跑鞋、凌空雪服，精准匹配儿童在不同运动场景下的生理特征与运动需求，为儿童提供安全、舒适且高效的运动装备解决方案。在成长护育领域，推出蝶翼减负包、婴童鞋等产品，充分考虑儿童身体发育阶段的特殊需求，助力其实现身心的健康成长。品牌还推出了 Biella 时尚系列，满足家长对兼具科技功能与设计美感的高品质儿童鞋服的需求。FILA KIDS 在深化专业运动产品的发展的同时，不断开拓成长护育、时尚功能服饰的增量市场。

表19：FILA KIDS 产品矩阵

产品系列	产品	产品简介
网球	ACE 网球鞋	KPU 立体包裹，Vibram X-Abrade 大底防滑耐磨专为硬地球场设计，SOFFIO 超轻能物理发泡，回弹率 60%-65%之间
	苏珊裙	“C”型腰部设计贴合律动与灵敏姿态协奏绝佳表现
高尔夫	高尔夫系列 POLO 短袖	Hyper-move 核心科技加持，立体裁剪，高弹面料，凉感面料 UV50+防护
	羽绒马甲	中空保暖羽绒轻暖有型，搭载 Hyper-Move 无束缚核心科技助力舒适转体
跑步	SPEED 5 TURBO	立体翼形碳纤维板助推提 11 小%，中足立体 TPU，回弹率>60%
滑雪	凌空雪服	金标 PRIMALOFT 蓄热保暖，DERMIZAX 专业防水面料，10000/M 124H 以上高性能透湿，凌空科技 3D 立体版型合体剪裁，灵活伸展
护脊书包	蝶翼减负包	动态减压 81%-100%，蝶翼减负高弹背板，支撑性 MAX，6 点立体分压，实现合理压力分布
	天使之翼联名书包	以世界最轻“randoseru”获吉尼斯认证，3D 立体构造，树脂板联动 S 型羽翼背带，背板双层软垫搭载透气呼吸皮革
学步鞋	FILA x MiKi HOUSE 联名婴童鞋	硬质足跟箱加强稳定性，鞋头宽敞符合脚型，大粘扣贴合包裹性强

资料来源：FILA KIDS 官方公众号、中国银河证券研究院

（二）户外：DESCENTE、KOLON 释放增长潜能

安踏集团旗下专业运动板块(DESCENTE/KOLON SPORT)持续受益于户外运动消费升级红利，2024 年实现营收 106.8 亿元，同比增长 53.7%，跨入百亿级业务体量。盈利能力结构性改善，经营利润率同比提升 1.5 个百分点至 28.6%，在集团多品牌矩阵中保持领先地位，毛利率虽同比微降 0.7 个百分点至 72.2%，仍显著高于运动服饰行业的平均水平。

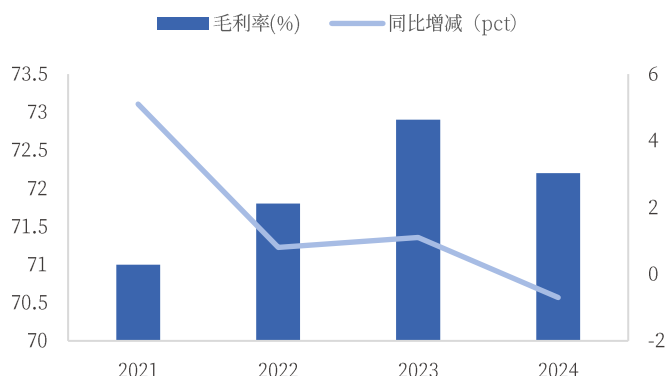
DESCENTE 创立于 1935 年，2016 年安踏体育以 1.5 亿元与伊藤忠、Descente Global 成立迪桑特中国控股公司，持有其 60%股权，获得品牌在中国大陆及港澳独家经营权。2020 年，Descente Global 提升持股比例，调整后安踏体育持有迪桑特中国控股公司 54%的股权。KOLON1973 年成立于韩国，2017 年安踏旗下子公司安可体育与韩国 KOLON 成立合资公司，持有其 50%股权，获得 KOLON 大中华地区经营权。

表20：2019-2024 年安踏体育其他品牌（主要为 DESCENTE 及 KOLON）收入、收入同比增速及收入占比

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
收入（亿元）	17.08	23.13	34.94	44.05	69.47	106.78
yoy (%)	33.3	35.4	51.1	26.1	57.7	53.7
收入占比 (%)	5.0	6.5	7.1	8.2	11.1	15.1

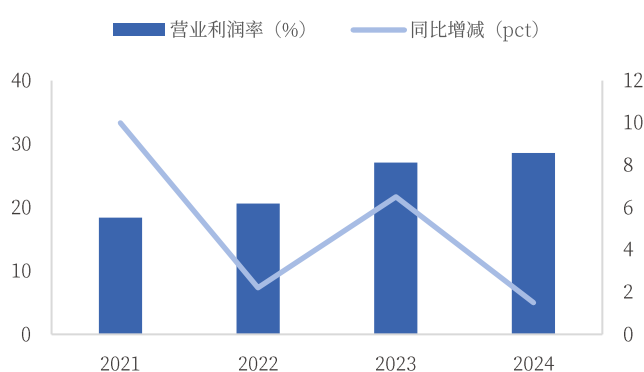
资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图34：2021-2024 年安踏体育其他品牌毛利率及同比增减



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图35：2021-2024 年安踏体育其他品牌营业利润率及同比增减



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

DESCENTE以技术创新在细分领域构建专业运动壁垒。DESCENTE以技术研发为核心驱动力，在专业运动领域构建系统性技术解决方案。围绕人体工学、材料科学及运动力学三大维度，品牌持续突破功能性技术边界：在专业防护层面，通过复合型面料技术实现防水、透湿与热能转化的三重平衡，同步开发多维动态结构支撑系统，满足高强度运动下的灵活性与稳定性需求；在运动效能领域，创新研发能量传导中底结构与智能锁紧装置，将生物力学研究成果转化为可量化的性能提升。技术体系的模块化开发模式，使得核心科技可跨品类迁移应用，为专业装备的性能迭代提供底层支撑。其技术成果不仅满足专业运动严格要求，也吸引了追求高质感的中高端消费群体。

技术驱动产品矩阵升级，鞋类增长表现亮眼。针对滑雪、高尔夫、铁人三项等垂直领域，通过技术要素的精准重组打造差异化产品矩阵，将实验室创新转化为可感知的产品价值。鞋类产品线尤为凸显技术整合能力，创新应用动态缓震系统与复合碳纤维架构，在保证专业性能的同时实现轻量

化突破，其中 D-Fluid 跑鞋系列运用 D-FLUID 应变流科技凭借卓越的缓震性能亦成功实现了显著的增长。产品开发遵循“运动场景-技术模块-功能实现”的闭环逻辑，既保持专业运动的基因纯粹性，又通过技术外溢效应拓展高端运动生活场景，形成专业壁垒与市场增长的良性循环。

表21: DESCENTE 产品优势

产品系列	产品	技术	技术简介
滑雪	\	DERMIZAX	柔软磨砂四面弹面料，防水防凝结能力出众，外层防水阻止湿气进入，20,000mm 防水指数及 20,000gm 的透气性
		MOTION 3D	特殊面料压花工艺，模仿运动过程中的运动轨迹，带来更大伸展空间
		HEAT NAVI	特殊碳纤维与扁平纤维混合，将红外线、紫外线等可见光转化为热能
		SCHEMATECH	高科技面料技术，不同纹理用特殊机器一体织成，舒适透气兼具织物柔软弹性
		S.I.O CONCEPT	剪裁设计更加贴合人体自然形态衣服布料分块减少，整体重量轻，减少衣物阻力
鞋履	DELTA LD 跑鞋	LooseLayer Fit 构造	更少接缝，鞋垫平坦，带来裸感舒适的跑步体验
		新型三明治鞋面设计，3 层 P.W Upper 工程网眼布	快速透气，保证足部持久干爽，将支撑材料嵌入内外层中，强力支撑长距离压力
		大底外侧采用更为平滑的足跟接触设计	跑者在长距离疲劳感累积时，倾向于用足跟外侧着地，大底外侧采用更为平滑的足跟接触设计为足跟提供稳定的侧向支撑
		一体式单材料双硬度 EVA	中底增大，为足弓区域加宽调整，前掌较柔软，脚跟处较硬，精准转化蹬地力为前进推力
		DELTA SYSTEM 系统	有效针对跑步时的冲击力吸收，并搭载超轻的 KARVO 塑料层板，持续给予后半程跑步推动力
		鞋舌处镂空鞋孔	继承铁三争分夺秒的基因，便捷穿脱，减少用时
	DYNAMIC FLUID 流体鞋	D-FLUID 应变流科技	随时化解各类冲击，动态缓震
		碳芯和 TPU 框架结合	中底抗扭性，给予足弓稳健支撑
		BOA FIT SYSTEM	精准贴合脚面一键锁定，开跑先人一步
	DELTA PRO EXP 破风跑鞋	双层 DELTAINFINITY 中底	轻量跑感，造就轻快回弹
		DUALFORK 叉形碳板	强劲推进，激活竞速潜能
		轻量三明治网布材料鞋面	轻盈畅跑，全程自在呼吸
高尔夫	ENERZITE GTX 高尔夫鞋	BOA 旋转式 L12 调节系统	一键实现轻微逆时针回调
		GORE-TEX 防水结构内衬	灵活应对多变天气
		高尔夫专业 ENERZTE 大底	无钉防滑，稳固抓地
	4 PRO 夹克	WINDSTOPPER® 面料	兼具防风、透湿、防水功能性
		POLARTEC® 科技	保暖内里保持干爽舒适体感，轻松应对多变气候
训练	HEXA 综训服	VISCO MAGIC 熔炼工艺	三级压缩，紧身塑型，烧花工艺打造更稳固的支撑力为力量训练保驾护航
		MOTION 4D 版型	张弛有度，伸展自如，创新立体剪裁，满足各种大幅度动作分区版型

		SWEAT MAPPING	双区排汗，清爽透气，定位人体易出汗区域保证训练过程中持久干爽透气
高端技能全地形	ALLTERRAIN 81 全新高性能户外装备	GORE-TEX PACLITE®	面料轻量透气舒适，持久防风防水

资料来源：迪桑特官网、中国银河证券研究院

中高端垂直化零售与区域扩张战略协同演进。DESCENTE 截至 2024 年底共有门店 226 家，较上年净开 39 家，全国绝大部分省市均有分布。DESCENTE 布局高端商圈的同时，增加球场、雪场门店布局，以垂直接触目标消费者。并且在 2024 年度成功进军东南亚市场，在马来西亚和新加坡开设 4 家门店，标志着品牌区域扩张的重要里程碑。为全面激发南方市场的增长潜力，DESCENTE 计划将因地制宜打造南方市场的专属产品线，实现门店从北向南布局。通过在全球范围内积极拓展销售渠道，提升品牌在各市场的竞争力。

表22：2016-20204 年 DESCENTE 门店数量（单位：个）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
门店数	6	64	117	136	175	182	191	187	226
门店增减数量		58	53	19	39	7	9	-4	39

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

DESCENTE 儿童不断扩张门面布局，为品牌可持续发展奠定坚实基础。2023 年迪桑特正式启动儿童系列，迪桑特儿童承接“Design That Moves”的品牌理念延续雪脉传承与近 90 年的品牌历史，继续深耕滑雪及高尔夫等领域，完善了 DESCENTE 全年龄段产品矩阵。根据安踏体育 2024 年年报，2024 年 DESCENTE 儿童在全国超过十个城市开设了专卖店，并且渠道布局遵循中高端人群动线，开店商圈包括成都 IFS、南京德基广场、深圳湾万象城等高端商场。DESCENTE 儿童以高店效表现验证了中高端家庭客群对品牌专业技术和文化的认同，为未来的可持续增长奠定了坚实的基础。

KOLON 聚焦露营、徒步户外场景，鞋服技术双线突破构建专业壁垒，并将拓展轻量化羽绒类产品线拓展消费场景。鞋类方面，品牌战略性扩大鞋类产品销售占比，以复合技术构建多维壁垒。例如 MOVE ALPHA 徒步鞋将树形 TPU、碳板支撑、GORE-TEX 与 Vibram 鲨齿大底叠加，满足抗扭、防水、缓冲、防滑多方位需求。并且 KOLON 正透过自主研发的鞋底材料和鞋楦结构等技术进一步巩固在鞋履市场的技术优势和竞争地位。在服装品类布局方面品牌以壳类产品为战略核心，推出了兼具功能性与设计感的产品，例如 STORMFORCE 弹力防水夹克、OBLI-K 露营冲锋衣。品牌还将继续拓展轻薄羽绒品类以及推出轻量化硬壳羽绒服以满足消费者对高端户外服饰的多元需求。通过在户外鞋服领域的技术创新与产品优化，KOLON 成功在户外这一高景气赛道构建起专业壁垒。

表23：KOLON 产品介绍

品类	产品	核心卖点	技术
鞋履	MOVE ALPHA 徒步鞋	多种地形适用	树形 TPU 全方位包裹，GORE-TEX 鞋面防水透气，碳板支撑，双层中底，搭载 Vibram 大底，鲨齿科技耐磨防滑。
	跨世徒步鞋	为亚洲脚型定制，不磨脚	专属亚洲脚型的自研鞋楦加宽鞋头空间，OrthoLite 双密度鞋垫，双密度 EVA 中底，GORE-TEX 防水

			透气袜套，Vibram 耐磨止滑配方大底，升级树状TPU 稳定片
服饰类	STORMFORCE 弹力防水夹克	硬核防护兼顾柔软弹性质地，山野攀爬自由伸展以“软壳”般舒适体感	StormForce 防水面料，腋下连片式立体裁剪，搭配3向调节立体帽型
	PCM 软壳夹克	自如应对多变温差	采用 PCM 相变材料随体温主动调节，搭载柔软弹力面料，防风防水性能
	GAIA 韧力冲锋衣	优异防护	GORE-TEX Stretch 弹性面料，GORE C-KNIT 背衬技术，高度透汽柔软，三层复合软壳面料，防风防水
	TRIWIND 露营防风夹克	防风防水应对春季季风天气	轻量锦纶面料，施加微皱仿棉处理，让穿着更加舒适兼顾防风、防泼水，同时具备抗紫外线性能
	GORE-TEX C-KNIT 1992 防水夹克	适用于徒步、登山等户外活动。	大身采用轻盈的 40D GORE-TEX C-KNIT 面料，具有防水、防风、透湿及耐磨的功能
	SKYLITE 轻量防水夹克	轻盈加成，挑战高强度户外探索	外层 GORE-TEX 3L 轻量化面料搭配 C-KNIT 背衬技术柔软内里防风、防水的同时兼顾穿着舒适感

资料来源：KOLONSPORT 官方公众号、官方小程序、中国银河证券研究院

深耕北方市场的同时持续加大南方市场布局。KOLON2024 年以高端商业体战略性选址为核心，推动品牌区域渗透力与影响力结构性提升。全年于华南地区新增超 20 家门店，重点进驻上海新天地、杭州万象城、武汉 SKP 等城市级商业地标，形成覆盖长三角及中部核心城市的高端渠道网络。并通过“KOLON KRAFT”等创新店态融合零售与体验场景。渠道升级驱动品牌区域市场认知度显著提升，高端客群触达效率持续优化，为南方市场可持续增长奠定基础。

（三）收购狼爪，丰富户外品牌矩阵

2025 年 4 月 10 日公司公告计划以 2.9 亿美元的基础对价收购狼爪(JackWolfskin)品牌 100% 权益，该收购协议的交割于 5 月 31 日完成。狼爪于 1981 年在德国法兰克福成立，旨在为户外爱好者提供防风防水的户外服饰和装备，满足其背包旅行与出行需求，主要销售地区在德国和欧洲其他部分区域。经过 40 余年的发展，目前在全球拥有超过 450 家门店，亚洲分布 269 家。主要销售产品包括 3 合 1 冲锋衣、软壳衣、登山靴等，覆盖徒步、滑雪、自行车、露营、登山等场景，大部分产品由自研的绿色环保面料制成，不使用全氟化合物涂层，且具有防蚊虫、防臭等特性，其标志性产品 3 合 1 冲锋衣价格在 200-300 欧元，深受欧洲消费者欢迎。

表24：狼爪面料技术概况

	面料名称	特点
自研面料	TEXAPORE	TEXAPORE 面料具备防水、防风、透气功能。其中，PRO 系列专为严苛环境和挑战性户外活动设计，提供最佳性能防护。ECOSHERE 系列（含 CORE/PRO）完全由环保材料制成，在保持同等高性能的同时，为兼顾环保的可持续性选择。
	TEXATHERM	绝缘合成纤维绝缘材料，具有较高的蓬松度，非常透气且干燥速度快，为羽绒合成替代品。

	TEXADRI	TEXADRI 是一种通过物理导湿和纤维科技实现主动排汗、加速蒸发、长效干爽的功能性面料，适用于需要高效湿气管理的运动场景。
	TEXASHIELD	TEXASHIELD 技术主打防风与高舒适度，核心应用于弹力软壳服装，也用于轻保暖衣物外层。其通过复合结构实现防风与弹性的平衡，确保户外活动时灵活无束缚，同时有效阻隔寒风。
合作面料	Polartec®	该材料以多功能性、高耐久性为核心优势，产品抗损耐磨。其双面抓绒结构兼具保暖性、轻量化与透气性，高效锁温的同时具备速干特性。面料接触汗液时主动斥水，彻底避免运动后湿冷体感。四大厚度系列产品，基材采用 100%再生聚酯纤维，从原料到制程贯彻践行环保。
	PrimaLoft®	该材料是以超细拒水聚酯纤维为核心的人工隔热材料。其微观结构通过高效锁存空气实现保暖，同时具备抗潮湿、易压缩、耐损耗特性。主要应用于外套填充层，部分产品线采用回收材料生产。

资料来源：狼爪官网，中国银河证券研究院

狼爪品牌的加入完善了安踏现有的品牌矩阵，将公司户外产品线从高端延伸至大众市场，同时为更广泛的户外活动场景提供多样的产品解决方案。公司也将受惠于狼爪独有的材料科技及德国工程设计团队的丰富经验，从而进一步提升在户外运动领域的竞争力。此外，狼爪作为户外鞋服及装备领域的全球领先专业品牌之一，在欧洲市场（尤其是德国）具有强大的影响力，整合狼爪将会是公司全球化策略的重要一步。

六、盈利预测

（一）盈利预测

安踏依托“单聚焦、多品牌、全球化”战略，构建起以安踏、FILA为核心，Descente、Kolon Sport 等品牌协同发展的多元品牌矩阵，覆盖大众运动、高端运动时尚、专业户外等细分市场。公司 2024 年实现营业收入 708.26 亿元，预计 2025/26/27 年营业收入分别为 783.15/865.11/947.84 亿元，增速分别为+10.57%/+10.47%/+9.56%。以下为公司主营业务具体拆分与盈利预测

1.安踏品牌系列

作为公司核心品牌，安踏主品牌深耕大众运动市场，聚焦专业产品研发与零售终端效率提升，持续推进 DTC 战略。尽管短期内面临消费修复节奏偏慢的压力，但随着渠道结构优化、电商业务深化以及产品矩阵的不断完善，品牌韧性仍强。预计 2025/26/27 年营业收入分别为 366.02/397.38/428.21 亿元，增速分别为+9.19%/+8.57%/+7.76%。

2.FILA 系列

FILA 作为公司收入的第二大来源，定位高端运动时尚市场，持续深耕年轻客群。尽管增速较以往有所回落，但品牌认知度与时尚属性仍具优势。未来有望通过强化产品原创力、提升渠道效率实现稳定增长。预计 2025/26/27 年营业收入分别为 282.52/300.79/320.43 亿元，同比增速分别为 6.11%/6.47%/6.53%。

3.其他品牌

公司其他品牌包括 DESCENTE、Kolon Sport 等中高端品牌，覆盖专业运动与户外市场，2024 年营收同比增长显著。随着户外运动热潮持续，户外运动服饰渗透率的提升，其他品牌板块有望成为公司未来的重要增长极。预计 2025/26/27 年营业收入分别为 134.60/166.93/199.20 亿元，同比增速分别为 26.05%/24.02%/19.33%。

表25：公司收入拆分表（单位：亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	623.56	708.26	783.15	865.11	947.84
YOY	16.23%	13.58%	10.57%	10.47%	9.56%
安踏品牌系列	303.06	335.22	366.02	397.38	428.21
YOY	9.23%	10.61%	9.19%	8.57%	7.76%
FILA 系列	251.03	266.26	282.52	300.79	320.43
YOY	16.63%	6.07%	6.11%	6.47%	6.53%
其他品牌	69.47	106.78	134.60	166.93	199.20
YOY	57.71%	53.71%	26.05%	24.02%	19.33%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

毛利率：公司持续推进 DTC 战略、高毛利品牌占比不断上升，公司整体毛利率呈现稳步上行态势。2024 年公司综合毛利率为 62.17%，较 2022 年提升近 2 个百分点。未来，高毛利品牌如 FILA、Descente、Kolon Sport 等持续放量，公司毛利率仍具进一步提升空间。预计 2025–2027 年毛利率将提升至 62.39%/62.65%/62.85%。

费用率：公司销售费用率近年来上升，主要系直营渠道拓展与品牌推广投入加大，反映出公司在品牌建设和市场份额扩张上的战略倾斜。管理费用率保持相对稳定，体现良好的运营管控能力。预计 2025-2027 年销售费用率为 36.5%，管理费用率为 5.93%。

综合以上，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 135.34/150.34/163.86 亿元，同比增长-13.21%/+11.07%/+8.99%，EPS 分别为 4.82/5.36/5.84 元。

（二）相对估值

选取李宁、特步国际、361 度、耐克等业务相近标的进行比较。采用 2025 年 7 月 3 日收盘价，2025/26/27 年 EPS 分别为 4.82/5.36/5.84 元，PE 估值分别为 17.59/15.82/14.52 倍。相对国内品牌，公司在品牌多元化方面竞争优势突出，考虑到安踏体育未来将持续深化“单聚焦、多品牌、全球化”战略，其利润增长空间有望进一步拓展。相对国际品牌，安踏体育具备长期成长空间和较强的抗风险能力。综合来看，我们认为公司已具备和国际大牌竞争的能力，未来在全球体育市场竞争中有望不断提升份额，首次覆盖给予“推荐”评级。

表26：可比公司对应估值数据（截至 2025 年 7 月 3 日）

股票代码	股票名称	收盘价	EPS (元)			PE (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2020.HK	安踏体育	93.00HKD	4.82	5.36	5.84	17.59	15.82	14.52
2331.HK	李宁*	17.20HKD	1.11	1.22	1.34	14.12	12.85	11.70
1368.HK	特步国际*	5.64HKD	0.54	0.60	0.66	9.52	8.57	7.79
1361.HK	361 度*	5.05HKD	0.68	0.77	0.86	6.77	5.98	5.35
NKE.N	耐克*	76.39USD	2.18USD	1.95USD	-	35.04	39.17	-
AS.N	亚码芬体育*	38.19USD	0.70USD	0.94USD	1.22USD	54.56	40.63	31.30
LULU.O	Lululemon*	246.30USD	15.62USD	15.56USD	16.68USD	15.77	15.83	14.77
均值						21.91	19.83	14.24

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院（注：*表示采用 iFinD 一致预期，港股公司 PE 进行计算时收盘价根据 2025 年 7 月 4 日中国银行外汇牌价公布的 100 人民币=91.15 港币汇率进行换算后得到）

（三）绝对估值

采用 FCFF 法分增长期（2025-2028 年）、过渡期（2029-2035 年）、永续增长期（2035 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。以 2025 年 7 月 4 日公司最新股本为基准，在加权平均资本成本（WACC）为 6.45%、永续增长率（g）为 3% 时，公司合理每股价值为 114.86 元（约 126.01 港元），对应总市值 3537.10 亿港元。在加权平均资本成本（WACC）为 5.33%-6.45%、永续增长率（g）在 2.73%-3.30% 的情况下，公司合理每股价值区间为 83.81-161.76 元。

表27：FCFF 估值参数假设及说明

参数	假设数值	假设参数说明
无风险利率 Rf	1.70%	参考中国 10 年期国债收益率 6 个月平均值
市场预期收益率 Rm	8%	参考沪深 300 指数历史 20 年年化收益率
贝塔系数β	0.9546	参考公司历史贝塔系数
加权平均资本成本 WACC	6.45%	$WACC = K_d * W_d(1-T) + K_e * (1-W_d)$ 计算得到
过渡期增长率	8%	假设过渡期公司年均复合增长率 8%

永续增长率 g	3%	假设公司永续增长率 3%
---------	----	--------------

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

表28: FCFF 估值敏感性分析

加权平均资本成本 (WACC)	永续增长率 (g)						
	2.25%	2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%	3.99%
4.84%	135.60	147.35	163.17	185.48	219.11	275.31	387.42
5.33%	110.73	118.56	128.74	142.44	161.76	190.90	239.57
5.86%	91.20	96.53	103.28	112.05	123.87	140.52	165.65
6.45%	75.55	79.24	83.81	89.60	97.13	107.26	121.56
7.09%	62.82	65.40	68.55	72.45	77.39	83.82	92.46
7.80%	52.34	54.16	56.35	59.02	62.33	66.52	71.97
8.58%	43.63	44.92	46.46	48.30	50.55	53.34	56.87

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

七、风险提示

1、**终端销售弱于预期风险**：若未来国内经济增长承压，消费意愿与消费能力复苏受阻，体育服饰作为可选消费将受到更为明显的影响。消费者预期收入下降，将有可能降低消费的频次，制约体育服饰市场的需求，进而影响公司的业绩。

2、**主品牌门店升级调整不及预期风险**：安踏通过实行“千店千面”战略对门店进行升级形成了多样化的门店体系，同时也为不同门店的运营带来挑战，后续若门店选址或门店经营不当可能会影响公司经营业绩表现。

3、**新收购品牌经营不及预期风险**。公司通过收购狼爪完善户外品牌矩阵，短期对业绩造成波动，若新品牌收购之后的整合运营不及预期，可能面临收购品牌持续对业绩影响的风险。

图表目录

图 1: 公司品牌矩阵.....	4
图 2: 公司 2024 年分品牌收入占比	5
图 3: 公司 2024 年安踏分布分渠道收入占比.....	5
图 4: 公司发展历史阶段.....	5
图 5: 安踏股权结构图.....	6
图 6: 公司 2015—2024 年营业收入变化.....	7
图 7: 公司 2015—2024 年归母净利润变化	7
图 8: 公司 2019-2024 年分品牌毛利率变化	8
图 9: 公司 2015-2024 年销售毛利率与销售净利率变化.....	8
图 10: 公司 2015-2024 年费用率变化情况.....	8
图 11: 公司 2015-2024 年存货周转天数、应收账款及票据周转天数.....	8
图 12: 2019-2024 年人均体育场地面积（单位：平方米）	11
图 13: 全球休闲及户外用品市场规模（单位：亿美元）	12
图 14: 休闲及户外市场规模终端用户比例	12
图 15: 安踏主品牌毛利率与经营利润率	13
图 16: 安踏多元化线下渠道.....	14
图 17: 安踏竞技场级门店图片.....	16
图 18: 安踏殿堂级门店图片.....	16
图 19: 安踏冠军门店图片.....	19
图 20: 超级安踏门店图片.....	19
图 21: 安踏作品集门店分布（截至 2025 年 6 月）	20
图 22: 安踏作品集门店图片.....	20
图 23: 安踏 2020-2024 财年研发费用率变动.....	21
图 24: 安踏儿童校园 CAMPUS 门店图片.....	24
图 25: 安踏儿童门店图片.....	24
图 26: 安踏 2019-2024 年电商收入变化（单位：百万元）	25
图 27: 安踏一体化物流园效果图.....	26
图 28: 安踏羽龙服形象大使数字人希加加	26
图 29: 2019-2024 年 FILA 毛利率及同比增减.....	27
图 30: 2019-2024 年 FILA 营业利润率及同比增减.....	27
图 31: FILA 系列矩阵	28
图 32: FILA 联名系列	28
图 33: 2015-2024 年 FILA 门店数量（个）	29
图 34: 2021-2024 年安踏体育其他品牌毛利率及同比增减.....	31
图 35: 2021-2024 年安踏体育其他品牌营业利润率及同比增减.....	31

表 1: 公司管理层介绍.....	6
表 2: 2015-2024 年国内体育服饰行业规模及增速（单位：亿元）	9
表 3: 2017-2024 年中国体育服饰行业市占率	9
表 4: 近年来政府体育产业政策梳理	10
表 5: 2017-2023 年体育服务业快速发展（单位：万亿元）	11
表 6: 2015-2024 年城镇居民人均可支配收入（单位：元）	11
表 7: 安踏分部 2018-2024 年营业收入变化（单位：亿元）	13
表 8: 安踏分部（包括安踏儿童）2015-2024 年门店变化（单位：个）	14
表 9: 安踏大货门店产品信息	14
表 10: 安踏冠军门店分布（截至 2025 年 6 月 5 日）	16
表 11: 超级安踏门店分布（截至 2025 年 6 月 5 日）	18
表 12: 安踏鞋服科技及产品信息.....	21
表 13: 安踏儿童全品类产品.....	23
表 14: 安踏数字化战略.....	26
表 15: 安踏 2025 年直播动态.....	26
表 16: 2019 年-2024 年 FILA 收入、收入同比增速及收入占比	27
表 17: FILA 专业运动鞋类.....	28
表 18: FILA FUSION 系列矩阵	29
表 19: FILA KIDS 产品矩阵.....	30
表 20: 2019-2024 年安踏体育其他品牌（主要为 DESCENTE 及 KOLON）收入、收入同比增速及收入占比.....	31
表 21: DESCENTE 产品优势.....	32
表 22: 2016-20204 年 DESCENTE 门店数量（单位：个）	33
表 23: KOLON 产品介绍	33
表 24: 狼爪面料技术概况.....	34
表 25: 公司收入拆分表（单位：亿元）	36
表 26: 可比公司对应估值数据（截至 2025 年 7 月 3 日）	37
表 27: FCFF 估值参数假设及说明	37
表 28: FCFF 估值敏感性分析	38

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	52,482	60,918	72,695	83,297
现金	11,510	17,454	23,390	29,828
应收账款及票据	4,463	4,506	5,451	5,973
存货	10,760	11,700	14,608	16,402
其他	25,749	27,258	29,245	31,095
非流动资产	60,133	63,079	58,860	61,725
固定资产	4,687	4,393	4,100	3,806
无形资产	11,455	10,445	9,419	8,379
其他	43,991	48,241	45,341	49,541
资产总计	112,615	123,997	131,554	145,022
流动负债	28,593	30,065	32,678	35,316
短期借款	8,583	9,083	9,583	10,083
应付账款及票据	4,332	4,197	4,605	5,019
其他	15,678	16,785	18,490	20,214
非流动负债	17,283	17,283	17,283	17,283
长期债务	12,233	12,233	12,233	12,233
股本	61,458	61,458	61,458	61,458
归属母公司股东权益	61,729	69,164	77,423	86,423
少数股东权益	5,010	6,219	7,562	9,025
股东权益合计	66,739	75,383	84,984	95,449
负债和股东权益	112,615	122,732	134,946	148,048

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	16,741	15,805	15,562	18,722
净利润	16,989	14,745	16,377	17,849
少数股东权益	1,393	1,209	1,343	1,464
折旧摊销	5,471	5,454	5,969	5,984
营运资金变动及其他	-7,112	-5,603	-8,127	-6,575
投资活动现金流	-14,864	-5,000	-4,000	-6,000
资本支出	4,684	8,150	1,150	8,150
其他	-19,548	-13,150	-5,150	-14,150
筹资活动现金流	-5,761	-4,860	-5,626	-6,285
短期借款的增加	4,587	500	500	500
长期借款的增加	1,285	0	0	0

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	70,826	78,315	86,511	94,784
其他收入	0	0	0	0
营业成本	26,794	29,452	32,314	35,216
销售费用	25,647	28,585	31,576	34,596
管理费用	4,198	4,642	5,128	5,618
财务费用	-1,388	-740	-650	-600
除税前溢利	21,884	19,127	21,243	23,155
所得税	4,895	4,382	4,866	5,305
净利润	16,989	14,745	16,377	17,849
少数股东损益	1,393	1,209	1,343	1,464
归属母公司净利润	15,596	13,536	15,034	16,386
EBIT	20,496	18,387	20,593	22,555
EBITDA	25,967	23,841	26,562	28,539
EPS（元）	5.56	4.82	5.36	5.84

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13.58%	10.57%	10.47%	9.56%
归属母公司净利润	52.36%	-13.21%	11.07%	8.99%
毛利率	62.17%	62.39%	62.65%	62.85%
ROE	25.27%	19.57%	19.42%	18.96%
ROIC	17.16%	14.13%	15.33%	16.04%
资产负债率	40.74%	38.19%	37.98%	36.27%
净负债比率	13.94%	5.12%	-1.85%	-7.87%
流动比率	1.84	2.03	2.22	2.36
速动比率	0.62	0.80	0.96	1.09
总资产周转率	0.63	0.63	0.66	0.65
应收账款周转率	15.87	17.38	15.87	15.87
应付账款周转率	7.12	6.91	7.34	7.32
每股收益	5.56	4.82	5.36	5.84
每股经营现金流	5.96	5.63	5.54	6.67
每股净资产	21.99	24.64	27.58	30.79
P/E	-	17.59	15.82	14.52
P/B	4.23	3.77	3.37	3.02
EV/EBITDA	1.93	1.97	1.66	1.43

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服饰行业分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015 年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得 2019-2020 年机构投资者 II 评选纺织零售行业第三名，2021-2023 水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn