

运动品牌行业专题

如何看待产品周期——以耐克、阿迪达斯、亚瑟士为例

优于大市

核心观点

行业趋势：疫情后品牌分化的基本面趋势带来截然不同的行情走势。运动户外行业 2024 年规模约 4000 亿美元，同比增长 3.8%，行业稳健增长背后品牌表现显著分化，股价走势差距更为悬殊。观察代表性的国际品牌耐克、阿迪达斯和亚瑟士股价，以 2019 年初价格为基准，耐克走势呈倒 V 型，前半程翻倍上涨而后半程全部回吐；阿迪达斯 N 型反转，前期大涨近 80%而后大幅下跌至-45%水位，再反转至累计上涨 20%；亚瑟士持续新高，累计大涨近 11 倍。剖析三家公司股价成因，估值仅阶段性推波助澜，业绩则是底层驱动力。

耐克：不进则退，产品战略错失良机，心智下滑早于业绩拐点。2019-2021 年耐克股价大幅上涨阶段，业绩稳健增长来自科技引领和大众产品驱动；2022-2023 年股价下跌后短暂反弹，因供应链紊乱及库存问题初步解决，但产品端过度依赖经典款（DUNK/AF1）、ZoomX 科技商业化进度不理想埋下隐忧；2024-2025 年业绩大幅走弱，股价持续大跌后近日企稳，体现在专业品类市场份额有待回升而时尚品类主动收缩经典款引发业绩下滑。另外，谷歌搜索指数自 2023Q2 持续下滑，早于业绩恶化和股价二阶段大跌的起点，具有警示意义。2025 年耐克重启体育营销加强品牌建设，新品热度初现成效。

阿迪达斯：绝处逢生，时尚与跑步双轮驱动。2019-2021 年公司在疫情冲击后股价反弹，但后续因供应链紊乱及 Yeezy 解约暴跌，直至 2023 年新 CEO 引领复苏，库存优化后业绩加速增长股价大幅反转，背后核心是产品战略成功切换：时尚品类以 SAMBA 等复古矩阵替代 Yeezy，本地化策略激活全球增长；跑步品类借 Lightstrike Pro 破纪录跑鞋提升影响力，科技下放至生活跑鞋 EVO SL 实现商业化。消费者关注度拐点同样领先于股价，2022 年中率先回升。公司营销开支占比计划保持 12%，区域化策略下注重优化投放效率。

亚瑟士：专业高端化叠加时尚加速器，铸就 10 倍涨幅。股价大幅上涨主要来自业绩驱动，2019-2025 年公司收入预计翻倍，净利率从不及 2%提升至预计 10%，业绩背后的产品周期上升趋势强劲。疫情初期，品牌专业跑鞋新品带动北美盈利反转，同步构建跑步生态圈打造全球最大的赛事报名平台；2021 年后中底科技 FF BLAST 升级赋能专业跑鞋矩阵高端化，叠加复古潮流成功运营 GEL-KAYANO 14 等爆款，驱动专业跑步/运动风格部门利润率突破 20%；近几年公司消费者搜索指数持续上升，营销开支占比虽低于两大品牌，通过跑步品类投入、箱根驿传等赛事赞助与时尚联名实现了高效品牌建设。

总结：产品周期对运动品牌业绩至关重要，投资应判断周期阶段把握核心关注点。从投资的角度跟踪运动品牌的产品周期，应分阶段把握两个抓手：1) 从顶级营销事件作为观察新品周期的起点，后续是否能转化为业绩驱动力，重点是商业化的环节，需关注科技下放效率与竞争环境，如耐克曾因 ZoomX 科技下放滞后及竞品侵蚀市场份额陷入瓶颈；阿迪/亚瑟士则通过时尚破圈与科技融合产品矩阵实现增长。2) 当产品从上升期进入瓶颈，首先体现在热度回落，这可能是销售业绩恶化的前兆，此时应观察产品供应调整情况，如耐克并未在 2023 年控制 DUNK/AF1 供应；以及观察是否有新品具有接力能力，如阿迪 SAMBA 接力 Yeezy 后且继续孵化新品；同时应留意大品类赛道切换的机遇，例如前几年篮球鞋热度停滞而跑鞋需求持续崛起，未来户外越野或也将成新增长点。

行业研究 · 行业专题

纺织服饰 · 服装家纺

优于大市 · 维持

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

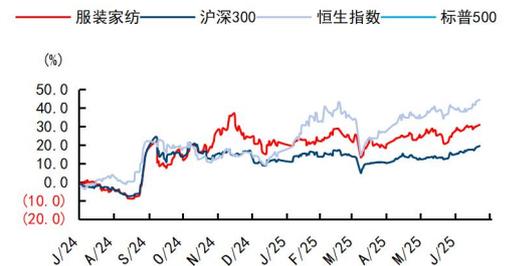
证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《关税影响专题四：美越关税落地，“转运”判定参考与纺企产业链布局梳理》——2025-07-10

《纺织服装海外跟踪系列六十一：耐克管理层指引最差时间已过，2026 财年有望逐季改善》——2025-06-28

《纺织服装 7 月投资策略暨中报业绩前瞻-618 运动户外细分龙头排名上升，二季度业绩稳中向好》——2025-06-24

《纺织服装海外跟踪系列六十一：露露乐蒙一季度中国市场环比降速，全年维持收入指引下调利润指引》——2025-06-07

《关税影响专题三：美国对等关税暂缓期，国际品牌表述与供应链梳理》——2025-06-05

风险提示：宏观经济大幅波动风险；原材料价格大幅波动风险；国际贸易和政治风险；行业竞争加剧风险；市场的系统性风险。

投资建议：关注运动品牌产品周期，把握品牌势能向上的起点。国际品牌产业链方面，我们建议关注耐克新品周期接替的拐点，以及阿迪达斯新品周期接力上行的持续性，看好申洲国际、华利集团和滔搏的配置机会。本土运动品牌方面，建议把握品类景气周期，关注企业产品创新能力与品牌影响力。首先看好安踏体育，凭借多品牌覆盖多元细分运动场景及高消费力人群的领先增长趋势；以及看好李宁，在领先的产品热度基础上携手中国奥委会与杨瀚森等营销资源补齐品牌影响力；同时建议关注特步国际来自旗下索康尼品牌声量上行的催化，以及361度受益约基奇等球星带动的品牌热度提升潜力。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
2313	申洲国际	优于大市	52.80	776	4.15	4.38	12.1	10.6
300979	华利集团	优于大市	53.98	630	3.29	3.56	15.1	13.0
6110	滔搏	优于大市	2.94	178	0.21	0.21	14.1	12.5
2020	安踏体育	优于大市	87.28	2,395	5.56	4.80	18.2	15.9
2331	李宁	优于大市	15.14	382	1.17	0.97	15.6	13.8
1368	特步国际	优于大市	5.10	139	0.45	0.50	10.1	9.6
1361	361度	优于大市	4.80	97	0.56	0.63	7.6	6.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

行业趋势：疫情后品牌分化的基本面趋势带来截然不同的行情走势	6
疫情后运动户外行业进入平稳增长阶段，品牌表现分化	6
耐克、阿迪达斯、亚瑟士 2019 年至今股价走势各具特点	7
估值阶段性推波助澜，业绩是底层驱动力	9
耐克：不进则退，产品战略错失良机，心智下滑早于业绩拐点	11
业绩与股价回顾：业绩稳步增长驱动前期行情，后续库存和竞争影响下震荡下跌	11
产品战略复盘：专业品类心智引领但商业化落后，生活时尚繁荣过后忍痛收缩	13
消费者心智跟踪：关注度的下降领先于品牌与产品下行周期拐点的来临	18
阿迪达斯：绝处逢生，时尚与跑步双轮驱动	21
业绩与股价回顾：库存优化与业绩提速持续驱动股价反弹	21
产品战略复盘：科技商业化+时尚引领双轮驱动，本地化策略显成效	22
消费者心智跟踪：新品带动品牌的关注度回升，领先于股价拐点，随后带来业绩回升	28
亚瑟士：专业高端化叠加时尚加速器，铸就 10 倍涨幅	30
业绩与股价回顾：高端专业跑步成功商业化，时尚产品破圈，全球市场驱动	30
产品战略复盘：以高端专业跑步运营打开品牌力向上的起点，用复古跑步热潮撬动利润大幅增长的杠杆	32
消费者心智跟踪：早期品牌影响力上升并未在业绩与股价充分体现，近三年业绩与股价爆发期影响力加速上行	38
总结：产品周期对运动品牌业绩至关重要，投资应判断周期阶段把握核心关注点	40
上升期：将营销大事件作为起点，关注商业化阶段市场竞争环境	40
瓶颈期：热度持续回落关注供给调整情况，新产品与新赛道接力规划	43
投资建议：关注运动品牌产品周期，把握品牌势能向上的起点	44
国际品牌产业链：关注耐克新品周期接替的拐点，布局核心供应商和零售商	44
本土运动品牌：把握品类景气周期，关注企业产品创新能力与品牌影响力	44
风险提示	48

图表目录

图 1: 全球运动户外行业规模及增长情况	6
图 2: 全球运动户外品牌市占率变化情况	6
图 3: 运动品牌季度收入和利润率变化情况	7
图 4: 耐克 2019 年初至今股价涨跌幅	8
图 5: 阿迪达斯 2019 年初至今股价涨跌幅	8
图 6: 亚瑟士 2019 年初至今股价涨跌幅	9
图 7: 耐克、阿迪达斯、亚瑟士 2019 年至今预期 PE 变化幅度（未来 24 个月滚动盈利预测）	10
图 8: 耐克 2019 年至今预期 EPS 变化幅度（未来 24 个月滚动盈利预测）	10
图 9: 阿迪达斯 2019 年至今预期 EPS 变化幅度（未来 24 个月滚动盈利预测）	11
图 10: 亚瑟士 2019 年至今预期 EPS 变化幅度（未来 24 个月滚动盈利预测）	11
图 11: 耐克 2019 年初至今股价涨跌幅对比业绩情况	13
图 12: 耐克 2019-2025 财年产品战略演变过程	14
图 13: 耐克 2019-2025 财年各品类表现与战略梳理	15
图 14: 耐克 2019-2025 财年业绩交流提及核心科技平台发展过程	16
图 15: 耐克今年新路跑鞋矩阵	17
图 16: 耐克 2019-2025 财年业绩交流提及核心产品 IP 发展过程	18
图 17: 耐克季度股价和季度收入增速、搜索指数增速对比	19
图 18: 耐克主要产品线搜索指数对比	19
图 19: 耐克 ZoomX 科技平台搜索指数变化	19
图 20: 耐克年度搜索指数、营收和营销开支对比	20
图 21: 阿迪达斯 2019 年初至今股价涨跌幅对比业绩情况	22
图 22: 阿迪达斯 2019-2025 财年产品战略演变过程	23
图 23: 阿迪达斯 2019-2025 财年各品类表现与战略梳理	24
图 24: 阿迪达斯 2019-2025 财年业绩交流提及核心科技平台发展过程	25
图 25: 阿迪达斯运动时尚鞋类主推计划	27
图 26: 阿迪达斯 2019-2025 财年业绩交流提及核心产品 IP 发展过程	28
图 27: 阿迪达斯季度股价和季度收入增速、搜索指数增速对比	29
图 28: 阿迪达斯主要产品线搜索指数对比	29
图 29: 阿迪达斯 Adizero 产品线搜索指数变化	29
图 30: 阿迪达斯年度搜索指数、营收和营销开支对比	30
图 31: 亚瑟士 2019 年初至今股价涨跌幅对比业绩情况	32
图 32: 亚瑟士 2019-2025 财年产品战略演变过程	33
图 33: 亚瑟士 2019-2025 财年各品类表现与战略梳理	34
图 34: 亚瑟士 2019-2025 财年业绩交流提及核心科技平台发展过程	35
图 35: 亚瑟士 2019-2025 财年业绩交流提及专业跑步核心产品 IP	36
图 36: 亚瑟士运动风格部门鞋类产品线占比变化	38
图 37: 亚瑟士 2025 财年业绩交流提及运动风格产品矩阵	38

图 38: 季度股价和季度收入增速、搜索指数增速对比	39
图 39: 亚瑟士主要产品线搜索指数对比	39
图 40: 亚瑟士 METASPEED 产品线搜索指数变化	39
图 41: 亚瑟士年度搜索指数、营收和营销开支对比	40
图 42: 耐克、阿迪达斯、亚瑟士的跑步品类产品周期对比	42
图 43: 耐克、阿迪达斯、亚瑟士的跑步产品线搜索热度对比	42
图 44: 耐克、阿迪达斯运动生活产品线搜索热度对比	43
图 45: 过去 20 年主要运动鞋各品类全球搜索热度对比	44
图 46: 各类运动鞋近一年微信搜索指数	45
图 47: 本土运动品牌及集团旗下品牌近一年微信搜索指数	46
图 48: 本土运动品牌产品 IP 及代言人微信搜索指数	46
表 1: 推荐公司盈利预测与估值	47

行业趋势：疫情后品牌分化的基本面趋势带来截然不同的行情走势

疫情后运动户外行业进入平稳增长阶段，品牌表现分化

全球运动户外行业进入疫情后平稳增长阶段，行业竞争格局发生显著变化。2024年全球运动户外行业市场规模约4000亿美元，同比增长3.8%，在经历了2020年疫情后全球不同地区陆续恢复消费市场活力，包括2021年以欧美复苏为主和2023年中国消费复苏，2024年全球运动户外行业进入新常态化运营。相比历史的增速，2024年的水平相对稳健，低于疫情前几年2017-2019年的增速，但也好于数个历史增长偏低的年度。在平稳的增长背后，来自品牌的贡献持续分化，运动户外产品驱动力发生迭代，行业头部集中度呈现下降的趋势。

图1：全球运动户外行业规模及增长情况



资料来源：Bloomberg、产业信息网、国信证券经济研究所整理

疫情后时代两大头部品牌市场份额有所回落，垂类细分与中国本土品牌崛起。相比2019年，前两大品牌耐克、阿迪达斯的份额明显回落（分别-0.9pct和-1.9pct），细分运动品牌露露乐檬、昂跑份额上升明显（分别+1.2pct、+0.8pct），中国运动品牌李宁、FILA中国、安踏份额有所上升（分别+0.4pct、+0.3pct、+0.2pct）。

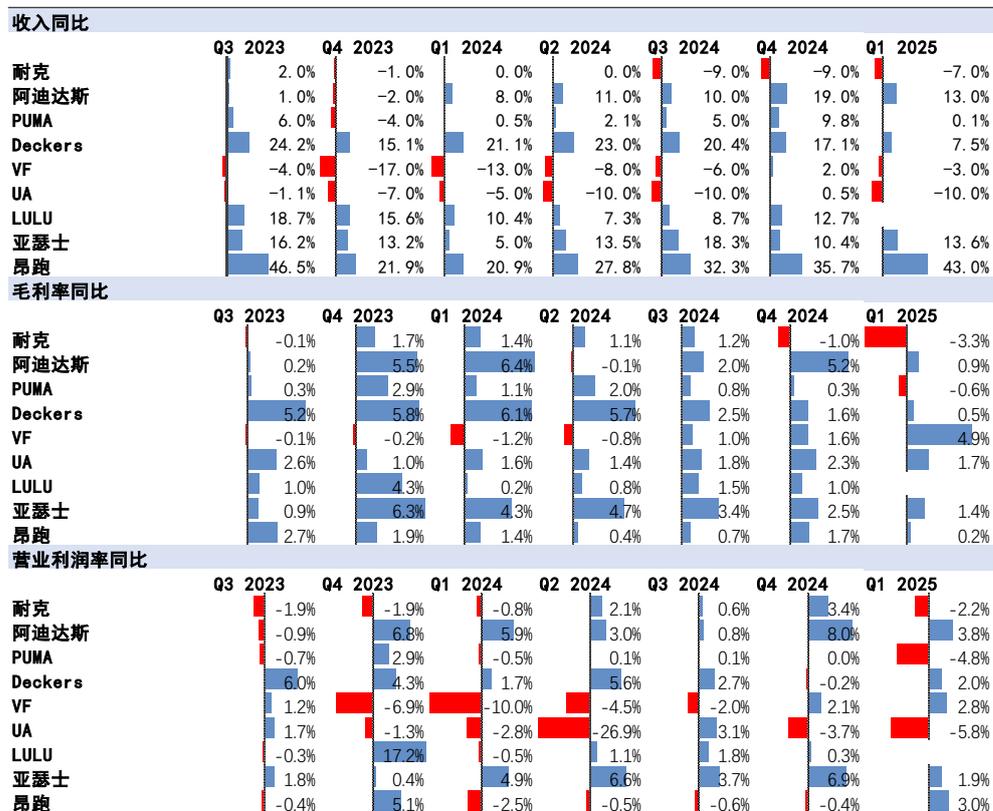
图2：全球运动户外品牌市占率变化情况



资料来源：Bloomberg、产业信息网、国信证券经济研究所整理

品牌季度财报趋势分化，阿迪达斯和细分运动品牌势头强劲。梳理主要运动上市公司的季度财报，两大头部运动品牌耐克和阿迪达斯势头相反，进入 2024 年耐克的收入由持平逐步转为高单位数的下滑，而阿迪达斯开始高速增长，多个季度保持双位数增长。腰部国际品牌表现普遍乏力，如 PUMA、VF、UA 在收入和利润率势头上相对弱势（PUMA 在 25Q1 收入增长降速，利润率下跌；VF 收入多个季度下滑后近两季度企稳、利润率回升；UA 仍处于持续下滑的趋势中）。细分垂类品牌增长较快，近几年的新锐品牌 lululemon 和 on 以及经典跑步品牌亚瑟士势头强劲（lululemon 过去多个季度实现双位数增长，利润率稳中有升；on 收入多个季度增速在 20%~45% 内快速增长，毛利率稳步提升、经营利润率相对稳定；亚瑟士多个季度双位数增长，利润率持续大幅提升）。

图3：运动品牌季度收入和利润率变化情况



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

注：已将各品牌财年按自然年季度重新对齐。

耐克、阿迪达斯、亚瑟士 2019 年至今股价走势各具特点

耐克股价 2019 年至今股价走出了倒 V 型。股价在 2019-2021 年间震荡上行，期间在 2020 年初因新冠疫情突发股价小幅新低，2021 年 11 月 5 日收盘到顶点，区间最大涨幅 182%；随后在疫情反复和供应链扰乱、库存积压等问题影响下，2022 年股价大幅回调，自 2021 年高点至 2022 年 9 月 30 日的低点下跌 34%。随后库存见顶受控，2022 年四季度一度反弹，到 2023 年 2 月 1 日初最大涨幅 35%，而后继续在清理库存、品牌竞争力弱化、美国关税等诸多问题影响下开始长期下跌的走势，自 2023 年初高点至 2025 年 4 月 8 日低点累计最大跌幅 50%。目前最新收盘价（2025 年 7 月 20 日）与 2019 年初相比目前累计涨幅 6.3%。

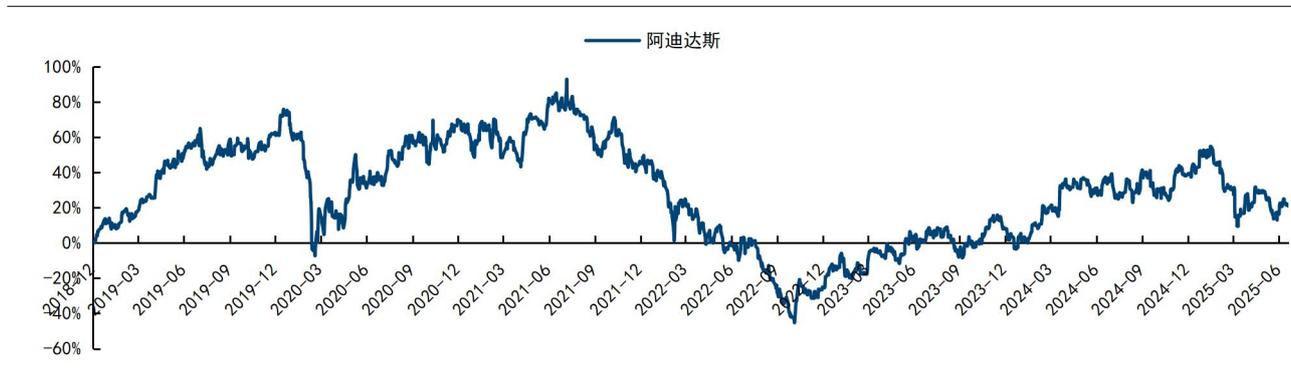
图4: 耐克 2019 年初至今股价涨跌幅



资料来源: Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所整理

阿迪达斯 2019 年之内走出了 N 型反转。2019 年阿迪达斯股价持续上涨,直至 2020 年初疫情发生前一年内涨幅约 47%,而疫情发生后在 2020 年一季度区间最大跌幅达到 24%。随后至供应链紊乱事件发生前阿迪达斯继续反弹,在 2021 年 8 月 4 日股价见顶,两年内区间最大涨幅达到 61%。随后疫情导致供应链紊乱,伴随着先缺货、海运堵塞,而后库存积压,2021 年下半年至 2022 年区间最大跌幅达到 61%。后续在库存见顶可控至品牌竞争力逐步增强,新 CEO 上任引领复苏下股价长达两年以上的反弹,自 2022 年年末低点到目前区间最大涨幅达到 138%。目前最新收盘价(2025 年 7 月 20 日)相比 2019 年初上涨 21%。

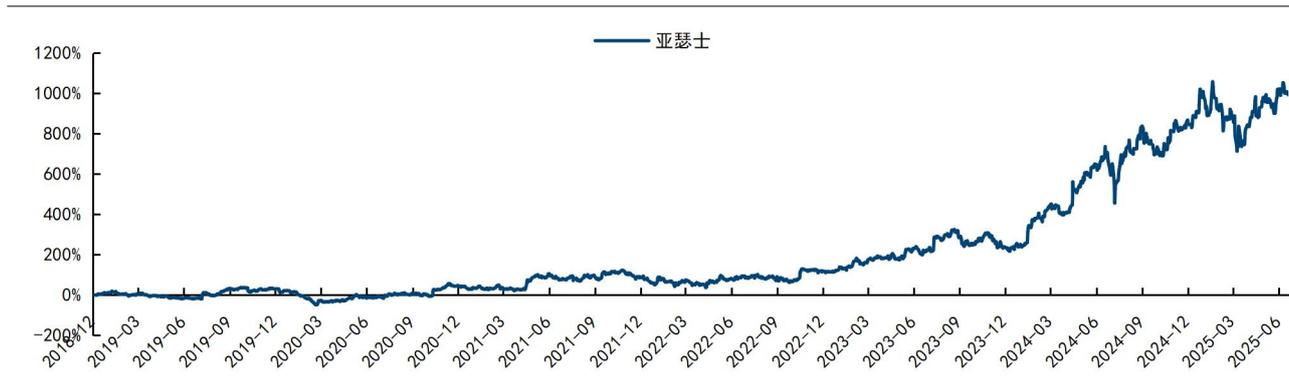
图5: 阿迪达斯 2019 年初至今股价涨跌幅



资料来源: Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所整理

亚瑟士在 2019 年至今涨幅接近 10 倍。2019 年亚瑟士股价呈现 V 型反转,自年初震荡下跌 19%至 8 月 2 日,随后快速反弹,至 10 月 21 日最大涨幅 70%。后续由于疫情影响大幅下跌,自 2019Q4 至 2020Q1 区间最大跌幅 62%。后续随疫情逐步缓和开启接近 2 年的大幅反弹趋势,持续创新高,在 2021Q4 高点相比 2020Q1 疫情低点累计涨幅达到 327%,相比 2019 年初累计涨幅也达到 122%。进入 2022 年,亚瑟士回调后再创新高,2021Q4 高点至 2022Q2 低点回调 23%,而后反弹至 2022Q4 高点最大涨幅 67%。2023-2024 开启新一轮大涨过程,两年内到 2025 年 2 月的高点累计涨幅达到 433%。目前收盘价(2025 年 7 月 20 日)距离 2019 年初累计涨幅达到 994.9%。

图6: 亚瑟士 2019 年初至今股价涨跌幅



资料来源: Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所整理

估值阶段性推波助澜，业绩是底层驱动力

三家公司在估值上有一定共性，而业绩的分化显著。以彭博一致预期未来 24 个月的滚动盈利预测对应的 PE 看：

1. 在 2019-2021 年，随疫情初次爆发到缓和，三家公司的股价除 2020 年初快速下跌而后反弹，整体呈震荡向上的趋势，市场对于未来消费复苏前景乐观。耐克的估值从 21.6 倍上涨至 27 倍，短期下探到 18 倍后快速反弹，2021 年末高点达到 34 倍；阿迪达斯从 16.7 倍上涨至 25 倍，短期下探到 17 倍后快速反弹，2021 年 Q3 高点达到 29 倍；亚瑟士从 17.5 倍上涨至 25 倍，短期下探到 14 倍后逐步反弹，2021 年中高点达到 35 倍；
2. 在 2021 年末到 2022 年，随疫情对供应链扰乱带来的库存短缺到积压逐步发酵，以及中国市场的暂停和重启，市场对需求的看法开始转向。三家公司的估值从高点回撤，至 2022 年下半年反弹；其中耐克在 2021 年末 34 倍的估值下降至 2022 年 5 月的 20 倍，随后震荡，2022 年底反弹至 26 倍；阿迪达斯的估值在 2021 年 8 月的 29 倍估值下降至 2022 年 10 月 11 倍的估值，随后年底反弹至 17 倍；亚瑟士在 2021 年 7 月 34 倍的估值高点下降至 2022 年 5 月 16 倍的估值，随后震荡反弹年底达到 19 倍；
3. 在 2023-2025 年至今，随品牌库存的去化、中国市场的常态化和全球宏观的不确定性，行业共振的因素逐步减弱，三家公司的估值表现开始分化。耐克的估值在三家公司中从相对领先的位置开始回落，28 倍的高点在 2024 年中回落至 19 倍，直至 2025 年至今恢复至 29 倍；阿迪达斯估值在 2023 年初强劲反弹，从年初的 17 倍上升至 4 月的 34 倍，随后缓慢回落目前降至 17 倍；亚瑟士的估值在 2023 年震荡向上，从年初 19 倍上升至 2024 年中最高 34 倍，随后震荡回落，目前在 26 倍。

图7：耐克、阿迪达斯、亚瑟士 2019 年至今预期 PE 变化幅度（未来 24 个月滚动盈利预测）

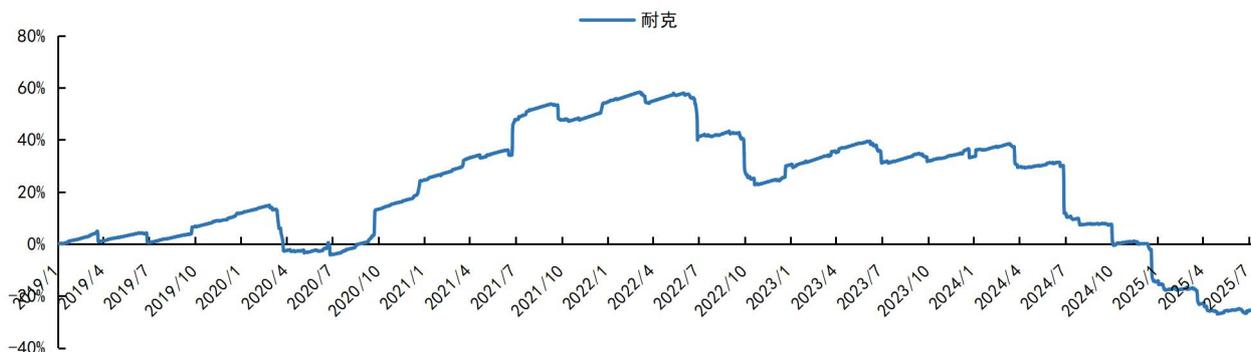


资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

业绩的变化趋势与股价大势更为接近，但估值先行体现了 EPS 的变化方向。

- 耐克的 EPS 预期呈现了明显的倒 V 型变化，与股价趋势类似，但拐点节奏落后。2021 年末至 2022 年末的股价下跌先跌估值，2022 年末到 2023 年初虽然 EPS 明显下探，估值的反弹反而支撑股价反弹；但后续震荡下跌，体现了估值和业绩的双杀，2023 年先是估值回撤，盈利预期企稳，2024 年估值企稳但盈利预期持续下修；进入 2025 年，盈利预期仍在下修，但估值保持震荡企稳，市场对未来公司的业绩探底逐步有了信心。

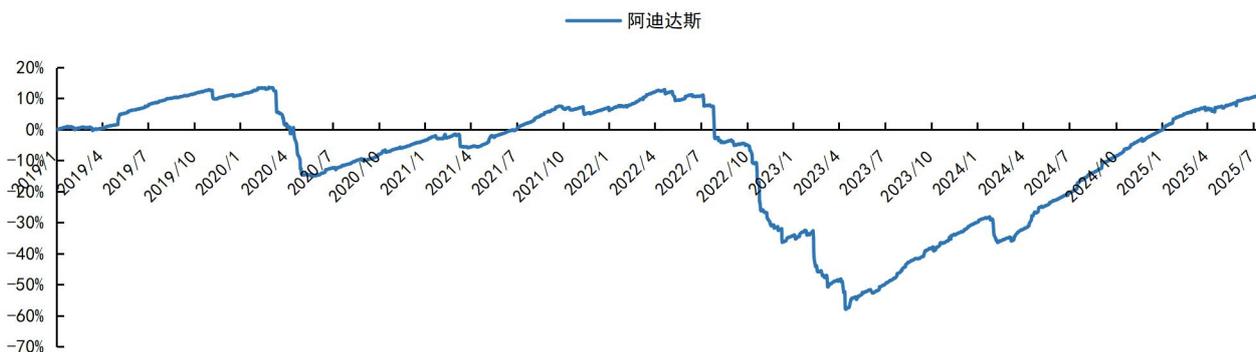
图8：耐克 2019 年至今预期 EPS 变化幅度（未来 24 个月滚动盈利预测）



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

- 阿迪达斯的 EPS 预期呈现了明显的 N 字型变化，同样与股价趋势类似但拐点节奏落后。2021 年中至 2022 年末的股价下跌先跌估值，盈利预期在 2022 年中开始大幅下修。2022 年末到目前的持续震荡上涨行情分为两个阶段，第一阶段，从 2022 年末到在 2023 年中先涨估值，盈利预期仍在下修，而 2023 年中至今盈利预期大幅反转持续上升，估值经过消化反而开始回落，以强劲的业绩支撑股价上行。

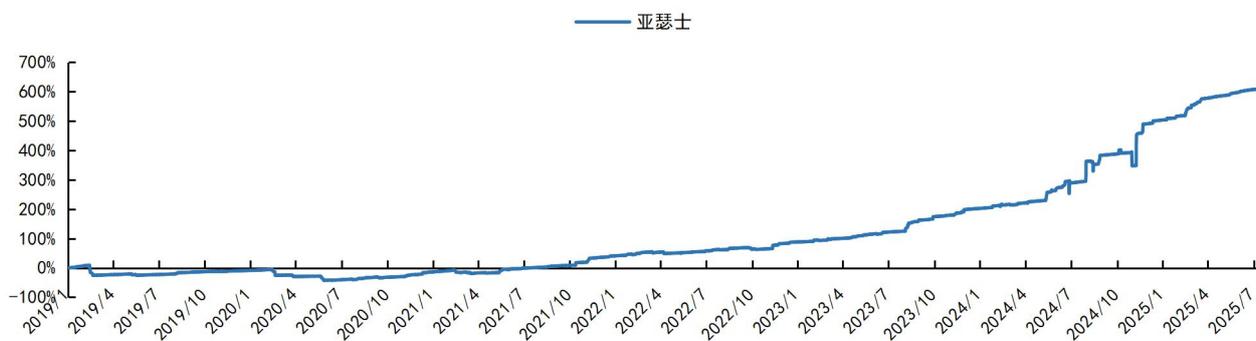
图9: 阿迪达斯 2019 年至今预期 EPS 变化幅度 (未来 24 个月滚动盈利预测)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

3. 亚瑟士的 EPS 预期呈现明显的上升势头, 支撑股价主要上涨动力。在疫情前与复苏的第一阶段, 亚瑟士的业绩预期相对悲观, 2019 年初-2021 年中, 曾两度下滑, 2019 年预期最深下滑 20%以上, 2020 年预期最深下滑 40%以上, 从 2020 年中后修复直至 2021 年中转正。但此期间估值的表现相对稳定, 2020 年中至 2021 年中伴随业绩预期的回升, 估值也在陆续新高。在第二阶段, 亚瑟士的业绩预期开启逐年大幅增长的势头, 2021 年中至 2023 年中 EPS 预期增长 100%以上, 至 2024 年中增长接近 300%, 最新 2025 年中增长接近 600%, 而在此期间的估值于 2021 年中高点至 2022 年中有所回落, 2022 年中至今随着业绩的大幅增长估值也小幅提升, 戴维斯双击下走出了股价约 1000%的涨幅。

图10: 亚瑟士 2019 年至今预期 EPS 变化幅度 (未来 24 个月滚动盈利预测)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

耐克: 不进则退, 产品战略错失良机, 心智下滑早于业绩拐点

业绩与股价回顾: 业绩稳步增长驱动前期行情, 后续库存和竞争影响下震荡下跌

1. 2019-2021 年股价震荡上行期, 业绩持续稳健增长, 盈利小幅改善

2019 年初至 2021 年末, 耐克股价累计涨幅约 13%, 期间大部分时间呈稳步上涨趋

势，仅在 2020 年初因新冠疫情突发股价小幅新低，2021 年 11 月 5 日收盘到顶点，区间最大涨幅 182%；对比期间业绩，除疫情导致截至 2020 年 5 月的季度收入大幅下滑、净利润亏损，其他季度均保持中高个位数的收入增长和稳步小幅提升的低双位数净利率水平。

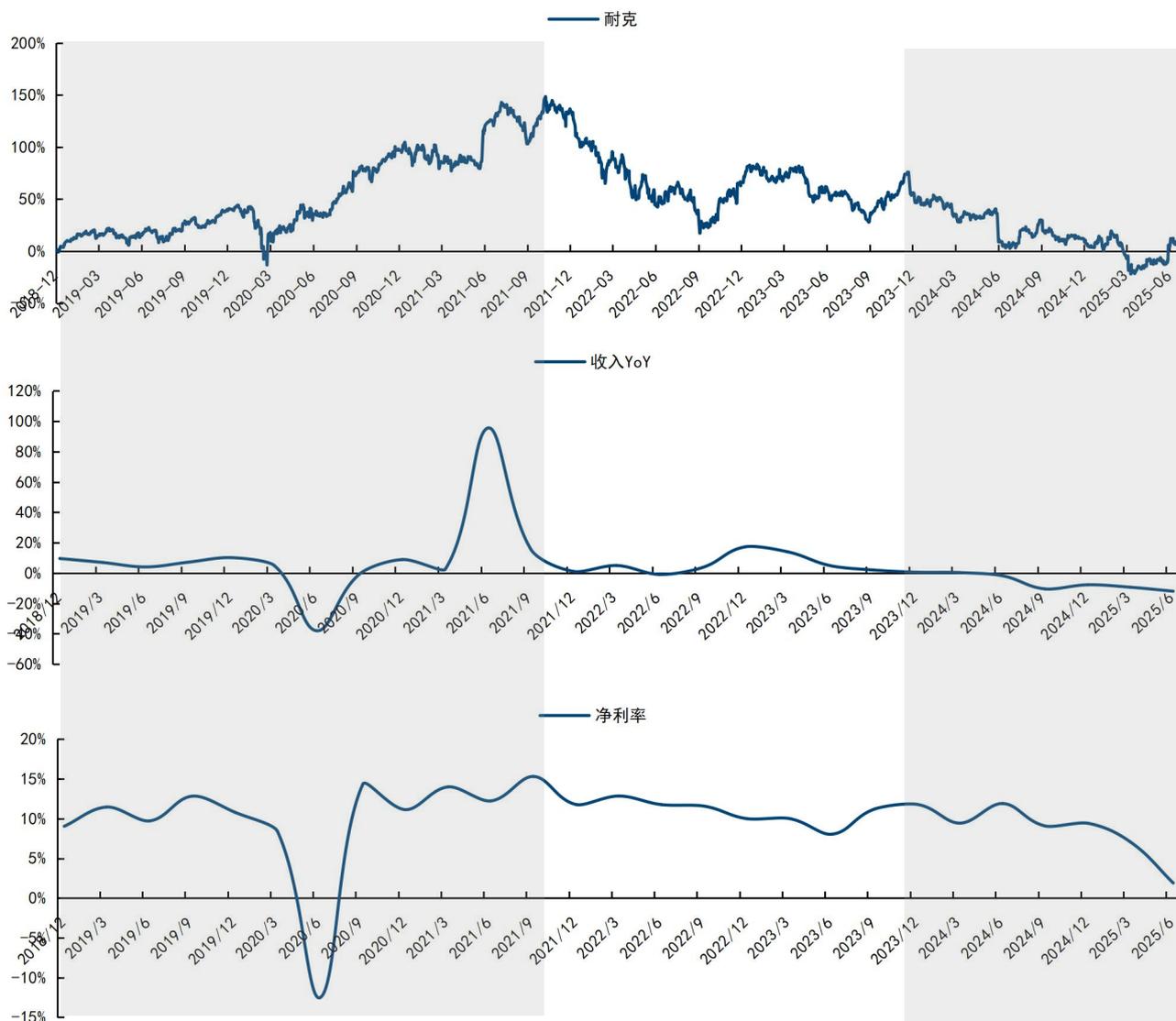
2. 2022–2023 年股价下跌反弹期，收入增放缓，利润率下滑

随后在疫情反复和供应链扰乱、库存积压等问题影响下，2022 年股价大幅回调，自 2021 年高点至 2022 年 9 月 30 日的低点下跌 34%。随后库存见顶受控，2022 年四季度一度反弹，到 2023 年 2 月 1 日初最大涨幅 35%。对比期间业绩，2022 年货品短缺、中国市场疫情封控等原因，造成多个季度收入增长放缓至中低个位数增长甚至小幅下滑的水平，净利率在低双位数的水平上同比小幅下降。2022 下半年至 2023 年上半年随库存清理至可控，收入增长提速但利润率仍有压力。

3. 2023–2025 年股价震荡下跌期，业绩趋势恶化

后续在清理库存、品牌竞争力弱化、美国关税等诸多问题影响下开始长期下跌的走势，耐克股价自 2023 年初高点至 2025 年 4 月 8 日低点累计最大跌幅 50%。目前最新收盘价与 2021 年初相比目前累计小幅回升 6.3%。对比期间业绩，2023 年下半年起收入增速在高基数上放缓，利润率小幅回升，股价仍有震荡反弹，而 2024 年尽管基数下降，收入承压显著甚至开始下滑，净利率也显著下降，股价下跌趋势明显。直至 2025 年 6 月下旬披露 2025 财年业绩后管理层对未来经营趋势逐季好转的势头给予指引提振市场信心，股价短期迅速反弹。

图11: 耐克 2019 年初至今股价涨跌幅对比业绩情况



资料来源: Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所整理

注: 财务数据日期为财季结束后一个月, 接近季报披露所在月份

产品战略复盘：专业品类心智引领但商业化落后，生活时尚繁荣过后忍痛收缩

在 2019-2022 财年年中，耐克股价处于景气上行阶段，在这期间耐克的产品战略可以概括为：1) 疫情前 (FY20 Q4 前)，用创新马拉松竞赛产品占领科技制高点，用休闲跑和生活时尚品类放量增长收获回报；2) 疫情中 (FY20 Q4 后)，以 DTC 改革为核心将品类简化成男、女、童，注重女性和儿童产品，强调材料可持续，继续用经典款联名和做多配色等方式变现。

回头看当初的产品策略，在第一阶段耐克的马拉松竞速鞋科技遥遥领先，如基普乔格“破 2”活动挑战人类马拉松成绩的极限，管理层提到在日本马拉松曾高达 84% 的跑者穿着率，而在科技实力高牵引下，实际销售贡献利润增量大的品类来自竞争激烈的大众领域，证明科技引领的品牌心智效果拔群；而在第二阶段，疫情下顺应 DTC 改革对品类简化、放大经典款销售价值，顶级 ZoomX 缓震技术平台仍

仅少量用于高端鞋款的做法，为功能性产品竞争加剧埋下隐忧。品类简化的方式虽然将女性业务重要度提升，也持续表现好于公司整体的增长，但相较主要竞品 lululemon 当时的增速而言仍有差距。

在 2022 财年下半年至 2025 财年，耐克股价震荡下行，这期间耐克产品战略可以概括为：1) 库存危机前 (FY23 Q2 前)，继续深化 DTC 和品类简化战略，继续深挖经典款销售价值，篮球推出实战旗舰产品；2) 库存危机后 (FY23 Q2 后)，经典款产品从主推到开始收缩，升级 ReactX 科技加持日常跑产品力，篮球挖掘实战和女篮产品，计划广泛使用 ZoomX 科技。

虽然品类简化和做深经典款对降低库存管理难度有益处，但连续多年靠少数几款经典款驱动增长后，IP 价值有透支的风险，并且也减少了功能性产品创新的机会。在面对疫情后消费者参与跑步的热情持续上升的机会下，越来越多的竞品跟进模仿并创新前沿中底科技，瓜分马拉松赛事中耐克的穿着率，而耐克的顶级科技 ZoomX 仍束之高阁，在训练和缓震系列中少量应用且定价过高，在后期市场的专业跑鞋产品已经百花齐放后才计划广泛使用。而早期的 React 科技已经用于休闲日常产品，时隔几年尽管再次升级，用于专业跑鞋带来的吸引力或有限。唯有亮点的是篮球品类，虽然行业景气度欠佳，但通过 GTCut 顶级实战产品降低了对球星签名鞋影响力下滑的风险。

从最近季度的产品战略可以看到管理层回归专业运动的决心，并且业绩如剔除主动收缩经典款大单品带来的影响后实际表现相对平稳（收入仅轻微下滑），跑步品类已经恢复增长、率先实现对公司的增长带动，启动长期创新计划也值得期待，是否能呈现颠覆性的新品仍待观察。

图12: 耐克 2019-2025 财年产品战略演变过程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图13: 耐克 2019-2025 财年各品类表现与战略梳理

品类表现与战略	2019财年	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年	2025财年
运动生活与服装	持续双位数增长 鞋类受益经典款式如AF1和Cortez做深SKU, Air Max产品迭代, React科技融入生活系列驱动, 核心鞋类供不应求, 北美库存紧张; 服装受益Tech pack系列驱动, 瑜伽处于启动阶段	疫情前持续双位数增长 服装增长好于鞋类, Air Max多款热销, 和React科技混合, 下延价格带; AF1推出更多配色款式, 拓展女性和儿童营销增加本地化策略; 服装tech fleece满足舒适运动需求增长驱动	AJ1、AF1和Air Max持续更新设计驱动增长, 女性服装驱动增长	限量发售火爆, Off-White Dunk, Virgil Abloh x Louis Vuitton/Air Force 1, Drake x NOCTA, GD权志龙 x Kwondo; 首款NFT元宇宙虚拟鞋; Dunk & Blazer全价销售双位数增长, 本地化配色	AF1、Dunk、Air Max 270 高全价售罄率驱动增长, Air Max 双位数增长, 亚太区 Cortez 双位数复苏, Tiffany 联名 AF1 定位高价, Forward 为 30 年最大创新服饰 (减碳), 2024 年计划拓 ReactX 至生活鞋	Y2K复古跑鞋迈柔5零售额激增, 目标FY25规模扩至三倍, Q3开始收缩AF1、AJ1和DUNK供应, 首发Dynamic Air科技产品Air Max DN目标跻身十大生活鞋系列; 服装Tech Fleece零售额双位数增长	双位数下降, 受经典款收缩影响, 未来几个季度持续减少供应, 通过复古跑鞋提升新鲜度; 24.7高性能训练鞋超预期; 计划FY26经典系列双位数下降
跑步	个位数到双位数增长 ZoomX处于马拉松破纪录的高势能阶段, 仍聚焦精英跑者鞋款; 经典产品飞马迭代驱动增长; 新平台Joyride在Q2推出, Q4上市, 用于跑步和生活, 目标成为增长平台	疫情前增长强劲 joyride舒适跑鞋女性、生活和儿童, Vaporfly 4% next%破2活动改变马拉松, 日本马拉松84%跑者穿Nike, 将扩大跑者圈层, 推react科技延展产品线, Q2正式推出React Infinity Run	顶级竞速Air Zoom Next%系统拓展到训练款Tempo, 推出ZoomX Invincible增强缓震保护, 推出Vaporfly Next%2, Air Zoom Maxfly鞋主导奥运选拔赛, 竞品运动领域广泛使用, React Escape入门级女性专业跑鞋	持续推进可持续, 高端跑鞋回收材料计划推广全线, 飞马延续增长和售罄, Q3推出ZoomX Streakfly最轻公路竞速鞋	增长 10%, Alphafly Next% 2 柏林破纪录, Invincible 3 改进零售额翻番; 飞马Trail 4 变女性青睐; Infinity 4 首搭 ReactX; Motiva 入门, 复古跑迈柔5; 扩大日常跑及全价阶段	Peg 41 首发售罄 (React X+Zoom Air, 批发/Direct 双渠道超预期) Vomero/Invincible双位数增长; 越野跑鞋增长20%; 计划推出中低价位新缓震科技; Vomero18在90天内销售破亿美元	个位数增长, 飞马41双位数增长, 订单预计双位数增长, 视为核心机会并计划带动业务复苏, 扩大产品线, 广泛使用ZoomX和Zoom Air; 计划推出中低价位新缓震科技; Vomero18在90天内销售破亿美元
篮球	个位数增长 lebron签名鞋和球星转会湖人事件热度高, Adapt技术从\$350超高价产品计划下放	Giannis是Nike篮球最大的签名鞋发布, LeBron在中国增长强劲zoom air用在欧文系列, 未来计划拓展到跑步平台	LeBron和欧文新签名鞋优先线上渠道发售	字母哥签名鞋反响积极, Giannis带动增长, Q4大中华封锁但GT Cut售罄	部分双位数增长, 勒布朗首低帮创最佳首发, 强化签名鞋矩阵Luka, Zion, Tatum, Sabrina 1 助WNBA 业务两年翻倍; 足球增 25%, Zoom Air 首用于足球鞋	篮球品类双位数增长 (GT Cut拉动), Sabrina系列占美国篮球市场2%份额, Q4双位数增长 (男女童全渠道), 签约女篮明星	功能性篮球鞋增长, GT系列双位数增长, 新品Sabrina增长约5倍, Kobe增长近4倍, Q4女篮产品增50%
女性	持续双位数增长, 运动bra北美市场恢复, 控货取得效果, 拓展服装, 女性和足球领域	增长快于男性, 战略聚焦高利润单品, 目标将女性份额从不足10%提升	全年增长22%, 全新瑜伽系列应用高功能性面料, 延展尺码, 疫后女性单季度高增60%, 飞马38基于女性优化鞋楦和缓震	Dri-FIT和Infinalon技术推动瑜伽业务近两年增长近4倍, 运动内衣北美市占率第一	健身为重点, 训练鞋双位数增长, 深化专属科技+女篮业务+足球女款增速超男	中国女性业务双位数增长, Free Metcon/Motiva女款健身鞋双位数增长, 健身服双位数增长, DUNK引领鞋增长	跑鞋增长, 训练产品表现积极
儿童		双位数增长, 鞋服均强劲	在北美推出扩展尺码计划覆盖25%童鞋	数字业务带动增长; 秋季首次推出ACG儿童鞋	Jordan 儿童线显著增长含Tatum 1、AJ1 鞋款, 拓展亲子场景; ReactX 童鞋; 童装库存率优先优化	全球儿童双位数增长, 推\$100以下性价比款	训练和足球领域增长, 计划整合儿童业务到运动领域
Jordan	个位数到双位数增长 北美市场恢复, 控货取得效果, 拓展服装, 女性和足球领域	双位数增长, AJ1需求强劲	持续破圈, 超越篮球定位, 女性和服饰驱动, 经典款AJ1、AJ11驱动增长, Q4推出Zion1代收款Z时代签名鞋	luka1搭载Formula23泡棉(轻量+可持续)计划拓展至全产品线	30%+ 强劲增长, Q2 Tatum 1 (最轻篮球鞋), 功能性鞋增速超复刻	女性与儿童线增速领跑, 占品牌份额提升7% vs. FY23, 目标FY25突破40%, 拓展非篮球领域 (高尔夫/美式足球)	双位数下降, 由于AJ1下滑拖累, 目标FY26减少库存后重振增长

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

具体科技平台方面, 总结近几年得失有以下几点:

- 气垫技术 (Air): 科技平台数十年持续迭代的典范, 兼顾潮流与性能具有挑战。**作为耐克品牌创立以来的经典科技持续迭代进化, Zoom Air 近几年的应用在东京奥运会周期的 Next%系列顶级马拉松跑鞋的表现上达到新高度, 而后续行业缓震科技进步快速, 在巴黎奥运会周期 Air 再次作为主打科技推出, 并未有颠覆性的产品诞生; Air Max 系列产品在 2019-2022 年引领潮流, 但 2024-2025 年重新推出的 DN 反响有所落差。
- ZoomX 泡棉: 引领跑鞋中底科技革命的材料, 6 年前开始商业化, 但进度偏慢错失良机。**同样伴随 Next%系列顶级马拉松跑鞋的应用, 叠加碳板推进, 引领了行业跑步科技前进的方向, 2019 年宣布商业化, 两年时间里主要用于 2000 元左右的高端竞赛产品; 2021-2024 年的 4 年时间里, 应用在 Invincible 等训练缓震的产品中, 但接近 1500 元的定价产品走量相对困难, 包括 ZoomX 用量偏少等问题, 被竞品追赶; 2025 年开始进一步下放到 120 美元左右的产品线并强调突出科技平台, 计划更大规模商业化。
- React 泡棉: 8 年前推出的重点功能性中底材料, 5 年前跨界生活品类热销, 如今吸引力削弱。**功能性中底科技, 2017 年、2018 年先后用于篮球鞋和跑鞋, 后续随技术迭代用于生活线, 2024 年重新升级 ReactX 后产品性能大幅提升, 但在行业中低发泡科技进步中优势不明显, 价格承压。

图14: 耐克 2019–2025 财年业绩交流提及核心科技平台发展过程

核心科技平台	2019财年	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年	2025财年
Zoom Air	跑步 Vaporfly 4%、篮球 KYRIE 6	跑步 Alphafly NEXT%、篮球 AlphaDunk、LeBron 17	跑步 Alphafly NEXT%、Vaporfly NEXT%、Invincible、篮球	跑步、篮球	跑步、篮球、足球 Mercurial	跑步飞马、Alphafly NEXT% 3、生活	跑步飞马 Premium、生活
	定位关键平台，用于性能篮球鞋欧文	东京奥运会前转型跨品类如跑步和休闲运用、篮球高叠层设计	结合next%平台拓展到高性能跑步、足球	-	用于足球、Jordan Tatum 1增强耐用性	巴黎奥运会前 AlphaFly3马拉松破纪录，用于飞马41	全掌用于飞马 Premium
React	跑步 Element 87、篮球、生活 Presto	跑步 Infinity、Escape、生活 Air Max270、Element	跑步 Infinity	跑步 Infinity	跑步 Infinity、越野 Trail 4	跑步 Pegasus 41、生活	跑步、越野 Trail
	开始从专业品类向休闲品类拓展	与 Air Max 结合创下最大鞋类增长驱动	用于女性跑鞋	-	升级为 ReactX	用于 Infinity 和飞马 41	-
Air Max	生活 Air Max 270、720、99/97、Dia	生活 Air Max 2090、跑步 Scorpion	作为经典阵容一部分	-	生活 Pulse 青年款、Air Max 1 '87	生活 DN、Y2K 复古跑鞋	生活 DN8、Muse 女性款
	270 成功，运动休闲核心增长驱动	推出新系列，作为关键创新平台驱动增长	-	-	推出新系列	升级动态气流技术，目标生活系列前十	-
ZoomX/Next%	跑步 Vaporfly 4%、Peg Turbo	跑步 Alphafly NEXT%、Vaporfly NEXT%、Tempo NEXT%	跑步 Invincible	跑步 Streakfly、Invincible	跑步 Invincible3、篮球 Book 1	跑步	跑步 Vomero 18、Pegasus Premium
	首次商业化应用，搭载 Vaporfly 4%，NEXT% 作为东京奥运会创新产品计划 2020 年大规模商业化，并在 Peg Turbo 推动飞马增长	Alphafly NEXT% 正式上市，基督乔格破 2，Vaporfly NEXT% 形成光环效应，预告训练款 Tempo；用于 Invincible 慢跑鞋主打缓震	升级 ZoomX Invincible 高堆叠提升舒适性；Alphafly NEXT% 在中国售罄	推出 ZoomX Streakfly 最轻量路跑竞速鞋	Invincible 3 优化 ZoomX 用量和鞋楦宽度，NEXT% 仍为长跑领域标杆并带动 Zoom Fly 等衍生鞋款增长	预告将结合 Zoom Air 以及下放价格带；Alphafly NEXT% 在中国热销	搭载在路跑鞋矩阵，延伸至 Sabrina、Kobe 签名鞋，强调技术复用提升规模效应
Joyride	跑步	跑步、生活	-	-	-	-	-
	预告推出并强调跑步和休闲跨品类潜力	推出并与 React 并列 为日常跑者核心技术	-	-	-	-	-

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

具体产品系列方面，总结近几年得失有以下几点：

- 1. 跑步系列：前期心智占领成功，中期商业化节奏失误，后期转向调整。**
 2019–2025 年耐克跑步品类发展战略可以分为 4 个阶段，回顾发现，第一阶段效果成功，而第二阶段开始存在修正的必要，但关键在第三阶段的调整并不明显，直至第四阶段启动再次改革：
 - 1) 2019–2020 年，科技革命引领，两极化发展阶段。**在精英跑 NEXT% 系列产品和日常跑众多产品中均取得理想效果，品牌顶级心智口碑与大众市场销量双丰收。在“破 2”光环下，品牌进行多元化尝试，即使出现 Joyride 这类较为失败的产品线也无碍整体增长；
 - 2) 2021–2022 年，细分场景划分，科技下沉阶段。**提出“三支柱模型”：竞速（NEXT% 主导）、越野（Peg Trail 系列）、公路跑（6 大核心模型如 Invincible），除越野系列进展较慢，竞速与公路跑具备科技领先优势，但公路跑产品线过多且定价偏高为科技的商业化进程带来困难；
 - 3) 2023–2024 年，延续产品体系，轻微调整定位。**围绕“三支柱模型”和 6 大核心模型产品体系对科技进行用量提升与升级，如巩固 NEXT% 技术壁垒、Invincible 3 强化宽楦+最大 ZoomX 泡棉，升级 React 为 ReactX，并推出 100 美元以下的平价产品线 Renew。但面对行业越发激烈的“军备竞赛”，耐克在公路跑产品定价偏高和产品线繁杂的问题并未根本性解决；
 - 4) 2025 年，矩阵简化，科技下放。**提出新的公路跑产品矩阵，精简至 3 大系列：Vomero（缓震）、Pegasus（全能）、Structure（支撑），聚焦 ZoomX/Air 核心科技，强调提高消费者发现产品的效率。结合市场趋势，融合功能性与潮流，将 ZoomX 下放至 120 美元价位段产品，Peg Premium 的全掌可视化 Air 同时覆盖性能与生活场景。

图15: 耐克今年新路跑鞋矩阵



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

2. **篮球系列: 品类切换成功, 持续主导市场。**2019–2025 年耐克的篮球品类发展战略可以分为 3 个阶段, 回顾每个阶段虽然行业景气度有别, 耐克都提前布局市场趋势取得了相对较好的成绩:

1) **2019–2020 年, 球星故事闪耀, 科技矩阵加持。**这一阶段主力签名鞋如 KD、LeBron、Kyrie 随球星赛场出色表现与“转会”等热点事件发酵, 产品持续双位数增长, 同时签约新球星“字母哥”Zoom Freak 1 创下耐克篮球史上最大规模首发签名鞋, 结合 Zoom Air 模块化应用和 React 跨品类扩展为产品增添性能卖点;

2) **2021–2022 年, 文化复刻接力, 酝酿团队旗舰。**在耐克主力签名鞋热销带来基数上升背景下, Jordan 品牌发力, 除 Freak 球星系列外, AJ1 和 AJ11 热销, 并破圈女性客群, 带动强劲增长; GT 系列在 2021 年诞生, 初步划分旗舰团队鞋矩阵。

3) **2023–2025 年, 团队旗舰崛起, 物色新人接力。**2023 年 GT Cut 迎来重大升级, 搭载全掌 ZoomX, 成为篮球品类增长主力, 抵抗上一代核心签名鞋势能衰落的影响, 并在后期进一步推出 Academy 支线丰富价格定位。同时新增 Sabrina、Booker 等签名鞋, 拓展女篮市场, 并复刻 Kobe 系列, 刷新 LeBron/Giannis 设

计，以待新的契机。

3. 生活系列：前期多点开花，DUNK 崛起后面临调整阵痛。2019–2025 年耐克的运动生活品类发展战略可以分为 3 个阶段，前两个阶段生活品类越发繁荣，而在近期经典大单品势能衰弱但未有现象级的新品接力，迎来调整阵痛：

1) 2019–2021 年，Jordan 复苏，科技赋能。这一阶段生活品类亮点纷呈，包括 AF1 和 AJ1 实现人群破圈，从男性拓展到女性和儿童，以及 AJ11 的火爆；将科技平台 Air Max 与当时势能较强的 React 结合创造出 270 这类现象级的休闲鞋单品；以及耐克在生活休闲跑鞋的诸多尝试也推动生意增长。

2) 2022–2024 年，高端联名，DUNK 崛起。通过 AF1 与 Tiffany 等奢侈时尚品牌的联名、DUNK 的多种限量款发售等方式，经典产品销售大幅增长，DUNK 成为了 10 亿美元级别的大单品。在疫情导致库存扰动的环境下管理层采取收缩 SKU 的做法，同款产品更换少量的设计与配色来丰富货架，也提升了供应链效率，但也增大了单品周期的风险。

3) 2025 年，经典款收缩引发业绩下滑。面对产品老化与 IP 价值透支的风险，管理层提出主动收缩经典款产品供应，包括 AF1/AJ1/DUNK，尤其对 DUNK 的收缩幅度最大，在鞋类销售占比将下降超过 10 个百分点，成为近期品牌业绩下滑的主要原因。

图 16: 耐克 2019–2025 财年业绩交流提及核心产品 IP 发展过程

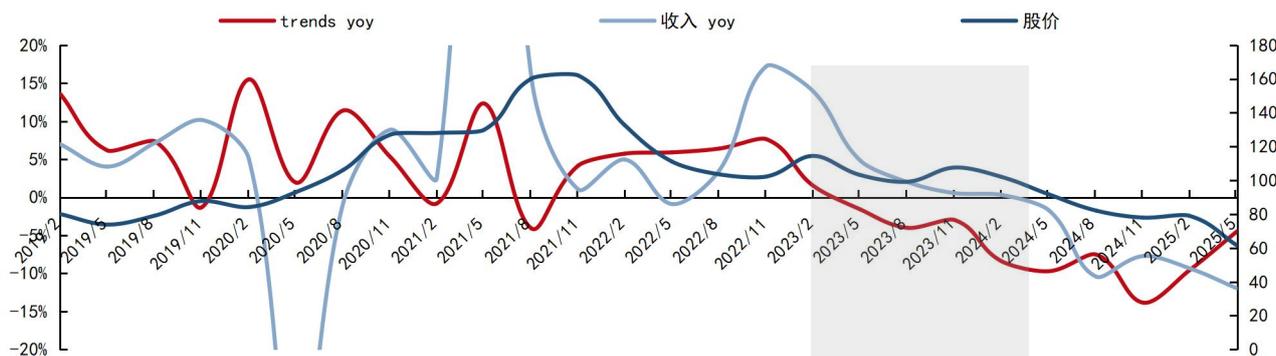
核心产品IP	2019财年	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年	2025财年
飞马	和AF1、AJ1等经典款并列被列为核心产品，搭载ZoomX推出Peg Turbo	Peg37在女性中需求强劲	Peg38针对女性优化舒适度和贴合度，销售表现优异	Peg39在北美表现积极，支撑跑步品类增长	日常跑支柱，与Invincible、Infinity共同驱动双位数增长，推Trail4越野跑鞋，最快跑步细分品类	宣布2024为飞马年，计划推出Peg41 ZoomAir+ReactX及全系列premium、Trail等，减少老款为Peg41腾出空间	Peg41推动专业跑步赛道双位数增长，与Shox、Kobe并列核心产品，Peg Premium全掌ZoomAir，组成路跑矩阵
Infinity	Peg36, 899元; Peg Turbo Peg37, React+前掌Zoom Air, 899元	Peg37, React+前掌Zoom Air, 899元	Peg38, React+前巨Zoom Air, 899元	Peg39, React+前巨Zoom Air, 899元	Peg40, React+前巨Zoom Air, 899元	Peg41, ReactX+前巨Zoom Air, 945元; Trail5, WinterGTX	Peg Premium, ZoomX+ReactX+全掌可视化Air Zoom, 1499元
Invincible	初代推出采用React定位核心跑者	升级强韧缓震和舒适，兼顾性能与损伤预防	-	-	与Peg、Infinity为核心跑鞋产品线，预告未来重大更新	Infinity 4发布，搭载ReactX	推动全价销售增长，与Vomero、Invincible等列为顶级缓震技术产品
Invincible	作为创新跑鞋产品推出	升级搭载ZoomX，主打防损伤和高回弹	列为预防运动损伤的核心产品	持续推动跑鞋业务增长，和Peg同为关键跑鞋产品	首推Invincible3，主打加宽鞋楦和大量ZoomX，零售额较前代翻倍，推动跑步业务双位数增长	列为关键跑鞋创新产品，突出缓震科技提高消费者发现效率	-
Giannis(字母哥)	Jordan宣布签约	Zoom Freak 1成为NIKE篮球史上最大初代签名鞋首发	篮球品类强劲增长，与LeBron系列并列为核心增长驱动	系列实现两位数高速增长，推动篮球品类市场份额提升	系列继续实现两位数增长，与LeBron、Luka共同组成“史上最强签名鞋阵容”	中国行引发巨大反响，通过户外篮球活动提升品牌热度	-
G.T. CUT	-	-	首次推出，作为签名鞋款的替代品	更新三大分支Run/Cut/Jump	G.T. Cut在中国售罄，推动篮球双位数增长，将作为关键创新产品持续迭代	削减AF1等经典款，把资源转向G.T.系列新产品，作为多年创新周期的核心	在篮球和足球均实现双位数增长，跨品类成功，定位削减经典款后的关键替代品，加速新品规模化
AF1/AJ1/DUNK	AF1增加配色，AJ1增加女款决反	AF1拓展女性和儿童市场，AJ1推动Jordan品牌增长	AF1、AJ1推动数字渠道增长，AJ1和AJ 11共同成为Jordan品牌增长支柱	Dunk/Blazer推动全价销售增长，库存健康	AF1/Dunk/Air Max 270高售罄率支撑北美市场增长，AF1联名Tiffany	AF1/AJ1/Dunk“金库重启”策略，迭代经典款，Dunk从FY 19占比0%发展为十亿美元级业务	主动收紧供应，Dunk调整最激进；Q3 AF1库存趋稳，AJ1/Dunk库存仍偏高；占鞋类收入比例预计下降超10%，FY26将进一步降低
ACG	作为生活系列	服装85%产品使用90%+回收材料	AJ1 low 799元、Dunk Low 799元	应用无碍穿脱技术FlyEase	Storm-FIT ADV GTX冲锋衣，2499元	Dunk Low “空想”899元、AJ1 Low OG “青龙”999元	AJ1 扣碎 \$180
		Mountain Fly, 1299元	React Terra Gobe	Storm-FIT ADV冲锋衣，2499元	Storm-FIT ADV GTX冲锋衣，2999元	*SUN FARMER“歌壳衣”	Phassad “Yellow Zest”复古机能鞋

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

消费者心智跟踪：关注度的下降领先于品牌与产品下行周期拐点的来临

搜索指数的变化早于公司业绩与股价的变化。我们将消费者主动在网页搜索品牌及产品的行为视为品牌的关注，用 Google Trends 全球消费者搜索指数来跟踪品牌对消费者心智的占有情况，可以发现耐克的搜索指数开始连续趋于下滑趋势的时间（2023 年 Q2 至今）早于品牌季度收入转为下滑的时间（2024 年 Q2 至今），也早于耐克完成疫情导致的库存清理后股价仍然继续下跌的时间（2024 年 Q1 至今）。说明消费者关注度的下降是一个值得警惕的信号。

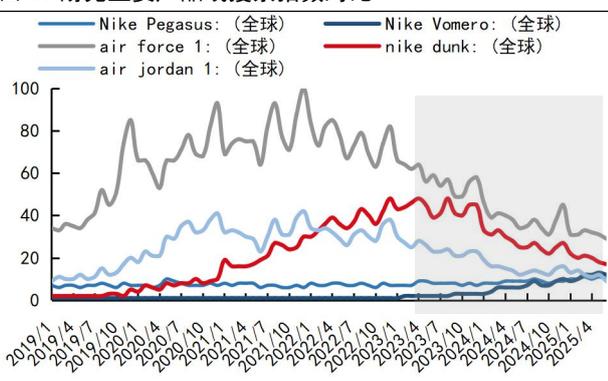
图17: 耐克季度股价和季度收入增速、搜索指数增速对比



资料来源: Google trends, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

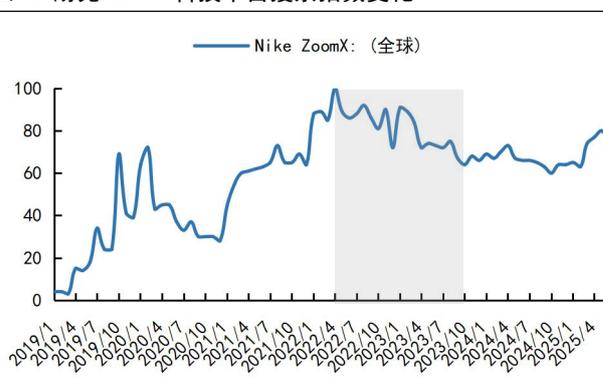
进一步观察耐克主要产品线和新科技平台的搜索指数变化，发现指数区域下降的拐点也会早于管理层对产品战略进行调整的时间。比如前几年崛起的 DUNK 系列，在 2023 年 4 月搜索指数见顶后就呈现震荡下行的趋势，然而在 2024 财年管理层仍提出对经典款持续迭代的“金库重启”战略，并指出 DUNK 系列高速增长为 10 亿美元级别的大单品。并且在此期间 AF1 的搜索指数也震荡下行，可以看出管理层的战略并未达到预期效果。在早期耐克 ZoomX 科技主导马拉松赛场的时期搜索指数大幅提升，而 2022 下半年至 2023 全年呈现回落趋势，这期间尽管管理层提出将 ZoomX 进一步商业化，对非竞赛跑鞋 Invincible 采用最大量的 ZoomX 材料，仍未使得搜索指数回升，可以看出商业化效果并不理想。2024 年指数有企稳趋势，2025 年明显回升，说明这一阶段的产品战略调整或起到改善效果，ZoomX 科技平台仍有深挖价值的潜力。另外，新路跑鞋矩阵对 Vomero 的重点推出，在 2024 年底至今指数迅速上行至反超经典跑鞋飞马系列，甚至也高于生活系列大单品 AJ1，可以看出新品战略取得初步成功。

图18: 耐克主要产品线搜索指数对比



资料来源: Google trends, 国信证券经济研究所整理

图19: 耐克 ZoomX 科技平台搜索指数变化



资料来源: Google trends, 国信证券经济研究所整理

营销开支的削减或为品牌势能减弱埋下隐患，近期转向重视需求创造投资。历史上多年 Nike 的营销开支占营收的比例在 10%左右，而自疫情以来营销开支有所下降，随后多年保持在 8%左右，低于历史多年平均水平，尤其因疫情 2020 年的大型赛事被推迟，2021-2022 年成为连续两年的体育营销大年，如夏季、冬季奥运，欧洲杯、世界杯等，本应增大营销开支。直至 2025 财年收入明显下滑而营销开支增长加速，开支占比回升到 10%的水平。耐克搜索指数年度平均（按财年日期）值在 2022-2023 财年低速增长，2024 财年开始转为下滑，或许与期间营销开支水平较低有关。

管理层指引 2026 财年收入仍受经典款调整和清理库存高基数的影响，但 2026 财年的营销费用将实现低个位数增长，尤其是营销开支，致力于恢复可持续的内生增长，并随着时间的推移提高毛利率和严格的费用管理。在营销开支的投放方向上也有所转变：

- 1) 将从效果营销转向品牌营销，减少付费流量投入并降低电商的促销频率，增加品牌与体育营销投资，比如核心体育赛事（续签 NBA、WNBA、NFL、巴西足协等长期合作伙伴关系，押注 2026 年世界杯等）、情感化叙事（如 Faith Kipyegon 破纪录尝试，奥运、马拉松等体育时刻）、本地化激活等（如上海等关键城市马拉松、社区跑步）；
- 2) 优先创新产品和高功能性产品，配合体育时刻的新品发布资源，通过营销放大产品热度（如 Vomero 18 跑鞋、A' ja Wilson 签名鞋）；
- 3) 渠道策略上，线上渠道资源从促销内容转为产品故事和体育内容（如阿尔卡拉斯法网夺冠造型展示带动销售+30%），线下渠道资源增加关键城市门店活动预算并试点新零售，增加区域营销费用（如洛杉矶“After Dark”夜跑）。

品牌营销或许在短期难以见到销售数据的直接反馈，但对建立消费者品牌心智有长远意义。

图20: 耐克年度搜索指数、营收和营销开支对比

年度平均 Trends	收入(\$m)	营销开支(\$m)	营销开支占比	Trends YoY	收入YoY	营销开支YoY	
May-17	64.6	34,350	3,341	9.7%			
May-18	64.4	36,397	3,577	9.8%	-0.3%	6.0%	7.1%
May-19	70.3	39,117	3,753	9.6%	9.2%	7.5%	4.9%
May-20	74.8	37,403	3,592	9.6%	6.3%	-4.4%	-4.3%
May-21	79.5	44,538	3,114	7.0%	6.4%	19.1%	-13.3%
May-22	82.2	46,710	3,850	8.2%	3.4%	4.9%	23.6%
May-23	84.8	51,217	4,060	7.9%	3.1%	9.6%	5.5%
May-24	78.9	51,362	4,285	8.3%	-6.9%	0.3%	5.5%
May-25	72.3	46,309	4,689	10.1%	-8.3%	-9.8%	9.4%

资料来源: Google trends, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

阿迪达斯：绝处逢生，时尚与跑步双轮驱动

业绩与股价回顾：库存优化与业绩提速持续驱动股价反弹

1. 2019–2021 年股价震荡上行期，疫情初期调整时间较长但反弹力度明显

2019 年阿迪达斯股价持续上涨，直至 2020 年初疫情发生前一年内涨幅约 47%，而疫情发生后在 2020 年一季度区间最大跌幅达到 24%。随后至供应链紊乱事件发生前阿迪达斯继续反弹，在 2021 年 8 月 4 日股价见顶，两年内区间最大涨幅达到 61%。对比期间业绩，2020Q1 后连续四个季度收入均同比下滑，净利率自 2020 年下半年开始环比改善，2020Q4 同比接近持平，2021 年恢复至好于疫情前水平。

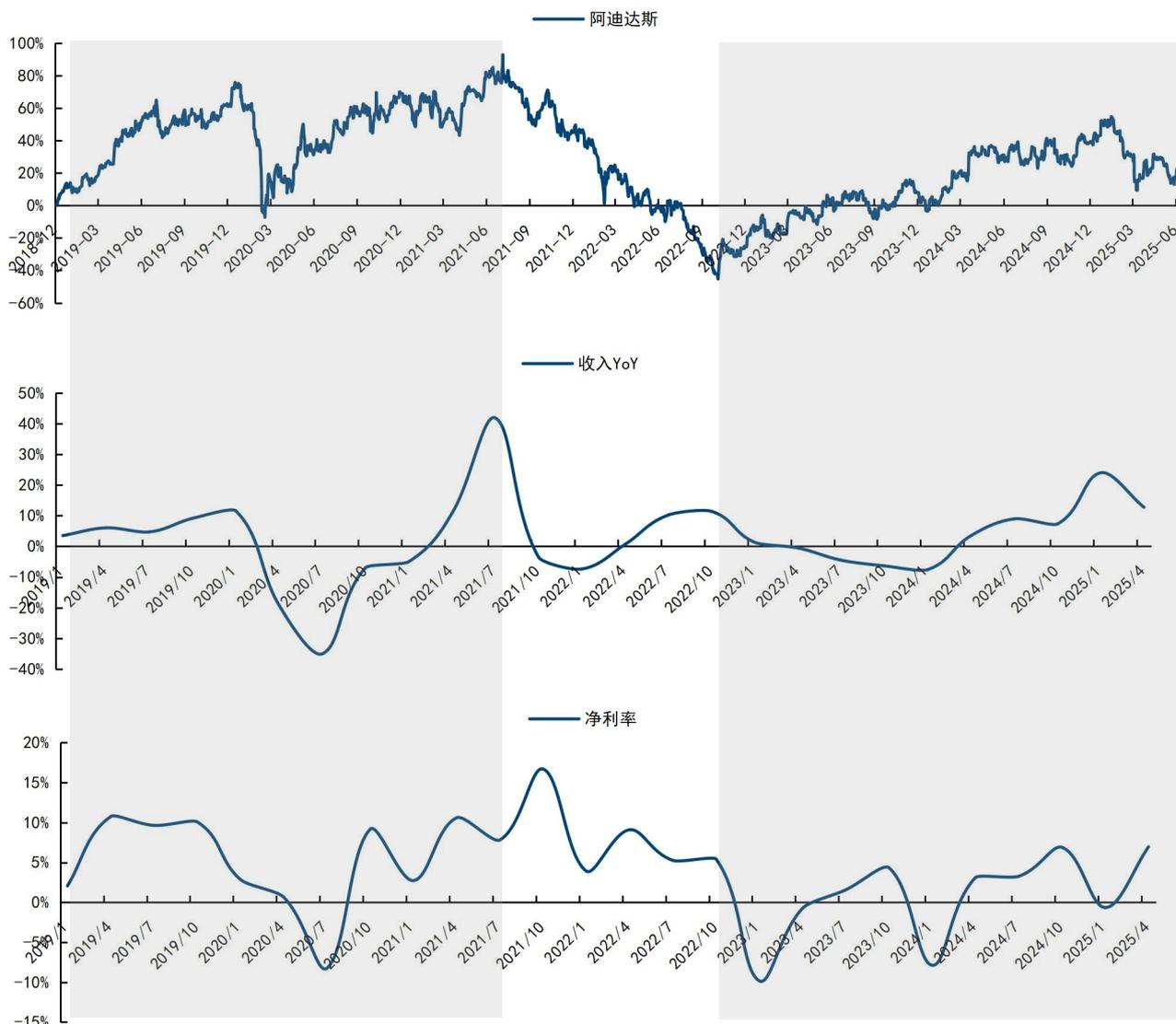
2. 2021–2022 年股价快速下跌期，收入波动，盈利大幅下降

随后疫情导致供应链紊乱，伴随着先缺货、海运堵塞，而后库存积压，以及 Yeezy 解约，2021 年下半年至 2022 年 11 月，不到一年半的时间内最大跌幅达到 61%。对比期间业绩，2021 年下半年收入增速由正转负，2022 年恢复增长但净利率大幅下降至 Q4 亏损。

3. 2023–2025 年股价持续反弹，摆脱 Yeezy 影响，收入与盈利加速增长

后续在库存见顶可控至品牌竞争力逐步增强，2023 年新 CEO 上任引领复苏下股价从底部实现长达两年以上的反弹，自 2022 年年末低点到目前区间最大涨幅达到 138%。目前最新收盘价相比 2019 年初也上涨 21%。对比期间业绩，2023 年随库存逐步呈现见顶信号，虽然 Yeezy 解约带来基数影响，剔除后 2023Q1 品牌已经实现收入正增长，并逐步改善至 2024 年的双位数收入增长，公司整体盈利水平也持续改善，从 2023 年净利率的逐季跌幅收窄到 2023Q4 转正，2024 年至今净利率持续表现为逐季同比正增长。

图21: 阿迪达斯 2019 年初至今股价涨跌幅对比业绩情况



资料来源: Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所整理

注: 财务数据日期为财季结束后一个月, 接近季报披露所在月份

产品战略复盘: 科技商业化+时尚引领双轮驱动, 本地化策略显成效

在 2019-2022 年中, 阿迪达斯股价处于震荡下行阶段, 在这期间阿迪达斯的产品战略可以概括为:

1) 疫情前 (FY20 Q1 前), 依赖 Boost 科技维系各大品类增长。在 2019 年耐克马拉松竞速鞋科技开始领先, 阿迪达斯使用多年的 Boost 科技吸引力开始下降, 品牌仍围绕这一技术广泛应用于包括跑步、篮球、生活、训练等各种品类中。生活品类增长更为领先。

2) 疫情中 (FY20 Q1 后), 供应链冲击与 Yeezy 解约接连打击, 新品酝酿中。

疫情冲击下公司着力发展电商渠道, 打击下叠加阿迪达斯产品老化的问题, 在第

一次疫后复苏的过程中阿迪达斯恢复的势头明显慢于竞品，管理层提出“Own the Game”战略，聚焦五大品类，而随后疫情导致的供应链紊乱、库存积压、Yeezy解约接踵而至，2022年Q4业绩出现亏损，但随着Adizero Pro 3破纪录，马拉松曝光度大幅提升，同时推出“T型鞋头”系列在Q4初现爆款趋势。

在2023-2025年，阿迪达斯股价呈现强势持续的反弹，在这期间阿迪达斯的产品战略可以概括为：

1) 库存危机优化前（2024Q1前）：拉高跑步与时尚势能，剔除Yeezy的生意率先复苏。阿迪达斯战略聚焦跑步与生活品类，生活系列推出“Terrace系列复兴”（Samba、Gazelle、Campus），前期通过GUCCI、Prada、Bad Bunny联名引发社交媒体广泛传播和排队抢购，迎来爆发增长，逐渐填补Yeezy缺位。跑步品类Adizero再升级新品Pro Evo，轻量化设计（仅138克），助力打破女子马拉松纪录，积累大量曝光，而部分市场渠道库存清理尚未完成，新品导入有待提速。

2) 库存优化后（2024Q1后）：本地化战略加速高势能产品商业化进度。此前被库存清理所掩盖的新品增长势头在此后得以显现，深化跑步与生活品类的核心产品优势，以鞋类驱动增长。生活系列此前Yeezy基数影响基本淡化，T头鞋SAMBA等成为现象级产品，借专业跑鞋高势能，推出生活跑鞋Adizero EVO SL进一步商业化，结合本地化策略推出92种配色，北美跑步专业渠道库存清理后也呈现增长提速，唯有服装品类受库存影响复苏较晚，靠欧洲杯与奥运会等赛事和本地化设计拉动。管理层指引美国关税可能影响定价，通过前后端多种措施缓解压力。布局2026世界杯，推出结合性能与文化的产品。

图22：阿迪达斯 2019-2025 财年产品战略演变过程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图23: 阿迪达斯 2019-2025 财年各品类表现与战略梳理

品类表现与战略	2019财年	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年	2025财年
运动生活	增长8%，由Yeezy Boost、Originals (superstar) 系列带动，Ivy Park 与 Beyoncé合作创造热度，将BOOST用于部分生活方式鞋	Q1 Superstar增长20% (尽管公司整体下降19%) 受益经典产品迭代，Superstar 50周年，Yeezy 系列全数字化发售模式 100%售罄，Originals 服装因居家需求增长，adilette 拖鞋三位数增长	NMD系列重新推出，社媒讨论度高，Forum增长，并将4D技术用于部分生活方式鞋；Gucci联名 (米兰时装周首发) 创Instagram互动纪录	占比50%但增速放缓 ；Gucci、Balenciaga、Prada联名提升高端形象 (Gazelle鞋款)，强调回归运动DNA，终止Kanye后加码其他偶像，精简SKU，减少滞销款，Samba、Gazelle、Spezial (“T型鞋头”系列) 在Q4成爆款	快速增长带动盈利结构改善 ；Terrace系列持续增长，全年Samba、Gazelle、Campus 总销量百万级 ， 产能翻10倍 ，Gucci x Samba、Bad Bunny x Campus带动热度，Samba获“年度鞋款”奖项，逐渐填补Yeezy缺口，Q4 Yeezy库存售罄，复古跑鞋SL72初步成功	T头鞋驱动品类双位数增长 ；Climacool推出，扩展全生活方式跑鞋 (Evo SL、SL72) 和低频鞋款 (Taekwondo)	鞋类整体增长17% ，拓展T头鞋经典款，通过限量和联名维持热度，并结合生活方式跑鞋吸引新消费者，Evo SL (售价€150) 畅销，用本地化产品线避免全球同质化；3D打印Climacool鞋款孵化量产
跑步	专业类合计增长5% ，其中 跑步高单位数增长 ，4D打印吸引消费者，BOOST平台提供舒适性和性能，支撑日常跑步需求，主推UltraBOOST	受益疫情期消费者转向户外活动，UltraBOOST在Google搜索量最高；4D系列在5月创销售纪录，推出UltraBOOST环保版	总体鞋类双位数增长 ，其中 跑步双位数增长 ；主推Adizero，升级Lightstrike Pro平台，助力运动员打破6项世界纪录，4DFWD跑鞋商业化	双位数增长，驱动业绩的主力品类 ；Adizero赢得世界田径锦标赛24枚奖牌，Pro3在六大满贯赛事5次冠军，为跑步提供技术背书，推动Supernova等大爆款增长超过50%，另外主推针对日常跑者的Solar Glide (€140)，平价款4D Pulse (\$160)，环保款UltraBOOST 限量发售	Adizero持续增长，抵消因分销不足的大众款疲软表现 (北美需清理库存和新品导入提速)，新品Pro Evo轻量级设计 (138克) 打破女子马拉松纪录	双位数增长 ；Supernova Rise成功，强化性能跑鞋，如ISupernova Rise和Agravic Speed (创新越野跑鞋)；零售商支持；跑鞋科技平民化 (如Evo SL无碳板设计)，社交媒体开箱热潮	EVO科技平台 (EVO 1/2) 用于竞赛鞋，Pro 4用于马拉松，生活方式跑鞋Evo SL爆发，因设计、舒适度和本地营销成为多个市场畅销鞋款，结合马拉松获胜增强可信度； 2026年目标跑步品类份额提升20%
足球	增长受限 ，因2018年世界杯高基数效应，Q4因足球赛事预热回升	Q1增长30%，因Predator新版本发布；营销活动 (如数字推广) 抵消线下销售下降，Q4足球品类赛事取消影响下滑	双位数增长 ，原因受欧洲杯等赛事驱动 (赞助8支国家队)，新品Predator Freak发布，以及团队球衣	双位数增长 ，因新品发布 (Predator Freak纯素足球鞋联名款) 和世界队驱动，世界杯官方用球球队装备，以及球衣设计向生活化拓展	增长 ，技术迭代 (Predator Carbon) +大型赛事 (女足世界杯) 拉动双位数增长	显著增长 ，受益大赛事 UEFA EURO 2024、Copa América驱动，新品F50 Two Horizons发布，并将Trefoil标志球衣生活方式拓展	足球文化产品推动服装销售；准备2026世界杯，产品结合性能与文化
训练、篮球和户外	训练高单位数增长 ，受针对健身等新品推动和BOOST技术应用于训练鞋，提升功能性，扩大TERREX户外线		训练增长 ，主推Dropset系列，女性专属产品推出；数字化优化供应链，户外收入翻倍，Terex系列驱动	双位数增长 ，主推Dropset、Terex户外系列，新品可持续Terex发布，女性专属产品推动	Anthony Edwards签名鞋被称为“近10年最畅销的篮球鞋”	篮球增长 ，签名鞋AE1成功，主推Dropset 3，技术产品创新驱动； 服装仅增长2% ，并和耐克、明年结合世界杯等事件推广足球文化产品	服装接近双位数增长 ，因复古风格在街头流行，零售伙伴订单增加，并减少折价促销率，明年结合世界杯等事件推广足球文化产品； 目标提升服装占比从32%至35%+ ；篮球Harden 9成最畅销篮球鞋

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

具体科技平台方面，总结近几年得失有以下几点：

- Boost 泡棉：应用十余年的核心中底科技，曾经性能与潮流融合的典范。**Boost 是阿迪达斯与德国化工巨头巴斯夫合作研发，高回弹、耐衰减的“爆米花”结构中底。早在 2013 年 Energy Boost 作为首款搭载 Boost 中底的跑鞋在纽约发布会亮相，2014 年 Adizero Adios Boost 年在马拉松助力运动鞋破纪录、德里克·罗斯穿着搭载 Boost 科技的篮球鞋代表美国队夺得男篮世界杯冠军等事件驱动下，Boost 科技创新积累了早期影响力。然后自 2015 年跑鞋 Ultra Boost 1.0 发布，以及潮流运动鞋 Yeezy 系列搭载 Boost 风靡全球后，持续成为品牌强劲的增长驱动力。经过数年迭代，2021 年管理层在业绩会上提到 Ultra Boost 已经达到了 10 亿欧元级别的销售。自此，产品周期基本达到了顶峰，在后续新科技平台迭代和 Yeezy 解约等综合影响下，Boost 难以再贡献增长动能，这一科技平台自商业化起已经经历了 10 年以上的时间。
- Lightstrike 泡棉：创新材料与工艺，叠加大量赛事破纪录背书提高技术影响力。**2020 年 Lightstrike 科技平台作为品牌五大核心中底技术之一推出，具有相比 Boost 更优的轻量化和回弹性能，曾结合 Boost 科技应用。科技的出圈来自于升级后的 Lightstrike Pro，具有更强的回弹性能并助力运动员打破多项世界纪录，2020 年底至 2022 年产品在马拉松赛场的曝光度大量提升。2023 年，科技进一步升级，推出 Pro EVO 版本的跑鞋，42.5 码仅 138 克的重量刷新品牌竞速跑鞋轻量化纪录，而运动员穿着跑鞋进一步打破女子马拉松纪录证明了产品的性能。借助产品科技竞技赛场的高影响力，品牌将产品线拓宽，推出 EVO SL，将专业科技延伸至“生活跑鞋”品类，价格也下沉至大众市场，并借助本地化策略提供 92 种配色/材质，迅速放大科技影响力实现充分商业化。
- 4D/Climacool 3D 打印技术：多年摸索后实现从概念到量产，现代技术与经**

典技术结合。公司基于传统 3D 打印技术与运动数据结合的概念推出 4D 运动鞋，2018-2019 年品牌的 4D 跑鞋开始市售，价格较高在人民币 2000 元上下，具有前沿科技感，助力品牌在线上营销活动中引流，销量占比预计较少。2020 年进一步升级为 4DFWD，通过结构革新改善产品的性能与生产工艺，价格下放至 1300 元左右，在后续的销售中也实现了显著增长。2024 年品牌进一步结合历史较为悠久的通风系统 Climacool，推出首款泡沫基 4D 打印一体鞋，兼具透气性与缓震脚感，管理层预告经销商订单量远超公司预期。

图24: 阿迪达斯 2019-2025 财年业绩交流提及核心科技平台发展过程

核心科技平台	2019财年	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年	2025财年
Boost	跑步如Pureboost、训练、生活Yeezy 提供缓震和能量回馈，是核心中底技术，销售表现良好(如跑鞋增长)	跑步UltraBOOST、训练、生活 作为五大核心科技平台之一，跨品类的性能标准，经典款叠加Boost科技是疫情后的关键增长公式	跑步Ultraboost 21、生活 持续应用，比2019年实现强劲双位数增长，达到10亿欧元级别，推出环保版本，预告NMD S1新鞋型搭载boost科技	跑步Ultraboost、生活 Ultra Boost系列增长带动生活方式品类需求，环保版本升级	跑步、高尔夫、生活 进一步拓展品类，商业化规模化，被首次引入Golf品类，强调其在长时间运动中的舒适性	跑步、生活 目标市场：日常舒适跑步领域，预告2025年将推出全新Boost材料及产品，公司预期将帮助夺取市场份额	跑步、生活 作为历史成功案例，持续应用
	跑步Adizero Adios Pro SL20	跑步Adizero Adios Pro SL20 首次推出，五大核心科技平台之一，强调轻量化和响应性，专业款结合Boost科技，大众款SL20作为首款Lightstrike跑鞋限量发售获15倍超额认购	跑步Adizero Adios Pro2、Boston 10、Adios 6、Prime X 升级为Lightstrike Pro作为“行业领先”技术推出，自2020年9月以来助力运动员打破6项世界纪录，下沉至Boston 10、Adios 6等量产型号，覆盖更广泛跑者群体	跑步Adizero Adios Pro 3 Adios Pro 3作为关键新品，助力运动员在2022年世界田径锦标赛斩获24枚奖牌，Adizero赢得六大马拉松，驱动跑步品类全年双位数增长	跑步Adizero Pro EVO 升级Adizero Pro EVO，是市场上最轻的跑鞋，保持高性能形象，柏林马拉松中帮助选手破纪录	跑步Adizero Evo、Pro 4、生活EVO SL 主打“追求速度”的专业跑者市场，是公司高性能跑鞋的支柱，推出Evo SL，将专业跑鞋技术下沉至大众市场，覆盖“高性能生活方式”，提供92种配色/材质组合	跑步Pro 4、EVO 1、EVO 2、生活EVO SL 专业竞速跑鞋的核心技术，强化品牌高性能形象；Evo SL定价€150，专业跑鞋生活化，在专业与时尚渠道同步热销，并强调区域差异化
4D/Climacool	跑步4D PULSE BOOST HD 4D作为新生产技术引入，在部分鞋款中商业化，用于高性能鞋款	跑步 4D用于数字营销活动；Climacool作为清凉技术平台应对夏日需求	跑步 升级为4D FWD，强调数据驱动设计，提及增长，但未成主流	跑步 4D FWD系列实现显著增长，被列为关键增长驱动技术，在跑步类别中扩大应用，通过新迭代和配色方案提升吸引力	生活 Climacool作为复古技术鞋款在中国独家推出	跑步、生活 首款泡沫基4D打印鞋，结合了Climacool透气技术与4D打印中底，经销商订单量远超公司预期，预告2025年4月正式上市，产能正在快速提升	跑步、生活 设计Climacool推出3D打印版本，明确进入量产阶段，作为“Vistech”创新矩阵，强调科技感

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

具体产品系列方面，总结近几年得失有以下几点：

1. **专业运动系列：新科技周期唤起跑步产品线势头反转，足球线与大型赛事密切相关。**阿迪达斯的专业运动产品以跑步品类为主导，2019-2025 年期间经历了产品周期切换的阵痛，近两年在新科技平台拉高影响力和科技融合大众运动与生活市场的商业化策略下成功助推新周期。

1) **2019-2021 年，跑步迎来 UltraBoost 辉煌的后期，竞速 Adizero 系列开始早期蓄势，世界杯驱动足球线增长。**UltraBoost 产品线是 Boost 科技核心载体，经过前 5 年的迅速增长，进入了广泛应用的年代，2021 年管理层宣布 UltraBoost 已经达到了 10 亿欧元的销售量级。在跑步市场竞争加剧的趋势下品牌后续需要新的科技与产品接力，而 Adizero 正处于蓄势早期，在 2020 年末至 2021 年初凭借新升级科技的加持，打破多项世界纪录，尚未商业化但已经在核心跑者圈内引起震动。足球产品在世界杯的加持下，2020 年末至 2021 年迎来发展机会，以 Predator 为核心的专业足球鞋凭借贝克汉姆的复刻鞋款抬升了产品线的热度。

2) **2022-2023 年：跑步新旗舰产品影响力扩大伴随品牌库存清理，进入产品周期切换的阵痛期。**2022 年 UltraBoost 已经处于相当高的销售基数和行业科技持续进步竞争压力，品牌推出了环保版的产品但并未量化销售贡献。2023 年，面对 Boost 科技平台重量方面的弱点，品牌升级了 LightBoost 材料并用于新的 UltraBoost LIGHT，焕新了产品线的竞争力，然而在渠道上仍存在库存压力。Adizero 进入了影响力进一步攀升的时代，一方面 Pro3 继续包揽多项赛事奖项，

另一方面品牌在 2023 年推出了旗舰新品 Pro EVO 革新了马拉松竞速跑鞋的轻量化水平，通过破纪录的方式对市场证明了产品的先进性。虽然产品在商业化尚未开始但已经积累了足够的曝光度。此时商业化的方式是通过带动大众跑鞋的增长，代表性的系列为 Supernova，该系列最于 1997 年推出，定位为主打缓震与支撑平衡的日常训练跑鞋，定价约 120 美元，在 2016 年后采用 Boost 科技，但与 Ultraboost 的销量差距较大。2022 年管理层提到 Adizero 在马拉松赛事的曝光也带动了以 Supernova 系列为代表的大众跑鞋高速增长。

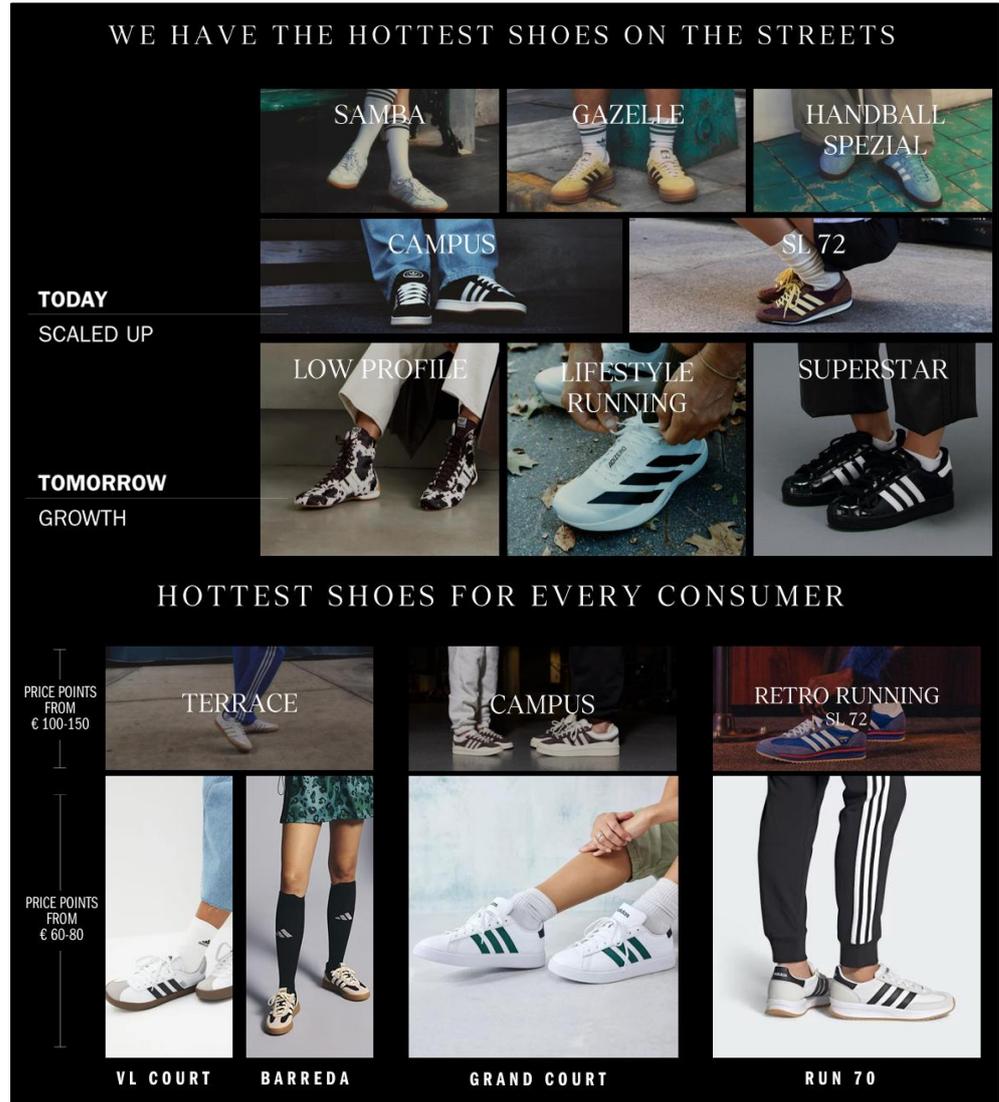
3) 2024-2025 年：库存清理完成叠加顶级科技下放的成功商业化举措，新品周期推动品牌恢复快速增长。2024 年品牌凭借 Pro EVO 在赛场的高曝光度推出生活跑鞋 EVO SL（人民币 1099 元），承接了轻量化的科技平台与竞速跑鞋设计美学，结合本地化策略推出 92 种配色/材质，引发了销售热潮。同时，公司借助竞速跑鞋科技势能对专业跑鞋矩阵进行扩充，推出训练跑鞋 Supernova Rise（人民币 999 元）对标竞品的训练鞋科技升级，目标争取市场份额，以及越野跑鞋 Agravic Speed，在越野跑风潮中以中底科技轻量化升级打开市场。在前期库存清理完成后获得了专业跑鞋零售商的支持，也驱动了北美市场的增长。相比之下，UltraBoost 的产品周期回落已被成功过渡，作为管理层历史成功案例被提及，也预告后续进一步升级科技来增强竞争力。与此同时足球也进入了欧洲杯的营销热潮，强势的品牌心智与科技升级使 Predator 占欧洲 60% 份额。

2. 运动生活系列：前一代大单品势能衰减到新一代产品群崛起，运作思路从联名回归品牌 DNA。阿迪达斯的运动生活系列包括三叶草和主标在内是贡献超过一半盈利的核心品类，2019-2025 年也是同专业品类一样经历了两段鲜明的从下行到反转的产品周期。

1) 2019-2022 年，Yeezy 从销售巅峰解约造成业绩重创，Superstar 尚存库存隐忧。在 2022 年 10 月解约前，Yeezy 是阿迪达斯生活线的核心产品，品牌结合代言人的潮流影响力、产品创新的设计与 Boost 科技平台独特的脚感以及有效的营销手段持续推动 Yeezy 产品线和整个生活品类强劲的增长，包括利用数字渠道和合作，稀缺配色，采取少量高频产品投放等方式。2022 年 10 月终止合作导致收入短缺、净利润损失和库存增加，品牌开始清库存，直至 2023 年 Q3 以后宣布库存清零，持续造成利润下滑和基数影响。在此期间品牌层对经典款 Superstar 借助 50 周年营销但也存在大量配色的库存问题。

2) 2023-2025 年，自媒体营销推升 Terrace 复古产品线热潮，本地化助力产品矩阵接力崛起。在 Yeezy 产品线清理的负面影响逐步淡化的过程中，品牌借助奢侈品联名和时装周走秀的方式将经典鞋款 SAMBA、GAZELLE 引入时尚圈视野。产品不再依赖单一明星，设计结合了品牌自身历史悠久的运动基因，主打时尚与运动融合，掀起了复古潮流。品牌通过限量供应维持稀缺性，在核心城市引发人群排队抢购，明星/KOL 自发带货，并借助社交媒体平台如 TikTok 发起潮流挑战赛（#SambaCrew 标签）引发广泛传播。品牌并非主推单一鞋款，而是打造了以 Samba、Gazelle、Spezial、Campus 以及后续延伸到 SL72、Taekwondo 等多种鞋款的产品矩阵，根据不同市场有所侧重：比如 Samba 在北美获得“Shoe of the Year”奖项营销，Gazelle 在欧洲搜索量超过 Samba，Campus 鞋款在部分市场男性/儿童品类热度更高，并在 2024 年开始延伸至复古跑鞋 SL72，并拓展女性市场推出低帮鞋 Taekwondo 等。而经典款 Superstar 2023 年开始谨慎控制投放节奏，聚焦经典黑白配色，清理季节性配色库存，后续逐步通过高端联名等方式积累产品热度。除主推款以外，品牌也通过降级策略覆盖更广泛人群同时保持主推款的价格，比如 T 头鞋定价 100-150 欧元，而设计风格相似的“平替款”VL COURT 定价 60-80 欧元，以此方式实现品牌声量与生意的双丰收。

图25: 阿迪达斯运动时尚鞋类主推计划



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图26: 阿迪达斯 2019-2025 财年业绩交流提及核心产品 IP 发展过程

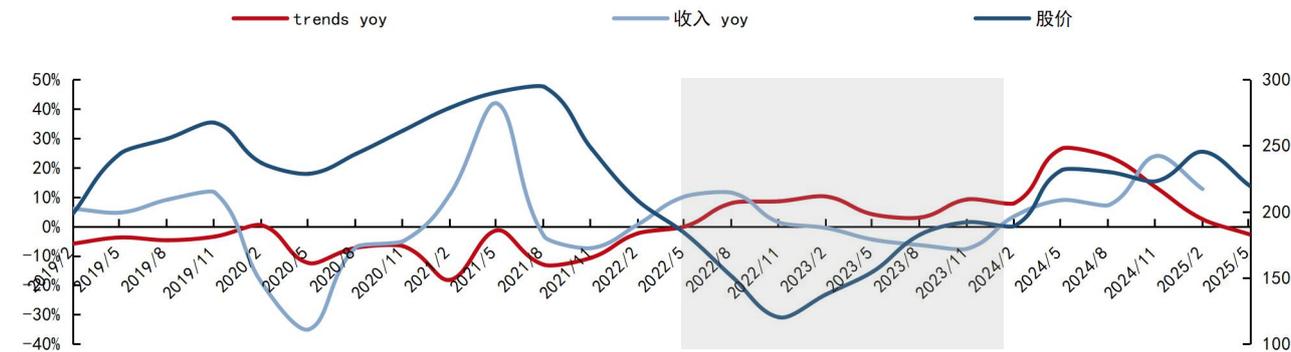
核心产品IP	2019财年	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年	2025财年
Ultraboost	主推款, Boost平台提供舒适性和性能, 支撑日常跑步需求	居家健身需求推动, Ultraboost在谷歌搜索量最高, 推出环保版	比2019年实现强劲双位数增长, 达到10亿欧元级别	增长带动生活方式品类需求, 环保版本升级	BOOST十周年, 进一步拓展品类, 轻量化升级	目标市场: 日常舒适跑步领域, 预告2025年将推出全新Boost材料及产品	作为历史成功案例
	Ultraboost 19, 1399元	Ultraboost 20, 1399元	Ultraboost 21, 1399元, made to be remade	Ultraboost 22, 1399元	Ultraboost LIGHT, 1399元		
Adizero		首次推出, 强调轻量化和响应性, 专业教练结合Boost科技, 大众款SL20限量发售获15倍超额认购	中底升级, 自2020年9月以来助力运动员打破6项世界纪录, 下沉至Boston 10、Adios 6等量产型号, 覆盖广泛跑者群体	Pro 3作为关键新品, 助力运动员在2022年世界田径锦标赛斩获24枚奖牌, Adizero赢得六大马拉松, 驱动跑步品类全年双位数增长	升级Adizero Pro EVO, 是市场上最轻的跑鞋, 保持高性能形象, 柏林马拉松中帮助选手破纪录	主打“追求速度”的专业跑者市场, 是公司高性能跑鞋的支柱, 推出Evo SL, 将专业跑鞋技术下沉至大众市场, 覆盖“高性能生活方式”, 提供92种配色/材质组合	专业竞速跑鞋的核心技术, 强化品牌高性能形象; Evo SL定价€150, 专业跑鞋生活化, 在专业与时尚渠道同步热销, 并强调区域差异化
			Adios Pro 1, 1699-1899元; Boston 10, Adios 6	Adios Pro 3, 1699-1899元	Pro EVO 1 3999元	Pro EVO 2, Evo SL 1099元	Pro EVO 2, Evo SL
Supernova				品牌在马拉松赛事高光带动 Supernova等大众款增长超过50%	与Ultraboost和Adistar并列大众跑步市场的主力产品; 计划在2024年产品线中“带回”Supernova, 定位为增强跑步品类竞争力的关键产品	推出Supernova Rise, 定位为“跑步专业领域”的解决方案, 针对跑步专业店和严肃跑者, 对高性能系列的补充, 提供更可行的日常训练选项	
				Supernova		Supernova Rise 999元	Supernova Rise 999元
Yeezy	Yeezy进入篮球领域, 新产品表现优异	350和700型号投放几乎100%售罄, 利用数字渠道和合作, 采取少量高频产品投放	YEEZY Day活动全球成功; 新投放型号(如Boost 350 Oat)需求强劲; 强化合作Beyonce, Jerry Lorenzo	前期强劲双位数增长, 需求超预期; 10月终止合作导致收入短缺, 净利润损失和库存增加	进行清库存投放, 库存减少, 无新产品, 仅处理库存	捐赠部分收益, Q3后库存清零	无Yeezy销售
		350/700, \$250-350	Yeezy 350 \$250-350				
Terrace				GUCCI X Gazelle联名引发关注, “T型鞋头”系列在Q4成爆款	Terrace系列持续增长, 全年Samba, Gazelle, Campus总销量百万级, 产能翻10倍, Gucci, Bad Bunny联名带动热度, Samba获“年度鞋款”奖项	Terrace系列驱动整个生活方式双位数增长; 扩展至生活方式跑鞋 (Evo SL, SL72) 和低帮鞋款 (Taekwondo)	推出低帮款结合环保材料, Stella McCartney合作款, 低帮款驱动女性品类销量增长+25%
				Samba, Gazelle, Special Campus	Samba, Gazelle, Special Campus, SL72, Taekwondo	Samba, Gazelle, Special Campus, SL72, Taekwondo	Samba, Gazelle, Special Campus, SL72, Taekwondo
Superstar		50周年纪念款在疫情中逆势增长, 将部分产品推迟到2021年发售			阿迪达斯史上最成功的鞋款, 将谨慎控制投放节奏, 聚焦经典黑白配色, 清理季节性配色库存	与Pharrell、陈冠希合作, 在日本和墨西哥开展营销活动; 分区域发布: 优先美国, 随后欧洲	是无可复制的鞋款, 将通过高端联名提升热度; 驱动北美增长
		Superstar			Superstar	Superstar	Superstar
Predator		专业足球鞋性能标杆, 重启经典IP; 贝克汉姆代言复刻版	首款纯素环保战靴; 欧冠决赛球星佩戴, 足球品类双位数增长, Predator占欧洲高端足球鞋份额35%		世界杯罗纳尔多传奇战靴复刻, 技术升级, 轻量化FG大底+袋鼠皮鞋面	德国制造高端系列, 绑定欧洲杯, 期间足球鞋类增长78%, Predator占60%份额 (EMEA市场), CARBITEX碳纤维中底+ SPEEDFRAME大底	世界杯周期碳中和战略产品, 预售订单超50万双, 但北美库存积压致增长放缓 (同比+12%), 生物基TPU摩擦颗粒+回收碳纤维骨架
		Predator Precision (1998经典款)	Predator Freak DEMONSKIN		Predator Mania复刻版	Predator 24	Predator Ultimate
TERREX		强调可持续产品, TERREX作为户外鞋类核心产品, 推动增长	开设专门店作为营销平台, 强化可持续品牌形象	统一户外产品线到TERREX品牌下, 扩展可持续产品, 品牌规模约5亿欧元	发展平稳, 但去年有巨大增长; 赢得ISPO奖项, 产品认可度高; 需改进分销渠道; 通过参与活动和事件营销展示产品创新	推出创新产品Agravic Speed, 强化技术优势	
				Spinnova hoodie, Agravic Flow 2	Agravic Speed Ultra, 1699元	Agravic Speed, 1199-1699元	

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

消费者心智跟踪: 新品带动品牌的关注度回升, 领先于股价拐点, 随后带来业绩回升

搜索指数的回升早于股价的反弹和业绩回暖。根据阿迪达斯品牌 Google Trends 季度平均指数的同比情况看, 2022年初后降幅收窄至2022年中同比转正, 而股价在2023年初开始触底反弹, 指数同比转正的拐点领先股价拐点约半年时间。直到品牌季度收入转正已经进入2024年, 相对落后也主要由于消化Yeezy库存影响, 若剔除Yeezy影响, 阿迪达斯品牌收入在2023年Q1开始保持个位数的正增长, 在2024年进一步加速至每个季度中高双位数的增长。总体而言消费者关注度的回升是一个值得期待的信号。

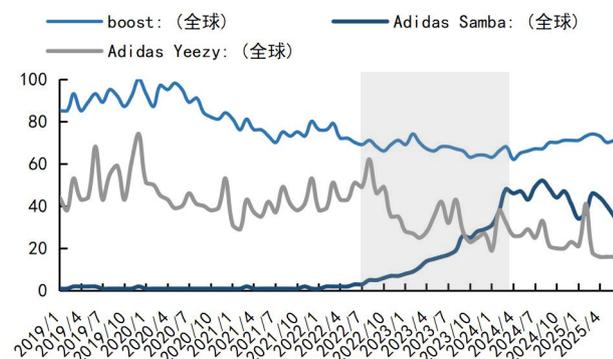
图27: 阿迪达斯季度股价和季度收入增速、搜索指数增速对比



资料来源: Google trends, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

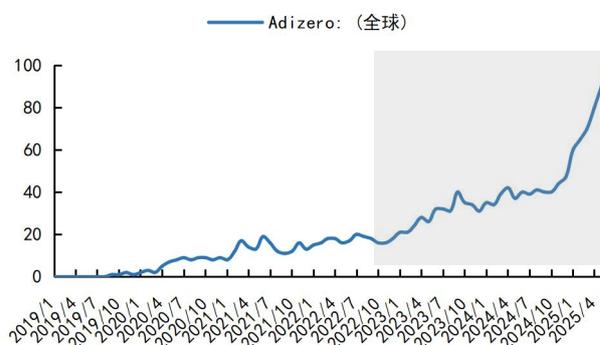
进一步观察阿迪达斯主要产品线的搜索指数变化，发现时尚与专业新品指数同步快速上升，目前时尚单品指数已经进入平台期而专业产品线的热度仍在攀升。字2022年10月解约后 Yeezy 产品线的搜索热度大幅下降，而 Samba 的热度悄然上升，进入2023年 Adizero 的热度上升提速，共驱阿迪达斯品牌搜索指数的上行。近一年左右的时间，时尚单品 Samba 的搜索热度进入平台震荡，而 Boost 的搜索量开始回升，同时 Adizero 的搜索量开始加速上行，品牌的时尚与科技的双轮驱动仍发挥着景气潜力。

图28: 阿迪达斯主要产品线搜索指数对比



资料来源: Google trends, 国信证券经济研究所整理

图29: 阿迪达斯 Adizero 产品线搜索指数变化



资料来源: Google trends, 国信证券经济研究所整理

营销开支占比较高，近几年小幅下降但仍高于耐克，投入方向而非绝对金额对效果影响更大。阿迪达斯在疫情前营销和销售点开支 (Marketing and Point-of-Sale Expenses) 占收入的比例基本在 13%或以上，其中绝大部分为营销开支，一般在双数年份“运动大年”的费用率更高，因为有世界杯、欧洲杯和奥运会等核心赛事赞助费用较高。关于营销开支和成功近几年的变化如下：

1. **2019 年，坚持高营销投入。**管理层提到“我们目前拥有行业内最高的相对营销投入。”“我们始终高于行业平均水平……我们可能会继续引领营销支出。”可以看出品牌对营销投入保持高度重视。
2. **2020-2021 年，转向数字渠道营销，但品牌热度下降。**疫情后营销相关开支占比下降 1 个百分点到 12%左右，管理层强调增加电商的营销投入，提到“将传统营销预算的 80%转投数字渠道，推动多市场电商三位数增长。”但期间

- 品牌的搜索指数持续下滑，数字营销占比提升对改善品牌影响力的效果有限。
3. **2022-2023 年，回归运动营销并小幅下调营销占比预算，品牌热度回升。**卡塔尔世界杯赞助使得营销费用增加，新管理层对于投放方向也有所调整，CEO Bjorn Gulden 强调将资源重新集中于足球、跑步、篮球等核心体育品类（如世界杯赞助带动足球品类销售额增长超 50%），减少对纯时尚联名的依赖。管理层认为把营销支出控制在营收的 11%-12% 区间，并保留大事件追加弹性，其间虽然品牌营销费用占收入比例相比前两年未有明显上升，但营销方向转为核心赛事的效果或许更好，并且品牌还利用社交媒体平台带来更好的传播效应，如 Gucci 联名米兰时装周首发，社交媒体破纪录、TikTok 发起潮流挑战赛（#SambaCrew 标签）引发广泛传播。
 4. **2024-2025 年，营销逻辑优先赛事，并强调区域差异化。**管理层维持 12% 的营销开支框架，但本地化体育营销对开支控制有新的要求，管理层强调不对公式化来看待投资的 ROI，“足球可能是巨额投资，但滑雪运动员少的多，当我们投入 30 亿欧元做营销，做些不单纯是跑步、篮球、足球的创新尝试。”区域团队拥有营销自主权，总部提供策略框架和资源，确保本地市场快速响应。在确保营销开支符合目标下，未来将通过杠杆效应压缩其他管销费用到 30% 以下的水平来实现中期 EBIT 利润率达到 10% 的目标。
- 可以看出阿迪达斯注重品牌营销，但并非营销开支占比大意味着效果就更优，如 2020-2021 年投入在数字渠道的营销费用扩大并未带来品牌关注度的上升。目前管理层强调区域化的营销，对费用控制存在挑战，但投入方向创新能够提升投入回报率。

图30: 阿迪达斯年度搜索指数、营收和营销开支对比

年度平均	Trends	收入(€m)	营销开支(€m)	营销开支占比	Trends	YoY	收入YoY	营销开支YoY
Dec-16	86.7	18,483	2,403	13.0%				
Dec-17	88.8	21,218	2,716	12.8%		2.4%	14.8%	13.0%
Dec-18	82.4	21,915	3,002	13.7%		-7.1%	3.3%	10.5%
Dec-19	77.8	23,640	3,050	12.9%		-5.6%	7.9%	1.6%
Dec-20	70.9	18,435	2,378	12.9%		-8.9%	22.0%	22.0%
Dec-21	64.2	21,234	2,548	12.0%		-9.5%	15.2%	7.1%
Dec-22	68.0	22,511	2,769	12.3%		6.0%	6.0%	8.7%
Dec-23	70.9	21,427	2,528	11.8%		4.3%	-4.8%	-8.7%
Dec-24	84.0	23,683	2,842	12.0%		18.4%	10.5%	12.4%

资料来源: Google trends, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

亚瑟士：专业高端化叠加时尚加速器，铸就 10 倍涨幅

业绩与股价回顾：高端专业跑步成功商业化，时尚产品破圈，全球市场驱动

1. **2019-2020 年，疫情前公司处于调整期处于微利，疫情中核心品类转机显现**

2019 年亚瑟士股价呈现 V 型反转，自年初震荡下跌 19% 至 8 月 2 日，随后快速反弹，至 10 月 21 日最大涨幅 70%。后续由于疫情影响大幅下跌，自 2019Q4 至 2020Q1 区间最大跌幅 62%，而 2020Q2 后续随疫情逐步缓和开启接近 2 年的大幅反弹趋势。在疫情影响因素以外，使得公司股价 V 型反转并持续上涨的原因在于公司的经营

调整开始见效。

2019年，尽管没有疫情影响，公司在业务调整中收入下滑，净利率低单位数；2020年疫情影响下收入下滑双位数，净利润亏损。表观承压的业绩实际蕴藏转机，首先分部门看，公司占比最大的专业跑步部（P. RUN）在疫情前小幅下滑，疫情中调整到位反而开始增长，并且利润率显著改善；其他部门如，OT（Onitsuka Tiger）、运动风格（SPS）、核心运动（GPS）、服装装备（APEQ）在疫情中都受到影响盈利下降。其次分市场看，虽然疫情导致日本本土市场亏损，但北美市场前期营销费用导致的亏损，经过调整后亏损幅度反而在疫情中小幅收窄。因此在疫情中，核心品类专业跑步（P. RUN）的盈利改善，因亏损的北美市场优化调整和新品 BLAST 系列和 RIDE 系列推出提高毛利率，为后续复苏带来信心。

2. 2021–2022年，产品力爆发叠加国际市场突破，迅速收复疫情失地后利润翻倍增长

这两年公司股价持续创新高，在2021Q4高点相比2020Q1疫情低点累计涨幅达到327%，相比2019年初累计涨幅也达到122%。进入2022年，亚瑟士回调后再创新高，2021Q4高点至2022Q2低点回调23%，而后反弹至2022Q4高点最大涨幅67%。

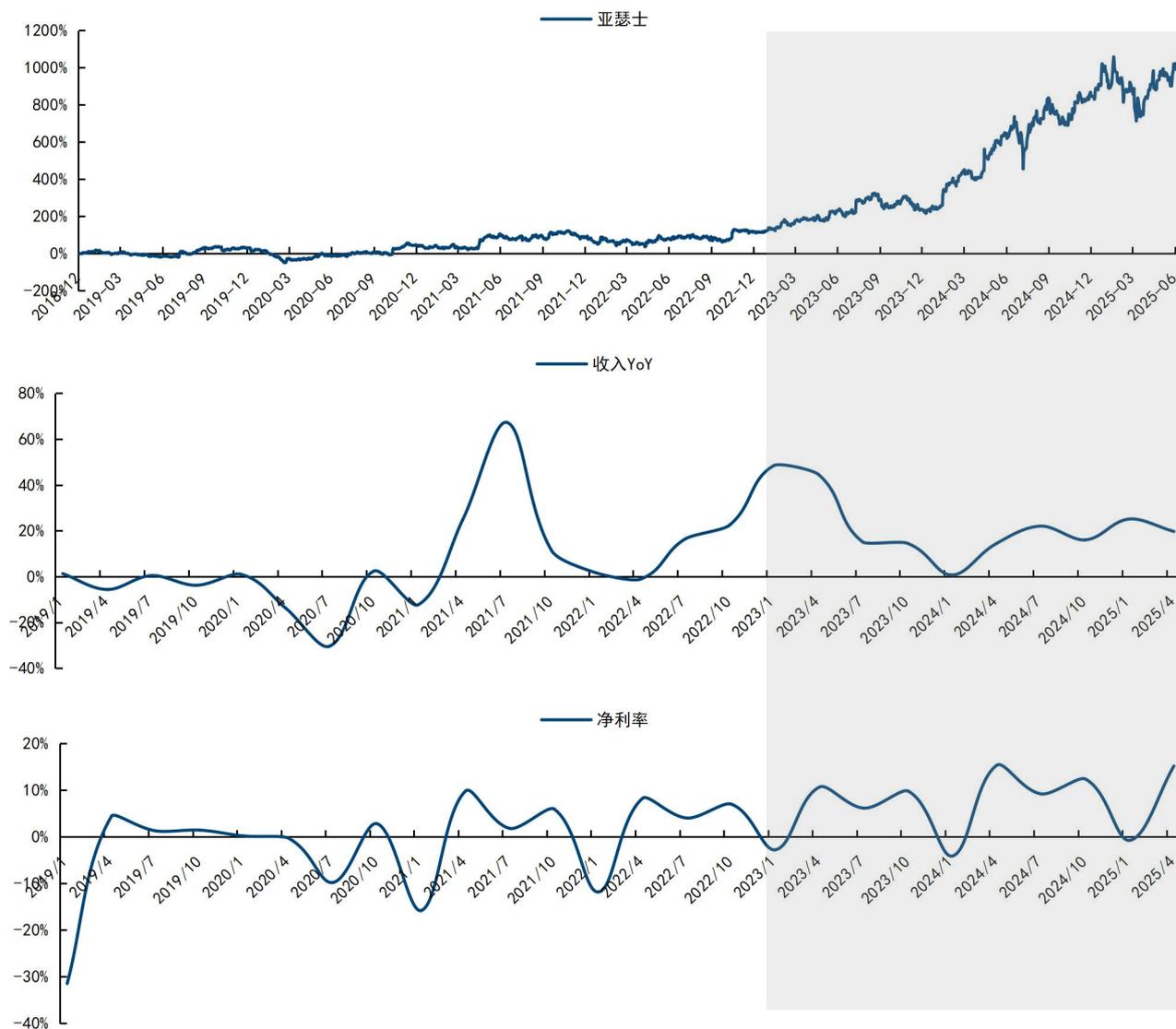
股价续创新高的原因在于公司出色的业绩，连续两年收入保持20%左右的增长，业绩翻倍增长，不仅快速收复了疫情导致的业绩缺口，产品的火爆和地区市场调整后的盈利改善效果突出。专业跑步是首先高增长的业务部门，METASPEED系列跑鞋支持顶级运动员创佳绩，BOUNCE系列销量翻倍，吸引年轻消费者。随后核心运动（GPS）和运动风格（SPS）在2022年迎来超过30%的增长；从市场来看，2021年北美在专业跑步驱动下，实现了四年来的首次盈利，2022年大中华区利润高增首次突破百亿日元

3. 2023–2025年，专业跑鞋高端化叠加运动时尚风靡，全球市场因地制宜，利润率持续攀升至双位数

2023–2024开启新一轮大涨过程，两年内到2025年2月的高点累计涨幅达到433%。目前收盘价距离2019年初累计涨幅达到995%。股价强劲的涨势核心仍来自业绩催化，公司在前两年快速增长基础上，仍保持收入高双位数的增速，并且利润率大幅攀升，从疫情前2019年不到2%的净利率增长多倍，2025年公司净利率按彭博一致预期将超过10%。

从业务部门看，高端跑鞋METASPEED系列和箱根驿传赛事曝光驱动专业跑步部门量、价、盈利齐升，同时公司在运动时尚领域成功引起风潮，推动OT（Onitsuka Tiger）、运动风格（SPS）部门加速增长，并且由于运动时尚品类的利润率更高，结构性带动集团盈利能力提升。从区域市场看，北美市场在专业跑步（P. RUN）和运动风格（SPS）共驱下实现增长加速，且公司减少低端型号，聚焦高端跑鞋和潮流鞋款，带动利润率大幅提升，而亚洲市场如大中华区和东南亚呈现更高速的双位数增长，并且也结构性带动集团盈利能力上行。

图31: 亚瑟士 2019 年初至今股价涨跌幅对比业绩情况



资料来源: Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所整理

注: 财务数据日期为财季结束后一个月, 接近季报披露所在月份

产品战略复盘: 以高端专业跑步运营打开品牌力向上的起点, 用复古跑步热潮撬动利润大幅增长的杠杆

在 2019-2022 年中, 亚瑟士以专业运动的高端化打开了盈利高增长的第一阶段, 跑步积极的营销投入和渠道清理实现了初步转化, 球类运动鞋也更加聚焦高端线。公司进行了分类的重组, 从职能导向转为产品导向, 确立了专业跑步 (P. Run)、运动风格 (SPS)、核心专业运动 (CPS)、服饰和装备 (APEQ) 和鬼冢虎 (OT) 五大业务部门。专业跑步 (P. Run) 是占公司收入约 45% 的第一大业务部门, 疫情前处于微利的状态, 但实际已经蕴含崛起的潜力, 因为品牌在主动进行赛事赞助营销和北美专业跑步渠道合作, 建立跑步生态圈, 强化高端新品的影响力, 在后续疫情影响下的跑步热潮中欧美和日本本土核心大市场呈现突出的盈利增长动力; 同时, 核心专业运动 (CPS) 因网球鞋在欧美市场需求强劲也呈现了扭亏至双位数利润率的强劲增长。在专业运动的起势下, 公司的运动风格部门 (SPS) 开始

在欧美市场的重组，加强营销活动并清理库存，鬼冢虎（OT）在 DTC 改革中建立全球核心城市旗舰直营门店，为后续的高增长奠定基础。

在 2023-2025 年，亚瑟士用运动风格和鬼冢虎的火爆点燃了盈利加速增长的第二阶段，同时专业运动产品进一步升级，甚至开始带动专业跑步服装增长。专业跑步（P. Run）凭借马拉松赛事曝光和 C-Project 的新品强化，在美国市场专业跑步渠道份额飙升，并逐步受益中国、东南亚市场的专业跑步需求高增长，高端化趋势下经营利润率进一步提升到 20% 以上；与此同时，在长期亏损调整的服装装备部门（APEQ）也凭借长期的产品线优化，聚焦跑训系列、与跑鞋联动搭配等方式下，实现了扭亏为盈至双位数的利润率；复古跑鞋的热潮开启，品牌在前期打下健康的渠道基础上，通过高端潮流联名、女性破圈、时装周大秀、数字媒体传播和本地化运营等多种措施下，推动运动风格（SPS）和鬼冢虎（OT）迎来两年以上高达 50% 左右的复合高增长，经营利润率大幅攀升至 30% 左右，为集团的利润翻倍增长贡献突出，远超管理层指引。

图32: 亚瑟士 2019-2025 财年产品战略演变过程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图33: 亚瑟士 2019-2025 财年各品类表现与战略梳理

品类表现与战略	2019财年	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年	2025财年
专业跑步 (P.Run)	收入+4.4%至1781亿, 收入驱动来自北美双位数增长(首次增长)。因专业跑鞋店合作强化及活动营销; 欧洲Q4促销疲软。 利润率-2.7ppt至2.3%。利润下滑因营销费用激增23亿日元(赞助马拉松、METARIDE/GLIDERIDE新品发布活动) 目标: 深化北美专业渠道合作, 强化赛事营销; 优化欧洲促销策略, 提升终端转化率; 控制营销投入效率, 平衡短期投入与长期回报	收入-2.9%至1652亿, 大中华区增长超25%。主因及时新品发布、马拉松赞助和直播销售, 电商收入翻倍 利润率+2.9ppt至5.6%。因电商优化毛利率。 BLAST/RIDE系列新品成功, 因SG&A费用控制 目标: 扩大市场份额, 推出专业跑者竞速鞋和年轻群体BLAST系列; 推广全球Tech Rep服务, 北美、欧洲重点推进, 日本2021年启动; 构建跑步生态ASICS World Ekiden	收入: +24.4%至1977亿, METASPEED支持顶级运动员创佳绩, MAGIC SPEED等衍生款高速增长; BOUNCE吸引年轻消费者销量翻倍。所有关键地区均两位数增长 利润率: +4.8%至20.5%。因毛利率提升, 电商渠道建设和工厂关停下聚焦高毛利产品 目标: 2022年收入+7%/尽管工厂关停影响, 提升毛利率, 通过高毛利产品、电商和关键产品溢价, 增加对年轻人和女性以及发展中国家营销费用, 复制北美和欧洲的跑步生态圈到意大利	收入+10.8%至2306亿, METASPEED技术突破, 全球赛事使用率提升, 日本大学群夺冠赛前站前两名, 欧洲、大中华和东南亚/南亚双位数高速增长 利润率: 1.5ppt至19.0%。全球尤其欧美物流成本上涨侵蚀利润; 汇率波动导致原材料采购成本上升 目标: 推出新系列S4, 提升全球高性能跑鞋市场份额; 新设计准则ASICS DESIGN, 强调“感官体验”; 打造的首款旗舰产品NIMBUS 25成为核心战略单品; 将重点拓展成长型产品BOUNCE系列, 聚焦年轻消费群体	收入+3.2%至2,859亿日元, 因全区域增长, 日本、中国、东南亚表现突出; 产品创新和赛事合作(箱根野传份额)拉动需求 利润率: 1.5ppt至17.5%。主因研发投入增加及供应链成本上升 目标: 深化跑步生态系统: 整合赛事平台(如Race Roster)与OneASICS会员系列; 推出METASPEED+系列, 针对巴黎奥运会运动员提供定制产品	收入+7.6%至3077亿, 因大中华区及东南亚/南亚市场双位数增长, 北美专业跑鞋店份额从No.3(9%)升至No.2(19.9%) 利润率+4.1ppt至21.6%。因高端产品策略推动单价提升, 渠道优化 目标: 深化2025东京世界田径锦标赛推出新品, 巩固日本、北美、欧洲跑步市场领先地位, 实现11.6%增长	Q1收入+11.4%, 因高端产品策略(如METASPEED系列)推动, 北美跑鞋专卖店份额达20% Q1利润率+0.6ppt, 因高单价产品占比优化产品组合, 抵消原材料成本压力 目标: 7月推出METASPEED TOKYO系列(SKY/EDGE款), 8月发布轻量METASPEED RAY; 绑定东京世锦赛营销, 强化运动员营销(如Incent Kipkemoi)
运动风格 (SPS)	收入-7.7%至360亿, 收入因欧洲疲软(-18.9%)、北美批发渠道收缩。 利润率-1.7ppt至-1.2% 因收入下降, 已经进行SG&A削减, 大阪首家自营店LINK SUN/MEDIA开业 目标: 欧洲市场空白; 优化产品定位, 针对性促销; 北美渠道整合; 收缩低效批发, 聚焦高潜力零售伙伴; 试点自营模式, 测试新零售策略	收入-10.6%至306亿, 大洋洲因GEL-QUANTUM热销增长, 但北美渠道优化、欧洲门店关闭下滑 利润率-0.1ppt至-0.9%。因SG&A费用削减抵消收入下降影响 目标: 强化品牌合作(设计师、媒体、重点客户); 产品+数字营销策略; 开拓年轻客群; 提升流程效率, 优化毛利率	收入: +6.5%至314亿, 欧洲、大中华区和大洋洲双位数增长 利润率: +6.1ppt至13.0%。关键市场收入增长, 毛利率提升4.9ppt 目标: 持续推动全球活动利用数字媒体加速建立生活方式品牌; 发展女性营销群; 通过千禧年跑鞋GEL-NIMBUS 9, 22年初启动滑板业务	收入+19.3%至396亿, 获HYPEREAST最佳鞋履品牌奖, 溢价提升, 以及欧洲、大中华区超过20%的高增长 利润率: 1.8ppt至14.8%。虽然物流成本在欧美构成拖累, 但库存已降至合理水平; 大中华区和澳洲的利润高速增长并超出预期 目标: 表现持续强劲, 执行聚焦于特定区域/领域的增长战略	收入+26.9%至550亿日元, 因GEL-KAYANO 14、GEL-1130等潮流鞋款在北美/大中华区热销 利润率+5.5ppt至20.3%。因DTC渠道占比提升且规模效应摊薄固定成本 目标: 持续与本土设计师合作, 推出GEL-KAYANO 20并开发新服装产品, 目标实现36.9%增长	收入+56.2%至925亿, 因复古科技鞋款(如GEL-KAYANO 14/20)全球热销 利润率+7ppt至27.3%。因高毛利产品占比提升且规模效应摊薄固定成本 目标: 继续VINTAGE TECH系列热度, 推出GEL-KAYANO 20并开发新服装产品, 目标实现36.9%增长	Q1收入+49.3%, 因全区域双位数增长, 北美和大中华区核心驱动, VINTAGE TECH系列热销 Q1利润率+1.6ppt, 虽然批发渠道占比加大导致毛利率下降 目标: 6月巴黎时装周品牌活动; 强化女性市场(GEL-DSTRAINER 14营销); 优化渠道结构, 控制批发占比
核心运动 (CPS)	收入+4.4%至429亿, 收入因日本足球业务(伊理斯合作品牌效应)、北美网球品类增长。 利润率-0.5ppt至-3.2%。利润率因赞助世界田径锦标赛等营销活动拖累利润 目标: 深耕细分市场: 足球(日本)、网球(北美)专业化运营; 优化赞助投入; 聚焦高ROI赛事/运动员; 开发技术新品(如跑鞋); 备战全球体育盛事	收入-18.5%至340亿, 疫情导致除大中华区外全区域下滑, 但日本运动鞋需求稳定 利润率-8ppt至-8.4%。收入减少抵消了SG&A费用削减, 毛利率销量拖累 目标: 聚焦网球/室内运动, 优化各品类规模, 全球扩展工作鞋业务, 加强利润管理, 控制成本	收入+19.3%至399亿, 因北美网球鞋市占率第一, 欧洲市场表现显著 利润率: 8ppt至12.1%。因毛利率提升3.5ppt, 关键区域的毛利率提升 目标: 通过草根推广和数字营销提升网球及室内运动品类的全球市场份额, 将日本市场广受好评的工作鞋推向全球	收入+22.7%至506亿, 因北美网球鞋市占率第一, 欧洲市场表现显著 利润率: 5.3ppt至17.5%。因费用率优化 目标: 执行聚焦于特定区域/领域的增长战略; 深化运动员合作, 扩大北美/欧洲专业赛事渗透; 开发足球鞋DS LIGHT X FLY PRO等新品	收入+27.2%至688亿, 因网球鞋(德约科维奇代言效应)和篮球鞋在欧洲、北美需求旺盛; 印度市场工作鞋销量增长60%+ 利润率+0.3ppt至17.8%。受益于高溢价产品占比提升及电商渠道优化 目标: 扩大职业运动合作: 签约更多网球/篮球运动员, 强化专业赛事曝光; 拓展印度及东南亚市场, 开设专项运动零售店	收入+4.3%至752亿, 因欧洲、大中华区网球及室内运动增长抵消日本战略收缩不盈利的项目 利润率+0.1ppt至17.9%。因产品高溢价和溢价带动毛利率提升 目标: 在澳大利亚举办网球风会引入旗舰新品GEL-RESOLUTION X, 提升开发效率实现8.2%的增长	Q1收入+2.8%, 因网球品类(北美/欧洲)增长被日本校服业务收缩拖累 利润率-1.8ppt, 因低毛利业务退出及校服业务短期承压 目标: 聚焦高毛利品类(网球/篮球); 签约运动员营销(如Yuki Kawamura); 削减非核心产品线
服饰装备 (APEQ)	收入-10.4%至405亿, 收入下滑因团队运动装备需求波动 利润亏损 利润率: 虽然亏损但收窄, 因SG&A费用下降, 日本及北美Q4毛利率显著提升 目标: 把握赛事机遇: 借力赞助资源(如橄榄球世界杯)推动团队装备销售; 开发可持续产品线, 响应环保趋势; 强化供应链协同, 提升区域毛利率(尤其日本、北美)	收入-23%至302亿, 全球全区域受疫情冲击 利润亏损, 收入下滑导致毛利和减少, SG&A削减(人员优化、广告费降低)未能完全弥补 目标: 降本增效, 转移生产基地, 整合供应商; 优化资源, 开发差异化产品; 推动批发/零售门店数字化转型	收入+10.4%至328亿, 因关键区域双位数增长, 跑鞋系列增长15% 利润率: +17.6ppt至0.5%。因欧洲日本和大中华区扭亏为盈, 毛利率提升 目标: 集中高毛利产品优化门店坪效改善自营门店盈利, 整合全球工厂提供供应链架构降本增效并提升品质, 针对全球战略产品“ACTIBREEZE”开展营销活动, 2月在日本率先上市	收入-3.0%至331亿, 因日本和北美市场下滑 利润率-4.2ppt至-4.7%。因库存减值和折扣清仓; 完成成本分摊比例核算 目标: 聚焦跑鞋/训练品类, 收缩非核心产品线; 优化供应链, 目标扭亏为盈	收入+35.5%至582亿日元, 因日本入境旅游复苏(游客消费额78亿日元, +32% vs 2019), 及东南亚/南亚市场扩张 利润率+8.3ppt至25.5%。因毛利率提升, 品牌溢价效应显著; 渠道结构优化(直营占比提升) 目标: 米兰时装周计划举行最大规模的秀; 开发区域限定产品强化本土化	收入+0.2%至362亿, 因大中华区高端装备需求抵消北美收缩非盈利业务 利润率+8.6ppt至11.4%。因产品高溢价, 北美成本削减, 欧洲提升毛利率 目标: 开发旗舰产品(如日本赛事俱乐部系列)优化品类组合; 聚焦高毛利高溢价产品, 实现1.7%的收入增长	Q1收入+11.1%, 因欧洲跑鞋需求强劲(如METASPEED Apparel) 利润率+4.7ppt, 因关闭低效门店优化渠道结构, DTC占比提高 目标: 强化赛事合作(东京马拉松官方服装); 拓展高性价比装备; 优化供应链降低库存(DIO改善44天)
鬼冢虎 (OT)	收入+10.7%至471亿, 收入因所有地区货币中性销售增长, 自营店与电商表现强劲(中国策略调整) 利润率+0.7ppt至18.2%。利润改善因高毛利产品占比增加, 数字化营销(网红合作)推动效率 目标: 加速全球自营店扩张(尤其中国及东南亚); 深化数字化营销, 扩大高毛利产品线; 优化批发渠道结构, 提升渠道利润率	收入-24%至346亿, 全球旅游消费萎缩, 但大中华区增长(汇率中性口径)但电商全区域增长 利润率-16.1%至2.1%, 毛利率稳定, 但费用激增后后扩张投入(纽约、米兰等旗舰店), 新增11家门店净增 目标: 旗舰店体验升级(2021年洛杉矶、北京新店)弥补日本旅游消费缺口, 通过明星合作吸引Gen-Z客群, 参与米兰时装周(2021年2月)提升品牌力	收入+6.2%至360亿, 大中华区增长20%, 东南亚/南亚年增长超40%, DTC优化 利润率-1.9ppt至12.6%。尽管营销投资激进, 通过全球核心城市开设旗舰店提升品牌辨识度 目标: 重点发展东南亚/南亚市场, 成为仅次于中国的第二大市场, 全球爆款策略, 时装周渗透, 全渠道整合, 拓展奢侈品电商平台分销	收入+1.5%至390亿, 因日本及东南亚大幅抵消大中华区疫情损失, 米兰时装周营销提升高溢价形象 利润率+4.3ppt至17.2%。因DTC渠道扩张带动毛利率提升以及日本和东南亚的盈利增长 目标: 扩大在欧洲的业务	收入+35.5%至582亿日元, 因日本入境旅游复苏(游客消费额78亿日元, +32% vs 2019), 及东南亚/南亚市场扩张 利润率+8.3ppt至25.5%。因毛利率提升, 品牌溢价效应显著; 渠道结构优化(直营占比提升) 目标: 米兰时装周计划举行最大规模的秀; 开发区域限定产品强化本土化	收入+53.1%至923亿, 因日本入境旅游需求爆发带动收入翻倍, DTC占比提升和限量系列(如DENIM系列)及文化联名溢价 利润率+8.5ppt至34%。因溢价能力增强带动毛利率提升 目标: 加速欧洲市场增长, 通过75周年纪念款等强化品牌文化, 扩大产品组合, 米兰时装周大秀, 实现28.1%的收入增长	Q1收入+56.1%, 因日本市场入境旅游拉动增长107%(入境消费额91亿日元), 限量款溢价效应显著 利润率+0.6ppt, 因高溢价产品及区域结构优化(欧洲/大中华区增长) 目标: 7月巴黎时装周旗舰店开业; 深化旅游零售渠道(日本Omotensando概念店); 扩大联名联名款(如GEL-NYC)

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

具体科技平台方面, 总结发展思路如下:

1. GEL 缓震胶: 上世纪 80 年代开创的缓震科技, 持续迭代兼具功能性发展时尚性。GEL 缓震胶是亚瑟士品牌标志性技术, 经过多年的行业科技发展, 目前应用转向两方面, 一方面是性能与材质升级后仍发挥主要功能性, 比如 2023 年后升级为 PureGEL, 多用于内置搭配其他中底平台使用, 目前仍在多数经典产品线中应用, 如支撑系列 KAYANO。另一方面是复古休闲线, 结合千禧年的鞋款将材料以可见的形式外露, 比如 QUANTUM 系列, 并且品牌在 2023 年开始推出的复古科技鞋款强调采用可见科技 (VISIBLE-TECH) 设计, 将历史经典技术转化为时尚设计语言。

2. **FF Blast/FF Leap 泡棉：近 10 年主推的中底科技，轻弹性能持续升级。**在 2016 年品牌推出相比 EVA 具有更好的轻质与回弹性能的 FlyteFoam 科技平台，随后延伸轻量化与回弹率更好的超临界发泡中底 FF Blast。在近几年进一步升级 FF BLAST PLUS、FF BLAST+ ECO、FF BLAST MAX、FF BLAST TURBO\FF Leap 等新平台，在轻量、缓震、回弹以及环保等方面做出了突破。

图34：亚瑟士 2019-2025 财年业绩交流提及核心科技平台发展过程

核心科技平台	2019财年	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年	2025财年
GEL	GEL-KAYANO 26 GEL-QUANTUM 90	GEL-KAYANO 27	GEL-KAYANO 28 GEL-NIMBUS 23	GEL-EXTREME, GEL-NIMBUS 9	GEL-1130 GEL-KAYANO 14 GEL-NIMBUS 25 GEL-LYTE III CM 1.95	GEL-KAYANO 31	GEL-DS TRAINER14, GEL-NYC
	KAYANO 26搭载 GEL 缓震技术，提升吸震效果与步伐流畅性；融合了2000年代末的标志性鞋面设计和缓震技术	前掌GEL内嵌，后跟GEL改为几何切割设计，提升形变效率	采用后跟外露GEL胶+前掌隐藏GEL的双区设计	EXTREME基于1989年篮球鞋款，复刻NIMBUS 9跑鞋原型可视化后跟GEL胶	NIMBUS25升级 PureGEL，内嵌结合 FF BLAST+ECO提供云端般柔软脚感；复刻2000年代经典款，外露式GEL缓震单元	后跟GEL技术内嵌 PureGEL中底，落地缓冲提升25%，专为过度内旋跑者设计	复古科技鞋款采用可见科技 (VISIBLE-TECH) 设计
FF BLAST/FF LEAP		NOVABLAST 890元	NOVABLAST 890元	SUPERBLAST, NOVABLAST, DYNABLAST	SUPERBLAST, NOVABLAST, DYNABLAST	METASPEED PARIS 1690元、NOVABLAST	METASPEED RAY, METASPEED TOKYO, NOVABLAST
		开创新产品线BLAST和RIDE系列，并目标将BLAST系列产品向年轻消费者推广	BLAST系列同比增长246%，也将客群拓宽到年轻人	更新产品矩阵 BOUNCE系列面向年轻人，在 NOVABLAST上下拓宽价格带新品	升级FF BLAST PLUS，在重点减轻和缓震提升上改进	升级FF BLAST MAX，密度更低回弹率更高，用于NOVABLAST5；FF BLAST TURBO+用于METASPEED PARIS，结合的更轻量化中底FF LEAP	推出轻量化突破的竞速跑鞋METASPEED RAY，全掌采用FF LEAP中底，计划7月发售

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

具体产品系列方面，总结近几年发展思路有以下几点：

专业跑步系列：发力顶级竞速系列，构建跑步生态圈，凭借在支撑与缓震跑鞋深厚的技术积累带动整体产品矩阵高端化。从亚瑟士经典鞋款的代数可以看出支撑和缓震是品牌深厚的立足基础，定位于支撑的 KAYANO 系列、缓震的 NIMBUS 系列等已经迭代了近 30 代，而多年的发展也伴随品牌老化的问题，在近几年让品牌在专业跑步领域重返巅峰的战略始于发力竞速系列，伴随行业科技升级和品牌恰当的产品策略，使品牌获得强劲的增长动力。

1) **2019-2021 年，竞速跑鞋系列创新，整合全球赛事平台，为扩大跑步市场份额打下基础。**这几年品牌为重塑专业跑步龙头地位做出了多方位的举措，可以概括为产品创新、赛事营销、生态构建、渠道优化等几个方面。

产品方面，2019 年首先推出全新竞速跑鞋 METARIDE，采用创新中底技术，主打“减少能量损耗”，在东京马拉松创下销售纪录。更进一步，2021 年推出 METASPEED 系列 (Sky/Edge)，专为精英运动员设计，采用碳板技术和轻量化材料，助力运动员在马拉松赛事中破纪录（官网实时更新穿着 METASPEED 打破个人记录的运动员数量）。到 2021 年，新的跑鞋矩阵搭建成型，拥有 5 大产品线，其中以高端竞速 SPEED 系列引领品牌高度，以缓震回弹 BOUNCE 系列驱动生意放量（2021 年实现翻倍增长）。

营销方面，品牌在全球核心赛事上加大投入，赞助东京、巴黎、芝加哥等全球马拉松赛事，并签约精英运动员，通过赛事曝光强化品牌专业形象。

生态圈方面，品牌在疫情后利用线上化的契机，2020 年推出 OneASICS 会员计划，整合训练、赛事、社区功能，后续会员数从 2020 年 320 万增至 2024 年 1660 万。并陆续收购赛事平台 Race Roster（北美，2020）、Njuko（欧洲，2022）和 R-bies（日本，2022），建立全球最大跑步赛事注册网络。

渠道优化方面，品牌在前期开始进行库存清理，2019 年已经实现了北美专业跑

步渠道的增长转正，至 2021 年实现 4 年以来的首次盈利，并高度重视在专业跑步渠道的份额与高端化。

2) 2022-2025 年，精英技术反哺大众市场，优化专业跑步渠道铺货，推动产品矩阵高端化。在上一阶段的产品和生态打下良好的基础上，这一阶段品牌进一步发力经营赛事的曝光度，并加快产品科技从创新升级到商业化推广应用的节奏，配合专业渠道产品线的调整实现丰厚的利润回报。

精英产品方面，2022 年品牌更新搭载 FF BLAST TURBO 的 METASPEED+ 系列产品，实现多位运动员破纪录的成绩，随后在 2023 年发布升级 METASPEED PARIS 系列，在巴黎马拉松大幅提高曝光度，108 名精英运动员穿着创 5 项国家纪录，在本土赛事箱根驿传穿着率大幅跃升，排名从第 3 提升至第 2。

大众市场方面，品牌在面向 2026 年的中期计划中提到了在全球主要国家均达到专业跑步市场份额第一的目标，实现的方式核心是“C-Project”——“为赞助体育赛事和国际比赛打造‘制胜产品’，扩大‘运动员训练营’以在全球培养年轻个运动员”。实际执行的方式即利用精英跑者与产品的影响力，将科技用于大众产品中实现性能升级并商业化。同时大众产品也进行高端化，核心聚焦价格带约为人民币 800 元以上的产品。在 2022 年亚瑟士于北美、欧洲、日本的跑鞋市场份额约为 9%、25%、26%，公司目标在 2026 年分别提升至 25%、29%、33%。实际执行中，亚瑟士在 2024 年北美市场专业跑步渠道份额大幅跃升至接近 20%。

图35: 亚瑟士 2019-2025 财年业绩交流提及专业跑步核心产品 IP



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

运动时尚系列：基于经典科技与鞋款结合现代设计复刻，潮流化运营打入时尚圈。将悠久的品牌历史重新焕活为时尚潮流是运动品牌破圈增长的一种典型策略，亚瑟士在 2019 年重组业务部门，成立了运动风格（Sport Style, SPS）品类，经过前期的渠道和产品线调整及营销造势的铺垫后，在近两年爆发出强劲的盈利增长趋势。

1) 2019-2022 年，创设运动风格系列，重构商业基础，产品线以可见技术

(VISIBLE-TECH) 和经典系列 (CLASSIC) 主打。系列重构的基础是重新锚定目标客群，聚焦细分市场，相应进行一系列调整，包括价格由此前的中低端调整为中高端、推出针对消费者细分的产品组合、渠道的目标从走量为主转换为各类型渠道的具体战略目标、清理过剩库存、营销导向从产品转为品牌，并以品牌影响力为驱动进行跨界合作。

同时组织架构也进行了全球整合，兼具总部管理与区域本地化的特征。一方面在神户和东京总部有战略、产品、市场营销、设计和开发职能，另一方面在波士顿具有规划、设计和开发职能，在阿姆斯特丹也有市场营销、设计和开发的团队成员。另外合作战略包括加利福尼亚的企划和开发职能，以及针对中国市场的产品在上海也具有企划和开发职能。

代表性的产品线包括从 2019 年开始推高品质中端价格的产品，创立 GEL-QUANTUM 系列、GEL-LYTE III 130 周年产品，并推出联名合作款如与 Kiko Kostadinov 合作提升时尚熟悉。

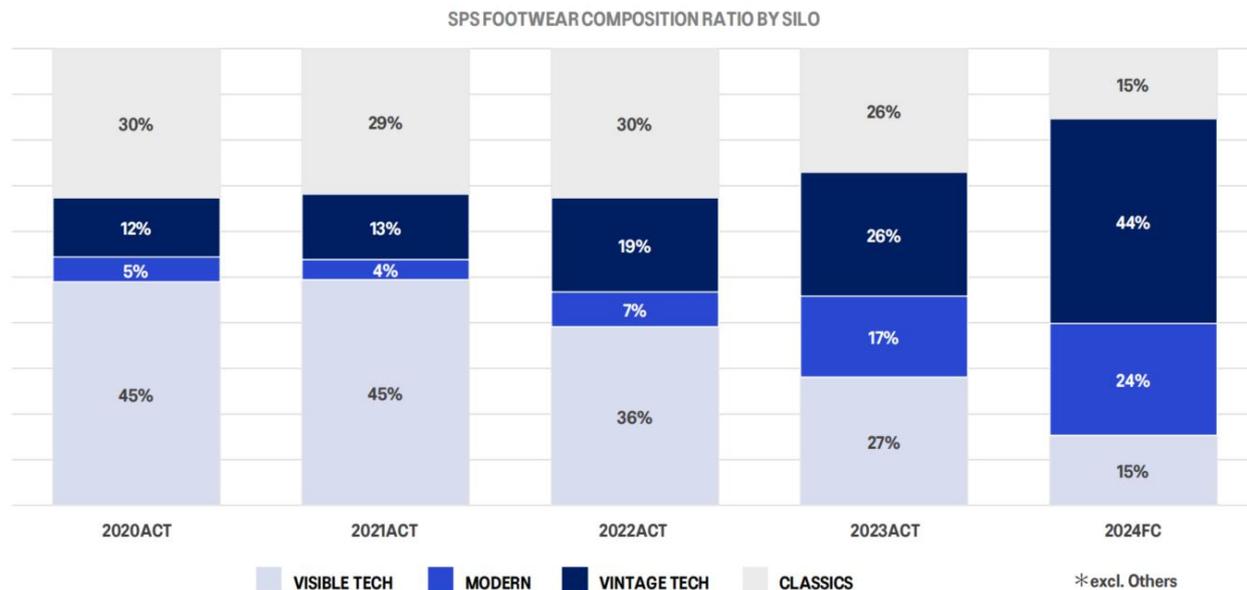
渠道上从依赖批发渠道多品牌零售商的模式开始进行转型，大中华区曾因直营化和聚焦跑步品类调整导致下滑，欧洲为最大市场，北美和日本次之。

2) 2023-2025 年，高端化与差异化迸发，多地市场共同驱动，复古技术 (VINTAGE TECH) 和现代 (MODERN) 系列快速增长。基于业务重构的良好基础，高端新品拉动业绩出现快速增长，在产品方面 2021 年开始获得初步增长的 VINTAGE TECH 系列在 2023 年翻倍增长，MODERN 系列更是数倍增长，除驱动整体运动风格业务快速增长以外更带动了盈利水平的进一步上行。2023 年对比 2021 年，SPS 部门的收入达到接近翻倍的 593 亿日元，经营利润率从 13% 跃升到 20% 以上。

代表性的高端产品包括，Visible-Tech 的 KINETIC FLUENT 中定价 33,000 日元的 GEL-QUANTUM KINETIC，VINTAGE TECH 中定价 17,600 日元的 GEL-KAYANO 14，并陆续新增 Modern 系列如 GEL-NYC 和滑板系列覆盖多元风格。

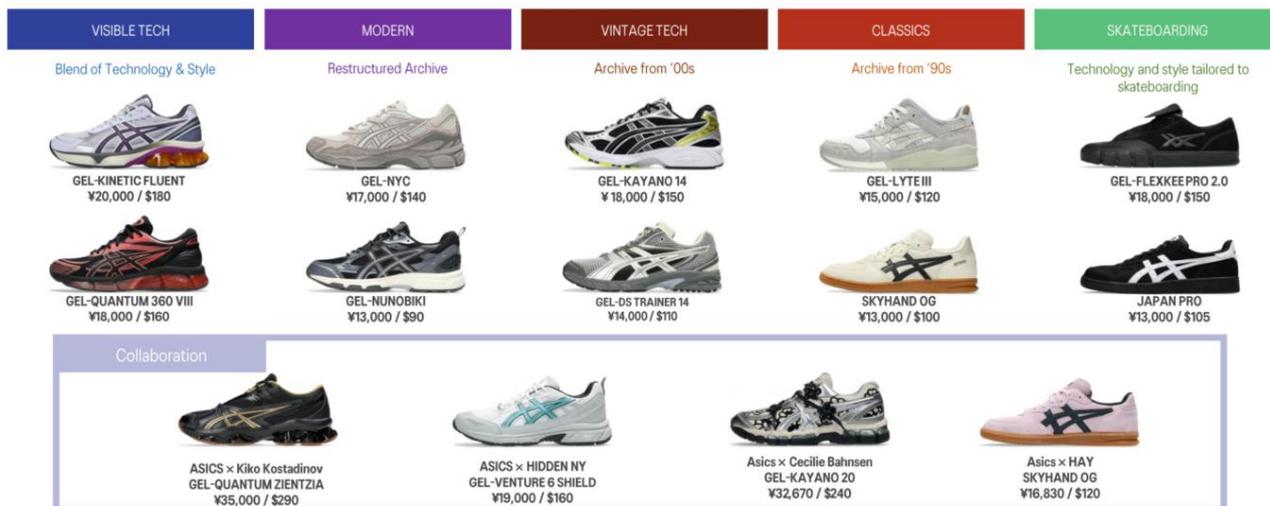
渠道和营销方面，在前期改善直营渠道和数字渠道的基础上，2024 年进一步专注高端分销加速了增长。采取数字化与潮流结合的模式，举办巴黎时装周快闪活动的高端品牌体验，利用社交媒体营销 TikTok/Instagram 等最大化分享品牌热度给全球观众，触达 Z 世代。并进行明星联名与社区运营，合作偶像 Yoasobi，签约 Stefon Diggs 等代言人，打造“粉丝共创”社区。

图36: 亚瑟士运动风格部门鞋类产品线占比变化



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图37: 亚瑟士 2025 财年业绩交流提及运动风格产品矩阵



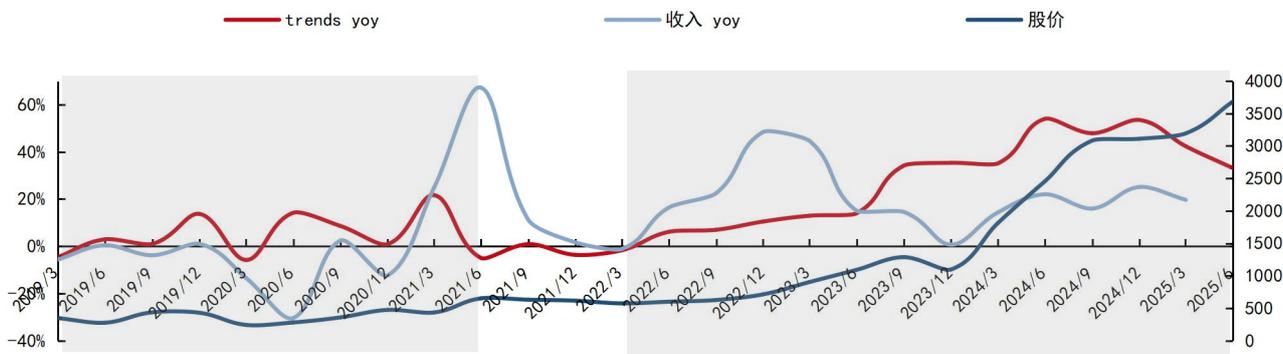
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

消费者心智跟踪: 早期品牌影响力上升并未在业绩与股价充分体现, 近三年业绩与股价爆发期影响力加速上行

亚瑟士品牌早期业绩承压但影响力上升, 近三年搜索指数持续大幅度增长。2019年亚瑟士业绩显著落后于行业, 但搜索指数反而上升, 到2020年疫情中业绩甚至亏损, 而搜索指数再次明显上升。到2022年下半年至今随着品牌起势, 业绩持续超

预期，搜索指数和业绩、股价同步上升。回顾公司产品战略可以得知，虽然 2019 年业绩承压，但品牌在专业跑步领域加大营销投入并增加在产品上的升级已经产生了市场营销力，可以看出品牌在业绩低谷期的搜索指数上涨是一个值得关注的积极信号。

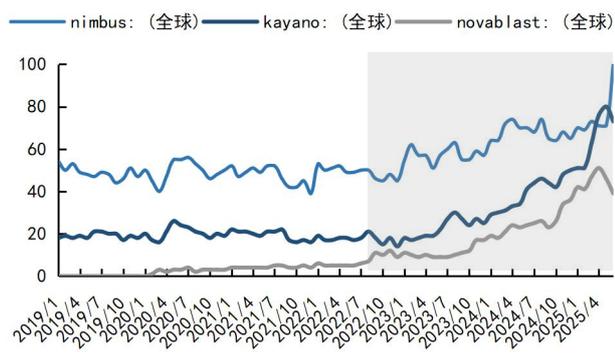
图38: 季度股价和季度收入增速、搜索指数增速对比



资料来源: Google trends, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

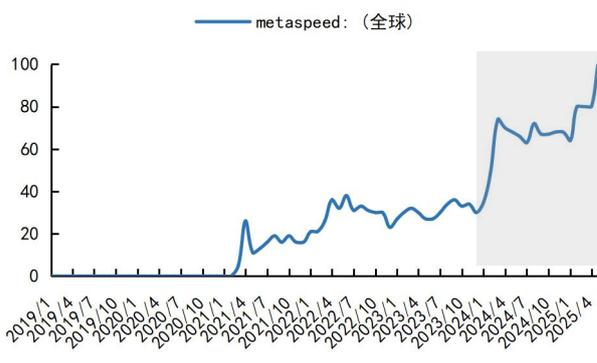
BOUNCE 系列的新品 NOVABLAST 在 2022 年下半年已经接近品牌历史最悠久的产品线的热度，近一年多几款核心产品同步加速上行。针对品牌老化的问题品牌在借助新中底科技 FF BLAST 推出后重点推广 BOUNCE 系列中的 NOVABLAST 旗舰产品，目的是借助顶级竞速产品的赛场影响力，将科技下放至大众跑者能够接受的价格段，并调整出具有良好的轻质回弹效果的新品，目标吸引年轻新客群。从搜索指数快速上涨至接近 KAYANO 系列的水平可以看出新品战略的成功。另外在 2024 年初至今，旗舰竞速系列 METASPEED 借助巴黎奥运会推出的新款以及最近进一步升级的新品创造了搜索指数加速上涨的趋势，而大众产品中的 NIMBUS 和 KAYANO 随产品性能升级以及 SPS 系列的复古潮流推动实现了同步加速上行，可以看出当前品牌的产品周期仍在景气上行阶段。

图39: 亚瑟士主要产品线搜索指数对比



资料来源: Google trends, 国信证券经济研究所整理

图40: 亚瑟士 METASPEED 产品线搜索指数变化



资料来源: Google trends, 国信证券经济研究所整理

营销开支占比低于两大运动品牌或与品类有关，营销投入与品牌热度趋势正相关。亚瑟士最近几年营销开支占比在 7%-8% 之间，与耐克 8%-10% 和阿迪达斯 11%-12% 的比例相比属于较低水平，可能与赞助的运动类型有关，因足球和篮球国际顶尖赛事的曝光度和费用较高，全球知名球员的收入也较高，而跑步马拉松领域的活动和运动员赞助的费用相对较少（例如，Sportico 发布的 2024 年全球运动员收入排名榜中，前 100 名有 36 名篮球运动员和 22 名足球运动员，但未有马

拉松运动员。另外，Google Trends 全球搜索指数中，多年以来始终保持足球>篮球>跑步的排序。），因此亚瑟士侧重于跑步赛道的营销对投入资金的需求相对另两大国际运动品牌而言规模较小。但就自身的营销开支投入比例和金额同比变化可以看出对品牌影响力和收入的驱动效果。

1. **2018-2020 年，顶住盈利压力，坚持高营销投入。**这三年亚瑟士的营销开支占比在 8.5%-10%之间，尤其自 2019 年明显增加，且在 2020 年疫情影响中即便收缩营销开支但占比仍较高。这一阶段品牌战略性的配合新品 METARIDE、GLIDERIDE 的推出发起营销活动，并赞助马拉松比赛，对短期盈利构成了压力，但这也驱动了北美市场五年来首次恢复增长。
2. **2021-2022 年，品牌效益初步释放，营销占比下降。**疫情后品牌收入增长快速，营销开支金额的增长不及收入的增速，于是占比有所回落。管理层提到有部分产品发布时间调整因此减少了广告费用，但看好营销投资的驱动效果，尤其在马拉松和日本本土的驿传赛事的投入，是欧美和大中华地区销售增长的关键因素，也促进了市场份额的提升。
3. **2023-2024 年，加大营销投入，专业新品推出节奏加速，时尚品类迅猛增长。**根据管理层制定的 2026 中期计划，广告开支占比的目标是控制在 8%的水平，相比 2023 年稳定略升，而降低管销费用占比的措施主要体现在人力成本以及佣金租金等其他费用的比例下降。管理层对品牌建设投入仍高度重视，且方式更加多元化，一方面体现在专业运动领域合作运动员破纪录或拿到奖牌的数量大幅增长，另一方面也因时尚品类的快速崛起举办时装周快速、知名艺术家和偶像联名合作计划等并结合自媒体平台发起粉丝共创等圈层营销活动。可以看出在 2023 年大幅增加营销开支并在 2024 年维持较快的营销开支增速后，品牌热度在 2023-2024 两年呈现加速上升的势头，增速甚至明显高于品牌自身收入的增长，也为后续的业绩提供了较好的品牌热度转化基础。可以看出亚瑟士虽然营销开支占比不高，但效果突出，一方面受益于跑步本身营销开支规模不大但需求景气度向上，另一方面也有赖于品牌成功的专业+时尚双轮驱动打法。

图41：亚瑟士年度搜索指数、营收和营销开支对比

年度平均	Trends	收入(¥m)	营销开支(¥m)	营销开支占比	Trends YoY	收入YoY	营销开支YoY
Dec-18	34.2	386,662	33,056	8.5%	-7.4%	-3.4%	
Dec-19	35.2	378,050	35,844	9.5%	2.9%	-2.2%	8.4%
Dec-20	36.8	328,784	29,194	8.9%	4.5%	-13.0%	-18.6%
Dec-21	37.8	404,082	31,583	7.8%	2.7%	22.9%	8.2%
Dec-22	39.8	484,601	33,973	7.0%	5.3%	19.9%	7.6%
Dec-23	49.3	570,463	43,646	7.7%	24.1%	17.7%	28.5%
Dec-24	73.0	678,526	52,099	7.7%	48.0%	18.9%	19.4%

资料来源：Google trends, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

总结：产品周期对运动品牌业绩至关重要，投资应判断周期阶段把握核心关注点

上升期：将营销大事件作为起点，关注商业化阶段市场竞争环境

我们将耐克、阿迪达斯、亚瑟士三家品牌的跑步品类产品周期放在一起对比，三家公司的经营思路是一致的，但产品周期的起点时间不同、商业化成功与否的结果也不同，对比后可以明显的看出在新品培育早期和商业化开启后应当关注的点：

1、顶级曝光为新品积蓄势能，关注核心圈层反馈与商业化动作

耐克最早在 2019 年通过基普乔格“破 2”活动曝光了革命性的新品，随后国际田联颁布跑鞋新规（中底厚度 $\leq 40\text{mm}$ 、仅允许单层刚性材料）基本确立了顶级竞速跑鞋的开发模板，2020 年耐克正式发布 Alphafly NEXT%，奠定了行业技术的制高点。虽然 Alphafly NEXT%、Vaporfly NEXT%已上市，但 2000 元以上的价格难以充分打开市场，对品牌销量贡献有限，耐克的商业化动作在 2021 年体现在 ZoomX 技术计划下放至缓震跑鞋 Invincible 中。

进入 2022 年，来自竞品的核心圈曝光度正在大幅上升。阿迪达斯的 Adizero Pro3 和亚瑟士的 METASPEED+正在刷新许多顶级马拉松赛事的记录，并陆续发布了更轻量的马拉松跑鞋。2023 年阿迪达斯发布了 Pro EVO，随后将设计元素融入到生活跑鞋 EVO SL 中，开启了破圈商业化模式。亚瑟士则是将 METASPEED 系列的中底科技更新，随后下放至缓震回弹系列跑鞋中，推动经典系列 NIMBUS、KAYANO 和新系列 NOVABLAST 的增长，后续在借助巴黎奥运会和东京田径世锦赛等大型赛事迭代更新 METASPEED 系列，并在 2025 年推出超轻量的竞速跑鞋 METASPEED RAY。

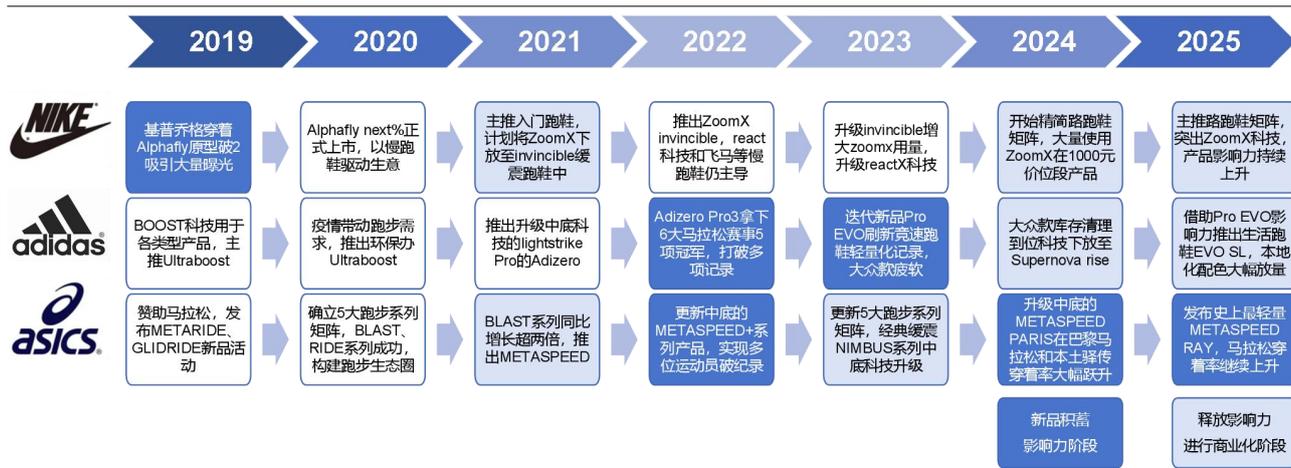
2、科技下放+时尚破圈实现广泛商业化，关注竞争环境

2020-2022 年，跟踪当时的 Nike 品牌管理层表述和搜索指数可知，驱动跑步品类生意的主要产品仍为入门慢跑鞋。来自品牌的顶级竞速跑鞋的 ZoomX 科技赋能的高端缓震跑鞋 Invincible，定价约 1299 元，并未获得与 Nike 经典跑鞋飞马可比的销售体量（Invincible 热度仅为飞马 1/10）。与当初 2019 年品牌创下足以颠覆马拉松竞速跑鞋开发模板的影响力而言，品牌势能与科技创新积蓄的能量在后续几年并未得到充分释放，Nike 这一阶段的科技商业化可以评价为比较失败，这背后的原因除了与品牌在疫情期间过度重视 DTC 渠道和运动生活品类的发展以外，也存在竞争层面的压力。

阿迪达斯和亚瑟士在 2021 年开始升级了对标 ZoomX 的中底科技，并陆续更新自身品牌的旗舰竞速跑鞋，在后续几年的全球主要马拉松赛事中的奖牌数与上脚率中，耐克的份额被相继蚕食。而将品牌势能进一步商业化变现的举措，阿迪达斯与亚瑟士做的更为成功。阿迪达斯通过将竞速跑鞋的降级版本跨界至“生活跑鞋”领域，除了满足了慢跑训练的需求更掀起时尚潮流，从 Adizero 搜索指数的持续上升可以看出产品商业化的成功；亚瑟士结合自身悠久的慢跑鞋产品线基础，通过升级科技实现了产品性能、价格与销量的多重提升效果，并开创出新的 BOUNCE 产品线破圈至年轻消费者，从几款产品同步向上尤其新品 NOVABLAST 也接近经典产品的热度可以看出商业化的成功。

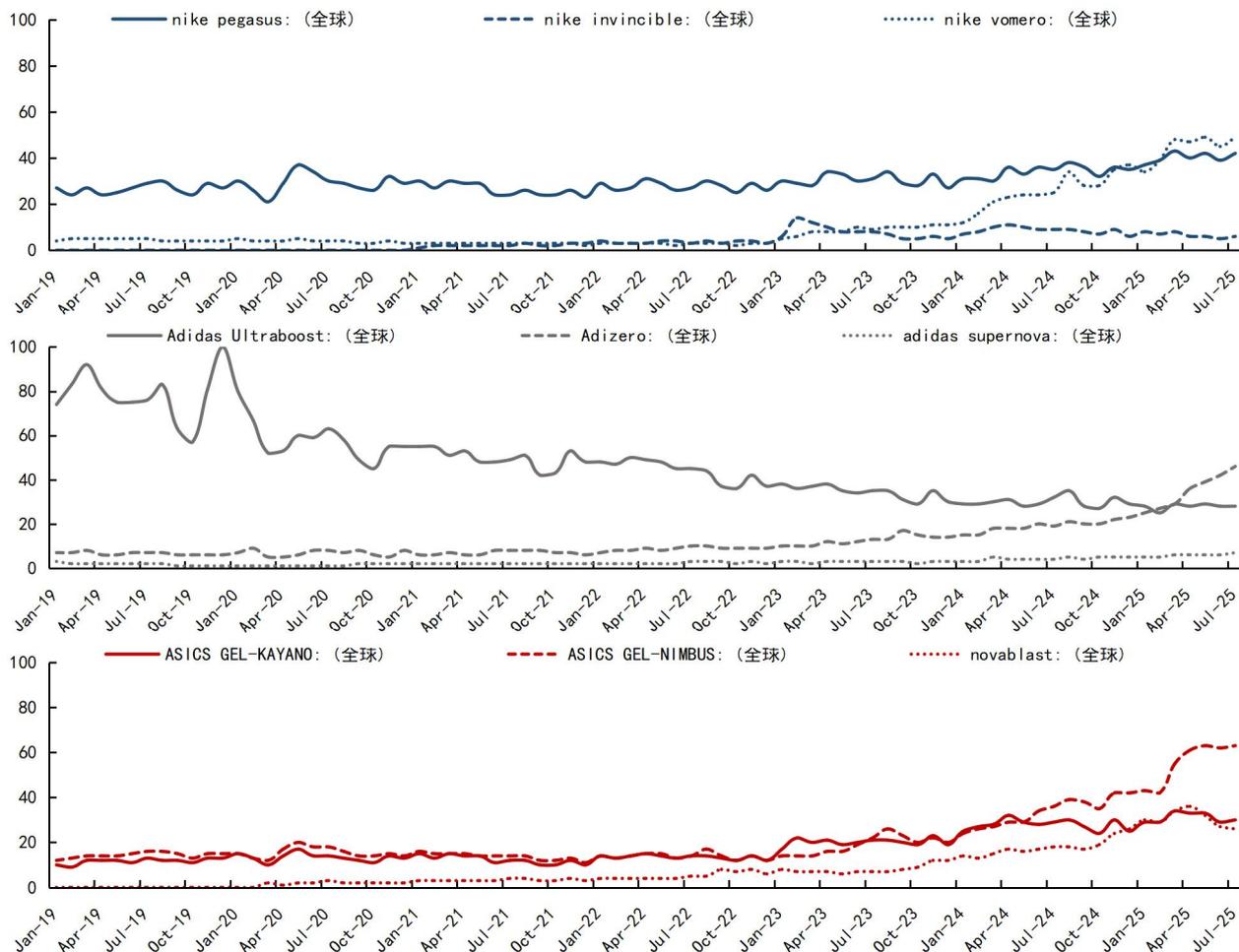
直至近期，耐克调整业务中心回归专业运动，并重塑路跑鞋矩阵，将 ZoomX 科技下放至 1099 元价位段的 Vomero，而且不仅在科技材料的使用量上加大，还在设计上着重突出 ZoomX 的标识，让消费者从视觉上就能清晰感受到产品来自先进的缓震材料带来的舒适跑感。系列举措获得了有效的反馈，从搜索指数可以看到 Vomero 系列在 2025 年热度已经反超了飞马系列。

图42: 耐克、阿迪达斯、亚瑟士的跑步品类产品周期对比



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图43: 耐克、阿迪达斯、亚瑟士的跑步产品线搜索热度对比



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

瓶颈期：热度持续回落关注供给调整情况，新产品与新赛道接力规划

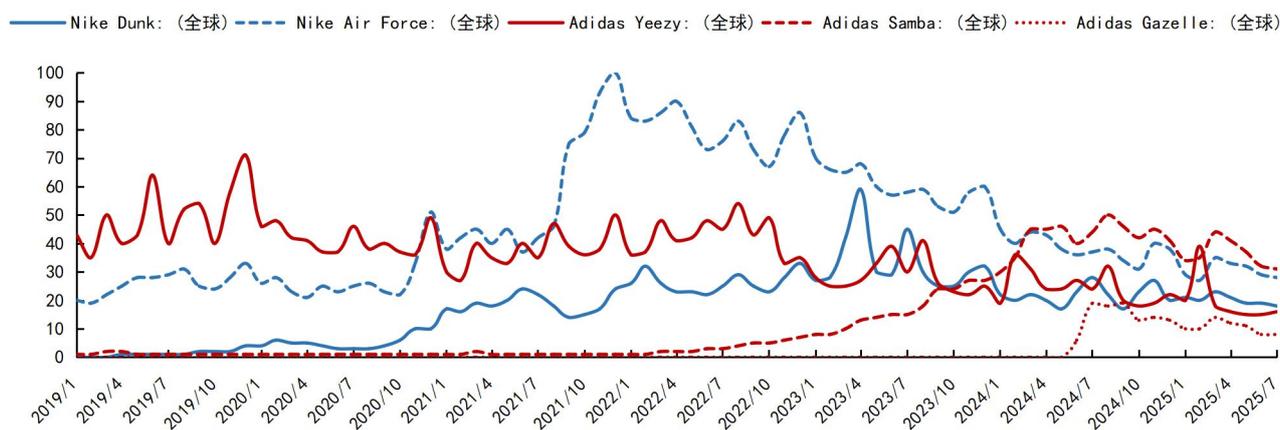
耐克、阿迪达斯两大运动品牌的运动生活产品线具有较大的规模与影响力，以代表性产品搜索热度作为跟踪指标，对比热度回落时间点与当时业绩变化和管理层表述对比可以看出搜索热度的变化更为领先，观察到信号后，判断品牌业绩能否软着陆或再续增长有以下主要观察点：

1、商业化后期关注渠道健康与新品周期接力

前面分析耐克在专业跑步领域商业化进度不及预期，但品牌 2021-2022 年的业绩仍较为亮眼，因在此期间品牌成功将运动生活的两大经典产品线 DUNK 和 AF1 运作火爆，尤其 DUNK 系列在此前几乎毫无声量，而在 2023 年顶峰甚至接近 AF 系列的影响。管理层在 2024 财年提到 DUNK 系列从 2019 财年的 0%增长成了 10 亿美金级别的系列。而从搜索指数可以看出无论是 DUNK 还是 AF 系列，在 2023 年后半年均呈现回落态势，此时管理层仍提出对经典款持续迭代的“金库重启”战略，而同时品牌在专业运动尚未有新品成功放量。因此在观察到产品线热度的持续回落、品牌战略未有控制供给的举措、未有新品周期及时接替等迹象，可以初步判断后续“硬着陆”的结局，或已经显露征兆。

同期对比阿迪达斯在 2022 年底核心运动生活大单品 Yeezy 解约、2023 年降库存冲击业绩的情况下，新品 SAMBA 热度已经悄然上升，管理层也提示剔除 Yeezy 后的收入在 2023 年实现了中个位数左右的增长，说明品牌的新品周期接替已经做好准备，在 2024 年 SAMBA 的热度更是超越 Yeezy，品牌剔除 Yeezy 影响后的业绩进入了双位数快速增长的轨道，品牌在专业竞速领域 2022-2023 年也持续刷新的高曝光度。因此在观察到新品热度持续上行、旧品库存清理可控、多品类热点迸发的迹象，可以看出品牌 2023 年已经显现了新旧产品周期交替的拐点。

图44：耐克、阿迪达斯运动生活产品线搜索热度对比



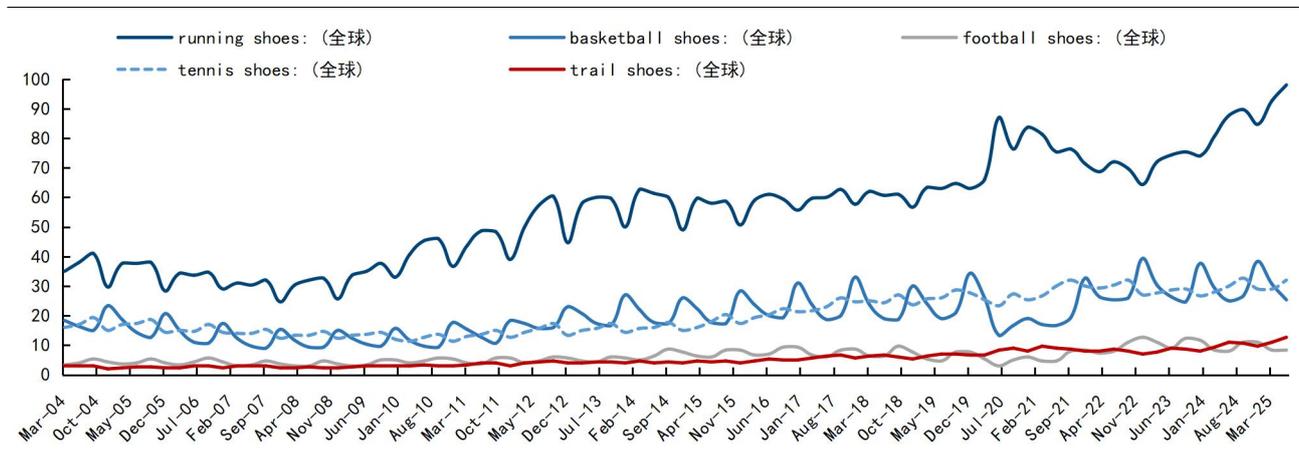
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2、关注品类大势切换，及时另辟蹊径

伴随耐克与其他两个运动品牌的产品周期切换的，还有整个运动行业大的品类周期切换的背景。对比最近 20 年的产品品类搜索指数，可以看到在疫情后以来，跑鞋的热度持续创新高，而篮球鞋的热度止步不前，可以看出行业发生了大的品类切换周期。耐克作为篮球领域份额最大的品牌，面对跑步品类热度的崛起，存在较为迫切的赛道重心调整的压力；而亚瑟士作为跑步领域的经典品牌，迎来了赛

道需求崛起的发展契机；阿迪达斯作为擅长引领运动潮流的品牌，巧妙的融合了跑步竞速与时尚潮流。在目前主要的运动鞋产品搜索热度中，除了大品类的热度高，小品类越野跑鞋的热度在持续提升中，不乏成为后续较好的发展赛道，各品牌也在注重户外越野产品的布局。因此关注产品周期同时也需要注意行业大品类轮动的机会。

图45: 过去 20 年主要运动鞋各品类全球搜索热度对比



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

投资建议：关注运动品牌产品周期，把握品牌势能向上的起点

国际品牌产业链：关注耐克新品周期接替的拐点，布局核心供应商和零售商

从 google trends 可以看到，2025 年以来耐克的新路跑鞋矩阵影响力持续升温，对冲经典运动生活大单品收缩影响的效果也将逐步加强，有望带来新旧产品周期切换的拐点。根据耐克管理层在公开业绩交流会上的指引，2026 财年将逐季迎来库存控制得当和经营状态好转的趋势，有望带动上游核心供应商订单的好转，与下游零售商新品占比提升与折扣盈利的改善。另外，阿迪达斯除“T 头鞋”以外，低帮鞋、生活方式跑鞋等新品周期仍在上行，有望继续接力驱动品牌快速增长。在两大国际品牌势头向好的背景下，我们看好看申洲国际、华利集团和滔搏的配置机会。

本土运动品牌：把握品类景气周期，关注企业产品创新能力与品牌影响力

从国内市场分品类的搜索热度看，跑步鞋仍然遥遥领先，且趋势向上，篮球鞋相对平稳，其他细分鞋类中，羽毛球鞋、徒步鞋、足球鞋、网球鞋均趋势向上，跑步与细分运动景气度仍然较好。

从本土运动品牌及集团旗下品牌近一年微信搜索指数看，国产品牌中安踏>李宁>特步>361 度；集团旗下其他品牌中，始祖鸟>迪桑特>索康尼>萨洛蒙>KOLON。

另外从产品及代言人搜索指数看，大单品 IP 中，赤兔（李宁）>飞电（李宁）>

狂潮（安踏）>飞燃（361度）；运动员中，孙颖莎（李宁）>王楚钦（李宁）>樊振东（安踏）>谷爱凌（安踏）>约基奇（361度）>欧文（安踏）>杨瀚森（李宁）；而近30天杨瀚森的搜索热度大幅上升至略低于樊振东的水平。

从品牌影响力方面，我们首先看好**安踏体育**，集团多品牌的总体搜索热度在行业内大幅领先，并且相比其他本土运动品牌，安踏集团覆盖更多元细分运动场景以及更多的高消费力人群，有望保持领先于行业的增长趋势。

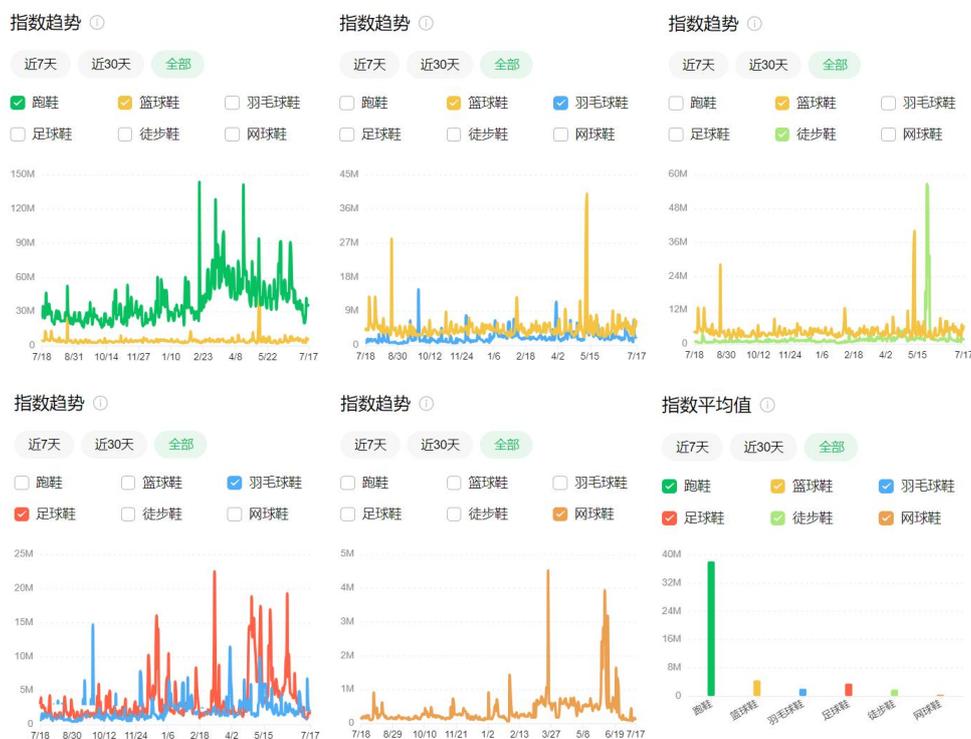
从产品影响力方面，我们看好**李宁**，品牌自创的多个大单品 IP 获得较高的搜索热度，并且手握较多国内消费者高度关注的运动员代言资源，后续如通过和中国奥委会合作、杨瀚森等运动员代言人热度上升而提升整体品牌影响力，有望带动整体经营势头向上。

另外，我们也建议关注**特步国际、361度**的经营变化：

1) 特步国际：主品牌在品牌影响力上表现相对出色，或与多年深耕马拉松赛事赞助的影响力积累有关，而在大单品 IP 的热度与国内知名运动员代言资源上略有欠缺，后续如有重磅新品推出建议积极关注消费者反馈；同时旗下索康尼品牌拥有较高的搜索热度，并且近30天的热度排序有所上升，未来顺应专业跑步需求的高景气度，有望驱动集团实现较好增长。

2) 361度：品牌在大单品 IP 塑造上相对出色，飞燃等性价比高的优质跑鞋产品销售也较为火爆，而品牌整体的影响力相对较低，目前通过与约基奇等国际知名球星的合作有望带动品牌热度，建议持续关注公司在品牌形象建设的投入，以及新品推出的市场反馈。

图46: 各类运动鞋近一年微信搜索指数



资料来源：微信搜索指数、国信证券经济研究所整理

图47: 本土运动品牌及集团旗下品牌近一年微信搜索指数



资料来源: 微信搜索指数、国信证券经济研究所整理

图48: 本土运动品牌产品 IP 及代言人微信搜索指数



资料来源: 微信搜索指数、国信证券经济研究所整理

表1: 推荐公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	投资评级	人民币收盘价	EPS			PE		
				2024A	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2313. HK	申洲国际	优于大市	52.80	4.15	4.38	4.97	12.7	12.1	10.6
300979. SZ	华利集团	优于大市	53.98	3.29	3.56	4.15	16.4	15.1	13.0
6110. HK	滔搏	优于大市	2.94	0.21	0.21	0.24	14.2	14.1	12.5
2020. HK	安踏体育	优于大市	87.28	5.56	4.80	5.51	15.7	18.2	15.9
2331. HK	李宁	优于大市	15.14	1.17	0.97	1.09	13.0	15.6	13.8
1368. HK	特步国际	优于大市	5.10	0.45	0.50	0.53	11.5	10.1	9.6
1361. HK	361度	优于大市	4.80	0.56	0.63	0.71	8.6	7.6	6.8

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

风险提示

- 1、宏观经济大幅波动风险；
- 2、原材料价格大幅波动风险；
- 3、国际贸易和政治风险；
- 4、行业竞争加剧风险；
- 5、市场的系统性风险。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032