

安踏体育 (02020.HK)

运营能力铸就增长势能，全球化打开长期空间

优于大市

核心观点

行业趋势：中国运动市场走向多元化，欧美日韩发展路径各具特色。中国运动鞋服市场规模达 4000 亿元，疫情前复合增速达 17%，渗透率从 2010 年的 7.3% 提升至 2024 年的 15.3%。行业经历三轮增长周期：2008–2010 年专业运动与运动休闲共同崛起；2014–2019 年高端运动时尚风潮兴起；2021 年至今专业与户外运动主导多元化发展。欧美日韩运动行业渗透率普遍更高但发展路径分化：欧美以大众运动及硬核户外为主，品牌格局上，综合运动品牌在起源地占优，比如耐克、阿迪在本土市场份额领先，同时借助体育文化竞技资源向海外市场成功输出；日韩侧重时尚运动，户外品牌在日韩市占率高并向潮流风格演化。目前中国市场品牌集中度仍高，多元化发展趋势有望延续。

公司概况：品牌矩阵布局完善，品牌梯队顺应行业趋势逐步成长。安踏体育作为多品牌运动龙头，2024 年收入 708 亿元，毛利率高达 62%。旗下三大品牌群，专业、户外、时尚协同发展：安踏主品牌定位大众专业运动，通过 DTC 改革店效提升；FILA 以全直营模式运营，成为高质量增长曲线；迪桑特与可隆高速增长。同时，公司通过收购 MAIA ACTIVE、狼爪扩充矩阵，并与亚玛芬体育（始祖鸟、萨洛蒙等品牌）形成全球化双轮驱动。股权结构集中，管理层经验丰富，多品牌采用合资控股模式，财务表现稳健。

竞争力：把握运动向休闲与社交破圈融合趋势，旗下品牌各具优势。集团以三类定位匹配需求升级：1) 休闲需求专业化：安踏主品牌以科技赋能大众商品，依托高效零售体系和性价比优势，店效坪效突出；2) 专业需求细分化：深耕场景化创新，安踏跑鞋/篮球鞋矩阵覆盖竞速至大众需求；迪桑特聚焦滑雪/高尔夫专业装备；始祖鸟、萨洛蒙以硬核科技满足户外极限需求；3) 社交需求运动化：高端品牌通过设计破圈与圈层运营抢占市场。FILA 借联名和明星代言强化时尚调性，高端渠道店效领先；迪桑特以会员分层运营绑定高端客群；始祖鸟采用奢侈品策略，萨洛蒙借联名跨界打造潮流爆款。

成长空间：品牌运营可激发增量需求，全球化经营有望带来戴维斯双击。品牌矩阵化是中期提升市场份额的主要抓手，并且成长规模不局限于细分领域，因出色的品牌运营能够催生消费新需求。例如近年始祖鸟、萨洛蒙品牌火爆，带动国内冲锋衣、户外鞋等品类市场翻倍增长。集团旗下品牌社媒互动量 2025 年同比增 80%–200%，抖音搜索指数持续攀升。另外，全球化布局是长期关键增量，海外运动市场规模为中国 6 倍，发达地区人均消费力更强，始祖鸟/萨洛蒙/威尔胜等品牌全球搜索指数年增显著，媲美近年增长快速的新锐跑鞋品牌。集团出海成功也有望复制破圈增长的国际品牌的估值溢价。

风险提示：宏观经济下行等因素导致消费需求疲软，行业估值波动和盈利预测不及预期的风险；激烈竞争导致产品价格下降、毛利下滑、库存积压、品牌并购整合不利以及时尚性需求大幅波动等风险；原材料价格和汇率大幅波动；海外业务受不利政治环境、国际政策影响；市场的系统性风险。

盈利预测：品牌矩阵打开成长空间和盈利驱动力。未来三年，我们预计安踏主品牌通过拉宽价格带和多元化渠道模型有望驱动中高单位数复合增速和稳定的利润率；FILA 品牌聚焦优雅运动有望实现稳健增长；迪桑特/可隆等其他细分品牌势头迅猛，预计维持 30% 以上的复合增速；亚玛芬为公司贡献净利润有望从今年 10 亿元以上快速增长到第三年超 20 亿元。

公司研究 · 海外公司深度报告

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	119.00 – 124.00 港元
收盘价	94.85 港元
总市值/流通市值	266264/266264 百万港元
52 周最高价/最低价	106.30/67.49 港元
近 3 个月日均成交额	889.50 百万港元

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

《安踏体育 (02020.HK) - 品牌矩阵拉动，2025 上半年收入与核心利润均双位数增长》——2025-08-28

《安踏体育 (02020.HK) - 上半年集团流水增长双位数，折扣库存健康可控》——2025-07-16

《安踏体育 (02020.HK) - 第一季度集团流水增长双位数，收购德国户外品牌狼爪》——2025-04-11

《安踏体育 (02020.HK) - 2024 年核心利润增长 16.5%，多品牌引领增长》——2025-03-20

《安踏体育 (02020.HK) - 第四季度流水增长提速，FILA 增长表现好于预期》——2025-01-09

投资建议：看好集团多品牌全球化运营能力，共享长期成长红利。今年以来在消费市场整体承压环境下，安踏集团整体仍保持双位数的流水增长，持续证明了其多品牌运营能力在当今市场中的竞争优势。展望中长期，中国运动市场仍有望多元化发展，而全球运动市场空间更为广阔，看好安踏集团凭借具有竞争优势的品牌矩阵和跨国运营战略，持续推动公司长期引领行业增长。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 134.8/154.6/173.6 亿元，可比口径的利润增长分别为 13.0%/14.6%/12.3%（2024 年剔除 Amer 上市和配售权益摊薄所得的可比口径利润为 119.3 亿元）。我们看好公司在多品牌与全球化战略下的长期广阔前景，有望媲美破圈增长的国际运动品牌收获估值溢价，综合可比公司估值，维持合理估值区间 119-124 港元，对应 2025PE23-24X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	62,356	70,826	80,832	91,177	103,705
(+/-%)	16.2%	13.6%	14.1%	12.8%	13.7%
净利润(百万元)	10236	15596	13480	15454	17358
(+/-%)	34.9%	52.4%	-13.6%	14.6%	12.3%
每股收益(元)	3.65	5.56	4.80	5.50	6.18
EBIT Margin	21.9%	20.0%	20.0%	20.4%	20.0%
净资产收益率 (ROE)	19.9%	25.3%	19.7%	20.3%	20.5%
市盈率 (PE)	24.2	15.9	18.4	16.1	14.3
EV/EBITDA	16.2	15.9	16.2	14.6	13.3
市净率 (PB)	4.82	4.02	3.62	3.26	2.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

行业趋势：中国运动市场走向多元化，欧美日韩发展路径各具特色	8
中国运动鞋服消费复盘：渗透率持续提升，大众运动、运动时尚、细分运动需求依次崛起	8
欧美和日韩运动消费研究：运动渗透率高，但发展路径和细分领域各有特色	11
市场展望：中国运动品牌集中度仍较高，细分运动景气趋势有望延续	24
公司概况：品牌矩阵布局完善，品牌梯队顺应行业趋势逐步成长	25
公司概况：领先的世界级多品牌体育用品集团	25
公司发展史：品牌矩阵迭代发展，从本土领先走向世界前列	27
股权结构及管理层：股权结构集中，管理层经验丰富	28
多品牌股权结构：安踏集团拥有收购品牌公司的商标所有权和大部分股权	30
财务分析：稳健快速增长，盈利水平和营运效率高，现金流健康	32
分品牌业务情况：安踏、FILA、户外品牌构建三大增长曲线	36
竞争力：把握运动向休闲与社交破圈融合趋势，旗下品牌各具优势	47
休闲需求专业化：安踏主品牌将运动科技融入日常穿着，以高效零售体系构建护城河	48
专业需求细分化：强调应用场景的针对性，以产品与品牌矩阵满足精细化需求	53
社交需求运动化：高端消费人群青睐运动户外风，集团旗下国际品牌各具特色	61
成长空间：品牌运营可激发增量需求，全球化经营有望带来戴维斯双击	72
成长空间：好的品牌运营能够创造需求，存量思维预测市场空间存在局限性	72
全球化机遇：国际化突破有望同时收获广阔空间与估值溢价	75
盈利预测：品牌矩阵打开成长空间和盈利驱动力	78
投资建议：看好集团多品牌全球化运营能力，共享长期成长红利	80
风险提示	82
附表：财务预测与估值	83

图表目录

图 1: 中国运动鞋服行业增长与渗透率变化	8
图 2: 中国运动鞋服细分行业增长趋势	9
图 3: 专业跑步和篮球赛事举办和兴起	10
图 4: 运动时尚行业快速发展	11
图 5: 细分运动市场快速增长	11
图 6: 各国运动鞋服消费占总体鞋服消费渗透率变化	12
图 7: 各国人均可支配收入水平变化 (美元)	12
图 8: 各国运动鞋服人均消费 (美元)	13
图 9: 各国运动鞋服占人均可支配收入比例变化	13
图 10: 主要运动品牌竞争态势百年发展历程	15
图 11: 美国部分运动品牌市场占有率	15
图 12: 美国体育与娱乐用品个人消费支出及增速 (亿美元)	16
图 13: 日本体育产业规模及增速及分体育品类表现	17
图 14: 日本各项运动参与率变化 (一周一次)	18
图 15: 日本部分运动品牌市占率	18
图 16: Grant Hill 系列美国官网定价 (左图) 高于意大利官网 (右图)	19
图 17: FILA 日本的高尔夫系列女装和男装	19
图 18: FILA 韩国服装更潮流	20
图 19: The North Face 产品系列	21
图 20: Champion 日本官网及美国官网产品展示对比	22
图 21: 90 年代后耐克收入增长快于亚瑟士	23
图 22: 头部运动品牌中国市场市占率变化	24
图 23: 2024 年全球各地运动品牌头部集中度对比	24
图 24: 安踏集团业务一图概览 (财务数据为 2024 年)	26
图 25: 公司市值和 PE (未来 12 个月) 复盘图	28
图 26: 大股东丁氏家族持股比例高 (截至 2024/12/31)	29
图 27: 公司收购 FILA 中国品牌合资公司的股权架构	31
图 28: 公司设立迪桑特中国品牌、可隆体育中国品牌合资公司的股权架构	32
图 29: AMER SPORTS 股权架构 (截至 2025 年 8 月 21 日)	32
图 30: 公司营业收入与变化情况	33
图 31: 公司净利润与变化情况	33
图 32: 公司利润率水平	34
图 33: 公司三大费用率水平	34
图 34: 公司推广费用率、研发费用率、员工成本费用率	34
图 35: 公司 ROE、ROA 和 ROIC	35
图 36: 公司营运资金周转天数	35
图 37: 公司经营现金流净额及自由现金流	35

图 38: 公司净现比和资本开支占净利润比例	35
图 39: 公司资产负债率及有息负债率	36
图 40: 公司派息率	36
图 41: 安踏品牌基本财务情况	37
图 42: 近期半年度分品牌收入规模 (亿元)	37
图 43: 近期半年度分品牌收入增速	37
图 44: 近期半年度分品牌毛利率	38
图 45: 近期半年度分品牌经营利润率	38
图 46: 2023 年安踏投资者日介绍安踏品牌定位人群	38
图 47: 安踏品牌基本财务情况	39
图 48: 安踏品牌年度流水同比增长	40
图 49: 安踏品牌季度流水同比增长	40
图 50: 安踏品牌店铺数量变化	40
图 51: 安踏品牌店效变化 (万元/月)	40
图 52: 2023 年安踏投资者日介绍 FILA 品牌定位和理念	41
图 53: FILA 品牌基本财务情况	41
图 54: FILA 品牌年度流水同比增长	42
图 55: FILA 品牌季度流水同比增长	42
图 56: FILA 品牌店铺数量变化	42
图 57: FILA 品牌店效变化 (万元/月)	42
图 58: 2023 年安踏投资者日介绍迪桑特品牌消费人群	43
图 59: 2023 年安踏投资者日介绍可隆品牌定位	43
图 60: 其他品牌 (迪桑特、可隆等) 基本财务情况	44
图 61: 迪桑特日本披露迪桑特中国除中国台湾地区收入情况	44
图 62: 其他品牌 (迪桑特、可隆等) 年度流水同比增长	44
图 63: 其他品牌 (迪桑特、可隆等) 季度流水同比增长	44
图 64: 迪桑特、可隆品牌店铺数量变化	45
图 65: 迪桑特、可隆品牌店效变化 (万元/月)	45
图 66: Amer Sports 与安踏集团的全球化战略	46
图 67: Amer Sports 基本财务情况	46
图 68: Amer Sports 品牌和市场结构	47
图 69: 运动消费需求分类和安踏旗下品牌定位	48
图 70: 天猫平台 T 恤品牌价格带分布 (大众价格带)	49
图 71: 天猫平台鞋类品牌价格带分布 (大众价格带)	49
图 72: 安踏 2010 年报运动生活系列门店展示	50
图 73: 耐克、李宁运动休闲产品占比	50
图 74: 优衣库的运动系列占比	50
图 75: 百丽的运动休闲鞋占比	50
图 76: 运动品牌和休闲品牌电商增速	50
图 77: 跑鞋+篮球鞋占鞋类产品销售额比例	51
图 78: 休闲鞋+板鞋占鞋类产品销售额比例	51

图 79: 安踏 PG7 中底科技旅步跑鞋	51
图 80: 中国市场主要运动品牌大货店铺数量变化	52
图 81: 中国市场主要运动品牌店效变化	52
图 82: 中国市场主要运动品牌店均面积变化	52
图 83: 中国市场主要运动品牌坪效变化	52
图 84: 天猫 100-300 元运动鞋安踏销售份额和排名	53
图 85: 运动品牌经营利润率对比	53
图 86: 安踏店型结构	53
图 87: “超级安踏” 门店	53
图 88: 科技赋能安踏大众商品	54
图 89: 安踏跑鞋矩阵	55
图 90: 安踏跑鞋参数配置	56
图 91: 安踏篮球鞋球星矩阵	57
图 92: 安踏篮球鞋参数配置	57
图 93: 安踏赞助和代言人等营销资源	58
图 94: 始祖鸟产品系列分类	60
图 95: 天猫平台 T 恤品牌价格带分布（高端价格带）	62
图 96: 天猫鞋类品牌价格带分布（高端价格带）	62
图 97: 2020 年至今奢侈品牌频繁与国际运动品牌推出联名合作产品	63
图 98: 安踏集团旗下品牌定位图	63
图 99: FILA 历史上联名合作系列产品	64
图 100: FILA 产品线	66
图 101: FILA ICONA 三里屯旗舰店	66
图 102: FILA F-BOX 王者之厅武汉 SKP 店	66
图 103: 迪桑特运动领域营销资源	67
图 104: 迪桑特核心商圈旗舰店和多元化业态店	68
图 105: 迪桑特会员体系	68
图 106: 各品牌女性消费占整体销售比例（2024 年电商产品）	69
图 107: 可隆品牌营销资源	69
图 108: 始祖鸟品牌的营销资源	70
图 109: 萨洛蒙品牌营销资源	71
图 110: 威尔胜品牌营销资源	72
图 111: 运动户外各价位段市场规模与鞋服大盘各价位段市场规模对比	73
图 112: 鞋服各品类各价位段销售额同比增速	73
图 113: 安踏集团旗下多品牌带动品类增长（冲锋衣、户外鞋、Polo 衫）	74
图 114: 小红书互动量同比增长明显	75
图 115: 小红书种草排行榜名次上升	75
图 116: 安踏集团旗下国际品牌抖音搜索指数逐年上升	75
图 117: 海外运动鞋服市场空间大且发达地区人均消费力强	76
图 118: 安踏集团于中国以外店铺数量超过 240 家	76
图 119: Amer Sports 旗下品牌和新锐跑品牌全球搜索指数	77

图 120: 品牌全球搜索指数同比增长 (3 月移动平均)	77
图 121: 全球运动品牌业绩增长彭博一致预期与估值对比	77
图 122: 公司未来三年盈利预测及拆分假设	80
表 1: 2024 年中日韩美德不同类型运动品牌市占率对比	13
表 2: 美德日韩主要户外品牌 2024 年市占率及市占率变动	23
表 3: 公司董监高简介	30
表 4: 迪桑特产品矩阵和营销资源	59
表 5: 始祖鸟代表性产品和营销资源	60
表 6: 萨洛蒙鞋类矩阵和营销资源	61
表 7: FILA 历史上代言人合作时间与领域	65
表 8: 盈利预测和财务指标	81
表 9: 可比公司估值表	81

行业趋势：中国运动市场走向多元化，欧美日韩发展路径各具特色

中国运动鞋服消费复盘：渗透率持续提升，大众运动、运动时尚、细分运动需求依次崛起

中国运动鞋服市场规模约 4000 亿元，疫情前行业复合增速 CAGR5 达到 17%。长期看，运动鞋服行业增长景气度高，主要体现在鞋服整体的渗透率提升，2024 年渗透率提升至 15.3%，而过去十几年间唯有 2010-2013 年行业受到库存危机冲击，渗透率从 9.6% 下降至 7.3%，长期看行业渗透率总体呈现提升趋势。尽管近几年遭遇疫情和宏观环境的变化影响，运动鞋服行业增速有所放缓，2024 年同比增长约 6%，但仍好于整体鞋服行业的成长性，运动渗透率仍在继续提升。

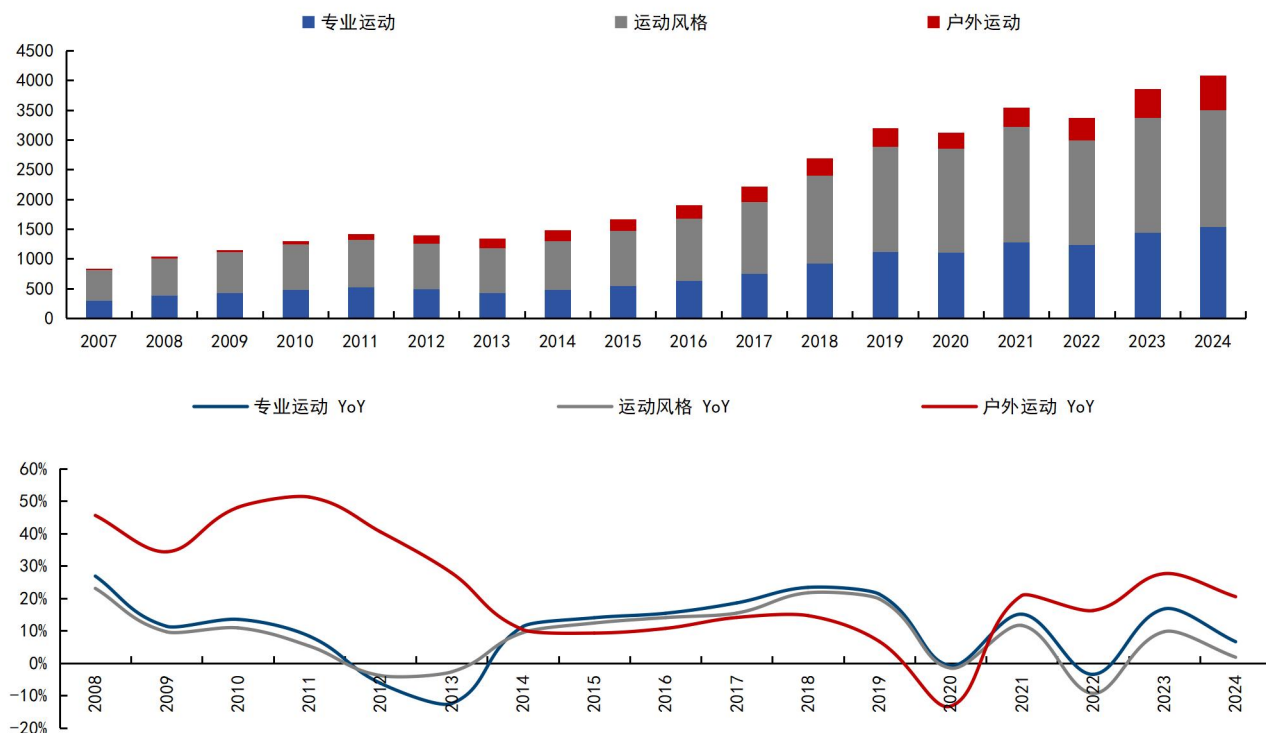
图1：中国运动鞋服行业增长与渗透率变化



资料来源：各公司公告，产业信息网，国信证券经济研究所整理

在不同阶段驱动行业增长的板块也有所不同。2008 年北京奥运会前至 2010 年是行业的第一轮快速成长期，专业运动与运动休闲共同崛起，驱动行业高速增长；2014-2019 年是行业第二轮快速增长期，专业运动持续增长，高端运动时尚掀起风潮；2021 年至今是行业第三轮稳健增长期，疫情影响逐步淡化后，专业运动和户外运动主导增长引擎，行业进一步向多元化发展。

图2：中国运动鞋服细分行业增长趋势



资料来源：各公司公告，产业信息网，国信证券经济研究所整理

1、大众运动专业化：伴随中国运动行业发展的长期主线，居民参与率持续上升

运动鞋在 20 世纪的时候被称作“旅游鞋”，指便于出门、旅游、方便远足的鞋类，旅游鞋大底中间夹层弹性体，鞋底防滑，穿着舒适，在早期运动与休闲服饰的界限较为模糊。随着国内健身设施、健身场地的逐步完善，跑步、篮球、羽毛球等大众运动在国内得以发展和普及。随后马拉松、专业篮球等赛事的举办和兴起，大众运动走向专业化道路。国家体育总局统计，2014 年至 2023 年，全国经常参加体育锻炼的人数从 3.6 亿增加到 5.5 亿，占总人口的比例从 26% 提高到 39%。

大众运动中跑步的专业化发展趋势可以从马拉松赛事的增长数据中看到。2011 年国内马拉松赛事认证赛事仅 22 场，参与人数 40 万人次，2016 年认证赛事数量上升到 328 场，参与人数达到 280 万人次，2019 年人数创新高至 712 万人次，后续疫情下赛事暂缓，至 2024 年恢复至 705 万人次。赛事带动下，全国跑步人数多年持续增长，尤其疫情后显著上升，从 2022 年的 1.09 亿人上升至 2024 年的 1.63 亿人。

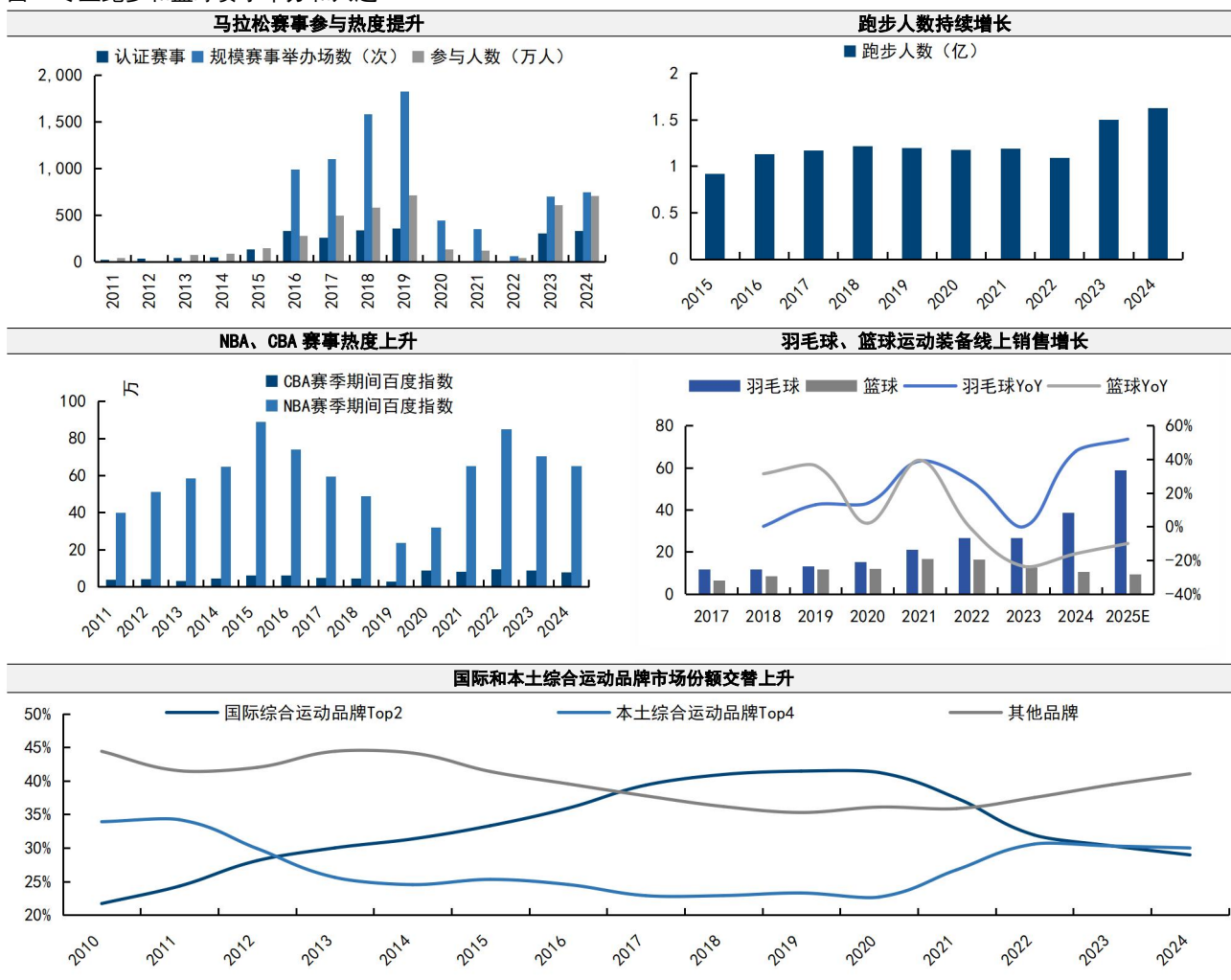
篮球运动的发展可以从相关赛事的参与度与热度数据中看到。NBA 篮球赛赛季期间的百度搜索热度从 2011 年的 40 万上升到 2015 年最高的 88.8 万，CBA 篮球赛赛季期间的百度搜索热度也从 2011 年的 3.7 万上升到 2016 年的 6.1 万，2022 年最高至 9.6 万。

羽毛球作为大众参与度也较高的运动，近几年增长速度加快。从天猫京东和抖音线上平台销售数据可以看到，羽毛球相关装备（球、球拍）等销售额在过去 8 年复合增速达到 22%，尤其 2024-2025 年复合增速在 45-50% 快速增长。

国际与本土大众综合运动品牌接替呈现高速增长。在疫情前，伴随行业快速成长，两大国际综合运动品牌耐克、阿迪达斯市场份额持续扩张，2011-2019 年间平均每年扩大 2.2 个百分点，复合增速达到 19%；2020-2023 年国潮涌起，本土前四综

合运动品牌市场份额平均每年增加 2.5 个百分点，复合增速达到 18%。

图3：专业跑步和篮球赛事举办和兴起



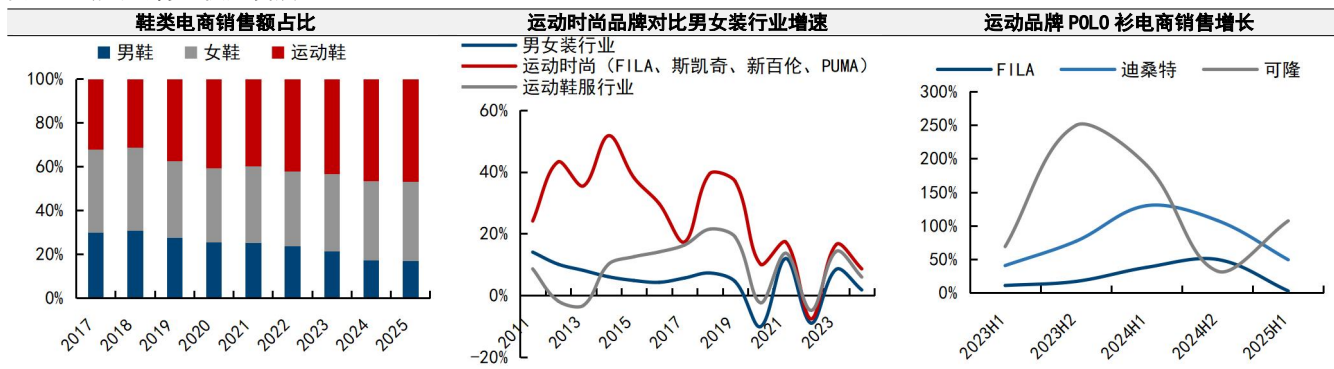
资料来源：中国田径协会，百度指数，国家体育总局，公司公告，国信证券经济研究所整理

2、 高端运动时尚化：社交场合运动风穿着潮流风靡，时尚运动市场份额提升显著

2012 年前后，随着 90 后和 Z 世代消费意识觉醒和消费力提升，以及女子运动普及和崛起，带动了穿衣潮流转向更舒适和优雅的运动风，运动时尚服装凭借更多元化应用场景、更强的社交属性带动渗透率及消费频次上升。同时小众运动服饰凭借原来优雅运动基因，加入时尚休闲元素和社交媒体传播后很好地延伸到日常穿着场景，得以迅猛增长，例如高尔夫、网球、瑜伽品类。

运动时尚风潮崛起对原有的商务装和休闲装消费形成一定替代。例如，运动鞋对比包括皮鞋在内的男女鞋的销售趋势形成鲜明反差，2021 年前的 10 年时间里运动时尚品（FILA、斯凯奇、新百伦、PUMA）增速大幅领先于男女装行业甚至运动行业，近两年 FILA、迪桑特、可隆品牌的 POLO 衫产品线上也迅猛增长势头。

图4：运动时尚行业快速发展



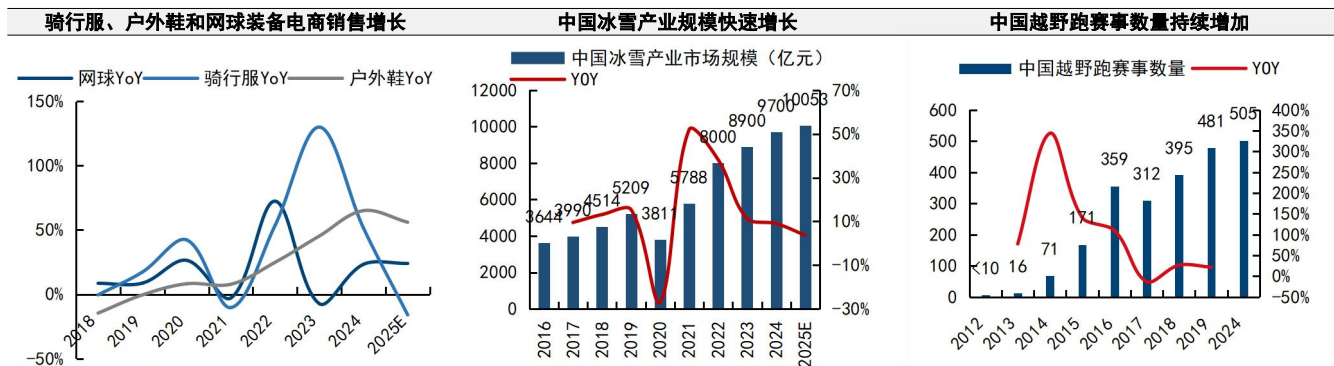
资料来源：阿里第三方数据库，国信证券经济研究所整理

3、专业运动细分化：运动参与深度提升与消费水平改善推动细分运动增长火热

近五年左右，随着居民运动参与率上升、消费水平提升与新中产的扩容，消费者对体育运动的追求趋向于多元化和细分化。一方面，“悦己型”运动持续增长，如健身、瑜伽、露营、徒步、骑行等，居民通过运动获得身心愉悦；另一方面，具有竞技性的小球运动和户外运动快速增长，如羽毛球、网球、滑雪、越野跑等，赛事激发与社交氛围持续带动居民参与。

例如，2024 年电商平台中，网球装备、骑行服、户外鞋销售额分别同比高增 23%、52%、65%；2024 年中国冰雪产业规模高达 9700 亿元，并预计 2025 年破万亿；中国越野跑赛事在最近 10 年中增长数倍，2024 年达到 505 场。

图5：细分运动市场快速增长



资料来源：阿里第三方数据库，国家体育总局，中国田协，悦跑圈，国信证券经济研究所整理

欧美和日韩运动消费研究：运动渗透率高，但发展路径和细分领域各有特色

总体而言，发达国家对运动的人均消费和运动在鞋服中的渗透率都比较高；欧美和日韩的不同点，欧美大众运动和硬核户外较为发达，通勤运动风较为普遍，且大众运动品牌凭借竞技体育赛事优势全球化能力强；日本办公社交运动穿衣讲究场合，韩国潮流文化氛围浓厚，日韩的运动社交流行，且日韩作为 60-90 年代的运动鞋供应链大国，本土品牌全球化效果相对较弱，可能和亚洲竞技体育成绩及赛事和明星营销资源弱于欧美有较大关联。以下分别从欧美和日韩的分品类运动渗透率变化趋势、美国和日本运动行业发展历程、以及运动品牌在不同市场的产品表现差异来研究这一点。

（一）欧美大众运动占比及硬核户外市占率相对较高，日韩时尚运动占比较高

欧美和日韩人均可支配收入较多，运动鞋服消费的渗透率及人均消费较高。2024年，美国和德国运动鞋服零售额占整体鞋服比重分别是36%和17%，日本和韩国占比分别是21%和26%，中国过去运动鞋服渗透率快速提升但仍与发达国家有差距，2024年为15%，中国运动鞋服消费占人均可支配收入的比例近年有所提升。

若分品牌类型来看，

1) 综合运动品牌受众更广，市占率相对其他品类更高，在起源地有相对较高的市场份额，耐克、阿迪、PUMA、安德玛作为欧美品牌在亚洲表现也很亮眼，耐克（含AJ）在中国的市占率达到20.2%，超过安踏、李宁等其他国产品牌，阿迪在日本的市占率为13.7%，高于本土品牌美津浓。

2) 户外运动品牌在日韩的市占率较高，北面、哥伦比亚作为美国品牌，在韩国的市占率超过其他市场，分别为11.8%和2.2%，北面在日本的份额也占到4.9%。

3) 时尚运动品牌在中国、韩国的份额相对更高，FILA、斯凯奇在中国的市占率分别为7.7%/4.0%，FILA/新百伦/MLB在韩国的市占率达到3.8%/9.1%/4.9%。

4) 在细分领域，跑步方面亚瑟士相对于其他同类型品牌有较高的市场份额，在日本本土市场的份额占到7.6%。瑜伽方面LULU在美国、中国的份额占比相较于其他国家更高，分别为3.7%和2.4%。

总体方向上看，欧美日韩运动渗透率和人均消费较高，但欧美大众运动占比更高，且专业运动中硬核户外品牌市占率也更高，而日本和韩国运动服装社交属性更明显，运动时尚休闲鞋服的应用更广泛。

图6: 各国运动鞋服消费占总体鞋服消费渗透率变化



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理

图7: 各国人均可支配收入水平变化（美元）



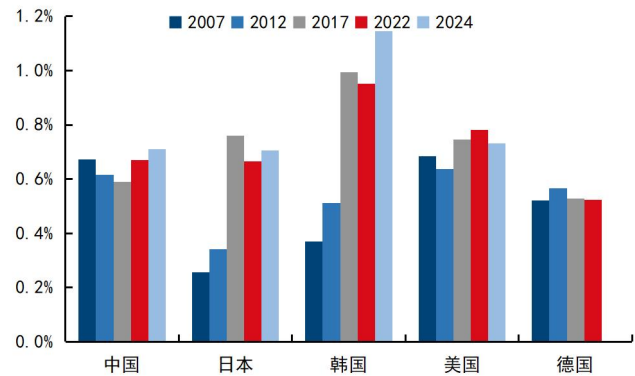
资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理

图8: 各国运动鞋服人均消费（美元）



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理

图9: 各国运动鞋服占人均可支配收入比例变化



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理

表1: 2024 年中日韩美德不同类型运动品牌市占率对比

品牌	起源地	定位	中国	日本	韩国	美国	德国
耐克（含 AJ）	美国	综合运动	20.2%	11.3%	16.0%	14.4%	11.6%
阿迪	德国	综合运动	8.7%	13.7%	8.9%	5.0%	11.7%
PUMA	德国	综合运动	1.3%	3.5%	0.7%	1.5%	7.0%
安德玛	美国	综合运动	1.1%	3.4%	0.4%	2.9%	0.9%
美津浓	日本	综合运动		9.8%		0.1%	
安踏	中国	综合运动	10.5%				
李宁	中国	综合运动	9.4%				
特步	中国	综合运动	6.4%				
361 度	中国	综合运动	3.7%				
合计		综合运动	61.4%	41.8%	26.0%	23.9%	31.2%
北面	美国	户外运动	1.7%	4.9%	11.8%	1.0%	2.5%
哥伦比亚	美国	户外运动	0.4%	1.4%	2.2%	1.5%	0.2%
迪桑特	日本	户外运动	1.7%	1.1%	1.5%		
Discovery	美国	户外运动	0.0%		5.7%		
可隆	韩国	户外运动	0.9%		4.7%		
狼爪	德国	户外运动	0.3%				1.7%
迈乐	美国	户外运动				0.4%	
合计		户外运动	5.0%	7.4%	26.1%	3.0%	4.3%
FILA	意大利	时尚运动	7.7%	1.9%	3.8%	0.3%	
斯凯奇	美国	时尚运动	4.0%	0.8%	3.0%	2.7%	0.6%
Champion	美国	时尚运动		2.4%		0.8%	0.5%
新百伦	美国	时尚运动	1.9%	4.4%	9.1%	2.0%	1.6%
VANS	美国	时尚运动	0.3%		0.4%	1.1%	0.6%
MLB	韩国	时尚运动			4.9%		
合计		时尚运动	13.8%	9.5%	21.2%	6.9%	3.3%
亚瑟士	日本	细分运动（跑步）	1.2%	7.6%	1.2%	1.0%	2.1%
ON	瑞士	细分运动（跑步）	0.2%	1.4%		1.7%	2.0%
HOKA	美国	细分运动（跑步）				1.2%	
LULU	加拿大	细分运动（瑜伽）	2.4%			3.7%	0.2%
Brooks	美国	细分运动（跑步）				0.9%	0.5%
合计		细分运动	3.8%	9.0%	1.2%	7.7%	4.3%
所有品牌合计			84.1%	67.7%	74.4%	42.3%	43.6%

资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理

（二）复盘：美国和日本均从竞技体育到大众化，美国时尚潮流和专业细分运动崛起，日本精英和极限运动式微，大众和户外休闲运动保持成长

1、美国运动发展历程：竞技体育→大众休闲体育热潮兴起→篮球和运动时尚崛起→专业细分和多元化发展

1) 1924-1970 年：专业运动赛事及产品研发创新实力主导垄断地位

1924 年，阿迪达斯创始人阿道夫和哥哥鲁道夫在德国建立了达斯勒兄弟公司，1928 年，达斯勒兄弟公司的运动鞋首次在奥运会上亮相，1936 年，柏林奥运会上，美国运动员杰西·欧文斯穿着达斯勒兄弟公司的运动鞋勇获 4 枚金牌，成为载入史册的事件。1948 年，阿道夫和鲁道夫两兄弟分道扬镳，阿迪把名字和姓氏结合起来，建立了 Adidas 品牌，鲁道夫成立 PUMA 品牌。1954 年，阿迪达斯获得世界杯德国队球鞋供应商资格，德国球队于当年穿着阿迪球鞋获得了冠军。1956 年墨尔本奥运会，霍斯特带着阿迪最顶尖的跑鞋到赛场上免费送给运动员。1968 年奥运会，当年 85% 的冠军都穿阿迪运动鞋。1972 年奥运会所有的官员和近 80% 的国际运动员穿阿迪达斯。1970 年公司获得国际足联官方用球指定供应商资格。

通过顶尖赛事资源营销推广，同时达斯勒兄弟技术上的优势也无可比拟，他们为不同种类的运动项目研发相应的专业鞋款（例如 1940 年制造了全球第一双带有鞋钉的足球鞋）。70 年代之前，阿迪达斯和 PUMA 在运动鞋市场一直处于垄断地位，阿迪达斯在专业竞技赛事的优势明显，因此市场份额更胜一筹。

2) 1970-1990 年：美国慢跑和女子运动等大众体育热潮兴起，耐克和锐步反超

50-60 年代后，随着美国进入后工业时代，白领人数增加，许多美国人形成久坐、长期缺乏运动习惯，越来越多人出现肥胖、高血压、糖尿病等疾病。70 年代美国出现经济衰退，美国出现通货膨胀，高失业率和能源危机压力。为改善健康状况以及放松身心缓解焦虑不安的状态，叠加广播电视等媒体普及宣传，慢跑运动热潮逐步兴起。在这一过程中，耐克联合创始人比尔鲍尔曼撰写有关慢跑以及如何将其用作健身计划的文章和书籍也成为慢跑运动兴起的间接推动力。

1971 年刚创立的耐克品牌成功把握慢跑热的发展机遇，1972 年耐克推出的华夫饼跑鞋因抓地力强成为爆款。后续公司分别通过赞助传奇巨星普雷方丹，建设自有工厂，投入创新技术研发，先后推出多款高性能避震科技鞋和气垫鞋。1974 年《跑步者世界》宣称 Nike Cortez 是美国最受欢迎的长跑训练鞋。阿迪达斯错过慢跑热潮，同时运动赛事营销资源面临同行竞争压力，叠加 1978 年创始人阿道夫逝世，阿迪和 PUMA 市场份额被耐克超越。

1972 年美国通过修正提案，女性可以作为运动员参与跑步或马拉松比赛，鼓舞了女性投身跑步运动的热忱。80 年代女子运动热潮兴起，来自英国的锐步进入美国市场并抓住这一机遇，主要定位女性健身及有氧运动，推出创新品类健身服和针对女子消费者球鞋 Freestyle，1984 年 Freestyle 鞋占到了锐步收入一半以上，锐步市场份额在 80 年代超越了耐克。

3) 1985-2010 年：专业篮球鞋、运动时尚潮流快速崛起

1979 年耐克 AIR 气垫技术推出及推广到篮球鞋，给耐克篮球鞋科技发展带来极大助力，1984 年耐克签约了篮球巨星迈克尔乔丹，1985 年发布 AJ1 篮球鞋，第一年销售额突破 1 亿美金。1989 年，锐步重磅推出 Pump 篮球鞋充气科技，1991 年迪·布朗穿着 Pump 篮球鞋夺得全明星周末扣篮大赛冠军，随后锐步因零售管理问题面临市场份额下降。1996 年阿迪达斯与科比达成六年合作，ADIDAS EQT 2000 是科比代言的第一款阿迪篮球鞋。

另一方面，在前期嬉皮文化、朋克和摇滚精神等洗礼和积累下，90年代美国街头文化热潮兴起，滑板文化与Hip-hop音乐成为纽约亚文化的核心，1994年街头潮牌Supreme成立，随后街头文化的浪潮从美国传播至全球，深刻影响了消费者鞋服消费的偏好。

篮球鞋科技崛起同时，时尚文化潮流影响下，街头篮球也快速崛起，例如，1993年三个大学毕业小伙创办了传递街头文化的潮酷篮球品牌——And1，1996年FILA为格兰特·希尔推出Fila Grant Hill II鞋款（后来以Fila 96之名被复刻发售）。

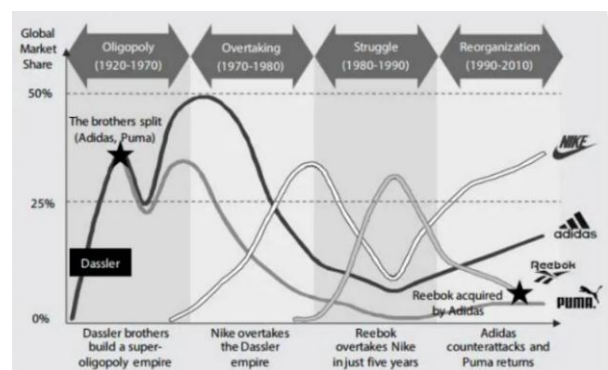
1992年，阿迪达斯新任CEO德瑞福斯上任，在产品方面，推出equipment系列并优化三叶草标识，重塑专业运动品牌定位和形象；加大布局运动服系列并受到消费者喜爱，将品类从鞋类扩展至运动服，运动服占公司销售50%，并加入更多运动潮流元素，以便和耐克产品区分开；1996年，阿迪达斯高端运动时尚系列Originals重磅推出。随着一系列改革优化，公司恢复高增长。PUMA也由于原来过度扩张导致经营承压，1993年Jochen Zeitz对PUMA定位做了重新梳理，产品系列介于运动与时尚之间的风格，随后PUMA市场份额也迎来了回升。

4) 2000年至今：运动行业进入成熟期，朝专业细分和多元化方向发展

美国运动鞋服行业进入成熟期，复合增长在5%~8%。美国作为传统竞技体育强国，一方面，传统大众及专业运动品牌耐克和阿迪凭借营销资源和技术创新引领的绝对优势，规模稳坐第一梯队，两者在美国合计的市占率长期保持在20%左右，2024年下跌至17.5%。而两者相互竞争、市占率此起彼伏，例如2015年阿迪将2013年推出的Boost技术应用于Ultra Boost跑鞋上，Boost的高回弹及抗震性能让阿迪在专业跑步的影响力大幅提升，同年再推Yeezy鞋款，迅速风靡全球，专业与时尚双轮驱动阿迪市占率从低谷快速回升。耐克则持续投入鞋中底科技的研发创新，并于2017年重磅推出以PEBA发泡的鞋中底科技，并加入碳纤维板，回弹效果超过了Boost，成功通过产品创新引领推动市占率企稳回升。

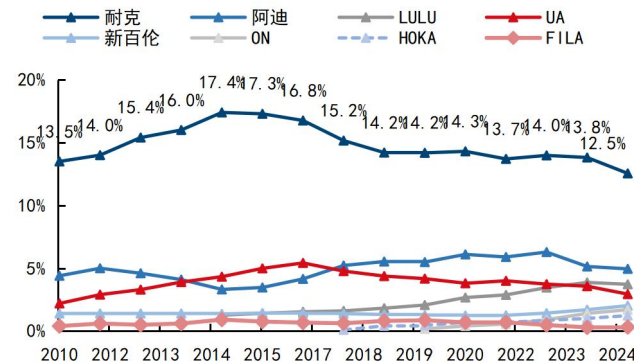
另一方面，专业细分赛道竞争日益激烈，差异化定位和技术优势成为份额增长关键助力。LULU和UA分别从瑜伽运动和专业健身赛道切入，在短时间内迅速成长为在美国市场50亿美元零售额的品牌后，由于品类扩张战略导致的定位模糊、技术优势不明显以及专业赛道的激烈竞争，2024年市占率出现下滑，分别为3.7%和2.9%。同时，具有技术可见性的硬核户外跑鞋品牌ON和HOKA短短几年时间规模翻了几倍，2024在美国市占率分别达到1.7%、1.2%。传统时尚运动品牌表现相对不佳，例如FILA 2024年在美国市占率已经萎缩至0.3%。

图10：主要运动品牌竞争态势百年发展历程



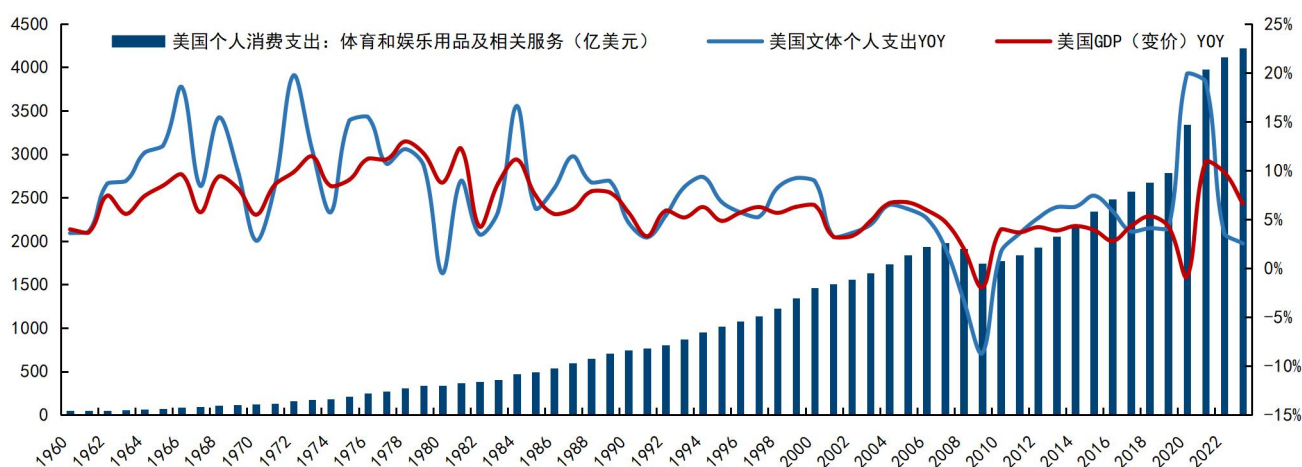
资料来源：JUNG Tae-Soo,《Athletic Footwear Warfare: Surviving in an Oligopoly》，Samsung Economic Research Institute, 2013, P9-P13, 国信证券经济研究所整理

图11：美国部分运动品牌市场占有率



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理

图12: 美国体育与娱乐用品个人消费支出及增速（亿美元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

2、日本运动发展历程：从运动多元细分化发展到精英和极限运动式微，经济低迷期大众和户外休闲运动保持成长

在二战结束后，1949年4月，在日本重新获得奥运会参赛资格后，国会体育议员联盟提出了支持奥运会参加的“体育振兴决议”，很快围绕奥运会确立优先支持竞技体育发展的政策。

60年代初期-80年代，国民体育运动迅速崛起并朝多元化方向发展。随着战后经济复苏回暖，“文明病”增加导致人们认识到健康重要性、更多妇女成为劳动人群、闲暇时间增加等催化大众体育热度。1961年日本颁行《体育振兴法》，随后在多部门政策推动下，社会体育设施大幅增长。一方面，竞技体育得益于政策支持和财政投入，1964年后的三届奥运会均取得亮眼成绩。

另一方面，滑雪和高尔夫产业也快速崛起，1）滑雪：日本札幌冬奥运会（1972年）、日本长野冬奥运会（1998年）等全国、世界赛事的成功举办，推动日本冰雪运动崛起，1980到1998年长野冬奥会期间滑雪爱好者从每年700万人升至每年1800万人。2）高尔夫：1957年，日本政府宣布全日本的高尔夫球场数量要升至116座。1957年-1961年，高尔夫运动在新兴中产阶级掀起热潮，60年代末电视上开始转播高尔夫赛事，吸引更多中产阶级职员兴趣。

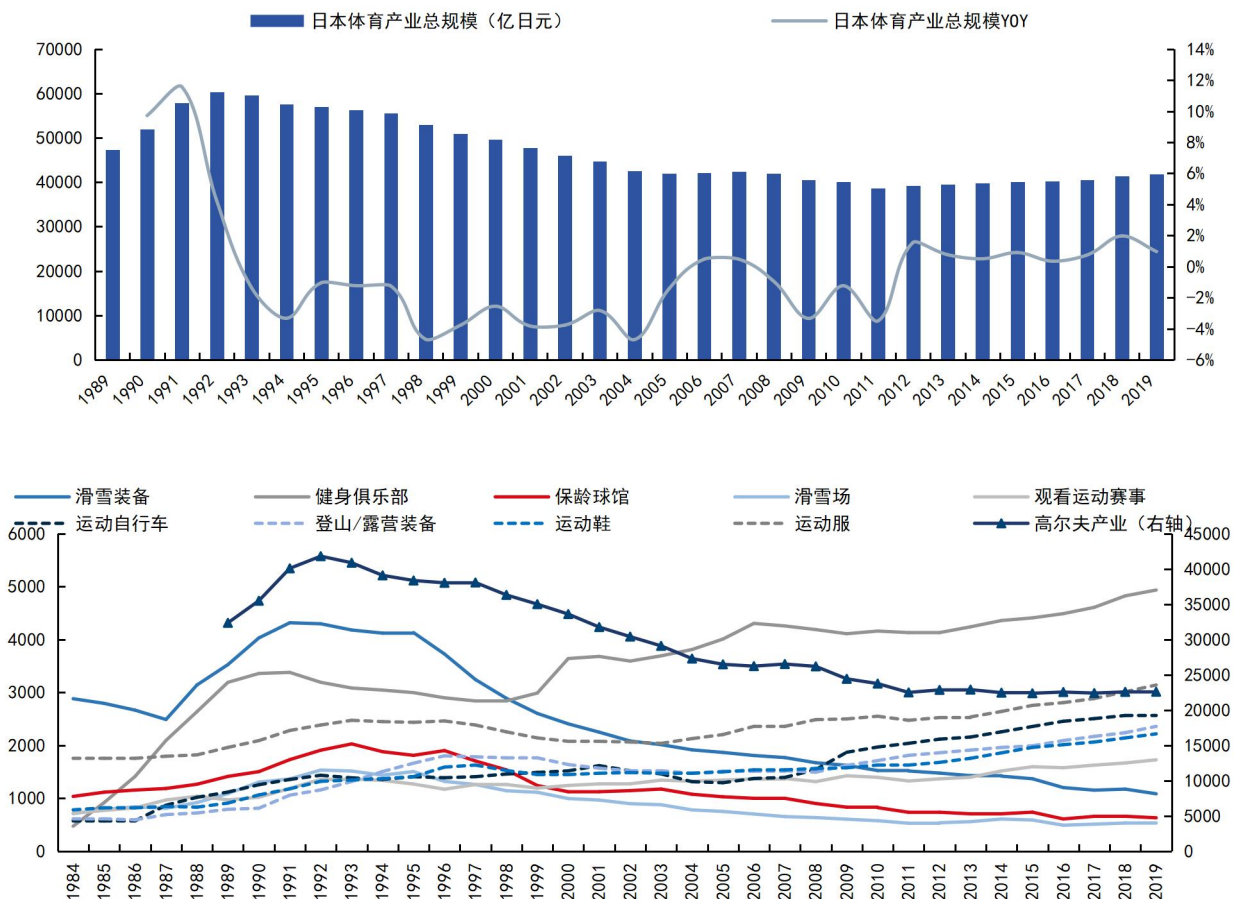
70年代中后期-80年代后期，日本竞技体育成绩走弱，而进入全民商业体育大发展时期，各类细分运动热潮达到顶峰。随着老龄化社会发展保障费用财政占比扩大，1977年财务部开始缩减奥运经费投入，竞技体育成绩开始走下坡路。但同时政府在政策上支持商业体育发展，1976年起10年间建造了10万余座体育设施，民间体育设施增长最快，1988年成人体育行动率达到77%。

80年代末-90年代初在泡沫经济带来的财富增长效应以及余暇文化生活追求下，各类细分运动得以蓬勃发展，精英运动高尔夫、极限运动滑雪和休闲运动保龄球的产业规模均达到高点，同时健身俱乐部、运动自行车、登山露营均快速增长。

90年代初至今，经济进入低迷期，精英运动式微，大众运动和户外休闲运动保持成长。高尔夫、滑雪、保龄球在90年代初达到顶峰后，随后受到日本经济进入低迷期、人口老龄化等影响，1992-2019年相关产业规模分别累计下降46%、75%和

65%。与此同时，跑步、散步、综训等运动的人群渗透率提升，1992-2019 年日本整体体育产业持续下降，但健身俱乐部、登山露营、运动自行车、运动鞋、运动服分别增长了 55%、104%、79%、68%和 32%，大众运动和户外休闲运动保持成长趋势。从日本运动鞋服品牌格局看，头部品牌市占率整体稳中有进，阿迪、耐克持续领跑，北面和新百伦同样发展迅速，市占率近十年分别提升 2.4%、2.4%和 1.9%，本土品牌美津浓市占率经长时间下滑后自 2022 年以来逐步摆脱颓势，已恢复至将近 10%。

图13: 日本体育产业规模及增速及分体育品类表现



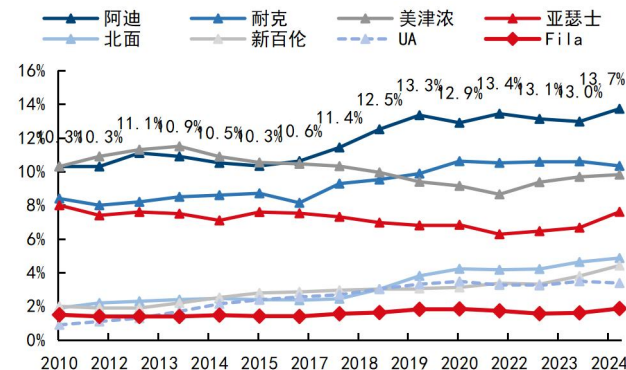
资料来源：日本生产性本部，国信证券经济研究所整理

图14: 日本各项运动参与率变化（一周一次）

	跑步	散步	力量训练	足球	棒球	篮球	排球	高尔夫
1996		13.6%						
1998	3.7%	19.0%						
2000	3.4%	24.4%	4.5%	0.4%	1.5%	0.5%	1.7%	3.5%
2002	2.1%	27.7%	5.2%	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	2.7%
2004	3.3%	32.9%	5.7%	0.5%	1.2%	0.4%	1.1%	2.3%
2006	2.9%	30.6%	5.1%	0.5%	0.6%	0.6%	0.9%	2.8%
2008	3.4%	31.7%	7.2%	0.9%	1.1%	0.6%	1.5%	2.9%
2010	4.2%	36.1%	8.4%	1.0%	1.2%	0.6%	1.4%	2.5%
2012	5.5%	34.9%	7.9%	1.4%	1.3%	0.4%	1.3%	2.7%
2014	5.3%	34.9%	8.4%	1.0%	1.2%	0.7%	1.0%	2.8%
2016	4.5%	32.5%	9.4%	0.9%	0.5%	0.6%	1.0%	2.4%
2018	5.3%	32.9%	10.3%	1.2%	0.9%	0.6%	1.3%	2.6%
2020	5.6%	35.7%	13.4%	0.9%	0.8%	0.7%	1.2%	2.3%
2022	5.4%	36.8%	12.0%	1.0%	0.7%	0.7%	0.9%	2.5%

资料来源：日本笹川体育财团，国信证券经济研究所整理

图15: 日本部分运动品牌市占率



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理

（三）品牌案例研究：欧美和日韩运动服装表现形式不同，反映了发展路径、文化和竞技体育实力的差异

起源于意大利的 FILA，早期以网球为主要运动元素，随后在美国的篮球鞋、日本的高尔夫服装、韩国潮服均获得成功；起源于美国的 champion，美版大众休闲与复古运动，日版潮流时尚与舒适柔顺；美国的专业户外品牌 The North Face，日韩市场加入都市户外和潮流元素，把品牌重新带火。

从户外品牌看，欧美硬核户外品牌市占率较高，款式颜色设计以功能实用性、野外环境安全性为主，而日韩则以都市户外风格的品牌和产品线为主。

复盘品牌发展历程，日本亚瑟士最终被美国耐克大幅超越，与体育营销资源欠缺、亚洲国家体育文化输出能力偏弱有较大关系。

1、FILA：早期定位网球，美国篮球鞋、日本高尔夫服装、韩国潮服获得成功

FILA 起源于意大利，70 年代定位网球运动服，赞助网球赛事及球星。1911 年，FILA 诞生于意大利纺织重镇 Biella，生产纺织品，1973 年扩展到网球运动服领域，代言人比约博格 6 次获得法网冠军，5 次蝉联温网冠军，极大提高 FILA 国际知名度。80 年代起，FILA 连续 22 年赞助美网公开赛，80-90 年代赞助多名网球大满贯选手，同时 80-90 年代，穿着 FILA 的艺术家数量增加，FILA 被认为是带有时尚潮流属性的运动服装。随着 FILA 进入不同国家，在美国、日本、韩国产品系列的侧重以及设计元素上有一定差异：

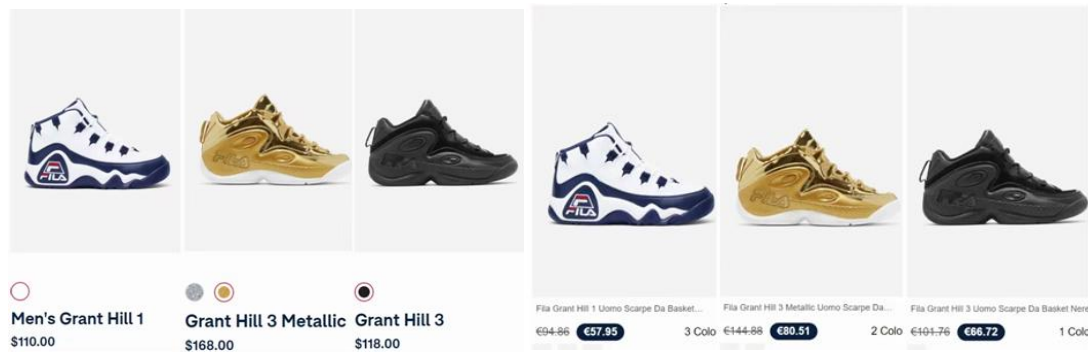
90 年代美国街头篮球文化盛行，FILA 美国的篮球运动潮流品类获得成功。进入美国市场后，FILA 于 1995 年推出篮球鞋系列，选择被誉为接近乔丹的 Grant Hill 作为代言人，并且为其定制篮球鞋 FILA GRANT Hill II (FILA 96)，与此同时美国街头篮球文化盛行，FILA 在美国的篮球品类大获成功，1997 年，FILA 全球销售额 14 亿美元，在美国便达到 6.9 亿美元。目前 FILA 在美国官网上有篮球鞋单独入口，以 Grant Hill 产品为主，且 Grant Hill 系列篮球鞋在美国官网的定价也明显高于其在意大利官网的定价（例如，Grant Hill 1 在美国官网定价 110 美元，在意大利官网定价 58 欧元）。

FILA 日本高尔夫系列品类丰富度高，可应用于专业、商务及休闲等多种场景。1979 年，FILA 推出 FILA GOLF PRO 系列，正式进军专业高尔夫运动领域，80-90 年代，陆续有高尔夫球星穿着 FILA 服装赢得各类高尔夫赛事。FILA 进入日本市场后，

随着日本高尔夫运动产业及参与人数下降，旗下高尔夫系列逐渐延伸商务和休闲场景，一方面加入精英元素，可应用于商务社交办公场景，另一方面加入优雅休闲元素，可应用于日常社交场合穿着。

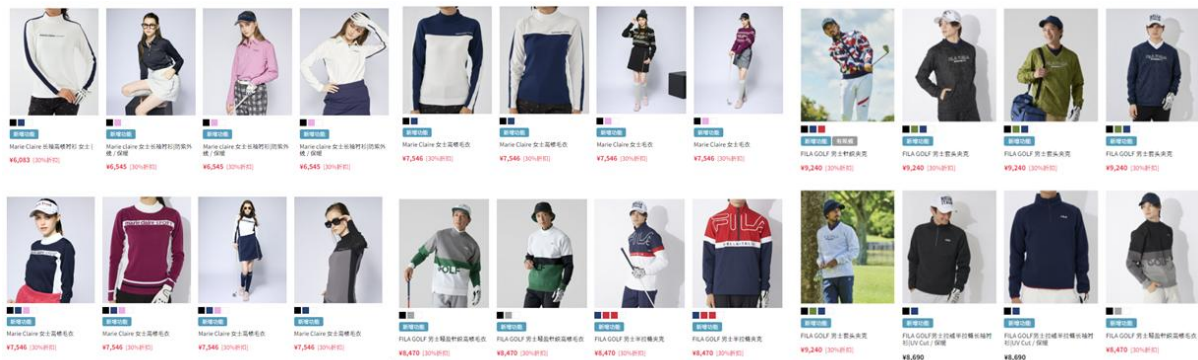
FILA 韩国运动场景划分较模糊，更偏潮流属性。FILA 韩国官网上按男女童装及卫衣、羽绒、T 恤等品类划分，运动栏目下只有网球和跑步（日本官网上运动栏目下按网球、高尔夫、跑步、篮球、瑜伽、泳装划分），且产品设计元素更丰富、潮流属性更重。

图16: Grant Hill 系列美国官网定价（左图）高于意大利官网（右图）



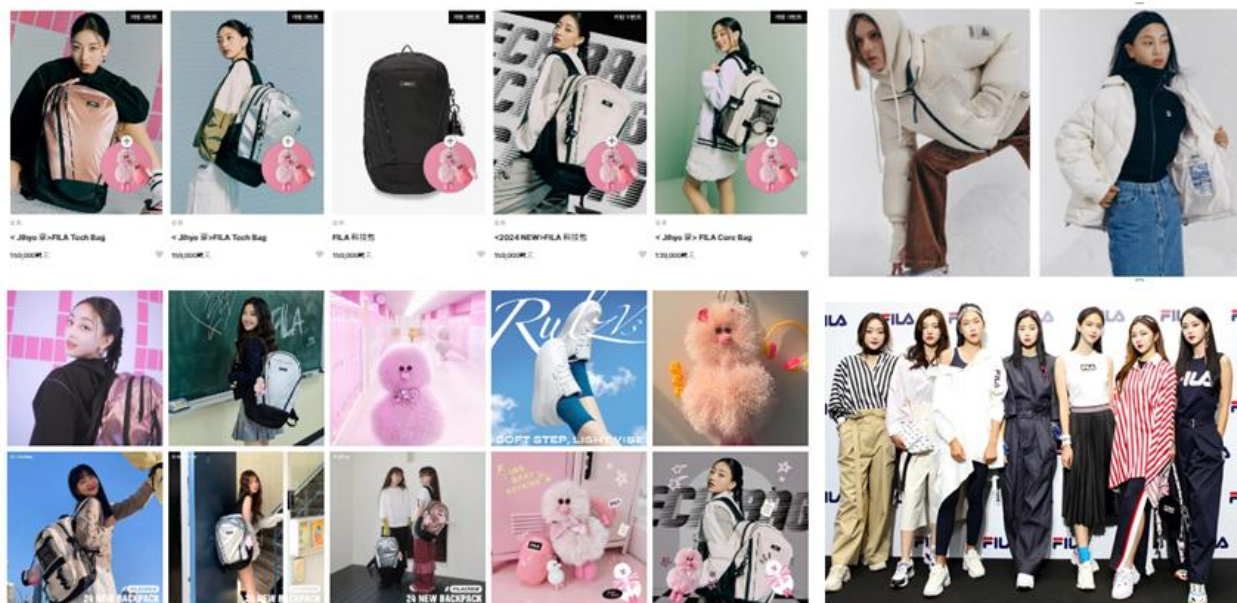
资料来源：FILA 美国官网、FILA 意大利官网，国信证券经济研究所

图17: FILA 日本的高尔夫系列女装和男装



资料来源：oceanweb 网站，国信证券经济研究所

图18: FILA 韩国服装更潮流



资料来源：FILA 韩国官网，国信证券经济研究所

2、The North Face：美国专业户外品牌，日韩市场加入都市户外和潮流风格

专业户外品牌 The North Face 于 1968 年成立于美国，The North Face 的主线又称为 VF 线，例如 Summit、Steep 和 Flight 系列，主线产品偏向硬核户外，更注重防风防雨和御寒等专业性能。

1978 年，日本运动集团 Goldwin 拥有 The North Face 品牌在日本的所有权，和在韩国的经销权。90 年代开始，日本在泡沫经济后发展进入平稳期，以生活方式导向的户外休闲品类得以发展，2003 年 Goldwin 联手旗下设计师在日本推出紫标，紫标走城市户外机能风格路线，面料上相比传统专业户外更舒适，设计上也更时尚潮流，The North Face 紫色当时成功在日本掀起城市户外风穿搭潮流。

2014 年，由韩国设计师 Christian Lee 主导设计、韩国运动制造商 YoungOne 打造了 The North Face 白标。白标从版型和颜色搭配上设计感更强烈，在拥有户外功能的基础上，更适用于都市穿着场景。经由众多韩国知名人士穿着和赞助韩国部分冬季项目的国家队，白标在韩国知名度快速提升。

总体而言，美国专业户外品牌在进入日韩市场后，顺应当地的自然与都市生活相融合特点，成功延伸出独有的户外潮流产品系列。

图19: The North Face 产品系列



资料来源：The North Face 官网，国信证券经济研究所整理

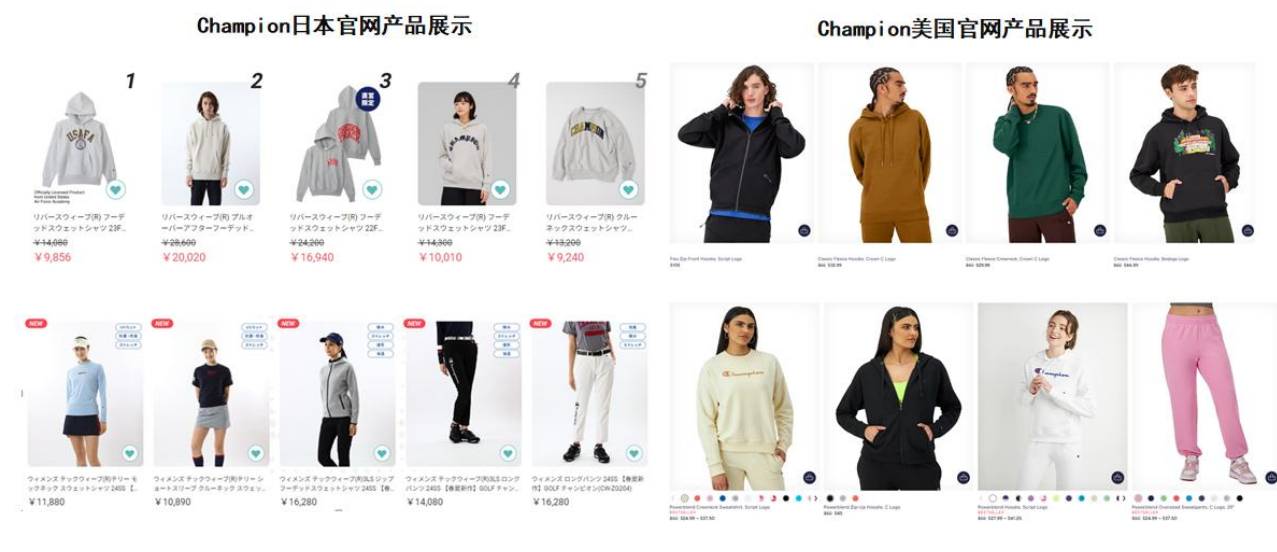
3、Champion：美版大众休闲与复古运动，日版潮流时尚与舒适柔顺

Champion 于 1919 年在美国成立，被誉为世界上第一件帽衫、世界上第一件可正反穿的 T 恤、世界上第一条尼龙网眼运动短裤等。80-90 年代在美国大行其道的复古风、运动休闲风成功造就了 Champion 的大火。1975 年，Champion 进入日本市场，并形成与众不同的日版支线。

1) 风格上，美版 Champion 风格偏向大众基础运动，版型宽大、元素简洁，强调功能性，适合运动休闲穿着；而日版 Champion 则注入了更多潮流因素，弱化了运动功能属性，结合美式复古内核与日本的里原宿文化，并与 BAPE、Thrasher、Beams、X-LARGE 等多个潮牌联名，更强调时尚感和流行性。

2) 面料上，日版面料更舒适柔顺，美版面料则质感较粗糙。日版 Champion 核心理念是高于一般运动休闲服装的细腻质感，初期请日本都市机能品牌 Nanamica 主理人和北面紫标设计师本间勇一郎，主导 Reverse Weave 系列设计，面料上强调致密强韧和舒适耐磨，设计视觉上强调柔和和不突兀，具有高级时尚感。

图20: Champion 日本官网及美国官网产品展示对比



资料来源: Champion 官网, 国信证券经济研究所整理

4、亚瑟士: 产品力和科技领先的日本跑鞋品牌, 因体育营销资源与文化输出能力偏弱, 90 年代后的 30 年时间里被耐克大幅超越

1949 年, 鬼塚株式会社(亚瑟士前身)在日本诞生, 1950 年鬼塚推出一双以章鱼脚吸盘为灵感的篮球鞋 Bashu, 1951 年推出了第一双马拉松用慢跑鞋, 田中茂树穿着鬼塚虎的 Tabi 跑鞋夺冠, 成为首个拿到波马冠军的日本人。1964 年东京奥运会, 穿着鬼塚虎制造出鞋子的运动员共获得了 46 块奖牌, 1970-1972 年 70-80%的跑步和排球运动员穿着鬼塚虎制造的鞋子。

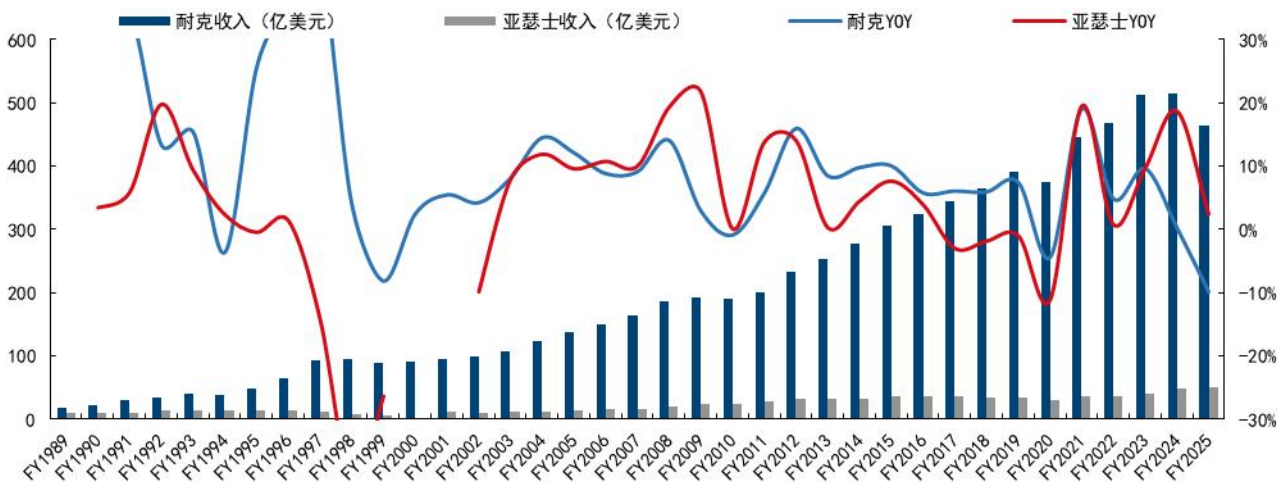
60 年代耐克品牌创始人菲尔·奈特来到日本拜访, 成功拿到鬼塚虎在美国市场上的销售代理权, 随后奈特成立了蓝带体育公司。1977 年, 鬼塚虎、GTO 和 JELENK 合并, 正式更名为 ASICS 运动品牌。随后亚瑟士推出众多黑科技, 例如 GEL 胶、Guidance Trusstic、Twistruss、FlyteFoam、Ventilation 等, 满足缓震、弹性、支撑稳定性、轻量快速和舒适保护功能。

亚瑟士在产品方面坚持高科技、高品质标准, 研发多项专利, 被誉为全球四大跑鞋之一, 代表着日本精致和专业的民族文化。其中正是 GEL 胶和 FlyteFoam 泡沫技术奠定了亚瑟士在慢跑鞋界的领先地位。

即使在跑鞋产品先发优势、研发创新和“黑科技”上有众多优势, 亚瑟士还是被耐克大幅超越, 1990-2020 近 30 年间, 耐克在收入体量更高的同时, 收入增速大部分时候仍跑赢亚瑟士, 有三方面原因: 1) 亚瑟士专注跑步领域, 其他运动品类表现较弱, 跨品类增长趋势不明显; 2) 体育营销相关的赛事和明星资源相差甚远; 3) 可能与亚洲国家竞技体育赛事成绩偏弱, 亚洲国家体育文化输出的能力弱于欧美, 造成海外消费者认同度较低有关。

不过疫情后, 亚瑟士的增长势头开始呈现对耐克的反超, 和跑步运动专业化趋势与耐克品牌自身战略失误有关, 亚瑟士在专业跑步领域目标实现全球市场份额第一, 并在运动时尚领域开始破圈加速集团增长。

图21：90年代后耐克收入增长快于亚瑟士



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

5、户外品牌地区差异：欧美以功能性为卖点的户外品牌更丰富，日韩则以都市时尚户外为主

分别统计美国、德国、日本和韩国头部运动品牌中的户外品牌、2024年市占率以及过去10年市占率变动值。从各国头部户外品牌、以及同一品牌在不同国家的热销产品系列看，欧美的户外品牌或产品线以功能实用性、野外环境安全性为主，而日韩则偏向都市休闲风格。

1) 美国和德国：头部户外品牌主要是哥伦比亚、北面、ON、HOKA、迪卡侬、Patagonia，其中在美国市场，越野跑和徒步品牌ON、HOKA、Patagonia市占率提升较多，北面市占率则有下降。

2) 日本和韩国：头部户外品牌有北面、哥伦比亚、可隆、Discovery。北面在日本和韩国分别主打紫标和白标，加入都市户外机能、时尚潮流元素，因此得以兴盛；哥伦比亚2016年在日本推出限定黑标，主打时尚裁剪，部分产品系列大胆使用亮色；可隆起源于韩国，早期使用Goretex专业面料，多次赞助韩国南极远征队和科考队，后来在露营和登山徒步服饰方面加入生活潮流元素；Discovery起源于美国，定位功能与时尚兼备的中高端户外休闲，在韩国市占率达到5.7%，2014-2024年销售额实现超5倍的增长。

表2：美德日韩主要户外品牌2024年市占率及市占率变动

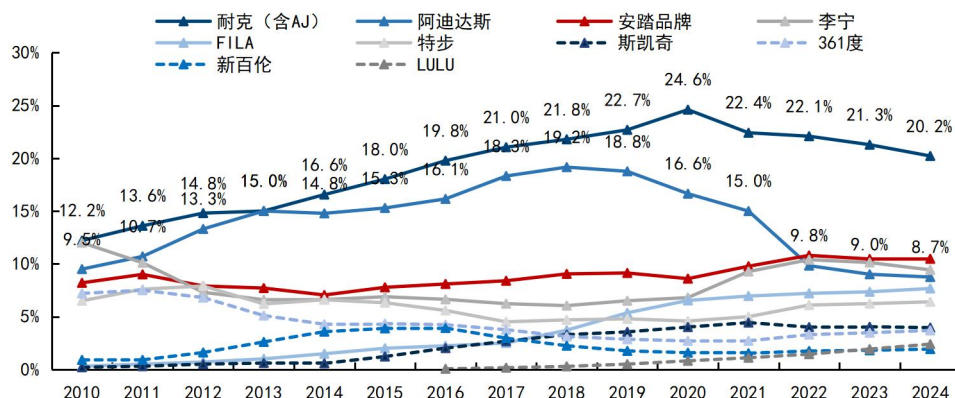
美国			德国			日本			韩国		
品牌	市占率	变动	品牌	市占率	变动	品牌	市占率	变动	品牌	市占率	变动
哥伦比亚	1.5%	-0.3%	北面	2.5%	0.5%	北面	4.9%	2.4%	北面	11.8%	6.0%
北面	1.0%	-1.4%	ON	2.0%	2.0%	哥伦比亚	1.4%	-0.3%	Discovery	5.7%	4.3%
ON	1.7%	1.7%	迪卡侬	1.9%	0.9%	迪桑特	1.1%	0.0%	可隆	4.7%	-1.7%
HOKA	1.2%	1.2%	狼爪	1.7%	-0.5%	Patagonia	0.8%	0.1%	哥伦比亚	2.2%	-1.4%
Brooks	0.9%	0.3%	Patagonia	0.7%	0.0%	ON	1.4%	1.4%	迪桑特	1.5%	-1.2%
Patagonia	0.7%	0.7%	Salomon	0.6%	0.0%						
迈乐	0.4%	-0.3%	哥伦比亚	0.2%	0.0%						
Wolverine	0.2%	-0.1%									
Allbirds	0.1%	0.1%									

资料来源：产业信息网，国信证券经济研究所整理；备注：市占率变动统计2014-2024年期间的变动

市场展望：中国运动品牌集中度仍较高，细分运动景气趋势有望延续

自 2011 年至今，中国运动品牌头部集中度呈现多年快速上升，而近 3 年开始下降。看前两大品牌集中度，耐克和阿迪达斯合计市占率在 2011 年为 23%，而 2019-2020 年达到 38%，提升了 15 个百分点，而这一集中度在 2022-2024 年连续下降，2024 年为 27%。如果看 CR5 和 CR10，趋势与 CR2 类似，因主要过去持续提升份额的是前两大品牌，但近 3 年两大以外的中腰部品牌不少呈现份额上升的趋势，比如同为综合运动定位的国产品牌安踏、李宁、特步和 361 度，以及其他差异化赛道定位的国际品牌 FILA、lululemon 等。

图22：头部运动品牌中国市场市占率变化



资料来源：公司公告，产业信息网，国信证券经济研究所整理

中国运动品牌集中度仍高于全球主要消费国家。对比美国、德国、日本、韩国以及全球市场，目前中国的 CR2、CR5、CR10 仍均属于最高水平，并且前 10 品牌中综合运动品牌有 6 个，数量也较多，具有品类特色、细分定位的品牌份额相比其他发达国家和全球平均水平略低。随着未来中国运动行业深入发展，消费者对自身运动需求更加明确，专业、细分、潮流特色等定位的品牌或将受益于需求升级方向，未来行业也有望继续向多元化演进。

图23：2024 年全球各地运动品牌头部集中度对比

国家	集中度	份额	TOP1	TOP2	TOP3	TOP4	TOP5	TOP6	TOP7	TOP8	TOP9	TOP10
中国	CR2	26.6%	耐克	安踏	李宁	阿迪达斯	Fila	特步	乔丹	斯凯奇	361度	lululemon
	CR5	52.5%										
	CR10	73.0%	16.2%	10.5%	9.4%	8.7%	7.7%	6.4%	4.0%	4.0%	3.7%	2.4%
美国	CR2	17.5%	耐克	阿迪达斯	lululemon	UA	斯凯奇	新百伦	乔丹	On	Columbia	Puma
	CR5	26.8%										
	CR10	35.4%	12.5%	5.0%	3.7%	2.9%	2.7%	2.0%	1.8%	1.7%	1.5%	1.5%
德国	CR2	22.4%	阿迪达斯	耐克	Puma	北面	亚瑟士	On	迪卡侬	Jack Wolfskin	新百伦	锐步
	CR5	34.0%										
	CR10	42.3%	11.7%	10.7%	7.0%	2.5%	2.1%	2.0%	1.9%	1.7%	1.6%	1.1%
日本	CR2	24.1%	阿迪达斯	耐克	美津浓	亚瑟士	北面	新百伦	Puma	UA	Fila	Columbia
	CR5	46.4%										
	CR10	60.9%	13.7%	10.3%	9.8%	7.6%	4.9%	4.4%	3.5%	3.4%	1.9%	1.4%
韩国	CR2	26.7%	耐克	北面	新百伦	阿迪达斯	Discovery	MLB	可隆	Fila	斯凯奇	Nepa
	CR5	50.4%										
	CR10	69.6%	14.9%	11.8%	9.1%	8.9%	5.7%	4.9%	4.7%	3.8%	3.0%	2.6%
全球	CR2	21.6%	耐克	阿迪达斯	Puma	斯凯奇	lululemon	UA	新百伦	乔丹	安踏	亚瑟士
	CR5	28.7%										
	CR10	36.8%	13.4%	8.2%	2.5%	2.4%	2.2%	1.9%	1.8%	1.6%	1.5%	1.4%

资料来源：公司公告，产业信息网，国信证券经济研究所整理

公司概况：品牌矩阵布局完善，品牌梯队顺应行业趋势逐步成长

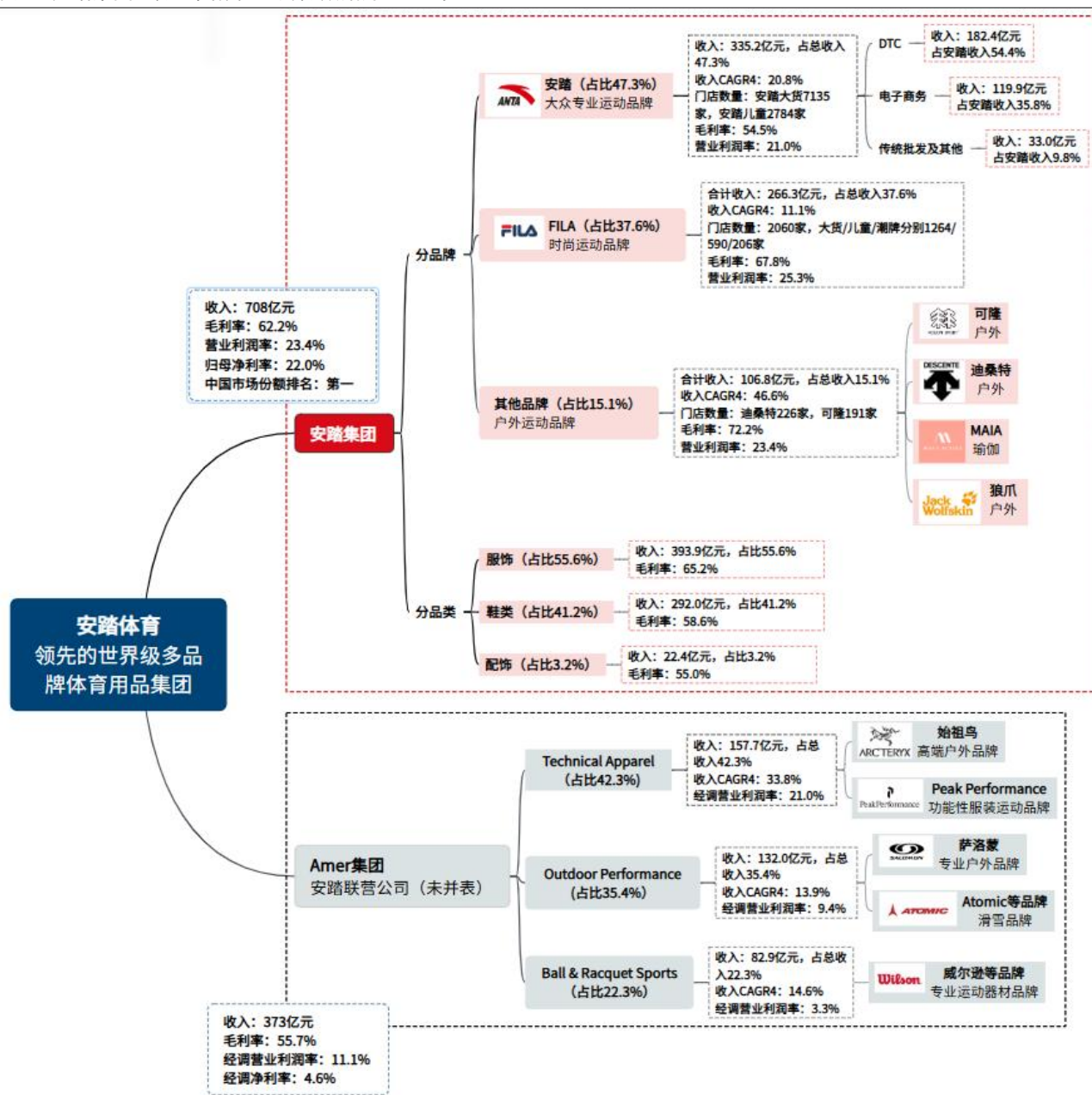
公司概况：领先的世界级多品牌体育用品集团

安踏体育是多品牌布局的国内运动鞋服龙头。2024 年安踏集团总收入 708.3 亿元，毛利率 62.2%，营业利润率为 23.4%，归母净利率为 22.0%。

安踏集团旗下有三大品牌事业群：专业运动、时尚运动、户外运动。1) 专业运动品牌群包含安踏和安踏儿童等，聚焦大众专业运动赛道，2024 年安踏主品牌收入 335 亿元，毛利率 54.5%，营业利润率 21.0%，2020-2024 年收入复合增长 20.8%；2) 时尚运动品牌群包含 FILA、FILA 儿童、FILA fusion 等，是安踏体育的高质量增长曲线，2024 年 FILA 品牌收入 266 亿元，毛利率 67.8%，营业利润率 25.3%，2020-2024 年复合增长 11.1%；3) 户外运动品牌群包括迪桑特和可隆等，是安踏体育的高潜力增长曲线，2024 年其他品牌收入 107 亿元，毛利率 72.2%，营业利润率 23.4%，2020-2024 年复合增长 46.6%。此外公司 2023 年、2025 年还分别收购了瑜伽品牌 MAIA ACTIVE、户外品牌狼爪，进一步丰富品牌矩阵。

同时与 AMER 集团形成“双轮驱动”的全球化战略布局。AMER 体育旗下品牌主攻海外市场，强化中国、北美、欧洲“三大市场”，旗下品牌始祖鸟、萨洛蒙、威尔胜等均为各自细分领域的领导品牌之一。2024 年 AMER 集团收入 51.8 亿美元，毛利率 55.7%，经调整 EBITDA 8.1 亿美元。EMEA/北美/大中华区/其他亚太地区收入占比分别为 29%/36%/25%/10%。

图24: 安踏集团业务一图概览（财务数据为 2024 年）



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司发展史：品牌矩阵迭代发展，从本土领先走向世界前列

第一阶段（1991~2010）：代工转型品牌，规模快速扩张，打造品牌影响力

1991年，丁和木、丁世家、丁世忠父子三人创业，于福建晋江以OEM代工起家，并于1994年本着“安心创业、踏实做人”的理念创办了“安踏”品牌。

1999年，安踏签约孔令辉作为形象代言人，并在央视投放广告，次年孔令辉穿着安踏的运动服，站在悉尼奥运会冠军领奖台亲吻国旗的时候，极大的提升了安踏知名度，2000年安踏的营业额提升到2亿元，并完成了从生产到品牌批发的商业模式构建。随后公司在营销继续发力，2004年开始，公司连续3年赞助CBA，成为CBA职业联赛运动装备唯一指定合作伙伴，2006年，安踏再次与CBA续约7年。在研发方面，2005年，安踏花费近千万资金，建立国内首个高科技运动科学实验室，是目前中国体育用品行业唯一一家国家级企业技术中心。先后推出双重减震技术、服装吸湿排汗技术和“三防”功能、持久减震鞋垫、弹力“果冻”技术、超轻柔软EVA材料等多项专业技术，带动安踏品牌全方位升级。2006年，公司在一线城市黄金地段开设旗舰店。

安踏的影响力，产品力，渠道力大大提升，公司也得以迅速崛起，2005年销售额便翻了一倍多，2007年销售额从2004年的3.1亿元大幅上升到近30亿元。同时，公司规模效应提升、产品组合优化带动公司毛利率从2004年14%迅速上升至2008年的40%。2007年，安踏体育在香港登陆资本市场。2008年，安踏推出附属品牌安踏儿童。2009年，安踏收购FILA。2009年6月，安踏与中国奥委会达成协议，成为2009~2012年中国奥运会体育服装的合作伙伴，赞助中国体育代表团参加2010温哥华冬奥、2010广州亚运以及2012伦敦奥运等11项重大国际赛事。

2010年末，公司市值超过300亿港元。

第二阶段（2011~2015）：逆境逆袭，转型零售为导向，FILA渐入佳境

2011年，受金融危机和奥运后期行业库存危机的影响，体育用品行业进入了调整期，公司在这段时间内对店铺、库存、渠道架构进行及时的调整；另一方面，公司开始扩大覆盖范围：儿童领域的安踏儿童、高端领域的FILA。2012年安踏超越李宁，成为中国体育用品行业市占率第一位。2013年，公司启动以零售为导向的转型战略，从零售文化建设、管理效率提升、柔性化供应链、库存有效控制、渠道优化等方面入手，对企业进行转型升级，顺利度过这场行业大调整。在调整期，公司12/13年营收分别降14.2%/4.2%，库存分别增12/8天，业绩下滑程度与同行相比较小。

2014年，公司领先于行业恢复业绩的正增长，在奥运赞助、NBA资源等方面也实现全面领先。同时，FILA经营也进入拐点，因其直营模式和主打高端的定位，随着FILA品牌规模壮大，公司未来的毛利率一路提升，从14年的45%一路上升到20年58%。

2015年末，公司市场超过500亿港元。

第三阶段（2016至今）：持续拉开差距，走向世界级多品牌集团

2016年，公司提出“单聚焦、多品牌、全渠道”发展战略，FILA开启爆发增长3年，同时公司加速品牌收购步伐，补充了专业细分定位的DESCENTE、户外品牌KOLON等，主品牌安踏也稳步升级。

2019年，公司收购Amer Sports，立下“双千亿”流水目标，打开国际化发展切入口。目前公司已经具备了横跨时尚与专业，纵深高端与大众的品牌矩阵，并成

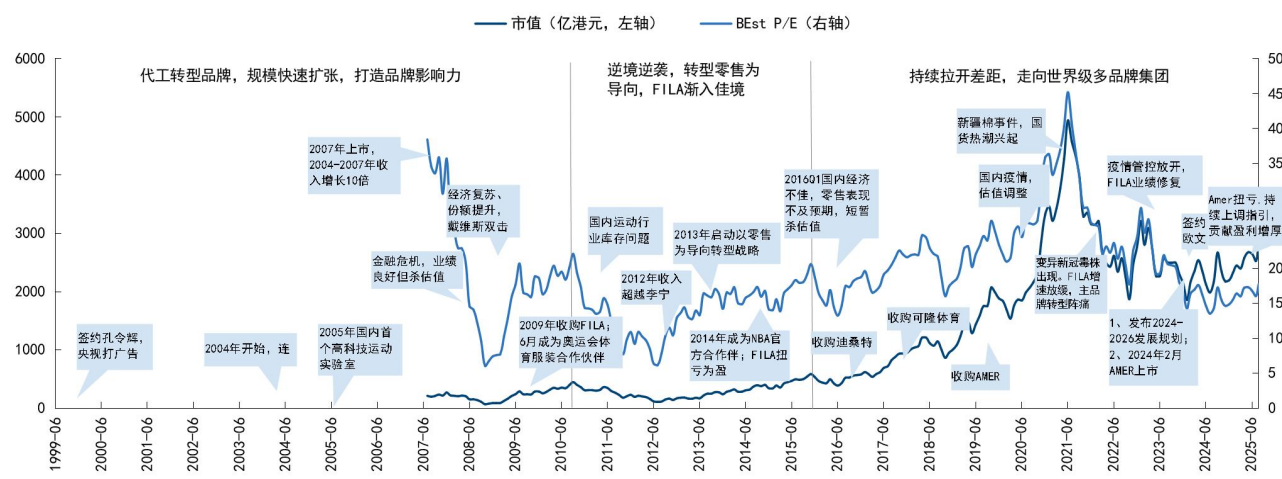
立三大事业部平台：专业运动群、时尚运动群、户外运动群，结合公司中后台资源，协同管理孵化品牌组合。2020 年公司营收 356 亿元，稳居中国运动集团第一把交椅，向世界头部运动品牌集团接近。

2021 年，提出新十年发展战略，“单聚焦、多品牌、全球化”。FILA 品牌进入高质量增长阶段，安踏主品牌进入品牌转型升级期，多品牌矩阵接力增长趋势逐步明晰。公司将坚定“单聚焦”的战略选择，聚焦体育用品黄金赛道，坚持做好每一双运动鞋每一件运动服；坚持以“多品牌”匹配市场需求；深化全球化的布局，让全球品牌在中国深耕发展，让安踏品牌代表中国运动品牌，由中国走向世界，实现市场地位、品牌布局、价值链布局和治理结构的全球化。

2024 年 2 月，安踏集团旗下芬兰 Amer Sports 成功在美国纽交所 IPO 上市。上市后 Amer Sports 股价涨幅强劲，从上市初的 66 亿美元市值上涨至目前超 200 亿没有，主要来自业绩持续超预期的催化。2024 财年收入同比增长 18%至 51.83 亿美元，主要受始祖鸟品牌、DTC 渠道、大中华地区强劲表现带动；调整后净利润扭亏为盈至 2.36 亿美元（2023 年：-1.03 亿美元），主要受益于债务重组及运营效率优化。2025 年上半年 Amer 公司再次呈现好于预期的业绩表现，管理层预计 2025 年营收同比增长 20-21%，调整后净利润约 4.5 亿美元。

截至 2025 年 8 月末，公司市值接近 3000 亿港元。

图25：公司市值和 PE（未来 12 个月）复盘图



资料来源：彭博，公司公告，国信证券经济研究所整理

股权结构及管理层：股权结构集中，管理层经验丰富

股权结构集中，管理层持股，代理成本低。丁氏家族通过安踏国际间接持有公司股权 52.67%，较为集中的股权结构和管理层持股大大降低了公司的代理成本，保证了公司经营管理的稳定性和可持续性，提高了公司的管理和运营效率。

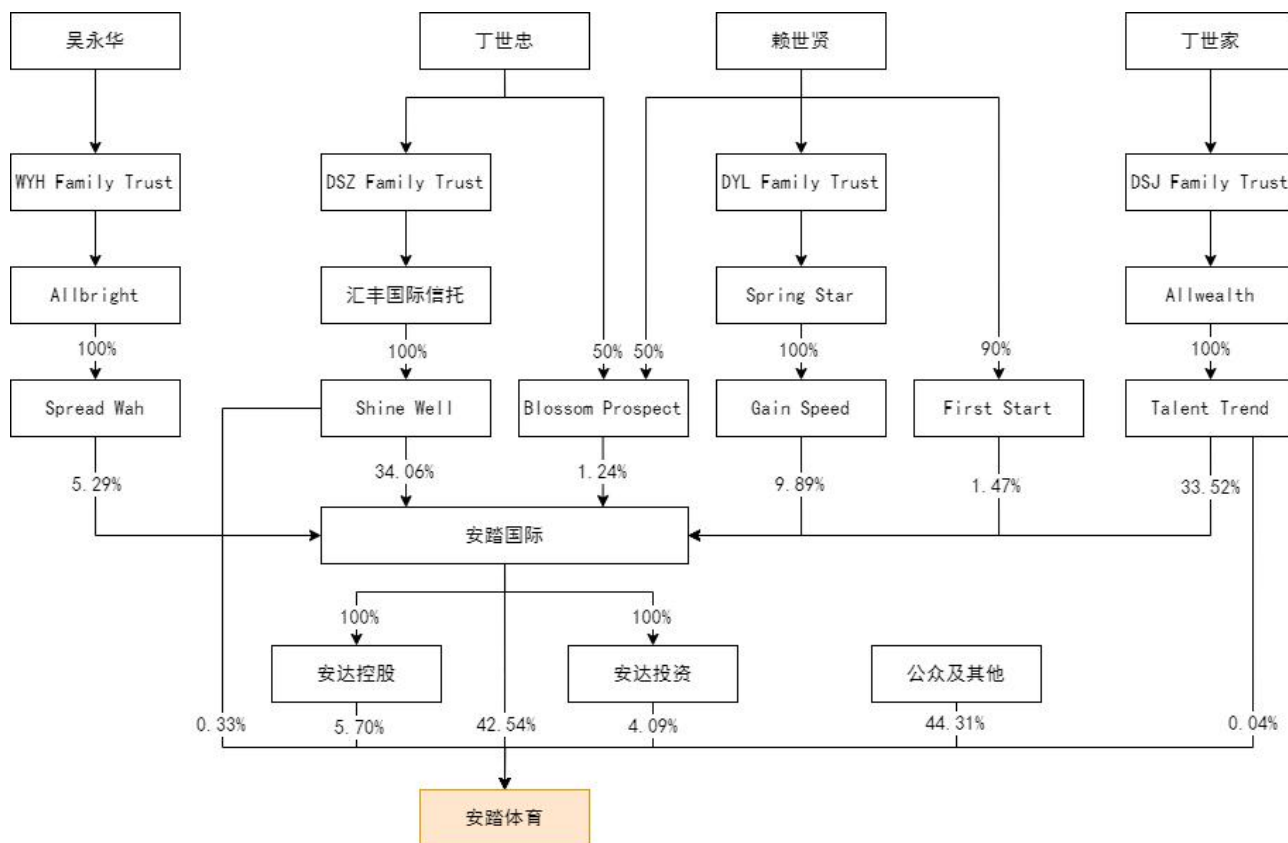
管理层架构清晰、高管经验丰富能力出众：结构稳定的管理层和经验能力出众的高管人员保证了公司战略和管理的科学性和有效性，助推公司发展。

1. 丁世忠先生作为董事局主席多年来在零售管理方面亲力亲为，凭借丰富经验提出了领先同行的公司发展战略，如率先启用体育明星代言、多品牌、零售导向等；
2. 赖世贤担任公司联席 CEO，分管安踏品牌、除 FILA 品牌以外的所有其他品牌、

集团采购以及本集团的若干职能，于 2003 年加入集团；

3. 吴永华担任公司联席 CEO，主要负责 FILA 品牌管理、本集团国际业务等，于 2003 年加入集团；
4. 郑捷担任亚玛芬体育 CEO，曾负责 adidas 旗下锐步品牌大中华区运营事务近 8 年，专业能力和行业洞察力强，于 2008 年加入集团；目前管理旗下品牌包括始祖鸟、萨洛蒙、威尔胜等。
5. 徐阳担任专业运动群 CEO，于 2006 年加入集团，历任市场总监，篮球事业部总经理，始祖鸟大中华区总经理，2023 年 1 月调任回安踏体育；主要负责安踏和安踏儿童品牌。
6. 江艳担任时尚运动群 CEO，于 2016 年加入集团，曾担任安踏儿童品牌高级总监，2020 年加入阿里巴巴担任天猫服饰营销中心负责人，2022 年重返安踏出任 FILA FUSION 总裁；于 2025 年初接替姚伟雄担任时尚运动群 CEO，是少数营销出身的女性高管，擅长品牌焕新，兼具传统品牌与互联网思维。

图26: 大股东丁氏家族持股比例高（截至 2024/12/31）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表3: 公司董监高简介

姓名	职务	任职时间	资历
丁世忠	董事会主席、执行董事	1994	丁世忠先生，为本公司的董事会主席兼执行董事。彼在本集团企业战略、人才建设、企业文化、经营监督等事项上发挥核心领导作用，并直接管理本集团收购合并事宜。彼为本集团的创始人之一，并一直致力于领导本集团拓展及推广海内外业务。丁先生现为纽约证券交易所上市公司 Amer Sports, Inc. (NYSE: AS) 的董事会主席，Amer Sports, Inc. 为本公司的相联法团（按《证券及期货条例》所定义）。近年来，彼获授《财富》2023 年中国最具影响力的 50 位商界领袖、《哈佛商业评论》中国百佳 CEO、2022 中国慈善榜年度慈善家等社会各界颁发的荣誉称号。彼现为中华全国工商业联合会副主席、萨马兰奇体育发展基金会理事会成员、中国篮球协会顾问及中国奥委会委员。丁先生为丁世家先生的弟弟及赖世贤先生的内兄，彼等皆为本公司的执行董事。彼亦为安踏国际集团控股有限公司的董事，安踏国际集团控股有限公司为本公司的主要股东。
丁世家	董事会副主席	1994	丁世家先生，为本公司的董事会副主席兼执行董事。彼负责管理本集团生产职能。彼为本集团的创始人之一及于中国体育用品业拥有逾三十年经验。于二零零二年及二零零四年，彼获授泉州市优秀青年企业家的荣衔。丁世家先生为丁世忠先生的长兄及赖世贤先生的内兄，彼等皆为本公司的执行董事。彼亦为安踏国际集团控股有限公司的董事，安踏国际集团控股有限公司为本公司的主要股东。为本公司的执行董事及其中一位联席首席执行官。彼分管安踏品牌、除 FILA 品牌以外的所有其他品牌、集团采购以及本集团的若干职能（包括人力资源、法务、投资者关系及行政管理等）。彼于二零零三年三月加入本集团及于行政及财务管理方面拥有逾二十年经验。赖先生拥有中欧国际工商学院的高层管理人员工商管理硕士学位。赖先生为丁世忠先生及丁世家先生的妹夫，彼等皆为本公司的执行董事。彼亦为安踏国际集团控股有限公司的董事，安踏国际集团控股有限公司为本公司的主要股东。赖先生现为香港联交所上市公司中国利郎有限公司（股票代码：1234）的独立非执行董事。
赖世贤	执行董事、联席 CEO	2003	为本公司的执行董事及其中一位联席首席执行官。彼主要分管 FILA 品牌管理、本集团海外业务（包括东南亚国际业务）及本集团若干职能（包括战略、数字化、科创、产品质控、企业文化与公共关系等）。彼于二零零三年十月加入本集团，在中国市场销售及营销方面拥有逾二十年经验。
吴永华	执行董事、联席 CEO	2003	为本公司的执行董事。彼主要负责 Amer Sports 相关业务。郑先生现为纽约证券交易所上市公司 Amer Sports, Inc. (NYSE: AS) 的首席执行官兼董事，Amer Sports, Inc. 为本公司的相联法团（按《证券及期货条例》所定义）。彼于二零零八年十月加入本集团，于营销管理方面拥有超过二十年经验，包括于国际运动服饰品牌中国业务部任职销售副总裁及总经理超过八年。郑先生拥有上海复旦大学管理科学学士学位。彼亦为世界体育用品联合会 (WFSGI) 的前任联席主席及现任副主席。
郑捷	执行董事、亚玛芬体育 CEO	2008	为本公司的执行董事兼首席财务官。彼主要负责本集团的财务管理职能及若干中后台职能（包括业务流程管理及物流管理等）。毕先生现为纽约证券交易所上市公司 Amer Sports, Inc. (NYSE: AS) 的董事，Amer Sports, Inc. 为本公司的相联法团（按《证券及期货条例》所定义）。彼于二零零七年五月加入本集团，于财务管理及运动服饰行业拥有逾二十年经验。毕先生拥有中国对外经济贸易大学会计学学士学位，并为中国注册会计师协会非执业会员。
毕明伟	执行董事、副总裁、CFO	2007	为本公司的公司秘书兼本集团副总裁，主要负责财务管理及合规工作。彼于二零零七年十月加入本集团，具有逾二十年审计及财务管理之经验。彼拥有香港理工大学会计学学士学位，亦为香港会计师公会会员。
谢健聪	副总裁、财务总监	2007	徐阳先生为本公司专业运动群 CEO。彼于 2006 年加入安踏集团，历任市场总监，篮球事业部总经理，始祖鸟大中华区总经理，2023 年 1 月被集团董事会调任回安踏体育，接管安踏品牌首席执行官一职。
徐阳	专业运动群 CEO	2006	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：丁世忠先生为丁世家先生的弟弟、王文默先生的表弟及赖世贤先生的内兄；赖世贤先生为丁世忠先生和丁世家先生的妹夫。

多品牌股权结构：安踏集团拥有收购品牌公司的商标所有权和大部分股权

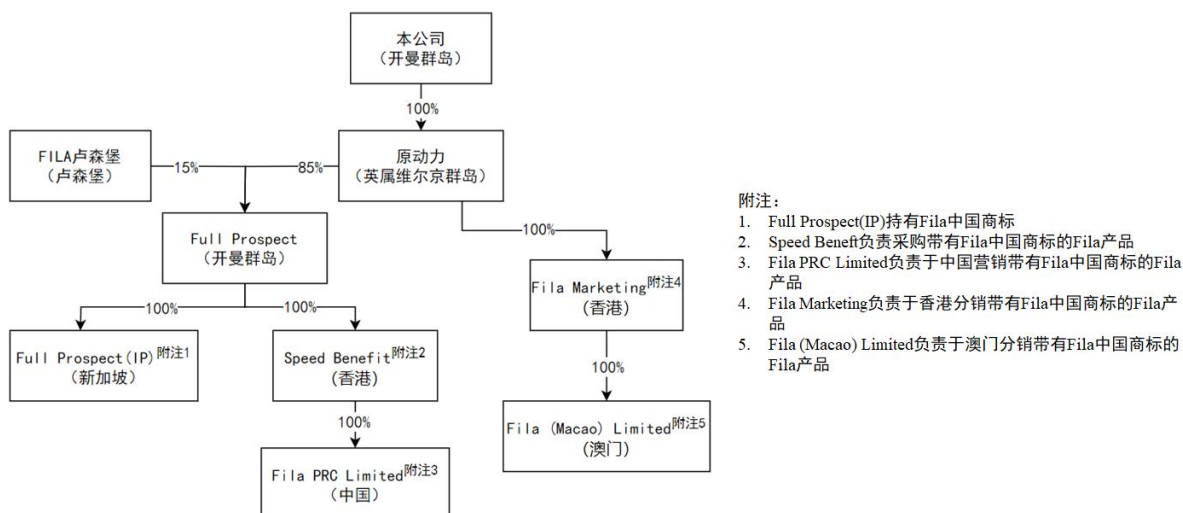
1、FILA 品牌：公司持有 FILA 中国品牌合资公司 85% 股权，全直营零售渠道运营

2009 年收购 FILA 品牌合资公司。2009 年 9 月 30 日安踏完成了对 FILA 中国业务的收购，持有 Full Prospect（拥有 FILA 中国及港澳地区的商标）85% 股权和 FILA marketing（香港）（拥有 FILA 在中国香港及澳门的零售渠道）。另外，根据协议，Full Prospect 每年向 FILA 韩国按净销售额一定百分比支付设计服务、全球营销活动的费用。

2013 年开始设立 FILA 零售公司。在公司收购 FILA 中国到 2013 年以前，FILA 的零售渠道由分销商经营，而 2013 年起公司开始拓展 FILA 直营零售渠道，为了增强 FILA 中国的盈利能力，改善销售和店效。目前，公司以全直营模式运营 FILA

在中国的门店。公司 2013 年设立斐乐服饰有限公司，负责零售 FILA 商品，由公司 100%控股。

图27：公司收购 FILA 中国品牌合资公司的股权架构



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

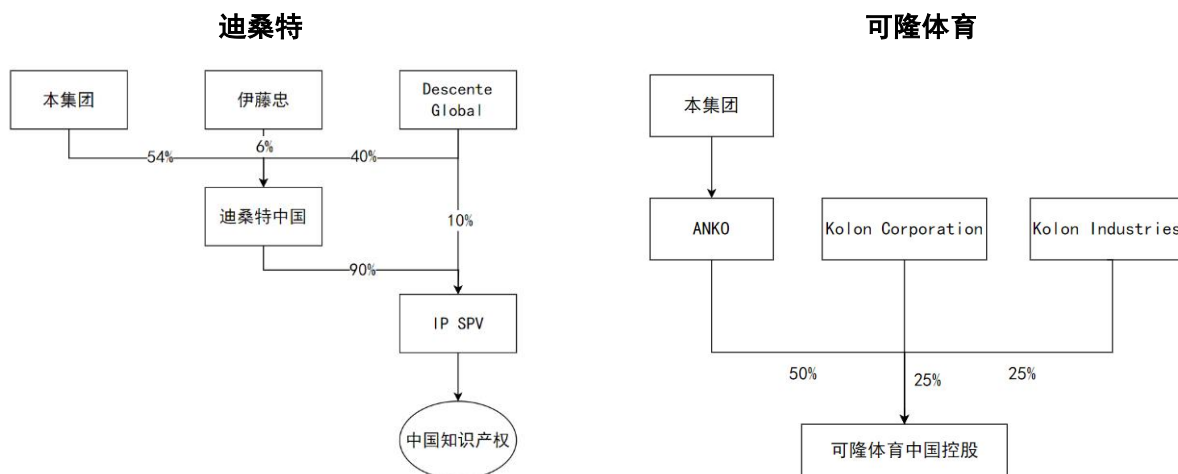
2、迪桑特（DESCENTE）品牌：公司持有迪桑特中国品牌合资公司 54%股权，全直营零售渠道运营

2016 年设立迪桑特中国品牌合资公司，并于 2020 年将迪桑特中国知识产权注入迪桑特中国品牌合资公司。2016 年 4 月，公司的全资子公司 ANDES 与 DGR(Descente Global Retail Ltd.，迪桑特日本的子公司)、伊藤忠成立合资公司，分别出资占合资公司股权 60%、30%及 10%。公司可以在中国独家经营并从事设计、采购、营销、销售及分销迪桑特品牌的产品，及在中国境内或境外非独家制造迪桑特品牌产品。2020 年 7 月，公司公告预计在 2020 年底前完成将迪桑特中国知识产权注入迪桑特中国品牌合资公司，重组完成后，公司拥有迪桑特中国品牌公司 54%的股权，促进迪桑特品牌业务在中国加速和拓展。目前，公司迪桑特品牌相关的体育用品零售子公司持股比例基本为 54%。

3、可隆（Kolon Sports）品牌：公司持有可隆中国品牌合资公司 50%股权，由分销转为直营销

2017 年设立可隆中国品牌合资公司。2017 年 2 月，公司的全资子公司 ANKO 与 KOLON 合资方（Kolon Corporation 与 Kolon Industries）以各占 50%的股权比例成立可隆中国品牌合资公司。公司可以在中国含港澳台地区内独家营销、销售和分销 Kolon Sports 品牌产品，并非独家设计、制造及采购 Kolon Sports 品牌产品。在公司与 kolon 合资方设立合资公司前，kolon 品牌在中国由分销商以批发模式运营，公司近几年逐步转为直营模式运营。目前，公司可隆品牌相关的体育用品零售子公司持股比例基本为 50%。

图28: 公司设立迪桑特中国品牌、可隆体育中国品牌合资公司的股权架构

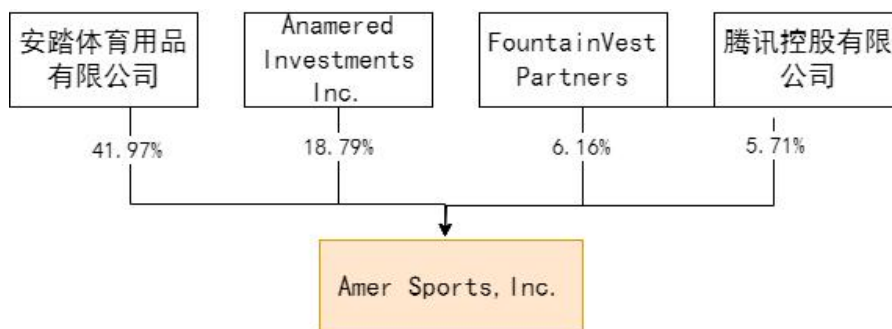


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

4、亚玛芬集团（Amer Sports）：公司持有联营公司 41.97%股权，使用权益法计入合营公司投资

2019 年收购 Amer Sports。截至 2025 年 5 月 30 日，公司作为 Amer Sports 最大股东，持有 23236.6 万 Amer Sports 权益普通股，占权益比例 41.97%。其他持股比例大于或等于 5% 的股东有 Anamed Investments（Lululemon 品牌创始人 Chip Wilson 的投资平台）、FountainVest Partner、腾讯控股，所持股比例分别为 18.8%、6.2%、5.7%。根据使用财务报告准则，公司未对 Amer Sports 并表，而是使用权益法于公司综合财务报表中列示为联营公司投资，因为 Amer Sports 的若干关键活动决策须经其他股东提名的董事同意。2024 年 12 月 4 日，亚玛芬增发新股 4080 万股。

图29: AMER SPORTS 股权架构(截至 2025 年 8 月 21 日)



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理。

财务分析：稳健快速增长，盈利水平和营运效率高，现金流健康

十余年来公司的营业收入和归母净利润保持稳健而快速增长。2006-2010 年是公司规模快速成长期，得益于专业技术及品牌力持续升级，收入和净利润实现高速增长，收入/归母净利润复合增速 56.0%/80.1%，2010 年收入/归母净利润达到 74.1/15.5 亿元。

2011-2013 年，受金融危机和北京奥运热度回落影响，运动鞋服行业出现库存危机，行业恶性竞争加剧，且大量关店。公司收入及净利润增速放缓，并于 2012-2013 年下滑，但幅度好于同行。

2014-2017 年得益于以零售为导向的正确转型战略，公司领先于行业复苏，业绩快速增长进入健康发展期，收入/归母净利润复合增速 23.2%/22.0%，2017 年收入/归母净利润达到 166.9/30.9 亿元。

2018 年以后，一方面，在中国运动鞋服景气成长驱动下，叠加在大众市场积累良好的产品口碑和市场地位，安踏主品牌得以稳步成长。另一方面，FILA 品牌孵化成功，成为公司第二增长曲线，在收入体量达到 85 亿元后仍然保持快速增长。

三年疫情期间，2019-2022 年，公司收入/归母净利润累计增长 58%/42%，2023 年行业弱复苏，公司收入保持 16% 的增长，净利润增长 35%。期间安踏主品牌保持平稳发展，FILA 从前期高增长开始进入高质量增长阶段，户外品牌迪桑特和可隆仍然处于快速成长期，对集团增长的贡献开始显现。2024 年面临线下客流下滑、消费疲软的宏观环境，公司依然保持领先的增速，公司收入增长 13.6% 至 708.3 亿元，不包括由 Amer Sports 上市及配售权益摊薄所致的非现金盈利的归母净利润增长 16.5% 至 119.3 亿元。

图30: 公司营业收入与变化情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所

图31: 公司净利润与变化情况

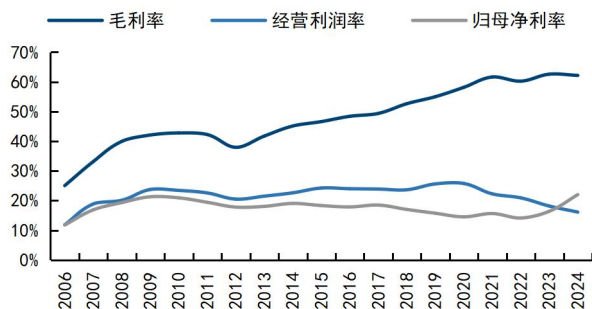


资料来源: wind、国信证券经济研究所

DTC 占比提升带动毛利率提升，成本费用管控能力较好。2015 年开始，公司在毛利率提升的同时，净利率有所下降，2015-2019 年主要是全直营模式的 FILA 占比在快速提升，同时 2020-2022 年安踏主品牌开始转型 DTC，虽然收入和毛利得以增厚，但门店租金和员工成本比率提升，因此净利率有所下降，而实际上净利润金额仍在保持健康较好成长，2022 年毛利率/归母净利率为 60.2%/14.1%，2023 年在 FILA 复苏和新品牌盈利能力提升贡献下毛利率/净利率提升至 62.6%/16.4%；2024 年由于毛利率较低的鞋类产品占比增加毛利率下降、由于电商支出加大、奥运营销开支等经营利润率下降 1.2 百分点至 23.4%，但剔除 Amer 一次性上市收益的归母净利率提升至 16.8%。

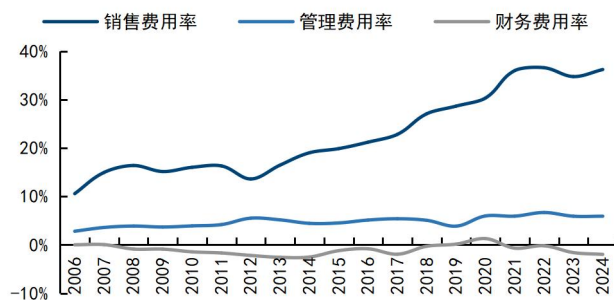
费用方面，营销推广费用率基本稳定在 10%-12%，2023 年下降至 8%，2024 年提升至 9%；研发费用率稳定在 2%-3%，员工成本费用率近两年在 15% 左右，主要由于 DTC 门店占比提升。

图32：公司利润率水平



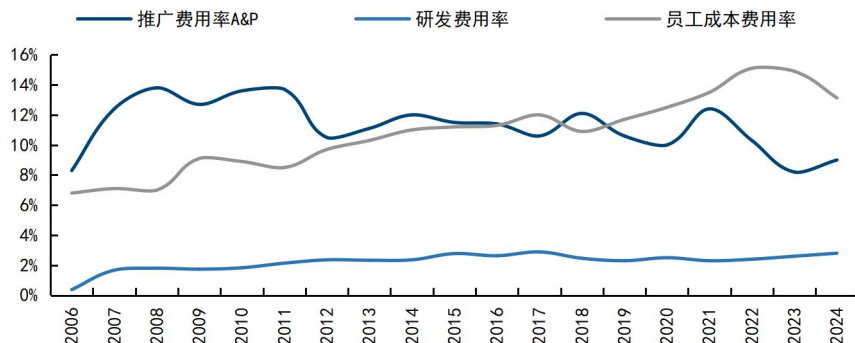
资料来源：wind、国信证券经济研究所

图33：公司三大费用率水平



资料来源：wind、国信证券经济研究所

图34：公司推广费用率、研发费用率、员工成本费用率

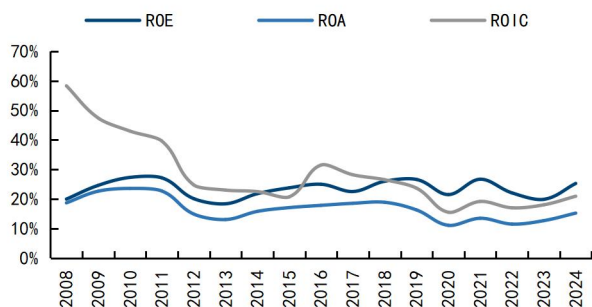


资料来源：wind、国信证券经济研究所

ROE 保持 20%以上。公司盈利能力较强，2011-2024 年公司 ROE 均保持在 20%以上，2022-2024 年稳定在 24%左右，相较 2016-2021 年有所下降主要受 DTC 占比提升对净利率和库存周转有所影响；2024 年 ROIC 和 ROA 分别为 20.9%和 15.2%。

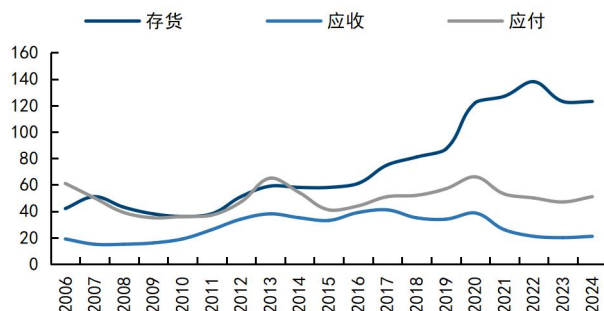
直营比例提高导致存货周转放缓，但有利于全渠道营运稳健健康。2016 年后存货周转天数从不到 60 天提升至 2022 年的 138 天，存货周转放慢主要原因是集团 DTC 比重提升（FILA 和新品牌占比提升、安踏转型 DTC），2023-2024 年改善至 123 天，主要因集团积极推行控货措施，各品牌存货总量均有下降。安踏转型 DTC 后，终端门店运营效率、库存管控能力均得到较好提升，有利于渠道稳健健康发展。

图35: 公司 ROE、ROA 和 ROIC



资料来源: wind、国信证券经济研究所

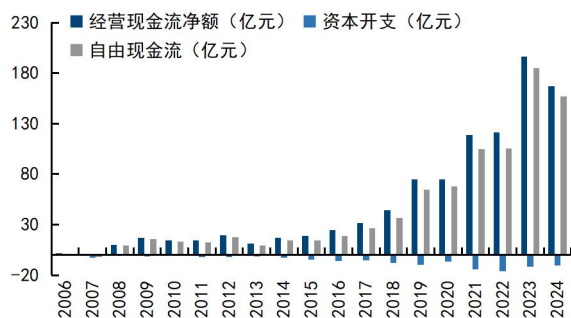
图36: 公司营运资金周转天数



资料来源: wind、国信证券经济研究所

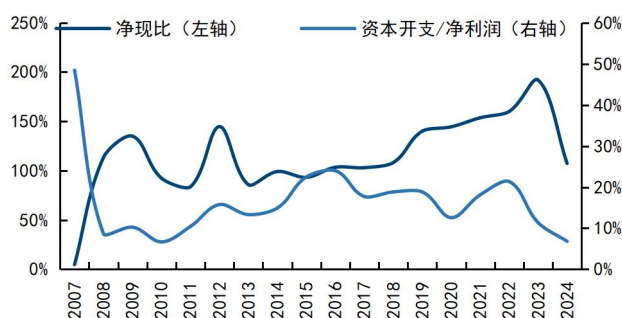
净现比连续多年大于 1，自由现金流充裕，负债率下降，派息率较可观。2016 年至今公司经营现金流持续大于归母净利润，2023 年净现比达到 1.9，2024 年为 1.1；同时公司资本开支占归母净利润比重在 20%左右或低于 20%，2024 年仅有 7%，因此公司自由现金流充裕，2024 年自由现金流 157 亿元。与此同时，公司负债率水平合理，2018 年后公司负债率有所上升，主要由于多品牌发展以及收购 Amersports 的融资。2021-2024 年负债率回落，2024 年有息负债率 18.5%；在充裕自由现金流和合理负债率情况下，公司派息率较可观，2024 年剔除亚玛芬上市相关所得分红率为 51.4%。

图37: 公司经营现金流净额及自由现金流



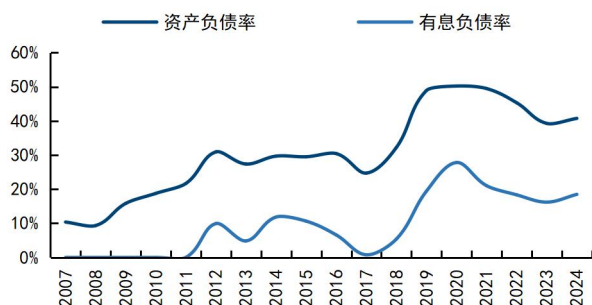
资料来源: wind、国信证券经济研究所

图38: 公司净现比和资本开支占净利润比例



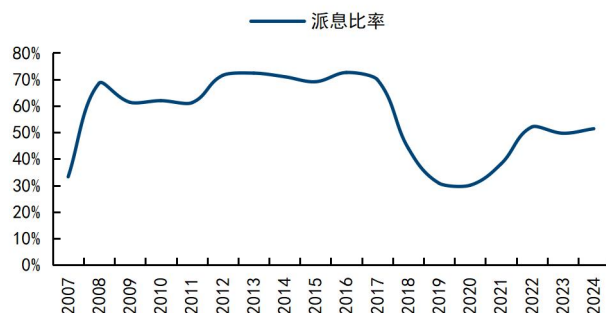
资料来源: wind、国信证券经济研究所

图39：公司资产负债率及有息负债率



资料来源：wind、国信证券经济研究所

图40：公司派息率



资料来源：wind、国信证券经济研究所

分品牌业务情况：安踏、FILA、户外品牌构建三大增长曲线

1、品牌结构占比：公司收入由安踏主品牌、FILA 品牌和其他品牌三大部分组成，占比约为 47:38:15，而目前新品牌盈利能力更强。

安踏主品牌作为公司最基本的业务，一直对公司的收入和利润具有重要贡献，尤其在 2020 年进行 DTC 改革后，收入和盈利有了更大的增长，2024 年安踏主品牌的收入占比约 47%，经营利润率约为 21%。

FILA 品牌作为公司第一个成功收购孵化的典范，是公司的第二增长曲线，2024 年在公司收入占比约 38%，经营利润率 25%。

其他品牌主要由迪桑特、可隆等 2016 年以后收购的品牌组成，是公司未来增长的第三驱动力，2024 年贡献了 15% 的收入，经营利润率超过 28%。

此外，公司于 2019 年和其他财务投资者共同收购的 Amer Sports 集团，旗下包括始祖鸟、萨洛蒙、威尔胜等国际品牌，其对公司的盈利贡献列示于合营公司损益中，2022 年实现了小幅转盈，2023 年由于一次性商誉减值 5.2 亿影响亏损有所扩大，2024 年转盈，实现盈利 2.0 亿元，同时因上市权益摊薄、以及配售权益摊薄获得 36.7 亿元一次性收益。

2025 上半年：

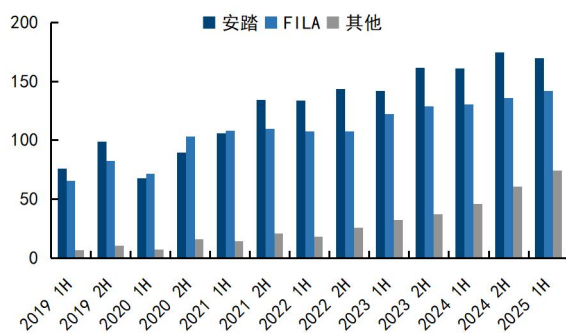
- 1) 安踏主品牌收入为人民币 169.5 亿元，同比增长 5.4%。毛利率为 54.9%，较去年同期下降 1.7 个百分点，经营溢利率为 23.3%，较去年同期提升 1.5 个百分点
- 2) FILA 分部收入为人民币 141.8 亿元，同比增长 8.6%；毛利率为 68.0%，同比下降 2.2 个百分点；经营溢利率为 27.7%，同比下降 0.9 个百分点；
- 3) 所有其他品牌收入同比高增 61.1%至 74.1 亿元，毛利率同比提升 1.3 个百分点至 73.9%，经营溢利率也大幅增加 3.3 个百分点至 33.2%；
- 4) Amer Sports 作为联营公司，2025 上半年同比扭亏为盈，实现 4.34 亿的利润贡献，而去年同期为亏损 0.19 亿元。

图41: 安踏品牌基本财务情况

	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
收入 (百万元)	24,100	33,928	35,512	49,328	53,651	62,356	70,826
YoY	44.4%	40.8%	4.7%	38.9%	8.8%	16.2%	13.6%
安踏	14,315	17,450	15,749	24,012	27,723	30,306	33,522
占比	59.4%	51.4%	44.3%	48.7%	51.7%	48.6%	47.3%
YoY		21.9%	-9.7%	52.5%	15.5%	9.3%	10.6%
FILA	8,483	14,770	17,450	21,822	21,523	25,103	26,626
占比	35.2%	43.5%	49.1%	44.2%	40.1%	40.3%	37.6%
YoY		74.1%	18.1%	25.1%	-1.4%	16.6%	6.1%
其他品牌	1,301	1,708	2,313	3,494	4,405	6,947	10,678
占比	5.4%	5.0%	6.5%	7.1%	8.2%	11.1%	15.1%
YoY		31.2%	35.4%	51.1%	26.1%	57.7%	53.7%
毛利率	52.6%	55.0%	58.2%	61.6%	60.2%	62.6%	62.2%
安踏	42.1%	41.3%	44.7%	52.2%	53.6%	54.9%	54.5%
FILA	69.9%	70.4%	69.3%	70.5%	66.4%	69.0%	67.8%
其他品牌	56.3%	61.8%	65.9%	71.0%	71.8%	72.9%	72.2%
经营利润率	23.7%	25.6%	25.8%	22.3%	20.9%	24.6%	23.4%
安踏	25.9%	26.8%	28.2%	21.4%	21.4%	22.2%	21.0%
FILA	25.3%	27.2%	25.8%	24.5%	20.0%	27.6%	25.3%
其他品牌	-12.0%	-3.4%	8.4%	18.4%	20.6%	27.1%	28.6%
分占合营/联营公司利润	-	-633	-601	-81	28	-718	198
Amer上市权益摊薄所得							1,579
Amer配售权益摊薄所得							2,090

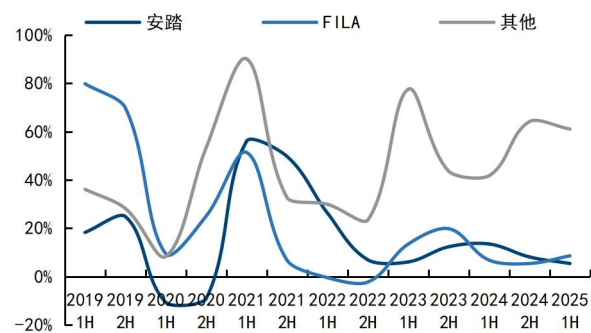
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图42: 近期半年度分品牌收入规模 (亿元)



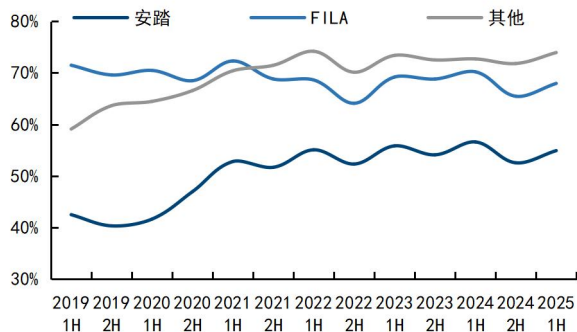
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图43: 近期半年度分品牌收入增速



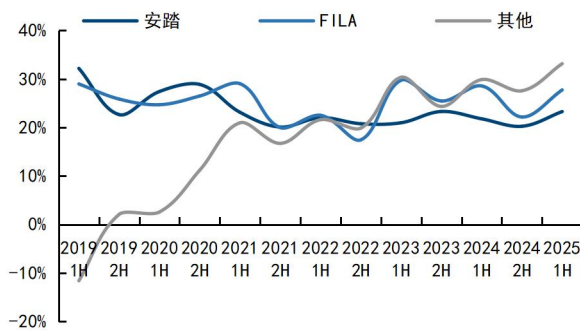
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图44: 近期半年度分品牌毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图45: 近期半年度分品牌经营利润率

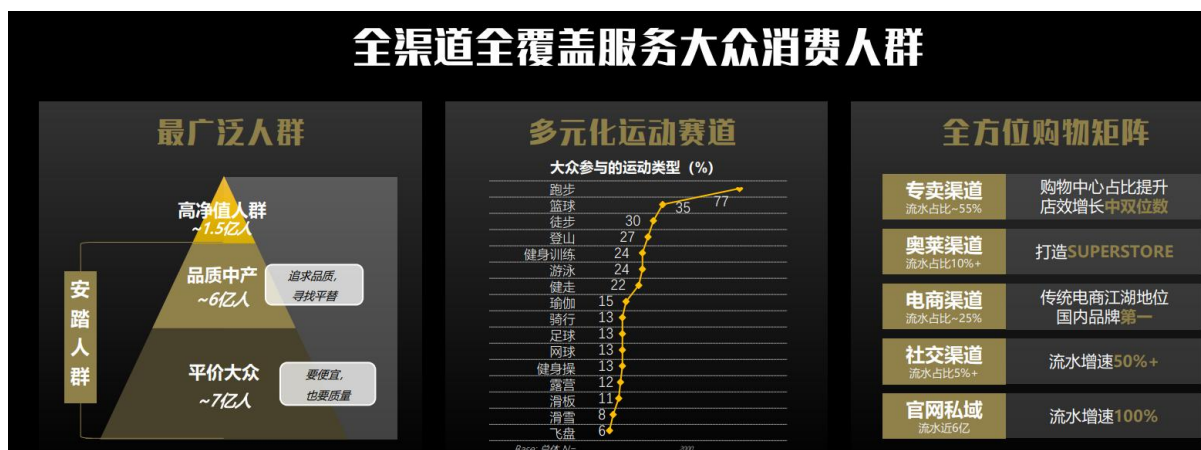


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2、安踏品牌情况: 长期持续稳健增长, DTC 后运营优化

1) 品牌定位: 兼具专业与性价比, 覆盖中国广泛的大众运动消费人群。安踏品牌定位于大众市场, 产品具有较高的性价比, 拥有超过 3000 个专利赋能大众商品, 并通过赞助奥运会等营销资源, 品牌影响力广泛。在中国市场, 安踏品牌主要消费客群包括约 6 亿人品质中产和 7 亿人平价大众, 品类覆盖最广泛的跑步、篮球、徒步、健身的应用场景, 并且打造了包括专卖店、奥莱、电商等全方位的渠道矩阵。

图46: 2023 年安踏投资者日介绍安踏品牌定位人群



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

2) 财务表现: 安踏品牌十余年双位数增长, DTC 改革助力盈利能力提升。自安踏 2007 年上市以来, 安踏品牌实现了收入规模 17 年 15% 的复合增长, 2024 年达到 335 亿元。在 2019 年及以前, 安踏品牌以线下全经销, 线上直营为主的模式运营, 随着品牌运营优化和电商占比的提高, 十几年来毛利率从不到 40% 的水平小幅提升到略高于 40% 的水平, 经营利润率从不到 20% 的水平提升到 25% 左右。2020 年, 公司启动了直营化 (DTC) 改革, 结束了和多个地区的分销商合作, 转为公司直营和公司与加盟商运营的混合运营模式, 在 2024 年约 9900 家安踏店铺中有 7700 家为 DTC 模式运营。DTC 改革后直营收入占比提升驱动安踏品牌毛利率增长, 2024

年达到 54.5% 的水平，而经营利润率由于直营渠道费用的增加有所下降，2024 年为 21.0%。

图47：安踏品牌基本财务情况

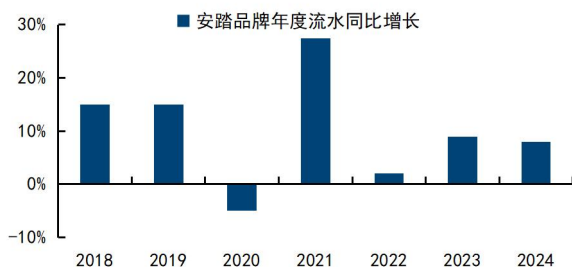
单位：人民币 百万元	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
收入	14,315	17,450	15,749	24,012	27,723	30,306	33,522
YoY		21.90%	-9.70%	52.50%	15.50%	9.30%	10.60%
毛利润	6,023	7,201	7,035	12,528	14,872	16,648	18,274
毛利率	42.07%	41.27%	44.67%	52.17%	53.64%	54.93%	54.51%
经营利润	3,706	4,676	4,449	5,145	5,925	6,731	7,035
经营利润率	25.89%	26.80%	28.25%	21.43%	21.37%	22.20%	21.00%
收入分渠道：							
DTC			1,463	8,554	13,687	17,005	18,238
占比			9.29%	35.62%	49.37%	56.10%	54.40%
YoY				484.69%	60.01%	24.20%	7.30%
电商			5,088	8,221	9,677	9,931	11,985
占比			32.31%	34.24%	34.91%	32.80%	35.80%
YoY				61.58%	17.71%	2.60%	20.70%
传统经销			9,198	7,237	4,359	3,370	3,299
占比			58.40%	30.14%	15.72%	11.10%	9.80%
YoY				-21.32%	-39.77%	-22.70%	-2.10%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3) 渠道运营情况：近年店铺规模保持稳定，店效驱动增长

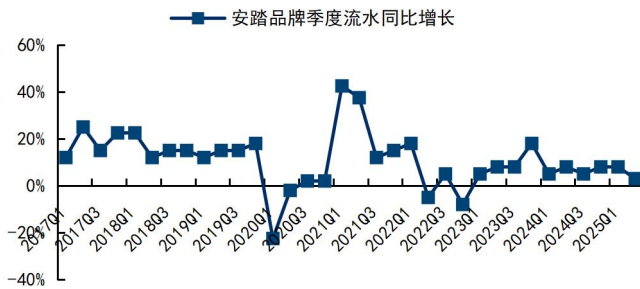
从流水增长看，主品牌多年保持中双位数上下的增速，2020 年以来增速小幅放缓。自 2016 年公司披露主品牌流水季度增长以来，可以看到几年来连续多个季度保持在 15% 上下的增长，2018-2019 年主品牌全年流水增长均在中双位数的水平。2020 年疫情影响下，流水有小幅的下滑；2021 年在疫情低基数和国潮催化下，安踏品牌增长加速至 20% 以上；2022 年至今在高基数、疫情反复、以及消费力下滑趋势下增长放缓至个位数的水平，2023 年在疫后复苏驱动下增长加速，2024 年即使行业受线下客流疲软影响，但安踏品牌仍领先于行业整体、保持高单位数增长，2025Q1 趋势延续，2025Q2 在行业压力下增速放缓至低单位数。

图48: 安踏品牌年度流水同比增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

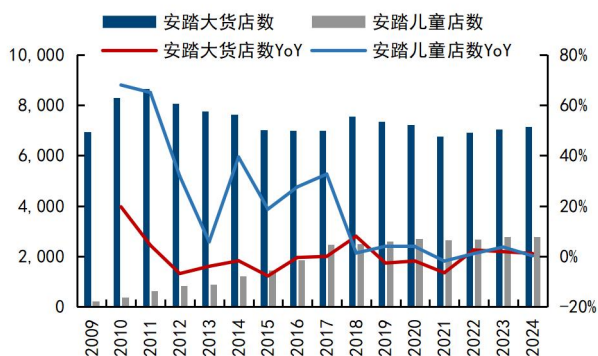
图49: 安踏品牌季度流水同比增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

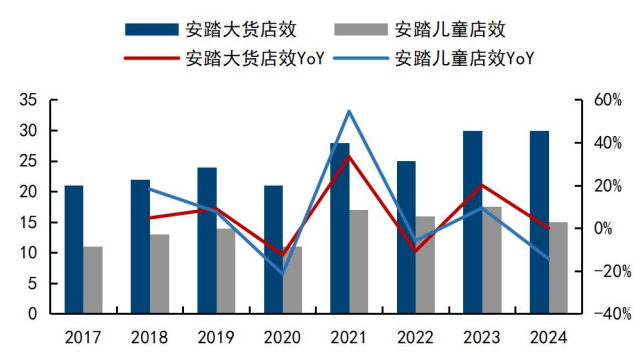
从店铺情况看, 主品牌在经历了行业关店潮后保持店数稳定, 童装迎来持续快速增长, DTC 改革后店效提升明显。早期中国运动市场快速发展, 在 2011 年公司和行业的店数都达到了阶段性的历史高峰, 随后行业进入了库存危机引发的调整阶段, 在此阶段安踏大货店数从 2011 年的 8665 家回落至 2016 年的 7000 家左右, 而在此期间公司抓住了运动童装赛道的增长红利, 在出色的运营下安踏儿童子品牌高速增长, 店数在 2017 年达到了接近 2500 家的水平。随后公司持续对渠道运营进行优化, 增长由店效驱动为主, 尤其在 2020 年进行 DTC 改革后, 安踏大货和儿童店效持续改善, 2024 年分别达到了 30 万和 15 万的水平。

图50: 安踏品牌店铺数量变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图51: 安踏品牌店效变化 (万元/月)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3、FILA 品牌情况: 高速增长后进入高质量增长阶段, 保持较强盈利能力

1) 品牌定位: 拥有优雅运动基因的运动时尚品牌, 覆盖中国中高收入群体。FILA 品牌创立于 100 多年前的意大利, 在全球多年发展以来主要运动品类包括网球和高尔夫等, 品牌风格优雅时尚。在中国市场的产品线传承了百年品牌基因, 同时延伸为一家人的品牌, 覆盖人群包括中高收入的消费者以及潮流青年和儿童。

图52: 2023 年安踏投资者日介绍 FILA 品牌定位和理念



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

2) 财务表现: 在安踏的运营下, FILA 品牌重获新生, 多年来高速成长, 盈利丰厚。2009 年安踏收购 FILA 时, FILA 中国子公司 Full Prospect 和 Fila Marketing 大约有 60 家左右的店铺, 在 2008 年合计亏损约 3900 万元。在收购后的前期, FILA 品牌经历了三年亏损, 自 2012 年开始扭亏为盈, 随后规模增长和利润贡献加速提升。经过十几年的运营, FILA 品牌在 2024 年有 2060 家店铺, 年收入达 266 亿元, 并且有 67 亿元的经营利润, 是安踏集团收购孵化品牌的成功典范, 也是集团的第二增长曲线。

图53: FILA 品牌基本财务情况

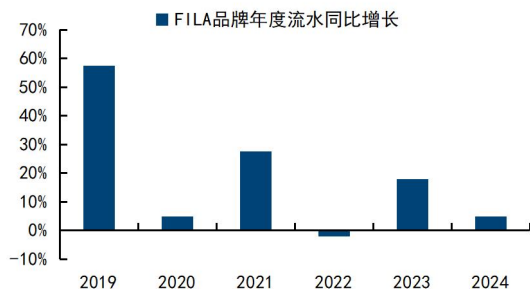
单位: 人民币百万 元	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
收入	8,483	14,770	17,450	21,822	21,523	25,103	26,626
YoY		74.11%	18.14%	25.05%	-1.37%	16.63%	6.10%
毛利润	5,932	10,402	12,092	15,394	14,283	17,315	18,051
毛利率	69.92%	70.43%	69.30%	70.54%	66.36%	68.98%	67.79%
经营利润	2,150	4,023	4,494	5,339	4,301	6,916	6,738
经营利润率	25.34%	27.24%	25.75%	24.47%	19.98%	27.55%	25.30%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3) 渠道运营情况: 店数经过快速扩张后稳定在 2000 左右, 店效创新高。

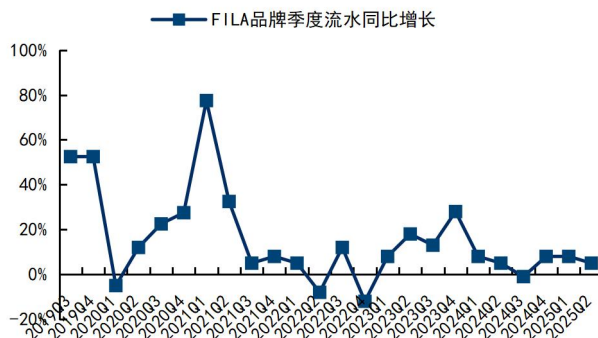
从流水增长看, 2016-2019 是 FILA 品牌的高速增长期, 2020 年至今进入稳健增长。2016 年到 2018 年公司披露的其他品牌流水增长基本保持在 50%以上的增速, 这里以 FILA 品牌贡献为主。2019 年分别披露 FILA 品牌后, 可以看到全年 FILA 品牌流水增长在 55%~60%之间, 呈现快速增长势头。自 2020 年起在疫情影响下, FILA 增长有所放缓, 同时公司战略性的控制了店数规模, 以保障品牌调性和单店运营质量, FILA 品牌进入了稳健增长期。2023 年在疫后复苏的驱动下, FILA 品牌重回双位数增长; 2024 年稳健增长中单, 好于行业增速; 2024Q4-2025Q1 伴随 FILA 儿童和潮牌的恢复, FILA 整体回到高单增长, 2025Q2 小幅放缓至中单位数增长。

图54: FILA 品牌年度流水同比增长



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

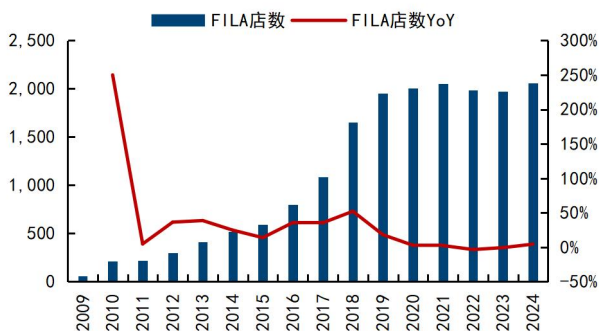
图55: FILA 品牌季度流水同比增长



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

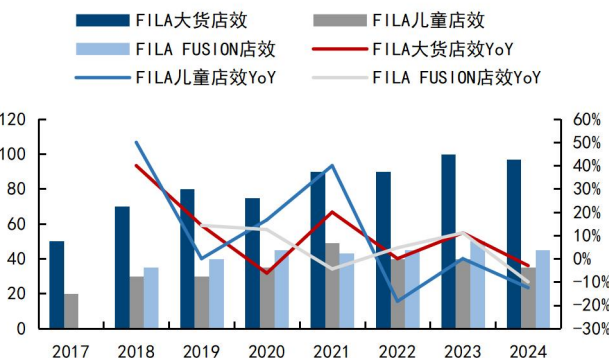
从店铺和店效情况看, 2009-2015 年 FILA 品牌在进行零售转型和多系列的尝试, 2016 年开始进入快速拓店期, 2020 年后进入高质量发展阶段。FILA 品牌的店铺在收购前主要由第三方经销商运营, 从 2009 年到 2015 年期间, 公司对 FILA 品牌进行了零售转型, 逐步转变为直营运营模式, 同时对品牌的产品线、子系列进行了更为清晰的规划, 品牌店数从 2009 年的 60 家增加至 2015 年的 591 家。2016 年至 2019 年, 在产品线纵向延伸和子品牌横向拓展的双重作用下, 4 年时间里 FILA 的店数大幅增加了 1360 家, 2019 年达到了 1951 家的规模, 同时店效也从 2017 年的 50 万显著提升到 2019 年的 80 万, FILA 儿童、FILA FUSION 子品牌贡献了 700 家左右的店数, 店效分别达到 30 万元和 40 万元。由于 FILA 的高端定位适合的渠道网点有限, 2020 年至今, FILA 总店数稳中略有下降, 维持在接近 2000 家店; 但店效持续增长, 2023-2024 年大货店效已经达到了 100 万元左右, 呈现健康的持续增长, 2024 年主要受线下客流下滑影响, 各类型店效同比有所下降。

图56: FILA 品牌店铺数量变化



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图57: FILA 品牌店效变化 (万元/月)



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

4、迪桑特、可隆品牌情况: 进入高速增长期, 店效与盈利

1) 品牌定位

迪桑特品牌面向高端滑雪和训练需求。迪桑特品牌是创立于日本的专业滑雪品牌, 主打产品除了面向滑雪场景以外还包括训练和高尔夫, 定位高端运动消费市场, 面向中产和富裕人群。迪桑特品牌在中国的会员年均消费超过 5000 元人民币, 35 岁以下人口占比超 4 成。

图58: 2023 年安踏投资者日介绍迪桑特品牌消费人群



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

可隆品牌是创立于韩国的都市户外品牌。产品以服装为主, 主要满足徒步、露营和城市轻户外需求, 设计风格自然注重美感。消费者主要为 30-40 岁的都市中产, 相比其他户外品牌, 可隆的客群相对更年轻, 并且女性消费者认可度高的特点。

图59: 2023 年安踏投资者日介绍可隆品牌定位



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

2) 财务表现: 迪桑特、可隆品牌近几年高速增长, 盈利能力跃居集团品牌矩阵前列。公司收入中, 其他品牌收入主要来自迪桑特、可隆两大品牌, 随着品牌孵化顺利发展, 其他品牌收入占公司比例持续提升, 从 2018 年的 5.4% 提升至 2024 年的 15.1%, 2024 年, 其他品牌收入 106.78 亿元, 比 2018 年的 6 年复合增速达到 42.0%。随着品牌规模增长和运营优化, 盈利能力持续提升, 2020 年经营利润实现扭亏为盈, 2024 年其他品牌毛利率和经营利润率分别为 72.2% 和 28.6%, 均超过当年 FILA 品牌的盈利表现。自 2016 年安踏收购运营以来, 迪桑特品牌在中国市场基本从零开始, 多年实现翻倍增长, 参考迪桑特日本公司披露的迪桑特中国除中国台湾地区的收入, 2022 财年收入约为 2016 财年收入的 126 倍。

图60: 其他品牌（迪桑特、可隆等）基本财务情况

单位：人民币百万元	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
收入	1,301	1,708	2,313	3,494	4,405	6,947	10,678
YoY		31.24%	35.42%	51.06%	26.07%	57.71%	53.70%
毛利润	733	1,056	1,524	2,482	3,163	5,065	7,707
毛利率	56.32%	61.83%	65.89%	71.04%	71.80%	72.91%	72.18%
经营利润	-156	-58	195	644	907	1,886	3,050
经营利润率	-12.00%	-3.40%	8.43%	18.43%	20.59%	27.15%	28.60%
安踏持股迪桑特比例	60.00%	60.00%	54.00%	54.00%	54.00%	54.00%	54.00%
安踏持股可隆比例	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图61: 迪桑特日本披露迪桑特中国除中国台湾地区收入情况

单位：人民币百万元	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
财年截止日	2017/3/31	2018/3/31	2019/3/31	2020/3/31	2021/3/31	2022/3/31	2023/3/31	2024/3/31
迪桑特中国除中国台湾地区收入	24.50	156.63	509.07	893.19	1,441.17	2,455.14	3,085.91	5,454.57
YoY		539.40%	225.00%	75.46%	61.35%	70.36%	25.69%	-

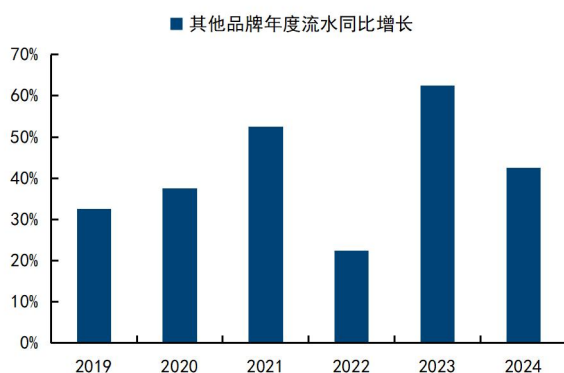
资料来源：迪桑特公司公告，国信证券经济研究所整理

注：原始报表单位为日元，汇率取年度平均汇率换算；2023 财年为包含中国台湾地区的数据。

3) 渠道运营情况：流水高速增长，店效创新高。

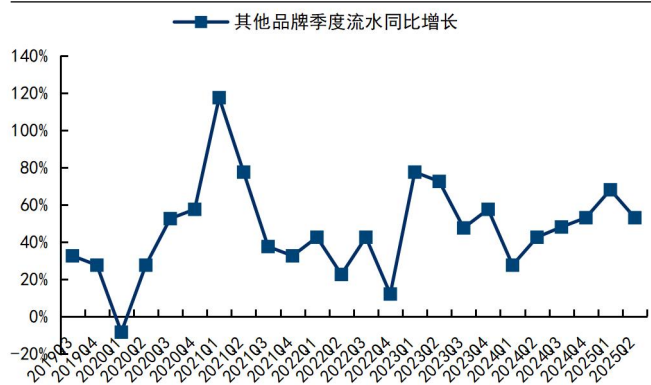
其他品牌流水增速近几年持续领先集团，迪桑特、可隆品牌先后迎来高速增长期。2019 年至今，迪桑特和可隆品牌的流水增长呈现逐年加速的势头，除疫情影响较为严重的 2022 年例外，基本保持在 30%以上的增长，2023 年更是实现了 60%~65% 的高速增长，2024 年在高基数基础上依然增长 40~45%。其中，迪桑特和可隆品牌由于收购和孵化时间的先后差距一年左右，迎来高速增长期的时间也有先后。迪桑特品牌先经历了 3-4 年的渠道开拓和品牌影响力积累，在 2020 至 2021 年增长速度最快，除个别疫情严重的季度外，基本保持在 50%至翻倍的增速下成长，2022 年至今也保持在 30%~70%左右的增速；可隆品牌前期经历了几年渠道调整和产品调整，从 2022 年至今呈现更快的发展势头，多个季度实现 50%以上至翻倍的增速。

图62: 其他品牌（迪桑特、可隆等）年度流水同比增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图63: 其他品牌（迪桑特、可隆等）季度流水同比增长

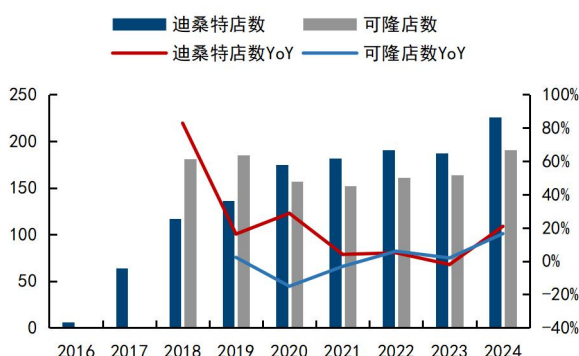


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

迪桑特品牌从零开始铺设渠道网络，目前进入了店效驱动增长阶段，可隆品牌经

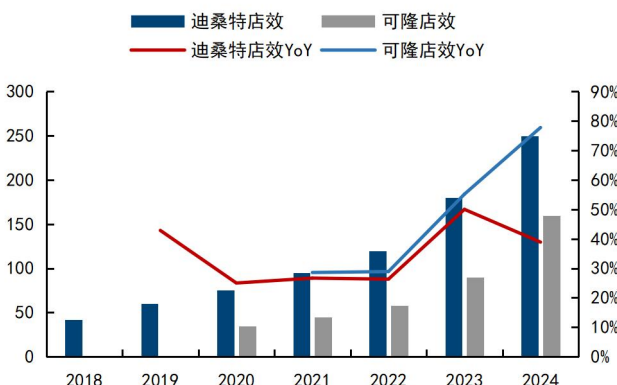
过前期渠道模式改革后店效迎来快速增长。2016 年公司收购迪桑特品牌以前，迪桑特在中国市场几乎未有业绩来源，公司用 6 年左右的时间将迪桑特开设了 180-190 家左右的店铺，目前基本覆盖了核心客群的主要商圈。经过高速开店期后，近两年迪桑特的店数水平基本维持，但品牌仍然在高速增长，主要的驱动力来自店效的增长。2024 年，一方面店数重回增长，截至年底店数达到 226 家；另一方面店效水平已达到 250 万，6 年复合增速达 34.6%。公司在 2017 年收购可隆品牌，当时已经在中国市场有 300 家左右的经销商店铺需要进行零售转型，库存优化，目前渠道调整有较大进展，叠加疫情下的户外市场加速发展，目前可隆品牌在流水增长和单店效益都有明显进步，2024 年可隆品牌店效达到 160 万的水平。

图64: 迪桑特、可隆品牌店铺数量变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图65: 迪桑特、可隆品牌店效变化 (万元/月)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

5、Amer 集团情况：三大核心品牌引领，收购孵化目标提前完成

1) 品牌定位

亚玛芬集团旗下主要始祖鸟、萨洛蒙、威尔胜三大核心品牌：

始祖鸟面向高端专业户外运动需求。品牌主打产品涵盖登山、攀岩、徒步、滑雪等专业户外运动装备，定位高端运动消费市场，面向中高收入人群。其产品以卓越的防水、透气、耐磨等性能著称，采用高科技面料和工艺。始祖鸟的会员年均消费较高，其直营门店多位于高端商圈，毗邻奢侈品牌。

萨洛蒙是创立于法国的专业户外运动品牌。产品以鞋类为主，涵盖滑雪、越野跑等户外运动，设计注重专业性能与创新，同时融入时尚元素，定位中高端运动消费市场。其消费者主要为专业户外运动爱好者及追求时尚与功能结合的中产阶层。

威尔胜产品以网球、篮球等球类运动装备为主，同时涵盖运动服饰和鞋类。品牌定位中高端运动消费市场，主要消费群体为热爱球类运动的中产及年轻消费者，其中网球系列因与美网、法网等赛事合作，以及作为费德勒御用球拍品牌，受到较高关注。

图66: Amer Sports 与安踏集团的全球化战略



资料来源：彭博，公司公告，国信证券经济研究所整理

2) 收购 Amer Sports 后，Amer 合营公司的收入增速和盈利能力都有明显改善，2024 年 2 月完成上市。安踏和其他投资者的财团 2019 年收购前，Amer Sports 2013-2018 年的 5 年收入复合增速 3.5%，2018 年收入规模约 209 亿元人民币，EBITDA 利润率平均 10.4%，保持相对较为平缓的增长。2019 年安踏收购后，除 2020 年疫情影响和 2021 年出售 Precor、Suunto 品牌影响外，2022 年至 2023 年，Amer 合营公司的收入增长有明显提速，高达 20~30%，并且盈利能力也有所增强，2023 年 EBITDA 利润率达 12.0%，EBITDA 增长 35%至 37.5 亿元。2019 年定下的到 2024 年“五个 10 亿欧元”目标在 2023 年提前完成。2023 年 Peak Performance 商誉及商标减值 11.3 亿元，对盈利造成较大程度影响。公司于 2024 年 2 月 1 日在纽交所上市，2024 财年收入同比增长 18%至 51.83 亿美元，主要受始祖鸟品牌、DTC 渠道、大中华地区强劲表现带动；调整后净利润扭亏为盈至 2.36 亿美元（2023 年：-1.03 亿美元），主要受益于债务重组及运营效率优化。管理层预计 2025 收入增长 20-21%，经调后净利润约 4.5 亿美元。

图67: Amer Sports 基本财务情况

单位：人民币百万元	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/3/26-2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31
收益	19,252.99	20,488.75	20,894.13	17,499.00	19,450.00	19,720.00	24,026.00	31,248.00	37,752.00
YoY	9.87%	6.42%	1.98%	/	/	1.39%	21.84%	30.06%	20.81%
EBITDA	2,046.38	2,247.11	2,368.55	1,233.00	1,615.00	2,367.00	2,575.00	3,745.00	5,423.21
EBITDA %	10.63%	10.97%	11.34%	7.05%	8.30%	12.00%	10.72%	11.98%	14.37%
折旧与摊销	-440.56	-529.54	-564.83	-1,627.00	-1,604.00	-1,375.00	-1,311.00	-1,580.00	-1,994.19
减值	-	-	-	-	-	-	-	-1,131.00	-13.84
利息收入	8.08	14.50	-	25.00	7.00	11.00	21.00	49.00	64.09
利息支出	-220.28	-255.61	-273.05	-751.00	-1,073.00	-964.00	-877.00	-1,724.00	-2,319.03
税前利润	1,270.27	1,083.50	1,300.52	-1,120.00	-1,055.00	39.00	408.00	1,090.25	1,174.08
所得税支出	-338.49	-371.59	-326.11	28.00	-85.00	-193.00	-358.00	-726.00	-603.06
净收益（净亏损）	931.77	711.90	974.41	-1,092.00	-1,140.00	-154.00	50.00	-1,367.00	571.00
安踏分占合营公司损益	/	/	/	-633.13	-601.00	-81.00	28.00	-718.00	198.00
安踏持股比例	/	/	/	57.95%	52.70%	52.70%	52.70%	43.33%	42.50%

资料来源：彭博，公司公告，国信证券经济研究所整理

3) 三大核心品牌、中国市场、DTC 渠道快速发展，“5 个 10 亿欧元”目标提前达成。

① 品牌矩阵方面，Amer 公司目前主要有三大品牌，始祖鸟、威尔胜、萨洛蒙，在 2018 年单个品牌收入体量约为 3~6 亿欧元，而 2024 年披露的三个分类基本对应这三个品牌，均超过 10 亿欧元的收入，其中始祖鸟所属的 Technical Apparel

业务已达到 19 亿欧元。

② **市场结构方面**，2018 年，Amer Sports 在欧洲、中东和非洲收入占 43%，美洲占 42%，亚太区占 15%，其中中国市场仅有约 5% 占比，不到 2 亿欧元的收入。而 2024 年大中华区收入占比已达到 25%，超 10 亿欧元。

③ **渠道结构方面**，2018 年，Amer Sports 约有 11% 的收入来自 DTC 直营渠道，而 2024 年已经达到 44%，接近 20 亿欧元。

收购时对 Amer 合营公司立下的三大品牌 10 亿欧元、中国市场 10 亿欧元、DTC 渠道 10 亿欧元的“5 个 10 亿欧元”目标，原计划是在 2024 年达到，而公司在 2023 年已经提前完成。

图68: Amer Sports 品牌和市场结构

品牌结构		市场结构		渠道结构	
2018年	2024年	2018年	2024年	2018年	2024年
分品类： - 冬季和户外运动装备 16.61亿欧元（62%） - 球类运动6.38亿欧元 （23.8%） - 健身3.79亿欧元 （14.1%） 分品牌： - Arc'teryx、Salomon、 Wilson、Atomic、Peak Performance运动鞋服装备 类品牌合计收入约18.61亿 欧元（69.5%）		- EMEA 11.63亿欧元 （43%） - 美洲区 11.24亿欧 元（42%） - 亚太区 3.92亿欧元 （15%） 其中：中国市场约占 5%，1.34亿欧元		- D2C渠道收入约 占11%，2.95亿欧 元 - 传统批发渠道收 入约占89%，23.94 亿欧元 截至2024年12月 末，亚玛芬体育旗下 自有零售门店数量达 到505家	
- Technical Apparel 21.94亿美元(42%) - Outdoor Performance 18.36亿美元(35%) - Ball & Racquet Sports 11.54亿美元（22%）		- EMEA 15.13亿美元 (29%) - 北美区 18.59亿美 元(36%) - 大中华区12.98亿美 元（25%） - 其他亚太区5.13亿 美元（10%）		- D2C渠道22.67亿 美元(44%) - 传统批发渠道 29.16亿美元（56%）	

资料来源：彭博，公司公告，国信证券经济研究所整理

竞争力：把握运动向休闲与社交破圈融合趋势，旗下品牌各具优势

运动鞋服主要满足消费者三类需求：专业、休闲和社交。从数据来看，运动鞋服需求高于整体鞋服需求的增长，体现出渗透率提升的趋势，而这一增速 α 来源主要有两部分：

- 1) 运动鞋服最基本的应用场景，即消费者的运动参与率上升带动的专业装备需求增长，专业需求本身的增长 α ；
- 2) 运动产品向休闲和社交领域渗透，运动鞋服替代部分休闲品牌、高端品牌的所满足的需求，甚至因为审美设计与应用场景的创新催生新的需求，从而形成增长的 α 。

在整个鞋服市场中，包括日常休闲、专业运动和社交在内的这三大类需求正呈现出新的发展趋势，即**休闲需求专业化、专业需求细分化、社交需求运动化**。安踏集团捕捉到消费者需求变化的趋势，以主品牌升级和多品牌矩阵的策略来构建竞争优势，获取增长机遇。

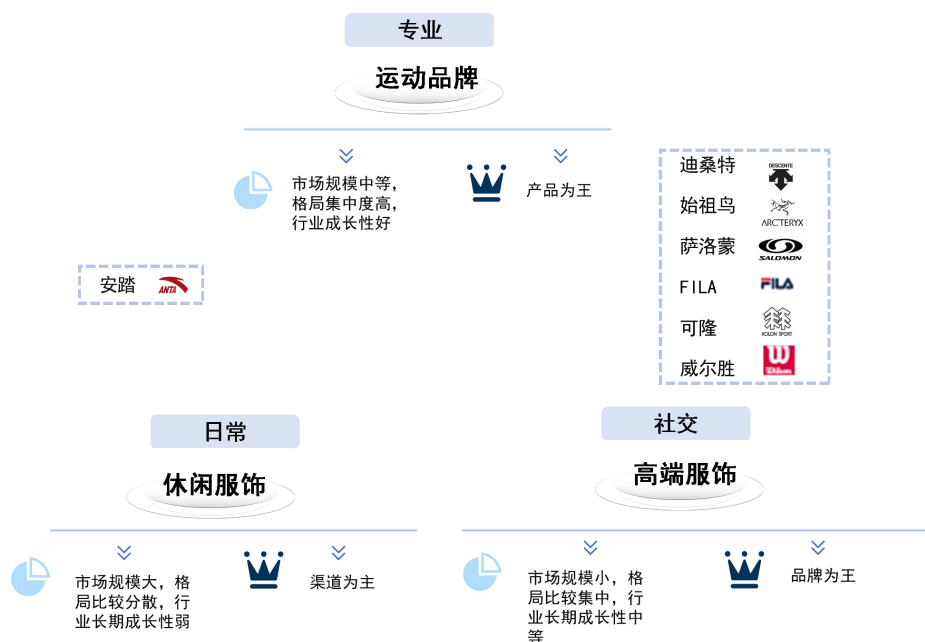
安踏品牌矩阵：以专业运动为本，向多元化定位拓展。安踏旗下的品牌矩阵可以分为三类定位：

- 1) 安踏主品牌主打大众定价和专业运动定位，从价格上贴近大众消费水平，从场

景上适合普及率较为广泛的多种运动场景，包括跑步、篮球、综训等，并通过专业产品矩阵的深化，满足大众运动中更精细化的需求；同时，通过具有功能性的材料和运动风格的设计，对同价位的休闲服饰形成了替代，形成了实用性与审美的双重升级。这种定位下，品牌在保持产品竞争力同时，渠道的运营能力尤为重要。

- 2) FILA 品牌主打中高端定价和时尚运动定位，在价格上偏向一二线较高消费力的人群，从场景上适合社交轻量运动为主的网球、高尔夫等，更主要是通过时尚的设计、有质感的面料、头部时尚营销资源和高端渠道形象展示，打造高端运动时尚品牌调性，在社交场合形成鲜明的风格。
- 3) 迪桑特、可隆、始祖鸟、萨洛蒙、威尔胜等品牌，主打高端专业运动定位，消费层级更高，不同的品牌在各自细分专业运动的领域定位更为专精，包括滑雪、徒步、越野、网球等多种运动场景，对产品性能要求更高；同时，通过结合专业运动社群活动、会员服务、跨界营销、顶级渠道等多方位的运营，把品牌所代表的细分运动特点和内涵演变为独特的社交符号。

图69：运动消费需求分类和安踏旗下品牌定位



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

休闲需求专业化：安踏主品牌将运动科技融入日常穿着，以高效零售体系构建护城河

1、需求类型：大众定位的鞋服市场规模庞大，运动品牌向休闲领域渗透已久

大众定位的鞋服品牌规模约 1.2 万亿元，占鞋服市场总规模接近一半。鞋服消费市场按价格带区分，总体呈现金字塔状，性价比高的大众市场规模庞大。我们根据天猫上成交的品牌均价来区分不同价位段的市场占比。由于服装的四季性，不同款式的价格差异大，我们选 T 恤作为样本。以 T 恤均价为 50-150 元的品牌，大概占 T 恤销售额 50%，我们以此比例推算，在总规模约 2 万亿元的服装市场中，定位于大众价位的品牌规模约 1 万亿。

鞋类市场中，我们同理推算，天猫平台上以鞋类均价为 100-300 元的品牌，大概占鞋类销售额的 40%，我们以此比例推算，在总规模约 4800 亿元的鞋类市场中，定位于大众价位的品牌规模约 2000 亿元。

图 70: 天猫平台 T 恤品牌价格带分布（大众价格带）

价格段	占比	主要品牌	
>2000	0.2%	巴黎世家、GUCCI、始祖鸟、范思哲等轻奢、高奢品牌	
1000~2000	1.0%		
900~1000	0.3%		
800~900	0.1%	拉夫劳伦、lululemon、迪桑特、FILA 等中高端品牌	
700~800	0.9%		
600~700	1.0%		
500~600	1.1%		
400~500	2.9%		
300~400	4.5%		
200~300	6.7%		
150~200	10.9%	大众运动和休闲服饰品牌，包括：	耐克、太平鸟、GXG、七匹狼、Champion、新百伦、A&F 男装、KAPPA 等
100~150	17.8%		安踏、花花公子、阿迪达斯、UR、ONLY、PUMA、杉杉、斯凯奇、太平鸟儿童、蕉下等
50~100	31.8%		优衣库、李宁、巴拉巴拉、海澜之家、森马、安踏儿童、特步、鸿星尔克、乔丹体育、361°、班尼路、GAP、ZARA 等
0~50	20.8%	南极人等低价品牌、白牌	

资料来源：天猫第三方数据，国信证券经济研究所整理

图 71: 天猫平台鞋类品牌价格带分布（大众价格带）

价格段	占比	主要品牌	
>1500	2.8%	ECCO、Jimmy choo、GUCCI、巴黎世家等轻奢、高奢品牌	
1000~1500	2.4%	Clarks、昂跑、Hoka、迪桑特、思加图、Allbirds 等高端皮鞋和小众运动品牌	
800~1000	2.4%		
600~800	1.9%	耐克、阿迪达斯、FILA、新百伦、索康尼、百丽等中高端运动品牌和男女鞋品牌	
500~600	15.3%		
400~500	9.1%		
300~400	11.0%	大众运动和休闲鞋履品牌，包括：	斯凯奇、耐克儿童、PUMA、VANS、YONEX、森达、新百伦儿童、锐步、CHARLES&KEITH 等
200~300	19.7%		安踏、李宁、匹克、斯卡奇儿童、阿迪达斯儿童、江博士、红蜻蜓、足力健、骆驼、李宁儿童、Crocs、意尔康等
100~200	20.5%		特步、乔丹体育、鸿星尔克、达芙妮、361°、安踏儿童、卓诗尼、热风、巴拉巴拉等
0~100	14.8%	回力、环球、人本、飞跃等低价品牌、白牌	

资料来源：天猫第三方数据，国信证券经济研究所整理

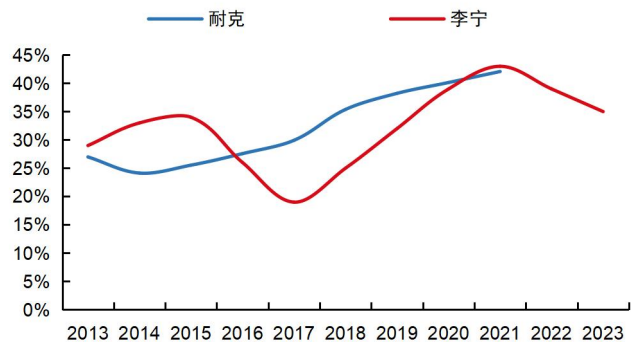
运动与休闲品牌经历 20 余年的竞争，日常休闲产品已经成为运动品牌一大产品线，休闲品牌也开始增加轻运动产品。大众定位的鞋服产品以日常休闲应用场景为主，休闲服品牌在中国市场的兴起早在 90 年代，当时主流品牌包括来自中国香港的佐丹奴、班尼路等，随后 2000 年后森马、美特斯邦威等休闲品牌迅速成长。运动品牌也看到休闲装市场机会，在 2010 年安踏曾拥有近 800 家生活系列门店。但在 2015 年后，不少曾经拥有深度下沉的数千家连锁门店的头部休闲品牌，在经历几年中国服装行业的库存危机影响和流行风格转变趋势下，市场份额逐步下降，而头部运动品牌的增长更为持续，并形成了对休闲品牌市场份额的挤压。目前，日常休闲产品已经成为了运动品牌占比较大的产品线，比如在耐克、李宁披露的产品结构中，运动休闲产品占比分别为 42%（2021 财年）和 35%（2023 财年）。在大众价位段中，大部分运动品牌和休闲品牌的产品风格、材质具有相似性，边界较为模糊。休闲品牌也看到消费者对鞋服消费在舒适度、功能性等方面的偏好趋势，推出轻运动的产品，比如优衣库的运动户外系列占比 3%，女鞋龙头百丽有 14% 的运动休闲鞋。

图72: 安踏 2010 年报运动生活系列门店展示



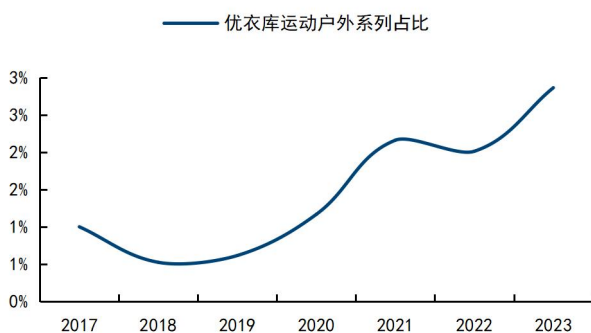
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图73: 耐克、李宁运动休闲产品占比



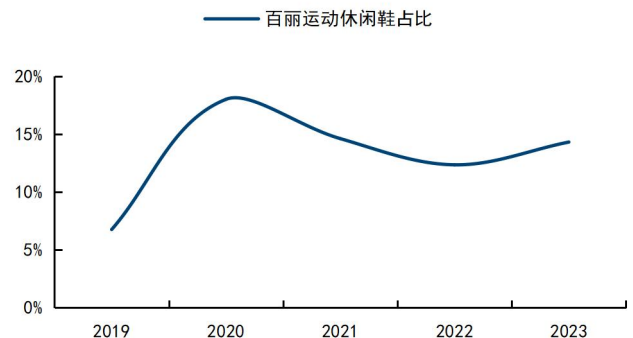
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图74: 优衣库的运动系列占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

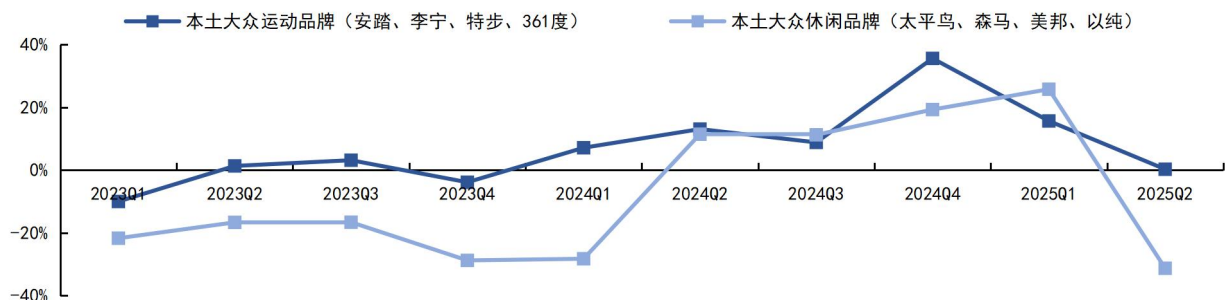
图75: 百丽的运动休闲鞋占比



资料来源: 天猫第三方数据, 国信证券经济研究所整理

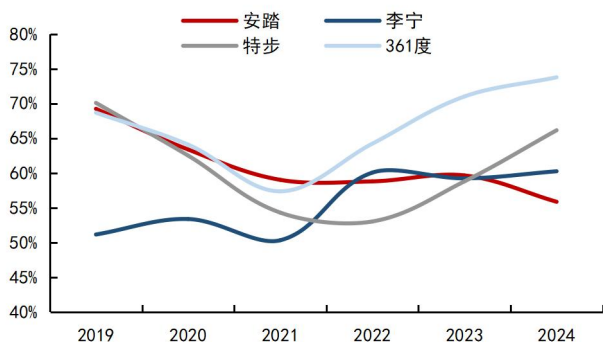
消费分级趋势下, 平价品牌的休闲品类走下坡路, 功能性需求崛起。从品牌电商数据来看, 太平鸟、森马、美邦和以纯等本土平价休闲品牌增速大部分情况下表现弱于安踏、李宁、361 度、特步等国产运动品牌。从国产运动品牌自身销售情况来看, 跑步+篮球鞋占鞋类产品销售额比例高于休闲鞋+板鞋占比, 2021 年以来在跑步带动下除安踏以外其他国产品牌篮球鞋+跑步鞋占比提升明显, 安踏受到篮球鞋拖累有小幅下降; 休闲鞋+板鞋占比除安踏外其余国产品牌均有下降, 其中特步、361 度下降幅度较大, 超过 10%。

图76: 运动品牌和休闲品牌电商增速



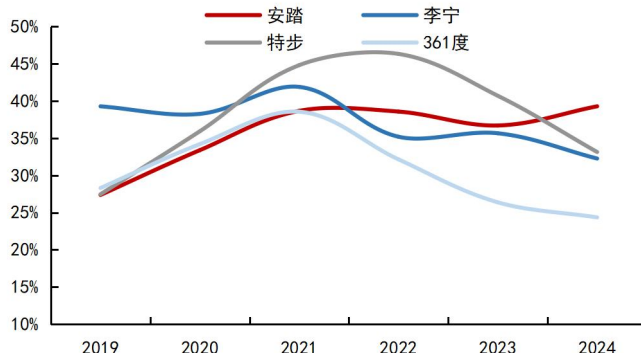
资料来源: 天猫、京东、抖音第三方数据平台, 国信证券经济研究所整理。

图77: 跑鞋+篮球鞋占鞋类产品销售额比例



资料来源: 天猫第三方数据平台, 国信证券经济研究所整理

图78: 休闲鞋+板鞋占鞋类产品销售额比例



资料来源: 天猫第三方数据平台, 国信证券经济研究所整理

2、竞争优势：以功能性打造产品性价比优势，零售管理服务能力强

将专业运动科技融入生活，打造极致性价比。顺应大众消费者对日常穿着的鞋服功能性要求的提升，安踏主品牌秉承“科技平权、服务大众”的理念自下而上打造定位大众市场的专业产品。2024年6月，安踏发布了专为慢跑打造的全新中底科技平台——PG7，采用安踏与中石化鞋材料创新实验室联合研发的全新缓震材料，兼顾轻、缓、弹的特点，对标国际品牌缓震跑鞋1000元以上的定价，推出了价格仅需399的大众跑鞋，创下了3个月销售超过100万双的卓越战绩。

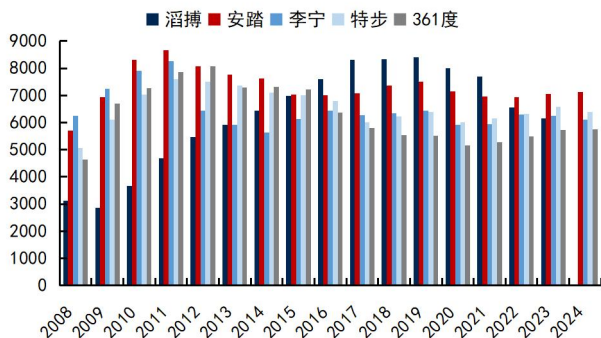
图79: 安踏 PG7 中底科技跑步跑鞋



资料来源: 安踏官方微信公众号、国信证券经济研究所整理

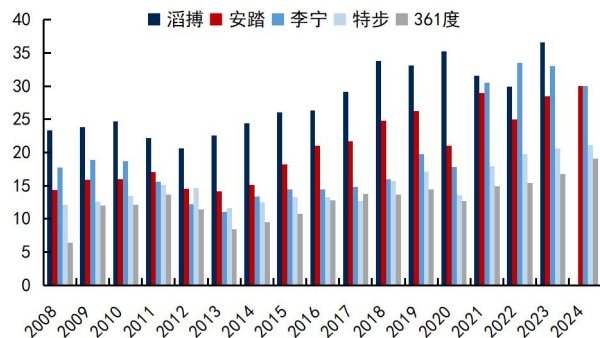
安踏面对海量的大众日常需求，渠道运营能力作为核心竞争之一，呈现出店数多、店效高、坪效好的特点。安踏主品牌近几年维持着接近10000家左右的店铺数量，其中大货店超过7000家，在中国运动品牌中位列第一。从店效来看多年来安踏保持在国产品牌领先水平，疫情期间存在波动，但在同业对比的相对位置稳中有升。从面积和坪效表现来看，安踏的坪效在疫情后稳中回升，趋势更加良性。

图80: 中国市场主要运动品牌大货店铺数量变化



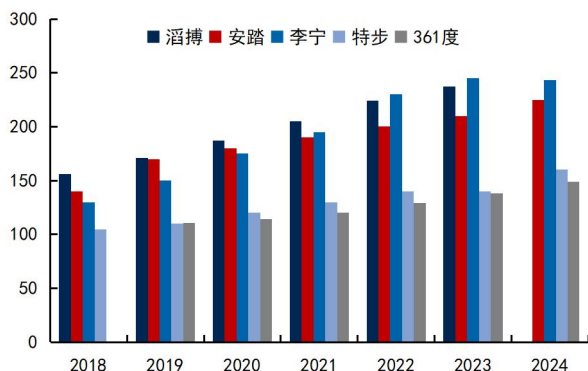
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图81: 中国市场主要运动品牌店效变化



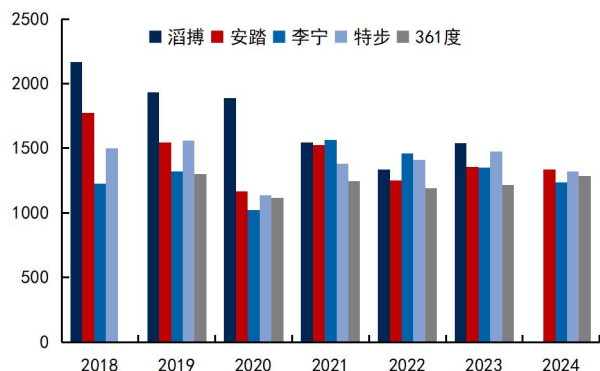
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图82: 中国市场主要运动品牌店均面积变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图83: 中国市场主要运动品牌坪效变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从专业运动向日常休闲场景延伸的需求，在市场规模庞大的背后，体现出这类产品的通用性较强、价格相对亲民，消费者购买频次也比较高等特点。消费者普遍不会在购买前用太多的精力对产品进行对比，购买行为也具有较大的随机性。因此，品牌整体的知名度、产品的性价比、消费渠道的便利性等方面都是提高转化率的重要因素，而安踏主品牌在这些方面都具有较强的优势，具体来看：

- 1) **性价比市场占有率高：**在 100-300 元价位的线上运动鞋销售市场，近几年安踏品牌稳居份额第一。
- 2) **运营模型高效：**在品牌综合经营利润率上，安踏经历疫情前后消费环境的变化和自身 DTC 渠道转型，表现出明显好于行业的韧性；
- 3) **未来店型更丰富：**面对未来消费者对线下购物体验需求的增长，安踏规划出丰富的店型结构，分为 5 个层级，在满足大众消费渠道的覆盖率的同时拉升品牌形象；另外，今年安踏也推出零售新物种“超级安踏”，超大面积的店铺内商品具有极致性价比，打造一站式购物体验，有望与迪卡侬、优衣库等品牌门店竞争；
- 4) **高执行力企业文化：**高效的零售体系背后是对人的管理有效，安踏零售团队素有“零售铁军”的称呼，企业文化体现了对战略的强执行力，并保持灵活的生意头脑。

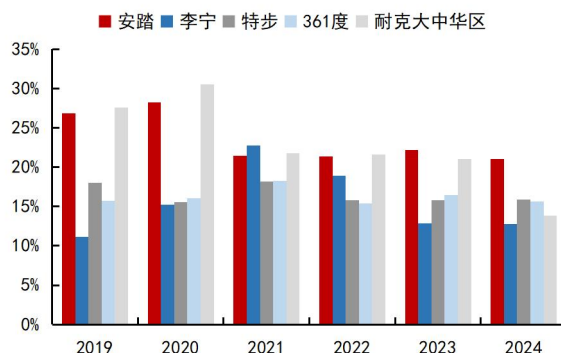
通过保持在日常需求市场的竞争力，安踏品牌为集团贡献了较为稳定且规模庞大的盈利来源。

图84：天猫 100-300 元运动鞋安踏销售份额和排名

项目 年份	100-300元价位段		运动鞋总体	
	安踏份额	安踏排名	安踏份额	安踏排名
2019	19.8%	1	9.4%	3
2020	23.0%	1	8.9%	3
2021	22.5%	1	11.5%	2
2022	23.0%	1	12.3%	1
2023	24.4%	1	10.5%	2
2024	25.1%	1	9.7%	3

资料来源：天猫第三方数据，国信证券经济研究所整理

图85：运动品牌经营利润率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图86：安踏店型结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图87：“超级安踏”门店



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

专业需求细分化：强调应用场景的针对性，以产品与品牌矩阵满足精细化需求

1、需求类型：深度参与运动对装备性能要求高，运动项目多样化

中国居民参与运动的频率和时长增加。据 Keep 联合人民健康发布的《2023 国民健身趋势趣读》显示，以“2023 年全年每周都坚持健身至少一天”来定义“规律健身人群”，2023 年规律健身人群平均每周健身 2.47 天，平均每天健身 43.5 分钟。与上一年相比，2023 年每周进行中高强度健身项目的人群比例升高。国家体育总局统计，2022 年我国 7 岁及以上年龄人群中，每周至少参加 1 次体育锻炼的人数比例为 67.5%，较 2014 年调研增长 18.5%。截至 2023 年底，全国经常参与体育锻炼的人数比例达到 37.2%。

消费者深度参与运动后，对运动鞋服产品的功能性要求更高。有针对特定使用场景的研发设计、有标准化性能参数可比较、有知名运动员背书的产品更受消费者青睐。分运动类型来看：

- (1) **大众运动：跑步、篮球、综训的产品需求场景细分化。**跑步的场景可以根据跑步的距离和场地分为日常慢跑、训练跑、竞速跑、越野跑和长距离跑等，其中跑者的体重、脚型和步态有别，又有相应差异化的产品。篮球的场景可以分为室内场地和室外场地，另外根据打法位置划分，又有后卫、

前锋和中锋的区别。综训可以分为力量训练、有氧训练、体能训练、瑜伽普拉提等，对鞋子的支撑性、轻便性、缓震性要求不同，对服装的排汗、透气、弹性、柔软度等需求侧重也有不同。

- (2) 小众运动：滑雪、攀岩、徒步、越野、网球需求高速增长。2023-2024 年冰雪季，26 家国家级滑雪旅游度假区接待游客总人次达 2608.50 万，同比增长 91.77%。中国登山协会网站发布的报告显示，2023 年我国岩馆数量达 636 家，比 2022 年增长 31%，数量首次超过美国。美团平台数据显示，巴黎奥运会后，网球体验课、培训课等团购订单量同比增长近 180%。

竞争优势：专业性强的产品，头部营销资源投入

(1) 安踏：科技赋能大众商品，签约专业运动员提升品牌形象

鞋服产品矩阵完善，科技赋能大众商品。安踏拥有氮科技、防泼水科技、炽热科技、冰肤科技等 3000 多项专利，赋能大众商品，提升产品专业属性。运动鞋方面，安踏氮科技采用氮气超临界物理发泡、一体成型的工艺，利用氮气进行物理发泡，相较于传统使用二氧化碳的发泡技术更加环保和可持续，材料能量回弹率高，密度低更轻质，广泛应用于安踏的跑鞋和篮球鞋，包括马赫、水花等产品，提供更好的缓震和回弹体验。服装方面，安踏炽热科技采用航天级别保暖材料，应用聚酰亚胺印花技术，提升远红外辐射升温高效锁住热量，应用于羽绒服等冬季保暖衣物；冰肤科技面料原纱自带冰感，具有透气、亲肤的特点，适合应用在夏季运动服装。户外运动鞋服采用防泼水科技，可通过在面料表面施加特殊的滑雪处理和图层达到防水效果，同时具有良好透气性，在冬季滑雪、户外徒步鞋服可有效抵御雨雪天气的侵扰。

图88：科技赋能安踏大众商品



资料来源：安踏官方微信公众号、国信证券经济研究所整理

跑鞋强化专业属性，兼顾大众市场。安踏跑鞋主要可分为竞速比赛、竞速训练、缓震跑步、轻松畅跑、越野户外五大类，可应对消费者对于在不同场景下的差异化跑步需求，产品在具备专业性的同时也兼顾了大众市场，覆盖了从入门到精英各个层级的跑者。竞速比赛跑鞋配置相对高端，整体价格偏高，C10、C202 系列搭载碳板，产品轻盈，能量回弹率高，其中 C202 5 GT PRO

搭载全掌氮科技 Pro 技术，回弹率达到 84%，可减少跑步中的能量损耗，适合跑着参与马拉松比赛适用。竞速训练跑鞋主要有马赫和火箭系列，采用氮气发泡技术，为运动鞋带来高回弹性、轻量化、和高耐久性的优势，可适用于体测考试、日常训练，具有良好的性价比，占跑鞋销售比例较高。缓震跑鞋采用缓震科技，可缓解跑步过程中对于脚部的冲击力，减少关节的负担，提供更舒适的穿着体验，回弹曲线更加柔和，适合入门、有慢跑需求或者体重较大的跑者，销售额占比最高，其中毒刺占到 17.2%。轻松畅跑类跑鞋主要为通勤、日常健身设计，更加重视穿着的舒适性。针对越野户外场景，安踏多个产品搭载 VIBRAM 户外大地，进一步提升跑鞋耐磨防滑属性，防泼水鞋面设计可应对雨水天气。

图 89：安踏跑鞋矩阵

竞速比赛	竞速训练	缓震跑步	轻松畅跑	越野户外
搭载碳板，轻质回弹 适合马拉松、长跑	搭载氮科技，适合体 测考试、日常训练	搭载缓震技术，适合入门轻 松跑、慢跑、较大体重跑者	材质透气轻便，适 合日常跑步、通勤	具有防滑抓地、防水等性能， 满足户外越野、徒步等需求
C10 PRO 2599元 占比0.01% C202 799元 占比0.72% C202LT 599元 占比0.07% C202GT 1299元 占比0.15% C202GT PRO 2099元 占比0.12%	马赫 599元 占比3.09% 马赫PRO 799元 占比0.70% 火箭 599元 占比1.51%	PG7 399元 占比1.13% 冠军 599元 占比2.38% 冠军PRO 699元 占比0.80% 毒刺 399元 占比17.24%	神行PRO 499元 占比0.01% 神行 399元 占比0.55% 氢跑 399元 占比0.80%	探踪 499元 占比0.04% 探野 599元 占比0.17% 冠军雨燕 799元 占比0.02% 太行 899元 占比0.00%

资料来源：识货，天猫、京东、抖音第三方平台，国信证券经济研究所整理。注：图中占比数据为 2024 年该系列占安踏跑步鞋比例，数据采自于天猫、京东、抖音第三方平台。

图90：安踏跑鞋参数配置

功能	产品名称	跑鞋配置	能量回归率	适用场景	运动类型	重量	吊牌价
竞速比赛	C10 PRO	碳板；氮科技Pro；A-GRIP PRO；A-WEB呼吸网	/	跑道	马拉松；长跑	230g	2599
	C202 6代	碳板；双层氮科技；A-GRIP PRO；A-WEB呼吸网	84.0%	跑道；公路	马拉松；长跑	/	799
	C202LT	碳板；氮科技	84.0%	跑道	马拉松；长跑	197g	599
	C202 5 GT	碳板；氮科技；氮科技Pro	上层89%；下层84%	跑道	入门轻松跑；体测考试；速读训练；马拉松；慢跑	200g	1299
	C202 5 GT PRO	碳板；全掌氮科技Pro；织物呼吸网	89.0%	跑道，公路	高阶专业跑；马拉松；长跑	170g	2099
竞速训练	马赫4代	氮科技	84.0%	跑道	体测考试，慢跑	230g	599
	马赫4代PRO	氮科技；前掌氮科技Pro；A-WEB呼吸网	前掌89%	跑道	入门轻松跑；体测考试；慢跑	204g	799
	火箭6Pro	氮科技	84.0%	跑道	长跑	/	599
缓震跑步	PG7	EVA；澎湃	/	外传休闲；跑道；公路	马拉松；慢跑	240g	399
	毒刺5	缓震胶；A-shock科技中底	69.8%	跑道	入门轻松跑；慢跑；畅跑；短跑	/	399
	冠军3代	氮科技	84.0%	跑道	入门轻松跑；慢跑	230g	599
	冠军3.0 PRO	EVA；双层氮科技；织物呼吸网	84.0%	跑道；公路	入门轻松跑；体测考试；慢跑	298g	699
轻松畅跑	神行9	A-FlashEdge；易弯折科技	/	室外硬地、室内地板	入门轻松跑；慢跑	/	399
	氢跑6	氮科技；织物呼吸网	/	跑道	入门轻松跑；体测考试；慢跑	/	399
越野户外	探踪	缓震胶；织物呼吸网；防泼水科技	66.1%	公路	户外越野跑	/	499
	探野2代	虫洞科技中底；Vibram橡胶大底；防泼水鞋面	70.0%	野外	户外越野跑	/	599
	冠军雨燕	EVA；氮科技；织物呼吸网	/	跑道	户外越野跑；慢跑	/	799
	太行	Vibram大底；氮科技；织物呼吸网	76.3%	野外；跑道；公路	入门轻松跑；户外越野跑	310g	899

资料来源：识货，淘宝安踏官方网店，国信证券经济研究所整理。

篮球鞋围绕球星开发产品，内置科技满足运动需求。篮球鞋方面，安踏签约欧文、迪文琴佐、汤普森等多个球星代言人，并围绕这些球星资源设计相关篮球鞋。相较于跑鞋，篮球鞋销售更加集中，占比超过10%的产品系列更多。KT系列销售额占比最高，达到20.3%，KT9作为2024年的顶级鞋款，全掌搭载氮科技中底，能量回弹率高达86.8%，并配置碳纤维板，提供出色的缓震和支撑效果。瞬息系列是安踏专为篮球实战设计的高性能篮球鞋系列，产品单只重量降至375克，在实战鞋领域属于较高水平。狂潮系列定位中高端，以实战性能为核心，融入欧文元素，适合后卫和锋线球员，鞋底中足采用碳纤维抗扭片，可为球员在高强度对抗中提供更好的鞋身抗扭性。三分雨系列是安踏推出的中端篮球系列，主打轻量化、透气性，采用全新的“弦科技”，零感来源于蚕丝仿生结构，在保持强度同时重量较传统飞织面料降低57%。

图91：安踏篮球鞋球星矩阵



资料来源：识货，天猫、京东、抖音第三方平台，NBA 官网，国信证券经济研究所整理。注：图中占比数据为 2024 年该系列占安踏篮球鞋比例，数据采集于天猫、京东、抖音第三方平台。

图92：安踏篮球鞋参数配置

球星	产品名称	功能	球鞋配置	适用场景	重量	吊牌价
迪文琴佐	瞬息1代	抓地防滑；透气；回弹缓震；耐磨	全掌氮科技	室内地板；水泥地	375g	799
	空域4	防侧滑；抓地防滑；包裹保护；透气；回弹缓震；耐磨	flashfoam；A-SHOCK stabilizer；澎湃；缓震胶	室内地板；水泥地	430g	339
汤普森	水花6	透气；耐磨；轻质	全掌内置氮科技；鞋头透气窗设计；中足抗扭片	室内地板；水泥地	/	699
	KT9	包裹保护；耐磨	碳板；缓震胶；氮科技	室内地板；水泥地	420g	999
欧文	欧文一代	防侧滑；稳定支撑；抗扭转；回弹缓震	氮科技	室内地板；水泥地；篮球场	415g	899
	狂潮5 PRO	抓地防滑；透气；耐磨	碳板；缓震胶；氮科技	地板；水泥地；篮球场	/	1199
海沃德	海沃德5	防侧滑；透气；耐磨	氮科技	室内地板；水泥地；篮球场	/	799
王思雨	三分雨1代	稳定支撑；透气；回弹缓震；耐磨	缓震胶；弦科技；氮科技	室内地板；水泥地	380g	699

资料来源：淘宝安踏官方旗舰店，识货，国信证券经济研究所整理。

品牌宣传上，安踏多年赞助奥运、专业运动员提升品牌专业形象，签约体育明星和流量人气偶像增加热度。奥运会是全球最具影响力的体育赛事之一，在中国具有很高的热度和话题度。作为大众运动品牌，为提升品牌国民度和曝光度，树立专业可靠的品牌形象，安踏从 2009 年开始成为中国奥委会的官方合作伙伴，陪伴中国体育代表团征战 8 届奥运会。此外，安踏加码专业运动，和奥运明星合作进行营销活动，签约谷爱凌、樊振东等人作为品牌代言人，来提升消费者信心，跑步方面签约长跑运动员贝克勒所谓跑步代言人，并邀请其现身品牌赞助的广州马拉松，推广 C10、C202 竞速跑鞋，篮球方面签约欧文、汤普森等 NBA 球星，并积极筹办相关中国行活动，吸引球迷参与。同时签约人气偶像王一博代言全线产品、关晓彤代言女款产品，利用其在年轻群体的影响力进行带货。

图93: 安踏赞助和代言人等营销资源



资料来源: 安踏体育, 新华网, 安踏官方微信公众号, 国信证券经济研究所整理

(2) 迪桑特: 针对不同运动场景设计专业产品和融入专业元素的日常服装

迪桑特为滑雪、高尔夫、综训、骑跑运动场景推出相关专业化产品和日常服装。滑雪方面, 有适合专业滑雪的单板、双板滑雪系列以及受众更广、将滑雪元素融入日常服装的 SKI STYLE 系列。针对滑雪运动应对雨雪天气的需求, 迪桑特滑雪服采用 GORE-TEX 面料, 可持续抵御风雨, 应用 HEATNAVI 功能科技进行可见光热能转化、3D INSULATOR SYESTEM 呼吸科技可使滑雪服内部空气流通顺畅, 保持温暖干爽。部分滑雪服还内置 RECCO 电子反射器芯片, 可定位雪崩受难者进行营救。高尔夫方面, 有适合专业球手的 PRO 系列, 也有更加日常的 FIELD 系列。针对高尔夫运动特性, 裁剪相对立体修身, 可减少挥杆带来的摩擦, POLO 衫面料兼具吸汗和防紫外线功能。综合训练为有日常健身需求的用户设计, 迪桑特创新 Visco Magic 熔炼工艺, 经过特殊的热处理和化学处理, 对面料进行淬炼和溶解, 使得面料在不同关键部位形成不同弹性, 能够为关键运动部位提供紧致包裹感, 确保运动灵活性, 减少运动损耗和伤害。跑步方面, 迪桑特跑鞋搭载 BOA 系统, 可通过旋转旋钮实现快速系带, 提供最佳的贴合感和舒适感, 方便穿脱。

表4: 迪桑特产品矩阵和营销资源

运动场景	产品系列	样图	配置介绍	相关营销资源
滑雪	SKI		双板滑雪服采用 SCHEMATECH SKY 针织面料，具备防水防风性能；采用 3D INSULATOR SYSTEM”呼吸”科技，保持温暖干爽。	签约中国国家高山滑雪队、西班牙国家高山滑雪队等国家队；赞助自由式滑雪及单板滑雪 U 形场地世界杯比赛；在阿勒泰、张家口开设雪场店；举办行动家俱乐部，分享滑雪经验组织会员活动。
	SKI STYLE		SKI STYLE 系列将专业滑雪科技与日常时尚风格相结合，采用轻质防风拒水面料，搭载 HEATNAVI 锁温科技。	
	SNOWBOARD		单板滑雪服搭载 GORE-TEX 科技面料，可持续抵御风雨，部分产品内置 RECCO 电子反射器芯片，可定位雪崩受难者进行探测。	
高尔夫	PRO		为专业球手设计，采用立体版型裁剪，减少挥杆带来的摩擦。夏季产品如 POLO 衫面料兼具吸汗和防紫外线功能。	大满贯冠军得主 Danny Willet 作为全球形象代言人；李昊桐作为中国品牌大使；赞助 2024 别克 LPGA 锦标赛、汇丰冠军赛等赛事。
	FIELD		融合时尚元素和运动装备，能够满足高尔夫球场和日常休闲多场景需求，如为女士打造的荷叶边下摆夹克，采用 3L 防水复合面料，穿着清爽舒适。	
综训	Training		为有日常健身需求的用户设计，采用多种先进科技，包括 Visco Magic 熔炼工艺、Motion 4D 设计、以及 Sweat Mapping 人体工学设计，减少运动伤害，提升运动表现。	通过行动家俱乐部开设综训相关课程和线下活动。
骑跑	Running		跑步系列，部分跑鞋搭载 BOA 系统，可快速简易实现贴合，Z-FOAM 缓震中底科技提供更好舒适性。	举办 AWAKEN 破风前行骑跑赛，活动覆盖深圳、上海、北京等城市。
	BLEU		都市骑行系列，适合骑行/通勤穿着。冲锋衣采用 3L DERMIZAX 面料制作，在防水防风透气的同时满足日常生活和穿着需求，手臂口袋下方 D ring 设计，减少骑行衣物干扰。	

资料来源：公司官网，迪桑特天猫旗舰店，迪桑特官方微信公众号，腾讯新闻，国信证券经济研究所整理

(3) 始祖鸟：产品系列丰富可满足专业攀岩、徒步、滑雪等多种需求

始祖鸟面向登山攀岩、徒步穿越、野外跑步、滑雪、城市休闲和商务使用场景推出多种系列产品。Alpha 系专为极端环境下的专业攀登设计，是始祖鸟产品线中技术含量和性能最高的系列之一，面向经验丰富、对装备要求苛刻的专业登山者。Alpha SV 夹克是该系列的经典之作，采用三层 GORE-TEX Pro 面料，具备卓越防水、透气性能和耐用性，搭配 RECCO 反射器利于搜救。Beta 顾专业性能与日常穿着，适用于多种户外活动，包括徒步穿越、登山滑雪等，受众范围较广，既受到专业户外爱好者的喜爱，也适合有一定户外需求的普通消费者，价格相较于 Alpha 系列更加亲民。Norvan 系列专注于越野跑运动，为追求速度和轻量的越野跑者打造，鞋类产品针对越野需求提供防水科技并采用 Vibram 大底可提供稳固抓地力。Sabre 系列主要针对滑雪、滑板等冬季运动设计，注重在寒冷、潮湿的环境中提供保暖、防水和舒适的穿着体验，满足冬季运动爱好者的需求。Solano 系列是始祖鸟旗下的城市通勤软壳夹克系列，专为日常通勤和轻度户外活动设计，产品在防风、透气同时相对轻便。Veilance 系列是始祖鸟的高端城市机能风格支线，将户外科技与都市时尚相结合，面向追求高品质、功能性与时尚感兼备的都市人群，适用于日常城市生活、商务出行等场景。

图94: 始祖鸟产品系列分类

以活动场景划分的产品系列		以功能用途划分的修饰语		产品家族			
	登山攀岩系列 高山攀登装备，活动便捷、保护周全。		多用途 高性能材质注重不同活动的多用途性。		ALPHA 轻盈简约的攀岩和登山产品在高山环境为您提供贴心呵护。		ATOM 多用途人工合成保暖中间层，可以防风防泼水。
	徒步远足系列 在进行技术性徒步和远足时，持久保护性设计适合偏远地区的多种环境。		长距离 轻薄耐穿的鞋履提供舒适度、支撑度，并可在长期越野跑步中提供保护。		BETA 多用途服装适用于多种活动和环境。		BORA 在山地环境下持久耐用、功能优越的多日越野产品。
	城市休闲 将高科技户外功能、舒适性和持久性融入日常装备。		混合天气 高度耐磨，透气灵活适合多变天气下的混合活动使用。		DELTA 透气的中间层抓绒衣具有保暖性，舒适贴身。		CERIUM 简约流线型的轻盈功能羽绒保暖衣。高保暖度与重量比。
	单双板滑雪系列 针对雪地运动而设计，可提供有效保护、便于叠穿，确保活动便捷。		恶劣天气 耐磨和防风的面料，可在恶劣的环境下长期穿着。		GAMMA 弹力的防风防水中间层或外套，透气防霉。		INCENDO 高度透气的野外跑步简约运动服，可提供轻度防风保护。
	SYSTEM A 融合户外技术和都市审美风格的高性能解决方案。		超轻薄 相比持久度，超轻薄面料和设计更注重轻薄度和易包裹性。		RHO 高效保暖内衣排汗性能较佳。灵活舒适。		MOTUS 排汗性佳的快干内衣。适合高强度运动穿着。
	越野跑步 越野跑步科技服装注重行动上的灵活度和吸湿排汗。		VERTICAL 越野跑鞋防滑、性能良好且在多种地形中比较耐穿。				NORVAN 高性能越野跑鞋系统适合在高难度地势做高强度运动时穿着。
	VEILANCE 为探索城市环境而设计的一套基本系统。						PROTON 透气的中间层保暖衣，可防风防泼水。
							THORIUM 多用途羽绒保暖中间层提供良好保暖度。质感轻盈。

资料来源：始祖鸟官网，国信证券经济研究所整理

表5: 始祖鸟代表性产品和营销资源

使用场景	代表性系列	样图	产品介绍和配置	营销资源
登山/攀岩	Alpha		专为高海拔登山和攀岩设计，Alpha SV Jacket 采用三层 GORE-TEX Pro 面料，具备卓越防水、透气性能和耐用性，有 RECCO 反射器利于搜救。Alpha FL 夹克采用轻量化设计，适合快速攀岩。	文化：山地课堂、上海始祖鸟博物馆、“守护神山”计划、ReBIRD™ 可持续计划。 门店：选址顶级商圈，直营运营。 会员：专属会员专属购买资格、顶级户外活动。
徒步/穿越	Beta		Beta SL 是重量最轻的 Beta 系列产品，采用 GORE-TEX ePE 薄膜搭配 C-Knit 背衬材料，提升透气性和防水性。Beta AR 是用途广泛的防水透气夹克，采用 GORE-TEX Pro 面料，拼接设计加固高磨损区域，适合多种户外活动。	
野外跑步	Norvan		转为越野跑设计，Norvan LD 适合长距离越野跑，采用 GORE-TEX 防水透气基数，专业材料 Vibram 大底，提供稳固抓地力。	
单双板滑雪	Sabre		Sabre SV 夹克专门针对雪地运动而设计，透气 GORE-TEX PRO 面料融合超耐磨技术，搭配耐用的 100% 再生 N100D 面料，带来持久的风雨防护。兼容头盔的 StormHood™ 风帽带来额外防护，不阻碍视线。内嵌的 RECCO® 反射器有助于搜索救援。	
城市休闲	Solano		Solano 系列适用于都市生活、旅行和通勤，Solano 夹克提供防风、透气、防泼水保护，大身、原风帽处和袖子采用双层 GORE-TEX 面料，定向防风防雨，而不增加重量、不显臃肿。	
商务	Veilance		Veilance 是为在城市活动，应对城市环境而设计的一套基本系统。秉持极简价值理念，采用高端缝制技术搭配其气候适应系统。	

资料来源：始祖鸟官网，国信证券经济研究所整理

(4) 萨洛蒙：彰显滑雪、路跑和越野跑产品科技魅力

萨洛蒙主要经营鞋类产品，在单板、双板、越野各类滑雪运动和路跑、越野跑均布局相关专业产品。针对不同滑雪类型，萨洛蒙推出相应滑雪板和滑雪鞋。在滑雪领域，单板滑雪鞋如 Synergy PWL SJ BOA 搭载可调节的 BOA 系带系统，能精准快速调整松紧。双板滑雪鞋的 S/Pro MV 100 运用 Custom Shell HD 技术，可定制鞋内形态，提供个性化贴合感。路跑产品中，S-LAB Sonic 5

采用 R^oCCAMBER 弧形外底技术，助力前倾回弹、缩短触地时间，实现轻盈步伐。越野跑鞋中 SPEEDCROSS 系列，鞋底配备大颗粒橡胶抓地钉，结合 Contagrip 技术，抓地力强劲，适应泥泞湿滑地面；还运用了 Sensifit 鞋面技术，精准包裹脚部；QUICKLACE 系带系统，方便快捷穿脱。

表6: 萨洛蒙鞋类矩阵和营销资源

运动场景	样图	产品介绍和配置	营销资源
单板滑雪		单板以轻量化、高弹性、耐用性著称，采用 CarbonAlloy Matrix 技术，融合碳纤维与合金材料，增强强度与弹性；True Flat 技术提升板面平整度，优化滑行效率；3D Contour Base 设计增强转弯抓地力；Amphibio 技术提升转弯响应和稳定性。	专业赞助：赞助大型越野跑赛事、签约国内外知名运动员为品牌代言人，包括中国田径或越野跑运动员姚妙、祁敏、张火话、字菊伟等。
双板滑雪		双板鞋轻量、高弹性、耐用性强，适合多种地形。应用如 BLADE 尖锋技术，将柔性聚合物与钛压层结合，提升刻滑性能。	时尚跨界：和川久保玲、英国街头潮流品牌 Palace 等时尚品牌进行联名；官宣白敬亭作为户外运动风格代言人。
越野滑雪		双板滑雪鞋贴合度高、支撑性强、舒适耐用。应用 BOA 系统，可精准调节松紧，提升转弯响应；运用 Custom Shell HD 技术，可定制鞋内形态；Contagrip 外底提供卓越抓地力。	话题营销：制作宣传片，限量发售热门鞋款制造话题，在微博、小红书社交媒体发布户外运动、时尚穿搭相关内容。
路跑		采用 Custom Fit Race 内衬：易于穿脱，10 分钟内可完全定制，贴合度高。Carbon Loaded 底盘采用轻量化设计，减轻重量。BOA 系统提供超解剖贴合，优化精度，提升能量传输效率。	渠道拓展：进驻核心优质商圈、开设重点核心旗舰店比如上海新天地店集合全线产品，加强和主流电商平台的合作。
越野跑		萨洛蒙路跑鞋轻量透气、缓冲出色、抓地强。鞋面采用 Sensifit 技术，贴合脚部，提升包裹感；中底的 Energy Foam 材质，缓震性能佳，减少冲击力；外底的 Contagrip 技术，适应多种路面，提供可靠抓地力，助力舒适畅跑。R ^o CCAMBER 利用结构力学帮助跑者的重心向前快速过渡，缩短接触地面的时间，使跑步时步伐更轻盈。	
		越野跑鞋抓地强、包裹好、缓震佳、轻量防护。外有 Contagrip 大底，抓地耐磨。鞋面用 Sensifit 技术，精准包裹。还有 3DProfeelFilm 薄膜，兼顾轻量与防护，QUICKLACE 系带，穿脱便捷。	

资料来源：萨洛蒙官网，国信证券经济研究所整理

社交需求运动化：高端消费人群青睐运动户外风，集团旗下国际品牌各具特色

1、需求类型：千亿级高端鞋服市场消费者追求运动户外风

中高端鞋服市场规模约 5000 亿，高端鞋服市场规模约 1000 亿。在鞋服市场的中高端和高端市场处于金字塔的上层和顶部，规模相对较小。在 T 恤价格 200~900 元价位段的市场大约占比 17%，我们估算中高端服装市场规模约 3700 亿元，主要由各类中高端运动品牌和男女时装品牌占据；鞋类 400~800 元价位段占比约 26%，估算中高端鞋类市场规模约 1200 亿元，合计中高端鞋服市场规模接近 5000 亿，主要由各类中高端运动品牌占据。这部分产品普遍在 6-8 倍的加价倍率，多数品牌直营毛利率在 60%以上。同理我们推算，T 恤 900 元以上高端服装市场占比约 1.5%，鞋类 800-1500 元价位占比约 4.8%，市场规模合计约 550 亿元，但考虑到高端品牌线上销售占比普遍低于其他品牌 1/2 左右，粗略估计高端鞋服市场规模约 1000 亿元，主要由轻奢、潮流、时装品牌占据。这部分产品普遍在 8-10 倍的加价倍率，品牌直营毛利率在 70%以上。高端消费层级的受众对品牌认知度高、圈层认同感高、审美个性化强。

图95: 天猫平台 T 恤品牌价格带分布（高端价格带）

价格段	占比	主要品牌	
>2000	0.2%	轻奢、高奢品牌	Balenciaga、Thom Browne、Lanvin、Burberry、GUCCI
1000~2000	1.0%		Alexander Wang、Kenzo、Moschino、比音勒芬、Bally
900~1000	0.3%		始祖鸟、范思哲、maje
800~900	0.1%	中高端品牌	Sandro
700~800	0.9%		Evisu、BAPE、Dazzle、拉夫劳伦
600~700	1.0%		哈吉斯、迪桑特、Y-3
500~600	1.1%		edition、KOLON、Lacoste、Emporio armani、Hugo Boss
400~500	2.9%		lululemon、Mo&co.、金利来、Aigle、报喜鸟、九牧王、allbirds
300~400	4.5%		FILA、MLB、Calvin Klein、江南布衣、Giorgio armani
200~300	6.7%		安德玛、Teenie Weenie、FILA kids、雅戈尔、欧时力、A&F
150~200	10.9%	耐克、阿迪达斯、安踏、李宁、Champion、太平鸟、ZARA、优衣库等大众运动和休闲服饰品牌	
100~150	17.8%		
50~100	31.8%		
0~50	20.8%	南极人等低价品牌、白牌	

资料来源：天猫第三方数据，国信证券经济研究所整理

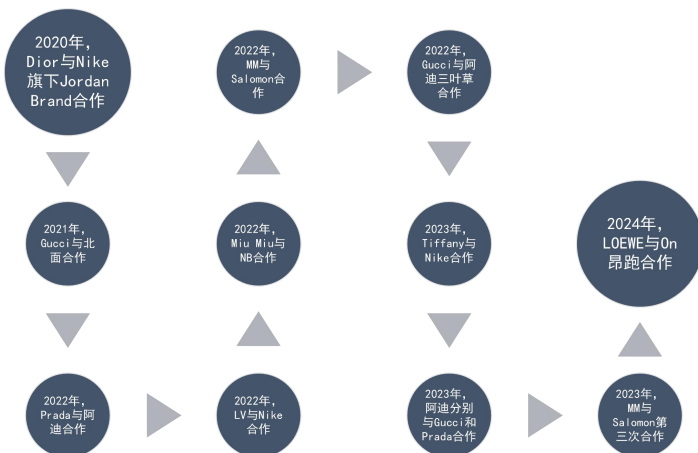
图96: 天猫鞋类品牌价格带分布（高端价格带）

价格段	占比	主要品牌	
>1500	2.8%	轻奢、高奢品牌	ECCO、Stuart weitzman、Jimmy choo、Tod's、BALLY、GUCCI、Valentino、Balenciaga
1000~1500	2.4%	高端男女鞋和	Clarks、昂跑、Hoka、迪桑特、萨洛蒙
800~1000	2.4%	小众运动品牌	思加图、UGG、暇步士、真美诗、Allbirds
600~800	1.9%	中高端运动品牌	Bata、金利来、MLB、索康尼、Lacoste
500~600	15.3%	牌和男女鞋品牌	耐克、FILA、新百伦、百丽、鬼塚虎、千百度、Tata
400~500	9.1%		阿迪达斯、亚瑟士、匡威、百思图、FILA kids、UA、天意美
300~400	11.0%	安踏、李宁、耐克儿童、阿迪儿童、PUMA、VANS、特步、361度、Crocs、达芙妮等大众运动和休闲鞋履品牌	
200~300	19.7%		
100~200	20.5%		
0~100	14.8%	回力、环球、人本、飞跃等低价品牌、白牌	

资料来源：天猫第三方数据，国信证券经济研究所整理

奢侈品品牌近年频繁跨界运动行业，轻奢运动品牌引领时尚风潮。在看到高端消费人群对运动风格产品的向往以及吸引年轻潮流消费者的目光，近几年众多奢侈品品牌增加与运动品牌的合作，推出运动风格的产品线，经典的合作产品包括 Dior x Air Jordan 1、Louis Vuitton x Nike Air Force 1、Gucci x Adidas Original 等。并且，奢侈品牌将营销资源也进一步延伸到运动赛事领域。2024 年，LVMH 集团成为巴黎奥运会的最大赞助商，投入约 1.66 亿美元。LVMH 集团旗下品牌 Chaumet 包揽了本届奥运会奖牌设计，Louis Vuitton 设计奖牌托盘和装火炬的行李影箱，Berluti 为法国运动员提供礼服。以 On、始祖鸟为代表的轻奢运动户外品牌高速增长，在国内社交媒体上也掀起了众多话题，出现了以价格和品牌基因来进行分级的品牌“鄙视链”。

图97: 2020 年至今奢侈品牌频繁与国际运动品牌推出联名合作产品

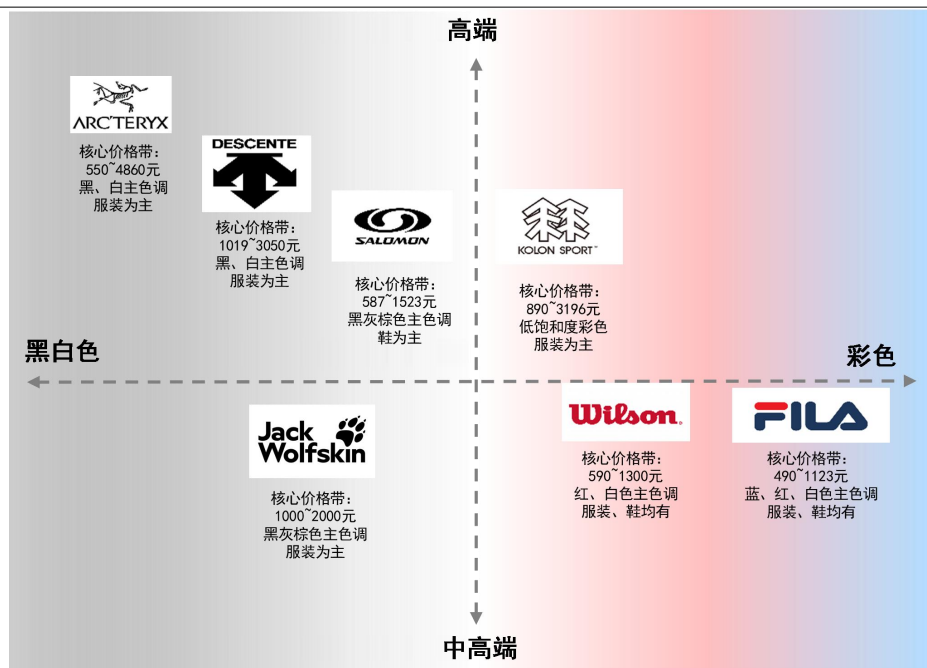


资料来源：品牌官网、国信证券经济研究所整理

2、竞争优势：多品牌风格迥异，品牌基因锦上添花，产品和渠道运营本地化

各品牌价格带和产品风格迥异，可满足市场差异化需求。FILA 品牌设计风格注重经典与时尚的结合，以蓝、红、白主色调，产品色彩浓烈，增添时尚感，产品涵盖服装和鞋类，价格带相对更加亲民。始祖鸟、迪桑特、可隆作为高端户外品牌整体价格带偏高且都以服装经营为主，其中始祖鸟和迪桑特产品以黑、白为主色调，让品牌看起来更加专业和高端，而可隆产品搭配低饱和度彩色，颜色搭配既复合户外品牌的定位，又具有比较高的辨识度。萨洛蒙产品以鞋类产品为主，采用黑、灰、棕色为主色调，风格简洁且富有现代感。威尔胜主要经营网球、篮球等运动器材，同时也推出服装、鞋类产品，色调以红、白为主，增添产品的活力和时尚感。

图98: 安踏集团旗下品牌定位图



资料来源：公司官网，阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

(1) FILA: 强大的营销资源阵容, 优雅高质感商品, 优质商圈落位, 营造高端运动时尚身份认同。

首先在品牌营销方面, FILA 开创了国内运动品牌与高端和潮流品牌跨界联合的先河。FILA 是具有百年意大利优雅时尚风格的, 在安踏的运营下品牌基因得以传承, 风格也较为鲜明。但时尚品牌需要持续保持新鲜感, 并且也需要不同的风格来突破规模增长的瓶颈。2016 年, FILA 在开始高速增长期间, 和华裔设计师 Jason Wu 的联名产品热销, 还有许多成功的联名, 如 2018 年和意大利奢侈品牌 FENDI、美国知名设计师 3.1 Phillip Lim、2022 年与法国奢侈品牌 LANVIN 合作等等。联名 FILA 品牌注入了新的风格与活力, 很好的带动品牌破圈, 延伸了品牌的成长曲线, 也在业内掀起了跨界联名潮, 许多品牌纷纷效仿通过联名来打造话题。

图99: FILA 历史上联名合作系列产品



资料来源: FILA 官网, VOGUE 时尚网, 新浪时尚, FLIGHTCLUB, 腾讯网, 国信证券经济研究所整理

代言人阵容豪华, 曾与全球数十位明星合作。FILA 持续利用明星的影响力为品牌增加曝光度和内涵。经不完全统计, 2016 年至今 FILA 共合作 26 位代言人, 其中 20 位知名娱乐明星, 6 位国内外知名运动员, 其中包括高圆圆、比约博格、全智贤、倪妮、张艺兴、杨幂、何沐妮、易烊千玺等。

表7: FILA 历史上代言人合作时间与领域

合作时间	代言人	合作领域
2016 年 8 月	高圆圆	FILA 代言人
2018 年	比约·博格 (Björn Borg) 瑞典网球老将	FILA 品牌终身全球大使, 与 FILA 的首次合作追溯至上世纪 70 年代
2018 年	Reinhold Messner 意大利“登山皇帝”	FILA 品牌终身全球大使
2018 年	Giovanni Soldini 意大利航海家	FILA 品牌终身全球大使
2018 年 6 月	王源	FILA 品牌代言人
2018 年 11 月	黄景瑜	FILA 时尚运动代言人
2019 年 1 月	马思纯	FILA 品牌代言人
2019 年 6 月	木村光希	FILA 潮流运动代言人
2019 年 11 月	吴谨言	FILA 运动代言人
2020 年 4 月	华天 中国马术三项赛运动员	FILA 运动推广大使
2020 年 7 月	蔡徐坤	FILA 代言人、FILA FUSION 潮流主理人
2021 年 5 月	江疏影	FILA 时尚运动代言人
2021 年 7 月	全智贤	FILA 菁英运动代言人
2021 年 8 月	倪妮	FILA 高级运动时装代言人
2021 年 8 月	何沐妮 LPGA 中国高尔夫球员	FILA GOLF 形象大使
2021 年 11 月	张艺兴	FILA 代言人、FILA MIX 主理人
2022 年 2 月	徐梦桃 中国自由式滑雪空中技巧名将	FILA 赞助中国自由式滑雪空中技巧国家队, 徐梦桃北京冬奥夺冠
2022 年 10 月	杨幂	FILA 代言人
2022 年 10 月	欧阳娜娜	FILA FUSION 首位品牌代言人
2024 年 3 月	王星越	FILA FUSION 潮流品牌大使
2024 年 8 月	米卡 MIKA、陈卓璇、CORSAK 胡梦周	FILA 品牌大使、低碳行动大使
2024 年 12 月	易烊千玺	FILA 品牌全球代言人
2024 年 12 月	赵露思	FILA FUSION 品牌代言人
2025 年 3 月	章昊	FILA FUSION 潮流品牌大使

资料来源: FILA 官网, 国信证券经济研究所整理

产品力方面, 丰富的产品品类和优雅高质感的产品覆盖了多年龄段的高消费力人群。FILA 分为大货、潮牌和儿童三个系列, 分别独立开设店铺也有集合店。FILA 大货又分为多条产品线, 包括生活休闲、商务、多款联名和运动系列, 其中运动主要面向网球、高尔夫、瑜伽、健身和户外等场景。通过品类的延伸和场景的丰富, FILA 在突破百亿规模后持续增长, 从服装为主到目前鞋类销售占比超过 3 成, 从“一个人的品牌”扩大为“一家人的品牌”, 从时尚风格为主演变为优雅运动贡献增量。同时在商品开发设计上, FILA 借助海外设计资源、研发科技平台以及优质的供应链, 打造高品质的商品来契合主要客群的品味。

图100: FILA 产品线



资料来源: FILA 官网, 国信证券经济研究所整理

渠道建设方面, FILA 2000 家左右店铺均位于一二线城市核心商圈, 并开设多个地标性旗舰店树立品牌高端形象。FILA 在多年高速增长过程中始终保持对开店质量的高要求和数量的克制, 借助全直营模式的管理, 有效的保持了高店效和优质商圈的覆盖。平均接近 100 万/月的店效, “顶特高”级别的店效超过 200 万/月, FILA 在同一商圈内基本保持行业领先的水平, 直营模式下的经营利润率在 25%~30%也为业内众多上市公司品牌中的领导者, 印证了渠道的高效。并且, FILA 打造了多种高端店型, 在高端商圈开设地标旗舰大店, 树立品牌高端形象的同时给消费者更独特的消费体验。

图101: FILA ICONA 三里屯旗舰店



资料来源: ELLE 中文网, 国信证券经济研究所整理

图102: FILA F-BOX 王者之厅武汉 SKP 店



资料来源: 网易新闻, 国信证券经济研究所整理

(2) 迪桑特: 背靠三大心智运动资源, 多样化渠道布局, 精细化会员运营, 打造高端圈层。

品牌力：围绕滑雪、高尔夫和铁人三项展开营销，凸显品牌高端专业运动基因。迪桑特品牌创立于 1935 年的日本，起源于滑雪运动，品牌名“DESCENTE”源自法语词汇，意为“滑降”，其 logo 的三个箭头分别代表滑雪运动的三个重要技巧——“高速直线滑行”、“穿越”和“侧滑”，代表着始于滑雪的品牌基因以及追求卓越与大胆创新的精神。自 1954 年起，迪桑特开始了滑雪服的研发，并在后续与多个国家的滑雪队保持长期合作关系，包括瑞士、西班牙、加拿大、德国等，为这些国家队提供专业运动装备，品牌也在合作中进一步推动产品研发并得到了专业实力的背书。在近 10 年里，迪桑特也强化了在高尔夫和铁人三项的领域发展，与国际强队和顶尖运动员保持紧密的伙伴关系，延伸品牌业务布局新的增长曲线。围绕三项核心运动，品牌结合自身高端定位开展了丰富的营销活动，除了能够提升综合品牌形象的大型赛事赞助和运动员合作以外，也有布局雪场和高尔夫球场的专业品类形象门店，同时也围绕核心会员进行精细化运营，包括滑雪体验、高尔夫巡回赛、运动社群等，持续渗透精英消费群体。

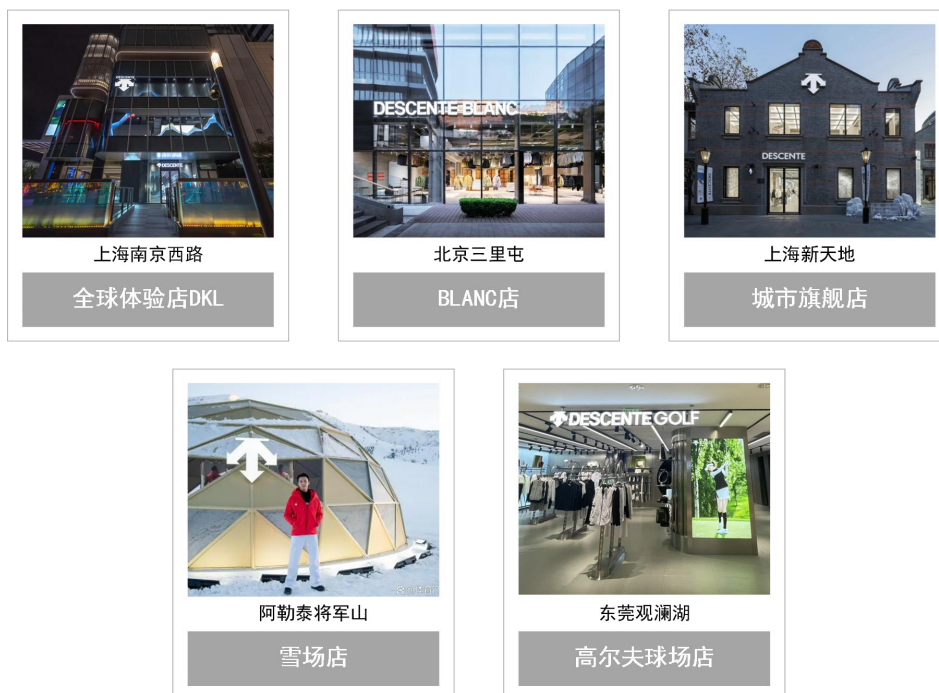
图103: 迪桑特运动领域营销资源



资料来源：公司官网，时尚商业网，腾讯新闻，国信证券经济研究所整理

零售力：持续升级高端体验，完善多形态零售布局，重点城市顶级商圈打造城市旗舰店。迪桑特的渠道建设一方面在一二线顶级商圈布局，另一方面多元化布局，打造品牌旗舰店、球场店、雪场点的多形态零售，通过两个方向为消费者提供良好丰富的体验的同时树立品牌形象。核心商圈旗舰店包括“迪桑特动力实验室”DKL（DESCENTE KINETIC LAB），目前国内有两家，分别是北京三里屯的首家DKL和上海南京西路DKL，店铺内占地超过1100平方米，设计主题鲜明，除了齐全的产品线陈列以外，还有迷你品牌博物馆、室内滑雪体验空间以及会员专属空间，围绕三大运动项目定期举办健身课程。BLANC店采用极简工业美学设计风格，采用悬挂移动升降陈列系统，强调现代科技与传统文化的结合，希望为消费者提供一张白纸创造个性化体验。另外，迪桑特在国内几大知名雪场和高尔夫球场都开有相应的品类门店，为运动爱好者提供相应专业装备并强化品牌运动形象。

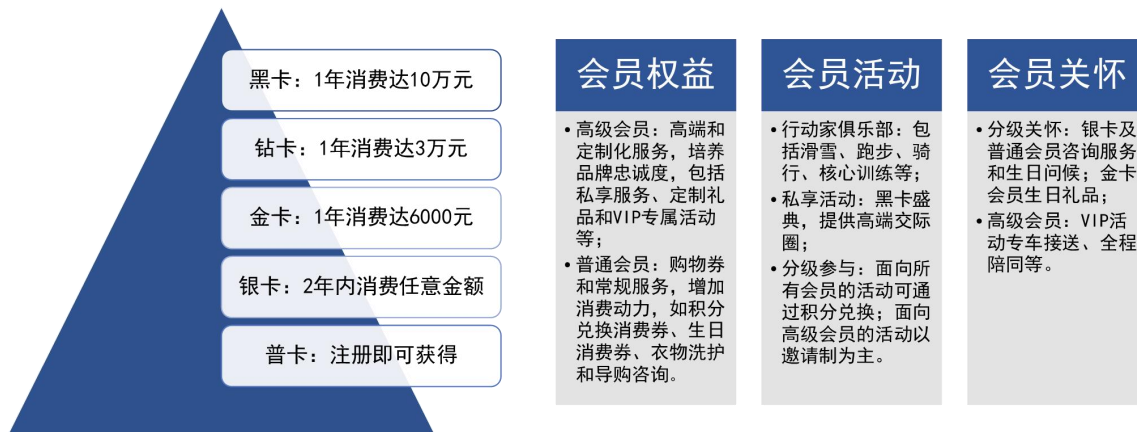
图104: 迪桑特核心商圈旗舰店和多元化业态店



资料来源: 新视线, 联商网, 体育产业生态圈, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

会员运营: 借鉴奢侈品会员运营思路打造差异分明的多层次会员体系。迪桑特建立了包括黑卡、钻卡会员等 5 大级别的会员系统, 不同等级之间的达标消费额跨度较大, 如钻卡和黑卡的年消费额分别在 3 万和 10 万, 而银卡在两年内消费任意金额即可达标。相比之下其他运动品牌, 如阿迪达斯, 最高的会员等级达标消费额为一年 8000 元, 并未设立针对更高消费群体的区分。迪桑特对不同等级的会员提供的权益也有明显区分, 对于普通会员主要提供消费券等权益来刺激消费, 对高级会员提供高端定制化服务来提高忠诚度。品牌通过行动家俱乐部等社群活动增强会员的归属感, 并为高端会员提供高端社交活动。在对会员的关怀方面, 迪桑特也针对不同级别的会员提供差异化服务, 高端会员有更多一对一的服务。

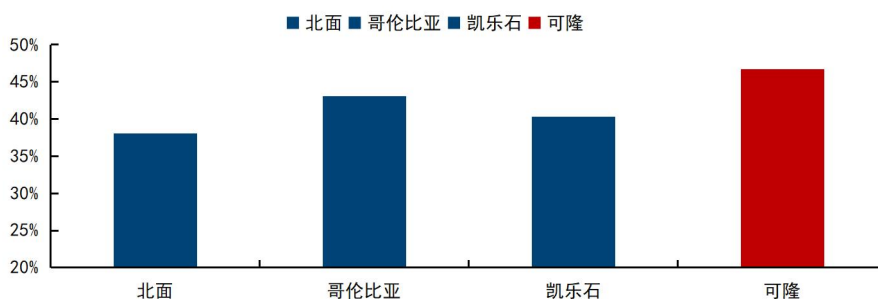
图105: 迪桑特会员体系



资料来源: 公司官网, 时尚商业网, 腾讯新闻, 国信证券经济研究所整理

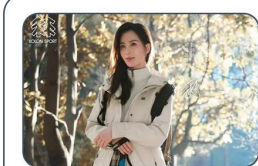
- (3) **可隆：定位于消费者与户外生活方式的连结，吸引年轻、多元的受众。**
可隆品牌创立于 1973 年韩国，以常青树为品牌标志，产品包括帐篷和登山服等户外装备，历史上曾多次赞助韩国南极远征队和南极科考队，定位于专业高端户外品牌。在近年的发展，可隆逐步向户外生活方式品牌延伸，结合专业的材质和休闲的设计打造出都市户外风格的产品，并通过露营、徒步等户外体验活动增强消费者对品牌所传达的户外文化的感知。相比欧美系的传统户外品牌，可隆从产品设计风格到品牌营销思路上都更加的年轻化和多元化，也因此可隆成为户外运动领域中少有的深受女性喜爱的品牌，女性消费占比高于市场上其他竞争对手。

图106: 各品牌女性消费占整体销售比例（2024 年电商产品）



资料来源：天猫第三方数据平台，国信证券经济研究所整理

图107: 可隆品牌营销资源



明星代言合作

- 与多位明星有合作，包括胡歌、刘诗诗、陈坤、贾静雯、管泽元以及徐明浩等



社群文化与线下活动

- 在全国多个城市举办了“自然而然露营节”，通过户外活动与消费者建立情感链接，推广户外生活方式
- 在上海上生新所开设了全国首家品牌文化中心店“KOLON 1973”，作为户外爱好者交流的大本营



媒体广告投放

- 广告宣传片：50周年纪念广告《有故事，才是自然的事》，邀请了陈坤、贾静雯、管泽元三位明星出演，通过纪录片形式讲述了品牌故事；与胡歌合作的户外悬疑大片《不在场证明》
- 社交媒体：通过12条短视频在微博、小红书、抖音等社交媒体平台进行投放；在小红书进行种草投放，推广国庆假期露营节活动
- 地铁站广告：在人流密集的地铁站进行广告投放，包括墙体广告和光影角00H

资料来源：公司官网，时尚商业网，腾讯新闻，国信证券经济研究所整理

- (4) **始祖鸟：用奢侈品思路运营，定位户外品牌中的爱马仕。**借助始祖鸟品牌来自 1989 年加拿大攀岩装备和后续发展为户外品牌领头羊的行业地位，公司将品牌进一步定位于面向高消费力人群的户外品牌，对产品、销售渠道和客户服务进行调整。产品在突出功能性的同时也进行短期的时尚联名，并在社交媒体上建立高频讨论词汇和热点视频，以实现破圈效应并

吸引年轻和女性客群。销售渠道采用更大、更好、楼层更低的门店，与爱马仕、LV 等奢侈品的商圈落位接近。同时在服务上对店员进行培训，更专业的给予户外咨询，并对会员和老客户进行重点维护，推出山地课堂、免费洗衣和高级会员专属户外活动等多样化的活动。

图108: 始祖鸟品牌的营销资源



资料来源：品牌官方微信公众号、小红书、YOH0 潮流志、国信证券经济研究所整理

- (5) **萨洛蒙：专注越野跑领域，借助越野基因打造时尚风格产品，快速开设优质商圈门店。**萨洛蒙在鞋服领域主要以越野跑鞋闻名，公司在专业领域以大型越野赛事和运动员的赞助来巩固品牌专业户外的基因，同时发起与时尚品牌设计师的联名跨界合作打造爆款潮鞋，引发市场话题，产生破圈效应。在渠道上进驻高端优质商圈如 SKP、太古里、万象城等，同时也在万达、金鹰等大众化项目开设门店，近两年门店数量增长迅速。

图109: 萨洛蒙品牌营销资源



专业赞助

- 赞助大型越野跑赛事，发起全球顶尖越野跑赛事系列“黄金联赛”
- 签约国内外知名运动员作为品牌代言人，中国运动员包括姚妙、祁敏、张火话、字菊伟等
- 越野跑社区营销，针对越野跑狂热爱好者群体、KOL赞助营销等



时尚跨界

- 与英国街头潮流品牌 Palace、日本设计师川久保玲、比利时时尚品牌 MM6 Maison Margiela 等时尚品牌合作联名，推出具有独特设计的产品
- 官宣白敬亭成为品牌首位户外风尚代言人



话题营销

- “返野归真”品牌宣传片，激发户外运动新人的兴趣，展现品牌深厚的户外运动基因
- 在微博、小红书等社交媒体发布户外运动、时尚穿搭等相关内容，以及发起各种话题互动和挑战活动
- 限量发售热门鞋款，如在广州太古汇店开业时发售 XT-Quest ADV 白色鞋款，制造稀缺感和话题性



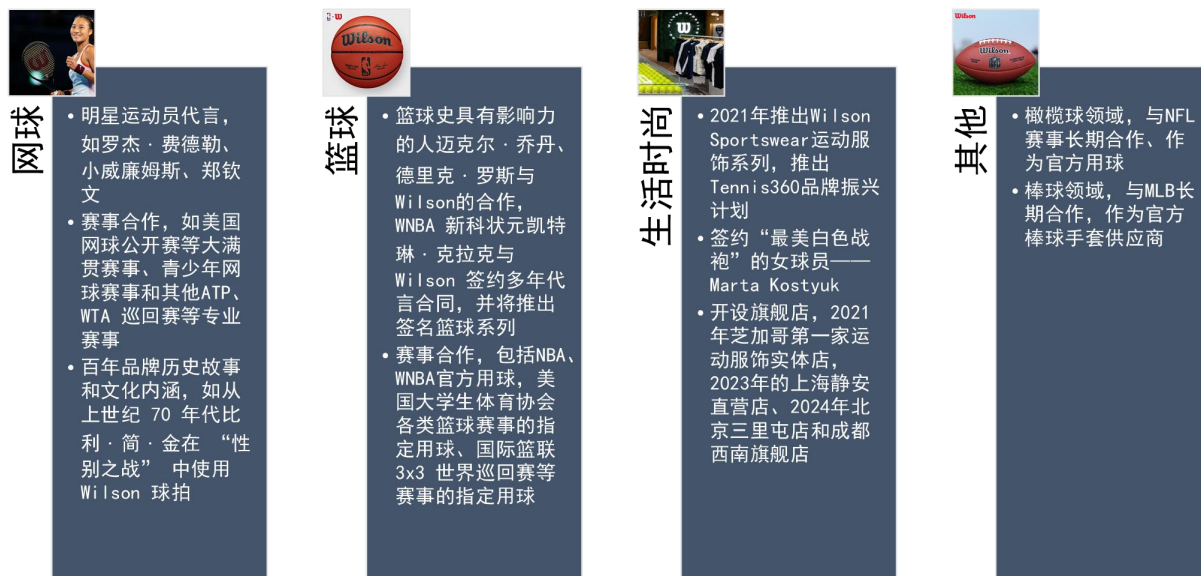
渠道拓展

- 进驻核心商圈的优质点位如SKP、太古里、万象城、太古汇等，以及万达、金鹰等大众化项目
- 开设重点核心旗舰店，如上海新天地的全球第二家旗舰店，集合全线产品并开设独立滑雪产品专区
- 线上加强与天猫、京东等主流电商平台的合作

资料来源：ECO 氩体、联商网、nowre、国信证券经济研究所整理

- (6) **威尔胜：专业运动器材品牌转型推出鞋服商品，网球服饰乘势而起。**威尔胜品牌具有百年历史，主要产品包括网球拍、篮球、棒球手套、橄榄球等运动器材。2021 年公司借助品牌在网球领域的影响力，推出 Sportswear 运动服饰系列，并结合女动员的代言打造爆款网球裙。在门店上也陆续开设运动服饰实体店，选址在一线城市核心高端商圈开设首店，打造高品牌势能。2024 年 7 月，在巴黎奥运会网球女单比赛中，中国选手郑钦文拿下了中国网球历史上首枚奥运会单打金牌。她使用的球拍，威尔胜 Pro Staff 97 V14，在天猫官旗于赛后迅速售罄。网球服饰也迅速走红，网球裙成为时尚单品，夺冠前后京东运动的数据显示“网球裙”搜索量同比增长超过 220%。

图110: 威尔胜品牌营销资源



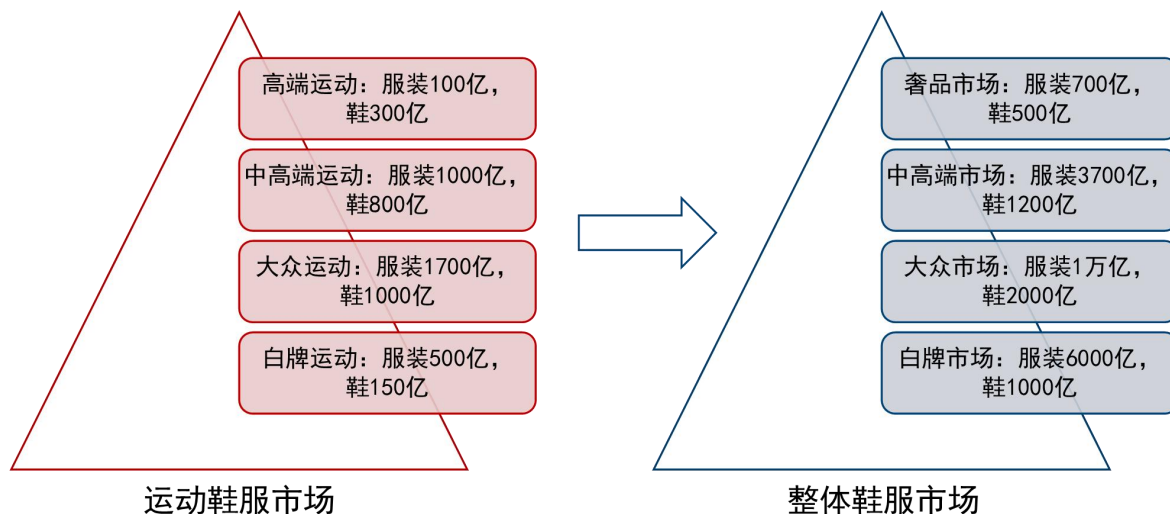
资料来源：ELLE 网站、Bleacher Report、品牌官方微博、国信证券经济研究所整理

成长空间：品牌运营可激发增量需求，全球化经营有望带来戴维斯双击

成长空间：好的品牌运营能够创造需求，存量思维预测市场空间存在局限性

鞋服市场大盘规模庞大，价格跨度悬殊，品牌在维持定位的同时也具有破圈增长空间。鞋服产品在国内总体市场规模超2万亿，市场中品牌众多、集中度分散，因为没有品牌可以满足所有消费者的需求，因此我们进行品牌成长空间的预判需要对品牌进行定位。我们可以将市场按功能和风格进行横向应用场景的划分，也可以用价格进行纵向定价划分，但实际上考虑到多种应用场景正在融合，且鞋服单品的价格跨度从几十元到几千元不等，如果只用某一细分领域的现有市场规模去做品牌的增长空间分析会相当局限。因此为了判断市场空间，首先，我们可以适当放宽品类与价位段的范围，比如运动品牌破圈至运动户外以外的鞋服市场，有望放大市场规模接近5倍；高端品牌价格段下沉一级，有望放大市场规模3-5倍。但在更大的市场中，所面临的竞争对手数量的也呈数倍增长，如何保有品牌心智与市场规模的平衡是关键。因此第二点，我们需要对预判实时进行跟踪修正，品牌破圈增长的同时，核心功能场景与价位段定位的产品是否仍能保持市场份额良好趋势，作为品牌心智的跟踪锚点。

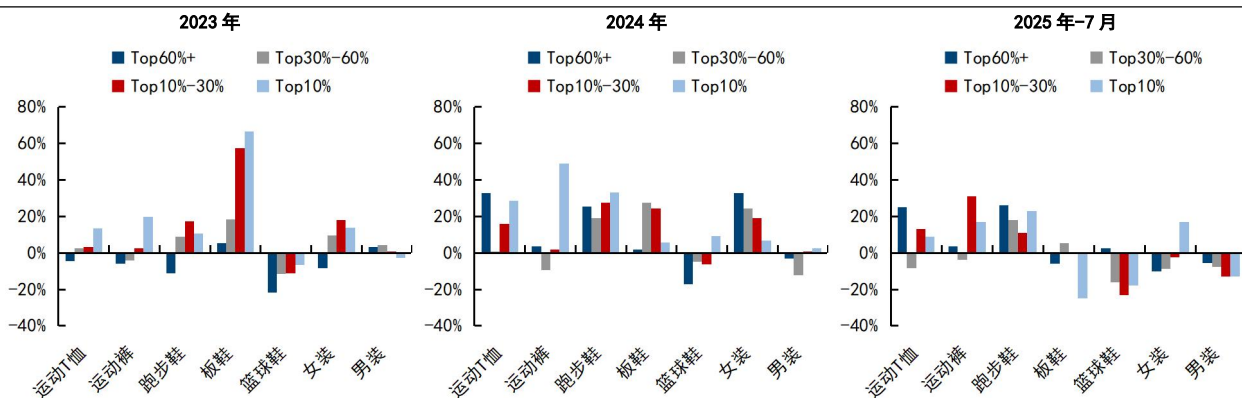
图111：运动户外各价位段市场规模与鞋服大盘各价位段市场规模对比



资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

近期运动渗透率提升趋势延续，价位段 K 型分化。从近几年各品类和价位段的产品销售增长趋势可以看到，运动品类成长性仍然占优，细分品类中以跑步需求更优于其他篮球和休闲等品类；从价格段看近两年低价与中高价的产品增长更好，大众市场略显压力，呈现消费分层两极化的趋势。对于相应定位的品牌来看，比如定位于大众运动的安踏品牌，增长突破口在于向极致性价比转型和中高端专业差异化定位转型，而集团旗下多个定位于中高端的运动户外品牌，整体需求增长红利更优。

图112：鞋服各品类各价位段销售额同比增速

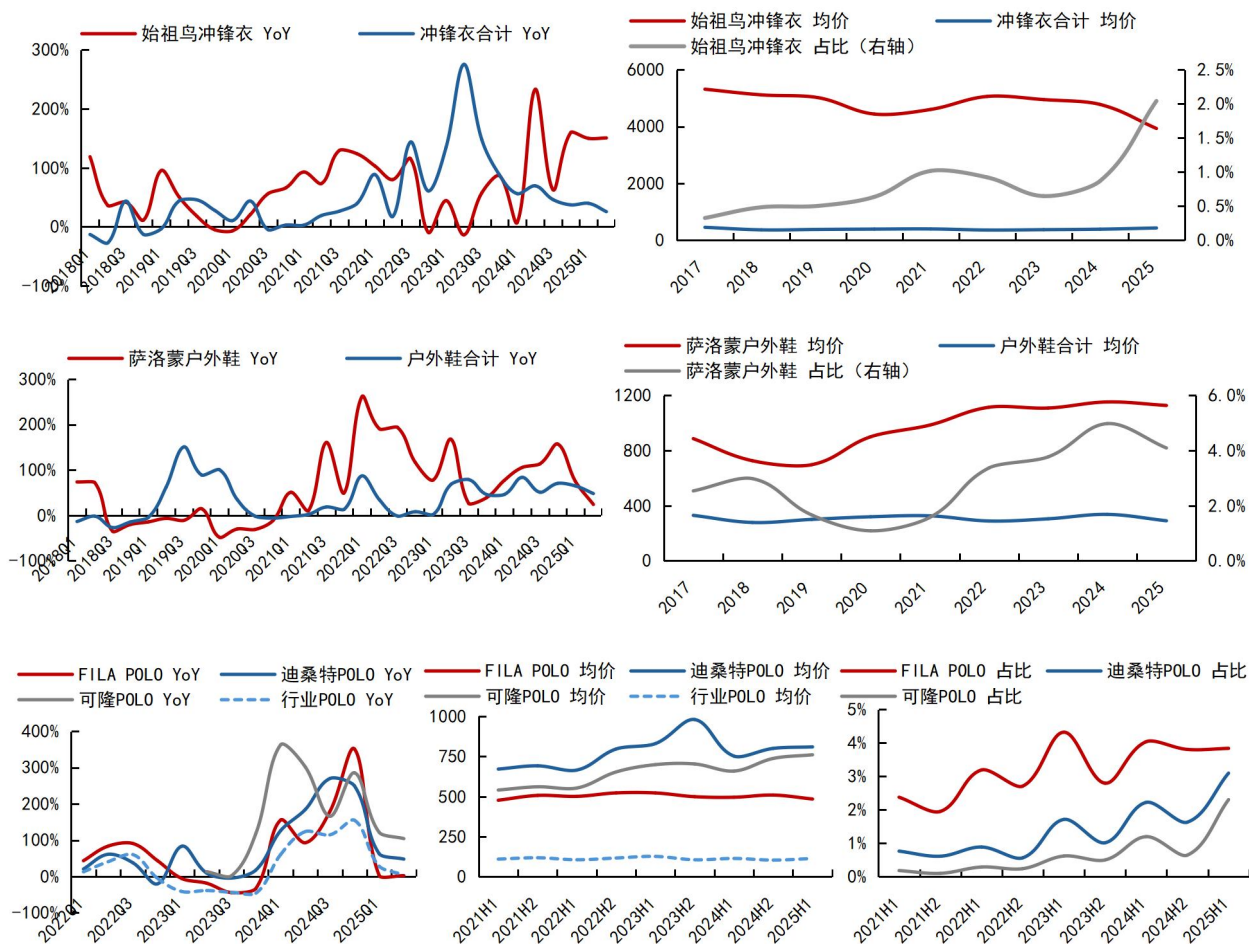


资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

近几年部分传统户外和休闲鞋服品类翻番增长，主要由于安踏集团旗下的国际品牌陆续掀起潮流。比如在冲锋衣品类上，2023 年品类销售翻倍上涨，而最开始是由始祖鸟品牌带火这一趋势，不仅是踩中户外运动生活方式的变化趋势，更是将冲锋衣的应用场景从户外环境延伸到社交、商务、通勤等领域，打破了传统冲锋衣产品所处的市场局限；又比如在户外鞋品类中，萨洛蒙掀起了潮流风向，户外鞋不仅只是登山徒步所需的功能性鞋履，更是一种展现野趣的穿搭单品，并将主流客群向女性破圈，社交媒体上不少女性消费者晒出萨洛蒙品牌的鞋款，自称为“萨门少女”；再看近期 Polo 衫销售的增长，本身是一种款式悠久的运动休闲服饰，在 FILA、迪桑特和可隆品牌的运营下，行业也在去年至今年迎来翻倍增长，

品牌 logo 所蕴含的运动户外印象、定价定位，叠加高品质的面料，使得一件简单的 T 恤对消费者产生了极强的吸引力。

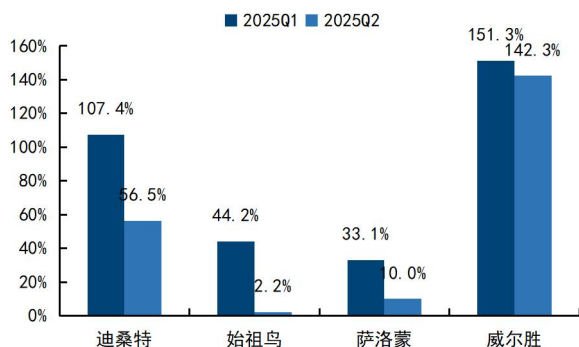
图113: 安踏集团旗下多品牌带动品类增长（冲锋衣、户外鞋、Polo 衫）



资料来源：阿里第三方数据库、国信证券经济研究所整理

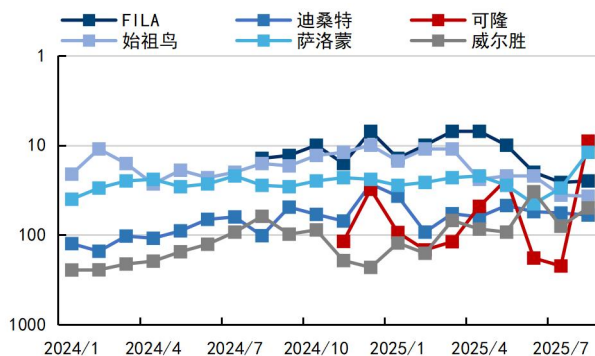
安踏旗下国际品牌的社交媒体反馈数据优势明显。从小红书点赞评论的互动量来看，今年前两季度多个品牌大幅增长，尤其在小红书发力较晚、女性客群正在破圈的品牌增速更快。另外，从种草笔记排行榜看，FILA、始祖鸟、萨洛蒙在行业前沿，迪桑特、可隆、威尔胜排名上升势头明显。从抖音搜索指数来看，FILA 最早开始有所声量，2023 年上行明显，24-25 年维持高位；迪桑特也是 2023 年声量放大，2024-2025 年明显再上一个台阶；可隆自去年下半年至今年声量开始有所起色，2025 年 8 月迅速跃升；始祖鸟 2023 年底开始有所声量，2025 年显著稳定在更高的水平；萨洛蒙自 2024 年初开始声量逐季上涨的趋势更为明显，今年甚至达到接近反超始祖鸟的水平。

图114: 小红书互动量同比增长明显



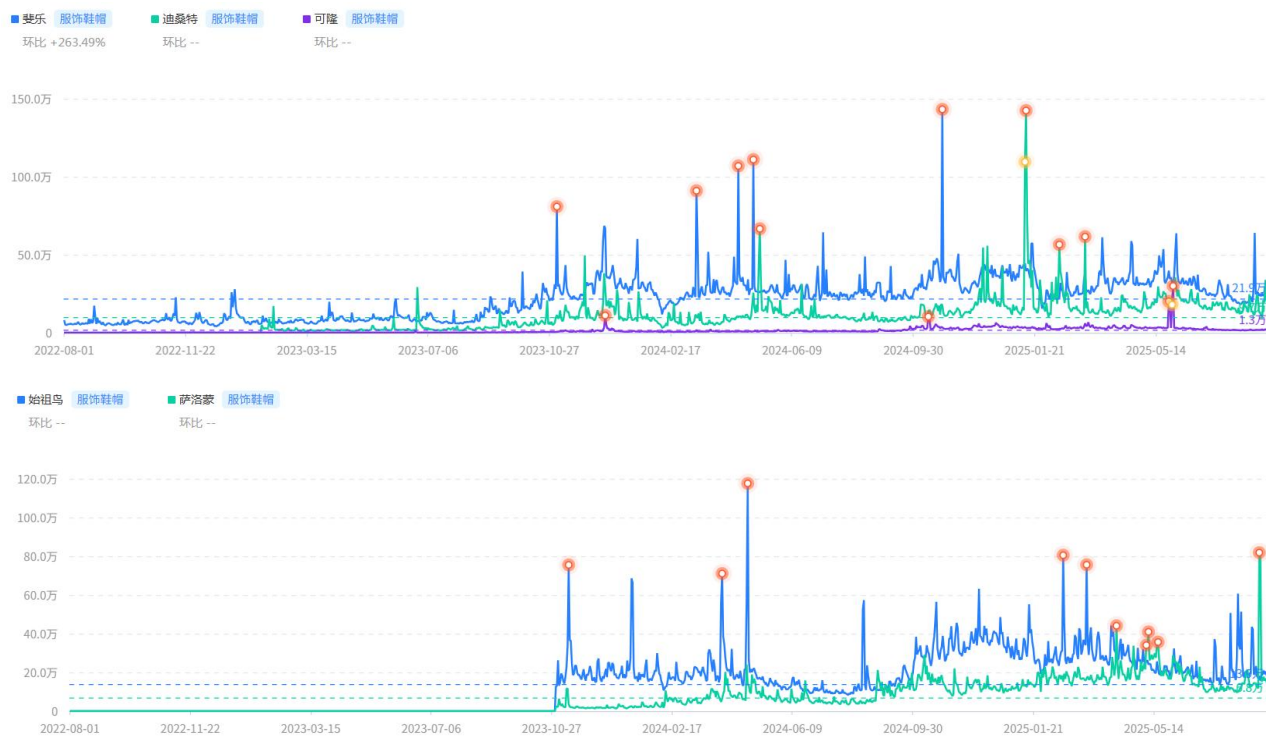
资料来源: 小红书第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图115: 小红书种草排行榜名次上升



资料来源: 小红书第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图116: 安踏集团旗下国际品牌抖音搜索指数逐年上升



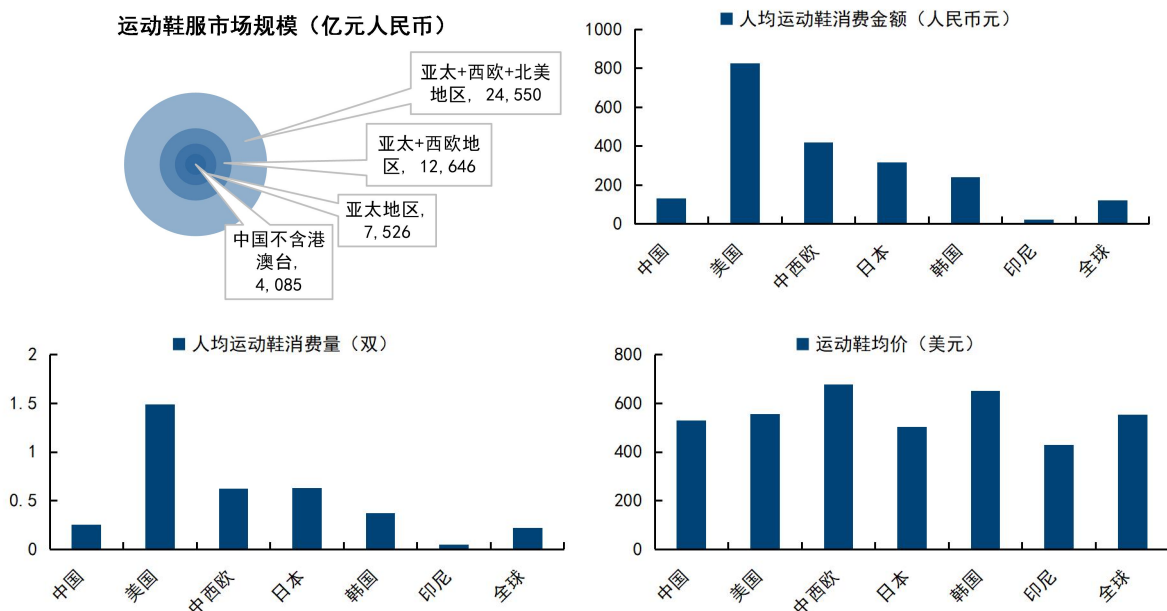
资料来源: 巨量算数, 国信证券经济研究所整理

全球化机遇: 国际化突破有望同时收获广阔空间与估值溢价

海外市场规模数倍于中国市场, 发达地区人均消费力强。对比中国约 4000 亿的市场, 若加上亚太、西欧、北美等地, 市场规模将放大至 6 倍的 2.4 万亿以上。并且在各地消费力对比中, 发达地区的人均运动鞋服消费也是数倍于国内市场, 比如中国人均每年运动鞋服消费约 130, 而韩国为 240 元左右, 日本为 300 元以上, 中西欧为 400 元以下, 北美更是高达 800 元以上。从量上比较, 中国平均 4 年买 1 双运动鞋, 其他发达国家普遍在 1~2 年买一双, 美国更是一年买 1.5 双。

从均价上比较，发达国家运动鞋均价大部分高出中国市场约 5~30%。如中国企业能突破中国市场走向国际化，在销售量、价均有上升空间。

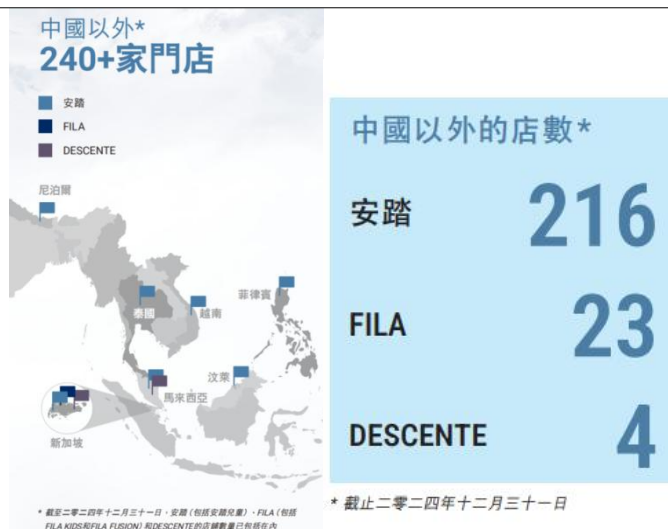
图117: 海外运动鞋服市场空间大且发达地区人均消费力强



资料来源：前瞻产业研究院、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

安踏集团以东南亚市场为出海首站。在 2024 年，安踏品牌和迪桑特品牌加快推进海外市场布局，重点深耕东南亚市场。截至 2024 年底，集团位于中国以外有 240 家以上的门店（不包括 Amer sports），安踏品牌已在新加坡、马来西亚、越南、菲律宾、泰国、文莱及尼泊尔等市场成功布局。同时，DESCENTE 也已成功进入新加坡和马来西亚市场。在成熟市场拓展方面，安踏通过与欧美市场头部零售分销商的战略合作，取得了突破性进展，为品牌的全球化布局奠定了坚实基础。

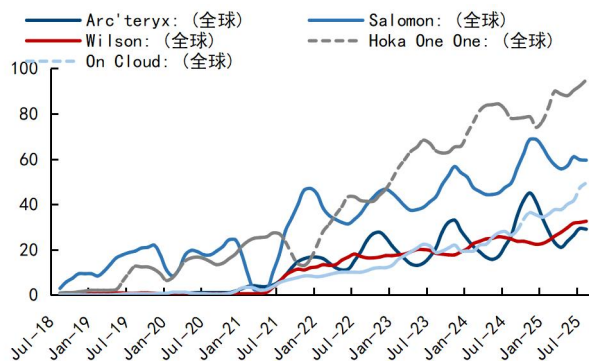
图118: 安踏集团于中国以外店铺数量超过 240 家



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

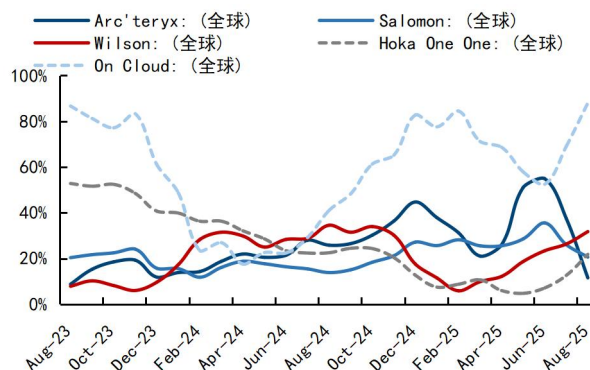
集团旗下的海外运动品牌正在占领全球消费者心智。在 Google Trends 全球搜索指数中，Amer sports 三大核心品牌数据均持续上升，展现强劲的品牌影响力放大的过程。并且从增速来看，目前近一年的时间里三个品牌的指数同比增长幅度基本高于新锐跑鞋品牌 hoka one one，但与昂跑还有一些差距。三个品种，萨洛蒙的势头保持最为强劲的增长，其他两大品牌指数也多数时间呈现双位数的增速。消费者心智有望成为品牌业绩转化的前瞻指标，象征着品牌景气增长的趋势将继续延续。

图119: Amer Sports 旗下品牌和新锐跑品牌全球搜索指数



资料来源: Google Trends, 国信证券经济研究所整理

图120: 品牌全球搜索指数同比增长（3月移动平均）



资料来源: Google Trends, 国信证券经济研究所整理

国际品牌破圈增长阶段估值溢价显著，出海成功有望收获戴维斯双击。从全球市场范围内对比具有一定成长性的运动品牌公司的估值，发现能够在未来3年和过往2年相比保持较快双位数增长的公司，普遍具有较高的估值，如昂跑、亚玛芬体育和亚瑟士，当年PE在35-60X之间，PS在3.5-4X左右。这些公司基本都实现了区域破圈、公司盈利改善带来的高增长，如昂跑诞生于欧洲，而目前在北美及中国等市场快速实现份额提升；亚瑟士主要销售市场在日本，而目前欧美及亚太其他地区也取得快速增长、盈利能力上行；亚玛芬在安踏收购后，先于中国市场实现高速增长，近几个季度在海外地区也实现销售势头改善，主要品牌矩阵也产生接替贡献增长的趋势。

图121: 全球运动品牌业绩增长彭博一致预期与估值对比

简称	彭博代码	市值(亿美元)	PE			EPS增速			收入增速			净利率		PS
			本财年	本财年+1	本财年+2	本财年-1	未来3财年CAGR	合计CAGR	本财年-1	未来3财年CAGR	合计CAGR	本财年-1	本财年	本财年
耐克	NKE US	1143	46.1	31.6	26.2	-42.3%	11.1%	-5.7%	-9.8%	3.1%	-0.3%	7.0%	4.0%	2.49
阿迪达斯	ADS GR	351	21.9	15.3	12.7	/	49.4%	/	10.5%	10.7%	10.7%	3.5%	7.0%	1.19
露露乐檬	LULU US	242	14.0	13.2	12.3	20.0%	3.9%	7.7%	10.1%	6.1%	7.1%	17.1%	14.0%	2.16
Deckers	DECK US	177	18.9	17.2	15.3	30.0%	7.3%	12.6%	16.3%	8.4%	10.3%	19.5%	17.0%	3.26
ON	ONON US	147	58.7	29.5	21.7	199.8%	23.3%	54.0%	29.4%	28.8%	29.0%	10.5%	10.0%	3.96
亚玛芬体育	AS US	218	47.7	36.8	30.2	/	40.5%	/	17.8%	16.7%	17.0%	3.9%	8.0%	3.48
亚瑟士	7936 JP	198	32.7	28.7	25.7	83.5%	21.8%	34.9%	18.9%	11.6%	13.4%	9.1%	13.0%	3.69
安踏体育*	2020 HK	341	18.0	16.2	14.5	16.5%	13.7%	14.4%	13.6%	11.1%	11.7%	17.9%	17.0%	3.06
李宁	2331 HK	62	17.5	15.5	13.9	-5.1%	2.4%	0.5%	3.9%	4.2%	4.1%	11.1%	6.0%	1.53
特步国际	1368 HK	23	11.8	10.8	9.9	3.4%	9.0%	7.6%	6.6%	6.9%	6.8%	9.5%	7.0%	1.16
361度	1361 HK	17	9.5	8.5	7.7	19.6%	11.0%	13.1%	19.6%	11.7%	13.6%	11.4%	7.0%	1.06

资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

*注: 安踏体育的 EPS 不包括由 Amer Sports 上市事项及 Amer Sports 配售事项权益摊薄所致的利得影响

盈利预测：品牌矩阵打开成长空间和盈利驱动力

1、安踏主品牌：拉宽价格带，多元化渠道模型探索

收入端，预计未来保持在中到高单位数的复合增速。安踏品牌分为 DTC、电商、传统批发这三个模式，其中 DTC 和传统批发主要来自于线下门店的收入。在公司对安踏品牌发展采取“品牌向上、价格向下”的策略下，预计未来线下增长主要来自于店效驱动，而店效的增长来自于：

- (1) 新店型占比扩大，例如“超级安踏”（测试阶段，店效约传统门店 3 倍，已有 70 家）、“安踏冠军”（店效约传统门店 2 倍，模式跑通，已有近 100 家）、安踏校园店（店效约传统安踏儿童店 2 倍，今年将整合部分传统儿童店进行升级），以及殿堂级门店、“安踏作品集”等高级别门店适度推进；
- (2) 专业品类占比扩大带来的产品均价的增长和产品矩阵丰富带来的销量增长。

同时，随行业零售环境发展和公司对电商渠道的推动下，预计线上渠道中期仍保持高于线下的增长。

综合以上，预计安踏品牌未来流水增长将在中到高单位数区间，其中若将流水增长拆解为店数、店效、电商三个维度，则各自每年的变化幅度约为降低单位数、增长中单位数、增长低双位数。另外，由于渠道的 DTC 改革已接近尾声，预计未来安踏品牌收入增速与流水增速较为接近。

盈利端，预计利润率保持相对稳定。预计在品牌“大众定位”的策略下，即使有高性能产品占比提升带动总体价格的增长，产品在保持较好性价比的同时，加价率保持相对稳定。费用端投入品牌拓展高线城市大店和专业营销资源方面预计会有所增加，而在持续优化零售运营效率的帮助下，保持相对稳定的费用率。另外，随着 DTC 改革基本完成，渠道结构保持相对稳定，渠道费用占比也相对保持稳定，不同渠道的利润率对总体品牌盈利能力结构性影响较为稳定。在并且渠道结构相对稳定。

2、FILA 品牌：持续资源投入维持品牌热度，兼顾高端定位稳健发展

收入端，预计未来保持在中到高单位数的复合增速。FILA 品牌采取全直营的渠道模式，有近 2000 家线下直营店铺，同时电商和新零售的渗透率在继续上升。在高质量增长的策略下，未来三年公司计划维持约 2000 家的渠道数量，而对“顶特高”渠道每年小幅扩张，线下的增长主要由店效驱动，同时电商新零售等渠道增长高于线下。店效增长驱动力一方面来自于消费人群拓展，在提高老客户运营效率同时，做一家人的品牌，新客户来自母婴儿童、18-30 潮流人群和 30-40 菁英运动人群；另一方面，品类突破也将贡献店效增长，包括鞋类产品、专业运动、街头风、小童产品等。预计 FILA 品牌未来保持在中到高单位数的增长区间，其中店数持平、店效增长低到中单位数、电商增长低双位数。

盈利端，预计利润率保持相对稳定。预计在品牌在坚持高端定位和高质量增长的策略下，毛利率和经营利润率都相对稳定。扩品类带来的既有大货的高端专业运动产品也有小童等产品，预计综合对价格和加价率影响保持稳定。渠道在扩大“顶特高”占比的情况下对门店费用开支有小幅增长，但随着持续零售运营优化预计费用率能保持相对稳定。线上业务保持高于小幅线下的增长，预计对整体利润率影响不大。

3、其他品牌：迪桑特、可隆、MAIA、狼爪等，接力展开增长驱动

预计未来保持约 30% 的复合增速，利润率稳中有升，新并购品牌有望打造驱动接力。集团收购的其他品牌均以直营为主的模式经营，同店、净开店仍将同步增长，电商占比约 20%，也有较快的增长潜力。在以迪桑特、可隆品牌贡献为主的假设下，其他品牌整体有望保持 3 年 30% 的复合增速，并且盈利能力继续小幅提升，而考虑新并购品牌 MAIA 和未来将纳入的品牌狼爪后，增长空间将进一步打开。分品牌看：

- (1) **迪桑特：有望 3 年内收入达百亿元。**预计 2024 年品牌收入规模接近 60 亿，增长超过 35%，经营利润率超 30%。在后续积极打造高端零售渠道、开拓多元渠道、丰富产品系列的规划下，门店数量和单店收入均有望继续快速增长。在约 20% 的复合增速下预计 3 年内将达到约 100 亿收入体量，保持目前较高的经营利润率水平。
- (2) **可隆：进入利润放量高增长阶段。**预计品牌 2024 年收入规模接近 40 亿，增长超 60%，经营利润率 25% 以上。伴随品牌影响力持续破圈、由北到南的区域拓展，以及鞋类产品等增量产品线的共同驱动下，仍将保持快速增长。在 35% 左右的复合增速下预计 3 年内收入体量也将接近 100 亿元。同时随着健康库存和良好的折扣，盈利能力有望稳步向上。
- (3) **MAIA：小体量存在高潜力。**品牌 2024 年初被并购后，首年并表流水增速超 30%，展现了较好的发展势头。目前品牌体量较小，产品结构和店效均有优化调整空间，对标主要头部竞品 lululemon 在中国市场去年营收接近 100 亿元人民币，有较大的发展潜力，后续调整到位后有望开启快速增长势头。
- (4) **狼爪：并购于 2025 年 Q2 未完成。**2025 年 4 月 10 日安踏与 Callaway 签订协议，收购德国户外品牌 Jack Wolfskin（狼爪），交割已于 2025 年 5 月 31 日完成。狼爪品牌在 2024 财年收入约 3 亿欧元，其中欧洲、中国分别占 72%、28%，定位中端户外市场，与集团品牌进一步形成互补矩阵。狼爪对标品牌如北面、哥伦比亚在中国市场收入约数十亿元人民币，结合中国户外运动市场景气增长趋势和品牌的经营调整孵化，有望进一步扩大集团整体的增长前景。

4、Amer Sports：品牌运营焕新生，联营公司利润贡献高速增长

收购后整合运营，品牌化、DTC、中国市场构成三大增长驱动。目前 Amer Sports 公司组织架构以三大核心品牌构建三大业务板块，即始祖鸟品牌为核心的技术服务部门、萨洛蒙品牌为核心的专业户外部门、威尔胜品牌为核心的运动装备和球类部门，三大部门呈现接力提速增长的趋势。从渠道看，DTC 助力品牌形象重塑，成为收入增长的驱动力，批发渠道近几个季度也连续实现正增长。从市场分布看，中国持续引领增长，占比其他亚太市场成长迅速，占比较大的欧美市场在批发渠道调整过后近几个季度也实现高个位数到双位数的增长。

根据管理层最新指引，2025 全年预计收入增长 20-21%，调整后摊薄 EPS 约 0.77-0.82 美元，其中：

Technical Apparel: 收入增速在 22-25%，经营利润率约为 21%；

Outdoor Performance: 收入增速在 22-25%，经营利润率在 11-11.5%；

Ball & Racquet: 收入增速在 7-9%，经营利润率在 3-4%；

按指引估算 2025 年经调后净利润约 4.5 亿美金，假设未来 2 年保持中双位数的收入增长和小幅净利率提升，2027 年经调后净利润约 7 亿美金，对安踏上市公司的

利润贡献从超过 10 亿元人民币增加到超过 20 亿元人民币。

图122：公司未来三年盈利预测及拆分假设

2020.HK		FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	合计	49,328	53,651	62,356	70,826	80,832	91,177	103,705
	YoY	38.9%	8.8%	16.2%	13.6%	14.1%	12.8%	13.7%
	安踏	24,012	27,723	30,306	33,522	35,397	37,767	40,755
	YoY	52.5%	15.5%	9.3%	10.6%	5.6%	6.7%	7.9%
	FILA	21,822	21,523	25,103	26,626	28,224	29,832	31,448
	YoY	25.1%	-1.4%	16.6%	6.1%	6.0%	5.7%	5.4%
毛利率	其他品牌	3,494	4,405	6,947	10,678	17,211	23,577	31,502
	YoY	51.1%	26.1%	57.7%	53.7%	61.2%	37.0%	33.6%
	合计	61.6%	60.2%	62.6%	62.2%	62.2%	62.5%	62.9%
	安踏	52.2%	53.6%	54.9%	54.5%	54.2%	54.2%	54.2%
SG&A比率	FILA	70.5%	66.4%	69.0%	67.8%	67.8%	67.8%	67.8%
	其他品牌	71.0%	71.8%	72.9%	72.2%	69.4%	69.1%	69.1%
	合计	-41.9%	-43.3%	-40.7%	-42.1%	-42.2%	-42.2%	-42.8%
	销售费用	-36.0%	-36.6%	-34.8%	-36.2%	-36.3%	-36.2%	-36.9%
经营利润率	其中：广告开支	-12.4%	-10.3%	-8.2%	-9.0%	-8.5%	-8.5%	-8.5%
	管理费用	-5.9%	-6.7%	-5.9%	-5.9%	-5.9%	-5.9%	-5.9%
	其他净收入	2.6%	4.0%	2.7%	3.4%	2.5%	2.5%	2.5%
	合计	22.3%	20.9%	24.6%	23.4%	22.5%	22.9%	22.5%
净融资收入占比	安踏	21.4%	21.4%	22.2%	21.0%	20.5%	20.7%	20.8%
	FILA	24.5%	20.0%	27.6%	25.3%	24.7%	24.6%	24.6%
	其他品牌	18.4%	20.6%	27.1%	28.6%	24.5%	25.3%	25.3%
	合计	0.5%	0.2%	1.6%	2.2%	1.7%	1.4%	1.3%
分占合营/联营公司利润	Amer上市权益摊薄所得	-81	28	-718	198	1,268	1,789	2,211
	Amer配售权益摊薄所得				1,579			
	合计				2,090			
	税前利润	11,240	11,355	15,640	21,884	20,815	23,936	26,929
所得税率	综合	26.9%	27.4%	27.9%	22.4%	25.5%	25.1%	24.9%
	归母净利率	7.720	7.590	10.236	15.596	13.480	15.454	17.358
	归母净利率	15.7%	14.1%	16.4%	22.0%	16.7%	16.9%	16.7%
	YoY	49.6%	-1.7%	34.9%	52.4%	-13.6%	14.6%	12.3%
净利润（百万元）	剔除Amer上市配售影响	7,720	7,590	10,236	11,927	13,480	15,454	17,358
	归母净利率	15.7%	14.1%	16.4%	16.8%	16.7%	16.9%	16.7%
	YoY	49.6%	-1.7%	34.9%	16.5%	13.0%	14.6%	12.3%
	YoY	49.6%	-1.7%	34.9%	16.5%	13.0%	14.6%	12.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

投资建议：看好集团多品牌全球化运营能力，共享长期成长红利

今年以来在消费市场整体承压环境下，安踏集团整体仍保持双位数的流水增长，持续证明了其多品牌运营能力在当今市场中的竞争优势。展望中长期，中国运动市场仍有望多元化发展，而全球运动市场空间更为广阔，看好安踏集团凭借具有竞争优势的品牌矩阵和跨国运营战略，持续推动公司长期引领行业增长。我们维持盈利预测，预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 134.8/154.6/173.6 亿元，可比口径的利润增长分别为 13.0%/14.6%/12.3%（2024 年剔除 Amer 上市和配售权益摊薄所得的可比口径利润为 119.3 亿元）。我们看好公司在多品牌与全球化战略下的长期广阔前景，有望媲美破圈增长的国际运动品牌收获估值溢价，综合可比公司估值，维持合理估值区间 119–124 港元，对应 2025PE23–24X，维持“优于大市”评级。

表8: 盈利预测和财务指标

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	62,356	70,826	80,832	91,177	103,705
(+/-%)	16.2%	13.6%	14.1%	12.8%	13.7%
净利润(百万元)	10236	15596	13480	15454	17358
(+/-%)	34.9%	52.4%	-13.6%	14.6%	12.3%
每股收益(元)	3.65	5.56	4.80	5.50	6.18
EBIT Margin	21.9%	20.0%	20.0%	20.4%	20.0%
净资产收益率 (ROE)	19.9%	25.3%	19.7%	20.3%	20.5%
市盈率 (PE)	24.2	15.9	18.4	16.1	14.3
EV/EBITDA	16.2	15.9	16.2	14.6	13.3
市净率 (PB)	4.82	4.02	3.62	3.26	2.92

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表9: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE		
			人民币元	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
2020. HK	安踏体育	优于大市	88.40	5.56	4.80	5.50	15.9	18.4	16.1
2331. HK	李宁	优于大市	17.49	1.17	0.97	1.09	15.0	18.0	16.0
1368. HK	特步国际	优于大市	6.08	0.45	0.50	0.53	13.7	12.1	11.4
1361. HK	361度	优于大市	5.92	0.56	0.60	0.65	10.7	9.8	9.0
NKE. N	耐克	无评级	561.28	27.06	15.67	12.18	20.7	35.8	46.1
ADS. DF	阿迪达斯	无评级	1266.54	32.59	56.94	80.57	38.9	22.2	15.7
LULU. O	露露乐蒙	无评级	1466.86	106.21	105.72	111.78	13.8	13.9	13.1
AS. N	亚玛芬体育	无评级	299.37	1.08	5.66	7.54	277.6	52.9	39.7
DECK. N	Deckers	无评级	910.83	35.26	45.92	45.94	25.8	19.8	19.8

资料来源: Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理预测

注: 无评级公司盈利预测来自彭博一致预期

风险提示

1. 宏观经济下行等因素导致消费需求疲软，可能导致公司各品牌未来销售情况不及预期，包括零售额增速和折扣、毛利率等指标不及预期，导致行业整体估值水平波动风险和公司盈利预测不能达成的风险；
2. 激烈竞争导致产品价格下降、毛利下滑、库存积压等风险，包括公司目前已运营的品牌和未来收购的新品牌，面对过于激烈的市场竞争可能出现实际发展不及预期的情况，以及品牌和产品存在一定的时尚性需求大幅波动风险；
3. 原材料价格和汇率大幅波动，可能导致公司盈利能力出现较大波动；
4. 海外业务受不利政治环境、国际政策影响，可能导致公司品牌跨国运营和上下游跨国产业链存在风险；
5. 市场的系统性风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	15228	11390	21044	33425	46204	营业收入	62356	70826	80832	91177	103705
应收款项	5575	6723	7018	7916	9004	营业成本	23328	26794	30550	34181	38518
存货净额	7210	10760	10629	10988	12394	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1346	703	1209	1363	1551	销售费用	21673	25647	29315	33032	38254
流动资产合计	52140	52482	62805	76597	92058	管理费用	3693	4198	7151	7764	8507
固定资产	4965	6152	6444	6784	7173	财务费用	(991)	(1388)	(1349)	(1309)	(1340)
无形资产及其他	8771	9439	7079	4720	2360	投资收益	28	(718)	1268	1789	2211
投资性房地产	17069	29873	29873	29873	29873	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	9283	14669	14669	14669	14669	其他收入	959	7027	4381	4639	4952
资产总计	92228	112615	120870	132643	146133	营业利润	15640	21884	20815	23936	26929
短期借款及交易性金融负债	3996	8583	4292	4077	3669	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	6859	8552	10784	12077	13623	利润总额	15640	21884	20815	23936	26929
其他流动负债	9736	11458	14021	15755	18001	所得税费用	4363	4895	5311	6017	6716
流动负债合计	20591	28593	29096	31909	35293	少数股东损益	1041	1393	2024	2465	2856
长期借款及应付债券	10948	12233	12233	12233	12233	归属于母公司净利润	10236	15596	13480	15454	17358
其他长期负债	4679	5050	5050	5050	5050						
长期负债合计	15627	17283	17283	17283	17283	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	36218	45876	46379	49192	52576	净利润	10236	15596	13480	15454	17358
少数股东权益	4550	5010	6022	7255	8682	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	51460	61729	68469	76196	84875	折旧摊销	4987	5471	3068	3120	3180
负债和股东权益总计	92228	112615	120870	132643	146133	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(991)	(1388)	(1349)	(1309)	(1340)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	2750	(640)	4126	1616	1110
每股收益	3.65	5.56	4.80	5.50	6.18	其它	1041	1393	1012	1233	1428
每股红利	2.33	2.55	2.40	2.75	3.09	经营活动现金流	19014	21820	21686	21422	23076
每股净资产	18.33	21.99	24.39	27.14	30.23	资本开支	(5178)	(6658)	(1000)	(1100)	(1210)
ROIC	28%	25%	25%	31%	38%	其它投资现金流	(24537)	(12558)	0	0	0
ROE	20%	25%	20%	20%	20%	投资活动现金流	(29655)	(24602)	(1000)	(1100)	(1210)
毛利率	63%	62%	62%	63%	63%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	22%	20%	20%	20%	20%	负债净变化	10456	1285	0	0	0
EBITDA Margin	30%	28%	24%	24%	23%	支付股利、利息	(5580)	(6655)	(6740)	(7727)	(8679)
收入增长	16%	14%	14%	13%	14%	其它融资现金流	(1260)	9684	(4292)	(215)	(408)
净利润增长率	35%	52%	-14%	15%	12%	融资活动现金流	8491	(1056)	(11032)	(7941)	(9087)
资产负债率	44%	45%	43%	43%	42%	现金净变动	(2150)	(3838)	9654	12381	12779
息率	2.1%	2.5%	2.5%	2.9%	3.3%	货币资金的期初余额	17378	15228	11390	21044	33425
P/E	24.2	15.9	18.4	16.1	14.3	货币资金的期末余额	15228	11390	21044	33425	46204
P/B	4.8	4.0	3.6	3.3	2.9	企业自由现金流	12430	8629	19187	18868	20342
EV/EBITDA	16.2	15.9	16.2	14.6	13.3	权益自由现金流	22340	20676	14917	18853	20325

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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