

纺织服装海外跟踪系列七十

优于大市

阿迪达斯品牌 2025 年收入增长 13%，指引未来三年收入均高单增长

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 纺织服饰

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn
证券分析师： 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004
执证编码：S0980523070003

事项：

公司公告：2026年3月4日，阿迪达斯披露2025财年及第四季度业绩。全年收入248.11亿欧元，同比+4.8%，不变汇率收入+10.0%；净利润13.85亿欧元。四季度收入60.76亿欧元，同比+1.9%，不变汇率收入+10.0%；净利润9100万欧元。

国信纺服观点：1) **业绩和指引核心观点：**2025 全年收入和营业利润均好于管理层此前指引，剔除 Yeezy 影响各渠道和区域收入均实现双位数增长，2026 年盈利指引低于彭博一致预期，管理层指引未来三年收入预计保持高单增长，营业利润中双位数复合增长；2) **2025 财年业绩：**全年不变汇率收入+10%（剔除 Yeezy 为+13%），毛利率同比提升 0.8 个百分点。**分区域看**，剔除 Yeezy 影响各地区收入均实现双位数增长，大中华区收入超彭博一致预期，北美地区营业利润超彭博一致预期；**分品类看**，鞋类受足球、跑步和训练系列驱动，收入+12%；服饰受三叶草系列推动，收入+15%。**分渠道看**，批发/自有商店/电商渠道收入分别+10%/12%/6%，其中电商渠道剔除 Yeezy 后增长 16%。3) **2025 财年四季度：**四季度收入增长提速，不变汇率收入+10%，营业利润增加至 1.64 亿欧元（2024 年同期 0.57 亿）。**分区域看**，除欧洲、北美外收入均实现双位数增长；**分渠道看**，批发和 DTC 渠道收入分别同比增加 1%和 19%；**分品类看**，不变汇率角度，鞋类/服饰/配饰第四季度收入分别+4%/20%/7%。4) **管理层业绩指引：**根据公司官网，管理层公布 2026 财年营业收入和营业利润指引，收入预计高个位数增长（彭博预期 9.1%），增长绝对值约 20 亿欧元；营业利润预计增至约 23 亿欧元，营业利润率高单位数低于彭博 10%的一致预期；同时，管理层公布中期指引，预计 2026-2028 年期间，每年不变汇率营收均高个位数增长（彭博预期 7.8%），且 2028 年 EBIT 利润率将超过 10%，营业利润预计以中双位数复合增长率增长（彭博预期 12.8%）。4) **风险提示：**下游需求不及预期，市场的系统性风险，国际政治经济风险。5) **投资建议：**未来三年高单位数增长指引彰显信心，看好公司持续提升份额利好产业链核心合作伙伴。阿迪达斯品牌 2025 年收入增长 13%，剔除 Yeezy 影响所有区域、渠道均双位数增长。管理层给出未来三年收入保持高单增长的指引，彰显公司持续提升市场份额的信心；2026 年盈利指引虽不及预期，主受关税、汇率等宏观因素负面影响，尽管如此未来三年公司营业利润率仍预计有持续的提升，到 2028 年提升至 10%以上。从产业链角度，重点推荐阿迪达斯核心供应商申洲国际，以及新切入阿迪达斯供应链、订单增量显著的华利集团。阿迪达斯品牌大中华区销售势头良好，全年预期乐观，重视批发渠道本土化运营，重点推荐核心零售商滔搏。

评论：

◆ **业绩和指引核心观点：**2025 全年收入和营业利润均好于管理层此前指引，剔除 Yeezy 影响各渠道和区域收入均实现双位数增长，2026 年盈利指引低于彭博一致预期，管理层指引未来三年收入预计保持高单增长，营业利润中双位数复合增长

阿迪达斯 2025 财年业绩表现强劲，收入和营业利润均好于管理层此前指引，不变汇率收入+10%（原业绩指引+9%），剔除 Yeezy 影响，主品牌不变汇率收入+13%；营业利润同比+53.8%至 20.56 亿欧元（原业绩指引 20 亿欧元）。DTC 和批发渠道收入均双位数增长；剔除 Yeezy 影响后，所有市场收入均实现双位数增长，其中大中华区不变汇率收入+13%（Q4 提速至 15%）。

图1: 阿迪达斯 FY2025Q4 (截至 2025/12/31) 业绩和指引

阿迪达斯FY2025业绩和指引速览											
单位: 百万欧元		FY2025-实际	彭博预期	Beat/ MKss	2025Q4-实际	彭博预期	Beat/ MKss	2026财年-指引	彭博预期	26-28财 年指引	彭博预期
类型	项目	2025/12/31	2025/12/31		2025/12/31	2025/12/31		2026/12/31	2026/12/31		
总收入	金额	24,811	24,893	-0.3%	6,076	6,136	-1.0%	约26,811	26,738		
	YOY	4.8%	5.1%		1.9%	2.9%					
	货币中性YOY	10.0%	10.1%		10.0%	9.8%		高单位数	9.1%	高单位数	7.8%
	剔除Yeezy货币中性YOY	13.0%			11.0%						
分地区收入											
欧洲	金额	8,136	8,200	-0.8%	1,825	1,889	-3.4%		8,838		
	YOY	7.7%	8.6%		4.0%	7.7%					
	货币中性YOY	8.0%	9.1%		5.0%	9.2%		中单位数	8.6%		
	剔除Yeezy货币中性YOY	10.0%			6.0%						
北美	金额	5,087	5,172	-1.6%	1,266	1,330	-4.8%		5,520		
	YOY	-0.8%	0.9%		-5.7%	-0.9%					
	货币中性YOY	4.0%	5.2%		3.0%	7.0%		双位数	8.5%		
	剔除Yeezy货币中性YOY	10.0%			5.0%						
大中华区	金额	3,623	3,593	0.8%	848	810	4.7%		3,893		
	YOY	4.7%	3.9%		6.8%	2.0%					
	货币中性YOY	9.0%	7.8%		15.0%	8.5%		双位数	7.5%		
	剔除Yeezy货币中性YOY	13.0%			15.0%						
新兴市场	金额	3,510	3,539	-0.8%	943	957	-1.5%		3,816		
	YOY	6.0%	6.9%		0.3%	1.9%					
	货币中性YOY	15.0%	14.3%		15.0%	12.5%		双位数	8.7%		
	剔除Yeezy货币中性YOY	17.0%			15.0%						
拉美	金额	2,926	2,935	-0.3%	835	828	0.8%		3,202		
	YOY	5.6%	5.9%		3.5%	2.6%					
	货币中性YOY	21.0%	20.5%		18.0%	15.4%		双位数	9.4%		
	剔除Yeezy货币中性YOY	22.0%			18.0%						
日本/韩国	金额	1,406	1,423	-1.2%	319	332	-4.0%		1,501		
	YOY	5.0%	6.3%		0.3%	4.5%					
	货币中性YOY	11.0%	10.8%		13.0%	11.1%		双位数	6.7%		
	剔除Yeezy货币中性YOY	14.0%			13.0%						
分品类收入											
鞋	金额	14,232	14,625	-2.7%	3,246	3,542	-8.4%				
	货币中性YOY	7.0%	9.6%		4.0%	8.4%					
	剔除Yeezy货币中性YOY	12.0%			5.0%						
服	金额	8,764	8,634	1.5%	2,383	2,321	2.7%				
	货币中性YOY	15.0%	11.9%		20.0%	13.9%					
配饰	金额	1,815	1,621	12.0%	447	310	44.2%				
	货币中性YOY	6.0%	5.8%		7.0%	12.2%					
分渠道收入											
DTC	货币中性YOY	9.0%	7.2%		19.0%	11.4%					
	剔除Yeezy货币中性YOY	14.0%			19.0%						
	货币中性YOY	6.0%	11.0%		22.0%						
自有商店	剔除Yeezy货币中性YOY	16.0%			21.0%						
	货币中性YOY	12.0%	5.9%		17.0%	3.8%					
	剔除Yeezy货币中性YOY	13.0%			17.0%						
批发	货币中性YOY	10.0%	10.7%		1.0%	7.9%					
	剔除Yeezy货币中性YOY	12.0%			2.0%						
财务比率											
毛利率	毛利率	51.6%	51.5%	0.1%	50.8%	50.3%	0.5%				
	同比	0.8%	0.7%	0.1%	1.0%	0.5%	0.5%				
	SG&A/收入	43.8%	43.3%	0.5%	48.8%	47.7%	1.1%				
营业利润	金额	2,056	2,025	1.5%	164	160	2.5%	约2300	2,676		
	YOY	53.8%	51.4%		187.7%	180.6%		关税/汇率负面 影响约4亿欧元 8.6%	30.1%	中双位数	12.8%
	营业利润率	8.3%	8.1%	0.2%	2.7%	2.6%	0.1%				
欧洲	营业利润率同比	2.6%	2.5%		1.7%	1.7%					
	金额	1692	1746	-3.1%	267	385	-30.6%				
	YOY	13.9%	17.6%		-17.8%	18.4%					
北美	营业利润率	20.8%	21.3%	-0.5%	14.6%	20.4%	-5.7%				
	营业利润率同比	1.1%	1.6%		-3.9%	1.8%					
	金额	544	521	4.5%	129	83	56.2%				
大中华区	YOY	13.3%	8.4%		38.7%	-11.2%					
	营业利润率	10.7%	10.1%	0.6%	10.2%	6.2%	4.0%				
	营业利润率同比	1.3%	0.7%		3.3%	-0.7%					
新兴市场	金额	802	812	-1.3%	63	86	-27.1%				
	YOY	12.3%	13.8%		1475.0%	2059.7%					
	营业利润率	22.1%	22.6%	-0.5%	7.4%	10.7%	-3.2%				
拉美	营业利润率同比	1.5%	2.0%		6.9%	10.2%					
	金额	701	770	-9.0%	161	210	-23.4%				
	YOY	-5.0%	4.3%		-15.7%	10.1%					
日本/韩国	营业利润率	20.0%	21.8%	-1.8%	17.1%	22.0%	-4.9%				
	营业利润率同比	-2.3%	-0.5%		-3.2%	1.6%					
	金额	609	626	-2.7%	176	183	-4.1%				
日本/韩国	YOY	-0.8%	2.0%		-2.8%	1.4%					
	营业利润率	20.8%	21.3%	-0.5%	21.1%	22.2%	-1.1%				
	营业利润率同比	-1.3%	-0.8%		-1.4%	-0.3%					
净利润	金额	305	317	-3.9%	36	47	-23.3%				
	YOY	3.4%	7.6%		-12.2%	14.5%					
	营业利润率	21.7%	22.3%	-0.6%	11.3%	14.1%	-2.8%				
经调整摊薄EPS	金额	5,832	5,259	10.9%	5,832	5,411	7.8%				
	YOY	16.9%	5.4%		16.9%	10.3%					

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

◆ 2025 财年业绩：不变汇率收入+10%好于管理层指引，盈利水平持续修复

2025 财年公司实现收入 248.11 亿欧元, 同比+4.8%，不变汇率收入+10%。剔除 Yeezy 影响，阿迪达斯品牌业务不变汇率收入增长 13%。营业利润同比增长 53.8%至 20.56 亿欧元，营业利润率提升至 8.3%；净利润 13.85 亿欧元。年末库存金额 58.32 亿欧元（同比+16.9%），处于健康水平。杠杆比率显著改善，调整后的净借款与 EBITDA 的比率改善至 1.4 倍（2023 年为 3.3 倍）。

图2：公司历年收入与变化情况

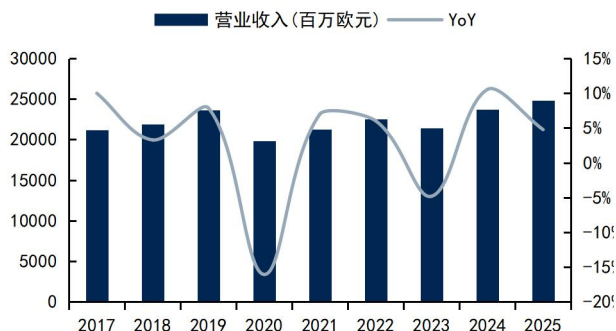
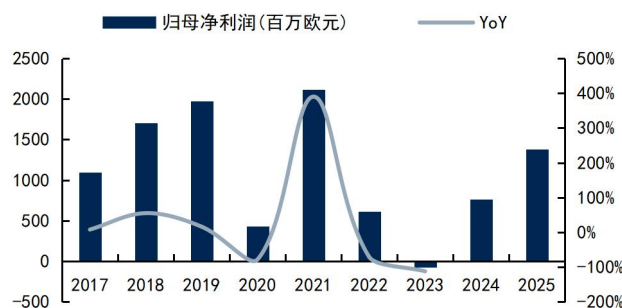


图3：公司历年归母净利润与变化情况



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理
注：2023 年净利润为负，导致 2024 年净利润同比增速计算为负，无法客观反映经营实质改善，故未列示相关增长率数据

收入拆分来看：

● 分地区：剔除 Yeezy 影响各地区收入均实现双位数增长，大中华区收入超彭博一致预期，北美地区营业利润超彭博一致预期

- 1) 欧洲地区：2025 财年收入同比+7.7%至 81.36 亿欧元，不变汇率收入+8%，剔除 Yeezy 影响不变汇率收入+10%，收入表现低于彭博预期；营业利润同比增长 13.9%，营业利润率同比+1.1 个百分点至 20.8%。
- 2) 北美地区：2025 财年收入同比-0.8%至 50.87 亿欧元，不变汇率收入 4%，剔除 Yeezy 影响不变汇率收入+10%，虽然收入不及彭博预期，但美国配饰采购问题在四季度得到部分解决。营业利润同比+13.3%，营业利润率同比+1.3 个百分点至 10.7%。
- 3) 大中华区：2025 财年收入同比+4.7%至 36.23 亿欧元，不变汇率收入+9%，剔除 Yeezy 影响不变汇率收入+13%，收入表现超彭博预期，管理层表示对业务和团队的发展非常满意；营业利润同比增长 12.3%，营业利润率同比+1.5 百分比至 22.1%。
- 4) 新兴市场：2025 财年收入同比+6.0%至 35.10 亿欧元，不变汇率收入+15%，剔除 Yeezy 影响不变汇率收入+17%；营业利润同比下滑 5%，营业利润率同比减少 2.3 个百分点至 20.0%。
- 5) 拉美地区：2025 财年收入同比+5.6%至 29.26 亿欧元，不变汇率收入+21%，剔除 Yeezy 影响不变汇率收入+22%；营业利润同比-0.8%，营业利润率同比-1.3 个百分点至 20.8%。
- 6) 日本/韩国：2025 财年收入同比+5.0%至 14.06 亿欧元，不变汇率收入+11%，剔除 Yeezy 影响不变汇率收入+14%；营业利润同比+3.4%，营业利润率同比-0.3 个百分点至 21.7%。

- 分品类：不变汇率角度：1) 鞋类：全年收入+7.0%至 142.32 亿欧元，得益于跑步、训练、篮球表现系列和运动休闲系列的双位数增长。2) 服饰：全年收入+15.0%至 87.64 亿欧元，受益于足球、跑步、训练和三叶草系列的双位数增长。3) 配饰：全年收入同比增长 6.0%至 18.15 亿欧元，主要受益于世界杯相关配饰（如足球）全球表现突出。

- **分渠道**：不变汇率角度，批发和 DTC 渠道收入分别同比增加 10%和 9%，剔除 Yeezy 影响后分别同比增加 12%和 14%，均实现双位数增长。1) **批发渠道**：收入快速增长 10%，体现零售合作伙伴较高的销售率以及货架空间分配的增加。2) **DTC 渠道**：收入增长 9%（剔除 Yeezy 影响后收入增长 14%），其中自有商店渠道收入增长 12%，得益于公司全球自有门店网络的强劲同店增长以及对新零售门店的持续投资；电商渠道收入增长 6%（剔除 Yeezy 影响后收入增长 16%），主要由于持续聚焦正价销售。

图4：阿迪达斯 2025 年分地区不变汇率收入增速(公司整体及剔除 Yeezy 外，阿迪达斯品牌的基本业务)



资料来源：阿迪达斯官网，国信证券经济研究所整理

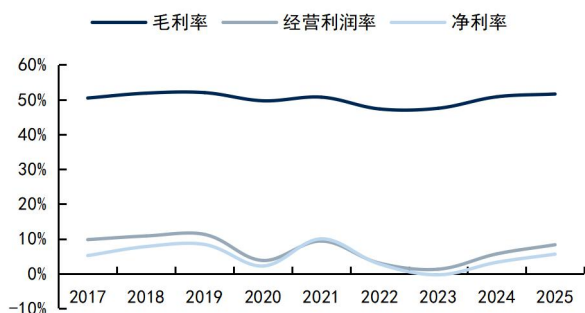
产品和货运成本改善、健康的折扣水平及产品结构优化推动全年毛利率显著提升。 FY2025 全年基本毛利率同比提升 0.8 个百分点至 51.6%，主要受益于较低的产品和货运成本、业务组合的优化以及健康的正价销售水平，这些因素抵消了汇率和更高的美国关税所带来的负面影响。

SG&A 费用率同比下降 2.4 个百分点至 43.8%，其中营销推广费用率同比微增 0.4 个百分点至 12.4%，主要用于支持全球品牌活动与重大体育赛事营销；运营管理费用率下降 2.8 个百分点至 31.4%，体现公司管理整体成本及运营效率提升。

尽管受到更高的美国关税和汇率的负面影响，营业利润仍同比增长 53.8%至 20.56 亿欧元，营业利润率提升 2.6 个百分点至 8.3%，由于剩余的 Yeezy 库存在 2024 年已售罄，2025 年公司运营利润中没有 Yeezy 的贡献（2024 年约 2 亿欧元）；持续经营业务净利润增长 67%至 13.77 亿欧元，基本 EPS 增长 76%至 7.46 欧元。

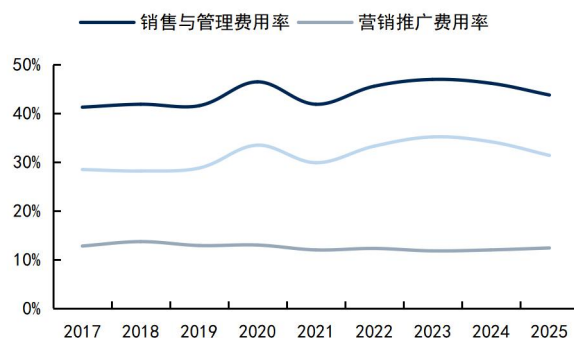
公司存货管理持续优化，年末库存 58.32 亿欧元保持健康水位（同比+17%），反映了公司计划的营收增长、与 2026 年 FIFA 世界杯相关的更早的产品采购以及更快的入站交付。杠杆率持续改善，调整后的净借款与 EBITDA 的比率从 1.5 倍降至 1.4 倍，董事会提议股息增加 40%至每股 2.8 欧元，派息率达 36%彰显经营信心。

图5: 公司历年利润率变化情况



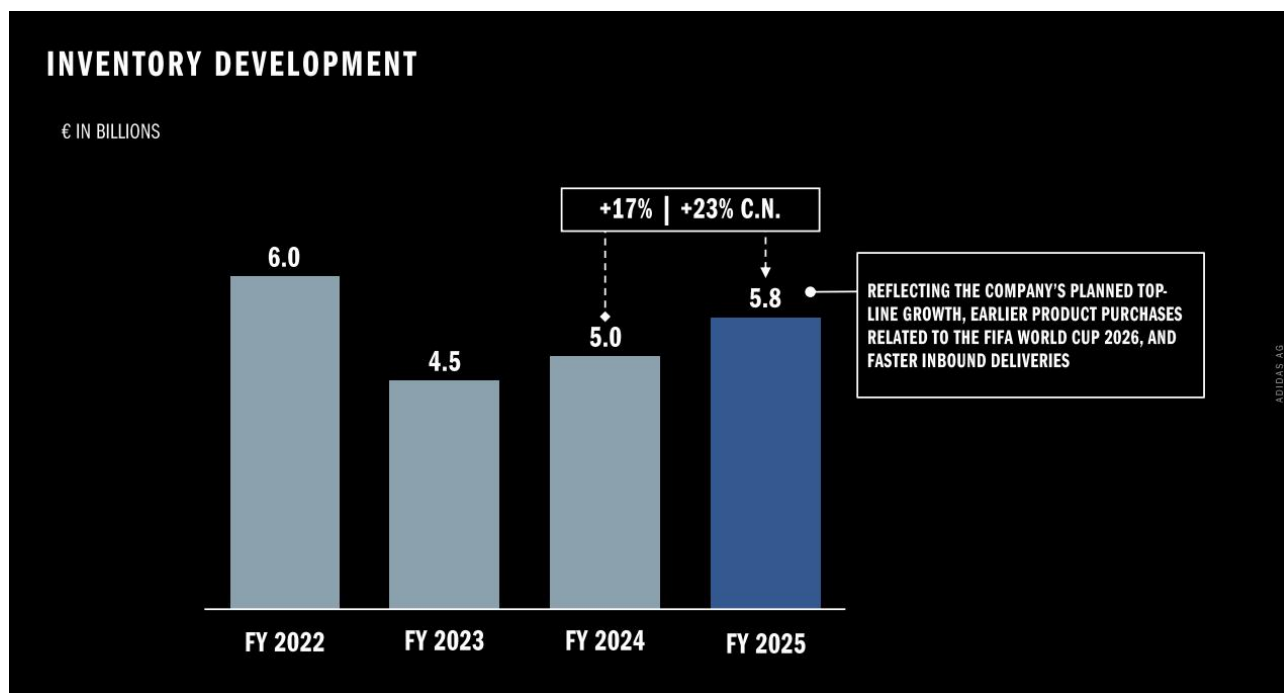
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司历年费用率与变化情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图7: 阿迪达斯库存变动



资料来源: 阿迪达斯官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 2025 财年第四季度：不变汇率收入增长 10%，除欧洲、北美地区均实现双位数增长，毛利率提升 1.0 个百分点

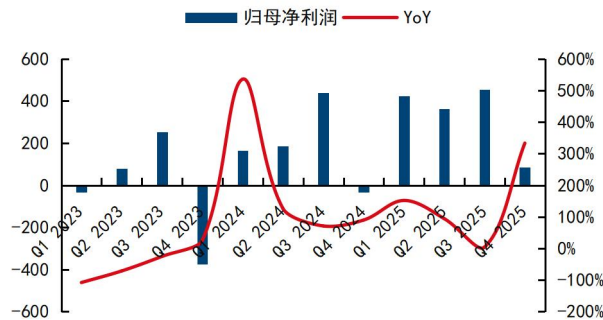
FY2025Q4 公司收入 60.76 亿欧元，同比+1.9%，不变汇率收入+10%，剔除 Yeezy 影响销售额增长 11%。北美市场连续两季度下滑。公司持续优化产品组合，毛利率同比提升 1.0 个百分点至 50.8%；营业利润增长 187.7%至 1.64 亿欧元（上一年：0.57 亿欧元）。

图8：公司单季度收入与增长情况



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图9：公司单季度净利润与增长情况



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

收入拆分来看：

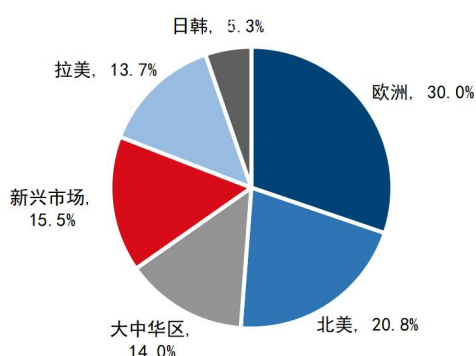
● 分地区：除欧洲、北美地区均实现双位数增长

- 1) **欧洲地区**：FY2025Q4 收入同比+4%至 18.25 亿欧元，不变汇率收入+5%，主因公司对批发销售采取保守策略所致；营业利润同比下降 17.8%，营业利润率同比-3.9 个百分点至 14.6%，营业利润表现低于彭博预期。
- 2) **北美地区**：FY2025Q4 收入同比-5.7%至 12.66 亿欧元，不变汇率收入+3%，直营业务双位数增长；营业利润同比提升 38.7%，营业利润率同比+3.3 个百分点至 10.2%，营业利润超彭博预期。
- 3) **大中华区**：FY2025Q4 收入同比+6.8%至 8.48 亿欧元，不变汇率收入+15%；营业利润同比+1475%，营业利润率同比+6.9 个百分点至 7.4%。
- 4) **新兴市场**：FY2025Q4 收入同比+0.3%至 9.43 亿欧元，不变汇率收入+15%；营业利润同比-15.7%，营业利润率同比-3.2 个百分点至 17.1%。
- 5) **拉美地区**：FY2025Q4 收入同比+3.5%至 8.35 亿欧元，不变汇率收入+18%；营业利润同比-2.8%，营业利润率 21.1%同比减少 1.4 个百分点。
- 6) **日本/韩国**：FY2025Q4 收入同比+0.3%至 3.19 亿欧元，不变汇率收入+13%；营业利润同比-12.2%，营业利润率-1.6 个百分点至 11.3%。

- **分品类**：不变汇率角度：1) **鞋类**：第四季度收入+4.0%至 32.46 亿欧元，推出 Adizero Evo SL ATR 和 Supernova Rise 3 持续扩展其跑步鞋类产品，以及安东尼·爱德华兹最新签名鞋款 AE2 的正式发售。2) **服饰**：第四季度收入+20.0%至 23.83 亿欧元，2026 年 FIFA 世界杯主场球衣带动品类增长。3) **配饰**：第四季度收入+7.0%至 4.47 亿欧元，主要受益于世界杯相关配饰（如足球）全球表现突出。

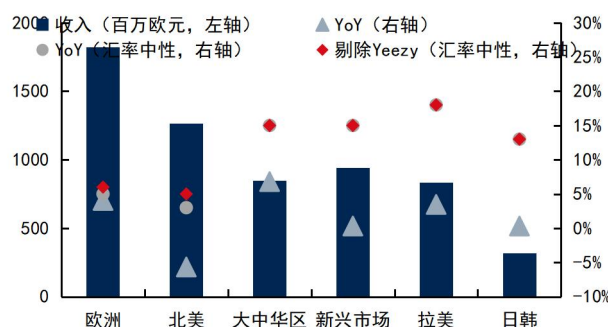
- **分渠道**：不变汇率角度，批发和 DTC 渠道收入分别同比增加 1%和 19%。1) **批发渠道**：收入增长 1%，主因公司考虑到不确定的消费者环境和加剧的促销活动，采取了保守的批发进货策略，尤其是在欧洲和北美地区。2) **DTC 渠道**：收入+19.0%，其中电商渠道收入增加 21%，自有商店渠道收入增长 17%，得益于所有门店形式的两位数同店增长。在整个 DTC 渠道，公司保持了对正价销售的关注，这体现在电子商务和自有零售渠道的折扣控制以及相应的毛利率提升上。

图10: 2025 年第四季度分地区收入占比



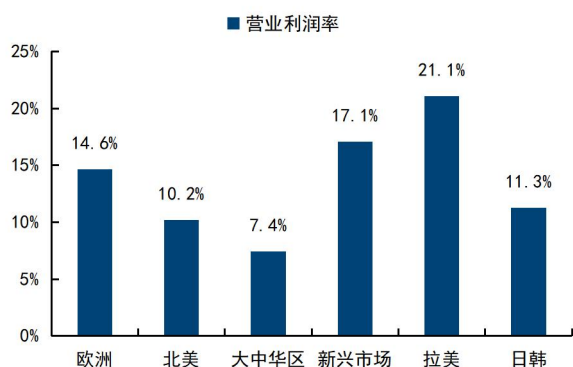
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图11: 2025 年第四季度分地区收入及同比情况



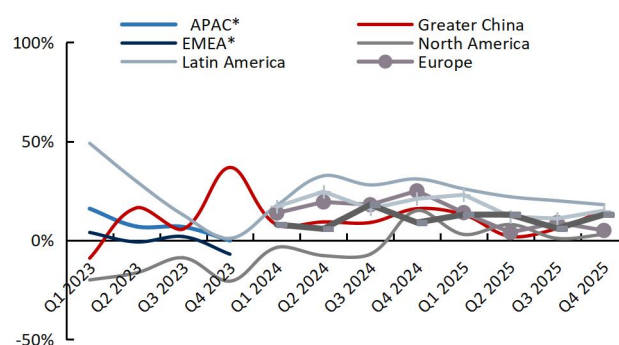
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图12: 2025 年分地区营业利润



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司历年分地区单季度不变汇率收入增速



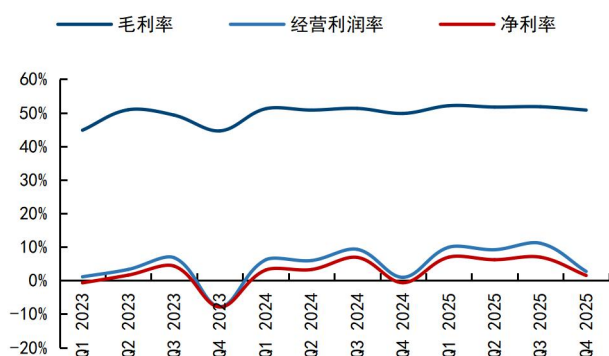
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理
注: 标“*”地区数据因披露口径更改, 从 FY24Q1 开始停止更新

运费下降、产品组合优化、折扣收窄驱动毛利率显著修复。FY2025Q4 毛利率同比提升 1.0 个百分点至 50.8%，主要得益于产品与物流成本下降、业务组合优化及折扣率降低；这些积极因素抵消了汇率和更高的美国关税带来的负面影响。

SG&A 费用率同比下降 1.3 个百分点至 48.8%，其中营销费用率同比增加 0.9 个百分点至 13.6%（支持新品发布与体育赛事营销），运营管理费用率同比-2.3 个百分点至 35.3%，体现公司管理整体成本及运营效率提升。

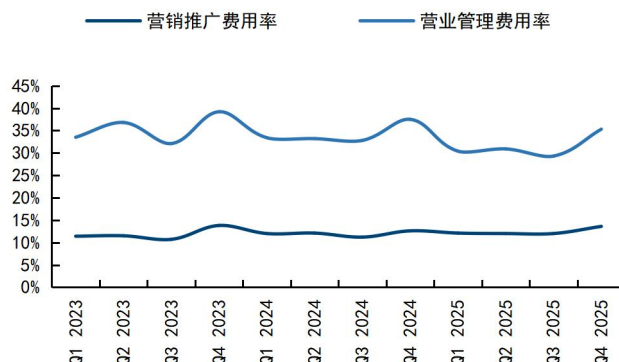
营业利润增长 187.7%至 1.64 亿欧元（去年同期 0.57 亿），由于剩余的 Yeezy 库存在 2024 年已售罄，本季度公司运营利润中没有 Yeezy 的贡献；公司净财务费用减少至 6800 万欧元（2024 年：8600 万欧元），主要由于汇率变动。因此，公司持续经营业务净利润增至 8500 万欧元（2024 年：净亏损 2700 万欧元）。

图14: 公司单季度利润率变化情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图15: 公司单季度费用率变化情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

◆ **管理层业绩指引: 2026 财年收入预计高个位数增长, 营业利润预计增至约 23 亿欧元, 未来三年收入预计保持高单增长, 营业利润中双位数复合增**

● **收入目标:**

2026 财年不变汇率收入将实现高个位数增长, 增长绝对值约 20 亿欧元; 管理层表示有信心继续在全球范围内抢占市场份额, 并确保其主营业务收入势头在 2026 年之后得以保持, 因此公司预计在 2027 年和 2028 财年, 其货币中性收入也将以高个位数增长。

2026 财年分区域市场: 北美、大中华区、新兴市场、拉美和日本/韩国收入预计低双位数增长 (彭博预期: 8.5%/7.5%/8.7%/9.4%/6.7%), 欧洲市场收入预计中单位数增长 (彭博预期: 8.6%)。

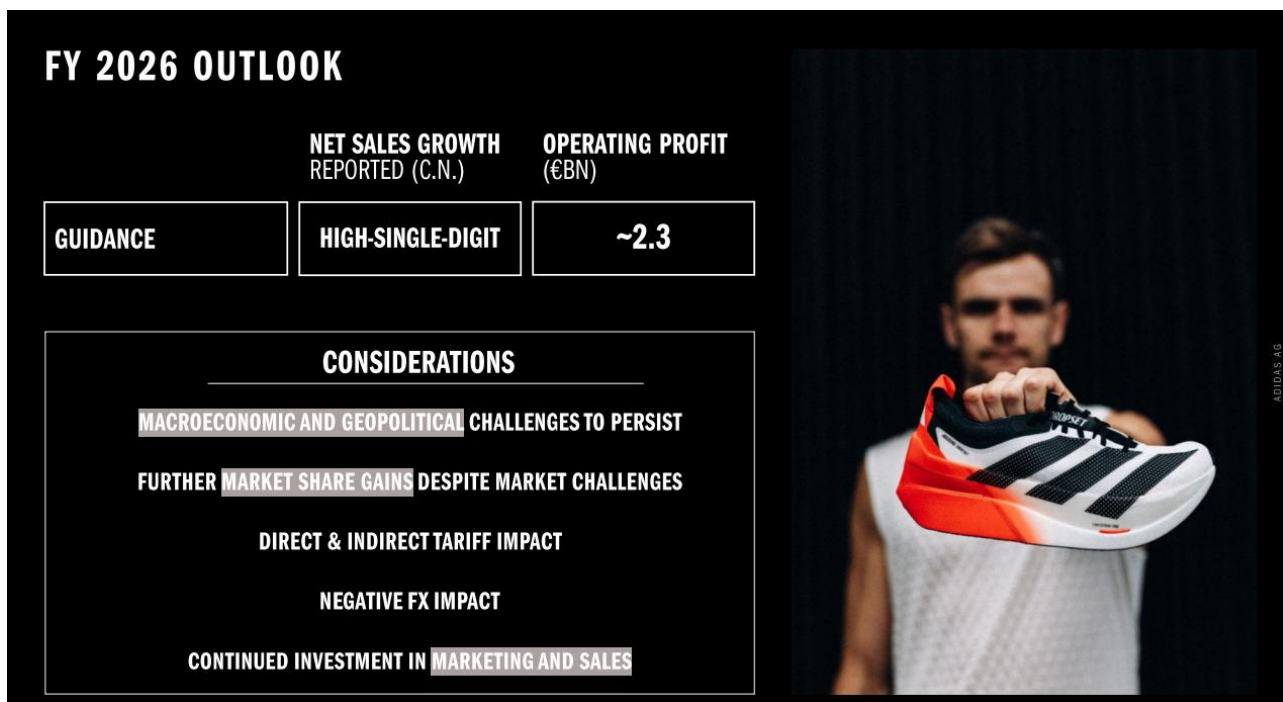
● **利润目标:**

2026 财年尽管更高的美国关税和汇率的全年负面影响预计将给营业利润带来约 4 亿欧元的压力, 营业利润预计进一步增至约 23 亿欧元, 营业利润率约 8.6%; 2027 财年 EBIT 利润率预计达到 10%, 2028 年预计超过 10%, 从 2026 年到 2028 年的三年期间, 营业利润预计将以中双位数复合增长率增长。

● **股东回报:**

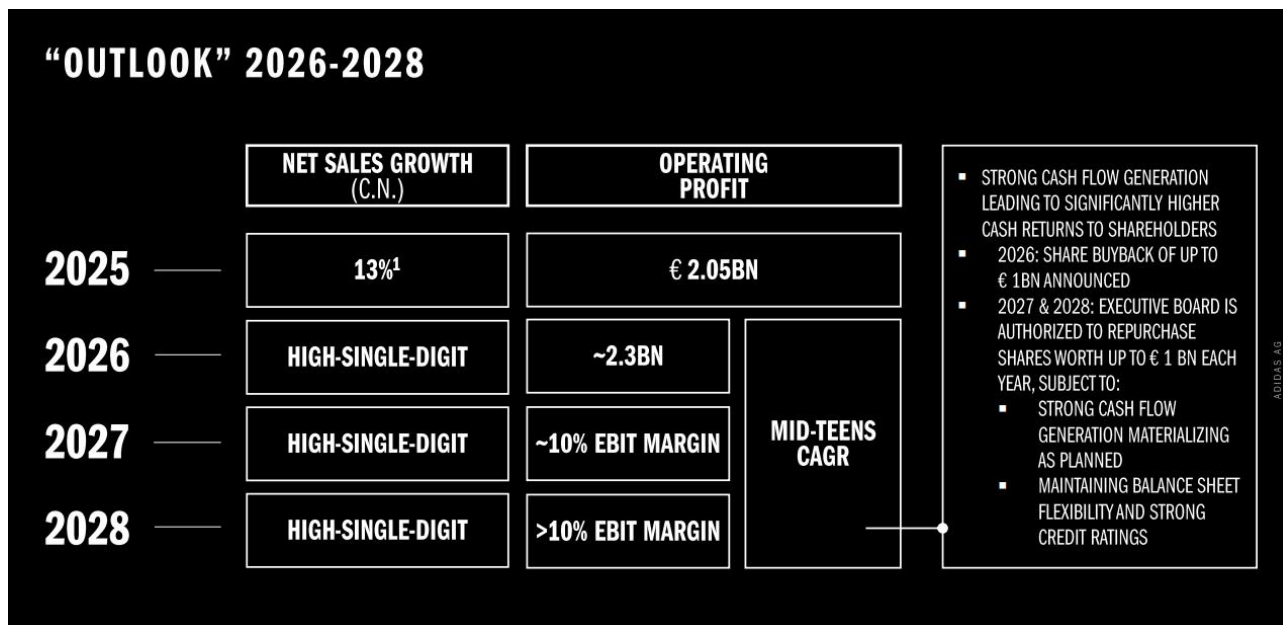
强劲的营业利润增长预计将在未来三年转化为强劲的现金流产生。这预计将以增加股息和未来股票回购的形式, 带来显著更高的股东现金回报。除了目前在 2026 年进行的高达 10 亿欧元的股票回购外, 阿迪达斯监事会已授权管理董事会酌情决定在 2027 年和 2028 年进行额外的高达 10 亿欧元的股票回购。

图16: 阿迪达斯 2026 全年展望及未来指引



资料来源: 阿迪达斯官网, 国信证券经济研究所整理

图17: 阿迪达斯中期展望 (2026-2028) 及未来指引



资料来源: 阿迪达斯官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 未来三年高单位数增长指引彰显信心, 看好公司持续提升份额利好产业链核心合作伙伴

阿迪达斯品牌 2025 年收入增长 13%, 剔除 Yeezy 影响所有区域、渠道均双位数增长。管理层给出未来三年收入保持高单增长的指引, 彰显公司持续提升市场份额的信心; 2026 年盈利指引虽不及预期, 主受关税、

汇率等宏观因素负面影响，尽管如此未来三年公司营业利润率仍预计有持续提升，到 2028 年提升至 10% 以上。从产业链角度，重点推荐阿迪达斯核心供应商**申洲国际**，以及新切入阿迪达斯供应链、订单增量显著的**华利集团**。阿迪达斯品牌大中华区销售势头良好，全年预期乐观，重视批发渠道本土化运营，重点推荐核心零售商**滔搏**。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE		g	PEG	
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E			
ADS.DF	阿迪达斯	无评级	1104.75	32.59	57.18	76.27	33.9	19.3	14.5	27.0%	0.72
可比公司											
NKE.N	耐克	无评级	420.91	27.06	15.67	11.47	15.6	26.9	36.7	4.2%	6.39
2313.HK	申洲国际	优于大市	53.54	4.15	4.37	4.96	12.9	12.2	10.8	13.0%	0.94
300979.SZ	华利集团	优于大市	46.37	3.29	2.85	3.48	14.1	16.3	13.3	18.8%	0.87
6110.HK	滔搏	优于大市	2.85	0.21	0.20	0.22	13.8	14.5	13.3	10.5%	1.38

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理;

注: 无评级公司的 EPS 预测来自彭博一致预期; Nike、Adidas FY2025 为实际值。

◆ 风险提示

下游需求不及预期，市场的系统性风险，国际政治经济风险。

相关研究报告:

- 《悦己消费产业链研究之银发经济-关注运动产业和适老化产品企业机会》——2026-02-25
- 《纺织服装海外跟踪系列六十九-亚玛芬 2025 年收入增长 27%，2026 管理层指引收入增长 16-18%》——2026-02-25
- 《纺织服装 2 月投资策略-多家纺服公司年报盈利预喜，乐欣户外于港交所上市》——2026-02-12
- 《国信证券-运动品牌行业专题-2025 年第四季度产品竞争分析与 2026 年前沿洞察》——2026-01-29
- 《户外新消费研究系列: 2025 年景气度回顾与产业前沿洞察》——2026-01-16

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.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

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

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

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

上海

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

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032