

安踏体育 (02020.HK)

多品牌集团化优势显著，助力公司长期稳健增长

面对消费环境波动，安踏体育凭借多品牌运营模式支撑公司业绩稳健增长。公司2025年营收同比增长13.3%至802.19亿元，归母净利润同比下降12.9%至135.88亿元(若剔除2024年公司因Amer Sports上市及配售事项权益摊薄产生的约36.69亿元一次性收益后，归母净利润增长13.9%)，2021~2025年公司营收CAGR为12.9%，归母净利润CAGR为15.2%，面对波动的消费环境公司实现了稳健的业绩增长表现。

当前综合性运动品牌市场竞争日趋激烈，安踏集团凭借多元化优势实现集团市占率提升。安踏和FILA品牌通过产品以及渠道优化在综合性运动市场谋求份额稳固以及提升，与此同时安踏体育依托“品牌+零售”模式推动了迪桑特、可隆等垂类品牌的快速增长，合资公司Amer Sports旗下Arc'teryx、Salomon等品牌在大中华区以及全球范围也呈现出优异增长表现，安踏集团市占率稳步提升。

安踏品牌：聚焦大众定位，渠道优化+出海推进。2025年安踏品牌收入增长3.7%至347.54亿元，经营利润率略下降0.3pcts至20.7%，2026Q1安踏品牌流水同比增长高单位数，当前安踏PG7、C家族等高价爆品矩阵日益完善，同时品牌积极布局差异化业态提升店效表现，另外安踏推动东南亚布局赋能海外业务增长。

FILA品牌：进入高质量增长阶段。2025年FILA品牌营收同比增长6.9%至284.69亿元，经营利润率同比上升0.8pcts至26.1%，2026Q1FILA品牌流水同比增长10%~20%低段，FILA坚持“高质量增长”，深耕网球、高尔夫等菁英运动赛道，强化高端时尚心智，同时优化门店形象，为消费者提供更优质的购物体验。

其他品牌：保持快速增长，持续拓宽品牌矩阵。2025年其他品牌营收同比增长59.2%至169.96亿元，经营利润率下降0.7pcts至27.9%，2026Q1其他品牌流水同比增长40%~45%，迪桑特与可隆聚焦细分赛道快速增长，2025年安踏体育收购Jack Wolfskin填补集团在大众至中端户外市场空白，培育长期增长动能。

Amer Sports：业绩表现持续超预期，长期业绩贡献可期。2025年Amer Sports在全球范围营收同比增长27%至65.7亿美元，其中大中华区增长强劲，2025年安踏体育分占联营公司盈利为12.03亿元(2024年同期为1.98亿元)，根据Amer Sports指引，2026年Amer Sports公司自身经调整后归母净利润为6.91-7.21亿美元，同比增长27%-32%，安踏体育或从中受益。

PUMA：拟收购PUMA，“单聚焦、全球化、多品牌”战略深化。安踏体育拟收购PUMA SE拓宽业务版图，该交易有望于2026年底前完成，交易完成后安踏体育将成为PUMA的最大股东，安踏体育向PUMA监事会委派合适的代表，同时保持各自业务运营的独立性，在此基础上推进合作。

盈利预测与投资建议：公司作为全球运动鞋服龙头之一，旗下品牌高效运营成果显著，不考虑一次性利得我们预计公司2026年归母净利润为140.6亿元，对应2026年PE为13倍，预计2027/2028年归母净利润为158.19/176.34亿元，2025~2028年归母净利润CAGR为9%，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动风险，门店及电商业务不及预期，汇率波动风险，测算误差风险，品牌收购和整合进度不及预期。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	70,826	80,219	87,803	96,288	105,542
增长率 yoy (%)	13.6	13.3	9.5	9.7	9.6
归母净利润(百万元)	15,596	13,588	15,660	15,819	17,634
增长率 yoy (%)	52.4	-12.9	15.2	1.0	11.5
EPS 最新摊薄(元/股)	5.58	4.86	5.60	5.66	6.31
净资产收益率(%)	25.3	20.7	20.8	18.9	18.9
P/E(倍)	11.7	13.5	11.7	11.6	10.4
P/B(倍)	3.0	2.8	2.4	2.2	2.0

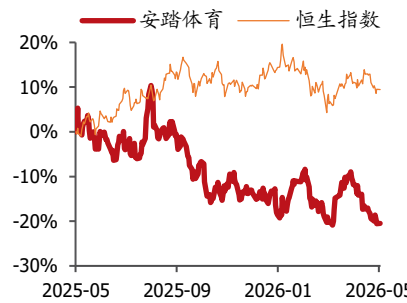
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2026年5月26日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
05月26日收盘价(港元)	75.25
总市值(百万港元)	210,448.16
总股本(百万股)	2,796.65
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	7.20

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号:	S0680520070003
邮箱:	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号:	S0680523080004
邮箱:	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号:	S0680524060004
邮箱:	wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《安踏体育(02020.HK): 2026Q1集团流水增速超预期, 实现高质量增长》 2026-04-14
- 《安踏体育(02020.HK): 2025年集团份额提升, 多品牌运营优势显著》 2026-03-26
- 《安踏体育(02020.HK): 拟收购PUMA, “单聚焦、全球化、多品牌”战略深化》 2026-01-27

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	52,482	59,656	68,055	74,089	89,058
现金	11,390	12,181	15,175	15,944	25,234
应收票据及应收账款	4,463	4,616	5,293	5,672	6,290
其他应收款	2,260	2,638	2,845	3,143	3,432
预付账款	0	0	0	0	0
存货	10,760	12,152	13,208	14,308	15,574
其他流动资产	23,609	28,069	31,535	35,022	38,528
非流动资产	60,133	64,639	70,464	76,332	76,234
长期投资	24,706	22,281	22,281	22,281	22,281
固定资产	6,152	7,898	7,849	7,811	7,784
无形资产	9,439	12,753	12,627	12,533	12,462
其他非流动资产	19,836	21,707	27,707	33,707	33,707
资产总计	112,615	124,295	138,519	150,421	165,292
流动负债	28,593	33,358	35,839	36,669	39,193
短期借款	8,583	11,532	11,532	11,532	11,532
应付票据及应付账款	4,332	4,158	4,920	5,113	5,684
其他流动负债	15,678	17,668	19,387	20,024	21,977
非流动负债	17,283	18,532	18,532	18,532	18,532
长期借款	12,233	11,770	11,770	11,770	11,770
其他非流动负债	5,050	6,762	6,762	6,762	6,762
负债合计	45,876	51,890	54,371	55,201	57,725
少数股东权益	5,010	6,623	9,013	11,428	14,119
股本	271	269	269	269	269
资本公积	59,716	66,658	76,011	84,668	94,324
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	61,729	65,782	75,135	83,792	93,448
负债和股东权益	112,615	124,295	138,519	150,421	165,292

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	16,741	20,996	18,325	18,279	21,006
净利润	15,596	13,588	15,660	15,819	17,634
折旧摊销	5,471	6,335	5,875	5,831	5,799
财务费用	626	833	883	883	883
投资损失	198	1,203	1,420	1,632	1,877
营运资金变动	-2,223	-1,368	365	-1,146	134
其他经营现金流	-2,927	405	-5,878	-4,742	-5,321
投资活动现金流	-14,864	-7,046	-8,140	-9,465	-2,854
资本支出	-3,460	-2,716	-5,700	-5,700	-5,700
长期投资	-10,974	2,425	0	0	0
其他投资现金流	-430	-6,755	-2,440	-3,765	2,846
筹资活动现金流	-5,761	-13,116	-7,147	-8,002	-8,818
短期借款	4,587	2,949	0	0	0
长期借款	1,285	-463	0	0	0
普通股增加	-844	-1,952	0	0	0
资本公积增加	9,063	6,942	9,353	8,658	9,656
其他筹资现金流	-19,852	-20,592	-16,500	-16,660	-18,474
现金净增加额	-3,838	791	2,994	769	9,291

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	70,826	80,219	87,803	96,288	105,542
营业成本	26,794	30,485	33,012	35,826	38,962
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	25,647	28,456	32,487	35,530	38,945
管理费用	4,198	5,186	5,444	5,970	6,491
财务费用	-1,220	-897	-335	-482	-552
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	6,279	3,254	5,429	3,891	4,258
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	198	1,203	1,420	1,632	1,877
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	14,187	16,092	16,861	18,962	21,144
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	21,884	21,446	24,044	24,968	27,831
所得税	4,895	5,784	5,994	6,734	7,506
净利润	16,989	15,662	18,050	18,234	20,325
少数股东损益	1,393	2,074	2,390	2,415	2,692
归属母公司净利润	15,596	13,588	15,660	15,819	17,634
EBITDA	26,135	26,884	29,584	30,317	33,078
EPS (元/股)	5.58	4.86	5.60	5.66	6.31

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	13.6	13.3	9.5	9.7	9.6
营业利润(%)	3.8	13.4	4.8	12.5	11.5
归属母公司净利润(%)	52.4	-12.9	15.2	1.0	11.5
获利能力					
毛利率(%)	62.2	62.0	62.4	62.8	63.1
净利率(%)	22.0	16.9	17.8	16.4	16.7
ROE(%)	25.3	20.7	20.8	18.9	18.9
ROIC(%)	18.3	15.7	16.6	15.1	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	40.7	41.7	39.3	36.7	34.9
净负债比率(%)	14.1	15.4	9.7	7.7	-1.8
流动比率	1.8	1.8	1.9	2.0	2.3
速动比率	1.4	1.4	1.5	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	17.3	17.7	17.7	17.6	17.6
应付账款周转率	7.1	7.2	7.3	7.1	7.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	5.58	4.86	5.60	5.66	6.31
每股经营现金流(最新摊薄)	5.99	7.51	6.55	6.54	7.51
每股净资产(最新摊薄)	22.07	23.52	26.87	29.96	33.41
估值比率					
P/E	11.7	13.5	11.7	11.6	10.4
P/B	3.0	2.8	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	7.7	7.7	6.5	6.3	5.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 5 月 26 日收盘价

内容目录

1. 公司概况：集团化优势显著，公司业绩稳健增长	5
2. 股价复盘和估值分析	7
2.1 2014~2021 年：零售改革助力公司率先爬出泥潭，进入多品牌集团化阶段	7
2.2 2022~2026 年：消费环境波动，公司市值宽幅震荡	8
3. 行业趋势：细分赛道需求快速增长，安踏集团份额提升	9
4. 公司投资亮点	11
4.1 安踏品牌：聚焦大众定位，渠道优化+出海推进	11
4.1.1 渠道端：推进线下差异化门店建设，同时品牌出海	12
4.1.2 产品端：高端和大众产品并重，注重 IP 打造实现销售突破	14
4.1.3 营销端：顶级体育资源驱动，完善全球化代言人矩阵	15
4.2 FILA 品牌：进入高质量增长阶段	15
4.2.1 渠道端：优化渠道形象，提升销售质量	16
4.2.2 产品端：FILA 专业运动品类占比提升，鞋服结构优化	17
4.3 其他品牌：保持快速增长态势，持续拓宽品牌矩阵	18
4.3.1 迪桑特：流水规模突破 100 亿元，进入增长新阶段	18
4.3.2 可隆：聚焦户外赛道，流水规模快速扩大	19
4.3.3 Jack Wolfskin：短期业务重塑中，品牌复兴计划推进	19
4.4 Amer Sports：2025 年表现持续超预期，长期业绩贡献可期	20
4.5 Puma：拟收购 PUMA，“单聚焦、全球化、多品牌”战略深化	21
5. 盈利预测与投资建议	21
6. 风险提示	23

图表目录

图表 1：2021~2025 年安踏/FILA/其他品牌营收占比 (%)	5
图表 2：2021~2025 年安踏/FILA/其他品牌经营利润占比 (%)	5
图表 3：2020~2025 年安踏品牌分渠道营收占比 (%)	6
图表 4：安踏体育股权结构图 (%)	6
图表 5：2014~2021 年公司营收及增速 (亿元, %)	7
图表 6：2014~2021 年公司归母净利润及增速 (亿元, %)	7
图表 7：2014~2021 年安踏体育市值及动态 PE (亿港元, 倍)	8
图表 8：2021~2025 年公司营收及增速 (亿元, %)	8
图表 9：2021~2025 年公司归母净利润及增速 (亿元, %)	8
图表 10：2022~2026 年安踏体育市值及动态 PE (亿港元, 倍)	9
图表 11：2020~2025 年社会消费品零售总额以及服装鞋帽针纺织品类零售额增速 (%)	9
图表 12：2020~2029 年中国运动装市场规模增速 (十亿元, %)	9
图表 13：2019~2029 年中国内地高性能户外服饰行业市场规模 (十亿元, %)	10
图表 14：安踏体育重点收购标的	11
图表 15：2021~2025 年安踏品牌营收及增速 (百万元, %)	12
图表 16：2021~2025 年安踏品牌毛利率及经营利润率 (%)	12
图表 17：2021~2025 年安踏成人门店数量 (家)	12
图表 18：2021~2025 年安踏儿童门店数量 (家)	12
图表 19：安踏品牌差异化门店形象	13
图表 20：安踏菲律宾店铺	13
图表 21：安踏比弗利山庄店铺	13
图表 22：2020~2025 年安踏品牌电商业务收入及增速 (百万元, %)	14
图表 23：安踏跑鞋产品矩阵	14
图表 24：安踏冠军冲锋衣、安踏冠军跑鞋	15
图表 25：安踏 SV 篮球鞋	15
图表 26：安踏品牌签约国家队	15

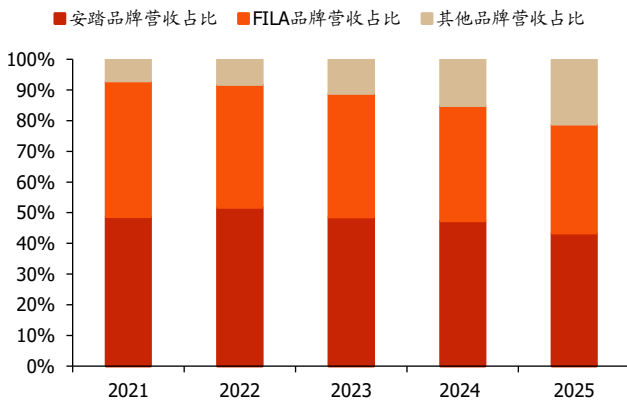
图表 27:	2021~2025 年 FILA 品牌营收及增速 (百万元, %)	16
图表 28:	2021~2025 年 FILA 品牌毛利率及经营利润率 (%)	16
图表 29:	FILA 品牌门店数量	16
图表 30:	FILA Topia 西安一号店	16
图表 31:	FILA 网球战略举措	17
图表 32:	FILA Vetta 鞋款	17
图表 33:	FILA 华夫猫爪鞋	17
图表 34:	2021~2025 年其他品牌营收及增速 (百万元, %)	18
图表 35:	2021~2025 年其他品牌毛利率以及经营溢利率 (%)	18
图表 36:	迪桑特门店数量 (家)	18
图表 37:	迪桑特儿童系列服装	18
图表 38:	可隆体育门店数量 (家)	19
图表 39:	可隆路营实验室活动	19
图表 40:	狼爪目前天猫旗舰店销售产品及价格	20
图表 41:	安踏体育分占合营公司利润 (百万元)	20
图表 42:	PUMA 2024Q1~2026Q1 营收及增速 (百万欧元, %)	21
图表 43:	PUMA 2024Q1~2026Q1 净利润 (百万欧元)	21
图表 44:	2024~2028 年安踏体育营收拆分 (亿元, %)	22
图表 45:	2024~2028 年公司盈利能力拆分 (%)	22
图表 46:	安踏体育 PE NTM 走势	23
图表 47:	相对估值表	23

1. 公司概况：集团化优势显著，公司业绩稳健增长

面对消费环境波动，多品牌运营模式支撑公司业绩稳健增长。公司 2025 年营收同比增长 13.3%至 802.19 亿元，经营利润同比增长 15.0%至 190.91 亿元，归母净利润同比下降 12.9%至 135.88 亿元（若剔除 2024 年公司因 Amer Sports 上市及配售事项权益摊薄产生的约 36.69 亿元一次性收益后，归母净利润增长 13.9%）。2021~2025 年公司营收 CAGR 为 12.9%，归母净利润 CAGR 为 15.2%，面对波动的消费环境公司实现了稳健的业绩增长表现，同时集团市占率稳步提升。

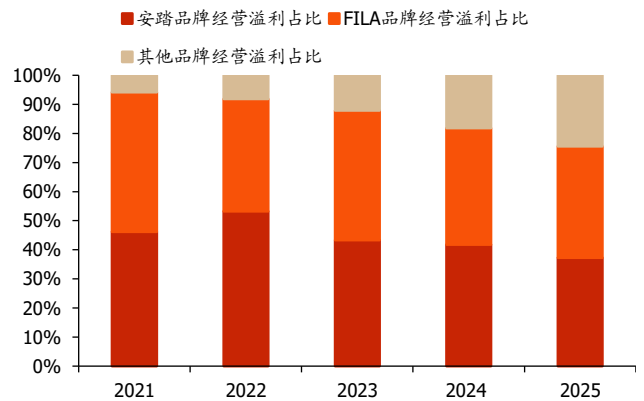
从品牌架构来看，2025 年安踏品牌/FILA 品牌/其他品牌营收占比为 43.3%/35.5%/21.2%，经营利润占比为 37.8%/38.9%/24.8%。1) 安踏品牌：2025 年收入增长 3.7%至 347.54 亿元，经营利润同比增长 2.5%至 72.11 亿元，2021~2025 年营收/经营利润 CAGR 为 9.7%/8.8%，安踏品牌立足大众运动市场，是公司业绩稳健增长的基石。2) FILA 品牌：2025 年营收同比增长 6.9%至 284.69 亿元，经营利润同比增长 10.1%至 74.18 亿元，2021~2025 年营收/经营利润 CAGR 为 6.9%/8.6%，FILA 坚持高端运动时尚定位，以高质量增长为核心。3) 其他品牌：2025 年营收同比增长 59.2%至 169.96 亿元，经营利润同比增长 55.3%至 47.36 亿元，2021~2025 年营收/经营利润 CAGR 为 48.5%/64.7%，受益于赛道优质以及安踏集团卓越的多品牌运营能力，迪桑特和可隆保持快速增长趋势。

图表1: 2021~2025 年安踏/FILA/其他品牌营收占比 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

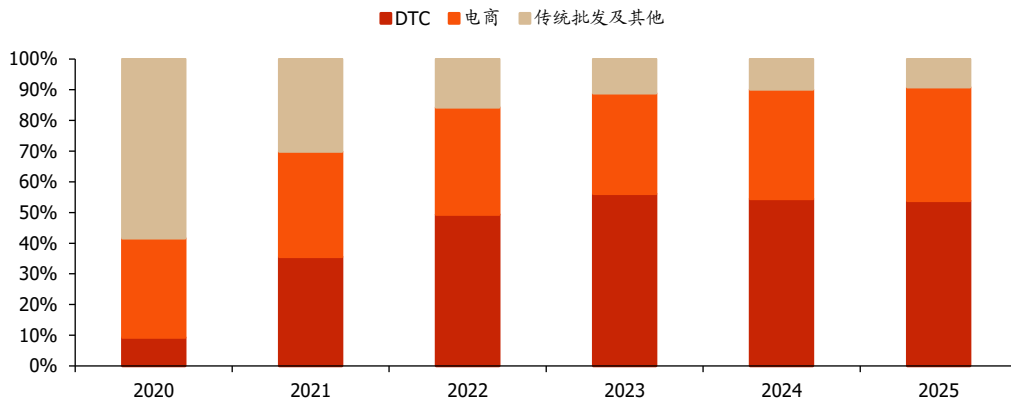
图表2: 2021~2025 年安踏/FILA/其他品牌经营利润占比 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

从渠道结构来看，公司实施“品牌+零售”的业务模式，构建DTC为核心、线上线深度融合的全渠道零售矩阵。针对线DTC年以来公司果断推动安踏品牌 DTC 转型，提升零售效率为品牌长期增长赋能，2025 年安踏品牌 DTC-直营/DTC-加盟/电商/传统批发营收占比分别为 35.4%/18.4%/37.0%/9.2%，我们判断 FILA、迪桑特、可隆线下渠道多聚焦高线城市核心商圈，采取全直营模式进行店铺运营管理，确保品牌调性以及店铺形象的一致性。同时公司积极拓展电商业务，2025 年集团电商业务营收同比增长 15.5%，占比 35.8%。

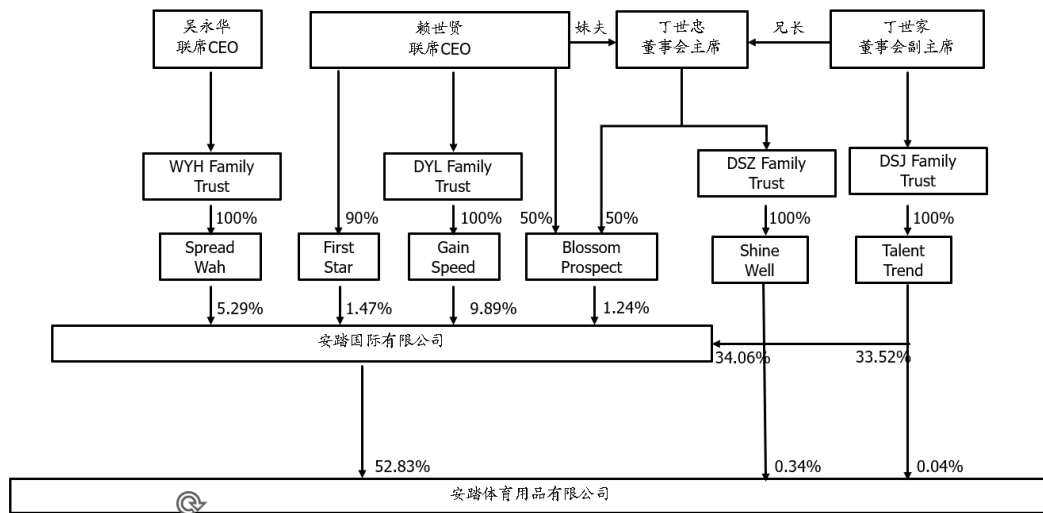
图表3: 2020~2025年安踏品牌分渠道营收占比(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

管理层持股比例高, 股权结构稳定。截至2025年末安踏国际直接持有安踏体育(2020.HK) 52.83%股权, 公司董事会主席丁世忠先生通过其所创立信托分别持有安踏国际 34.06% 股权以及安踏体育(2020.HK) 0.34% 股权, 同时以配偶身份间接持有安踏国际 1.24% 股权; 公司董事会副主席丁世家先生通过其所创立的信托分别持有安踏国际 52.83% 股权以及安踏体育(2020.HK) 0.04% 股权; 公司联席 CEO 赖世贤先生作为信托受益人持有安踏国际 9.89% 股权, 联席 CEO 吴永华先生通过其所创立信托持有安踏国际 5.29% 股权。该股权架构实现了公司核心高管和公司长期利益的深度绑定, 为公司长期健康发展奠定基础。2026年以来面对股价的波动, 公司大股东持续增持公司股权, 所用金额约为 3.9 亿港元。

图表4: 安踏体育股权结构图(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 股价复盘和估值分析

2.1 2014~2021 年：零售改革助力公司率先爬出泥潭，进入多品牌集团化阶段

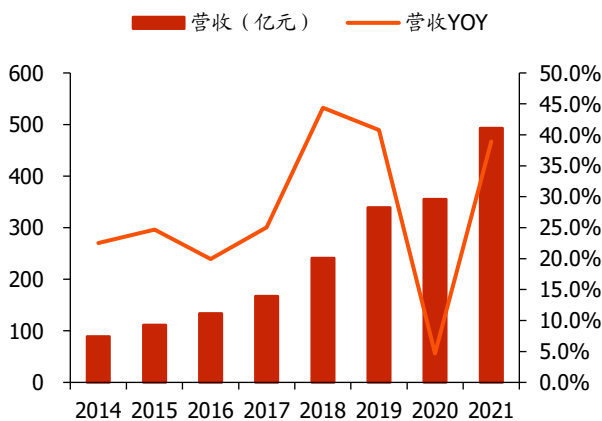
2014~2021 年是公司业绩的扩张期，同时也是股价的快速上涨期，我们将这个区间大体分为三个阶段：2014~2015 年零售改革推动公司业绩复苏、2015~2020 年多品牌集团化战略深化；2021 年消费复苏叠加国潮盛行带动公司业绩大幅增长。

2014~2015 年：零售改革效果显著，2014 年开始公司经营改善。我们判断从 2012 年开始一方面国内消费环境波动导致居民运动鞋服的需求降低，同时由于前期行业性的扩张导致市场上货品供过于求，安踏体育 2012/2013 年营收分别同比-14.4%/-4.5%。面对行业以及公司困境，安踏体育开启零售改革并取得成功，2014 年安踏体育营收同比增长 22.5%，归母净利润同比增长 29.3%，2015 年营收同比增长 24.7%，归母净利润同比增长 20%，实现经营复苏。

2015~2020 年：2015 年开始安踏体育正式进入多品牌集团化道路。2009 年公司收购 FILA，标志着多品牌战略的开端，后续安踏体育在管理架构上采取事业部管理模式进行多品牌运作，2016~2017 年陆续收购迪桑特、可隆，公司正式进入单聚焦、多品牌、全渠道的发展阶段，2019 年安踏体育成功收购 Amer Sports 进入“单聚焦、多品牌、全球化”发展阶段。

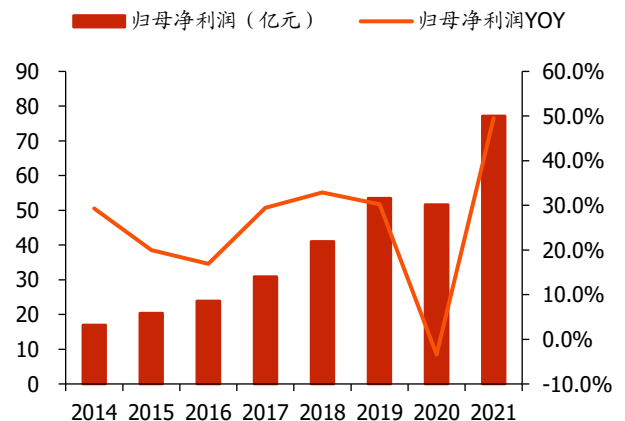
2021 年：居民健康意识快速提升，同时在国潮盛行下，公司业绩增长显著。2020 年由于消费环境波动，公司归母净利润同比下降 3.4%至 52 亿元，然而进入 2021 年本土运动品牌迎来快速增长阶段，2021 年公司营收大幅增长 38.9%至 493 亿元，归母净利润增长 49.6%至 77 亿元，其中 2021 年安踏主品牌营收大幅增长 52.5%，是推动公司增长的重要动力。

图表5: 2014~2021 年公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表6: 2014~2021 年公司归母净利润及增速 (亿元, %)

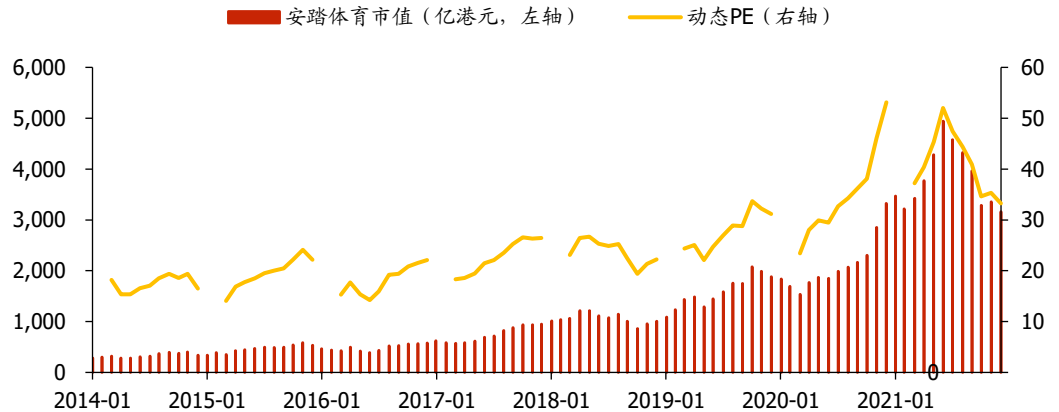


资料来源: wind, 国盛证券研究所

随着公司业绩的改善以及多品牌的实施，驱动公司市值提升。2014 年 4 月末公司市值约 283 亿港元(动态 PE 为 15X, 市场预计 2014~2016 年归母净利润 CAGR 为 12%), 2015 年 4 月末市值达到 427 亿港元(动态 PE 为 17X, 市场预计 2015~2017 年归母净利润 CAGR 为 12%), 随着基本面的改善, 估值不断提升, 2019 年 4 月末公司市值达到 1485 亿港元(动态 PE 为 25X, 市场预计 2019~2021 年归母净利润 CAGR 为 21%)。2020 年之后国潮崛起, 同时居民运动健身意识快速提升, 公司市值迎来高速上涨, 2021 年 4 月

末公司市值达到 3771 亿港元（动态 PE 为 40X，市场预计 2021~2023 年归母净利润 CAGR 为 25%）

图表7: 2014~2021 年安踏体育市值及动态 PE (亿港元, 倍)

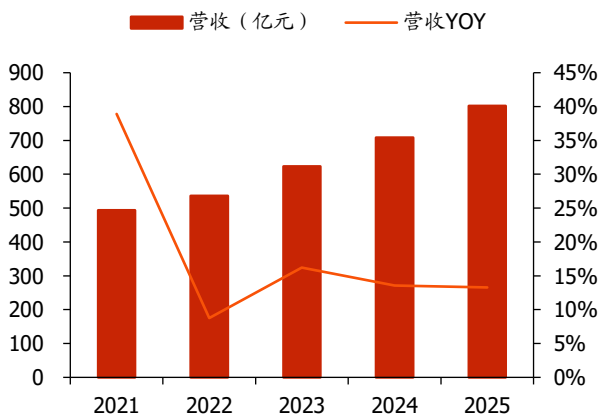


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 2022~2026 年: 消费环境波动, 公司市值宽幅震荡

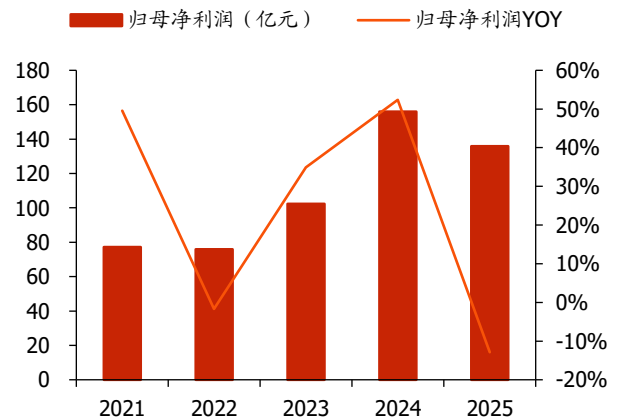
2022 年以来面对消费环境的波动, 公司业绩增速放缓。2021 年公司营收大幅增长 38.9% 至 493 亿元, 归母净利润增长 49.6% 至 77 亿元, 2022 年开始国内消费环境整体较为波动, 2022 年公司营收同比增长 8.8% 至 537 亿元, 归母净利润下降 1.7% 至 76 亿元, 2021~2025 年公司营收 CAGR 为 12.9%, 归母净利润 CAGR 为 15.2%, 整体保持稳健的增长态势, 但是增速对比过往放缓。

图表8: 2021~2025 年公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

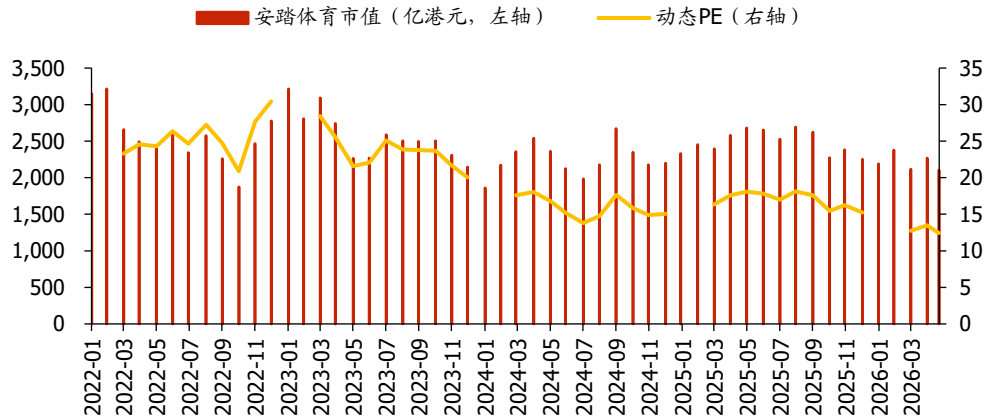
图表9: 2021~2025 年公司归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

从股价表现来看, 2022 年以来公司市值基本处于震荡区间, 动态 PE 下行。2022 年以来公司市值基本在 2000~3000 亿港元之间, 但是动态 PE 则呈现下行趋势, 2022 年高点为 30 倍左右, 我们判断估值的下行背后是市场对公司长期增速的下修, 随着安踏品牌以及 FILA 品牌体量逐步扩大, 面对激烈的市场竞争以及波动的消费环境, 长期增长空间相对缩窄, 根据 Wind 数据显示目前公司动态 PE 在 12 倍, 处于历史低位。

图表10: 2022~2026年安踏体育市值及动态PE (亿港元, 倍)

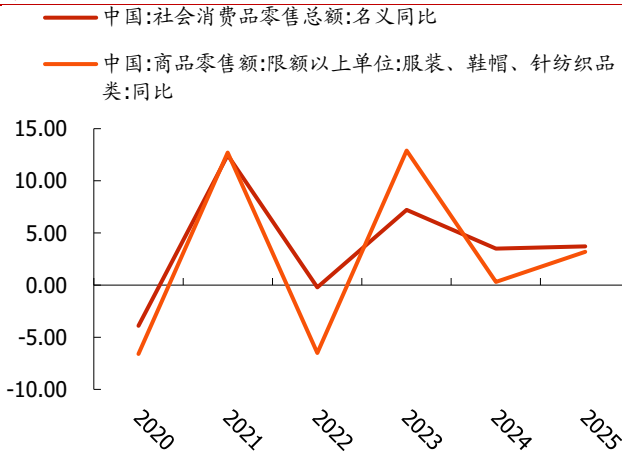


资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 估值日期截止 2026年4月30日

3. 行业趋势: 细分赛道需求快速增长, 安踏集团份额提升

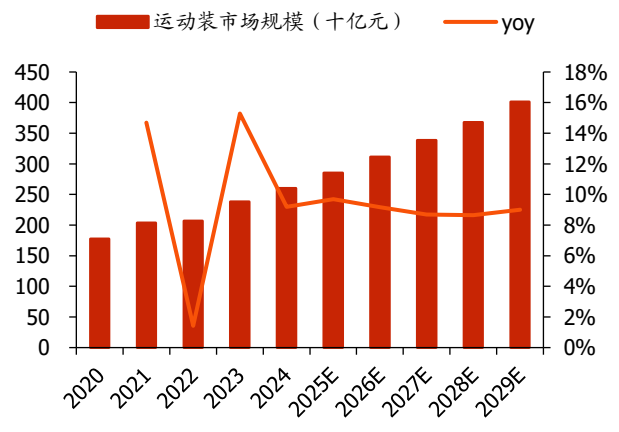
2020年以来消费环境波动, 运动鞋服需求增长韧性强。2020年以来由于宏观消费环境波动, 居民鞋服支出受到影响, 2021/2022/2023/2024/2025 居民服装鞋帽针纺织品类零售额同比分别+12.7%/-6.5%/+12.9%/+0.3%/+3.2%, 与此同时我们判断受益于居民健康意识不断提升, 带动运动参与度走高; 另一方面在国家多项政策的刺激带动下, 全国各地运动基础设施也在日趋完善, 运动鞋服消费情况表现优于服装类零售额整体, 根据海澜之家招股说明书显示, 2020年中国运动装市场规模 1777 亿元, 2024 年达到 2602 亿元, 复合年增长率达到 10%, 2025~2029 年市场规模 CAGR 预计为 9%。

图表11: 2020~2025 年社会消费品零售总额以及服装鞋帽针纺织品类零售额增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表12: 2020~2029 年中国运动装市场规模增速 (十亿元, %)

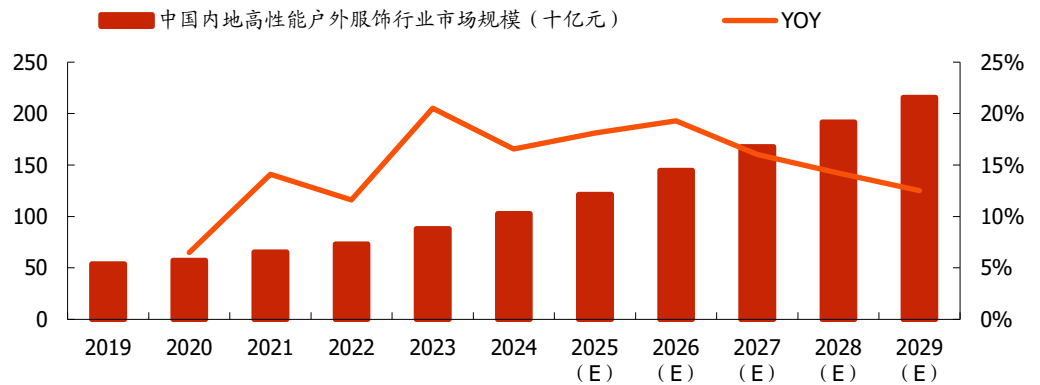


资料来源: 海澜之家招股说明书, 国盛证券研究所

而在运动鞋服子板块中, 跑步、泛户外则是当前火热的细分赛道。1) 户外: 根据奔赴自然招股书显示, 中国内地高性能户外服饰市场 2019 年市场规模为 539 亿元, 2024 年增长至 1027 亿元, 2019~2024 年 CAGR 为 13.8%, 2029 年预计达到 2158 亿元, 2024~2029 年 CAGR 为 16%。2) 跑步: 据中国田径协会统计, 2025 年全年共举办马拉松赛事 594 场, 其中全程 235 场、半程 359 场, 全程项目参赛规模 124.4 万人次、半程项目 329.69 万人次, 近三年赛事供给与场均参赛人数持续增长。我们认为当前中国路跑参赛规模持续增长, 反映出居民对跑步运动的参与热情。中长期来看我们判断马拉松爱好者是高频、

高消费的核心用户，对缓震技术、回弹、碳板等有明确的产品需求，品牌溢价支付意愿强，后续随着跑者参与度的提升，有望带动跑步品类市场规模继续扩张。

图表13: 2019~2029年中国内地高性能户外服饰行业市场规模(十亿元, %)



资料来源: 奔赴自然招股说明书, 国盛证券研究所

当前综合性运动品牌市场竞争日趋激烈，安踏集团凭借多元化优势实现集团市占率提升。

1) 在综合性运动品牌中，adidas 在大中华区展现出强劲的复苏势头并取得优异表现，2026Q1 adidas 大中华区实现营收10.5亿欧元，货币中性基础上同比增长 17%；而 Nike 目前正处于触底阶段，通过削减大中华区的市场供给以清理过剩库存，Nike 预计 FY2026Q4 (2026年3~5月)大中华区营收下降20%，同时库存清理动作将持续至 FY2027。国产品牌中李宁成功签约中国奥委会，旨在通过新一轮奥运营销周期持续强化其专业运动形象，我们判断目前综合性运动品牌市场竞争激烈，安踏集团旗下安踏品牌和 FILA 品牌作为重要的市场参与者通过持续的产品以及渠道优化以谋求份额稳固以及提升。

2) 在细分垂类运动品牌中，安踏体育依托“品牌+零售”模式推动了迪桑特、可隆等垂类品牌的快速增长，与此同时联营公司 Amer Sports 旗下 Arc'teryx、Salomon 等品牌在大中华区也呈现出优异增长表现，使得安踏集团市占率稳步提升，其在中国体育用品行业的领导地位稳固。

4. 公司投资亮点

我们判断安踏体育的核心竞争优势源于其坚定的“单聚焦、多品牌、全球化”战略，通过构建专业运动、时尚运动及户外运动三条增长曲线，实现了对全客群、全场景及全价位段的精准覆盖。1) 专业运动事业群：安踏品牌立足“大众定位、专业突破、品牌向上”，成功打造了 PG7、C 家族等高价爆品矩阵，同时安踏品牌积极布局差异化业态提升店效表现。2) 时尚运动事业群：FILA 坚持“高质量增长”，深耕网球、高尔夫等菁英运动赛道，强化高端时尚心智，同时优化门店形象，为消费者提供更优质的购物体验。3) 户外运动事业群：迪桑特与可隆作为集团高潜力的第三曲线，凭借“高端小众”的差异化定位在户外赛道快速增长，Amer Sports 的超预期增长验证了安踏全球化运营及资源整合能力，而近期完成的 Jack Wolfskin 收购将进一步完善安踏集团品牌版图。

在集团发展过程中安踏体育已经形成了完善的多品牌运营能力，赋能公司长期增长。2009 年安踏体育以 3.32 亿元成功收购 FILA 大中华区业务，后在公司持续的优化下，2025 年 FILA 品牌实现营收 285 亿元（2018~2025CAGR 为 19%），经营利润 74 亿元（2018~2025 年 CAGR 为 19%）；2017 年安踏体育开始经营迪桑特和可隆中国业务，2025 年安踏体育其他品牌实现营收/经营利润 170/47 亿元，表现尤为优异；2019 年安踏体育连同财团收购 Amer Sports 全球业务，2024 年 Amer Sports 成功上市，上市后业绩超预期为安踏体育贡献利润。我们判断安踏体育已经形成了完整的多品牌运营架构，各品牌群负责自身的产品、研发、营销、渠道工作，具有高自主性，与此同时安踏体育为各品牌群提供物流、IT、供应链等支持，实现优质资源贡献。

图表14：安踏体育重点收购标的

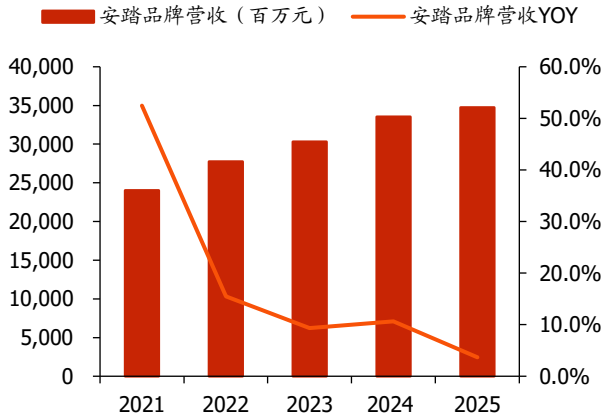
	收购时间	初始投入	经营表现
Fila	2009	3.32 亿元人民币收购	2025 年营收 285 亿元，经营利润 74 亿元
迪桑特&可隆	2016&2017	1.5 亿元人民币注资迪桑特合资公司 4000 万美元注资可隆合资公司	2025 年其他品牌合计营收 170 亿元，经营利润 47 亿元
Amer Sports	2019	15.43 亿欧元注资合资公司	2025 年为安踏体育贡献利润 12 亿元
Jack Wolfskin	2025	2.9 亿美元收购 100% 股权	-
Puma	拟收购	15 亿欧元收购 29.06% 股权	-

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.1 安踏品牌：聚焦大众定位，渠道优化+出海推进

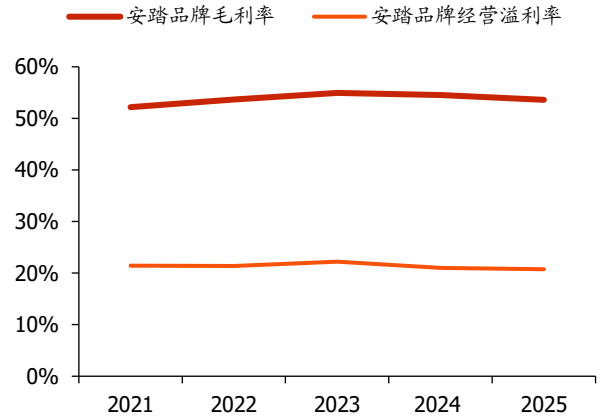
2025 年安踏品牌收入稳健增长，利润率保持稳定。2025 年安踏品牌收入增长 3.7% 至 347.54 亿元，波动环境下安踏品牌收入仍有稳健增长表现，由于电商占比的提升以及产品成本投入加大 2025 年安踏品牌毛利率同比下降 0.9pcts 至 53.6%，与此同时安踏品牌持续加强费用管控，经营利润率维持在 20.7%，同比略下降 0.3pcts。中长期来看安踏品牌通过渠道以及产品结构的优化，叠加高效的营销来推动品牌价值的提升进而带来品牌收入规模增长。

图表15: 2021~2025年安踏品牌营收及增速(百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表16: 2021~2025年安踏品牌毛利率及经营利润率(%)

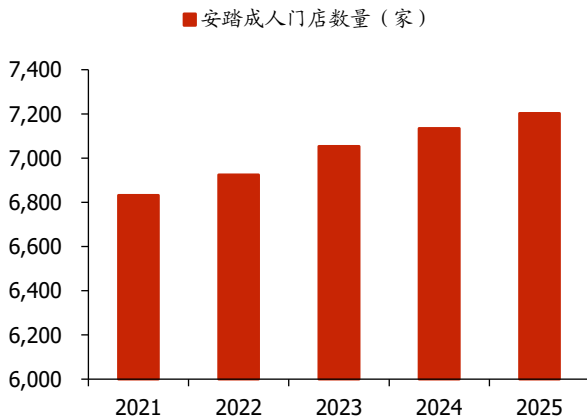


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.1.1 渠道端: 推进线下差异化门店建设, 同时品牌出海

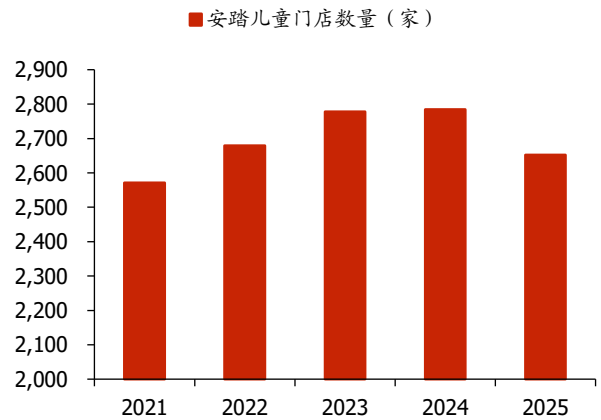
目前针对线下渠道, 安踏品牌着重推进差异化门店建设。面对当前线下客流波动及传统门店形象吸引力下降、运营效率降低的挑战, 安踏通过“千店一面”进行零售转型, 根据消费者画像和商圈特色, 构建了分层级的店型矩阵, 其中“安踏冠军”和“安踏作品集”提升品牌在户外圈层以及潮流时尚市场的影响力, “超级安踏”定位一站式购物体验中心, 同时 2025 年安踏在低线城市开展“灯塔店计划”, 通过在地标商圈整合并升级门店, 以更具规模和体验感的大店逐步替代原有门店, 提升品牌形象。截止 2025 年末安踏成人门店数量在 7203 家, 我们判断后续单店店效的提升将会是推动线下业务增长的重要动力。

图表17: 2021~2025年安踏成人门店数量(家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表18: 2021~2025年安踏儿童门店数量(家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表19: 安踏品牌差异化门店形象



资料来源: 公司业绩简报, 国盛证券研究所

加速推进海外市场布局, 东南亚为海外业务短期战略重心。2025 年安踏品牌海外收入增长 70%, 目前安踏将全球化作为品牌的长期发展方向, 根据公司披露目前安踏品牌全球化的重点方向是深耕东南亚市场, 并战略性地布局美国、中东、非洲、欧洲等具有潜力的市场。在东南亚市场, 公司除了在核心商圈开设旗舰店外, 同步拓展跨境电商, 并积极发挥体育资源优势, 联合当地举办赛事提升品牌影响力, 当前安踏全力推进“东南亚千店计划”, 力争在 2028 年设立 1000 家零售网点。针对美国及欧洲市场, 安踏签约 NBA 当红球星欧文, 实现影响力提升, 目前安踏已经成功进驻 Foot Locker、Dick's Sporting Goods 及 JD Sports 等主流渠道, 同时北美首家旗舰店也于洛杉矶比弗利山庄启动营业。

图表20: 安踏菲律宾店铺



资料来源: 安踏公众号, 国盛证券研究所

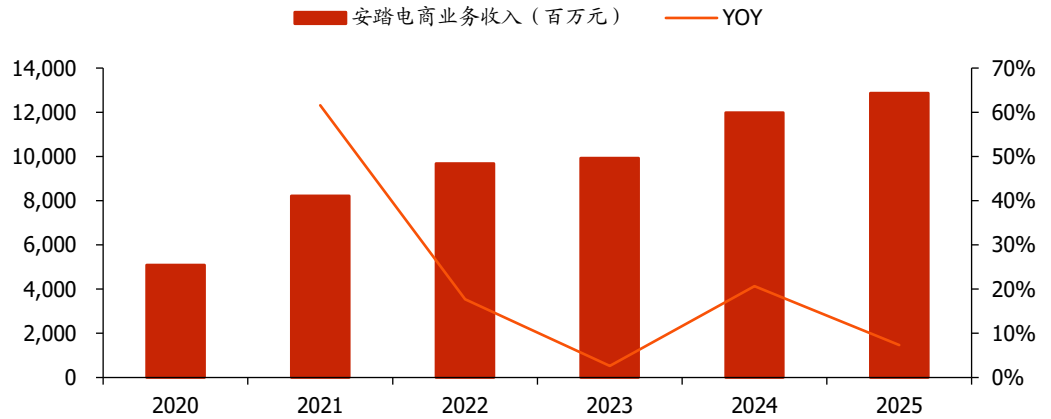
图表21: 安踏比弗利山庄店铺



资料来源: 安踏公众号, 国盛证券研究所

目前电商业务调整顺利, 关注后续增长表现。2025 年安踏品牌电商业务营收增长 7.3%, 安踏品牌在 2025 年对电商业务进行调整, 聚焦商品结构、内容营销及会员体系建设, 强化组织能力。我们预计经过多项调整后, 2026 年电商业务销售表现对比 2025 年有望改善, 长期来看, 电商业务仍然是安踏品牌在国内市场的重点增长来源, 同时随着全球化业务的深入, 跨境电商也有望贡献增量。

图表22: 2020~2025 年安踏品牌电商业收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.1.2 产品端: 高端和大众产品并重, 注重 IP 打造实现销售突破

专业科技驱动产品升级, 同时重视爆品打造提升产品销量。安踏品牌坚持以创新科技赋能产品, 将顶级运动科技转化为大众商品, 2025 年安踏品牌将核心科技“氮科技”进一步升级推出了氮 80、氮 85 与氮 90 三大版本, 不同版本旨在满足消费者对“稳弹、软弹及快弹”的差异化需求; 同时安踏强化产学研深度融合, 依托“安踏全球科研创新中心”, 安踏品牌持续与清华大学、东华大学等高校合作, 强化对于高性能服装面料材料的研发, 确保产品功能性。在产品开发方面, 安踏重视爆品打造, 在跑步品类中安踏目前已经形成了 PG7、马赫及 C 家族三大核心产品 IP, 全面覆盖慢跑、训练与竞速领域, 2025 年 PG7 系列跑鞋全年销量突破 400 万双, 同时定位专业马拉松竞速的 C 家族系列销量也突破了 120 万双。篮球品类利用全球顶级代言人资源 (包括欧文、汤普森等), 针对性打造签名篮球鞋。

图表23: 安踏跑鞋产品矩阵

产品名称	售价 (元)	重点科技
C10 Pro 2 代	2599	轻质鞋面科技、双层氮 90 科技中底、3XL 碳板、Lattice 缓震科技、液态止滑橡胶
C202 G9 2 代	999	超轻 AT FIBER 鞋面、HALO 鞋面锁定系统、双层氮 90 科技中底、超轻 2XL 碳板、液态止滑橡胶外底
C202 7.0	799	A-WEB 鞋面、HALO 鞋面锁定系统、双层氮 85 科技中底、全域 XL 碳板、液态止滑橡胶外底
马赫 6 pro	799	AT-FIBER 竞速级鞋面、打孔散热鞋垫、全掌氮 90 中底、氮 80 外框、“黄金弹射”马赫环、液态止滑橡胶大底
马赫 6 代	599	透气梭织鞋面、氮 90 科技鞋垫、全掌氮 80 中底、黄金弹射结构、分区止滑大底
马赫 6 SE	399	透气梭织鞋面、全掌氮 80 中底、3D 仿钉鞋大底纹路
旅步 3	399	海纳纱线鞋面、PG7 中底、A-GRIP 大底

资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

针对消费需求多元化的趋势, 打造“安踏冠军”、“安踏 SV”布局户外以及潮流运动领域。目前在安踏品牌之下, 公司打造“安踏冠军”系列聚焦精英户外, 深入布局户外赛道, 同时打造“安踏 SV”对时尚运动领域进行尝试, 正如前文所述子系列/品牌目前也已经开设独立门店进行销售, 我们判断这一多元化举措旨在提升安踏品牌覆盖面, 拓宽品牌增长来源。

图表24: 安踏冠军冲锋衣、安踏冠军跑鞋



资料来源: 安踏公众号, 国盛证券研究所

图表25: 安踏SV 篮球鞋



资料来源: 安踏公众号, 国盛证券研究所

4.1.3 营销端: 顶级体育资源驱动, 完善全球化代言人矩阵

安踏品牌通过持续深耕国家队资源, 将品牌形象与专业运动挂钩。安踏品牌在过往的发展过程中长期同中国国家队资源绑定, 奠定了“爱运动, 中国有安踏”的品牌形象, 目前安踏品牌已经为 31 支中国国家队提供专业装备, 我们判断安踏品牌与国家队资源的长期合作, 一方面直接增加品牌在重要赛事期间的露出, 提升品牌在全球运动爱好者之间的影响力, 另一方面借助国家队资源背书直接提升品牌专业形象, 带动大盘销售。

图表26: 安踏品牌签约国家队

签约国家队	
夏季奥运项目队伍	中国游泳国家队、中国摔跤国家队、中国花样游泳国家队、中国柔道国家队、中国体操国家队、中国拳击国家队、中国蹦床国家队、中国跆拳道国家队、中国艺术体操国家队、中国射箭国家队、中国举重国家队、中国三人篮球国家队
自行车国家队	中国场地自行车国家队、中国泥地竞速小轮车国家队、中国公路自行车国家队、中国自由式小轮车国家队、中国山地自行车国家队
水上中心国家队	中国赛艇国家队、中国帆船帆板国家队、中国冲浪国家队、中国海岸赛艇国家队
冬季奥运项目国家队	中国短道速滑国家队、中国雪橇国家队、中国速度滑冰国家队、中国钢架雪车国家队、中国冰壶国家队、中国单板大跳台&坡面障碍国家队、中国花样滑冰国家队、中国单板平行大回转国家队、中国雪车国家队、中国自由式滑雪双板 U 型池国家队

资料来源: 安踏官网, 国盛证券研究所

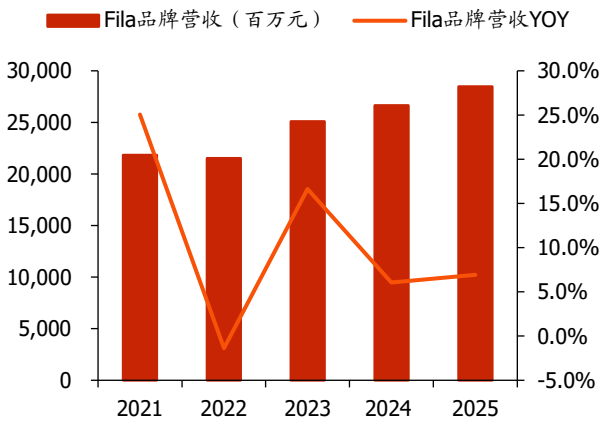
基于全球化视角签约顶级运动明星, 精准触达细分品类目标受众。除了国家队赞助之外, 安踏品牌将目光聚焦全球范围, 寻找优质代言人资源, 2023 年安踏品牌签约 NBA 顶尖球星凯里·欧文, 邀请其担任首席创意官, 在篮球鞋之外, 安踏同欧文合作打造服装产品线, 2025 年欧文 HÉLÀ 服装系列亮相纽约时装周; 同时面对火热的专业跑步赛道, 安踏品牌签约马拉松传奇凯内尼萨·贝克勒, 并与其合作推出非洲“安踏请喝”, 强化品牌在专业跑步社群的影响力; 另外安踏积极签约樊振东、谷爱凌等专业运动员偶像。

4.2 FILA 品牌: 进入高质量增长阶段

2025 年 FILA 利润率稳中有升, 品牌推进高质量增长。2025 年 FILA 品牌营收同比增长 6.9% 至 284.69 亿元, 毛利率同比下降 1.4pcts 至 66.4%, 经营利润率同比上升 0.8pcts 至 26.1%, 公司提升费用投入效率与精细化运营, 在一定程度上弥补了毛利率的下降压

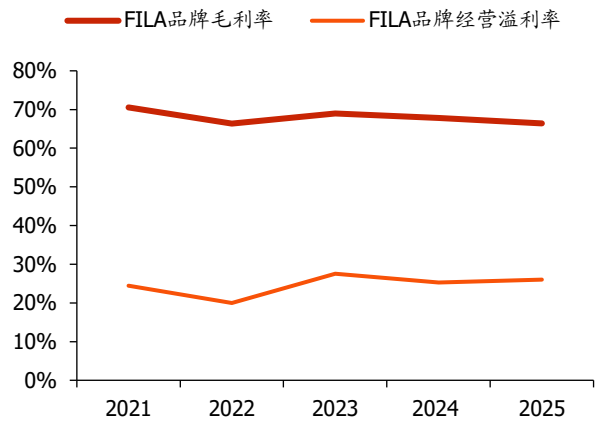
力。在之后的发展过程中 FILA 将继续坚持品牌高端定位，产品结构顺应消费需求的变化进行调整，同时线下渠道提质增效，线上业务快速增长。

图表27: 2021~2025年FILA品牌营收及增速(百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表28: 2021~2025年FILA品牌毛利率及经营利润率(%)

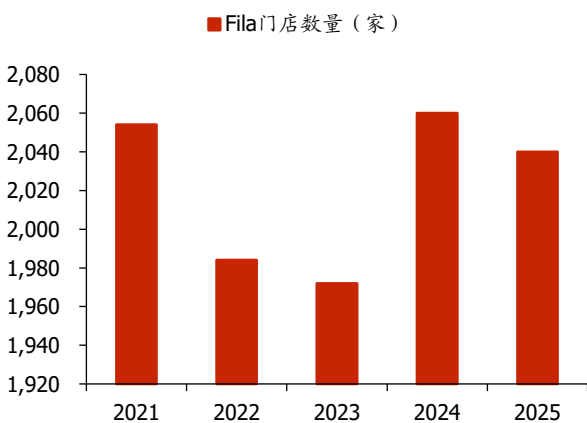


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2.1 渠道端: 优化渠道形象, 提升销售质量

门店数量大致保持稳定, 推进顶级店型布局。截止 2025 FILA 拥有线下门店 2040 家, 在经过前期的快速扩张后, 为了实现长期健康增长公司对低效店铺进行优化调整, 2021~2025 年 FILA 品牌门店数量基本保持稳定在 2000 家左右, 后续我们判断门店数量将保持稳定。与此同时, 在现有门店体量的基础上, FILA 在一二线城市的高端商圈通过打造差异化的顶级店型来升级品牌形象和零售体验, 2025 年 FILA 确立了“一店一主题”策略, 在西安赛格开设 FILA Topia 一号店, 融合了竞技精神与当地文化, 打造兼具文化展示与消费体验的零售场景, 同时针对高尔夫运动, FILA 开设“Master Club”店型, 围绕菁英人士的全方位生活方式进行延展, 强化专业形象与高端调性。

图表29: FILA品牌门店数量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表30: FILA Topia 西安一号店



资料来源: FILA 公众号, 国盛证券研究所

电商渠道是 FILA 品牌的重要增长引擎, 借助电商业务实现对更广泛市场的覆盖。FILA 整体定位高端运动时尚, 因此我们判断线下渠道门店多位于高线城市核心商圈, 低线城市门店数量布局或较少, 电商业务是 FILA 渗透更广泛市场的重要途径, 同时 FILA 电商团队持续追求效率提升, 2024 年“双十一”期间 FILA 品牌已排名天猫及抖音运动鞋服类目榜单第二名, 2025 年“双十一”期间 FILA 在天猫及抖音两大平台的运动服饰类目中排名均位列第一, 多项细分品类登顶榜单。

4.2.2 产品端：FILA 专业运动品类占比提升，鞋服结构优化

深耕“菁英运动”赛道，专业属性显著增加。FILA 在坚持时尚基调的同时，精准发力于网球与高尔夫两大具备高成长潜力与圈层影响力的专业运动领域，2025 年下半年 FILA 推出全新网球战略，旨在打造覆盖赛事、球员、产品、研发与社群之全维度生态圈，在产品方面 FILA 发力“BB1 大满贯 POLO 衫”及“苏珊裙”等经典产品。在高尔夫领域，FILA 通过连续三年赞助沃尔沃中国公开赛、主办 FILA GOLF 女子菁英赛及中国青少年高尔夫球精英赛，并签约 LPGA 冠军殷若宁，提升品牌在高尔夫专业圈层的认可。

图表31: FILA 网球战略举措

FILA 网球战略举措	
赛事	FILA 与中国网球公开赛连续六年合作，2025 年升级成为赛事独家官方运动鞋服赞助商。
球员	FILA 宣布目前排名中国网球男子单打第一的布云朝克特成为其网球代言人，这是 FILA 中国首位签约男子网球运动员，也意味着 FILA 网球形成“本土领军人物+全球顶尖球员”的签约球员矩阵。
产品	FILA 发力网球产品系列，核心产品包括“BB1 大满贯 POLO 衫”及“苏珊裙”等经典产品。
研发	FILA 宣布与北京体育大学、北京服装学院达成合作，打造企学研闭环生态链，搭建包含专业运动员及网球爱好者运动表现数据的亚洲网球运动数据库，聚焦运动科技、设计美学趋势、顶级材料和人体工学版型设计，启动产品创新研发项目。
社群	FILA 推出“最美球场计划”，将逐步在全国 30 多座城市打造融合城市天际线、湖边及森林场景等地标性球场，并与当地网球俱乐部持续开展社群活动。

资料来源：安踏集团公众号，公司公告，国盛证券研究所

鞋类业务规模继续扩大，爆款 IP 矩阵持续扩容。2024 年以来在服装产品之外，FILA 品牌着重将鞋类产品作为重要的增长引擎，2024 年 FILA 推动百万双 IP 商品家族打造，巩固品牌在老爹鞋、面包鞋、板鞋等品类的消费者心智，2025 年 FILA 推出科技老爹鞋 FILA Vetta，成功塑造独特的“V 头鞋”新风格，获得市场广泛追捧，并驱动老爹鞋家族全年销量达成近千万双。

图表32: FILA Vetta 鞋款



资料来源：FILA 公众号，国盛证券研究所

图表33: FILA 华夫猫爪鞋

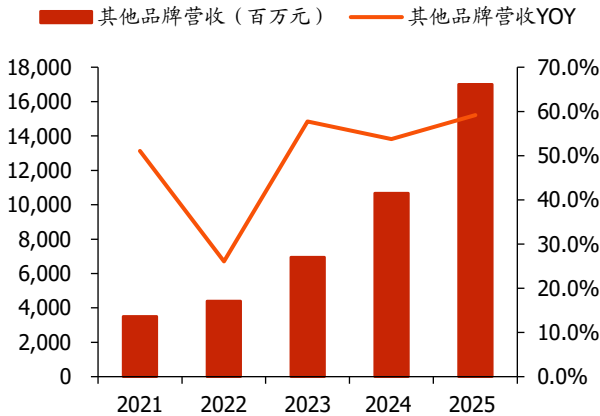


资料来源：FILA 公众号，国盛证券研究所

4.3 其他品牌：保持快速增长态势，持续拓宽品牌矩阵

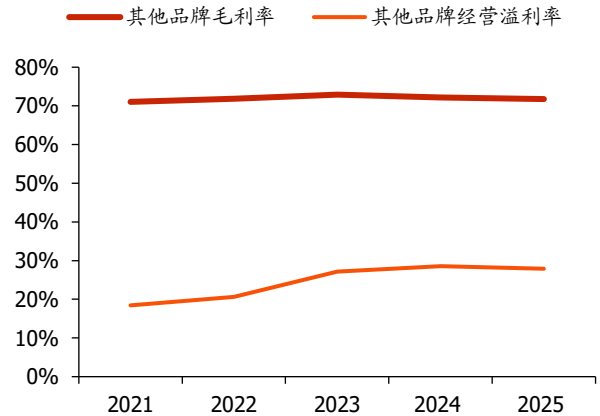
安踏集团品牌运营能力赋能，其他品牌销售与盈利规模快速扩张。2025年其他品牌营收同比增长59.2%至169.96亿元，毛利率同比下降0.4pcts至71.8%，经营利润率下降0.7pcts至27.9%。截至2025年末迪桑特门店数量较年初增加30家至256家，Kolon Sport门店数量较年初增加18家至209家。受益于赛道优质以及安踏集团卓越的多品牌运营能力，长期来看其他品牌业务有望保持快速增长趋势。

图表34：2021~2025年其他品牌营收及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表35：2021~2025年其他品牌毛利率以及经营溢利率（%）



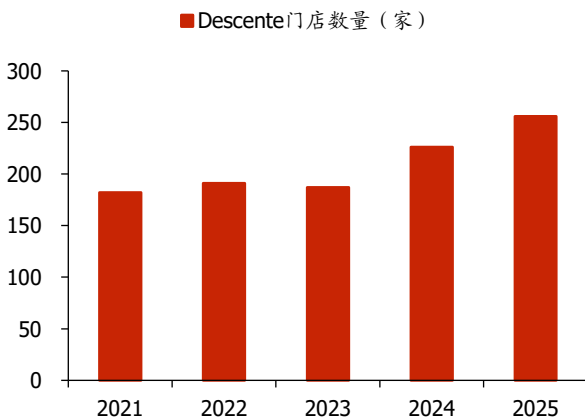
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.3.1 迪桑特：流水规模突破100亿元，进入增长新阶段

迪桑特流水规模突破100亿元，成为安踏体育集团第三大品牌。2025年迪桑特流水规模突破100亿元，截止2025年末迪桑特门店数量为256家，月均店效在270万左右。目前已成为安踏体育旗下继安踏、FILA品牌之后的第三个零售规模突破百亿大关的品牌，正式进入稳健可持续增长的新阶段。

长期来看，迪桑特将通过产品创新、丰富品牌矩阵、提升零售运营效率推动增长。在品类层面，迪桑特以滑雪、高尔夫、铁人三项为核心的三大专业运动场景，聚焦高质感的专业运动市场，与此同时迪桑特逐步拓展儿童市场，主打高端专业儿童运动装备。在零售运营层面，迪桑特通过D-Tour、会员活动及线下体验营等多种形式，强化社群联结，吸引追求专业运动与高端生活方式的消费群体。

图表36：迪桑特门店数量（家）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表37：迪桑特儿童系列服装



资料来源：迪桑特公众号，国盛证券研究所

4.3.2 可隆：聚焦户外赛道，流水规模快速扩大

可隆流水规模突破 60 亿元，店效表现优异。2025 年可隆流水规模突破 60 亿元，平均店效约为 200 万元，可隆定位为融合潮流设计与卓越功能的高端品质户外生活方式品牌，品牌持续深耕徒步、登山、露营、钓鱼等多元户外场景。

中长期来看，可隆体育将通过产品矩阵优化、拓宽地域渗透及强化社群运营持续释放增长动能。从产品角度来看，目前可隆品牌鞋服品类均有优异的增长表现，2025 年可隆战略性扩大鞋类产品占比，同时可隆全新设立先锋灵感支线“K:系列”，主打高端静奢户外风格，精准触达追求高质感的精英圈层。在地域拓展层面，品牌正将店铺布局全国化。凭借东北、华北、华东市场的坚实基础，品牌重点推行精细化营运，进一步扩展至华南、华西市场。在零售运营层面，可隆通过“可隆路营实验室”进一步拓展社群活动。

图表38: 可隆体育门店数量(家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表39: 可隆路营实验室活动



资料来源: 可隆公众号, 国盛证券研究所

4.3.3 Jack Wolfskin: 短期业务重塑中，品牌复兴计划推进

公司收购户外品牌 Jack Wolfskin，充实品牌版图。2025 年安踏体育收购德国户外品牌 Jack Wolfskin (狼爪)，Jack Wolfskin 定位专业户外，应用场景覆盖徒步、自行车、滑雪以及露营等品类，核心市场为德国、奥地利以及瑞士。收购 2.9 亿美元，该笔收购于 2025 年 5 月 31 日完成，从并表周 2025 群安踏集团 Jack Wolfskin 业务实现收入 11.46 亿元，亏损 3.02 亿元。

推出全球品牌复兴计划，推动 Jack Wolfskin 长期增长。安踏集团在收购 Jack Wolfskin 后为其制定了五年的全球品牌复兴计划，目前安踏集团已确立 Jack Wolfskin 全场景专业徒步品牌定位，将透过匹配的商品和渠道，释放品牌价值，我们判断 Jack Wolfskin 丰富了安踏集团在大众市场的户外业务布局，提升安踏集团在户外领域的影响力，同时借助 Jack Wolfskin 安踏集团全球化业务得到深化。

图表40: 狼爪目前天猫旗舰店销售产品及价格

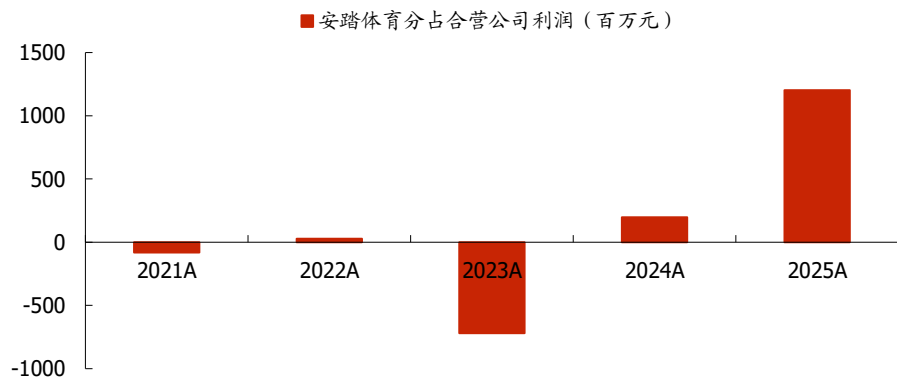
1079	239	299	274	299	499
¥1079.00	¥214.00	¥299.00	¥274.00	¥263.44	¥421.36
Jack Wolfskin狼爪新款男女40L大容量徒步双肩包 轻量化透气系统AG2986 总销量: 14	Jack Wolfskin狼爪20春夏新款户外透气平复气排POLO衫AG2442 总销量: 568+	Jack Wolfskin狼爪男女情侣户外透气徒步户外排汗POLO衫AG21565 总销量: 298+	Jack Wolfskin狼爪20春夏新款ROCKEER户外徒步户外透气排汗AG3742 总销量: 71	Jack Wolfskin狼爪20春夏新款户外透气徒步户外排汗POLO衫AG2445 总销量: 208+	Jack Wolfskin狼爪20春夏新款户外透气徒步户外排汗POLO衫AG4968 总销量: 130+
159	179	179	279		279
¥159.00	¥171.95	¥171.95	¥254.00	¥349.00	¥254.00
Jack Wolfskin狼爪春夏新款男女情侣徒步户外透气排汗POLO衫AG2325 总销量: 888+	Jack Wolfskin狼爪20春夏新款ROCKEER户外徒步户外透气排汗AG6083 总销量: 133+	Jack Wolfskin狼爪20春夏新款POLO户外透气徒步户外排汗AG24683 总销量: 588+	Jack Wolfskin狼爪20春夏新款户外透气徒步户外排汗POLO衫AG2325 总销量: 1038+	Jack Wolfskin狼爪男女情侣户外徒步户外排汗POLO衫AG232541 总销量: 208+	Jack Wolfskin狼爪20春夏新款ROCKEER户外徒步户外排汗POLO衫AG232541 总销量: 208+

资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

4.4 Amer Sports: 2025年表现持续超预期, 长期业绩贡献可期

经营表现优异, 长期业绩快速增长可期。2025年 Amer Sports 经营表现优异, Amer Sports 在全球范围营收同比增长 27%至 65.7 亿美元, 其中大中华区增长强劲, 2025 年安踏体育分占联营公司盈利为 12.03 亿元 (2024 年同期为 1.98 亿元), 根据 Amer Sports 指引, 2026 年 Amer Sports 公司自身经调整后归母净利润为 6.91-7.21 亿美元, 同比增长 27%-32%, 安踏体育或从中受益。

图表41: 安踏体育分占合营公司利润 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

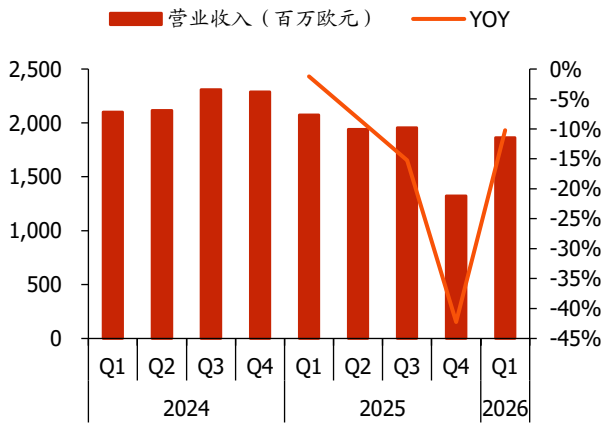
长期来看, Amer Sports 围绕始祖鸟、Salomon、Wilson 三大品牌, 推动公司业绩增长。2025 年 Amer Sports 自身持续呈现超预期的业绩增长表现, 分品牌来看 2025 年以 Arc'teryx 为核心品牌的 Technical Apparel 业务营收大幅增长 30%至 28.6 亿美元, 表现优异, 长期以来始祖鸟以服装为重点品类, 未来我们判断始祖鸟将逐步强化对于女性市场以及鞋类产品的布局; 2025 年以 Salomon 为核心品牌的 Outdoor Performance 分部营收同比增长 31%至 24 亿美元, 我们判断 Salomon 在原有的户外越野定位基础上, 探索运动时尚领域的增长机会; 2025 年以 Wilson 为核心品牌的 Ball & Racquet 分部营收同比增长 13%至 13.1 亿美元, 我们判断目前球拍业务发展相对稳定, 后续 Wilson 将通过增加鞋服产品带动品牌增长。

4.5 Puma: 拟收购 PUMA, “单聚焦、全球化、多品牌” 战略深化

2026年初安踏体育发布公告, 拟收购 PUMA SE, 拓宽业务版图。2026年初安踏体育发布公告拟收购 PUMA SE 29.06% 的股份, 本次交易总额 15.06 亿欧元 (约 122.78 亿元人民币), 以公司自有现金支付, 该交易有望于 2026 年底前完成。交易完成后安踏体育将成为 PUMA 的最大股东, 安踏体育向 PUMA 监事会委派合适的代表, 同时保持各自业务运营的独立性, 在此基础上推进合作。

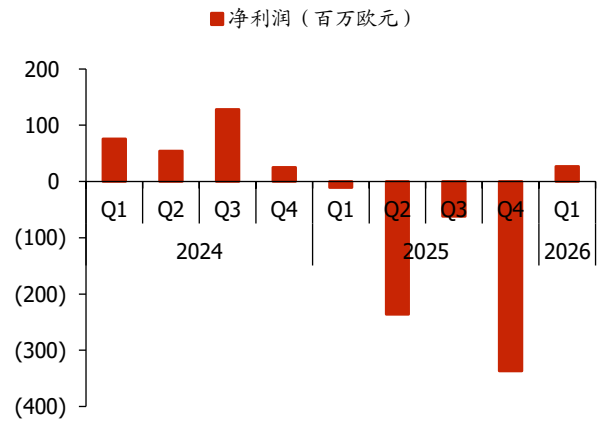
PUMA 短期处于业绩阵痛期, 收购完成后安踏体育有望赋能 PUMA 业绩改善。根据 PUMA 发布的财报显示, 货币中性基础上 2025 全年公司营收下降 8.1% 至 73 亿欧元, 2025 年公司报表 EBIT 亏损 3.6 亿欧元, 报表净亏损 6.5 亿欧元。货币中性基础上 2026Q1 公司营收下降 1% 至 18.6 亿欧元, 其中 EMEA 营收下降 10.4% 至 7.7 亿欧元, 美洲营收增长 6.1% 至 6.6 亿欧元, 亚太地区营收增长 7.9% 至 4.3 亿欧元, 2026Q1 公司报表 EBIT 盈利 0.52 亿欧元, 报表净利润 0.27 亿欧元。公司预计 2026 全年货币中性基础上营收下降低至中单位数, EBIT 预计亏损 0.5 亿至 1.5 亿欧元。我们判断目前 PUMA 处于战略调整阶段, 长期来看 PUMA 拥有着深厚的品牌资产、全球影响力及体育资源, 同时安踏体育在中国及全球市场推动多品牌转型、价值重塑及高质量成长等方面已积累了成功经验, 双方合作下长期 PUMA 有望重新恢复增长。

图表42: PUMA 2024Q1~2026Q1 营收及增速 (百万欧元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表43: PUMA 2024Q1~2026Q1 净利润 (百万欧元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

收入端: 我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 878.0/962.9/1055.4 亿元, 同比+9.5%/+9.7%/+9.6%。具体增长动因我们认为主要来源于以下方面: 1) 安踏品牌: 我们预计安踏品牌 2026-2028 年营收同比+2.5%/+3.5%/+3.6%, 当前时点安踏正处于品牌优化过程, 品牌影响力的提升叠加产品结构升级, 有望驱动销售增长。2) FILA 品牌: 我们预计 FILA 品牌 2026-2028 年营收同比+6.2%/+6.0%/+6.1%。当前 FILA 正从高速增长阶段转向高质量增长阶段, 渠道数量基本保持稳定, 品牌聚焦店效提升, 同时在产品结构中拓展鞋类和专业运动品类, 拓宽增长来源。3) 其他品牌: 我们预计其他品牌 2026-2028 年营收同比+29.1%/+24.6%/+21.9%。目前冰雪、露营等户外运动正处于快速增长阶段, 迪桑特和可隆体育产品力领先, 同时品牌知名度高, 在公司高效的多品牌运营能力下, 我们预计未来三年营收仍将保持快速增长势头。

图表44: 2024~2028 年安踏体育营收拆分 (亿元, %)

		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
安踏品牌	安踏线下	215.4	218.9	222.5	228.4	234.5
	YOY	5.7%	1.7%	1.6%	2.7%	2.7%
	安踏电商	119.9	128.6	133.8	140.5	147.5
	YOY	20.7%	7.3%	4.0%	5.0%	5.0%
	小计	335.2	347.5	356.3	368.9	382.0
	YOY	10.6%	3.7%	2.5%	3.5%	3.6%
FILA 品牌	FILA 线下	161.6	163.3	170.1	176.4	182.9
	YOY	1.0%	1.0%	4.2%	3.7%	3.7%
	FILA 电商	104.7	121.4	132.3	144.2	157.2
	YOY	15.0%	16.0%	9.0%	9.0%	9.0%
	小计	266.3	284.7	302.4	320.6	340.1
	YOY	6.1%	6.9%	6.2%	6.0%	6.1%
其他品牌	迪桑特	65.2	88.6	109.5	133.8	158.4
	YOY	44.0%	36.0%	23.6%	22.2%	18.3%
	可隆体育	34.0	56.4	71.7	90.0	110.5
	YOY	63.0%	66.0%	27.1%	25.5%	22.8%
	小计	106.8	170.0	219.3	273.4	333.3
	YOY	54%	59.2%	29.1%	24.6%	21.9%
营业总收入		708.3	802.2	878.0	962.9	1055.4
YOY		13.6%	13.3%	9.5%	9.7%	9.6%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测

利润端: 我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 **156.60/158.19/176.34** 亿元, 同比+15.2%/+1.0%/+11.5%, 其中 2026 年利润中含 16 亿元一次性非现金收益。1) 毛利率: 中长期来看我们预计品牌终端折扣在现有基础上有望改善从而带动毛利率修复; 同时安踏/FILA 产品结构升级持续推进, 叠加高毛利率的其他品牌占比提升带来品牌结构红利, 我们判断公司毛利率仍有进一步提升空间。2) 费用率: 为维持品牌曝光 (包括体育赛事赞助及品牌代言), 叠加新收购品牌整合初期的费用投入, 我们预计公司 2026-2028 年销售费用以及管理费用率仍保持较高水平。

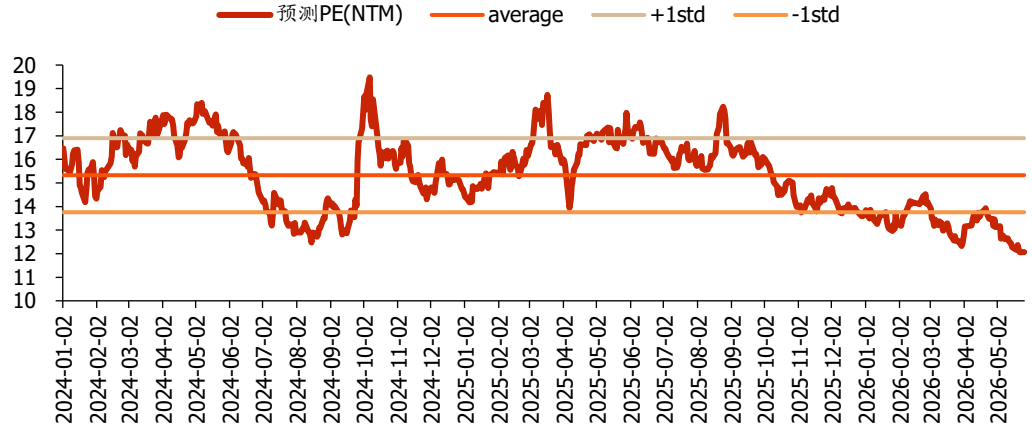
图表45: 2024~2028 年公司盈利能力拆分 (%)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	62.2%	62.0%	62.4%	62.8%	63.1%
销售费用率	36.2%	35.5%	37.0%	36.9%	36.9%
管理费用率	5.9%	6.5%	6.2%	6.2%	6.2%
归母净利率	22.0%	16.9%	17.8%	16.4%	16.7%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资建议: 公司作为全球运动鞋服龙头之一, 旗下品牌高效运营成果显著, 不考虑一次性利得我们预计公司 2026 年归母净利润为 140.6 亿元, 对应 2026 年 PE 为 13 倍, 预计 2027/2028 年归母净利润为 158.19/176.34 亿元, 2025~2028 年归母净利润 CAGR 为 9%, 维持“买入”评级。

图表46: 安踏体育 PE NTM 走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 截止日期为 2026 年 5 月 26 日

图表47: 相对估值表

	总市值 (亿港元)	归母净利润 (亿元)					PE		
		2024	2025	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
安踏体育	2,104.5	155.96	135.88	156.60	158.19	176.34	11.7	11.6	10.4
特步国际	119.0	12.38	13.72	12.60	14.17	16.00	8.2	7.3	6.5
361度	108.4	11.49	13.09	14.55	16.24	17.96	6.5	5.8	5.3
李宁	467.6	30.13	29.36	28.57	32.50	37.06	14.2	12.5	11.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测。估值日期为 2026 年 5 月 26 日, 汇率为 1 港元=0.87 人民币元

6. 风险提示

消费环境波动风险。当前海外及国内消费环境仍处于波动态势, 后续倘若消费力修复不及预期, 或对各公司终端流水造成影响。

门店及电商业务不及预期。在消费疲软的情况下, 公司的门店扩张会相对谨慎, 新品牌的开展也会受到影响。目前电商业务在公司中的收入占比较高, 倘若后续电商业务推进不及预期, 或将对公司收入业绩表现造成影响。

汇率波动风险。公司存在海外业务, 汇率波动会从收入及汇兑损益等层面对于公司财务表现造成影响。

测算误差风险。公司分渠道及分品牌 ai 表现系根据行业情况及公司业务情况推断, 仅供参考, 提醒关注测算误差风险。

品牌收购和整合进度不及预期。2025 年公司收购 Jack Wolfskin, 2026 年拟收购 PUMA, 我们判断后续倘若新品牌收购和整合进度延长, 或对公司业绩造成影响。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com