下载日志已记录，仅供内部参考

纺织服饰

运动鞋服：走过黄金时代，当前需求分化，重视优质标的

2020 年以来，国内运动鞋服行业经历了较大变化，行业增速逐步放缓，上市公司股价整体呈震荡走势。本篇专题报告旨在复盘运动鞋服行业的发展历程，并对未来行业发展方向及板块投资逻辑进行分析研判。

2016~2021 年是运动品牌发展的黄金时代，板块公司业绩表现优异，估值中枢持续上行。我们认为 2016~2021 年是国内运动鞋服行业快速发展的黄金阶段，期间港股重点运动鞋服公司收入/归母净利润 CAGR 分别达到 23%/27%，Nike、adidas 等国际综合性运动品牌在大中华区同样实现较快增长。在业绩持续增长以及市场对行业长期发展空间保持乐观的背景下，板块公司估值中枢同步上行。我们判断这一阶段的行业高景气主要由以下因素驱动：1）居民收入增长和消费升级夯实服饰消费基础，2014~2021 年我国居民人均可支配收入 CAGR 约为 8.3%；2）健康意识增强及政策支持推动居民运动参与率持续提升；3）运动鞋服逐步突破专业运动场景，向日常生活、休闲及通勤场景渗透，消费客群和使用边界持续扩张。

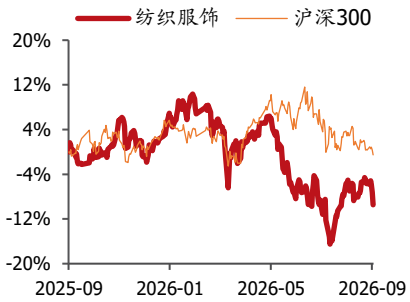
2022 年以来运动鞋服行业增速放缓，板块标的公司经历“杀估值”。2021~2025 年港股重点运动鞋服公司收入/归母净利润 CAGR 分别回落至 11%/10%，部分品牌阶段性面临库存压力、折扣加深等问题。2026 年以来运动鞋服品牌公司经营表现仍较为波动，其中 2026Q1 在节庆需求带动下板块公司销售表现较好，2026Q2 以及 Q3 受限于天气波动等因素，品牌公司流水表现走弱。反映在估值层面，运动鞋服板块公司平均估值由 2021 年中的约 40 倍下降至目前的约 10 倍。**我们判断行业放缓主要源于以下方面：**1）消费环境波动，居民服饰消费趋于谨慎；2）运动参与率及运动鞋服渗透率已处于较高水平，我国经常参加体育锻炼的人数比例在 2014/2020/2025 年分别达到 33.9%/37.2%/38.52%，而《全民健身计划（2026—2030 年）》提出到 2030 年达到 40%，运动参与率的提升速度趋缓；3）休闲服饰品牌持续强化产品的运动功能和多场景适用性，与运动品牌之间的竞争进一步加剧。

我们预计未来运动鞋服行业或将进入总量稳健增长、需求结构分化的阶段，投资上重点关注集团化公司和垂类品牌。一方面，具备多品牌运营能力的集团化公司可通过收购、合资或孵化品牌切入具有增长潜力的细分赛道，并利用集团在供应链、渠道、零售运营及人才等方面的资源，提高新品牌的成长效率，安踏体育对 DESCENTE、KOLON SPORT 及 MAIA ACTIVE 等品牌的布局和运营具有一定代表性。另一方面，在专业领域具备突出产品力和较强品牌影响力的垂类品牌，有望在行业红利减弱后继续提升细分市场份额，并在不削弱专业定位的基础上，通过拓展品类及生活方式场景实现破圈，代表品牌包括 Arc’teryx、On 和 HOKA 等。

投资建议：重点推荐集团化运营能力显著的安踏体育，公司多品牌运营能力卓越，有机会把握各细分赛道/品类的增长机会，从而提升集团层面的增长韧性，当前股价对应 2026/2027 年 PE 为 12（不考虑一次性利得）/11 倍；关注李宁，随着产品结构的优化，公司业绩存在改善空间，当前股价对应 2026/2027 年 PE 为 13/11 倍；另外在非运动鞋服板块，我们此前也

增持（维持）

行业走势



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

1、《纺织服饰：周专题：Zara 母公司 Inditex 发布 FY2026H1 半年报，经营表现优异》 2026-09-13

2、《纺织服饰：品牌服饰个股业绩分化，成衣制造 Q2 环比改善——2026H1 行业总结》 2026-09-06

3、《纺织服饰：周专题：lululemon FY26Q2 北美需求承压，中国业务增长放缓》 2026-09-06

下载日志已记录，仅供内部参考

有提到休闲品牌的运动化是目前的重要趋势，我们推荐比音勒芬，业绩增长的确定性较高，对应 2026/2027 年 PE 为 19/15 倍。

风险提示：消费力疲软及消费环境波动风险，门店扩张不及预期，电商业务建设不及预期，管理层团队优化不及预期，汇率波动风险。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS（元）				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002832.SZ	比音勒芬	买入	0.96	1.31	1.66	1.91	26.0	19.1	15.1	13.1
2020.HK	安踏体育	买入	4.86	5.63	5.73	6.41	12.9	11.1	10.9	9.8
2331.HK	李宁	买入	1.14	0.86	1.00	1.10	9.9	13.0	11.2	10.2
1368.HK	特步国际	买入	0.49	0.41	0.46	0.50	5.8	6.9	6.2	5.6
1361.HK	361 度	买入	0.60	0.67	0.75	0.83	6.3	5.6	5.1	4.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、2016~2021 年为何是运动品牌的黄金时代？ 4
1.1 黄金时代体现在哪里：业绩高增与估值中枢上行 4
1.2 行业需求为何快速扩张：消费升级+运动参与率提升+使用场景破圈 6
二、2022 年以来运动鞋服行业发生了哪些变化？ 8
2.1 行业基本面以及估值情况走势如何：增速放缓与估值中枢下移 8
2.2 行业增速为何放缓：消费承压+行业高基数+跨场景渗透放缓 10
三、未来运动鞋服行业将如何增长？ 12
3.1 哪些专业运动品类仍有增长空间：跑步、户外与新兴运动 12
3.2 哪些品牌仍能破圈：小众专业品牌、重视设计的综合性品牌 14
3.3 海外成熟市场：新兴品牌通过品类延伸扩大规模，综合性品牌依靠产品焕新拓展消费客群 15
四、当前运动鞋服板块应如何选择投资标的？ 18
五、风险提示 19

图表目录

图表 1: 2016~2021 年 H 股运动鞋服公司营收合计及增速（亿元，%） 4
图表 2: 2016~2021 年 H 股运动鞋服公司归母净利润合计及增速（亿元，%） 4
图表 3: 2014~2017 年 adidas 大中华区收入及增速（百万欧元，%） 5
图表 4: FY2015~FY2021 Nike 大中华收入及增速（百万美元） 5
图表 5: 安踏体育/李宁/特步国际/361 度 PE-NTM 走势 5
图表 6: 2015~2021 年安踏体育/李宁/特步国际/361 度年度涨跌幅（%） 6
图表 7: 2010~2025 年中国人均可支配收入（元，%） 6
图表 8: 2010~2025 年服装鞋帽针纺织品类零售额 YOY（%） 6
图表 9: 政府关于推动运动健身的政策文件 7
图表 10: FILA 品牌营收及增速（百万元，%） 7
图表 11: 中国李宁 2018 年纽约时装周走秀 7
图表 12: 2021~2025 年 H 股运动鞋服公司营收合计及增速（亿元，%） 8
图表 13: 2021~2025 年 H 股运动鞋服公司归母净利润合计及增速（亿元，%） 8
图表 14: 2021~2025 年 adidas 大中华区收入及增速（百万欧元，%） 8
图表 15: FY2022~FY2026 Nike 大中华区收入及增速（百万美元，%） 8
图表 16: 运动品牌 2025Q1~2026Q2 分季度流水增速（%） 9
图表 17: 2021~2026 年安踏体育/李宁/特步国际/361 度 PE-NTM 走势 9
图表 18: 2022~2026 年安踏体育/李宁/特步国际/361 度年度涨跌幅（%） 10
图表 19: 2020~2025 年中国限额以上单位服装鞋帽针纺织品类零售额 YOY/社会消费品零售总额 YOY（%） 10
图表 20: 2007~2030 年我国经常参加体育锻炼的人数比例（%） 11
图表 21: 户外运动重点运动类别核心指标 12
图表 22: 2017~2019 年中国举办的马拉松及相关运动赛事数量（场） 13
图表 23: 2023~2024 年中国举办的路跑赛事数量（场） 13
图表 24: 2019~2029 年中国高性能户外服饰市场规模及增速（十亿元，%） 13
图表 25: 2021~2024 年中国网球人口（百万人） 14
图表 26: 李宁赞助全国匹克球锦标赛 14
图表 27: Lululemon FY2023Q1~FY2026Q2 中国营收及增速（百万美元，%） 14
图表 28: 2024Q1~2026Q2 Amer Sports 大中华区营收（百万美元） 14
图表 29: adidas 重点鞋款 15
图表 30: 李宁荣耀金标系列 15
图表 31: FY2022~FY2026HOKA 品牌收入（百万美元，%） 16
图表 32: 2021~2025 年 On 美国业务收入（百万瑞郎，%） 16
图表 33: 2021~2025 年 On 全球收入（百万瑞郎，%） 16
图表 34: 2021~2025 年 ASICS 公司收入及增速（亿日元，%） 17
图表 35: 2021~2025 年 ASICS 专业跑步业务收入及增速（亿日元，%） 17
图表 36: 2021~2025 年 adidas 公司收入及增速（百万欧元，%） 17
图表 37: 运动鞋服重点公司盈利预测表（亿元，%） 18

下载日志已记录，仅供内部参考

2016 年以来，国内运动鞋服行业经历了从高速增长到增速逐步放缓的变化，上市公司股价整体呈震荡走势。运动鞋服行业过往的高速增长阶段能否再次出现，未来行业的增长趋势将如何演绎。本篇专题报告旨在复盘运动鞋服行业的发展历程，并对未来行业发展方向及板块投资逻辑进行分析研判。

一、2016~2021 年为何是运动品牌的黄金时代？

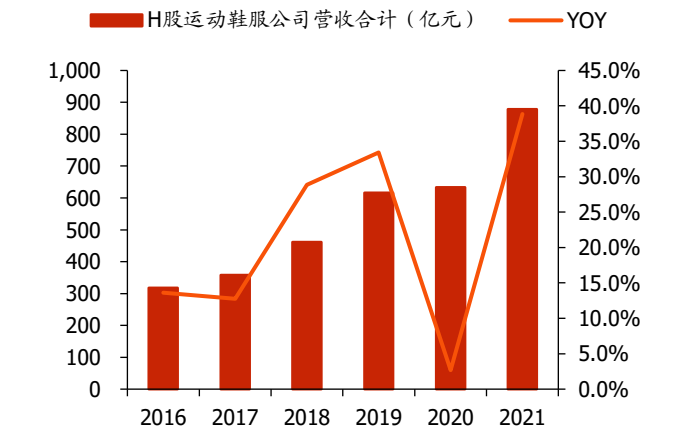
我们认为 2016-2021 年是国内运动鞋服行业快速发展的黄金阶段，在此期间行业需求持续扩张，国内外运动品牌零售额普遍实现较快增长，相关上市公司的收入/归母净利润/市值均迎来明显提升。我们认为这一阶段运动鞋服行业的快速发展并非单一因素驱动，而是宏观经济增长、消费升级、运动参与率提升以及消费场景扩张等多重因素共同作用的结果，从而形成了持续多年的行业高景气。

1.1 黄金时代体现在哪里：业绩高增与估值中枢上行

2016-2021 年在居民消费升级、运动参与率提升以及运动消费场景持续拓展等多重因素推动下，国内运动鞋服行业进入快速发展阶段，板块公司基本面表现优异。

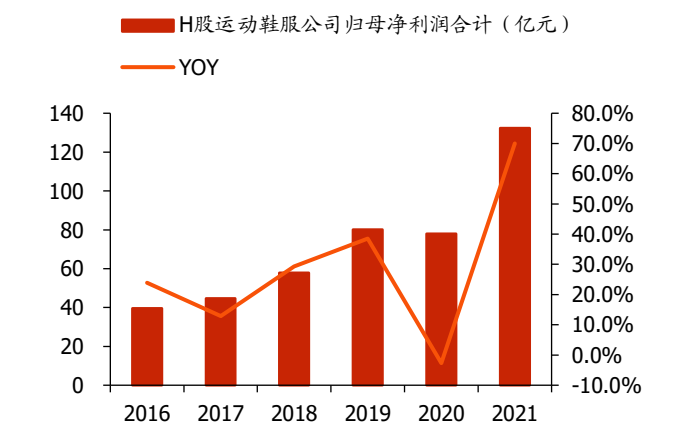
- **H 股运动鞋服公司：**安踏体育、李宁、特步国际、361 度等本土品牌收入及盈利能力持续提升，2016~2021 年 H 股四家运动鞋服公司营收 CAGR 为 23%（其中安踏体育/李宁/特步国际/361 度分别为 30%/23%/13%/3%），归母净利润 CAGR 为 27%（其中安踏体育/李宁/特步国际/361 度分别为 26%/44%/11%/8%）。

图表1：2016~2021 年 H 股运动鞋服公司营收合计及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：2016~2021 年 H 股运动鞋服公司归母净利润合计及增速（亿元，%）

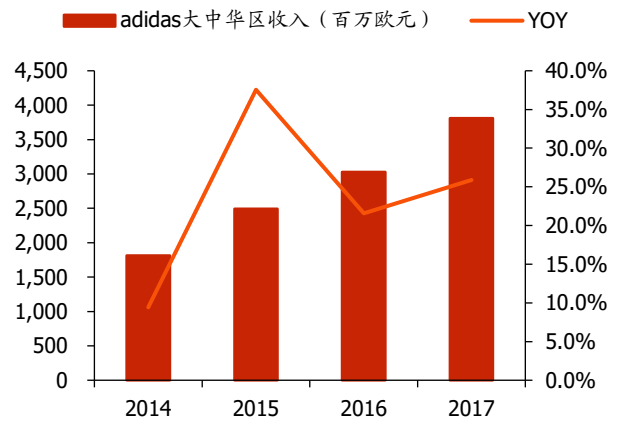


资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **国际综合性运动品牌：**Nike、adidas 等国际品牌在中国市场同样保持较快增长，adidas 2015/2016/2017 年大中华区营收增速分别为 37.5%/21.6%/25.9%，Nike 大中华区收入在 FY2015~FY2019 期间的 CAGR 为 19.3%，增长表现同样优异，我们判断行业整体呈现基本面向好的发展态势。

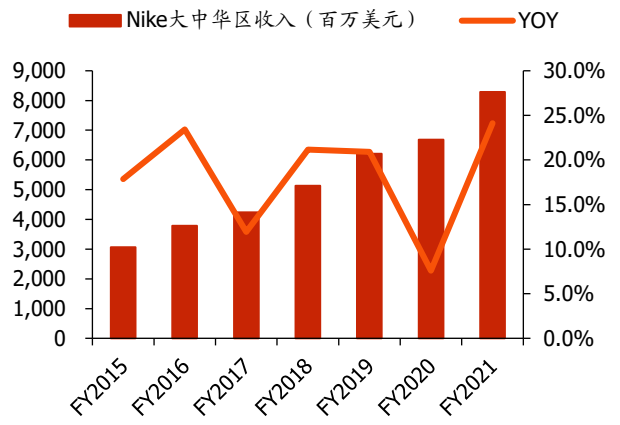
下载日志已记录，仅供内部参考

图表3：2014~2017 年 adidas 大中华区收入及增速（百万欧元，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

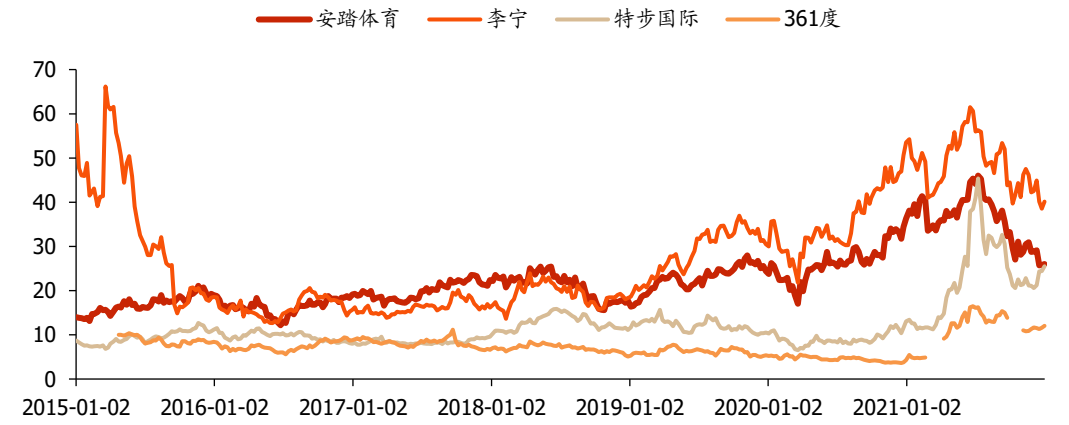
图表4：FY2015~FY2021 Nike 大中华收入及增速（百万美元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

行业景气度持续提升带动资本市场对运动鞋服板块成长性的预期不断强化，板块估值中枢明显上移。安踏体育/李宁/特步国际/361 度 2015~2019 年市值分别+486%/+520%/+71%/-13%，大部分公司迎来估值提升与业绩释放的双击，2020 年初板块公司经历短暂回调，随后重新上涨并延续至 2021 年中，2020 年 4 月初~2021 年 6 月末安踏体育/李宁/特步国际/361 度市值分别+225%/+323%/+513%/+237%。

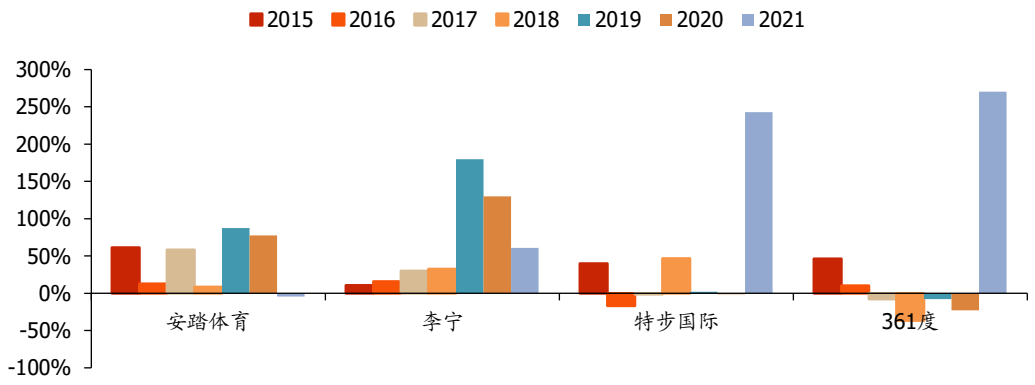
图表5：安踏体育/李宁/特步国际/361 度 PE-NTM 走势



资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表6：2015~2021 年安踏体育/李宁/特步国际/361 度年度涨跌幅（%）



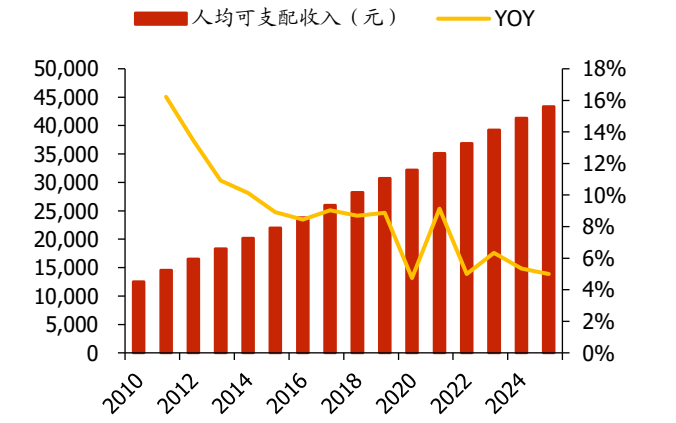
资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.2 行业需求为何快速扩张：消费升级+运动参与率提升+使用场景破圈

我们认为 2016-2021 年运动鞋服行业的快速增长，其核心原因在于宏观居民收入增长背景下，鞋服行业需求端持续扩容，同时运动鞋服消费场景不断拓宽。1）居民收入水平提升夯实了消费基础；2）健康意识增强以及政策出台带动运动参与度持续提升，专业运动需求增长；3）随着运动生活方式逐渐普及，运动鞋服从传统运动场景向日常生活、休闲及通勤场景延伸，持续拓展服装消费边界。在多重因素共同作用下，运动鞋服行业实现了快于整体服装行业的增长。

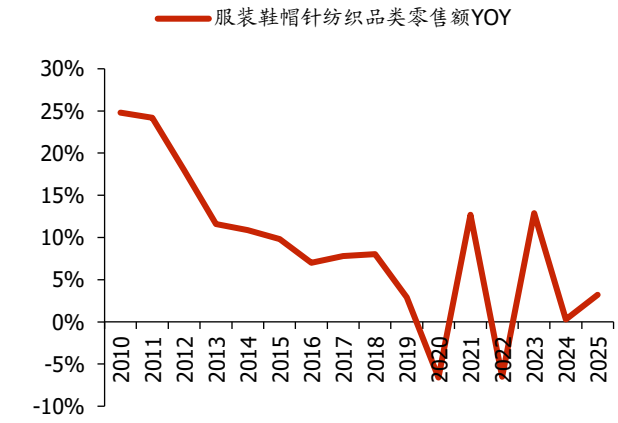
从宏观层面来看，随着居民收入增长，消费结构逐步升级，居民服饰消费诉求提升。根据国家统计局数据，2014-2021 年我国居民人均可支配收入由 20167 元提升至 35128 元（CAGR 约为 8.3%），在收入增长背景下，居民对于服饰消费的支出能力不断提升，带动服装行业整体规模扩张，我们认为运动鞋服作为服饰行业的重要细分品类，在服装消费扩容过程中自然受益。

图表7：2010~2025 年中国人均可支配收入（元，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：2010~2025 年服装鞋帽针纺织品类零售额 YOY（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

在专业运动领域，居民健康意识提升以及国家政策支持也是推动运动鞋服行业发展的重要因素。在经济增长的宏观背景下，政府相关部门积极鼓励全民健身，2014 年国务院发布《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，提出推动体育消费成为新的经济

下载日志已记录，仅供内部参考

增长点；2021 年国务院发布《全民健身计划（2021-2025 年）》，提出进一步完善全民健身公共服务体系。我们认为运动鞋服支出与消费者的运动频率高度相关，居民运动参与度提升有望带动运动鞋服购买频次增加。

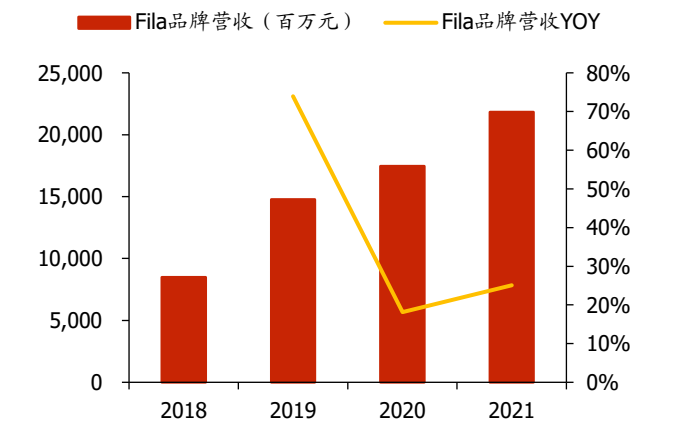
图表9：政府关于推动运动健身的政策文件

发布时间	发布主体	政策文件
2014 年	国务院	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》
2016 年	国务院	《全民健身计划（2016—2020 年）》
2016 年	中共中央、国务院	《“健康中国 2030”规划纲要》
2019 年	国务院	《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》
2021 年	国务院	《全民健身计划（2021—2025 年）》
2021 年	国家体育总局	《“十四五”体育发展规划》
2022 年	中共中央、国务院	《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》
2022 年	体育总局等八部门	《户外运动产业发展规划（2022—2025 年）》

资料来源：中共中央、国务院、国家体育总局等部门，国盛证券研究所

除专业运动需求之外，运动鞋服消费场景持续拓宽至“通勤以及生活”场景。随着球鞋文化兴起和运动生活方式普及，运动鞋服开始突破传统专业运动场景，向日常生活、休闲及通勤场景延伸，Nike、adidas 旗下 Air Jordan 系列、adidas Superstar 等球鞋产品突破运动场景限制，逐步成为大众日常穿搭的重要单品，lululemon 也凭借瑜伽裤等产品切入女性运动及日常生活场景。国内运动鞋服公司中，李宁通过中国李宁系列突出运动与潮流的融合，安踏体育则是通过旗下 FILA 品牌实现对运动生活场景的覆盖，2019/2020/2021 年 FILA 品牌营收增速分别为 73.9%/18.1%/25.1%。

图表10：FILA 品牌营收及增速（百万元，%）



资料来源：安踏体育公司公告，国盛证券研究所

图表11：中国李宁 2018 年纽约时装周走秀



资料来源：界面新闻网，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

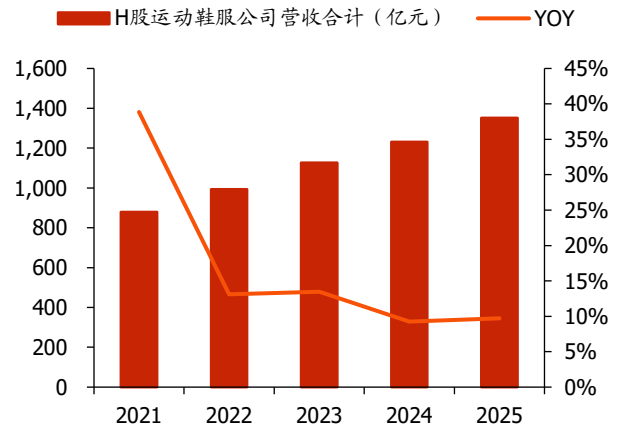
二、2022 年以来运动鞋服行业发生了哪些变化？

2.1 行业基本面以及估值情况走势如何：增速放缓与估值中枢下移

2022~2025 年国内运动鞋服行业整体增速有所放缓，行业由高速扩张阶段逐步进入成熟发展阶段。1）H 股运动鞋服公司：从上市公司表现来看，安踏体育、李宁、特步国际、361 度等国内运动品牌收入增长速度较 2021 年前明显放缓，部分品牌阶段性面临库存压力、折扣加深等问题，2021~2025 年 H 股四家运动鞋服公司营收 CAGR 为 11%（其中安踏体育/李宁/特步国际/361 度分别为 13%/7%/9%/17%），归母净利润 CAGR 为 10%（其中安踏体育/李宁/特步国际/361 度分别为 15%/-8%/11%/21%）。

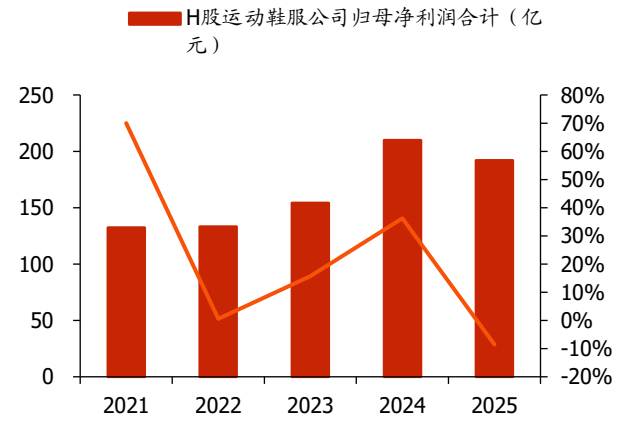
2）国际综合性运动品牌：adidas 从 2024 年开始经营表现有所改善，2024/2025 年大中华区营收增速分别为 8.4%/4.7%；Nike 目前在大中华区以及全球范围内经营表现仍较为低迷，FY2022~FY2026 Nike 大中华区营收 CAGR 为-6%。

图表12：2021~2025 年 H 股运动鞋服公司营收合计及增速（亿元，%）



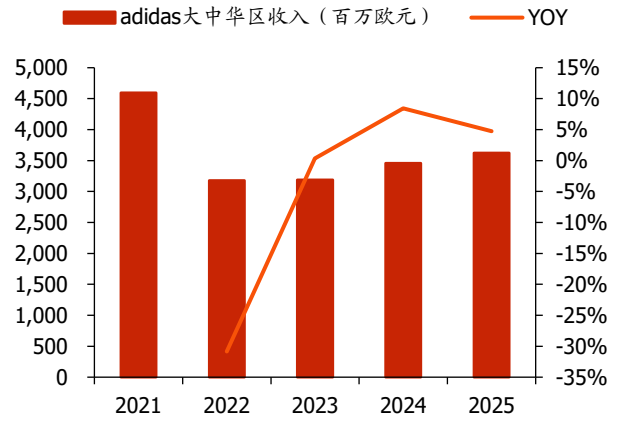
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表13：2021~2025 年 H 股运动鞋服公司归母净利润合计及增速（亿元，%）



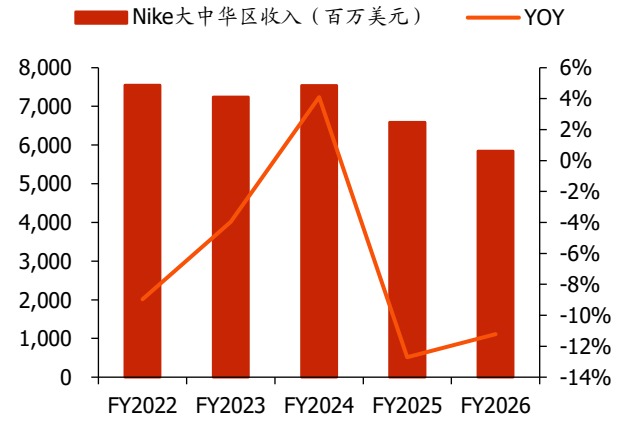
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表14：2021~2025 年 adidas 大中华区收入及增速（百万欧元，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表15：FY2022~FY2026 Nike 大中华区收入及增速（百万美元，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2026H1 运动鞋服品牌公司经营表现较为波动，分季度来看 Q2 表现弱于 Q1。2026H1 四家 H 股运动鞋服公司合计营收同比增长 8.8%至 717 亿元，其中安踏体育/李宁/特步国际/361 度营收同比分别+12.9%/+2.8%/-0.6%/+8%。2026H1 四家 H 股运动鞋服公

下载日志已记录，仅供内部参考

司合计归母净利润同比增长 23.8%至 130.5 亿元，其中安踏体育/李宁/特步国际/361 度归母净利润同比分别+34.9%/+4.5%/-10.5%/+8%，安踏体育利润大幅增长主要系期内 Amer Sports 股权配售产生一次性收益，剔除该因素后 2026H1 安踏体育归母净利润同比增长 12.9%。分季度来看，2026Q1 在节庆需求带动下板块公司销售表现较好，与此同时进入 Q2 后受限于天气波动等因素，品牌公司流水表现走弱。

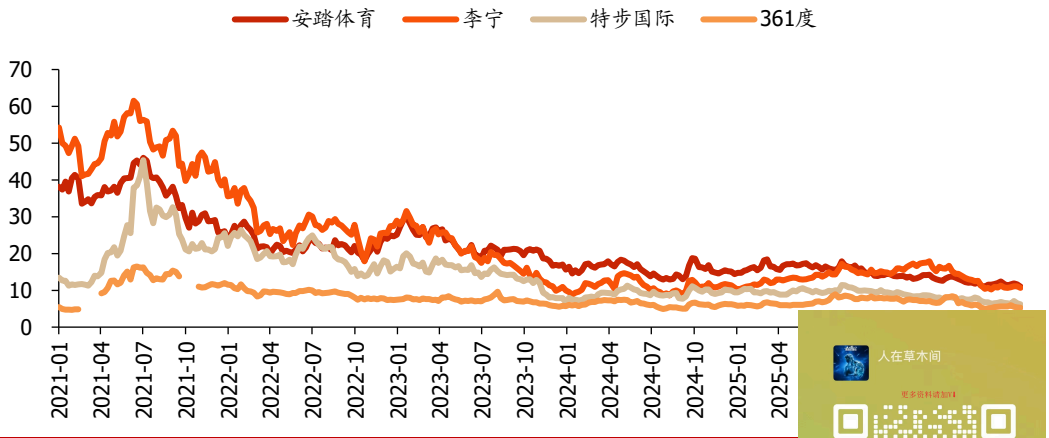
图表16：运动品牌 2025Q1~2026Q2 分季度流水增速（%）

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
安踏体育						
安踏品牌	增长高单位数	增长低单位数	增长低单位数	下降低单位数	增长高单位数	增长低单位数
FILA 品牌	增长高单位数	增长中单位数	增长低单位数	增长中单位数	增长 10%~20%低段	增长低单位数
安踏其他	增长 65%~70%	增长 50%~55%	增长 45%~50%	增长 35%~40%	增长 40%~45%	增长 25%~30%
李宁						
李宁成人	增长低单位数	增长低单位数	下降中单位数	下降低单位数	增长中单位数	下降低单位数
——线下	增长低单位数	下降低单位数	下降高单位数	下降中单位数	增长中单位数	下降低单位数
——线下直营	下降低单位数	下降中单位数	下降中单位数	下降低单位数	增长 10%~20%低段	下降低单位数
——线下加盟	增长低单位数	增长低单位数	下降高单位数	下降中单位数	增长低单位数	下降中单位数
——电商	增长 10%-20%低段	增长中单位数	增长高单位数	持平	增长高单位数	增长中单位数
特步国际						
特步品牌	增长中单位数	增长低单位数	增长低单位数	持平	增长低单位数	下降中单位数
索康尼品牌	增长 40%+	增长 20%+	增长 20%+	增长 30%+	增长 20%+	增长低单位数
361 度						
成人线下	10%~15%	10%	10%	10%	10%	中高单位数
儿童线下	10%~15%	10%	10%	10%	10%	中高单位数
电商	35%~40%	20%	20%	高双位数	中双位数	高单位数

资料来源：安踏体育公司公告，李宁公司公告，特步国际公司公告，361 度公司公告，国盛证券研究所

从资本市场表现来看，运动鞋服板块估值中枢较 2021 年高点明显回落。此前市场对于行业长期成长空间给予较高估值，但随着行业增速下降以及消费环境变化，市场对于各公司的长期增长预期下调，板块估值快速回落，运动鞋服板块四家公司平均估值从 2021 年中的 40x 下降至目前的 10x 左右，当前（2026 年 9 月 11 日）安踏体育/李宁/特步国际市值对比 2021 年 7 月初-55%/-84%/-69%，361 度市值对比 2021 年 7 月初+29%。

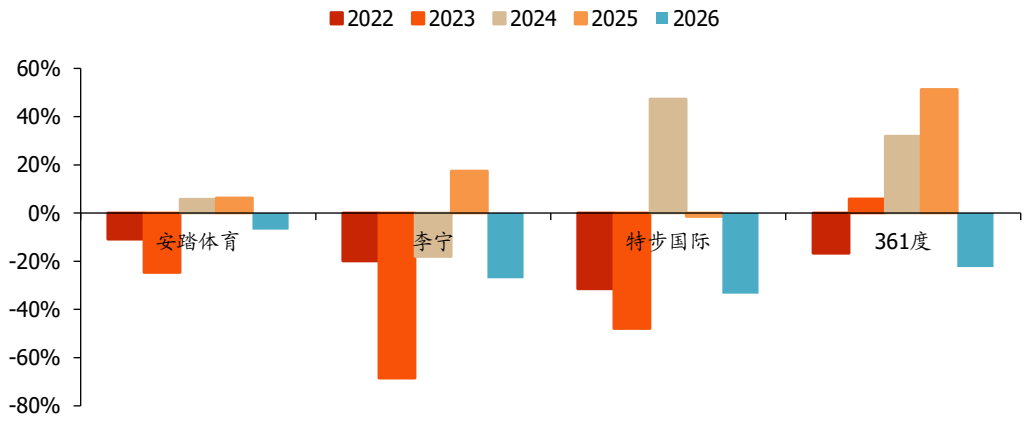
图表17：2021~2026 年安踏体育/李宁/特步国际/361 度 PE-NTM 走势



资料来源：wind，国盛证券研究所，2026 年估值截止 2026 年 9 月 11 日

下载日志已记录，仅供内部参考

图表18：2022~2026 年安踏体育/李宁/特步国际/361 度年度涨跌幅（%）



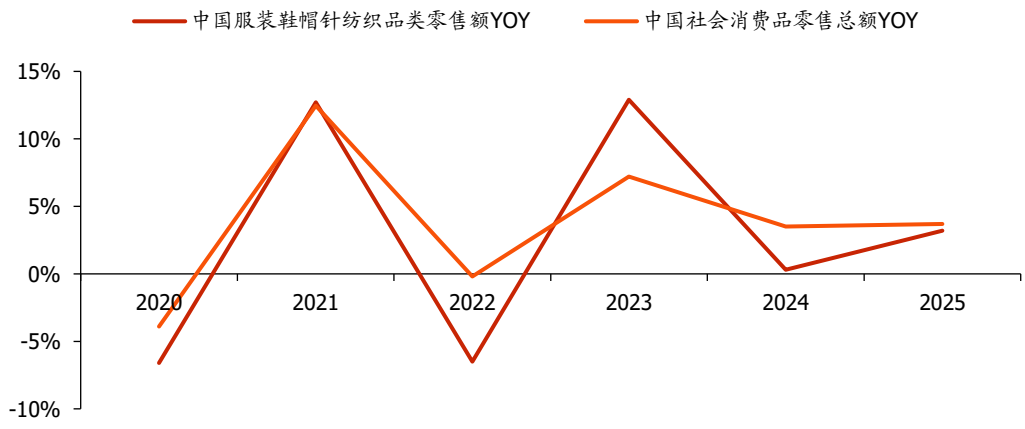
资料来源：wind，国盛证券研究所，2026 年涨跌幅截止 2026 年 9 月 11 日

2.2 行业增速为何放缓：消费承压+行业高基数+跨场景渗透放缓

我们判断导致运动鞋服行业增长放缓的原因包括以下几点：1）消费环境波动，居民服饰购买意愿承压，运动鞋服受到冲击；2）经过前期运动鞋服渗透率的快速提升，随着规模的扩张，增速会有所放缓；3）休闲品牌强化对运动场景服装的布局，运动品牌与休闲品牌的竞争加剧。

2022 年以来宏观消费环境变化对居民服饰消费支出产生影响，运动鞋服消费受到冲击。根据国家统计局数据，2022-2024 年限额以上单位服装鞋帽、针纺织品类零售额整体较为波动，服装消费需求恢复速度弱于此前高速增长阶段，面对消费环境波动，我们认为居民对于服饰消费更加谨慎，运动鞋服行业增长速度有所放缓。

图表19：2020~2025 年中国限额以上单位服装鞋帽针纺织品类零售额 YOY/社会消费品零售总额 YOY（%）

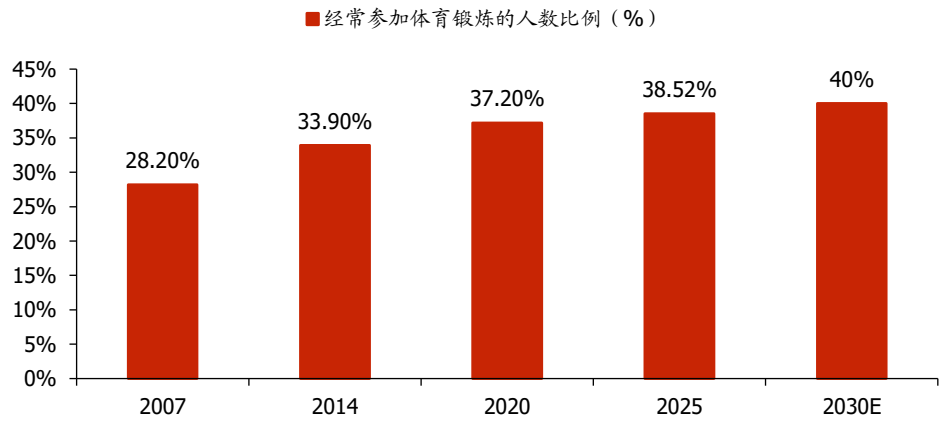


资料来源：Wind，国盛证券研究所

在专业运动领域，经过 2014~2021 年的快速发展，居民运动参与率已处于较高水平，后续提升空间较此前有所收窄。受益于政策支持和居民健身意识增强，我国经常参加体育锻炼的人数比例由 2007 年的约 28.2%提升至 2014 年的 33.9%，2020 年进一步达到 37.2%，2025 年达到 38.52%。《全民健身计划（2026—2030 年）》提出，到 2030 年经常参加体育锻炼的人数比例达到 40%，由此可见居民运动参与率仍有提升空间，但提升速度趋缓，与此同时运动鞋服消费基数持续提高，行业增长中枢逐步趋稳。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表20：2007~2030 年我国经常参加体育锻炼的人数比例（%）



资料来源：国务院，国家体育总局，国盛证券研究所

休闲品牌强化对运动场景服装的布局，运动品牌与休闲品牌的竞争加剧。我们之前提到运动鞋服行业此前的快速增长，在一定程度上来源于运动服装的生活化，即运动服装由专业运动场景向通勤及生活场景延伸。然而随着国内运动热度的持续高涨，传统的休闲服装品牌一方面选择增加运动线，在这方面快时尚品牌反应更为迅速，例如 H&M 推出 H&M MOVE 运动系列，ZARA 在 2021 年推出 Athleticz 等；另一方面休闲品牌也在通过科技面料和材质强化产品的运动功能属性，例如近些年休闲品牌推出三合一多功能冲锋衣，旨在满足消费者多场景需求，原本偏重运动时尚定位的 FILA 品牌目前也持续加大对网球、高尔夫、跑步等专业场景的布局。

下载日志已记录，仅供内部参考

三、未来运动鞋服行业将如何增长？

中长期来看，我们认为运动鞋服行业将由过去的高速扩张转向总量稳健增长、需求结构分化的成熟阶段。在前文中我们提到，2022~2025 年中国运动鞋服市场增速趋稳，四家 H 股运动鞋服公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 11%/10%，2026H1 面对较弱的消费环境以及多变的天气情况，四家 H 股运动鞋服公司终端销售仍较为波动。中长期我们预计行业整体增长中枢将低于 2016~2021 年，但跑步、户外及新兴运动等细分品类仍有扩容空间；同时，具备产品力和品牌运营能力的公司仍可通过专业品类延伸、生活方式场景渗透和市场份额提升获得增长。

3.1 哪些专业运动品类仍有增长空间：跑步、户外与新兴运动

在专业运动场景之中，仍存在具有较好增长前景的细分品类，如跑步、户外等，聚焦或布局该细分品类的品牌有望实现较好的增长。我们认为过去推动运动鞋服行业（尤其是专业运动需求）增长的主要动力为运动参与人数以及运动参与频率的提升，而当前随着社会运动参与人数以及居民运动时间的增加，消费者运动需求逐渐细分，不同运动项目之间对于消费者运动时间和消费支出的争夺加剧。根据我们跟踪判断近年来跑步、户外等运动项目快速发展，同时羽毛球、匹克球等小众运动也在兴起。

图表21：户外运动重点运动类别核心指标

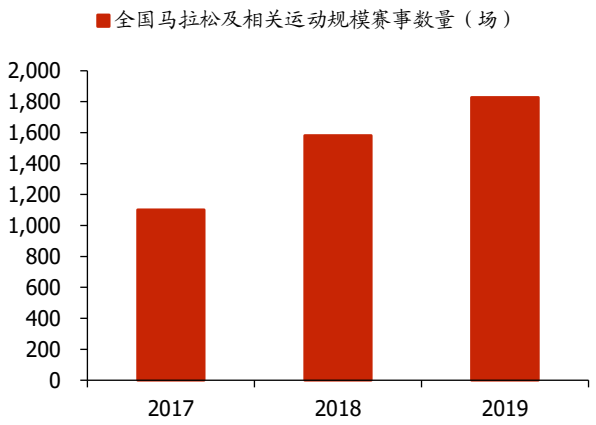
运动类别	核心指标
冰雪运动	2024 年产业总规模达 9700 亿元，同比增长约 9%。
山地运动	携程平台数据显示，2024 年 6 月至 2025 年 5 月攀岩项目同比增长 114.32%；2024 年小红书平台徒步相关笔记点击量达 160 亿，登山、攀岩笔记增速分别达 340%、250%
水上运动	2024 年产业规模达 4386 亿元，同比增长 18.7%，参与人数突破 1.2 亿。
航空运动	2024 年 6 月至 2025 年 5 月共举办赛事 256 场，参与人数超 130 万。
骑行运动	截至 2024 年底，自行车产业总产值突破 3,000 亿元，其中运动型自行车销售额同比增长 18%，智能助力自行车销售额同比增长 25%
路跑运动	2024 年中国田协认证赛事参赛者年度消费总规模达 168 亿元，较 2023 年增长 26%。
铁人三项	2025 年全国赛事活动超 100 场，参与人次超 100 万。
钓鱼运动	2024 年全国钓鱼爱好者约 1.5 亿人，2024 年 6 月至 2025 年 5 月共举办各类赛事活动超 7000 次，参与人次约 16.5 万。
马术运动	截至 2024 年底全国马术俱乐部达 2815 家（较 2023 年增加 359 家），超 80%会员年龄在 18 岁以下。
户外露营	2024 年全国露营市场规模达 2139.7 亿元，同比增长超 60%。
新兴运动	飞盘、户外瑜伽、轮滑、滑板等影响力快速扩大，截至 2024 年底全国已注册飞盘运动协会 100 家。

资料来源：国家体育总局，国盛证券研究所

- **路跑运动持续大众化发展，跑步参与度提升。**根据中国田径协会数据，2017 年我国举办的马拉松及相关运动赛事数量为 1102 场，2019 年已经增长至 1828 场左右；2023 年我国举办的路跑赛事数量为 699 场，2024 年达到 749 场，跑步参与基础持续扩大。

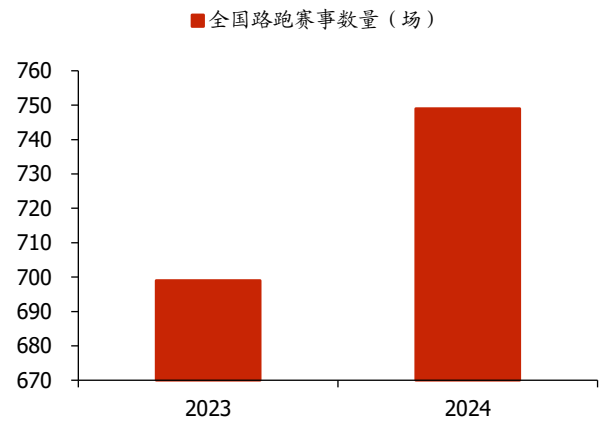
下载日志已记录，仅供内部参考

图表22：2017~2019 年中国举办的马拉松及相关运动赛事数量（场）



资料来源：国家体育总局，国盛证券研究所

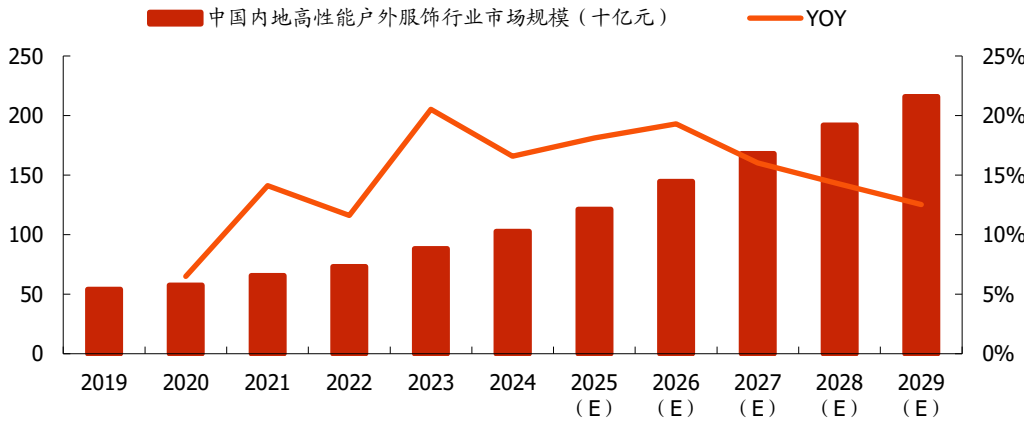
图表23：2023~2024 年中国举办的路跑赛事数量（场）



资料来源：国家体育总局，国盛证券研究所

- **户外运动渗透率增加，户外参与人数规模扩张。**户外运动热度不断提升，徒步、露营、越野等细分场景快速发展，推动户外鞋服需求增长，根据国家体育总局发布的《中国户外运动产业发展报告（2024~2025）》，截止 2025 年 4 月初，我国户外运动参与人数已经突破 4 亿人，2024 年中国内地高性能户外服饰行业规模为 1027 亿元，2029 年预计达到 2158 亿元。

图表24：2019~2029 年中国高性能户外服饰市场规模及增速（十亿元，%）

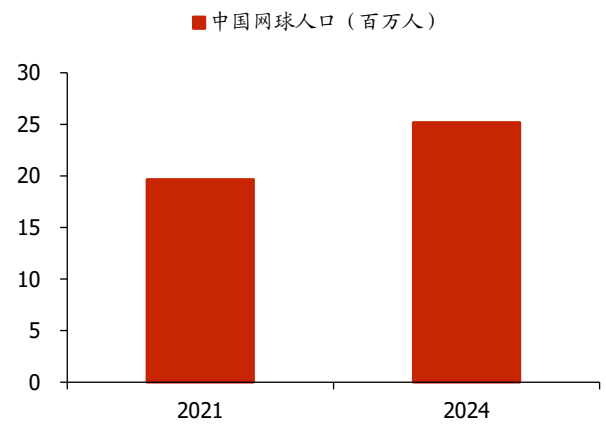


资料来源：奔赴自然招股说明书，国盛证券研究所

- **网球、匹克球等原本属于小众的运动项目逐渐大众化。**《中国网球事业发展基础数据》显示，2024 年我国网球人口数量约为 2519 万人（截止 2024 年 8 月末），对比 2021 年增长 28%，其中男性/女性占比分别为 53%/47%，2021 年男性/女性占比为 55%/45%，女性参与度提升；匹克球方面，2024 年我国匹克球赛事仅 80 场左右，2025 年国内匹克球项目建立积分体系，认证赛事数量已接近 300 场。我们判断细分运动场景之间的竞争仍在持续，行业内部不断产生新的增长机会。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表25：2021~2024 年中国网球人口（百万人）



资料来源：新华网，国盛证券研究所，2024 年数据为截止 2024 年 8 月末

图表26：李宁赞助全国匹克球锦标赛



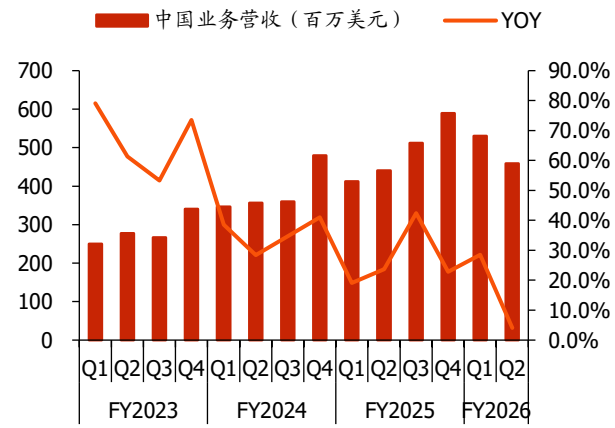
资料来源：中华网，看点时报，国盛证券研究所

3.2 哪些品牌仍能破圈：小众专业品牌、重视设计的综合性品牌

部分运动鞋服品牌凭借产品力和品牌力，仍在持续抢占“通勤与生活”场景，从而为品牌增长提供动能。在前文中我们提到，2015~2021 年运动鞋服行业快速扩张的重要增量来源之一是运动鞋服使用场景的拓展，运动鞋服的使用场景从单纯的专业运动领域向通勤、生活领域渗透，2021 年之后面对休闲品牌的运动化，该行业趋势放缓，然而我们判断有两类运动品牌凭借较强的产品力和营销能力仍在对“通勤与生活”场景进行渗透，包括中高端小众运动品牌以及设计优质的综合性运动品牌。

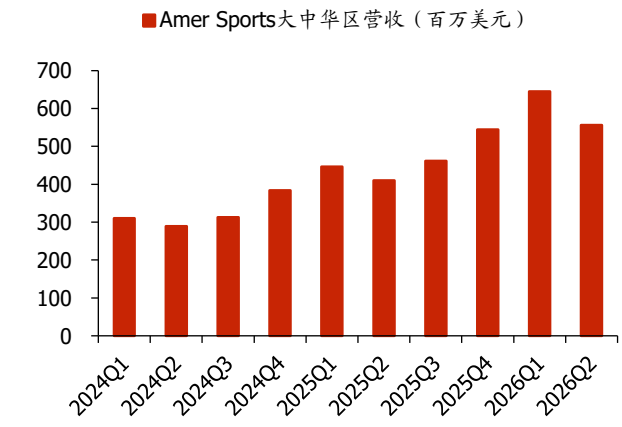
- **对于规模较小的专业运动品牌而言，消费场景和客群的拓展能够带来较为显著的收入增量。**我们判断此类品牌的典型代表为迪桑特、始祖鸟、Lululemon 等，该类品牌以专业运动场景起家，后通过持续高效的品牌营销，强化品牌与特定生活方式、消费圈层及价值理念的联系，同时在产品设计方面强化日常穿搭属性，最终实现产品破圈，带动品牌高速增长。

图表27：Lululemon FY2023Q1~FY2026Q2 中国营收及增速（百万美元，%）



资料来源：lululemon 公司公告，国盛证券研究所

图表28：2024Q1~2026Q2 Amer Sports 大中华区营收（百万美元）



资料来源：Amer Sports 公司公告，国盛证券研究所

- **传统的大众综合性运动品牌重视大众需求，通过产品设计优化，提升穿搭属性。**这一类品牌的典型代表如 adidas，以 Samba、Gazelle 为代表的复古 T 头鞋强化对于“潮流生活场景”的渗透，此举对于品牌的复苏做出了重要贡献；同时近期李宁同

下载日志已记录，仅供内部参考

奥委会建立合作，并推出金标荣耀系列，旨在覆盖高品质的商务人群，聚焦“商务通勤场景”。我们判断由于综合性品牌收入体量较大，单一产品系列对整体收入的拉动通常相对有限，但多个产品系列共同焕新仍可推动品牌恢复增长。

图表29：adidas 重点鞋款



资料来源：adidas 公司官网，国盛证券研究所

图表30：李宁荣耀金标系列



资料来源：李宁公众号，国盛证券研究所

综上所述，我们认为运动鞋服行业整体已逐步进入成熟阶段，投资聚焦细分品牌/公司。当前宏观消费环境仍存在一定不确定性，居民服饰消费需求恢复速度较慢；同时运动鞋服整体在专业运动、生活及通勤等场景中的渗透率已达到较高水平；另外部分休闲品牌当前也在持续推进运动化布局，运动品牌整体竞争压力增加。因此我们认为当前行业由过去普遍性的行业扩容转向品牌之间的能力竞争，未来运动鞋服企业能否持续成长，将更多取决于产品创新、品类拓展、品牌营销以及渠道运营效率。

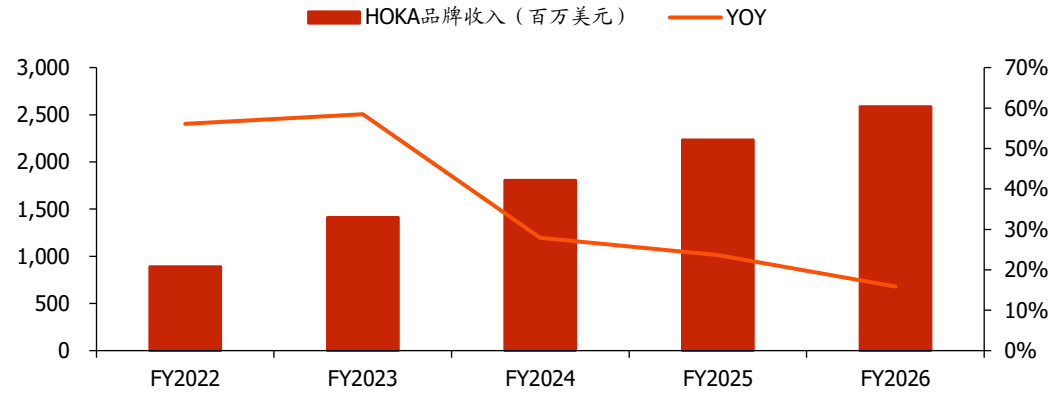
3.3 海外成熟市场：新兴品牌通过品类延伸扩大规模，综合性品牌依靠产品焕新拓展消费客群

我们认为成熟市场并不意味着新兴品牌缺乏成长空间，部分细分品牌仍可围绕跑步等专业场景建立产品差异化和核心客群认知，再通过使用场景拓展和品类延伸扩大收入规模。

- **HOKA：由专业跑步切入，逐步拓展使用场景。**HOKA 品牌收入由 FY2022 的 8.92 亿美元提升至 FY2026 的 25.87 亿美元，期间 CAGR 约为 30.5%。HOKA 最初服务于专业跑者，依靠缓震、稳定等产品特点建立差异化认知，此后逐步覆盖公路跑、越野、徒步、健身和生活方式等场景。根据 Deckers 披露，美国市场份额提升是 HOKA 增长的重要驱动力，这表明专业产品获得核心客群认可后，品牌仍可在成熟市场通过拓展消费人群实现持续增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

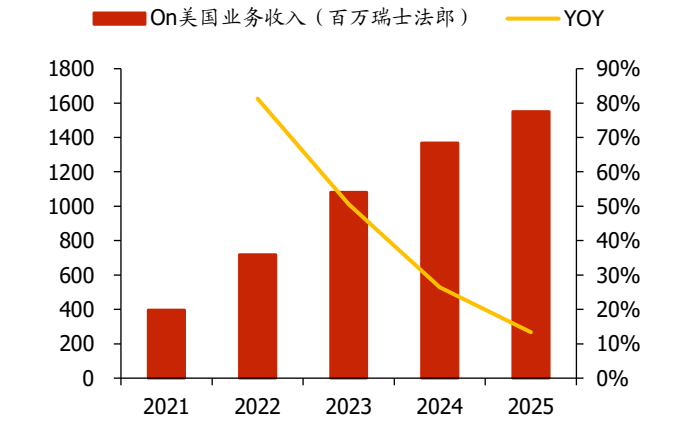
图表31：FY2022~FY2026HOKA 品牌收入（百万美元，%）



资料来源：HOKA 公司公告，国盛证券研究所

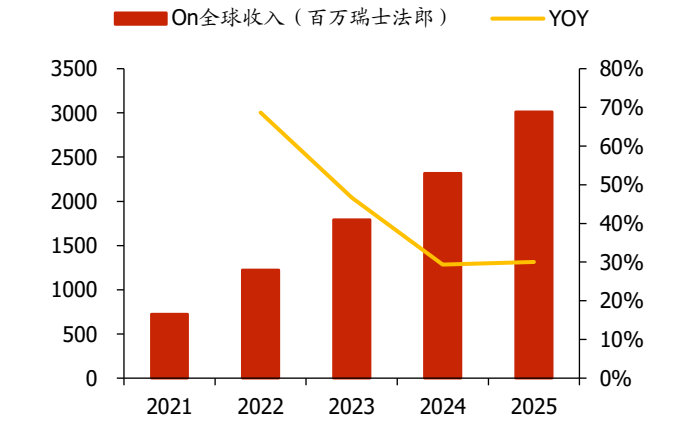
- **On：以跑鞋产品创新建立高端定位，通过多品类拓展推动销售规模增长。**On 收入由 2022 年的 12.22 亿瑞郎提升至 2025 年的 30.14 亿瑞郎，期间 CAGR 约为 35.1%，其中美国市场收入由 7.19 亿瑞郎提升至 15.51 亿瑞郎，CAGR 约为 29.2%，2025 年美国市场占公司收入的 51.4%，除跑鞋外，On 还围绕网球、训练及日常穿着等场景拓展产品矩阵，推动品牌由专业跑鞋向综合性运动品牌延伸。

图表32：2021~2025 年 On 美国业务收入（百万瑞郎，%）



资料来源：On 公司公告，国盛证券研究所

图表33：2021~2025 年 On 全球收入（百万瑞郎，%）



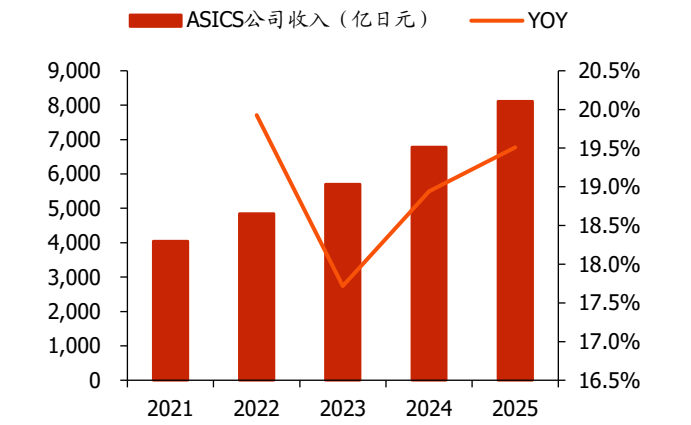
资料来源：On 公司公告，国盛证券研究所

对于体量较大的综合性品牌，在巩固功能性产品优势的基础上，通过产品设计优化和经典鞋型焕新提升日常穿搭属性，从而拓宽产品适用场景和消费客群。

- **ASICS：以专业跑步巩固品牌心智，并通过运动生活产品拓展生活方式场景。**2021~2025 年，ASICS 收入由 4041 亿日元提升至 8109 亿日元，CAGR 约为 19.0%；同期专业跑步业务收入由 2083 亿日元提升至 3635 亿日元，CAGR 约为 14.9%，专业跑步业务保持稳健增长，构成公司稳定的收入基础；与此同时，SportStyle 及 Onitsuka Tiger 等生活方式业务增速更快，推动 ASICS 公司收入结构进一步多元化。

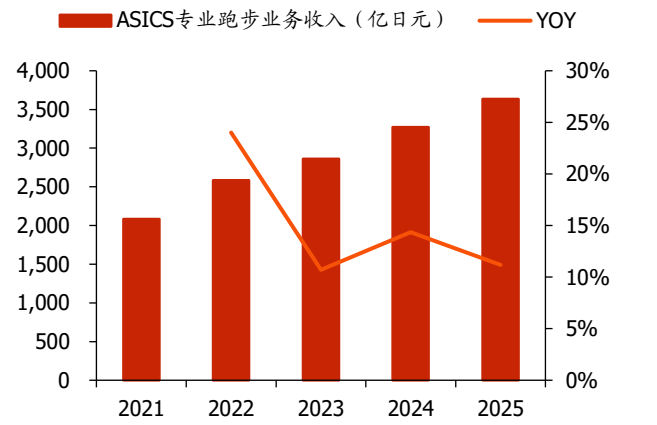
下载日志已记录，仅供内部参考

图表34：2021~2025 年 ASICS 公司收入及增速（亿日元，%）



资料来源：ASICS 公司公告，国盛证券研究所

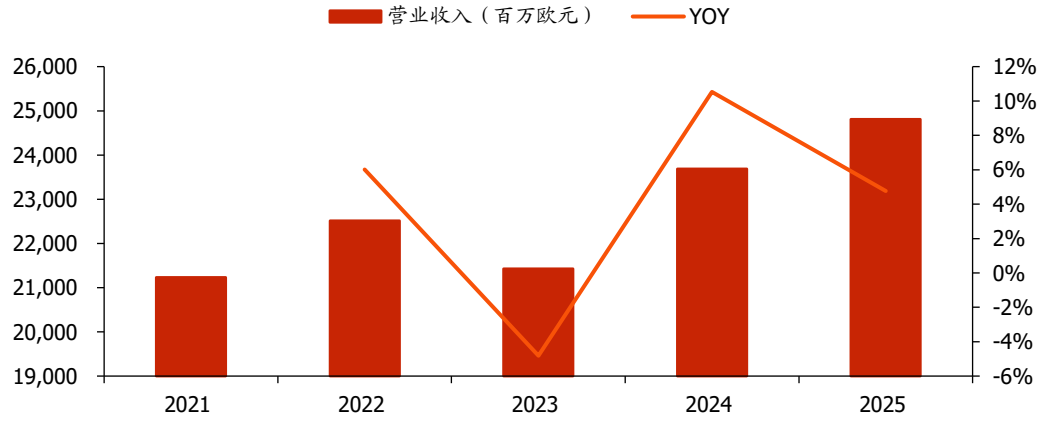
图表35：2021~2025 年 ASICS 专业跑步业务收入及增速（亿日元，%）



资料来源：ASICS 公司公告，国盛证券研究所

- **adidas：强化专业跑步竞争力，依托 Originals 系列拓展生活场景。**2025 年 adidas 品牌收入按固定汇率计算同比增长 13%，专业运动品类收入增长 15%。其中 Adizero 系列推动跑步业务规模扩张，跑步业务增速超过 30%；运动生活品类收入增长 12%，Originals 实现双位数增长。我们判断当前 adidas 一方面通过 Adios Pro、Evo SL 等产品覆盖专业竞速及大众跑步需求，强化跑步领域的产品竞争力，另一方面依托 Samba、Gazelle、Superstar 等经典鞋型，通过配色、设计及联名合作持续更新产品，adidas 充分利用品牌资产和经典产品矩阵拓展生活方式客群，推动品牌进一步拓展潮流及日常生活场景。

图表36：2021~2025 年 adidas 公司收入及增速（百万欧元，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

四、当前运动鞋服板块应如何选择投资标的？

综上所述我们认为运动鞋服行业已逐步进入成熟阶段，行业整体增速趋于稳定，投资标的更加聚焦。在行业红利减弱、消费者需求进一步细分、品牌竞争加剧的背景下，我们判断两类公司更有机会获得超越行业的增长：一是具备多品牌运营能力的集团化公司，二是在细分赛道中具备突出产品力和品牌力的垂类公司。

- **集团化运营公司：依靠成熟的多品牌运营能力，把握细分赛道机会。**我们认为集团化公司可以通过收购或孵化新品牌，进入具有增长潜力的细分品类赛道，同时充分利用集团在供应链、渠道、零售运营、数字化及人才等方面的资源，提升新品牌的成长效率。对于集团公司而言，多品牌组合能够降低单一品牌/品类波动对集团业绩表现的影响，增强集团长期增长的稳定性。

- **垂类细分品牌：抓住行业风口，同时依靠品牌心智在细分赛道提升份额，并实现产品破圈。**我们判断细分品牌在发展初期较大程度上依赖赛道的高速增长，例如火热的跑步、户外等具体场景，行业规模的快速扩容直接推动品牌的高速增长。而当行业发展到一定程度，市场竞争加剧后，垂类品牌一方面需要通过产品创新和专业口碑建立差异化优势，才有望持续提升市场份额并跑赢同行；与此同时在不削弱专业定位的前提下，垂类品牌需要向更广泛的消费客群拓展（通过布局运动生活产品、提升运动品类覆盖度等），摆脱细分赛道的增长瓶颈。因此对于此类公司，我们建议关注细分行业的需求热度，提前布局赛道，在具体选择品种时应重点关注产品力强劲，品牌运营能力卓越的公司。

从投资建议角度来看，针对运动鞋服赛道我们重点推荐集团化运营能力显著的安踏体育，公司多品牌运营能力卓越，有机会把握各细分赛道/品类的增长机会，从而提升集团层面的增长韧性，当前股价对应 2026/2027 年 PE 为 12（不考虑一次性利得）/11 倍；关注李宁，随着产品结构的优化，公司业绩存在改善空间，当前股价对应 2026/2027 年 PE 为 13/11 倍；另外在非运动鞋服板块，我们此前也有提到休闲品牌的运动化是目前的重要趋势，我们推荐比音勒芬，业绩增长的确定性较高，对应 2026/2027 年 PE 为 19/15 倍。

图表37：运动鞋服重点公司盈利预测表（亿元，%）

公司	收入（亿元）			收入 YOY 2025			归母净利润（亿元）			归母净利润 YOY			PE	
	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2026E	2027E
安踏体育	802.2	878.0	962.9	13.3%	9.5%	9.7%	135.9	157.4	160.2	-12.9%	15.8%	1.8%	11.1	10.9
李宁	296.0	302.3	318.6	3.2%	2.1%	5.4%	29.4	22.3	25.9	-2.6%	-23.9%	15.8%	13.0	11.2
特步国际	141.5	138.3	143.5	4.2%	-2.3%	3.8%	13.7	11.6	12.8	10.8%	-15.2%	10.3%	6.9	6.2
361 度	111.5	122.0	134.6	10.6%	9.4%	10.4%	13.1	14.6	16.2	14.0%	11.1%	11.6%	5.6	5.1
比音勒芬	43.1	52.9	59.6	7.7%	22.6%	12.6%	5.5	7.5	9.5	-29.5%	35.9%	26.6%	19.1	15.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所，估值日期为 2026 年 9 月 11 日

下载日志已记录，仅供内部参考

五、风险提示

消费力疲软及消费环境波动风险。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。

门店扩张不及预期。在消费疲软的情况下，各公司的门店扩张会相对谨慎，新品牌的开展也会受到影响。

电商业务建设不及预期。目前电商业务在各个品牌公司中的收入占比较高，为了谋求稳健增长，公司提升各平台的精细化运营效率，倘若后续电商业务推进不及预期，或将对品牌公司的收入及业绩表现造成影响。

管理层团队优化不及预期。为了推进公司各项业务的发展，部分公司持续对管理团队进行优化调整，该事项或将对利润造成负面影响。

汇率波动风险。部分服饰品牌公司存在海外业务，汇率波动会从收入及汇兑损益等层面对公司财务表现造成影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

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：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
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

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

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