

纺织服装行业

复盘全球户外龙头品牌 The North Face 的发展历程及成功经验

分析师： 糜韩杰

分析师： 赵颖婕



SAC 执证号: S0260516020001



SAC 执证号: S0260518070004



021-60750604



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn



zhaoyingjie@gf.com.cn

请注意，糜韩杰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

● 全球最大单一户外品牌 The North Face 简介

The North Face 隶属于美国服装集团 VF Corporation，是 VF 旗下最大的服装品牌。The North Face 主要从事设计、生产和销售户外服饰和设备，销售渠道遍及全球，其主要服装产品包括外套、滑雪服以及其他功能性户外运动服装，主要设备产品包括帐篷、睡袋、背包和配件等。The North Face 是全球最大的单一户外品牌，2017 年品牌收入达 24 亿美元，超过最大的户外品牌上市公司 Columbia 旗下的 Columbia 品牌 20 亿美元的收入。

● The North Face 的品牌发展历史

1966-1969 年，The North Face 从一家户外用品专卖店变为销售、设计和生产自己产品的户外品牌。1970 年-1996 年，The North Face 不断创新产品、扩张品类（不同户外运动细分市场），成为全美品类最全的户外品牌。1997-2000 年，在 1997 年品牌收入突破 2 亿美元，品牌管理者开始盲目扩张，大幅增加广告预算、通过生产廉价商品扩张品类等导致其陷入困境，1999 年亏损近 1 亿美元，致使品牌被 VF Corporation 收购。2000-2006 年，在多品牌集团 VF 的管理下，The North Face 开始恢复元气，首先将产品、渠道和供应链恢复正常，然后通过减少打折产品销售和部门整合提升净利润率，当品牌盈利恢复正常水平之后，再继续进行海外市场扩张和产品线的扩展。2007 年-至今，The North Face 从一个小众户外市场开始走向大众潮流市场，功能与时尚的结合，开拓出新的市场。

● The North Face 成功的原因：研发创新、产品拓展、品牌营销、拓展新市场新渠道、走向大众市场

我们认为 The North Face 品牌的成功，主要归因于：1) 具有较强的产品研发能力，通过与专业运动员合作，持续开发新科技新产品。2) 产品线丰富，不仅能满足同一户外运动的不同产品线需求，还覆盖了较多细分户外运动领域，并且根据不同市场开发不同系列。3) 通过赞助户外探险家、户外赛事、创造户外文化，精准定位营销的客群，同时也树立了专业的品牌形象。4) 拓展新市场，不断加大品牌的覆盖面，重视新渠道建设，直营渠道（包括线下直营店和电商）发展较快。5) 从小众市场向大众市场发展。

● 投资建议

中国户外市场潜力大，伴随大众运动持续景气、基础设施完善、2022 年北京冬奥会等，行业有望迎来新一轮增长。探路者为国内户外龙头，2017 年联合创始人王静回归，重心回归主业，2019Q1 业绩预告拐点向上，重点推荐。

● 风险提示

终端需求不振；潮流更替；行业增速放缓及竞争加剧；品牌发展不及预期；投资项目风险；被暂停上市风险

相关研究：

纺织服装行业:1-2 月纺织服装出口同比下降，社零服装零售同比微增	2019-03-17
探路者 (300005.SZ):聚焦主业，户外用品行业龙头重拾增长	2019-03-07
纺织服装行业:2018 年报业绩前瞻：纺织制造板块业绩增速逐季提升，服装家纺板块增速回落	2019-02-25

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/16	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
森马服饰	002563.SZ	增持	人民币	10.98	-	0.59	0.72	18.55	15.25	11.39	9.63	14.93%	16.72%
海澜之家	600398.SH	买入	人民币	9.61	-	0.78	0.81	12.32	11.83	7.32	6.55	27.11%	24.73%
太平鸟	603877.SH	增持	人民币	19.62	19.04	1.15	1.46	17.03	13.44	12.80	9.03	14.30%	15.34%
歌力思	603808.SH	买入	人民币	17.26	-	1.11	1.44	15.49	11.97	7.25	5.69	16.12%	18.22%
比音勒芬	002832.SZ	买入	人民币	39.80	51.34	1.60	2.14	24.89	18.60	19.09	14.14	18.69%	22.07%
探路者	300005.SZ	买入	人民币	4.21	5.04	-0.20	0.15	-	28.88	22.34	11.46	-7.6%	5.2%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

目录索引

1 公司简介：全球户外行业领军品牌	5
1.1 THE NORTH FACE 主要从事设计、生产和销售户外产品	5
1.2 THE NORTH FACE 是全球户外龙头品牌	6
1.3 THE NORTH FACE 品牌规模持续扩张	6
2 THE NORTH FACE 的发展历史	7
2.1 1966 年-1969 年：品牌初创，由户外零售店向户外品牌发展	7
2.2 1970 年-1996 年：不断创新和扩张品类，成为全美品类最全的户外品牌	7
2.3 1997 年-2000 年：盲目扩张导致品牌陷入困境，被 VF 公司收购	8
2.4 2000 年-2006 年：在 VF 旗下调整，品牌重新焕发生命力	9
2.5 2007 年-至今：从小众户外走向大众潮流	10
3 THE NORTH FACE 成为全球户外龙头品牌的原因	11
3.1 与专业户外运动员合作，持续研发创新	11
3.2 打造丰富的产品线满足消费者需求，并且针对不同市场开发不同系列	12
3.3 找准目标客群，进行精准营销	13
3.4 重视渠道建设，不断拓展新市场和新渠道	13
3.5 从小众市场向大众市场发展	14
4 投资建议	14
5 风险提示	15
5.1 终端需求不振风险	15
5.2 潮流更替风险	15
5.3 户外用品行业增速放缓，竞争持续加剧的风险	15
5.4 DISCOVERY EXPEDITION 品牌发展不及预期的风险	15
5.5 投资项目业绩未达最终预期及商誉继续减值的风险	15
5.6 公司股票存在被暂停上市的风险	15

图表索引

图 1: VF Corporation 主要品牌.....	5
图 2: VF Corporation 2004-2017 年各品类收入 (百万美元)	5
图 3: VF Corporation 2017 年各品类收入占比	5
表 1: The North Face 官网售卖主要产品系列	6
表 2: 全球主要户外品牌及所属上市公司	6
表 3: The North Face 品牌营收增长情况	7
表 4: The North Face 经典产品系列	8
表 5: The North Face 品牌营收及净利润	9
表 6: VF Corporation 总营收及各品类营收情况 (百万美元)	9
表 7: The North Face 与 Supreme 联名系列	10
表 8: 户外运动产品分类	12
表 9: The North Face 地区限定产品线	12
表 10: VF Corporation 各渠道销售收入情况 (百万美元)	14

1 公司简介：全球户外行业领军品牌

1.1 The North Face 主要从事设计、生产和销售户外产品

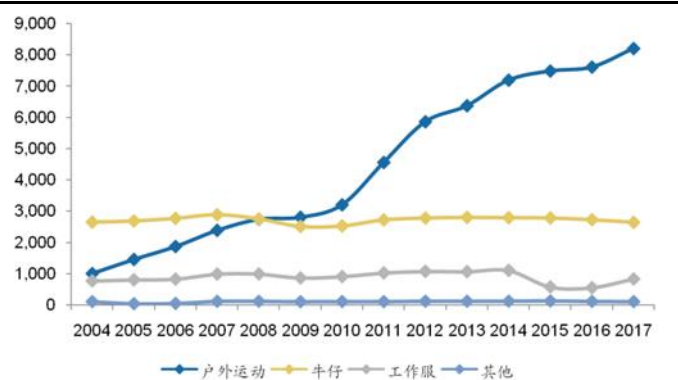
The North Face隶属于美国服装集团VF Corporation，是VF Corporation旗下最大的服装品牌，2017年在VF Corporation营收占比约20%。VF Corporation通过不断收购，成为了一个多元化的品牌集团，The North Face在2000年被VF Corporation收购。如今VF Corporation已经拥有众多知名品牌，主要分为3个大类：户外运动装、牛仔装和工作服，主要品牌包括户外运动类的Vans、Timberland、Jansport、The North Face、Icebreaker等，牛仔类的Lee、Wrangler等，以及工作服类的Dickies、Red Kap等，其中户外运动板块是VF Corporation收入占比最高的板块。

图1：VF Corporation主要品牌



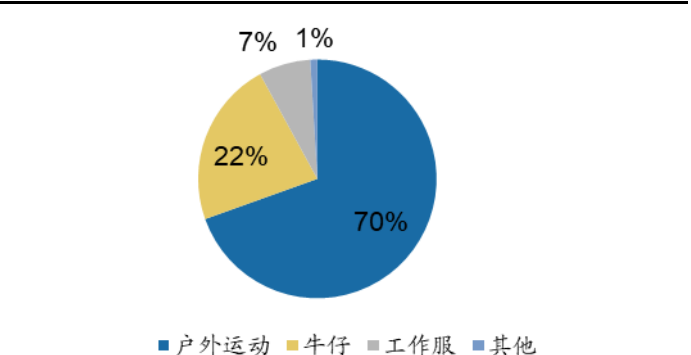
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图2：VF Corporation 2004-2017年各品类收入（百万美元）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图3：VF Corporation 2017年各品类收入占比



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

The North Face 主要从事设计、生产和销售户外服饰和设备，销售渠道遍及全球，其主要服装产品包括外套、滑雪服以及其他功能性户外运动服装，主要设备产品包括帐篷、睡袋、背包和配件等。

表1: The North Face官网售卖主要产品系列

主要系列	特点/功能
DynoCarry	背包产品系列，该系列产品可以动态调整舒适程度
1990 Mountain Jacket	1990年的登山夹克复刻系列，采用防水又透气的Gore-Tex面料
92 Rage	对90年代滑雪服的致敬，城市街头服饰与复古风格的结合
Steep Series	该系列主要为越野滑雪和单板滑雪设计，能够在极端的地形中保持持久性能
Summit Series	为专业运动员从事高海拔攀登运动开发的顶级系列，具有完整的产品线、根据不同海拔和季节的适用产品
Thermoball	与Primaloft公司一起开发，在潮湿和寒冷的条件下能够保持温暖，无论在城市或者山顶都能穿着
Nuptse	防水700填充羽绒服，是1996年经典羽绒服的升级版
Apex Flex GTX	城市雨衣外套系列，具有防水Gore-Tex与舒适软壳结构相结合
Flight Series	适用于跑步运动，当温度下降时，该系列夹克产品可以在不过热或者出汗的情况下跑得更久
Ultra Series	轻便、快速、持久的越野跑鞋系列

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

1.2 The North Face 是全球户外龙头品牌

The North Face是全球最大的单一户外品牌。对比全球主要户外运动品牌及所属上市公司情况，安踏体育正在收购的Amer Sports和Columbia是其中较大的户外品牌集团，其在2017年营收分别为25.75亿欧元(折合30.9亿美元)和24.66亿美元，其中Amer Sports旗下户外品牌(包括Arc'teryx、Salomon等)合计15.40亿欧元(折合18.48亿美元)，Columbia公司旗下的Columbia品牌营收达19.90亿美元，而隶属VF Corporation旗下的The North Face品牌2017年营收约24亿美元，收入规模最大。

表2: 全球主要户外品牌及所属上市公司

公司名称	旗下主要品牌	公司总市值 (百万美元)	公司营收 (百万美元)	旗下最大/主要户外品牌	最大品牌营收(百万美元)
VF Corporation	The North Face、Vans、Lee、 Timberland	33,603	11,812	The North Face	约2400
安踏体育	安踏、FILA、Arc'teryx等(收 购中)	16,401	2,473	Arc'teryx、Salomon(收 购中)	
Columbia	Columbia、sorel、PrAna、 Mountain Hardwear	6,947	2,802	Columbia	1,990
Goldwin	Goldwin、ESTIVO、Danskin、 Ellesse	3,109	636	Goldwin	
Conzzeta	Mammut	1,689	1,506	Mammut	232

数据来源：广发证券发展研究中心

注：VF、安踏体育财年截至2017年12月31日，Goldwin财年截至2018年3月31日，Columbia、Conzzeta财年截至2018年12月31日；总市值数据截至2019年3月11日

1.3 The North Face 品牌规模持续扩张

The North Face是VF Corporation旗下最大品牌，在2013年品牌收入规模达20亿美元，也是VF Corporation旗下最早突破20亿美元的品牌。2002-2014年期间，

The North Face保持了较高的增速，较多年份是双位数的增长。2016年，The North Face品牌收入有所下滑，主要原因是：自2015年开始，The North Face品牌收入增长有所放缓，终端店铺出现了库存的积压，2016年公司对The North Face品牌做了战略调整，召回库存商品，减少打折的产品，所以短期内对The North Face的营收产生了负面的影响，但是对品牌的长远发展是有益的。并且2016年The North Face在美国的经销商出现了破产的情况，因此，尽管The North Face品牌的直营业务在2016年有双位数的增长，但是加盟业务有20%的下滑。2014年-2016年间，The North Face品牌维持在23亿美元的规模。2017年，The North Face品牌恢复了增长，增速达4%，收入规模大约为24亿美元。

表3: The North Face品牌营收增长情况

	2002	2004	2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
营收增速	22%	38%	20%+	6%	18%	21%	9%	7%	11%	1%	-2%	4%

数据来源：VF 公司年报，广发证券发展研究中心

2 The North Face 的发展历史

2.1 1966 年-1969 年：品牌初创，由户外零售店向户外品牌发展

1966年Douglas Tompkins观察到旧金山每年接待大量前往优胜美地国家公园的游客，其中有一部分游客不满足于开车在公园游览，他们想去徒步探险。作为户外运动爱好者的Douglas Tompkins发现了这一商机，于是他在旧金山北滩地区创办了一家专门销售帐篷、背包和睡袋等用于攀岩、登山等户外运动装备产品的零售商店The North Face。当时的美国并没有什么户外用品专卖店，户外运动爱好者们只能选择去军用商品店购买装备，The North Face很好的满足了他们的需求，成为了户外运动爱好者的聚集地。The North Face名字起源于，在北半球山峰的北坡是最冷、冰雪覆盖最深、最难以攀爬的一侧，暗指真正的登山爱好者，永远无所畏惧，迎难而上。而The North Face的标志，则取自于美国Yosemite优胜美地国家公园内的半圆顶山Half Dome，这也是当年攀岩爱好者们攀爬花岗石的终极目标。

1968年The North Face开始设计、生产和销售自己公司的产品，从户外零售店走向了户外品牌的发展道路，并且确认了The North Face使命宣言：“生产全世界上优质的户外的产品”和“拥有回头客”（“Make the best products in the world” and “Bring the custom back”），这一使命驱动着The North Face推出高质量的产品。这一年公司的首款产品Sierra Parka推出市场，这是一款登山服产品，后来也成为登山服的经典。

1969年，The North Face向位于加拿大育空地区海拔5959米洛根山上的北美北极研究所(Arctic Institute of North America)提供其在高海拔地区所需的装备。从此The North Face开始不断赞助各种探险活动，在户外市场开始打响名号。

2.2 1970 年-1996 年：不断创新和扩张品类，成为全美品类最全的户外品牌

1970年，The North Face在加州伯克利（Berkeley）设立工厂，开始了大规模生产模式，为The North Face的快速发展奠定了基础，之后The North Face开始在

户外运动各个领域推出一系列创新产品，引领了户外品牌的发展。

1970年推出首款内框架背包Ruthsac，开创了轻便型背包的革命新纪元。1975年，The North Face 推出了Oval Intention技术，设计出了一款轻便、易携带、内部空间大的新帐篷，这款帐篷创新的多面穹顶设计取代了传统A字型帐篷，改进了户外产品的工业流程，也是首款采用灵便型铝制帐杆的帐篷，防震、灵巧的铝合金帐篷杆也成为一项行业标杆。1977年，The North Face开始与GORE-TEX合作，将当时全新的面料技术用于外套产品，有效提升了冲锋衣的性能。80年代The North Face在产品系列中增加了滑雪装备，开始涉足滑雪用品市场，成为全美唯一一家产品覆盖高性能外套、滑雪服、睡袋、背包和帐篷等一系列户外用品的供应商。在1983年The North Face推出了首款滑雪服系列产品ExtremeR Gear，这款滑雪服系列是由极限滑雪教父Scott参与设计研发，并采用Gore-Tex面料制成。1996年，The North Face推出了Tekware系列，该系列进一步拓展了运动员探索户外的领域，开创户外服饰的新纪元。

表4: The North Face经典产品系列

时间	产品系列	分类	特点
1970年	RUTHSAC	背包	RUTHSAC 是 The North Face 为改良背包内部构造，在改进中率先应用曲线弧度，内部为铝架腰带护垫的一款产品。RUTHSAC 采用了当时独一无二的方便拉链，背包内采用多隔断以增大有效容积。
1975年	CAT'S MEOW	睡袋	CAT'S MEOW 睡袋的设计利用了 Polarguard 材料的许多优点，最小的体积、最小的重量和便于携带。Polarguard 的良好功能体现在高寒阴湿地区的使用上，它具有阻挡水份的侵入。
1975年	OVAL INTENTION TENT	帐篷	根据工程师 R Buckminster Fuller 的理论，椭圆型创意第一次被应用于背包帐篷的设计中，这一改进是具有划时代意义的，它改进了户外产品的工业流程。The North Face 又开发了防震、灵巧的铝合金帐篷杆，成为今天的一项行业标准。这种三角形设计由于利用了固有的力量比而使支杆能够平均承受来自帐篷本身的重量和外界冲击力。现在所有的 The North Face 帐篷都是这一突破设计的系列产品。
1976年	Back Magic	背包	The North Face 在开发 Back Magic 产品时，提出了改进坚固框架背包的设计思路。在腰带上，把新型尼龙面料和铝质框架组合使用。这种组合可使来自腰部、肩部的相对独立、不同方向的力抵消，使得背负更加舒适。
1985年	Mountain Jacket	高性能服饰	这款产品就成为高海拔、寒冷地区户外运动者的必备品。完全意义上的全天候 MOUNTAIN JACKET 系列产品更是被许多探险队列为首选产品，因为所有 MOUNTAIN JACKET 系列产品都是按照严格的设计标准生产的。

数据来源：搜狐，广发证券发展研究中心

2.3 1997年-2000年：盲目扩张导致品牌陷入困境，被VF公司收购

1997年The North Face发展势头仍然强劲，品牌收入突破2亿美元，并且开始采用全新的宣传标语——“探索永不停止”（Never Stop Exploring）。但是当时的首席执行官比尔西为了创造更高的业绩，做出了一系列失误的决策，包括大幅增加1998年的广告预算，盲目收购扩充产品线系列，主要是自降身价的生产一些廉价的产品。这一方面使得The North Face在户外行业之前树立的专业品牌形象有所受损，另一

方面The North Face在快速扩张的同时出现了供应链的问题，无法按时交货。1998年，The North Face虽然收入增长22%至2.47亿美元，但是净利润却下滑55%至380万美元。1999年，The North Face亏损接近1亿美元。陷入困境的The North Face在2000年4月被VF Corporation收购。

表5: The North Face品牌营收及净利润

	1997	1998	1999
The North Face 品牌营收 (百万美元)	203.2	247.1	
The North Face 品牌净利润 (百万美元)	8	3.6	-97.94

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

2.4 2000年-2006年: 在VF旗下调整, 品牌重新焕发生命力

VF Corporation接手2年后, The North Face品牌产品、供应链与渠道恢复正常, 并出现稳定盈利, 户外板块也成为VF Corporation增长最快的板块, 从2001年的4.92亿美元发展至2006年的18.68亿美元, 在VF Corporation里营收占比从9.4%增长至30.1%。根据VF Corporation的盈利会议, 2003年-2006年期间, 户外板块的增长除了来自于收购之外, 绝大部分的增长来自于The North Face品牌的增长。

表6: VF Corporation总营收及各品类营收情况 (百万美元)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
总营收	5,220.4	5,083.5	5,207.5	6,054.5	5,654.2	6,215.8
Outdoor	492.6	508.0	580.7	1,003.9	1,454.9	1,868.3
Occupational Apparel	536.0	491.3	450.5	—	—	—
Consumer Apparel	3,938.3	3,803.8	3,890.0	—	—	—
Jeanswear	—	—	—	2,661.9	2,697.1	2,780.2
Imagewear	—	—	—	769.6	805.8	828.2
Sportswear	—	—	—	604.9	650.8	685.5

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

2002年The North Face营收增速达22%，呈现出良好的发展态势。同年，The North Face品牌利润率也在增长，主要因为①品牌销售打折商品的情况在减少，毛利率有所提升，②品牌负责物流配送的服务商进行了变更，以及与VF Corporation旗下JanSport的管理部门合并，导致期间费用率有所下降。在2003年，The North Face推出了子品牌A5，供The North Face的消费者日常场合的穿着。2004年是The North Face高速发展的一年，品牌收入增长达38%，美国本土和海外市场都呈现出良好的增长态势，需求强劲。当时The North Face品牌已经在美国、欧洲和亚洲等地区布局，但是VF Corporation认为品牌仍然有全球发展的空间，因此持续在国际市场开设零售店铺、发展国外经销商等，从而推动The North Face全球市场的发展。2005年，The North Face品牌增长超过20%，除了在品牌有较强优势的外套和设备配件领域保持较好增长之外，新品类如鞋类和运动装也发展良好，尤其是鞋类产品增速很高，公司预计未来鞋类产品还有较大的发展潜力，为了更好的推动这类产品的增长，公司将研发和设计人员增长了一倍，增加了专业的销售人员，实施了针对鞋类产品的营销推广计划，并且有选择性的开设新的零售店。

另外，The North Face品牌在此期间也在不断的研发创新推出高性能的新产

品，组织和赞助户外赛事，有针对性的在户外爱好者中进行营销宣传。

2.5 2007 年-至今：从小众户外走向大众潮流

户外市场是一个专业而且细分的市场，户外产品的消费人群也较为有限。为了品牌突破小众市场定位的瓶颈，The North Face 也开始了大众化的发展道路。与潮流品牌开发联名款，是 The North Face 开拓户外潮流市场的一步举措，同时 The North Face 也借以此联名系列打入了新生代消费群体之中。2007 年，The North Face 开始与美国潮牌 Supreme 进行联名，在潮流服饰中拓展一席之地，并且这一联名合作到现在也在持续进行中。除了与 Supreme 进行长期的合作，The North Face 还与日本品牌 Sacai、VF 旗下另一品牌 Vans、日本潮流设计师仓石一树 (Kazuki Kuraish)、日本时装品牌 HYKE、BEAMS 和 Extra Butter 等品牌进行了联名合作，在潮流领域不断发展。

表7: The North Face与Supreme联名系列

时间	主要产品	风格及特点
2007 年秋冬	Summit Series Jacket	大地色系风格，内胆采用豹纹图案
2008 年春夏	Summit Series Jacket	纽约公共图书馆印花，两种配色分别呈现了白天和黑夜的模样
2008 年秋冬	Denali Jacket	复古运动风格，异材质、撞色色块的拼接
2010 年春夏	Expedition Pullover	黑、红蓝、迷彩元素，外层的防水材质和内衬的经编材质相搭配，防水又透气
2010 年秋冬	Mountain Jacket、BaseCamp Duffle Bag	服装面料采用的来自拥有超过 130 年历史的英国老牌 British Millerrain 出品的 Water Resistant 抗水蜡面帆布；第一次推出配件产品
2011 年春夏	Dolomite Sleeping Bag、Windbreaker Pullover、Horizon Hat	睡袋产品成为经典，服装采用格纹元素，配件比例加大
2011 年秋冬	Nuptse Down Jacket、Rolling Thunder Travel Bag	服装和配件都出现豹纹元素（之前豹纹都只出现在内衬）
2012 年春夏	Venture Jacket、Wayfinder 25 Rolling Bag、Hot Shot Backpack	地图印花，格纹尼龙为主要材质，而 HyVent 三层结构技术的使用则将耐磨、透气、排汗排湿等功能运用到极致
2012 年秋冬	Mountain Shell Jacket	将户外面料换成了灯芯绒面料，但仍然能防水
2013 年春夏	Mountain Jacket	反光元素，采用反光机能面料
2013 年秋冬	Nuptse Jacket、Nuptse Vest	皮革印花图案，产品采用防水的尼龙材质打造，并且由 700 FILL 天然鹅绒保暖填充，可收纳的帽子上还印有反光 Supreme Logo
2014 年春夏	Expedition Coaches、Expedition Medium Day Pack	全新的地图印花，以及中国、美国、前苏联、英国、日本、法国 6 个国家的国旗图标
2014 年秋冬	Mountain Parka、室内拖鞋、睡袋、手套和行李箱	腰果花图案，且这一季的单品数量较多
2015 年春夏	Dot Shot Jacket、Coaches Jacket、防寒裤、Day Pack 背包、手提包、透气渔夫帽	单宁材质，Gore Windstopper® 3-layer 的涂料，超多数量的单品

	Nuptse Jacket、Mountain Pullover、Base	
2015 年秋冬	Camp Crimp Backpack、Base Camp Travel Canister 与 Winter Runners Gloves	回归街头精神本质，使用了「By Any Means Necessary.」白色粗体 slogan
2016 年春夏	连帽卫衣夹克、连帽运动衫、运动裤、背包；T-Shirt、圆领衫	所有单品分为两次进行发售，其中四月份发售单品中，包含了连帽卫衣夹克、连帽运动衫、运动裤以及背包这四类款式单品，主打 Steep Tech 科技面料，具有保暖性、功能性和耐用性，五月发售的第二波单品，包括以前从未出现过的 T-Shirt、圆领衫等
2016 年秋冬	Nuptse Jacket、Mountain Light Jacket、Nuptse Pant、Nuptse Bootie、Pocono Backpack、Apex Duffel Bag 和 Roo II Lumbar Pack	亮眼的橙色和落叶图案作为主要设计元素
2017 年春夏	Gore-Tex® Pullover、裤子、Polartec® 羊毛外套、Big Haul 户外背包以及针织头戴	红色、蓝色、黄色、军绿色和黑色五个主题配色，注入了国旗、Gore-Tex 以及品牌字样
2017 年秋冬	Leather Nuptse Jacket、Leather Base Camp Duffel、Leather Day Pack、Leather Roo II Lumbar Pack、Leather Gloves	采用皮革材质，黄色、红色和黑色三种配色
2018 年春夏	Mountain Parka、Bib Pants、六瓣帽、背包、腰包、挎包、帽衫、T 恤	Metallic 金属质感为主题，金、银、铜配色，金属尼龙材质
2018 年秋冬	Mountain Parka、腰包、小物挎包、六瓣帽	采用皮革材质，黑、红、绿、紫四种配色

数据来源：搜狐，广发证券发展研究中心

如今，除了专业的户外产品，The North Face 更是开发了很多休闲类、健身类等适宜大众的产品，目前 The North Face 业务部门包括：Mountain Sports（登山运动产品），Mountain Lifestyle（登山休闲产品），Urban Exploration（城市探索产品）和 Mountain Athletics（健身产品）。从小众市场走向大众潮流势必面临更加激烈的市场竞争，但是 The North Face 显得游刃有余，我们认为 The North Face 在两个方面做得较为成功。首先，The North Face 通过与时尚潮牌的合作加强在时尚领域的话语权，加强品牌在年轻一代人的认知，提升品牌的潮流属性。功能性与时尚性的结合，更是满足了更多消费者的期待。其次，The North Face 在进军大众市场的同时也没有忽视品牌的核心竞争力。作为专业的户外品牌，冲锋衣、登山夹克等是其具有竞争力的产品，即使开拓了休闲等支线，但是这些优势品类仍然在售卖，从某种意义上来说是拓展了户外产品的应用场景，开拓了户外服饰日常穿着的潮流。所以，尽管 The North Face 从小众走向了大众，但其仍然保留了户外品牌的专业内核，与其他大众品牌相比较，仍然具有较为独特的属性。

3 The North Face 成为全球户外龙头品牌的原因

3.1 与专业户外运动员合作，持续研发创新

户外运动产品专业性较强，参与户外运动的人员常常暴露在极端天气之下，因此对产品的功能性要求较高。The North Face 品牌在发展的过程中，通过持续不断

的开发新技术、推出新产品、改善产品功能，尤其是在产品开发方面与运动员合作，根据这些户外运动员的实地测试，持续改进产品性能，赢得运动员的信赖，也同时获得了市场的青睐。每一件The North Face生产的产品都需要经过严格的市场调研、结合最新高科技的专业设计、精心生产及运动员实地测试，从而保证产品的专业性和实用性，能够切身解决户外探险者的实际问题。为此The North Face与世界上最优秀的山地运动员、高山攀登运动员、攀岩运动员、滑雪运动员、单板滑雪运动员和极限运动员签约，让他们在各自探险中体验The North Face的装备，并将他们的意见反馈回产品设计中。The North Face在全世界各个国家发掘了有潜力资质高的运动员，更视The North Face专业运动员为其最大的财富。像极限长跑健将Dean Karnazes、多次勇闯高山攀登死亡禁区的Jimmy Chin、高山滑雪健将Dana Flahr，都是当今极限运动界数一数二的高手。可以说，每件The North Face出品的装备，都经受了生命极限的考验。The North Face的研发创新流程是，专业运动员推动人类的潜能的同时也推动装备的极限，然后这些运动员将设备升级的要求进行反馈，接着The North Face的纤维和材料工程师、设计师和技术人员将满足运动员要求的产品原型开发出来，供运动员使用。比如，The North Face的运动员会在一次探险中使用多个试验中的新帐篷原型，来实地测试它们的性能。

3.2 打造丰富的产品线满足消费者需求，并且针对不同市场开发不同系列

户外运动种类繁多，每种运动对鞋服装备的性能都有不同的要求，所以根据不同的运动条件细分出不同的产品，并且户外运动产品线繁杂，根据中国户外用品零售行业商会的分类，户外运动产品包括：服装类、鞋类、背包类、装备类、配件类和器械类，一般品牌很难做到对户外运动产品线进行广泛的覆盖。而从80年代开始，The North Face就成为了全美产品线最全面的户外品牌，从而吸引力最广泛的户外运动人群，并且能够最大限度的满足消费者的需求，为消费者提供便利。

表8: 户外运动产品分类

类别	定义	产品
服装类	为户外运动专门制作，穿着于人体起保护和装饰作用的纺织产品	速干衣、速干裤、冲锋衣、冲锋裤、风雨衣、雨裤、羽绒衣裤、滑雪衣裤等
鞋类	为户外运动专门制作，穿着于脚上直接与地面接触的产品	登山鞋、越野跑鞋、徒步鞋、沙漠鞋、凉拖、攀岩鞋、高山靴、雪鞋等
背包类	为户外运动专门制作，用于容纳物品的，单体独立的包裹类产品	登山包、徒步包、旅行包、腰包、斜挎包、摄影包、折叠整理箱等
装备类	为户外运动专门制作，在露营时提供保护的可折叠的产品	露营帐篷、沙滩帐篷、帐篷配件、睡袋、防潮垫、帷帐、家具等
配件类	为户外运动专门制作，用于辅助运动的各类配件	灯具、照明、指南针、头盔、GPS、登山杖、弹弓、绳索等
器材类	为户外运动专门制作，大型机械性器具	自行车、充气船、快艇、滑翔伞、摩托车、越野车等

数据来源：中国户外用品零售行业商会（CORA），广发证券发展研究中心

除了产品本身的丰富性，The North Face还针对不同的市场开发不同的产品线，从最早的日本限定紫标到最新的欧洲限定红标，赢得当地市场的喜爱。

表9: The North Face地区限定产品线

产品线	推出时间	发售地点	特点
紫标（Purple Label）	2003年	日本	与日本品牌 nanamica 共同合作的一个高端支线
白标（White Label）	2014年	韩国	围绕 Daily、Outdoor、Style 三项宗旨，让户外服饰可以穿在日常生活中

黑标 (Black Label)	2015 年	日本	来自 Urban Exploration 的概念
红标 (Red Label)	2016 年	欧洲	与潮流名所 Slam Jam 合作

数据来源：新浪，广发证券发展研究中心

3.3 找准目标客群，进行精准营销

在户外运动爱好者相对而言是较为小众的人群，The North Face通过赞助户外专业人士和户外赛事，在这一细分领域中进行了精准营销，获得了专业性的声誉以及较高知名度。自The North Face品牌创立初期，就通过为户外探险家和运动员提供装备，来树立专业的品牌形象。比如，1969年，The North Face向位于加拿大海拔5959米洛根山上的北美北极研究所（Arctic Institute of North America）提供其在高海拔地区所需的装备；1980年，为巴基斯坦喀喇昆仑山（Karakoram）滑雪穿越探险提供装备，当时Galen Rowell、Kim Schmitz、Ned Gillette和Dan Astay成功滑雪穿越全长480多公里的喀喇昆仑山地区。1983年，Extreme Gear滑雪服系列推出，产品测试人员包括Squaw Valley、加利福尼亚州滑雪运动员Scott Schmidt 和Egan兄弟；1987年，The North Face装备总监Sally McCoy亲自参与了雪鸟珠峰探险，并在探险途中获得了Expedition System系列的设计灵感。

近年来，The North Face加大了社群营销的力度。2009年，The North Face与American Hiking Society, The Sierra Club以及the International Mountain Biking Association一起创立了Planet Explore网站（www.planetexplore.com），这是一个线上社群组织，旨在帮助个人和家庭在他们所在地区寻找合适的户外活动。建立Planet Explore的目的在于激励大家，尤其是年轻人，参与到户外活动中。除了线上的网站之外，The North Face品牌线下零售店也成为了活动中心，宣传徒步、爬山、山地自行车和瑜伽等活动。

创造户外文化也是The North Face的营销手段之一。在中国这样一个没有户外文化但有巨大潜力的国家，The North Face通过组织户外活动，创造户外文化，吸引更多人投入户外运动之中，从而激发更多潜在消费者，同时也提升了品牌地位。比如在2010年，超过70%的营销费用投入到户外运动的组织中，The North Face通过社交媒体和网络宣传组织了攀登中国传奇山脉哈巴山的活动，通过线上投票选出三个选手组成一支队伍，这支队伍的装备由The North Face品牌赞助。

3.4 重视渠道建设，不断拓展新市场和新渠道

除了在户外市场发展较为成熟的美国和欧洲之外，The North Face品牌也在加大全球各地区市场的覆盖，在潜力的市场，比如中国等，持续加强品牌建设和影响力。VF Corporation在2000年收购The North Face时，The North Face已经在美国、欧洲和亚洲有所布局，被收购之后The North Face也未停止全球扩张的脚步。2002年品牌进军加拿大市场，2005年新增澳大利亚经销商，并且加大在俄罗斯的地区品牌扩张，在2007年，The North Face收回了中国的代理权，使得品牌能够重新掌握中国这一高速发展的潜力市场，并且加大对中国、印度等新兴市场的投资。到了2009年，The North Face品牌已经在全球61个国家售卖产品，并且包括一些没有高山和下雪的国家，2011年全球覆盖国家进一步增长至65个。

近年来，VF Corporation开始重视Direct to Consumer业务（也就是直营业务）的发展，主要包括零售业务和电商业务。2008年，The North Face开始发展电商，

并且电商渠道成为The North Face品牌以及VF Corporation增长最快的渠道。

表10: VF Corporation各渠道销售收入情况 (百万美元)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Wholesale	5,268	6,130	6,339	5,852	6,238	7,568	8,481	8,790	8,668	8,575	7,760	7,956
Direct-to-consumer	870	1,011	1,223	1,214	1,386	1,797	2,285	2,512	3,089	3,335	3,198	3,780
Licensing	78	79	81	77	78	94	114	117	124	123	68	75
Direct-to-consumer 占比	14%	14%	16%	17%	18%	19%	21%	22%	26%	28%	29%	32%
Direct-to-consumer 增速		16%	21%	-1%	14%	30%	27%	10%	23%	8%	-4%	18%

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

3.5 从小众市场向大众市场发展

除了在专业的户外市场, The North Face也将目光投向了大众市场。通过与潮牌合作, 打开潮流服饰市场, 通过设立支线产品, 让更多的大众消费者日常能够穿着品牌, 使得The North Face从小众市场走向大众市场。

正如前文所述, 除了专业的户外产品, The North Face更是开发了很多休闲类、健身类等适宜大众的产品线, 目前的产品系列包括: Mountain Sports (登山运动产品), Mountain Lifestyle (登山休闲产品), Urban Exploration (城市探索产品) 和Mountain Athletics (健身产品), 其中健身产品融入了VF Corporation收购的Lucy品牌。这四大产品系列中, Mountain Sports系列主打户外运动的技术产品, 是专业的户外系列, 供户外专业人士选择, 而其他几个系列都是针对大众市场设计的, 比如Mountain Lifestyle主打都市必备服装, Urban Exploration主打时尚技术服装, Mountain Athletics主打健身训练服装。当然, 尽管是针对大众市场, 但这些产品系列仍然有The North Face作为户外品牌的技术和产品, 将户外概念融入日常穿着, 将户外科技与时尚结合, 具有较为独特的属性。

4 投资建议

从The North Face品牌的成功经验看, 作为全球最大单一户外用品品牌, 非常重视产品的研发投入, 通过与世界上最优秀的户外运动员合作, 在专业性上获得其认可; 针对种类繁多的户外运动, 打造丰富的产品线, 吸引最广泛的户外运动人群; 不断赞助户外运动, 为户外探险家和运动员提供装备, 树立专业的品牌形象, 同时打造户外文化; 在专业户外市场之外, 通过不断引入时尚元素, 打开更广阔的大众服饰市场。另外和其他成功的服饰品牌一样, 重视供应链建设, 加强自有渠道, 不断拓展新渠道。根据中国纺织品商业协会户外用品分会的市场调研报告, 中国人均户外用品消费金额不足欧美市场的1/4, 未来空间巨大, 而且伴随大众运动的持续景气, 旅游由观光游向度假游转变, 国内户外基础设施不断完善, 2022年北京冬奥会对整个户外用品行业的推动, 行业有望结束调整, 迎来新一轮增长。目前探路者作为国内领先的户外用品上市公司, 有望受益行业景气复苏, 另外公司自2017年联合创始人王静女士回归, 业务重心回归户外用品主业, 逐步剥离与户外用品主业不相关的业务, 目前产品竞争力持续提升, 渠道调整基本结束, 线下店铺信息化建设有序推进, 店长激励计划不断落实, 2018年公司户外用品主业营收下降5.72%, 降幅收窄, 商誉经过2017年和2018年连续两年大幅计提风险基本释放, 近期公告2019年度一季度业绩预告, 户外用品主业营收较去年同期预计增长20%左右, 归母净利润增长

75%~105%，业绩拐点向上明确，重点推荐。

5 风险提示

5.1 终端需求不振风险

目前中国经济增长处于降速阶段，进入发展新常态。从历史经验看，服装及相关纺织品作为传统的可选消费品，受外部经济环境影响较大，如果经济不景气，消费者预期收入降低，则终端零售将承受较大压力。

5.2 潮流更替风险

户外行业也如其他纺织服装行业一样，面临潮流更替，一旦品牌公司未能抓住最新的流行趋势，将面临经营风险。

5.3 户外用品行业增速放缓，竞争持续加剧的风险

根据COCA提供的《2018年中国户外用品市场调研报告》，2018年国内户外市场零售总额为249.8亿元，同比增长2.10%，出货总额141.2亿元，同比增长2.38%，行业市场增速持续减缓，而且增长幅度为近年来最低，如果未来户外行业仍处在持续深化调整的发展阶段，同时户外品牌商之间的竞争愈加激烈，则会影响公司未来的发展及经营业绩。

5.4 Discovery Expedition 品牌发展不及预期的风险

Discovery Expedition品牌定位为时尚的户外产品，如果探路者公司无法对市场时尚流行趋势和消费者偏好进行准确预测甚至引导，并及时地开发和销售满足市场需求的产品，将面临品牌影响力减弱、产品销量下降、库存积压及利润下滑的风险。

5.5 投资项目业绩未达最终预期及商誉继续减值的风险

虽然2016年、2017年、2018年探路者公司均已根据最新评估报告对相关未达预期的公司计提了足额商誉减值，资产负债表商誉余额大幅减少，但如果部分被投资公司的经营状况仍然未有好转，不排除后续继续减值给公司整体利润产生不利影响的风险。

5.6 公司股票存在被暂停上市的风险

探路者公司2017年和2018年连续两年亏损，根据深交所创业板股票上市规则，上市公司最近三年连续亏损（以最近三年的年度财务会计报告披露的当年经审计净利润为依据），深交所可以决定暂停其股票上市，因此如果2019年继续出现亏损，公司存在被深交所暂停股票上市的风险。

广发纺织服装行业研究小组

- 糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
张萌：联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
赵颖婕：联系人，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
胡幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。