

纺织服饰行业深度报告

户外服饰行业深度：乘势而上，掘金千亿户外市场

增持（维持）

2025年08月03日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003
zhaoyy@dwzq.com.cn

投资要点

- **伯希和拟港股上市，户外热持续到何时？** 2025年4月户外服饰品牌“伯希和”在港交所递交招股说明书，2022-2024年伯希和营收从3.8亿元增至17.7亿元，CAGR高达116%。在疫情后国内消费持续低迷的环境下，伯希和爆发式高增，增长驱动来自什么？持续性如何？本文通过复盘户外服饰行业在中国的发展历程以及解析行业增长驱动进行探讨。
- **见微知著：中国户外第一股“探路者”复盘。** 国内户外服饰行业曾诞生探路者、三夫户外等上市公司，然而上市后均经历了业绩震荡期。通过复盘探路者及行业变迁，可以发现国内户外服饰行业经历了2010-2014年高速增长、2015-2019年调整放缓、2020年以来增长再提速的三个发展阶段，其中2015-2019年行业出现调整放缓主要原因在于宏观经济增速换挡、行业发展不均衡、竞争白热化等因素。而随着行业标准规范化、疫情催化户外需求爆发、户外消费者年轻化等积极因素出现，当前国内户外服饰行业再次迎来增长提速的机遇期。
- **知往鉴今：户外服饰空间广阔，积极因素催化增长提速。** 1) **行业特点：**高性能户外服饰对功能性具有较高的要求，生产难度、生产成本相对高于其他品类，目前行业知名的生产技术主要掌握在海外供应商手中，国产技术逐步突破中。2) **总量上看：**2024年国内高性能户外服饰市场规模1027亿元，2019-2024年复合增速13.8%。预计未来五年有望翻倍，长期看具有3倍以上增长空间。3) **结构上看：**冲锋衣品类、线上渠道、国产品牌增长较快。4) **竞争格局方面：**24年国内市场CR10为27.2%，市场较为分散，其中国际品牌占主导地位，国产品牌则通过性价比定位、时尚设计等策略进行差异化竞争逐步提升份额。
- **伯希和：年轻的国产品牌，向上突围进行时。** 伯希和成立于2012年，现为国内高性能户外服饰零售额第七大品牌，市场份额1.7%。定位中高端质价比，产品定价多数集中于千元及以内，与国际户外服饰品牌形成价格区隔。2022-2024年营收从3.78亿元增至17.66亿元，归母净利润从0.24亿元增至2.83亿元，CAGR分别为116%、241%。我们认为高增驱动一方面来自国内户外热度提升，另一方面来自公司在渠道、定位、营销策略上，均选择了适合国产品牌的差异化发展路径，并逐步实现从中端大众向上突破。
- **投资建议：看好户外服饰产业链机会。** 当前国内户外行业正处于多重积极因素共同催化增长提速的机遇期，未来五年内行业规模有望翻倍，长期增长空间3倍以上，这将带来户外服饰整个产业链机会。其中：1) **下游品牌/零售商：**品牌资产、运营管理能力为核心竞争要素，重点推荐①手握多个全球领先户外品牌的安踏体育；建议关注：②户外服饰及装备龙头亚玛芬体育、三夫户外、探路者、牧高笛，③布局户外产品线的体育服饰龙头李宁、特步国际、361度、波司登，④新增代理户外品牌的零售商滔搏，以及⑤拟上市的户外服饰品牌伯希和；2) **上游制造：**生产技术、客户资源为核心竞争要素，建议关注：锦纶长丝产能正处投产爬坡阶段的南山智尚、台华新材，超细纤维功能面料龙头聚杰微纤等。
- **风险提示：**极端气候影响户外活动，行业竞争加剧，国产品牌升级受阻。

行业走势



相关研究

《纺服行业 2024 年三季度报总结：制造龙头再续佳绩，期待品牌复苏回暖》

2024-11-05

《纺服行业 2024 年中报总结：着眼持续增长的优质龙头》

2024-09-08

内容目录

1. 伯希和拟港股上市，户外热持续到何时？	5
2. 见微知著：中国户外第一股“探路者”复盘	6
2.1. 第一阶段（2009-2015年）：伴随国内户外运动行业蓬勃发展快速扩张	8
2.2. 第二阶段（2015-2019年）：内外因素影响下主业承压	8
2.3. 第三阶段（2020年至今）：行业景气度回升，户外业务企稳恢复	10
3. 知往鉴今：户外服饰空间广阔，积极因素催化增长提速	11
3.1. 高性能户外服饰：海外起步较早，国产生产技术逐步突破	11
3.2. 行业规模：千亿市场，空间广阔，未来五年有望翻倍	15
3.3. 结构趋势：冲锋衣品类、线上渠道、国产品牌增长较快	16
3.4. 竞争格局：市场较为分散，国产品牌差异化竞争	18
4. 伯希和：年轻的国产品牌，向上突围进行时	19
4.1. 公司概况：高质价比户外品牌，以电商渠道为主	19
4.2. 高增驱动：渠道、定位、营销，三维向上突破	20
4.2.1. 渠道：从线上到线下，拓展市场，品牌向上	21
4.2.2. 定位：从经典到巅峰，高质价比，专业时尚	23
4.2.3. 营销：从爆品到矩阵，明星代言，探险背书	26
4.3. 财务指标：盈利能力较强，营运周转待改善	27
5. 投资建议：看好户外服饰产业链机会	29
6. 风险提示	31

图表目录

图 1:	2019-2024 年期间高性能户外服饰 CAGR 表现显著好于整体鞋服	5
图 2:	探路者 2009 年（企业上市年份）营收构成	6
图 3:	三夫户外 2015 年（企业上市年份）营收构成	6
图 4:	探路者 2017-2020 年业绩波动较大	6
图 5:	三夫户外 2017-2024 年业绩波动较大	6
图 6:	探路者股价和业绩复盘	7
图 7:	2011 年中国人均 GDP 突破 5000 美元	8
图 8:	2010 年中国城镇人口占比突破 50%	8
图 9:	2015-2019 年探路者户外用品业务营收承压下滑	9
图 10:	2014 年探路者门店数量达到峰值 1677 家	9
图 11:	户外行业受同行分流	9
图 12:	2015-2017 年户外电商渠道占比持续提升	10
图 13:	2010-2017 年中国核心户外品牌数量快速增加	10
图 14:	冲锋衣结构设计应满足国家标准要求	11
图 15:	冲锋衣面料应具有防水透湿功能	11
图 16:	冲锋衣面料功能性应满足国家标准要求	12
图 17:	冲锋衣面料性能测试	12
图 18:	戈尔公司膨体聚四氟乙烯（ePTFE）微观图	12
图 19:	2019-2024 年高性能户外服饰 CAGR13.8%	15
图 20:	户外服饰行业驱动因素拆解	16
图 21:	高性能户外服饰中服装占比近 70%，且增长快于鞋类和配件	16
图 22:	高性能户外服饰品类丰富，其中冲锋衣裤为第一大单品类	17
图 23:	线上渠道增长显著，占比持续提升	17
图 24:	国际品牌仍占据主导地位，但国产品牌正在追赶	18
图 25:	2024 年伯希和营收按产品划分情况	19
图 26:	2024 年伯希和营收按渠道划分情况	19
图 27:	伯希和产品定价以千元以内为主	20
图 28:	股权结构图（截至 2025/03/24）	20
图 29:	伯希和历年营收&YOY	21
图 30:	伯希和历年归母净利润&YOY	21
图 31:	伯希和线下零售店形象	22
图 32:	伯希和旗舰品牌体验店 Pellicot Space	22
图 33:	头部冲锋衣品牌产品参数及价格对比	25
图 34:	伯希和持续加大研发投入	25
图 35:	伯希和历年签约的明星代言人	27
图 36:	伯希和赞助多校登山队	27
图 37:	何静穿着伯希和巅峰系列登山	27
图 38:	伯希和历年毛利率&期间费用率&归母净利率	28
图 39:	伯希和历年分产品毛利率	28
图 40:	伯希和历年分渠道毛利率	28
图 41:	伯希和历年销售&管理&研发&财务费用率	28
图 42:	2024 年伯希和存货周转天数有所增加	29

图 43: 2024 年伯希和经营活动净现金流转负	29
表 1: 户外鞋服行业三个发展阶段相关指标变化情况	11
表 2: 常见冲锋衣面料技术材料及性能情况	13
表 3: 全球著名的户外面料供应商	14
表 4: 2024 年中国内地高性能户外服饰前十大品牌	18
表 5: 国产户外品牌多定位中端性价比, 与国际品牌形成差异化竞争	19
表 6: 伯希和营收中线上为主要贡献渠道	21
表 7: 2022-2024 年加速开店, 线下收入大增	22
表 8: 伯希和产品按系列分类	23
表 9: 2022-2024 年山系列及专业性能系列产品迅速起量	24
表 10: 伯希和专有科技	26
表 11: 户外服饰产业链上游制造公司	29
表 12: 户外服饰产业链下游品牌服饰公司	30
表 13: 户外产业链重点标的估值表	31

1. 伯希和拟港股上市，户外热持续到何时？

国产户外服饰品牌伯希和拟赴港股上市，国内户外行业持续景气值得重视。2025年4月户外服饰品牌“伯希和”在港交所递交招股说明书，成为近年来国内户外运动持续景气的标志性事件之一。据伯希和招股说明书，2022-2024年伯希和营收从3.8亿元增至17.7亿元，CAGR高达116%。

除伯希和外，国内其他户外品牌同样展现高增长态势。例如，安踏体育旗下户外品牌群(迪桑特、可隆等)2019-2024年营收从17.1亿元增至106.8亿元，CAGR达44.3%；亚玛芬体育(旗下包括户外服饰品牌始祖鸟、Salomon、Peak Performance等)大中华区2022-2024年营收从5.26亿美元增至13.0亿美元，CAGR达57.1%。行业层面看，2019-2024年期间国内高性能户外服饰市场规模CAGR13.8%，明显高于整体鞋服表现。

当我们谈论户外时，究竟在谈论什么？根据《2025运动户外圈层人群洞察白皮书》，当前中国户外人群达到3.1亿+量级，其中多数户外人群目的聚焦于“自然沉浸、自我突破、身心疗愈”。在疫情后国内消费持续低迷的环境下，户外热度居高不下，增长驱动力来自什么？持续性如何？本文希望通过复盘户外服饰行业在中国的发展历程进行探讨。

图1：2019-2024年期间高性能户外服饰 CAGR 表现显著好于整体鞋服



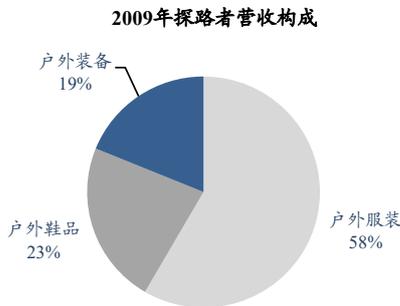
数据来源：伯希和招股说明书，欧睿，中国服装协会，央视网，东吴证券研究所。

备注：上述指标中，规模指的是2024年市场规模，CAGR指的是2019-2024年期间的行业规模年均复合增速。

2. 见微知著：中国户外第一股“探路者”复盘

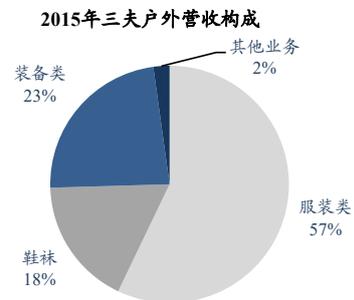
国内户外服饰行业曾诞生探路者、三夫户外等上市公司。探路者、三夫户外分别于2009年、2015年上市，上市时探路者主营自有户外服饰品牌“探路者”，三夫户外则主要经营众多户外品牌（如始祖鸟、The North Face、哥伦比亚等）在中国市场的零售业务。从营收构成看，两个公司上市之际主营产品均为户外鞋服及装备，2009年探路者户外服装/鞋品/装备收入占比分别为58%/23%/19%，2015年三夫户外服装/鞋袜/装备类收入占比分别为57%/18%/23%。从业绩规模看，探路者2014年达到归母净利润峰值2.94亿元，同年营收17.15亿元；三夫户外2023年达到业绩峰值，营收/归母净利润分别为8.46亿元/0.37亿元。

图2：探路者2009年（企业上市年份）营收构成



数据来源：Wind，东吴证券研究所

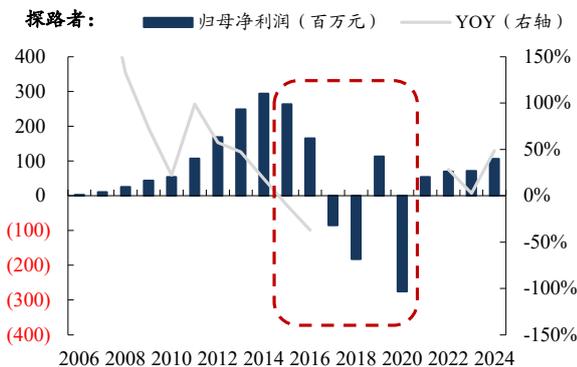
图3：三夫户外2015年（企业上市年份）营收构成



数据来源：Wind，东吴证券研究所

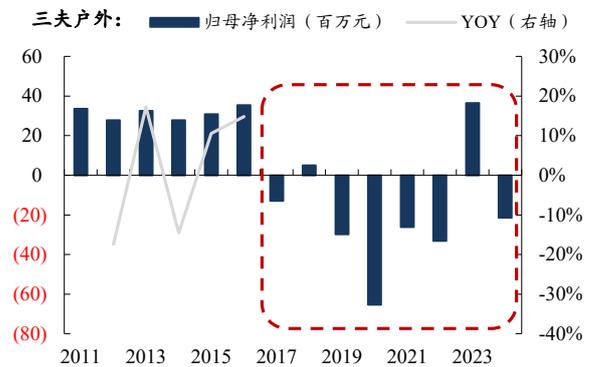
探路者、三夫户外上市后均经历了业绩震荡期。国内户外服饰行业经历过快速成长阶段，然而前述两家户外行业公司上市后股价和业绩表现却并非一帆风顺，尤其是2015年之后业绩转弱承压明显，波动较大。2015年探路者归母净利润增速开始下滑，2017-2018年转为亏损；三夫户外则于2017、2019-2022年期间持续亏损。

图4：探路者2017-2020年业绩波动较大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：三夫户外2017-2024年业绩波动较大

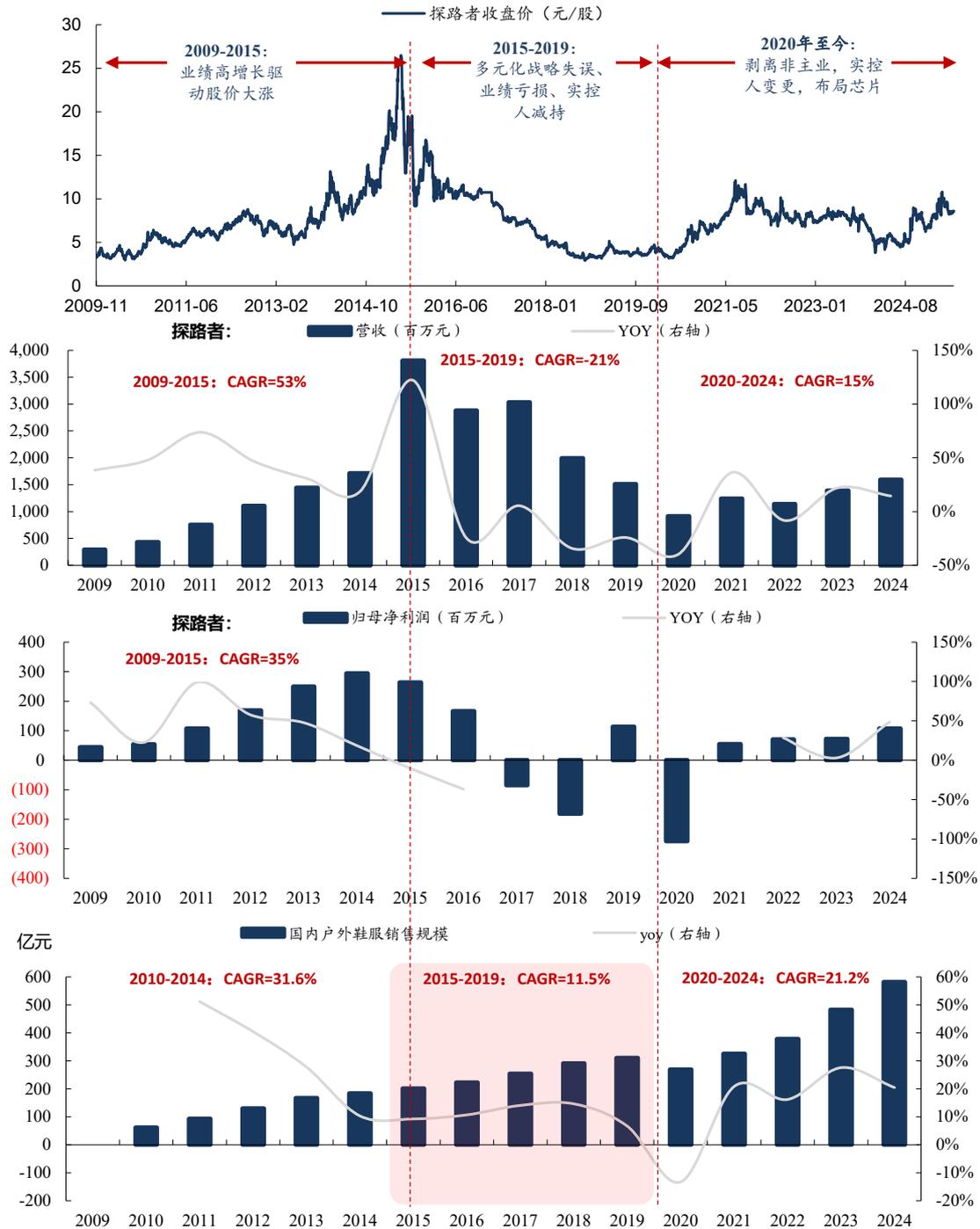


数据来源：Wind，东吴证券研究所

作为国产户外服饰领路者的探路者、三夫户外业绩为何出现较大波动？户外服饰行业增长逻辑是什么？本文以探路者为例，详细复盘其上市后发展历程，进而探讨国内户外服饰行业的发展前景。

探路者是国内第一家上市的户外用品公司，迄今仍是国内第十大高性能户外服饰品牌。探路者成立于1999年，2009年在深交所上市，为国内第一家上市的户外用品公司，2024年探路者仍是国内第十大高性能户外服饰品牌（市占率约1.0%）。上市以来探路者经历了快速扩张（2009-2015年）、战略失误（2015-2019年）、业务重整（2020年至今）的发展过程，我们认为复盘公司每个阶段的得与失，对于理解国内户外行业的发展驱动及前景判断有着很强的借鉴意义。

图6：探路者股价和业绩复盘



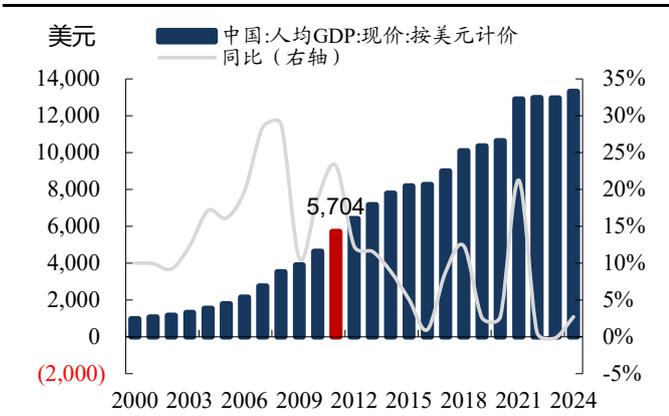
数据来源：Wind，欧睿，东吴证券研究所。备注：本图中户外鞋服市场规模采用欧睿统计数据，户外鞋服特指专门为户外活动如徒步旅行，登山，山地自行车，越野跑、雪地活动设计的鞋服，不包含户外装备。

2.1. 第一阶段（2009-2015年）：伴随国内户外运动行业蓬勃发展快速扩张

2009-2015年期间探路者营收规模从2.9亿元增至38.1亿元（CAGR53.3%），归母净利润从4403万元增至2.63亿元（CAGR34.7%），这一阶段公司股价翻了5倍以上。

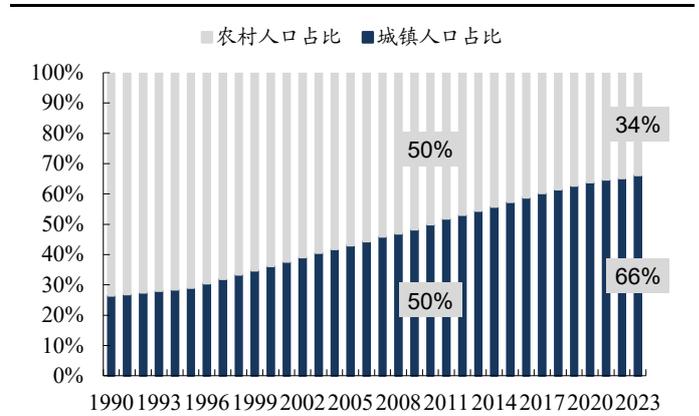
公司业绩快速增长伴随国内户外行业的蓬勃发展。2010-2014年国内户外鞋服销售额从61.3亿元增至183.8亿元，CAGR31.6%（图6）。我们认为这个时期国内户外行业蓬勃发展的核心驱动因素在于国内经济水平的提升，一方面，2011年人均GDP突破“马拉松周期”临界值5000美元¹，物质水平的提高有效带动国内户外运动相关消费需求；另一方面，中国城镇化进程快速推进，2010年城镇化率突破50%，户外消费人群通常集中于“有钱有闲”的中产阶级。

图7：2011年中国人均GDP突破5000美元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2010年中国城镇人口占比突破50%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 第二阶段（2015-2019年）：内外因素影响下主业承压

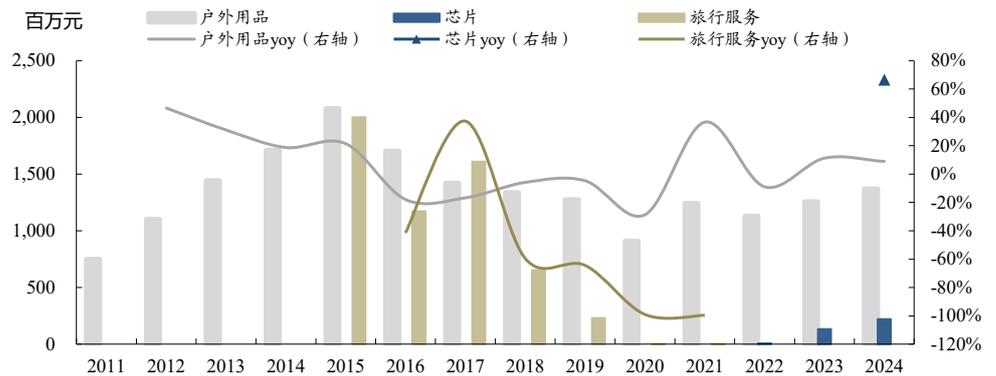
2015-2019年探路者业绩和股价失速滑坡，细拆业务来看，除了并购的旅行服务业务对业绩形成拖累外，户外用品主业营收也持续承压下滑。我们认为这一阶段主业承压主要来自内部战略和外部环境两方面因素影响。

1) 内部战略方面，多元化布局拖累+户外主业经营不善。

2013-2015年公司试图构建“户外+旅行+体育”生态圈，先后收购易游天下、Asiatravel、极之美等旅行业务，但由于业务协同性不强、行业竞争激烈、管理团队动荡等因素，2015-2019年期间旅行业务对公司业绩形成较大拖累，2018年公司启动剥离旅行业务，2020年完全退出。在此期间公司经营重心有所变化，对户外主业同样形成一定影响。

¹ “马拉松周期”指的是，当一个国家或地区的人均GDP突破5000美元后，以马拉松为代表的路跑赛事会迎来发展的黄金时期。

图9：2015-2019年探路者户外用品业务营收承压下滑



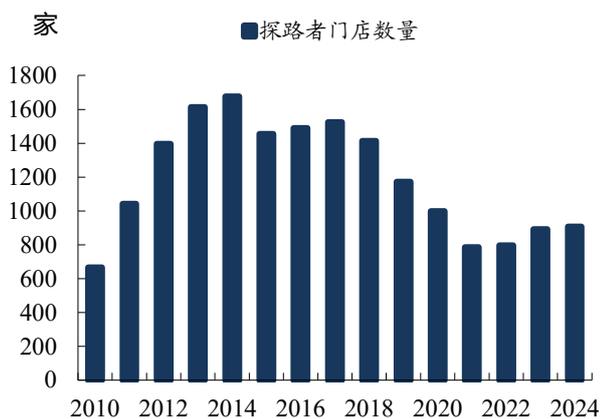
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2) 外部环境方面，行业降速+渠道变革对公司经营形成冲击：

一是行业降速。2015-2019年户外鞋服市场规模CAGR11.5%，较前一阶段CAGR31.6%有所放缓，我们认为行业降速主要受以下因素驱动：

- ① 宏观经济环境增速换挡，“顺周期”属性下户外消费增长放缓；
- ② 经过前期跑马圈地快速增长，一线城市户外市场趋于饱和（如探路者门店数量2014年达到峰值1677家，远超当前热门户外品牌迪桑特、可隆等品牌150-250家门店量级），而下沉市场尚未培育成熟；
- ③ 体育服饰品牌、休闲服饰品牌参与户外产品竞争，分流部分户外鞋服市场需求。

图10：2014年探路者门店数量达到峰值1677家



数据来源：Wind，东吴证券研究所

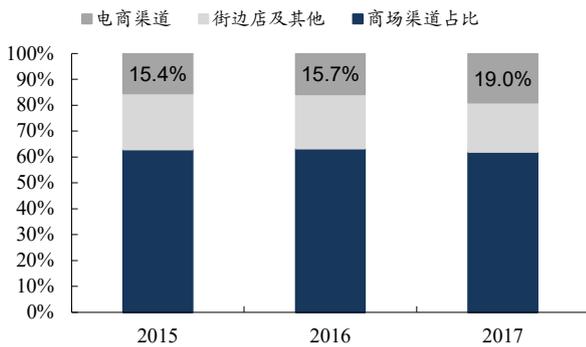
图11：户外行业受同行分流

品牌	体育、休闲服饰品牌布局户外动作
李宁	2013年开设首家户外直营店李宁探索 (Li-Ning Adventure)，产品涵盖冲锋衣、登山鞋等。
361度	2013年10月，361°与北欧户外品牌OneWay Sport成立合资公司（持股70%），推出ONEWAY品牌，主打滑雪、骑行等专业户外装备。
阿迪达斯	2011年在哈尔滨开设首家户外专营店。
优衣库	2015年与《国家地理》等IP合作，推出防风、防水功能的轻户外服饰，主打“城市户外”概念。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

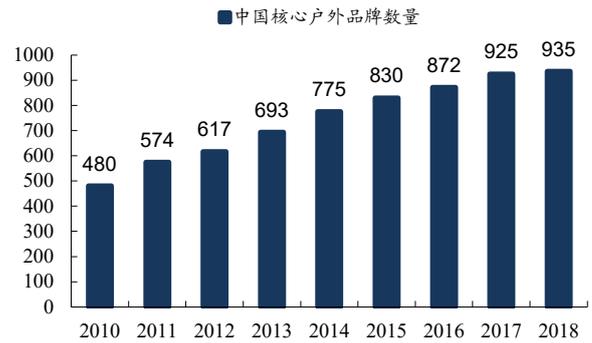
二是渠道变革，电商冲击实体渠道消费。国内电商渠道快速发展，而行业标准尚未建立完善，大量品牌通过电商渠道参与户外行业竞争，2010-2015年期间国内核心户外品牌数量从480个快速增至830个，2015-2017年期间户外用品电商渠道占比从15.4%提升至19%，电商分流对于依赖实体渠道销售的头部品牌而言影响较大。

图12: 2015-2017年户外电商渠道占比持续提升



数据来源: COA《2015年度户外用品市场报告》, 东吴证券研究所

图13: 2010-2017年中国核心户外品牌数量快速增加



数据来源: COCA《2018年度中国户外用品市场调研报告》, 东吴证券研究所

2.3. 第三阶段 (2020年至今): 行业景气度回升, 户外业务企稳恢复

2020年以来, 探路者户外业务企稳恢复。伴随国内户外运动景气度回升 (20-24年国内户外鞋服销售额 CAGR21.2%, 较前一阶段有所回升), 探路者户外业务恢复增长, 20-24年户外业务收入从9.1亿元增至13.7亿元, CAGR10.8%。

这个阶段虽然宏观经济增速进一步放缓, 但户外行业景气度却逆势回升。我们认为主要受益于以下多重因素带动:

1) 经济水平上台阶: 物质基础更加扎实, 户外运动类别更加丰富 (据中国体育协会, 与5000美元人均GDP水平对应的户外运动主要有越野跑、穿越和登山, 而当人均GDP达到10000美元, 露营、自行车、滑雪、冲浪、攀岩、自驾越野等户外运动将迅速普及)。

2) 行业标准规范化: 2017年国家市场监督管理总局出台冲锋衣行业标准, 规范行业产品质量 (2024年出台新版标准), 减少行业乱象竞争现象。

3) 疫情催化: 疫情显著推动消费者对“健康、安全、社交自然场景”的偏好转移。

4) 户外人群年轻化: 主力户外消费人群从70/80后逐步迭代为80/90后, 新兴社交平台的崛起加快种草传播速度、加速消费者的品牌教育。

5) 户外服饰兼顾功能+时尚属性: 户外品牌“防水指数”、“透湿率”等量化指标重构审美标准, 同时加强时尚设计拓展受众边界。

6) 政策鼓励户外运动: 据《户外运动产业发展规划 (2022-2025年)》, 政府积极鼓励户外发展, 如推动自然资源向户外运动开放、完善户外运动产业发展布局等。

总的来说, 通过复盘探路者及行业变迁, 可以发现2010-2024年户外服饰行业经历了2010-2014年高速成长、2015-2019年调整放缓、2020年以来增长再提速的三个发展阶段, 其中2015-2019年行业出现调整放缓主要原因在于宏观经济增速换挡、行业发展不均衡、竞争白热化等因素。而随着行业标准逐步规范、疫情催化户外需求爆发、户外人群年轻化等积极因素出现, 户外服饰行业再次迎来增长提速的机遇期。

表1: 户外鞋服行业三个发展阶段相关指标变化情况

	第一阶段 2010-2014	第二阶段 2015-2019	第三阶段 2020-2024
户外鞋服行业规模 CAGR	31.6%	11.5%	21.2%
人均 GDP (美元)	4,629-7,781	8,175-10,343	10,627-13,303
人均 GDP CAGR	13.9%	6.1%	5.8%
户外行业与宏观经济的相关性	顺周期	顺周期	逆周期
核心催化	<ul style="list-style-type: none"> 人均 GDP 突破 5000 美元 	<ul style="list-style-type: none"> 人均 GDP 增速下台阶 渠道变革 体育、休闲品牌分流 	<ul style="list-style-type: none"> 人均 GDP 站上 1 万美元 冲锋衣行业标准规范化 疫情后泛户外需求增加 消费者年轻化 户外产品时尚化 政策鼓励
主力消费人群 (出生年份)	1970-1990 年	1975-1995 年	1980-2000 年
户外品牌	专业户外	专业户外	专业+时尚

数据来源: Wind, 欧睿, 东吴证券研究所

3. 知往鉴今: 户外服饰空间广阔, 积极因素催化增长提速

3.1. 高性能户外服饰: 海外起步较早, 国产生产技术逐步突破

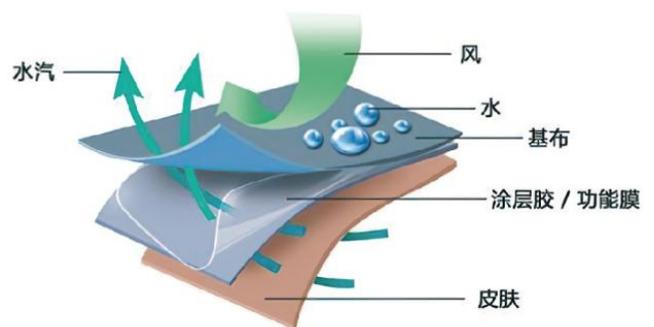
高性能户外服饰对功能性具有较高的要求, 使得其材质明显区别于休闲服饰或一般运动服饰。高性能户外服饰按细分方向进一步分为冲锋衣、软壳衣、抓绒衣、速干衣等, 对于防水、透湿、保暖、速干等性能要求高于一般服饰, 因此生产过程通常更加复杂。以冲锋衣为例, 根据中国最新国家标准 GB/T 32614-2023, 冲锋衣的定义为“采用防水透湿性能的纺织面料, 加工制成的用于户外运动的、具有防水透湿功能的服装”。为保障冲锋衣产品整体的防水透湿性能, 国家标准还进一步对冲锋衣产品的结构设计、生产工艺和面料功能性提出要求。

图14: 冲锋衣结构设计应满足国家标准要求



数据来源: 国家市场监督管理总局, 东吴证券研究所

图15: 冲锋衣面料应具有防水透湿功能



数据来源: 国家市场监督管理总局, 东吴证券研究所

结构设计方面，标准要求上衣门襟和外部口袋应有防水结构，裤子腰围 20cm 以下应有防水结构，面料接缝处需有压胶处理。

面料方面，需同时满足防水（I 级面料要求表面抗湿性洗前 ≥ 4 级、洗后 ≥ 3 级，静水压洗前 $\geq 50\text{kPa}$ 、洗后 $\geq 40\text{kPa}$ ）、透湿（I 级面料要求透湿率 $\geq 6000\text{g}/(\text{m}^2 \cdot 24\text{h})$ ）、耐磨（下装耐磨性能 ≥ 15000 次）、色牢（深色产品耐光色牢度 $\geq 3-4$ 级）等指标。

图16: 冲锋衣面料功能性应满足国家标准要求

面料功能性要求	I 级	表面抗湿性/级	洗前	≥ 4	
			静水压/kPa	洗前	面料 ≥ 50 , 面料接缝处 ≥ 40
				洗后	面料 ≥ 40 , 面料接缝处 ≥ 30
		透湿率 / [g/(m ² · 24h)]	洗前、洗后	≥ 6000	
	II 级	表面抗湿性/级	洗前	≥ 4	
			洗后	不考核	
静水压/kPa		洗前	面料 ≥ 30 , 面料接缝处 ≥ 25		
		洗后	面料 ≥ 20 , 面料接缝处 ≥ 15		
	透湿率 / [g/(m ² · 24h)]	洗前、洗后	≥ 4000		

数据来源：国家市场监督管理总局，东吴证券研究所

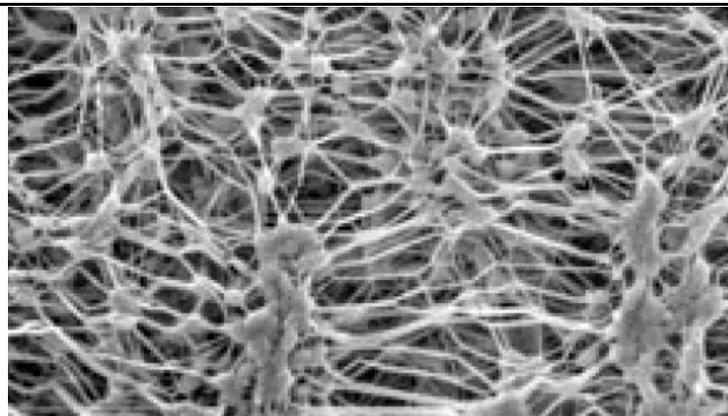
图17: 冲锋衣面料性能测试



数据来源：国家市场监督管理总局，东吴证券研究所

户外运动最早起源于欧洲探险与科学考察传统，海外产业发展起步较早，诞生和积累了大量户外产业供应商和品牌。例如，冲锋衣面料技术最早由美国戈尔公司研发出来，并长期被戈尔公司生产专利垄断。戈尔公司是全球首家研发生产具有防水透湿性能面料的公司，1958 年成立于美国，1969 年发明出膨体聚四氟乙烯（ePTFE），这种材料因其微孔结构能兼具防水和透气属性（每平方英寸 90 亿个不规则排列的微孔，孔径约为水分子直径的 1/20,000、水蒸气分子的 700 倍）。1970 年戈尔公司为 ePTFE 申请首个专利，奠定其在行业领先地位。近年来为了顺应环保趋势，2022 年戈尔公司推出全新的 ePE 方案（不含 PFAS（全氟和多氟化合物））。

图18: 戈尔公司膨体聚四氟乙烯（ePTFE）微观图



数据来源：戈尔公司官网，东吴证券研究所

GORE-TEX 面料与品牌采取业内独家的合作模式，铸就强大知名度。GORE-TEX 与品牌合作模式非常独特，采用“端到端”共生模式，深入参与产品全生命周期，包含产品设计、技术创新、辅料选择、终端宣传、售后支持的每一个环节。例如，对于带有“GUARANTEED TO KEEP YOU DRY®”标识的产品，戈尔公司承诺对符合条件的产品进行修补、更换或退款的售后服务。此外，GORE-TEX 对合作品牌筛选标准较为严格，要求合作品牌必须在 GORE-TEX 认证的工厂生产、使用 GORE-TEX 独家的压胶机和压胶条。目前 GORE-TEX 已与全球多家知名户外服饰品牌建立合作，包括始祖鸟、MAMMUT、Patagonia、Salomon 等。这种独特的品牌合作模式使得 GORE-TEX 不仅是一家面料供应商，同时也是一个具有强大知名度的面料品牌，对其合作品牌的产品形成有力的品质背书。

除 GORE-TEX 外，目前市场常见的还有 eVent、Dermizax 以及品牌自研的防水透湿面料。继戈尔公司之后，美国 BHA、日本东丽等公司陆续研发推出具有防水透湿性能的面料 eVent、Dermizax 等，在生产工艺上与 GORE-TEX 有细微差异，但防水透湿性能亦远超国家标准。国产品牌近年来通过持续研发投入，也逐步突破生产技术，例如，2022 年安踏品牌联合东华大学自主研发推出“安踏膜”，具备较好的防水透湿性能，并成功量产安踏“风暴甲”冲锋衣成品面世。

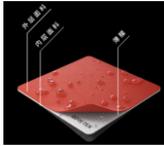
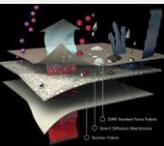
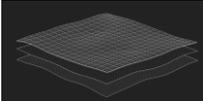
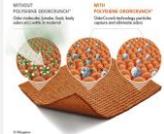
表2: 常见冲锋衣面料技术材料及性能情况

冲锋衣面料技术	所属公司	材料	防水性能（静水压 mmH2O）	透气性能（透湿率 g/m ² /24h）
GORE-TEX	美国戈尔	EPTFE 薄膜+PU 膜+外层+内衬	28000+	8000-10000
eVent	美国 eVent Fabric	EPTFE 薄膜+外层+内衬	30000	15000-25000
Dermizax	日本东丽	无孔型聚氨酯膜面料	20000	10000
Futurelight3L	美国 The North Face	纳米纺织防水透气面料	16000+	75000+
安踏膜（第二代）	中国安踏	PTFE 纤维微孔膜	17000+	8000+
StormBreath	中国伯希和	纳米级分子材料特制成多微孔防水薄膜	20000+	30000+
FILTERTEC	中国凯乐石	亲水性无孔合成材料，表布+PU 薄膜	8000	8000

数据来源：公司官网，淘宝，东吴证券研究所

除冲锋衣外，抓绒面料、保暖材料、鞋底材料等户外服饰材料知名供应商也常被户外服饰品牌用于产品性能背书。例如，美国抓绒面料品牌 Polartec、美国保暖材料品牌 PrimaLoft、意大利防滑鞋底 Vibram、瑞典雪崩救援科技 RECCO 等，凭借悠久的发展历史和持续研发投入，在相关领域积累了领先的性能优势和品牌知名度，被广泛用于知名的户外服饰品牌产品中。例如，始祖鸟 KYANITE JACKET 抓绒衣标注采用 Polartec 面料，竞速山地跑鞋标注使用 Vibram 大底。

表3: 全球著名的户外面料供应商

供应商	国家	成立年份	背景	核心材料	样图
Gore	美国	1958	核心材料是膨体 PTFE (e PTFE)。ePTFE 由 PTFE 聚合物制成, 经过膨胀处理, 形成多孔结构, 使其非常薄, 同时保持高强度、完整性和柔韧性	Gore-TEX 等	
Toray	日本	1926	全球最大的高性能纤维制造商之一, 业务涵盖碳纤维、功能性面料、工业材料等领域	Dermizax, Airtastic™, Primeflex™	
Polartec	美国	1979	美国 Malden Mills 公司发明的抓绒面料品牌, 现隶属于 Milliken & Company, 被《时代周刊》列为“全球 100 项最佳发明”之一	Polartec Delta™, Polartec Power Dry, Polartec Grid™, Polartec Stretch, Polartec Wool™	
eVent	美国	2001	美国 BHA 公司 (通用电气子公司) 推出的防水透气技术品牌, 核心技术为 ePTFE 膜与 TransActive 主动导湿技术	eVent® Protective, eVent® windstormST	
Pertex	英国	1979	英国 Perseverance Mills 公司年研发, 现隶属于日本三井物产, 专注于超轻量尼龙面料生产	Pertex Quantum, Pertex Shield	
Cordura	美国	1977	美国英威达 (INVISTA) 旗下品牌, 前身是杜邦公司的尼龙面料技术, 以耐磨性著称, 拥有 60 余年历史	Cordura AFT, Cordura Classic, Cordura Combat Wool™	
PrimaLoft	美国	1985	美国保暖材料公司, 原为美国陆军研发抗潮湿保暖材料, 现被科氏工业集团收购	PrimaLoft Gold, PrimaLoft Black	
Polygiene	瑞典	1965	瑞典抗菌技术公司, 专注于银离子抗菌和气味控制解决方案, 拥有全球 500+ 品牌客户	Viranova, Odor Crunch	
Vibram	意大利	1937	创立于意大利的专业鞋底品牌, 因登山靴防滑技术闻名, 拥有 80 余年橡胶配方研发经验	Vibram Megagrip, Vibram Arctic Grip	
Recco	瑞典	1977	成立于瑞典的雪崩救援技术公司, 全球唯一获得国际登山联合会 (UIAA) 认证的雪崩反射器供应商	Recco Reflector	

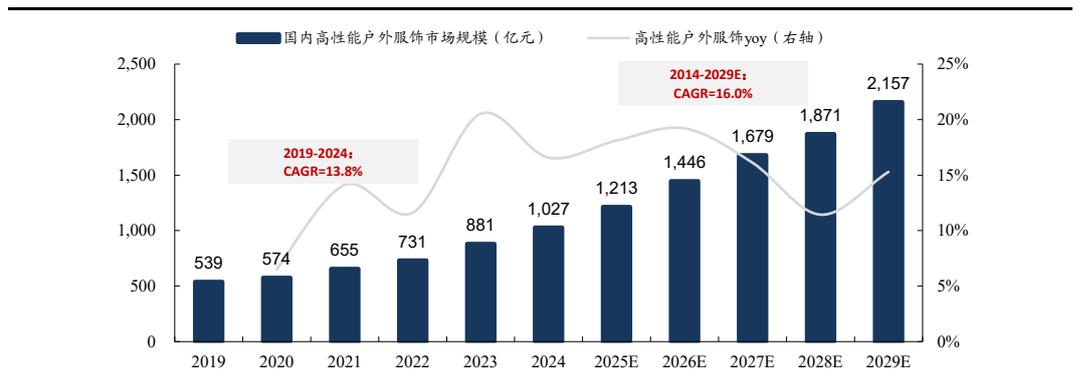
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3.2. 行业规模：千亿市场，空间广阔，未来五年有望翻倍

2019-2024年国内高性能户外服饰市场规模从539亿元增至1027亿元，CAGR13.8%。

结合前文复盘，我们认为高性能户外服饰行业在2020-2022年国内疫情反复的环境下逐年较快增长，主要得益于国内人均GDP上台阶、疫情催化消费者重构社交方式、核心户外消费人群年轻化、户外品牌提升时尚度等多重因素带动。在上述因素持续发力下，我们看好国内高性能户外服饰增长的持续性。据弗若斯特沙利文预测，到2029年国内高性能户外服饰市场规模有望达到2157亿元，2024-2029年CAGR提升至16.0%。

图19：2019-2024年高性能户外服饰 CAGR13.8%



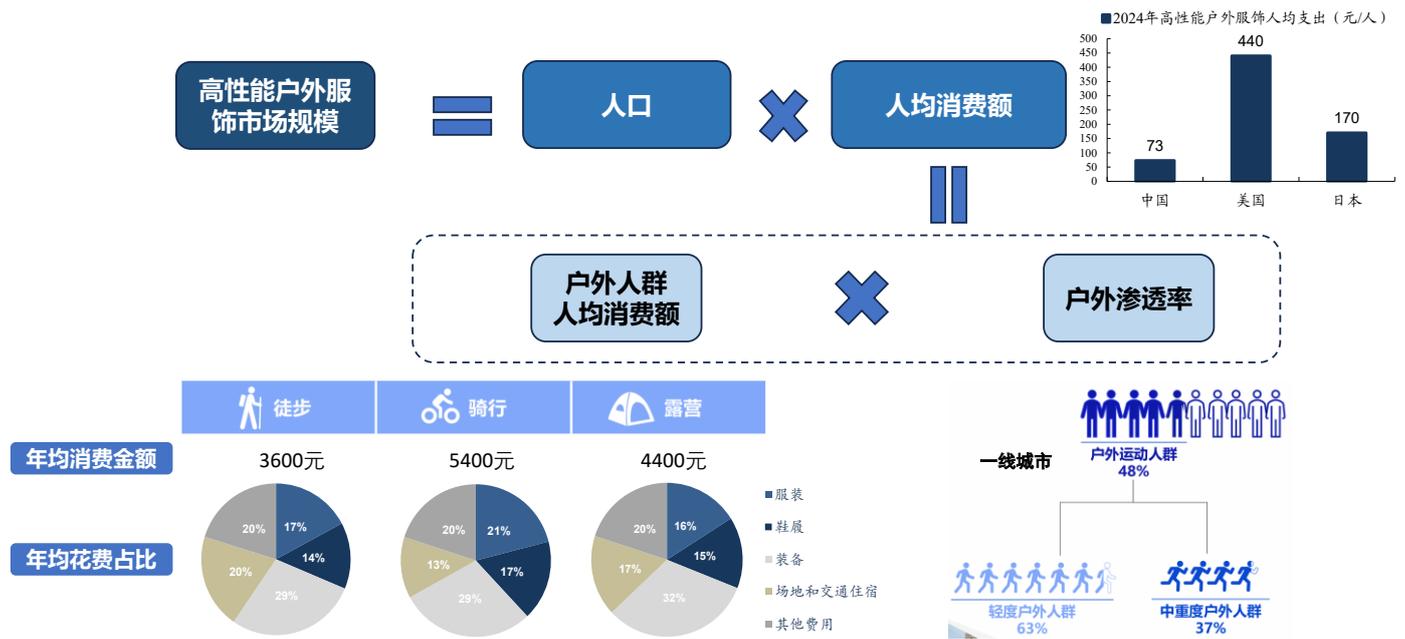
数据来源：伯希和招股说明书，东吴证券研究所

高性能户外服饰行业增长驱动来自什么？将高性能户外服饰消费额简单分解为人均消费额*总人口数。其中人均消费额进一步可以拆解为户外人群渗透率*户外人群人均消费金额，我们认为近年来高性能户外服饰增长驱动主要来自这两个指标提升驱动。

高性能户外服饰行业增长空间有多大？1) 参考一线城市核心户外人群，国内人均高性能户外服饰消费额有望达到300元。据《2025中国户外市场白皮书-前瞻版》调查显示（调查信息参考图20备注），2024年一线城市户外运动人群占比48%，其中轻度/中重度户外人群占比分别为63%/37%；而从单项户外活动人均消费额来看，徒步、骑行、露营的年均消费金额分别达3600/5400/4400元，其中花费于服装+鞋履+装备的金额分别为2124/3618/2772元（均值2838元）。以一线城市核心户外人群消费水平作为参考（为简化计算及增强测算结果的参考性，暂不考虑轻度户外人群部分），静态测算国内人均高性能户外服饰消费金额潜力为2838*10.66%≈300元²。2) 国内高性能户外服饰市场规模存在3倍以上增长空间。人均300元高性能户外服饰支出对应未来行业规模有望达到4200亿元+（以2024年国内总人口14.1亿人作为参考），而2024年国内高性能户外服饰市场规模1027亿元，距离这一水平存在3倍以上增长空间。国际比较来看，2024年国内人均高性能户外服饰消费额仅73元（vs美国440元vs日本170元），亦表明国内高性能户外服饰行业存在较大增长空间。

² 计算说明：人均户外服饰消费额=总户外服饰消费额/总人口=户外人群人均户外服饰消费额*户外人群数量/总人口=户外人群人均户外服饰消费额*户外渗透率，其中户外人群人均消费额以徒步、骑行、露营项目年均消费均值2838元作为参考，户外人群渗透率以中重度户外人群比重作为参考，即48*37%*60%=10.66%（其中60%为估算的18-60岁人群占比），因此人均户外消费额潜力=2838*10.66%=303元

图20: 户外服饰行业驱动因素拆解

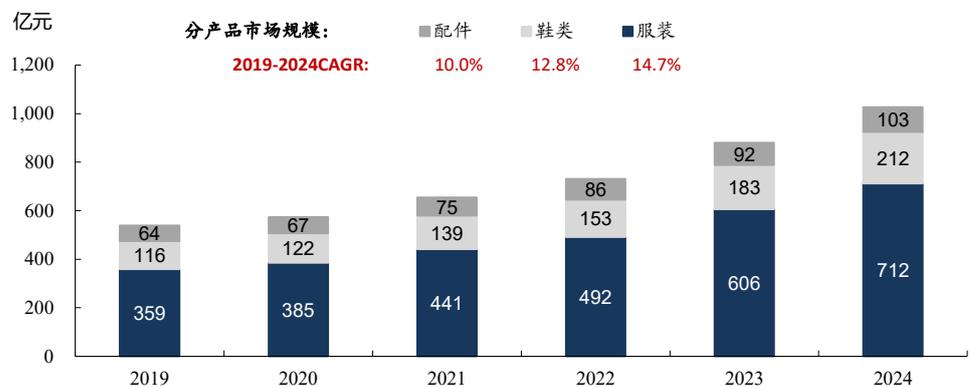


数据来源：中国体育用品业联合会户外产业专业委员会《2025中国户外市场白皮书-前瞻版》，伯希和招股说明书，东吴证券研究所。备注：图中数据均为2024年，户外人群消费金额及户外运动人群比重的数据结果为《2025中国户外市场白皮书-前瞻版》基于对一线城市（北京、上海、广州）、18-60岁、过去三个月内进行过户外运动活动或参与过赛事的非敏感行业人群的调查问卷结果。国内18-60岁人群占总人口比例使用60%进行估算（据国家统计局，2024年国内16-59岁人口占比60.9%）。

3.3. 结构趋势：冲锋衣品类、线上渠道、国产品牌增长较快

分产品类型看，高性能户外服饰中服装占比近70%，且增长快于鞋类和配件。2024年高性能户外服饰中服装/鞋类/配件分别占比69%/21%/10%。2019-2024年高性能户外服装市场规模从359亿元增至712亿元，CAGR14.7%；鞋类市场规模从116亿元增至212亿元，CAGR12.8%；配件市场规模从64亿元增至103亿元，CAGR10%。在户外运动热度提升的同时，消费者穿着习惯亦趋于将户外服饰的穿着场景延伸至日常穿着领域，带动户外服装增长快于鞋类及配件。

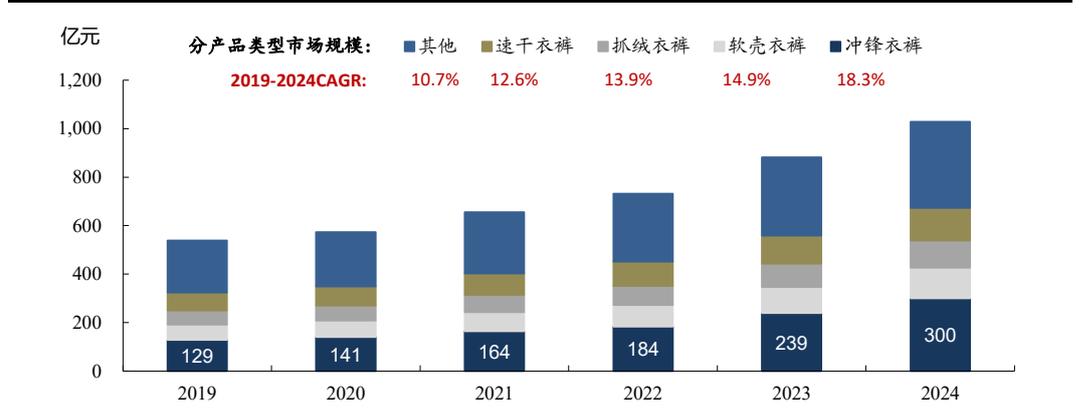
图21: 高性能户外服饰中服装占比近70%，且增长快于鞋类和配件



数据来源：伯希和招股说明书，东吴证券研究所

分品类看，高性能户外服饰品类丰富，其中冲锋衣裤为第一大单品类。2024年高性能户外服饰中冲锋衣裤/软壳衣裤/抓绒衣裤/速干衣裤/其他产品市场规模分别占比29%/12%/11%/13%/35%。冲锋衣功能性较强，为最大单一类别，2019-2024年国内冲锋衣市场规模从129亿元增至300亿元，CAGR18.3%。软壳衣裤、抓绒衣裤、速干衣裤、其他类型均呈双位数增长趋势。

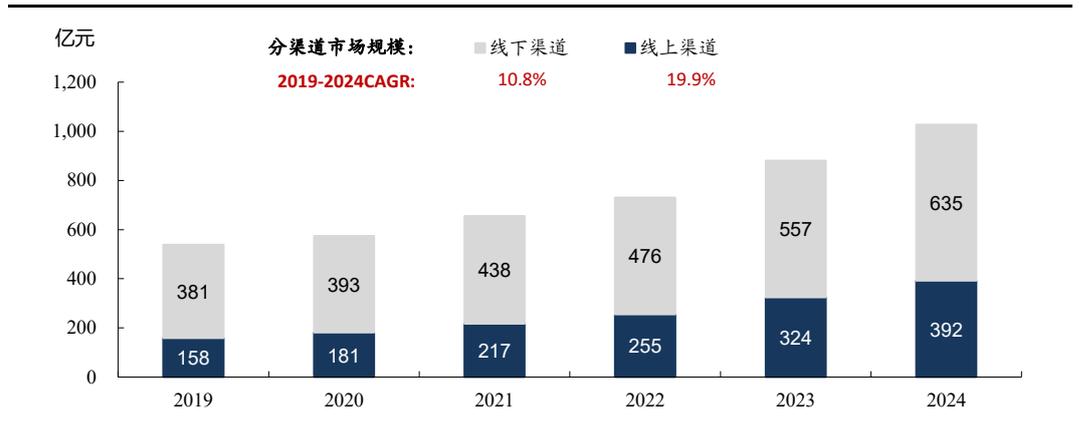
图22：高性能户外服饰品类丰富，其中冲锋衣裤为第一大单品类



数据来源：伯希和招股说明书，东吴证券研究所

分渠道看，线上渠道增长显著，占比持续提升。2024年高性能户外服饰中线上渠道/线下渠道市场规模分别占比38%/62%。从趋势上看，线上渠道增长迅速，2019-2024年线上渠道规模从158亿元增至392亿元，CAGR19.9%；线下从381亿元增至635亿元，CAGR10.8%。

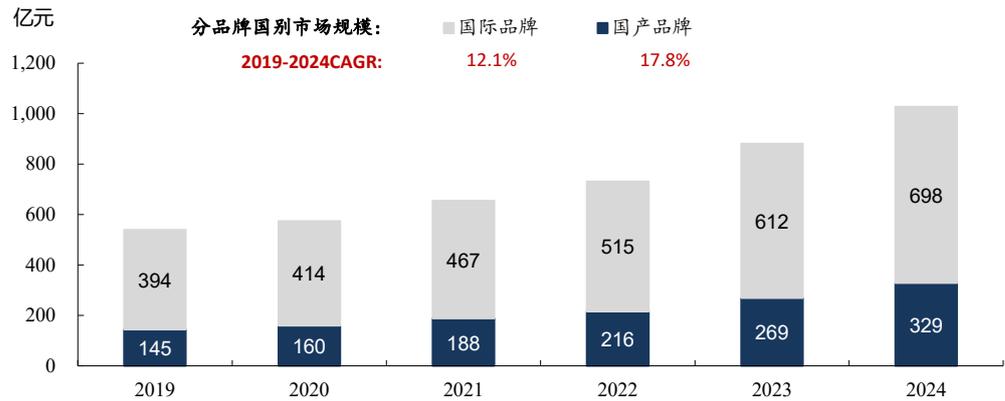
图23：线上渠道增长显著，占比持续提升



数据来源：伯希和招股说明书，东吴证券研究所

分品牌国别看，国际品牌仍占据主导地位，但国产品牌正在追赶。2024年高性能户外服饰中国际品牌/国产品牌市场规模分别占比68%/32%。而随着国产品牌加大研发投入、丰富产品类别、提升品质、强化设计，同时在价格方面相对更亲民，国产品牌正在不断提升市场份额。2019-2024年高性能户外服饰中国产品牌市场规模从145亿元增至329亿元，CAGR17.8%；国际品牌从394亿元增至698亿元，CAGR12.1%。

图24：国际品牌仍占据主导地位，但国产品牌正在追赶



数据来源：伯希和招股说明书，东吴证券研究所

3.4. 竞争格局：市场较为分散，国产品牌差异化竞争

高性能户外服饰行业较为分散，国际品牌占主导。2024年行业前十大品牌的合计市场份额27.2%，其中排名第一的品牌市占率为5.5%。前十大品牌中有6个为国际品牌，合计市占率17.4%。

表4：2024年中国内地高性能户外服饰前十大品牌

品牌	品牌起源地	市场份额	CAGR (2022-2024年)
A品牌	中国	5.5%	56.3%
B品牌	美国	4.4%	25.7%
C品牌	加拿大	4.1%	59.5%
D品牌	法国	3.1%	23.9%
E品牌	日本	2.6%	51.4%
F品牌	韩国	2.0%	60.7%
伯希和	中国	1.7%	127.4%
G品牌	中国	1.6%	53.1%
H品牌	美国	1.2%	44.9%
I品牌	中国	1.0%	14.5%
合计市场份额		27.2%	

数据来源：伯希和招股说明书，东吴证券研究所

当前国产品牌与国际品牌形成差异化竞争格局。高性能户外品牌竞争格局呈现“金字塔结构”，国际品牌多定位中高端，冲锋衣价格带基本在数千元，主要面向专业户外人群或中高收入人群。而国产品牌如伯希和、骆驼等基本定价3000元以内，且核心销售款集中在千元内，主要面向相对大众的消费者人群。随国产品牌在产品研发、渠道建设、品牌塑造等方面持续发力，未来有望在中端及大众专业市场实现突破，提升本土品牌集中度。

表5: 国产户外品牌多定位中端性价比, 与国际品牌形成差异化竞争

品牌	定位	冲锋衣价格带 (元)	主要产品品类	品牌起源地
始祖鸟	顶级专业	2000-8500	硬壳冲锋衣、速干衣	加拿大
迪桑特	中高端轻奢	2500-4000	滑雪服、训练服	日本
可隆	中高端都市	1500-5500	冲锋衣、露营装备	韩国
凯乐石	中高端专业	1000-4500	攀登装备、冲锋衣	中国
北面	中高端潮流	800-6000	冲锋衣、羽绒服	美国
哥伦比亚	中高端功能	700-4000	冲锋衣、登山鞋	美国
探路者	中端性价比	450-5000	冲锋衣、帐篷	中国
伯希和	中端性价比	300-2500	冲锋衣、防晒衣	中国
骆驼	中端性价比	200-3000	冲锋衣、登山鞋	中国
迪卡侬	入门级	300-1500	基础户外装备	法国

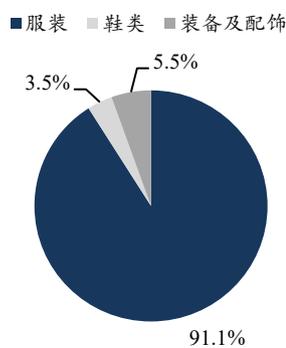
数据来源: 淘宝, 东吴证券研究所

4. 伯希和: 年轻的国产品牌, 向上突围进行时

4.1. 公司概况: 高质价比户外品牌, 以电商渠道为主

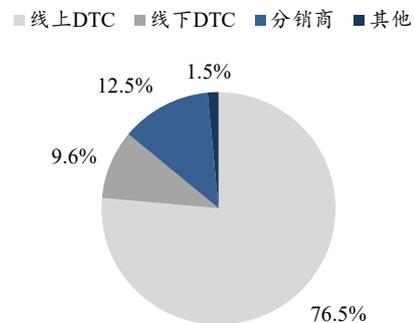
伯希和定位高质价比户外品牌, 以电商渠道为主。伯希和成立于 2012 年, 主营户外服装/鞋类/装备, 2024 年位居中国高性能户外服饰零售额第七大品牌(本土品牌前三), 市场份额 1.7%。按产品划分, 2024 年服装/鞋类/装备及配饰收入占比分别为 91.1%/3.5%/5.5%; 按销售模式划分, 2024 年线上 DTC/线下 DTC/分销商/其他渠道收入占比分别为 76.5%/9.6%/12.5%/1.5%, 服装品类、线上渠道为主要收入贡献来源。伯希和品牌定位中高端市场, 主打高质价比产品, 产品定价多数集中于千元及以内, 与国际户外服饰品牌形成比较明显的价格区隔。

图25: 2024 年伯希和营收按产品划分情况



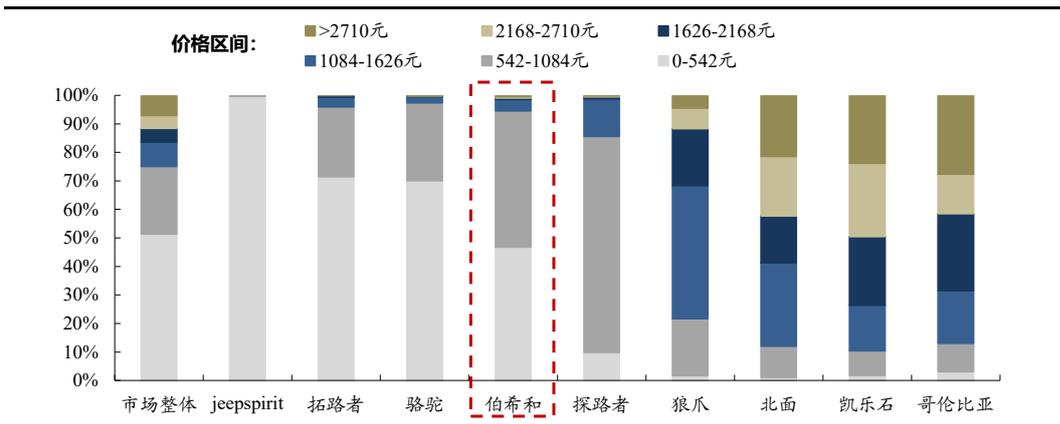
数据来源: 伯希和招股说明书, 东吴证券研究所

图26: 2024 年伯希和营收按渠道划分情况



数据来源: 伯希和招股说明书, 东吴证券研究所

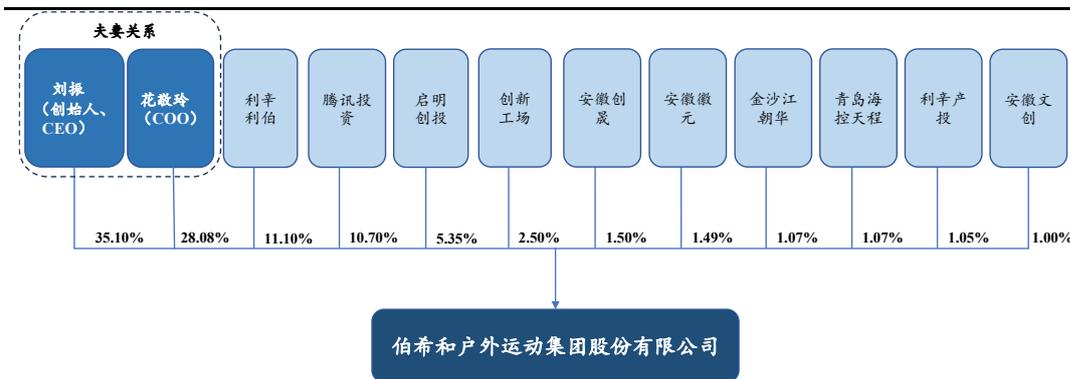
图27: 伯希和产品定价以千元以内为主



数据来源: 魔镜洞察基于 202407-202412 期间电商消费数据统计, 东吴证券研究所

股权结构集中, 创始人夫妇为第一大股东。2023-2025 年公司已完成 A、B 两轮融资。截至 2025 年 3 月 24 日 B 轮融资估值 28 亿元, 其中创始人刘振、花敬玲夫妇合计持股 63.18% (分别持股 35.1%、28.08%), 员工激励平台利辛利伯持股 11.1%, 腾讯投资持股 10.7%, 其余前十大股东主要为启明创投 (持股 5.35%)、创新工场 (持股 2.5%)、安徽创晟 (持股 1.5%)、安徽徽元 (持股 1.49%) 等机构投资人。

图28: 股权结构图 (截至 2025/03/24)



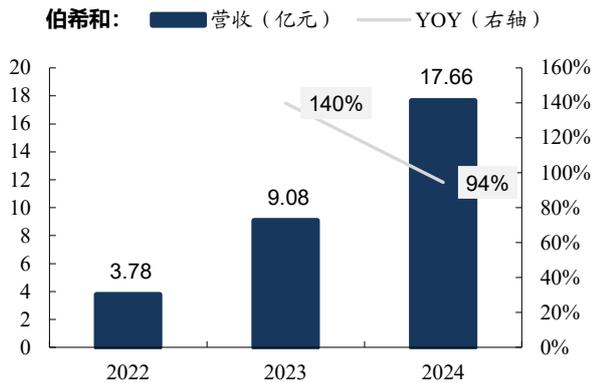
数据来源: 伯希和招股说明书, 东吴证券研究所

4.2. 高增驱动: 渠道、定位、营销, 三维向上突破

2022-2024 年公司业绩年均翻番以上增长。2022-2024 年伯希和营收从 3.78 亿元增至 17.66 亿元, 归母净利润从 0.24 亿元增至 2.83 亿元, CAGR 分别为 116%、241%, 增长势头超过绝大部分同行。

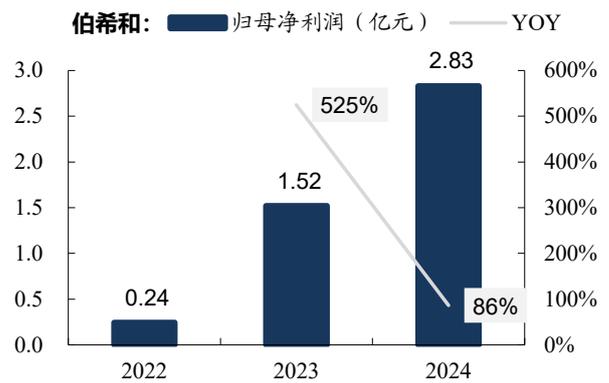
我们认为伯希和高增驱动同样来自内外因素的作用。外部因素方面, 如前文所述疫情后户外需求增加、消费者年轻化、内容平台种草效应等因素共同催化户外热度提升; 内部因素方面, 我们认为伯希和在渠道、定位、营销策略上, 均选择了适合国产品牌的差异化发展路径, 并逐步实现从中端大众向上突破。

图29: 伯希和历年营收&YOY



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图30: 伯希和历年归母净利润&YOY



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2.1. 渠道: 从线上到线下, 拓展市场, 品牌向上

以电商渠道为主, 近年来加大线下门店布局。伯希和成立之初聚焦于快速崛起的电商渠道, 2012年成为首批入驻天猫的户外品牌, 同年入驻京东平台, 2015年布局唯品会, 近年来随着抖音、小红书等内容平台成为流量来源, 陆续布局新兴平台。2022-2024年线上DTC收入从3.31亿元增至13.51亿元, CAGR102%。公司线上运营优势突出, 2024年天猫新客数量达2022年的3倍。由于加强线下渠道发力, 2022-2024年线上收入占比从87.5%下降至76.5%, 线上仍是收入的最大来源, 其中分平台看2024年天猫/抖音/京东和唯品会收入占整体营收比重分别为29.4%/18.3%/18.2%, 抖音占比提升显著。

表6: 伯希和营收中线上为主要贡献渠道

	2022	2023	2024
营收 (百万元)	378.47	908.07	1,766.10
YOY		139.9%	94.5%
其中: 线上 DTC	331.14	752.09	1,351.26
YOY		127.1%	79.7%
占比	87.5%	82.8%	76.5%
毛利率	55.6%	59.5%	61.4%
其中: 天猫	130.7	292.5	518.4
YOY		123.8%	77.2%
占比	34.5%	32.2%	29.4%
抖音	54.4	173.2	323.4
YOY		218.4%	86.7%
占比	14.4%	19.1%	18.3%
京东和唯品会	89.6	178.3	322.1
YOY		99.0%	80.7%
占比	23.7%	19.6%	18.2%
其他	56.4	108.1	187.4
YOY		91.5%	73.3%
占比	14.9%	11.9%	10.6%

数据来源: 伯希和招股说明书, 东吴证券研究所

线下渠道方面，加速开店，重点布局一二线城市门店。2016年4月在北京开设第一家伯希和实体店，开始布局线下渠道，2022年开设旗舰品牌体验店，增强消费者互动体验。2022-2024年线下门店数量从39家快速扩张至146家，开店速度明显加快。在开店策略上，公司以一二线城市为主（2024年一二线/三线以下城市门店数量分别为91/55家），主要采取联营模式（2024年直营/联营门店数量分别为14/132家）。2022-2024年线下DTC收入从726万元增至1.69亿元，CAGR383%，营收占比从1.9%提升至9.6%。

表7：2022-2024年加速开店，线下收入大增

	2022	2023	2024
营收（百万元）	378.47	908.07	1,766.10
YOY		139.9%	94.5%
其中：线下DTC	7.26	47.33	169.01
YOY		552.4%	257.1%
占比	1.9%	5.2%	9.6%
毛利率	69.2%	71.2%	70.7%
门店数	39	77	146
其中：按模式划分			
直营	9	16	14
联营	30	61	132
其中：按城市划分			
一二线城市	19	48	91
三线及以下	20	29	55
单店收入（万元）	18.6	61.5	115.8
YOY		230.5%	88.3%

数据来源：伯希和招股说明书，东吴证券研究所

图31：伯希和线下零售店形象



数据来源：伯希和招股说明书，东吴证券研究所

图32：伯希和旗舰品牌体验店 Pelliott Space



数据来源：伯希和招股说明书，东吴证券研究所

4.2.2. 定位：从经典到巅峰，高质价比，专业时尚

根据不同的使用场景和目标客群，伯希和将旗下产品分为四大系列。早期伯希和产品以面向广泛户外爱好者的经典系列为主，产品价格多位于 1000 元以内，与同行国际品牌形成明显的价格带区隔。为了丰富和拓宽客群，2022 年起新增专业性能系列和山系列，其中专业性能系列强化了科技防护性能，主要面向专业户外运动人士，价格带向上拓宽至 1000-3000 元；山系列则提高美学设计，主要面向城市户外用户，价格带同样较经典系列有所提升。2025 年进一步新增巅峰系列，适用于极限探险户外环境，该系列采用的面料和防护技术均来自供应商外采，例如用 Pertex 面料、PrimaLoft、eVent 面料线、1000 蓬松度拒水鹅绒、Vibram 鞋底及 Dyneema 纤维，价格带进一步向上突破至上万元。目前伯希和已构建经典系列、山系列、专业性能系列、巅峰系列产品矩阵，不同系列的目标客群和价格带形成差异互补。

表8：伯希和产品按系列分类

系列	推出年份	客群	代表产品	SPU (个, 截至 2024/12/31)	示意图
经典系列	2012	户外爱好者	经典系列冲锋衣、经典系列徒步鞋、经典系列软壳衣	751	
山系列	2022	户外爱好者、城市用户	山系列冲锋衣、山系列抓绒衣、山系列羽绒服	24	
专业性能系列	2022	专业户外运动人士，如高海拔攀登、滑雪、徒步人士	北极星冲锋衣、风盾硬壳裤、1000 蓬松度营地羽绒服	68	
巅峰系列	2025	专业登山者、极限探险家以及在极端天气下的作业人群	高海拔营地球型帐篷、巅峰系列连体羽绒服、巅峰系列 Mummy 睡袋	15	

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所（备注：巅峰系列于 2025 年 1 月推出，SPU 数量为截至 2025/04）

当前收入结构中仍以经典系列为主，山系列、专业性能系列迅速起量。2024 年经典系列/山系列/专业性能系列/Excelsior 收入占比分别为 82.7%/9.8%/5.6%/1.9%。经典系列仍为主要收入贡献货盘，在户外渗透率加快提升的环境下，经典系列凭借亲民的定价、专业+时尚结合的产品设计，保持快速增长趋势。山系列和专业性能系列自 2022 年推出后迅速放量，2024 年合计收入占比达到 15.4%。巅峰系列 2025 年 1 月推出，当前收入贡献较小。

表9：2022-2024 年山系列及专业性能系列产品迅速起量

	2022	2023	2024
营收（百万元）	378.47	908.07	1,766.10
YOY		139.9%	94.5%
其中：经典系列	333.97	792.13	1,460.50
YOY		137.2%	84.4%
占比	88.2%	87.2%	82.7%
山系列	14.09	55.02	173.26
YOY		290.4%	214.9%
占比	3.7%	6.1%	9.8%
专业性能	2.05	23.09	99.31
YOY		1027.4%	330.1%
占比	0.5%	2.5%	5.6%
Excelsior	27.55	37.84	33.03
YOY		37.3%	-12.7%
占比	7.3%	4.2%	1.9%

数据来源：伯希和招股说明书，东吴证券研究所。备注：Excelsior 2016 年创立于韩国，为街头风格鞋品牌，伯希和 2020 年开始代理其中国市场业务。

伯希和质价比在同行中较为突出。我们选取头部冲锋衣品牌天猫旗舰店中价格最高的硬壳冲锋衣进行比较，可以发现：

1) **伯希和冲锋衣定价在同行中相对偏低：**国际品牌顶配冲锋衣价格带位于 3000-8500 元区间；国产品牌位于 1000-5000 元区间，其中伯希和定价 2200 元，相对偏低。

2) **面料科技主要分为 GORE-TEX、eVent 和品牌自研三大类：**始祖鸟、可隆、探路者、凯乐石顶配冲锋衣均采用 GORE-TEX 面料，产品定价均在 3600 元以上；北面、哥伦比亚等品牌使用自研面料科技，价格带 3000-6000 元；伯希和、骆驼采用 eVent 面料，产品定价在 1000-2200 元。

3) **伯希和北极星硬壳冲锋衣防水透湿性能超过绝大多数同行，但定价低于同行：**伯希和北极星硬壳冲锋衣防水系数 30000mmH₂O，透湿指数 320000g/m²/24h，超过始祖鸟 ALPHA Jacket（防水系数 28000mmH₂O，透湿指数 250000g/m²/24h），但其定价仅为始祖鸟的约 1/4，体现产品具有较高的质价比。

4) **伯希和热销款硬壳冲锋衣价格远低于同行，但其防水透湿指数水平在同行中位于较高水平。**除了最贵款外，我们还选取伯希和天猫旗舰店综合排序最高款产品进行比较，该款山系机能硬壳冲锋衣定价 699 元，价格大幅低于其他品牌产品，但其防水透湿性能在同行中处于中等偏高水平（防水系数 28000mmH₂O、透湿指数 250000g/m²/24h）。

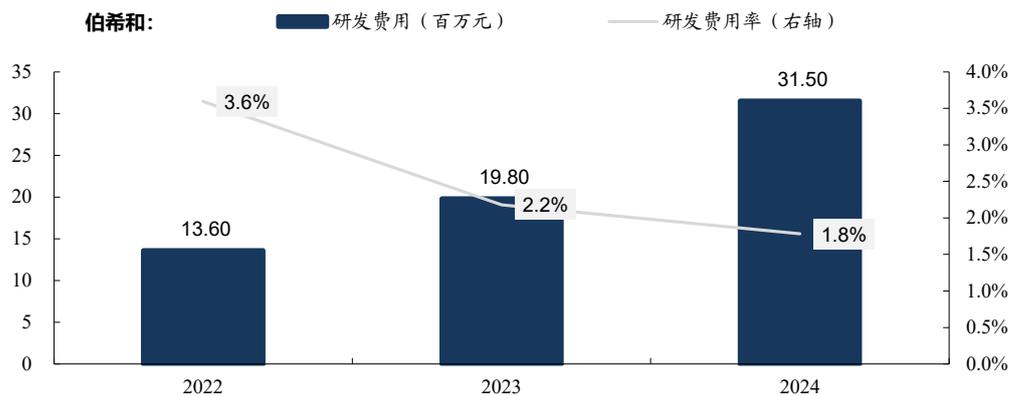
图33: 头部冲锋衣品牌产品参数及价格对比

国产品牌	探路者	凯乐石	伯希和		骆驼
产品名称	戈尔三层冲锋衣	Mont X-PRO硬壳冲锋衣	北极星硬壳冲锋衣	山系机能硬壳冲锋衣	Event硬壳冲锋衣
样图及参数	 <ul style="list-style-type: none"> 防水系数 33370mmH2O 透湿指数 10800g/m²/24h 	 <ul style="list-style-type: none"> 防水系数 20000mmH2O 透湿指数 25000g/m²/24h 	 <ul style="list-style-type: none"> 防水系数 30000mmH2O 透湿指数 32000g/m²/24h 	 <ul style="list-style-type: none"> 防水系数 20000mmH2O 透湿指数 30000g/m²/24h 	 <ul style="list-style-type: none"> 防水系数 17680mmH2O 透湿指数 11200g/m²/24h
面料技术	GORE-TEX Pro 100D	GORE-TEX Pro 3L	eVent waterproof 3L	StormBreath科技	eVent Protective 3L
技术来源	戈尔公司	戈尔公司	eVent Fabrics	品牌自研	eVent Fabrics
价格	4699元	3600元	2200元	699元	1180元
国际品牌	始祖鸟	北面	可隆	迪桑特	哥伦比亚
产品名称	ALPHA Jacket冲锋衣	Torre Egger硬壳冲锋衣	GAIA PRO戈尔韧力冲锋衣	Training三合一冲锋衣	金点三合一冲锋衣
样图及参数	 <ul style="list-style-type: none"> 防水系数 28000mmH2O 透湿指数 25000g/m²/24h 	 <ul style="list-style-type: none"> 防水系数 16416mmH2O 透湿指数 75000g/m²/24h 	 <ul style="list-style-type: none"> 防水系数 28000mmH2O 透湿指数 25000g/m²/24h 	 <ul style="list-style-type: none"> 防水系数 20000mmH2O 透湿指数 25000g/m²/24h 	 <ul style="list-style-type: none"> 防水系数 10000mmH2O 透湿指数 10000g/m²/24h
面料技术	N100D3L GORE-TEX PRO	FUTURELIGHT 3L 纳米壳	GORE-TEX PRO	3L功能性梭织面料	奥米防水科技
技术来源	戈尔公司	品牌自研	戈尔公司	/	品牌自研
价格	8200元	5998元	5040元	3690元	3058元

数据来源: 淘宝, 东吴证券研究所。备注: 选取各品牌最高价格的硬壳冲锋衣进行对比, 伯希和增加一款综合排序最高的硬壳冲锋衣作为参考。

伯希和高质价比受益于在品牌面料研发方面的持续自研发投入。伯希和 2013 年自建 PT-China 研发平台, 迄今已成功孵化多项专有科技, 整合 12 项专有技术 (如 STORMBREATH 防水透湿科技), 并合作 eVent、Cordura 等国际材料供应商。2022-2024 年研发费用 1360/1980/3150 万元, 研发费用率分别为 3.6%/2.2%/1.8%, 2024 年公司研发团队共 40 人。

图34: 伯希和持续加大研发投入



数据来源: 伯希和招股说明书, 东吴证券研究所

表10: 伯希和专有科技

科技名称	简介
Storm Breath 科技	先进防水透气技术, 由纳米级分子材料特制成多微孔防水薄膜, 实现透气、排湿效果, 防水指数超过 20,000 mm H ₂ O, 达到暴雨防护级标准。该技术的独特分子结构可有效阻隔外部水分渗透, 同时高效导出体表汗液, 确保高强度户外活动中始终保持干爽舒适。
Storm Shield 科技	专有软壳面料技术, 通过表层防风面料与内层抓绒面料复合结构, 在强化保暖性能的同时实现卓越透气性与抗风性。独特的复合构造有效降低摩擦噪音并提供抵御恶劣天气的保护性能。
Storm Dry 科技	凭借优异的吸湿性能快速导出汗液, 有效解决织物粘身与慢干问题。该先进水分管理系统确保速干效能, 为夏季或高湿热环境下的穿着者提供持久干爽清凉体感。
P-Energy 科技	创新的热能反射技术, 通过高效反射人体红外辐射形成保温层。相较常规御寒材料, 保暖性能提升 20%; 采用树脂黏合工艺增强耐用性, 实现热能循环锁温; 阵列式分布结构同步提升透气性, 有效排出余热维持体表干爽。
Warm Lock 科技	采用特殊工艺, 拥有更多纤维间隙, 组织结构蓬松, 能够吸收并储存身体产生的热能, 将热量锁在间隙中不使其散发出去, 同时保持轻盈的质感。独特的结构设计可将热量储存在间隙里, 最大限度提升热效率, 提供可靠的隔热性能。
Stretch 科技	在面料中加入了高弹纤维氨纶, 其分子呈链状可伸展的微观结构, 能赋予面料高伸缩性能, 提升运动时的自由度和服装的保形性。该科技的分子层工程设计可确保面料具备最佳弹性, 同时维持服饰的结构稳定与使用性能。
Beam Screen 科技	具备卓越的紫外线防护能力, 其紫外线防护系数达到 UPF 50+ (实际测量值 UPF 2000+), 能对多波段紫外线实现 99.95% 的阻隔, 在户外活动时为用户提供全面的防晒保护。
DWR 科技	模仿荷叶的拒水效应对面料表层进行处理。当水接触到织物表面时, 会形成容易滚落的水珠, 从而阻止雨水渗入, 同时还能保持面料的透气性。这种仿生方法能够确保有效的防水性, 即便在轻微降雨的情况下, 也能提供可靠的防护性能。
Coolwink 科技	在面料中注入凉感粒子, 能够瞬间降温, 接触皮肤即可带来清凉感。这种创新的冷却系统可以立即降低体温, 营造出清爽的微气候, 提升身体运动时的舒适度。

数据来源: 伯希和招股说明书, 东吴证券研究所

4.2.3. 营销: 从爆品到矩阵, 明星代言, 探险背书

爆款营销策略带动产品矩阵。公司重视大单品策略对经营效率和利润率的贡献, 持续强化以“爆品带动品牌”的营销策略。围绕户外场景与功能需求, 根据动态的消费偏好和社会趋势, 连续三年稳定打造 4-5 款热销单品。截至 2024 年累计推出 417 个服装 SPU, 其中有 26 个 SPU 年销售额超过 1000 万元, 冲锋衣累计销量达到 380 万件。爆品营销策略不仅有助迅速打开品牌知名度, 同时对于成长期的国产品牌而言更有利于降低供应链成本和提升运营管理效率。

重视明星营销的流量转化效应。伯希和自成立以来就较为重视明星营销, 2014 年伯希和签约国内知名音乐人杨坤, 推出联名冲锋衣, 在明星效应带动下该款冲锋衣一年累计销售近 4 万件, 总销售额达 6000 万元。2016 年、2021 年、2024 年先后签约当红演员白百合、佟丽娅、成毅作为品牌代言人。2024 年“成毅同款”产品上线 14 小时即实现线上销售额突破 6000 万元, 迅速拉动年轻客群关注并实现爆发式转化。通过明星效应叠加社交平台传播, 公司成功实现内容、流量与转化的闭环。

图35: 伯希和历年签约的明星代言人



品牌代言人: 2014年杨坤、2016年白百合、2021年佟丽娅、2024年成毅



数据来源: 环球网, 南方都市报, 伯希和官方公众号, 东吴证券研究所

除明星代言外, 伯希和通过与马拉松、登山探险等关注度较高的户外活动策划, 展示品牌户外性能及产品可靠度。公司累计赞助 100 余支极地探险队与清华大学、北京大学等高校科考队, 同时绑定具有影响力的专业人士, 如成功无氧登顶全球 14 座 8000 米高峰的登山者何静, 借助其极限挑战精神深化用户认知, 进一步拓展核心圈层的品牌影响力。

图36: 伯希和赞助多校登山队



数据来源: 伯希和招股说明书, 东吴证券研究所

图37: 何静穿着伯希和巅峰系列登山



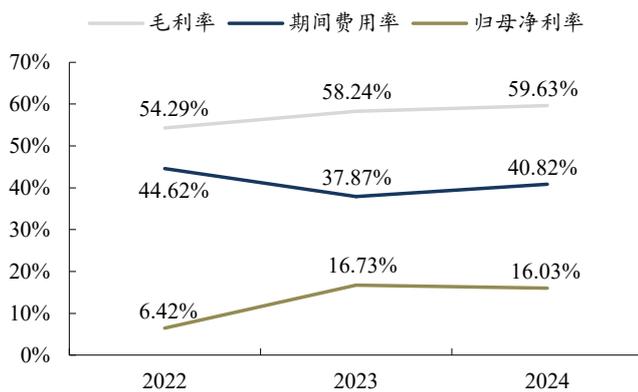
数据来源: 伯希和招股说明书, 东吴证券研究所

4.3. 财务指标: 盈利能力较强, 营运周转待改善

2022-2024 年毛利率逐年提升, 2024 年归母净利润率 16.03%。2022-2024 年公司毛利率从 54.29%逐年提升至 59.63%, 主因公司高毛利产品销售占比提升。分产品看, 2024

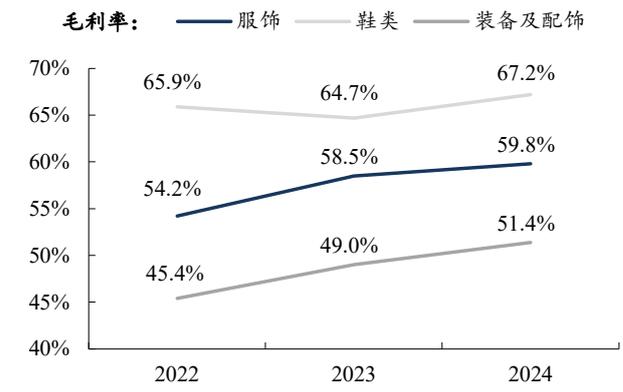
年服饰/鞋类/装备及配饰毛利率分别为 59.8%/67.2%/51.4%，服饰毛利率逐年提升；分渠道看，2024 年线上 DTC/线下 DTC/分销商/其他渠道毛利率分别为 61.4%/70.7%/42.1%/42.8%，线下 DTC 毛利率最高，其占比的提升对整体毛利率提升亦有带动作用。费用率方面，2024 年公司销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率分别为 33.2%/7.5%/1.8%/0.1%，其中销售费用率较 2023 年有所上升，主因品牌投放及人员扩张，其他费用率基本保持稳定。2024 年公司归母净利润率 16.03%，在品牌服饰行业中盈利能力位于前列。

图38: 伯希和历年毛利率&期间费用率&归母净利润率



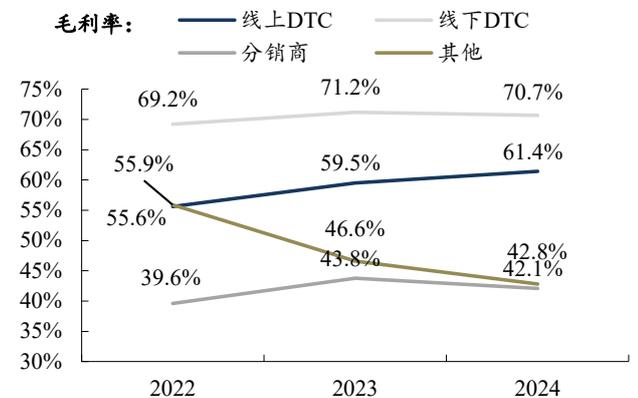
数据来源: 伯希和招股说明书, 东吴证券研究所

图39: 伯希和历年分产品毛利率



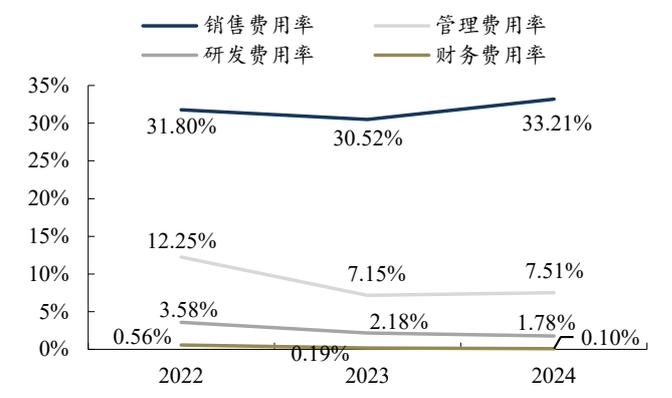
数据来源: 伯希和招股说明书, 东吴证券研究所

图40: 伯希和历年分渠道毛利率



数据来源: 伯希和招股说明书, 东吴证券研究所

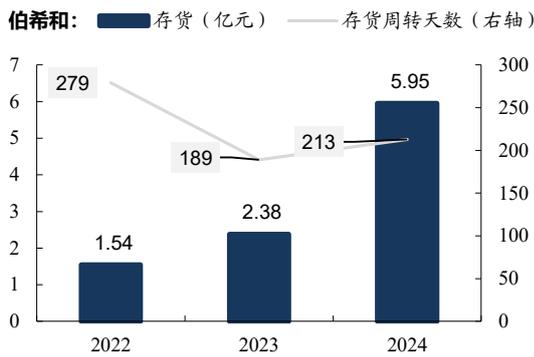
图41: 伯希和历年销售&管理&研发&财务费用率



数据来源: 伯希和招股说明书, 东吴证券研究所

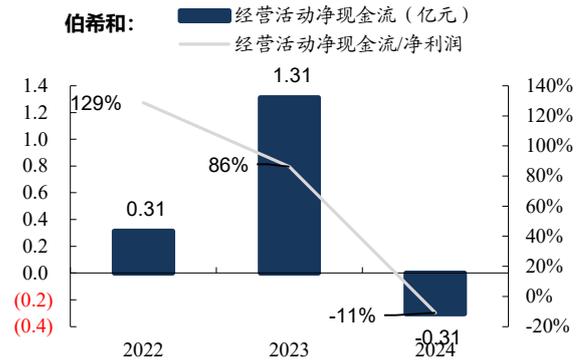
2024 年存货周转天数同比有所放缓，经营活动现金流净额转负。2022-2024 年公司存货分别为 1.54/2.38/5.95 亿元，存货周转天数分别为 279/189/213 天，2024 年存货周转天数同比有所放缓，主因公司销售渠道和产品组合更加多元化，备货需求增加。2024 年公司经营活动净现金流为-3052 万元，主因采购存货现金支出增多以及应收款项增多(业务扩张带动产品销售增加，但线下商场结算延迟导致现金收回确认延迟)。伴随公司终端销售持续增长，存货周转及现金流有望改善。

图42: 2024年伯希和存货周转天数有所增加



数据来源: 伯希和招股说明书, 东吴证券研究所

图43: 2024年伯希和经营活动净现金流转负



数据来源: 伯希和招股说明书, 东吴证券研究所

5. 投资建议: 看好户外服饰产业链机会

本文通过复盘国内户外服饰行业及第一家上市的户外服饰品牌探路者的发展历程, 总结认为国内户外行业在经历过过去高速增长和阶段性调整之后, 当前正处于多重积极因素共同催化增长提速的机遇期。2024年国内高性能户外服饰市场规模1027亿元, 随户外渗透率及户外服饰消费金额持续提升, 未来五年内行业规模有望翻倍, 长期看行业规模存在3倍以上增长空间, 这将带来户外服饰整个产业链机会。

上游制造企业方面,我们筛选了户外服饰相关产品原材料收入及国内市场收入占比较高的公司, 包括台华新材、嘉麟杰、聚杰微纤、南山智尚、扬州金泉等。

表11: 户外服饰产业链上游制造公司

证券代码	公司名称	户外服饰相关产品	市值	营收	营收 YOY	归母净利润	归母净利润 YOY	户外收入占比	国内收入占比
603055	台华新材	锦纶长丝、坯布及功能性成品面料, 高档功能性面料可用于户外运动服饰领域	88.85	71.20	39.8%	7.26	61.6%	估计近100%	87%
002486	嘉麟杰	自主研发的针织面料系列, 包括起绒类面料、纬编羊毛面料和运动功能性面料, 客户之一为 Polartec	22.50	11.82	19.7%	0.19	-62.9%	估计近100%	38%
300819	聚杰微纤	超细纤维功能面料具备较强的吸水速干、透气性, 可应用于户外运动领域	38.09	6.00	-12.5%	0.64	-13.4%	不到10%	47%
300918	南山智尚	8万吨锦纶长丝 2024年11月启动试生产, 下游可应用于冲锋衣等户外服饰	97.43	16.16	1.0%	1.91	-5.8%	产能爬坡中	75%
603307	扬州金泉	帐篷、睡袋、户外服装和背包等户外用品。	26.85	8.31	-1.8%	1.44	-36.9%	100%	11%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所。(备注: 市值、营收、归母净利润单位均为亿元, 市值采用 2025/7/30 数据, 其他数据为 2024 年数据。)

下游品牌或零售商中，亚玛芬体育、拟上市品牌伯希和、三夫户外、牧高笛、探路者户外服饰收入占比较高，安踏体育户外服饰比重提升较快（2024 年占比 15%+），李宁、特步国际、361 度、波司登等亦布局了部分户外服饰产品，滔搏 2024-2025 年新增代理户外品牌，预计未来贡献将提升。

表12: 户外服饰产业链下游品牌服饰公司

证券代码	公司名称	主营产品	市值	营收	营收 YOY	归母净利润	归母净利润 YOY	户外收入占比
拟上市	伯希和	户外鞋服及配饰装备	/	17.66	94.5%	2.83	86.3%	100%
AS.N	亚玛芬体育	户外鞋服及配饰装备	1,536.59	372.60	17.8%	5.22	134.8%	约 80%
2020	安踏体育	运动鞋服、户外鞋服及配饰装备	2,381.12	708.26	13.6%	155.96	52.4%	15%+
2331	李宁	运动鞋服及配饰（含户外产品线）	400.86	286.76	3.9%	30.13	-5.5%	低单位数
1368	特步国际	运动鞋服及配饰（含户外产品线）	146.88	135.77	6.5%	12.38	20.2%	/
1361	361 度	运动鞋服及配饰（含户外产品线）	121.00	100.74	19.6%	11.49	19.5%	/
3998	波司登	羽绒服（含冲锋衣羽绒服）	474.64	232.14	38.4%	30.74	43.7%	/
300005	探路者	户外鞋服及装备	78.21	15.92	14.4%	1.07	48.5%	86%
002780	三夫户外	户外鞋服及装备	22.09	8.00	-5.5%	-0.21	/	100%
603908	牧高笛	露营帐篷、户外服饰及其他户外用品	25.61	13.04	-10.4%	0.84	-21.6%	100%
6110	滔搏	运动品牌零售商，2024 年获得加拿大越野跑品牌 norda™，2025 年签约挪威高端户外品牌 Norrøna，进入户外服饰零售领域	179.04	289.50	6.9%	22.13	20.5%	/

数据来源：Wind，东吴证券研究所。（备注：市值采用 2025/7/30 数据，其他数据为 2024 年数据，市值、营收、归母净利润单位均为亿元人民币。）

综合产业链来看，我们认为随着户外服饰行业持续扩张，产业链上下游均存在较大机会。其中：

下游品牌/零售商：品牌资产、运营管理能力为核心竞争要素，重点推荐①手握多个全球领先户外品牌的安踏体育，建议关注②亚玛芬体育、三夫户外（2024 年完成组织架构调整，自有高端户外品牌 X-BIONIC 收入占比 36%，独家代理品牌 HOUDINI、CRISPI 等合计收入占比 35%）、探路者、牧高笛，③布局户外产品线的李宁、特步国际、361 度、波司登，④新增代理户外品牌的零售商滔搏，以及⑤拟上市的户外服饰品牌伯希和；

上游制造：生产技术、客户资源为核心竞争要素，建议关注南山智尚（8 万吨锦纶长丝项目 2024 年 11 月试投产，预期 2026 年满产，满产后预计贡献年收入 21.3 亿元、净利润 2.1 亿元）、台华新材、聚杰微纤等。

表13: 户外产业链重点标的估值表

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			归母净利润 YOY			PE		
			24A	25E	26E	24A	25E	26E	24A	25E	26E
2020	安踏体育	2,381	155.96	135.30	152.90	105.5%	-13.2%	13.0%	15.27	17.60	15.57
AS.N	亚玛芬体育	1,537	5.22	30.12	39.59	205.5%	477.1%	31.4%	294.44	51.02	38.81
002780	三夫户外	22	-0.21	0.45	0.66	/	/	44.8%	/	48.83	33.73
300005	探路者	78	1.07	1.86	2.38	48.5%	74.4%	28.0%	73.35	42.05	32.86
300918	南山智尚	97	1.91	2.67	3.38	39.9%	39.9%	26.6%	51.05	36.49	28.83
300819	聚杰微纤	38	0.64	0.79	0.92	-13.4%	22.6%	16.5%	59.10	48.22	41.40
603055	台华新材	89	7.26	8.62	10.31	61.6%	18.8%	19.6%	12.24	10.31	8.62

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (备注: 安踏体育盈利预测为东吴证券研究所预测, 其他公司采用 Wind 一致预测, 市值使用 2025/7/31 交易日数据, 港股使用汇率 0.91 换算为人民币, 美股使用汇率 7.15 换算为人民币)。

6. 风险提示

极端气候影响户外活动: 户外活动依赖自然环境, 极端气候将限制户外活动, 可能导致相关消费减少。

行业竞争加剧影响利润率: 户外持续高景气背景下, 参与市场的供应商或品牌玩家增多, 可能导致行业竞争加剧, 品牌降价促销抢占份额将会导致利润率下降。

国产品牌升级受阻: 国产品牌以差异化的中端性价比定位切入市场, 后续实现品牌升级需要较强的品牌运营能力, 存在不受消费者认可的风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>