

# 纺织服装

证券研究报告

2022年04月27日

## 一文看懂网红爆款——蕉下：聚焦防晒细分，一站式户外鞋服

作者

孙海洋

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 蕉下：中国防晒服饰领军企业，逐步奠定细分赛道头部地位

蕉下成立于 2013 年，是中国第一大防晒服饰品牌，提供适用于非竞技运动及户外活动场景的户外功能产品，全面覆盖服装、伞具、帽子、其他配饰、鞋履等多个品类。2021 年总零售额及线上零售额分别占据 5.0%及 12.9%的市场份额。

消费持续升级&对健康生活追求&冬奥会等体育赛事催化，非竞技类运动和户外活动日益热度持续增长，进一步带动产品需求增长，2021 年公司营收 24.07 亿元同增 203.15%；分业务来看，服装营收 7.11 亿元(占总 29.5%)，同增 411.62%；伞具营收 5.01 亿元(占总 20.8%)，同增 35.61%；帽子营收 4.5 亿元(占总 18.7%)，同增 270.74%；其他配饰营收 6.12 亿元(占总 25.4%)，同增 309.79%。盈利能力持续高增，2021 年经调整净利 1.36 亿(+244.27%)。

### 健康、护肤需求增长叠加消费升级，防晒市场蓬勃发展

**防晒服饰：**随我国消费者防晒意识增强、防晒服功能性与时尚感升级而适用场景拓宽，防晒服饰渗透率不断提升，其市场规模由 2016 年的 459 亿元增至 2021 年的 611 亿元，灼识咨询预计自 2021 年至 2026 年防晒服饰的市场规模将以 9.4%的年复合增长率增长，2026 年市场规模将达到 958 亿元。

**防晒伞具：**我国伞具生产主要集中在东部沿海地区，浙江、福建产能在全国总产能 90%以上，而 CR4 仅为 10%左右，市场集中度较低，缺乏引领级、中高端品牌，未来随消费观念升级，品质化、品牌化、个性化成伞具行业发展趋势。

### 专注积累核心技术，迭代升级产品持续丰富产品矩阵

公司专注新产品、新技术开发推出差异化产品，现已形成服装、伞具、帽子、配饰等产品满足四季户外穿戴需求；携手知名面料制造商提升面料性能，将纱线从尼龙升级为防晒纤维，有效提升防晒面料的耐洗性，目前公司拥有 123 项专利，正申请 72 项专利，于 2020 年年初推出的采用 Airloop 面料的冰薄系列披肩防晒服的销售额于 2021 年达 276.4 百万元。

### 交互式内容营销成效显著，多维营销体系相互协同巩固用户粘性

公司营销策略以内容为核心、重视品牌与客户驱动，区别于传统广告，采用内容营销注重交互性。培养消费者对产品功能和设计的认识，鼓励消费者探索、体验城市户外活动，从而提高客户忠诚度，促进品牌长远发展。

多渠道践行消费者导向理念，实现线上、线下大规模客户覆盖及有效互动。线上建立以消费者为导向的营销体系和营销矩阵，同时携手明星与 KOL 推动线上营销活动，提升品牌知名度；线下以零售门店提供直观的购物体验强化品牌形象；线上、线下平台协同有效提升营销效率及购买转化率。

### 全面布局成熟+新兴电商平台，拓展线下增加客户触点

**线上布局成熟电商平台成效显著**，2021 年位列天猫防晒服饰品类零售额第一，积极把握新兴平台机遇，内容营销提高转化率；2021 年公司防晒服饰的线上零售额超过第二大品牌的 5 倍。

**扩展线下网络，提供全面购物体验并增加客户触点**，扩大公司跨渠道品牌影响力；扩张销售及分销网络，2019-2021 年分销商数目从 96 增加至 872 个，加速扩大消费者触达及区域性覆盖。

**风险提示：**产品质量、功效、安全性、研发风险；电商平台风险；营销成本风险；行业竞争风险；供应商与分销商终止协议导致业务重大波动及中断风险，新冠疫情反复风险等。

## 内容目录

1. 蕉下：中国防晒服饰领军，重塑城市户外体验.....	1
1.1. 科技与美学驱动创新灵感，提供一站式户外鞋服服务 .....	1
1.2. 知名投资机构背书，核心高管经验丰富 .....	1
1.3. 消费持续升级&追求健康生活&冬奥会等体育赛事催化，推动业绩增长.....	1
2. 健康、护肤需求增长&消费升级，催化防晒市场蓬勃发展.....	1
2.1. 消费升级&适用场景拓宽，推动防晒服饰需求增长 .....	1
2.2. 防晒伞需求稳增、长期发展向好，品质化、品牌化、个性化成趋势.....	1
3. 打造爆款防晒伞切入防晒细分赛道，多维营销巩固用户粘性.....	1
3.1. 品牌为核心，持续丰富产品矩阵满足多元需求 .....	1
3.2. 专注积累核心技术，迭代升级产品提升功能性、时尚感 .....	1
3.3. 交互式内容营销成效显著，多维营销体系相互协同巩固用户粘性 .....	1
3.3.1. 营销策略区别于传统广告，采用内容营销注重交互性.....	1
3.3.2. 多渠道践行消费者导向理念，实现线上、线下大规模客户覆盖及有效互动.....	2
3.4. DTC 驱动全渠道销售，实现广泛消费者触达与深入互动 .....	2
3.4.1. 线上渠道：布局成熟电商成效显著，积极把握新兴内容平台机遇 .....	2
3.4.2. 线下渠道：扩展线下网络，提供全面购物体验并增加客户触点 .....	2
4. 风险提示.....	2

## 图表目录

图 1：蕉下产品及应用场景 .....	1
图 2：蕉下发展历程 .....	1
图 3：公司股权结构（截至 2022 年 4 月 3 日） .....	1
图 4：2019-2021 营业收入（亿元）及增速 .....	1
图 5：2019-2021 经调整净利润（亿元）及增速 .....	1
图 6：2019-2021 分品类营收（亿元） .....	1
图 7：2019-2021 分渠道营收（亿元） .....	1
图 8：2019-2021 直营渠道细分营收（亿元） .....	1
图 9：2019-2021 毛利率、经调整净利率与经营利润率 .....	1
图 10：2019-2021 分品类毛利率 .....	1
图 11：2019-2021 细分费用率 .....	1
图 12：2019-2021 存货规模（亿元） .....	1
图 13：2019-2021 存货周转天数（天） .....	1
图 14：2016-2026E 中国防晒服饰市场规模及增速（亿元） .....	1
图 15：2016-2025 年中国伞具市场规模及增速（亿元） .....	1
图 16：2019-2021 研发开支（亿元）及增速 .....	1
图 17：产品开发过程 .....	1

图 18: 天猫旗舰店展示产品防晒功能/精致外形/便捷属性.....	1
图 19: 线上店铺的页面展示.....	2
图 20: 零售门店内部展示.....	2
表 1: 公司数轮融资情况.....	1
表 2: 公司部分高管人员简介.....	1
表 3: 2021 中国五大防晒品牌（按总零售额计）.....	1
表 4: 2021 中国五大防晒品牌（按线上零售额计）.....	1
表 5: 服饰类产品.....	1
表 6: 伞具精选产品.....	1
表 7: 帽子精选产品.....	1
表 8: 配饰类精选产品.....	1
表 9: 其他精选产品.....	1
表 10: 材料、技术创新成果.....	1
表 11: 部分信息技术系统.....	1
表 12: 2019-2021 分销商数目.....	2

## 1. 蕉下：中国防晒服饰领军，重塑城市户外体验

### 1.1. 科技与美学驱动创新灵感，提供一站式户外鞋服服务

蕉下成立于 2013 年，致力于提供兼具创新科技和美学设计的户外功能产品，专为具备休闲社交属性的非竞技运动及户外活动场景而设计，包括城市生活、休闲运动、旅行度假、踏青远足、露营等。公司专注于产品开发和设计创新，搭建了多元化产品组合，主要覆盖服装、伞具、帽子、其他配饰、鞋履，为消费者提供全面产品。

公司通过直接面向客户驱动或 DTC 驱动的全渠道销售及分销网络，已积累庞大、忠诚且不断增长的客户群体。多年来，公司成功创立了代表着功能、品质和时尚感的蕉下品牌，并成为了中国城市户外鞋服市场领先的设计商和零售商。根据灼识咨询，以 2021 年总零售额及线上零售额计，蕉下均为中国第一大防晒服饰品牌，分别拥有 5.0%及 12.9%的市场份额。

图 1：蕉下产品及应用场景



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

自 2013 年推出第一款防晒产品双层小黑伞以来，公司逐步成长为中国防晒服饰的市场引领者。同时，防晒只是探索城市户外生活方式的起点，公司已成功将业务拓展至更广阔的鞋服市场，以满足户外活动爱好者的多样化功能需求及品质生活追求者对精致生活方式的追求。

**1) 初创期（2013-2016 年）：**蕉下于 2013 年成立，同年在杭州开始业务并推出首款防晒产品双层小黑伞，瞄准年轻女性户外产品市场，开始经营天猫旗舰店；2014 年，公司总部迁至深圳，同年附属公司减字科技成立，主要负责户外功能产品设计、研发、销售及营销，2015 年附属公司深圳兜满成立，主要负责户外功能产品的电商业务及分销商管理；2016 年公司第一家品牌直营门店落地上海。

**2) 发展期（2017-2020 年）：**2017 年公司推出富有创意设计并主打轻小的防晒伞-胶囊系列伞，产品品类从伞具延伸至袖套、帽子等非伞类防晒产品；2019 年公司的非伞类防晒产品进一步扩展至防晒服、口罩等配饰类目；2020 年公司将营销和销售业务扩展至内容电商平台，包括抖音。

**3) 拓展期（2021-至今）：**2021 年蕉下于开曼群岛注册成立为获豁免有限公司；公司从防晒产品进一步大规模扩展至其他非防晒户外产品市场，包括帆布鞋、马丁靴、内物、保暖服装及配饰；推出五款精选单品：昼望系列墨镜、随身系列扁伞、街旅系列厚底帆布鞋、

畅型系列打底裤及丘郊系列轻型马丁靴；根据灼识报告，以总零售额和线上零售额计，蕉下为最大的防晒服饰品牌，在中国防晒服饰市场排名第一。

图 2：蕉下发展历程

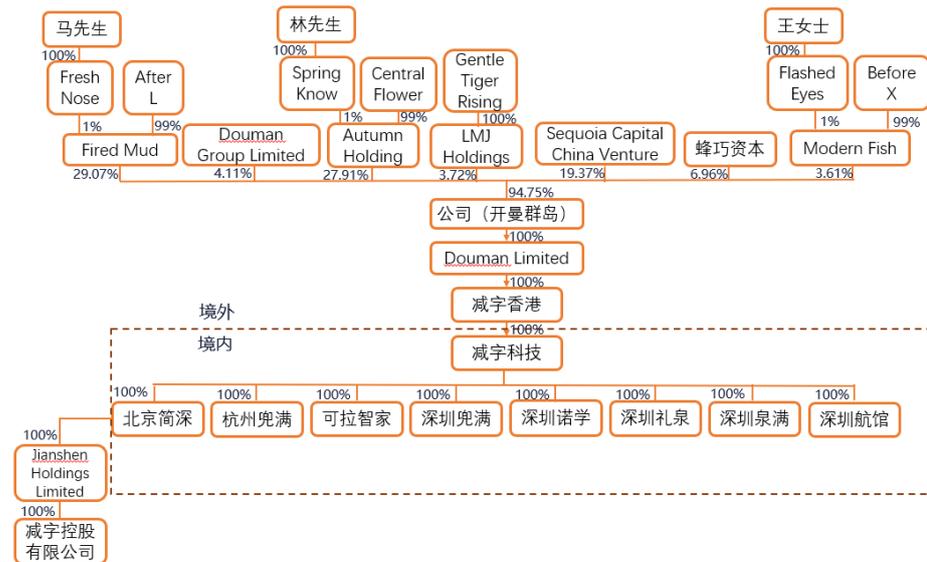


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 1.2. 知名投资机构背书，核心高管经验丰富

**股权结构稳定。**马龙和林泽为一致行动人，其中马先生直接全资拥有 Fresh Nose，林先生直接全资拥有 Spring Know。截至 2022 年 4 月 3 日，Fired Mud 持股 29.07%，是公司最大股东，Autumn Holding 持股 27.91%，Sequoia Capital China Venture 持股 19.37%，蜂巧资本持股 6.96%，Douman Group Limited 持股 4.11%，LMJ Holding 持股 3.72%，Modern Fish 持股 3.61%。

图 3：公司股权结构（截至 2022 年 4 月 3 日）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**历经多轮融资，知名投资机构背书。**IPO 前，公司已完成多轮融资。2022 年 1 月 21 日，公司与 FairyMarvel Limited 订立 C 系列优先股购买协议，获得 45 百万美元融资，估值为

29.12 亿美元;并于 2022 年 2 月 23 日,与宏祺控股有限公司订立 C 系列优先股购买协议,获得为 1 百万美元融资,估值为 30.26 亿美元。

表 1: 公司数轮融资情况

融资轮次	投资日期	融资金额	投资方
A	2015 年 11 月 3 日	5.86 百万美元	SequoiaCapitalChinaVenture (境外) SequoiaHK (境内)
	2015 年 12 月 24 日	26.83 百万人民币	杭州先锋基石股权投资合伙企业
	2015 年 12 月 28 日	23.17 百万人民币	济宁先锋基石股权投资企业
B	2021 年 4 月 16 日	52.4 百万人民币	峰巧资本 (境外)
			MeconopsisLimited (境外) BorchidOnshore (境内)
C	2022 年 1 月 21 日	45 百万美元	FairyMarvellimited
C	2022 年 2 月 23 日	1 百万美元	宏祺控股有限公司

资料来源:招股说明书,天风证券研究所

**核心管理团队稳定,零售、创业经验丰富。**马龙于 2013 年 3 月与林泽共同创立集团,吴珺曾任集团运营总监、供应链总监以及深圳饭来科技有限公司产品及研发总监;陈建平曾在多个领零售公司担任重要职务,有丰富的零售经验。

公司的核心创始团队富有远见且具有丰富创业经验,走在中国城市户外行业前沿。创始人马龙先生和林泽先生均为连续创业者,合作时间已超过 10 年,公司的管理团队具有丰富的消费品和互联网行业经验。截至 2021 年 12 月 31 日,公司的核心管理团队平均年龄约为 39 岁,平均拥有约 15 年相关行业经验,曾就职于体育用品、快消品、科技及互联网行业的领先企业。

表 2: 公司部分高管人员简介

人员	职位	履历简介
马龙	董事会主席, 执行董事	2022 年 4 月 1 日调任执行董事,并获委任为董事会主席兼首席执行官。自 2013 年 3 月起担任杭州兜满的监事、自 2014 年 4 月起担任减字科技的董事兼总经理及自 2021 年 8 月起担任董事。
林泽	总裁, 执行董事	2022 年 4 月 1 日调任执行董事,并获委任为本公司总裁。自 2013 年 3 月起担任杭州兜满的董事兼总经理及自 2021 年 8 月起担任董事。曾任职于诺基亚西门子通信系统技术(北京)有限公司。
陈建平	副总裁	2021 年 8 月至今主要负责本集团线下零售业务的管理。曾任光合作用集团有限公司的首席执行官以及威富服饰(上海)有限公司 Kipling(China)的总经理。于其职业生涯之初,陈先生亦曾于多个领零售公司任职,包括但不限于上海利惠商贸有限公司、新百伦贸易(中国)有限公司及上海百丽鞋业有限公司。
吴珺	人力资源副 总裁	2014 年 7 月至今主要负责本集团的人力资源管理。曾任集团运营总监、供应链总监,深圳饭来科技有限公司产品及研发总监,温州日报报业集团有限公司编辑职员。

资料来源:wind,天风证券研究所

### 1.3. 消费持续升级&追求健康生活&冬奥会等体育赛事催化,推动业绩增长

**非竞技类运动和户外活动日益热度持续增长,将进一步带动产品需求。**2019-2020 年公司营收由 3.85 亿元增长至 7.94 亿元,公司 2021 年营收 24.07 亿元同增 203.15%。

得益于中国持续的消费升级,以及因疫情催生的对健康及充满活力的生活方式的追求,具备休闲、社交属性的非竞技类运动和户外活动日益受到人们的欢迎;同时 2022 年冬奥会在内的各类户外体育赛事,进一步推动户外生活方式的趋势。蕉下作为中国领先的城市户

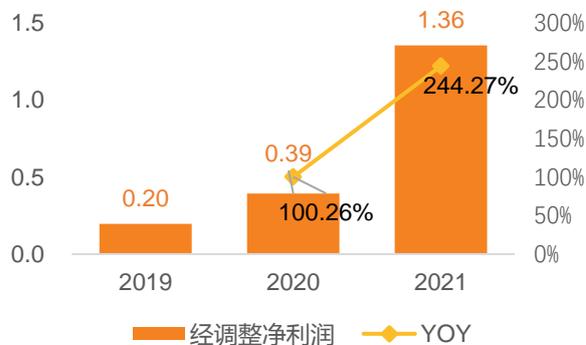
外品牌，将充分受益于需求增加带来的增长机遇。

**盈利能力不断提升。**2019-2020 年公司经调整净利润由 0.2 亿元增长至 0.39 亿元，增长态势良好；2021 年经调整净利润 1.36 亿元同增 244.27%。

图 4：2019-2021 营业收入（亿元）及增速



图 5：2019-2021 经调整净利润（亿元）及增速



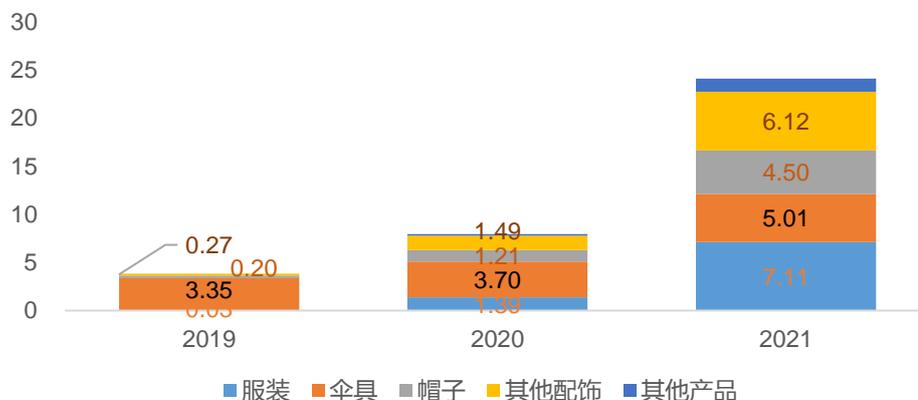
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

分品类看，设计、开发和销售集功能、品质和时尚感于一体的全面产品组合。2019-2020 年公司服装业务营收从 0.03 亿增长至 1.39 亿元，主要系 2020 年不断扩大防晒服等防晒服饰供应；伞具业务营收从 3.35 亿增长至 3.7 亿元，主要系伞具产品的需求增加及在 2020 年不断推出新的伞具产品；帽子业务营收从 0.27 亿增长至 1.21 亿元，主要系帽子产品的需求增加及在 2020 年不断推出新的帽子产品；其他配饰业务营收从 0.20 亿增长至 1.49 亿元，主要系于在 2020 年不断推出新的配饰产品，如口罩及袖套，及 2020 年前推出的现有产品收入持续增长；其他产品业务营收增长至 0.15 亿元，各类业务营收均呈现上升趋势。

2021 年服装业务营收 7.11 亿元（占总 29.5%），同增 411.62%；伞具业务营收 5.01 亿元（占总 20.8%），同增 35.61%；帽子业务营收 4.5 亿元（占总 18.7%），同增 270.74%；其他配饰业务营收 6.12 亿元（占总 25.4%），同增 309.79%；其他产品业务营收 1.33 亿元（占总 5.6%），同增 799.98%。

图 6：2019-2021 分品类营收（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：其他配饰主要包括墨镜、口罩、披肩、袖套及手套；其他产品主要包括鞋履。

**分渠道看，聚焦直营渠道、分销拓宽客户群。**2019-2020年直营渠道营收从3.17亿增长至6.5亿元，主要系线上店铺收入增加。分销商渠道营收从0.68亿增长至1.44亿元，主要系品牌知名度提高和不断扩大产品组合，令分销商的合作意愿提升，分销商数量增加；及分销网络扩大，公司接触更广泛客户群的能力提高。

公司利用全渠道销售及分销网络提高运营效率，增加市场渗透率，2021年自营渠道营收20.12亿元（占总83.6%），同增209.75%；分销商渠道营收3.95亿元（占总16.4%），同增173.47%。

**从直营渠道来看，线上渠道贡献主要收入。**2019-2020年线上店铺营收从1.95亿增长至5.25亿元，主要系1)品牌知名度提高及持续扩展产品组合令产品的需求增加；2)成功的营销及推广活动吸引了客户光顾线上店铺，令天猫旗舰店的期内付费客户数量增加；3)成功留住现有客户，令天猫旗舰店的复购率增加。电商平台营收从0.91亿增长至0.93亿元，主要系品牌知名度提高和不断扩大产品组合令产品的需求增加；及加强与各热门电商平台的合作。零售门店及其他营收从0.31亿增长至0.32亿元，主要系公司扩展线下零售渠道。

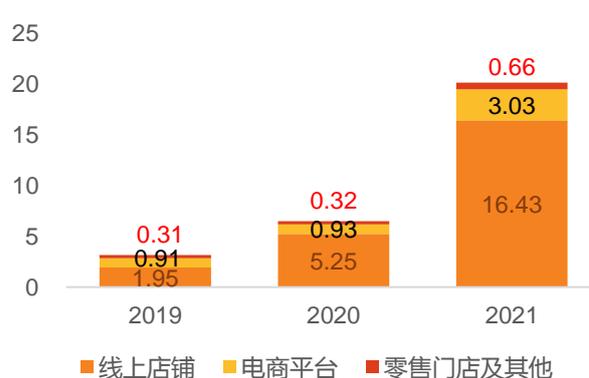
目前公司主要通过天猫及京东等领先的成熟电商平台，以及高速增长的内容电商平台（如抖音）对产品进行线上营销及销售。2021年线上店铺营收16.43亿元（占总68.3%），同增213.31%；电商平台营收3.03亿元（占总12.6%），同增224.67%。同时公司积极将业务从线上拓展至线下，建立线下零售门店，为客户提供品牌及产品的真实体验，2021年零售门店及其他营收0.66亿元（占总2.7%），同增107.07%。

图 7：2019-2021 分渠道营收（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

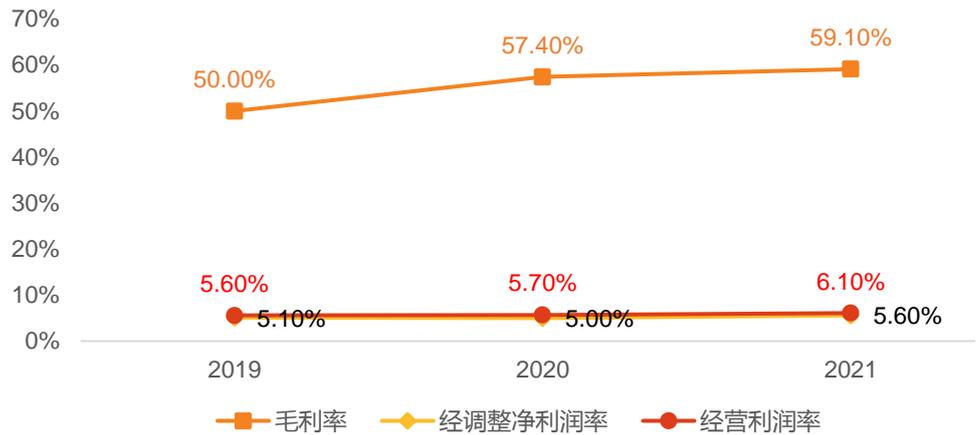
图 8：2019-2021 直营渠道细分营收（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**品牌优势&产品持续迭代创新，盈利能力持续提升。**2019-2021年毛利率和经营利润率处于稳定上升状态，经调整净利润率略有波动。主要系1)产品组合更加多元化，毛利率更高的产品销量增加；2)品牌声誉及知名度提高，令产品处于更有利的定价地位；3)供应链管理提高，采取了更有效的成本管理措施。2021年毛利率59.1%同比增长1.7pct，经调整净利润率5.6%同比增长0.6pct，经营利润率6.1%同比增长0.4pct。

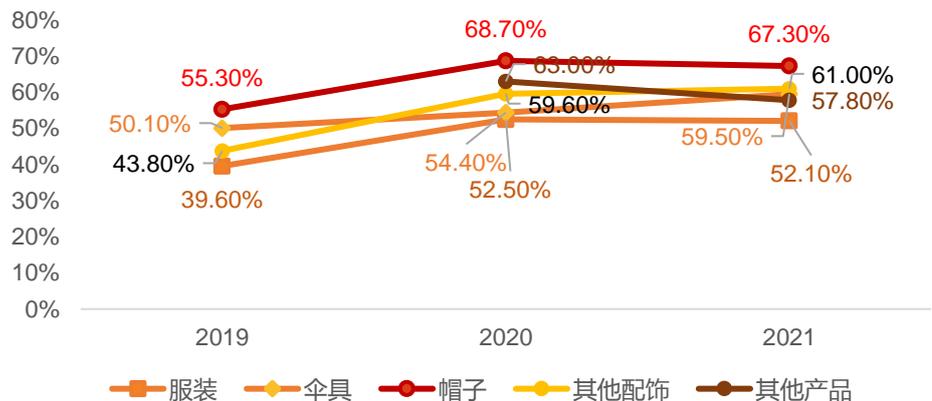
图 9：2019-2021 毛利率、经调整净利率与经营利润率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**分品类看，毛利率波动上升。**2019-2021 年服装毛利率从 39.6% 增加至 52.1%，帽子毛利率从 55.3% 增加至 67.3%，其他配饰毛利率从 43.8% 增加至 61%。2021 年伞具毛利率 59.5% 同增 5.1pct，主要系 2021 年推出毛利率更高的新伞具产品；其他产品毛利率 57.8% 同减 5.2%，主要系公司调整产品组合及扩充产品线。

图 10：2019-2021 分品类毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

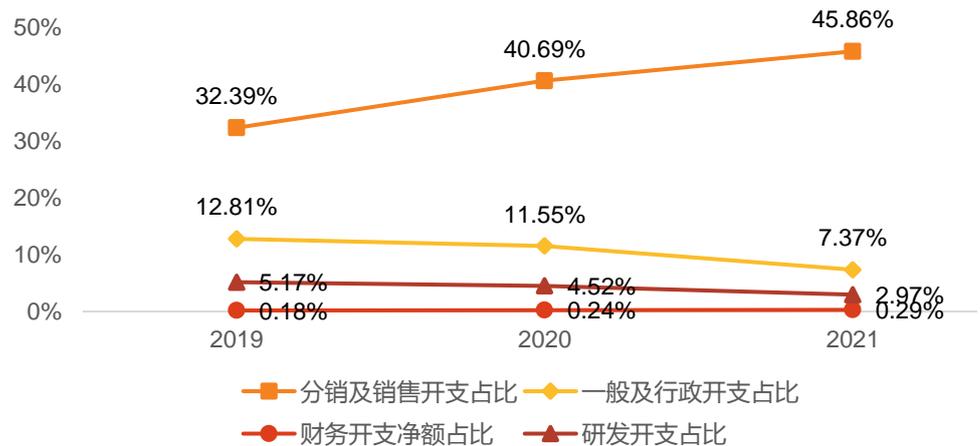
**加大销售及营销投入，提升品牌知名度。**2019-2021 年公司一般及行政开支占营收比从 12.81% 减少至 7.37%；研发开支占营收比从 5.17% 减少至 2.97%。作为一家相对年轻的公司，蕉下已经并将继续投入大量财务及其他资源以提升品牌知名度和获取客户，2019-2021 年公司分销及销售开支占营收比从 32.39% 增加至 45.86%，财务开支净额占营收比从 0.18% 增加至 0.29%。

其中，分销及销售开支增加主要系 1) 加强营销工作，令广告及营销开支增加；2) 电商平台上的业务日益增加，令电商平台服务费增加；3) 运输及物流开支增加；4) 雇员人数增加，令雇员福利开支增加。

一般及行政开支增加主要系 1) 雇员人数增加，雇员福利开支以及其他人员成本增加；2) 办公室扩大，令使用权资产折旧增加百万元。

财务开支增加主要系租赁负债的利息开支增加。

图 11: 2019-2021 细分费用率

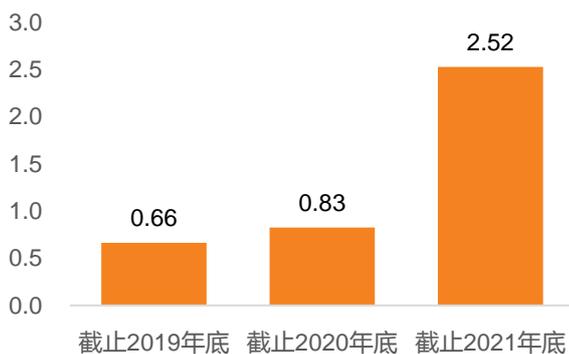


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

**存货管理健康有序, 营运能力稳步提升。**2021 年公司存货规模为 2.52 亿元, 得益于 1) 有限的精选单品及灵活弹性的供应链系统使公司能将存货维持在公司认为对业务营运而言属最佳的水平; 2) 通过预测销量并提前下达生产订单, 及时响应市场需求, 从而优化存货周转天数; 3) 公司已制定标签制度等存货管理政策, 对公司分销的产品按不同产品批次和物品进行分类; 4) 公司所有的仓库均配备有安防系统, 并就存货的意外丢失或损坏投保。

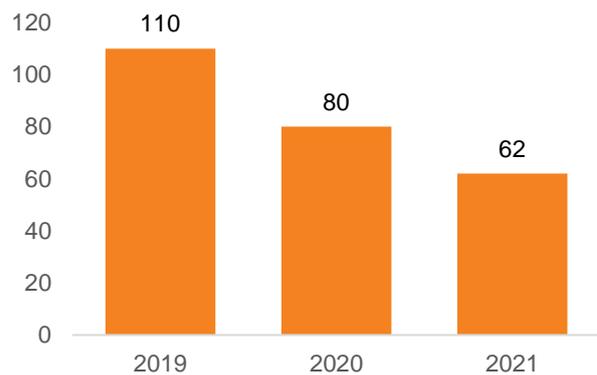
2021 年公司存货周转天数 62 天, 同比减少 18 天, 主要系公司不断提高存货管理能力, 能够更准确地预测销售需求并快速响应市场变化; 及产品的需求增加, 令存货能更快售罄。

图 12: 2019-2021 存货规模 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 13: 2019-2021 存货周转天数 (天)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

## 2. 健康、护肤需求增长&消费升级, 催化防晒市场蓬勃发展

### 2.1. 消费升级&适用场景拓宽, 推动防晒服饰需求增长

消费升级下对健康和护肤需求增长, 推动防晒服饰行业稳步发展。中国的防晒服饰市场主要包括具有防晒功能的衣服、伞具、帽子、墨镜、口罩、披肩、袖套及手套等产品。随着人们越来越注重健康、活力的生活方式, 以及对抗衰老和皮肤保护的意识提高, 防晒服饰的市场规模由 2016 年的 459 亿元增至 2021 年的 611 亿元, 年复合增长率为 5.9%。根据灼

识咨询，自 2021 年至 2026 年，防晒服饰的市场规模预计将以 9.4% 的年复合增长率增长，2026 年市场规模将达到 958 亿元。

图 14：2016-2026E 中国防晒服饰市场规模及增速（亿元）



资料来源：灼识咨询，招股说明书，天风证券研究所

**蕉下市场份额占比领跑。**根据灼识咨询，2021 年蕉下总零售额 31 亿元（市场份额占比 5%），线上零售额 30 亿元（市场份额占比 12.9%），在中国防晒服饰市场中排名第一。

表 3：2021 中国五大防晒品牌（按总零售额计）

排名	品牌	总零售额 (亿元)	市场份额占比	主要产品类别
1	蕉下	31	5.0%	服装、伞具、帽子、其他配饰（墨镜、口罩、披肩、袖套及手套）
2	品牌 E	22	3.5%	墨镜
3	品牌 F	15	2.5%	伞具
4	品牌 G	11	1.9%	墨镜
5	品牌 H	10	1.7%	墨镜

资料来源：灼识咨询，招股说明书，天风证券研究所

表 4：2021 中国五大防晒品牌（按线上零售额计）

排名	品牌	线上零售额 (亿元)	市场份额占比	主要产品类别
1	蕉下	30	12.9%	服装、伞具、帽子、其他配饰（墨镜、口罩、披肩、袖套及手套）
2	品牌 I	6	2.5%	服装、伞具、帽子、墨镜、口罩、披肩、袖套及手套
3	品牌 F	5	2.0%	伞具
4	品牌 J	4	1.5%	服装、伞具、帽子、口罩、披肩、袖套及手套
5	品牌 E	3	1.3%	墨镜

资料来源：灼识咨询，招股说明书，天风证券研究所

**供销两端不断发展改进，防晒服饰产品需求旺盛。**

**注重防晒和皮肤健康。**中国消费者（尤其是女性）十分注重日常防晒、追求抗衰老和皮肤美白，并且越来越习惯于全年和在不同场合的防晒措施，因此，中国消费者对防晒产品有庞大需求。

**对防晒服饰的偏好。**与防晒化妆品相比，防晒服饰可提供全方位、全天候的防晒，且消费

者不用担心化学品对皮肤有害。因此，近年来消费者越来越习惯穿着防晒服饰，以及防晒化妆品与防晒服饰的结合来保护皮肤。

**使用场景日趋多样化。**防晒服饰的使用场景持续增多，从日常生活、休闲娱乐、通勤，到旅游、踏青远足、露营和其他户外活动。

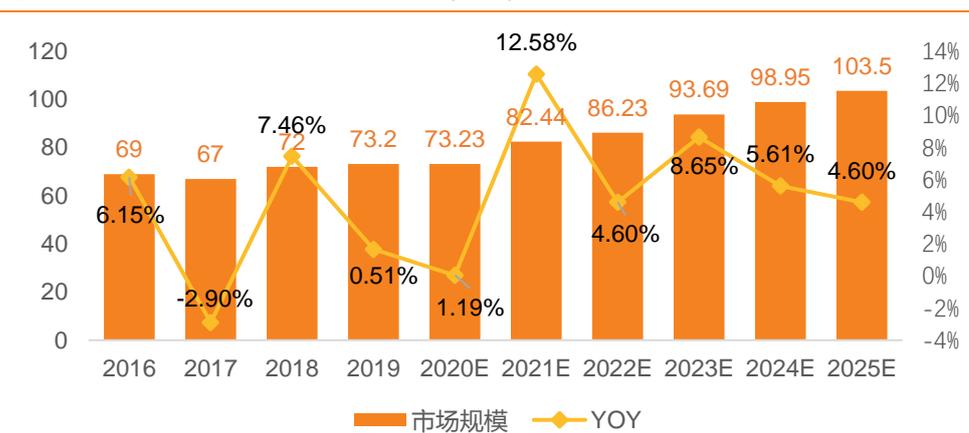
**功能性和时尚感改进。**随着面料和材料技术的不断改进，防晒服饰产品能够实现舒适性和防晒性能的平衡，从而显著提高防晒服饰在消费者中的受欢迎程度。同时，品牌亦开始注重设计和美学，以满足消费者的需求。

**消费者对防晒服饰可及性提高。**随着越来越多的品牌采用线上渠道，中国防晒服饰市场的线上渗透度不断提高，使消费者更容易接触到防晒服饰。此外，随着内容营销的普及，越来越多的消费者了解到并接受防晒服饰品牌的教育，这将推动市场发展。

## 2.2. 防晒伞需求稳增、长期发展向好，品质化、品牌化、个性化成趋势

上世纪 90 年代以来，我国制伞业迅速崛起，成为世界第一大国。随着经济的发展，我国伞具业的市场规模在不断增长，伞具市场规模由 2016 年的 69 亿元增至 2019 年的 73.2 亿元，根据观研天下数据，未来几年仍将保持现有的经济增长环境下，伞具业的市场规模预计在 2025 年将达到 103.5 亿元左右。

图 15：2016-2025 年中国伞具市场规模及增速（亿元）



资料来源：观研天下，新思界，天风证券研究所

目前伞具已从过去功能单一的避雨用具，发展成为花样繁多、功能各异、兼有实用性和装饰性的生活必需品和快速消费品，防晒伞是晴伞具中的强势发展力量，而人们在夏季使用防晒伞，能够有效隔离紫外线对于皮肤的损伤，达到物理防晒目的，随人们防晒需求增加，防晒伞的市场规模发展向好。

**急需强势品牌诞生，蕉下把握发展机遇。**我国伞具产业聚集地已经形成，生产企业主要集中在东部沿海地区，浙江、福建是我国伞类最大生产省份，产能在全国总产能中的占比达到 90% 以上，行业区域集中度高。我国现有的伞具生产企业已经超过了 2000 家，但年产值过亿的企业只有 31 家，产值超过 500 万元的企业也仅有 200 家左右，行业排名前四位的企业所占的市场份额也只有 10% 左右，因此伞具行业急需强势品牌的诞生。

蕉下于 2013 年推出双层小黑伞，在防晒市场初露锋芒。截止 2017 年，双层小黑伞、口袋系列伞及胶囊系列伞这三款防晒精选单品各自曾录得年销售额超过人民币 3000 万元，并于 2021 年推出随身系列扁伞。蕉下以品牌为核心，不断推出防晒新产品，抓住晴伞具行

业发展机遇。

随着消费观念升级，国民对商品的需求向品质化方向转变，为顺应发展趋势，我国伞具行业中部分企业在设计上不断加大创新力度，并有意识培养自有品牌，开始逐步向高端市场进军，现阶段已经取得一定成绩。

我国伞具行业品质化、品牌化、个性化发展成趋势，创新意识较强、产品质量过硬的企业未来发展前景依然良好，以仿制为主、产品质量较差的企业未来发展空间将缩小。目前我国是伞具生产大国，但不是伞具生产强国，国内大部分企业生产的产品集中在低端领域，具有高端市场竞争力的企业数量较少。

### 3. 打造爆款防晒伞切入防晒细分赛道，多维营销巩固用户粘性

#### 3.1. 品牌为核心，持续丰富产品矩阵满足多元需求

品牌为核心，丰富产品组合满足多样化需求。公司已将蕉下成功打造成在功能性鞋服领域代表着功能、品质和时尚感的标志性品牌，这使公司能够建立全面产品组合，涵盖各种品类和城市户外场景，以满足中国户外活动爱好者的多样化功能需求及品质生活追求者对精致生活方式的追求，从而扩大客户外联，增强客户黏性。

1) 服装产品：主要包括防晒系列、保暖系列、家居系列和运动系列，满足消费者一年四季的需求。

防晒服多采用 AirLoop 面料或原纱防晒技术，防晒效果高达 UPF50+。该系列的许多服装产品采用轻薄透气的 AirLoop 面料，加速散热，确保透气性，具备清凉触感，高达 UPF50+ 的防晒效果，并可有效阻隔超过 95% 的紫外线。许多服装产品亦采用原纱防晒技术，可提供长效防晒能力，洗涤 30 次仍能保持 UPF50+ 的防晒效果。防晒服饰彰显体贴设计，如可拆卸兜帽和多种柔和颜色，从而实现有效防晒、清爽感觉、高度舒适与时尚美观。

全面服装系列，提供更多时尚日常服装选择。2021 年保暖系列服装产品推出，主要包括衬衫、裤装、外套及羽绒服，大多采用弹性面料，质地柔软，保形性好，突显红外保暖、吸湿排汗、防静电特性。家居系列包括内衣及内裤，采用凉感面料，配以平滑无痕设计。运动系列包括连帽衫、运动衫、夹克等运动休闲服装。

表 5：服饰类产品

产品分类	精选产品	功能和特色	样品图片
防晒服	冰薄系列披肩防晒服	<ul style="list-style-type: none"> <li>采用 Airloop 面料，有效防晒同时实现快速降温</li> <li>创新性多功能披肩散热透气结构，实现头面颈全面防护</li> <li>UPF50+ 防晒技术，紫外线阻隔率 <math>\geq 95\%</math></li> </ul>	 <p>上市時間 2020 年 1 月 建議零售價 人民幣 299 元</p>
保暖服	挚暖系列打底衣	<ul style="list-style-type: none"> <li>面料柔润亲肤，如面霜触感，不拘束</li> <li>持久蓄热保暖功能</li> <li>添加氨基酸、角鲨烷等多种微小分子，缓解秋冬皮肤干燥紧绷感</li> </ul>	 <p>上市時間 2020 年 8 月 建議零售價 人民幣 229 元</p>

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**2) 伞具：兼具防晒与防雨功能。**2013 年防晒伞推出后受到极大欢迎，至今仍是公司的旗舰产品之一。伞具产品轻便小巧且具备科技支持的防晒功能，采用 L.R.C 涂层、全向推拉蜂巢技术及静音蜂巢技术等科技，给客户带来更好的遮阳、耐用性及流畅使用体验。公司提供三折伞、五折伞和六折伞，以满足不同客户需求，其设计多样、风格各异，包括浮世绘风格和中国古典风格。

表 6：伞具精选产品

产品分类	精选产品	功能和特色	样品图片
伞具	胶囊系列伞	<ul style="list-style-type: none"> <li>轻巧便携，超 40 种缤纷色彩</li> <li>采用 4 层复合 L.R.C 黑胶结合微米级防晒钛粒子，实现多波段日光防护</li> <li>采用全向推拉蜂巢技术，便于伸缩开合</li> <li>UPF50+ 防晒技术，紫外线阻隔 <math>\geq 99\%</math></li> </ul>	 <p>上市時間 2017 年 1 月 建議零售價 人民幣 299 元</p>

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3) 帽子产品：包括防晒系列和保暖系列。

**防晒帽多采用 AirLoop 面料和超大帽檐设计，防晒效果较好。**防晒帽包括渔夫帽、棒球帽及遮阳帽等，可以有效满足消费者在出游、日常通勤及度假等不同城市户外场景下的需求。与服装产品相似，多种帽子亦采用轻薄透气的 AirLoop 面料，具备高达 UPF50+ 的防晒效果，并可有效阻隔超过 95% 的紫外线。公司的部分防晒帽设计有超大帽檐，可遮蔽整个面部，为户外活动提供极佳的皮肤保护并兼具瘦脸视觉效果。

**保暖帽多采用防静电技术，部分具备双面设计。**保暖系列包括保暖针织帽、羊毛贝雷帽、羽绒帽及多功能帽等。部分帽子采用双面设计，双面双色，为客户提供更多时尚穿戴选择。多数帽子采用防静电技术，在冬季确保发型的整齐性。

表 7：帽子精选产品

产品分类	精选产品	功能和特色	样品图片
帽子	纒际系列贝壳防晒帽	<ul style="list-style-type: none"> <li>采用仿贝壳立体的超大帽檐设计，满足全脸防晒需求，保持稳定抗风，柔软易收纳</li> <li>空顶透气结构满足极致透气需要，快速收卷变身发箍，一帽两用，满足不同户外穿戴需求</li> <li>UPF50+ 防晒技术，紫外线阻隔率 <math>\geq 95\%</math></li> </ul>	 <p>上市時間 2021 年 1 月 建議零售價 人民幣 269 元</p>

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 4) 配饰：防晒配饰多样，提供综合全方位防晒保护。

防晒配饰包括墨镜、口罩、披肩、袖套及手套等，能够遮蔽使用者的面部、眼部、头部、颈部、手臂和手，以提供综合全方位防晒保护。许多配饰采用 AirLoop 面料，不仅确保产品轻薄透气，同时提供 UPF50+ 防晒效果。公司还提供一系列可折叠墨镜，每款轻至 19 克，易于存放并便于携带。

此外，公司还提供四季适用的其他城市户外场景配饰。配饰还包括保暖系列围巾、手套和口罩等，温暖舒适。例如，智能保暖围巾配备石墨烯加热垫，通电几分钟内即迅速升到舒适温度。还包括多功能肩包、手提包及手提袋，方便户外携带收纳。

表 8：配饰类精选产品

产品分类	精选产品	功能和特色	样品图片
防晒配饰	昼望系列墨镜	<ul style="list-style-type: none"> <li>重量仅 19 克，折叠后厚度仅 3.5cm，便于收纳</li> <li>UV400，有效阻隔紫外线</li> <li>同时实现防晒护眼和高清防眩光效果</li> </ul>	 <p>上市時間 2021 年 4 月 建議零售價 人民幣 329 元</p>
保暖配饰	暖霁系列智能发热保暖围巾	<ul style="list-style-type: none"> <li>能快速发热并持久蓄暖</li> <li>一物多用，同时护颈、暖腰、暖腹</li> <li>重量仅 250g</li> </ul>	 <p>上市時間 2021 年 8 月 建議零售價 人民幣 269 元</p>

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

5) 鞋履精心设计，穿着舒适且易于搭配。鞋履主要包括帆布鞋、马丁靴、休闲鞋及运动鞋等。多数鞋履采用弹性 FlexCore 鞋底及柔软减震鞋垫，方便穿着、减震，从而带来舒适长足体验。大部分鞋履采用防水透气面料，以满足不同气候下的各式需求。

表 9：其他精选产品

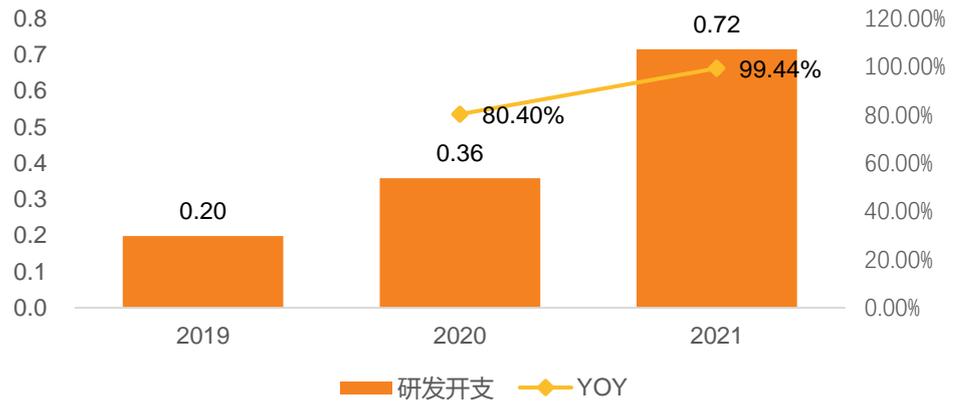
产品分类	精选产品	功能和特色	样品图片
其他产品	街旅系列厚底帆布鞋	<ul style="list-style-type: none"> <li>采用 FlexCore 轻量鞋底技术结合缓震鞋垫，长时间行走不易累</li> <li>配合云感防磨系统，为户外行走提供全包裹所贴脚防护，带来轻、软、弹的舒适体验</li> <li>防泼水，增高塑形</li> </ul>	 <p>上市時間 2021 年 4 月 建議零售價 人民幣 359 元</p>

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.2. 专注积累核心技术，迭代升级产品提升功能性、时尚感

**专注研发差异化产品。**蕉下一直致力于开发新产品和探索产品采用的新技术，以适应不断变化的消费者偏好，同时提供卓越的产品体验并影响市场趋势。公司有意在可预见未来进一步投资研发工作，以积累核心技术及推出新产品。2019-2021 年研发费用开支处于稳定上升状态，2021 年研发开支 0.72 亿元同增 99.44%。

图 16：2019-2021 研发开支（亿元）及增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**致力实现产品开发在功能、品质、时尚感方面的平衡，增强竞争力。**蕉下追求功能性，采用先进面料和技术，打造防晒、凉感、干爽、保暖、防水等功能性特征以及轻薄透气亲肤穿着体验；追求卓越品质，采用优质原材料，配以精湛工艺和严格质量控制，打造耐用产品；追求时尚感，引领创新风裁剪、配色及图案设计，体现高端美学及个性化风格。

**坚持以消费者为导向，持续提供先进的产品体验。**利用公司的 DTC 模式，从第一手反馈了解消费者需求，同时利用市场信息收集消费者不断变化的需求，支持公司产品开发、升级和迭代。公司通过培养内部专家及研发实力以及与面料制造商紧密合作，不断实现产品创新。公司专注于累积及不断升级公司精选单品相关原材料及面料的开发技术，从而累积可应用到不同品类新产品的丰富技术。例如，公司的 AirLoop 面料广泛应用于各类防晒服饰、帽子及其他配饰。

**研发团队具备强大的研发能力和独特的跨行业技术视角。**公司建立具备多元专业背景、跨界合作（包括机械、材料、光学）和经验资深的技术团队，平均相关从业年限约八年。此外，供应链团队与研发团队紧密合作，不断向研发团队提供其与合作合约制造商密切沟通所取得的有关产品开发和改进建议。公司的产品经理根据品类趋势、消费者反馈、公司不断发展的相关技术和其他市场信息探索新的产品概念，并通过全面分析、理解客户的产品功能需求，提出创新理念，解决市场上现有产品痛点。

**公司独特的产品开发过程包括三大阶段：产品企划、产品开发及产品上市。**产品企划是公司产品开发过程的核心。公司实行以消费者为导向的产品企划方法，从本质上识别了解消费者的需求，以推出持久畅销精选单品。公司首先进行跨品类研究，挖掘能够解决消费者痛点的潜在产品解决方案；然后，公司通过试用同类产品、阅读产品评论、听取目标客户反馈等方式进行深入评审，深刻了解潜在产品解决方案。

**公司持续升级迭代产品以发掘更多的增量需求，并通过不断提升产品体验进一步拓展公司的潜在客户群体和市场规模。**

图 17：产品开发过程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**携手知名面料制造商，采用先进面料提升产品性能。**公司通过与中国知名尼龙纱线制造商合作，将纱线从尼龙升级为防晒纤维，提高了防晒面料的耐洗性，发现扁平截面纤维不仅能保持清凉触感及防晒能力，同时具有最强吸水、速干及透气功能，因此与面料制造商合作推动新开发面料生产，提升了多款防晒产品性能。

截止 2022 年 4 月 3 日，公司在中国拥有 123 项专利，正在中国申请 72 项专利，于 2020 年年初推出的采用 Airloop 面料的冰薄系列披肩防晒服的销售额于 2021 年达人民币 276.4 百万元。

表 10：材料、技术创新成果

技术	优势和主要特点	应用
AirLoop 面料	透过高热传导及特殊编织结构实现冰爽触感 布料在大幅伸缩情况下可保持良好的防晒性能，在面料拉伸至其原有尺寸的 150%时可保证 UPF50+防晒	服装、帽子及其他配饰
原纱防晒技术	在亚麻纤维中添加防晒助剂，以产生长效防晒能力，洗涤 30 次仍能保持 UPF50+防晒。可应用于轻至 108 克的超轻稳定防晒针织面料的轻盈度	服装、帽子及其他配饰
L.R.C 涂层技术	对各类布料具有强化遮阳能力、可抵挡 99%以上的紫外线，在超过 2,000 次的产品寿命测试中证实其持久耐用	伞具
全向推拉蜂巢技术	无需按任何按钮即可打开或关闭伞具，在超过 2,500 次的产品寿命测试中证实其长效耐久性	伞具
静音蜂巢技术	在全向推拉蜂巢技术的基础上进一步实现无噪音开/关伞，降低 10 分贝以上的噪音。	伞具
FlexCore 轻量鞋底技术	效仿橡胶底样，将低密度 EVA 材料应用于帆布和马丁靴鞋底。EVA 材料密度超低，小于 0.2g/cm <sup>3</sup> ，带来轻盈富有弹性的穿着体验	鞋履

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**信息技术提效显著，引领业务增长。**公司利用多个信息技术系统管理公司业务的几乎所有方面，使公司能规范运营，管理采购、销售及分销、质量控制、存货管理和物流、财务报告、人力资源和行政职能，提高管理和运营效率。

表 11：部分信息技术系统

信息技术系统	功能说明
企业资源规划 ([ ERP ]) 系统 (金蝶系统)	ERP 系统用于处理和管理财务信息，帮助公司的管理层深入分析运营情况，

	加强各部门的信息交流。
订单管理系统 ([ OMS ]) (巨益及旺店通)	OMS 由订单处理系统、线上订单管理系统和微信订单处理系统组成。该系统自动集中管理公司在不同电商平台的线上订单接收处理流程。
分销商管理 ([ DM ]) 系统 (明户系统)	DM 系统可集中管理公司分销网络的各方面。
人力资源管理 ([ HRM ]) 系统 (北森系统)	HRM 系统用于招聘和员工表现评估。
办公自动化 ([ OA ]) 系统 (泛微系统)	OA 系统用于预算控制、工作流程审批和支出。
内部通信软件 (钉钉)	钉钉用作内部沟通工具。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**整合数字化平台，助力公司提高在消费者精准触达、提高进行高效零售网络管理和快速响应的履约体系方面的运营效率。**

**以科技支持营销，提高转化率。**公司将借助先进数据分析升级公司的数字化营销系统。通过将获客与客户关系管理相结合，更好地服务于公司的客户，提高营销投入的转化效率。

**开发一体化经营管理系统，提高管理效率。**公司计划在销售订单处理、客户关系管理、财务管理、人力资源管理、办公自动化、内部通讯、数据保密和安全等方面，通过自主开发和采购外部软件，开发一体化、全面的经营管理系统。

### 3.3. 交互式内容营销成效显著，多维营销体系相互协同巩固用户粘性

#### 3.3.1. 营销策略区别于传统广告，采用内容营销注重交互性

公司的营销策略目标不限于推广公司的品牌及产品，同时也培养消费者对产品功能和设计的认识，鼓励消费者探索、体验城市户外活动，从而提高客户忠诚度，促进品牌长远发展。

1) **以内容为中心。**公司专注在流行社交媒体平台和电商平台以图片、短视频及直播方式进行内容营销。公司设计及传播的营销内容注重公司产品的功能和风格，告知客户公司的产品如何利用前沿技术满足其需求，并创意设计产品外观。公司还与专业检测机构及可关键意见领袖合作，进行产品测试及评估，完成消费者教育。公司的内容营销策略不仅可增加公司产品的曝光率，同时帮助公司向消费者宣传，驱动购买欲。

2) **重视品牌。**通过公司独特的品牌蕉下，公司向目标消费者传递公司成为中国城市户外品牌首选的愿景，目标消费者更青睐可满足其科技功能偏好与个性化、独特审美的品牌。截至 2021 年 12 月 31 日，公司在中国流行社交媒体平台的多个账户及电商平台上的线上店铺拥有约 14 百万粉丝，积聚了希望「妙享户外」并鼓励他人加入的大量忠诚客户。

3) **客户驱动。**为推动销售，公司利用有价值的客户反馈，制定战略决策，优化各渠道营销支出。公司与客户直接联系，根据客户的点赞、转发、评论完善和个性化公司的营销内容，与客户建立亲密关系，提高客户黏性。

**相比传统广告，内容营销注重交互式营销。**区别于传统广告投放注重增加品牌曝光，公司的创新营销方法更加注重可被目标客户感同身受的营销内容与向目标客户传达的品牌形象。公司的产品功能先进，具有易于在互联网展示传播的风格，适合线上营销，尤其是优质内容营销。公司提供适配荧幕显示的精美视频和图像，向客户营造沉浸式户外氛围，使客户无需线下接触产品，即可清晰认知产品。

图 18：天猫旗舰店展示产品防晒功能/精致外形/便捷属性



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.3.2. 多渠道践行消费者导向理念，实现线上、线下大规模客户覆盖及有效互动

#### 1) 线上营销渠道：主要通过社交媒体平台和电商平台举办营销活动。

**建立以消费者为导向的营销体系和营销矩阵。**公司打造了由直播、测评和软文等多样化形式组成的以消费者为导向的营销体系。公司亦构建了覆盖天猫、抖音、微信、微博、小红书等成熟及新兴线上平台的营销矩阵，触达潜在消费者。另外，公司在线上店铺精心设计产品展示页面，驱动购买意愿并鼓励购买。

**携手明星与 KOL 推动线上营销活动，提升品牌知名度。**公司邀请公众形象与公司品牌形象相符的名人进行代言和推广活动，提高公司的品牌知名度。2021 年，公司与超过 600 个关键意见领袖合作，而该等关键意见领袖在主流社交媒体平台共拥有约 14 亿关注者，其中超过 199 个关键意见领袖拥有超百万关注者，带来 45 亿浏览量，大幅提高公司品牌及产品的知名度。这种密切参与、精彩的交互体验为粉丝和关注者提供机会了解充满灵感的产品，进一步引导他们作出消费决定。

此外，公司在社交媒体平台发起口碑营销，鼓励讨论产品体验，提高公司的品牌知名度。公司亦在电商平台使用各种数字营销工具，参加平台的营销活动，在这些平台触及公司的客户。

#### 2) 线下营销渠道：线下零售门店充当公司品牌价值输出的重要渠道。

**线下营销活动提供直观的购物体验。**公司通过零售门店和购物中心举行线下营销活动，为消费者提供专业的户外产品知识教育和选购建议，提供直观的购物体验以强化品牌形象，提高蕉下的品牌知名度，为公司的线上线下店铺带来客流销售及分销网络。

**多维营销体系具备较强的协同效应。**整合线上、线下渠道，使公司能够从大量客户群体中收集多方面信息，从而指导公司的产品开发及营销流程。公司凭借深度市场洞察及跨平台的信息整合和分析能力，可向客户推送定制化的营销内容，有效提高营销效率和购买转化率。

### 3.4. DTC 驱动全渠道销售，实现广泛消费者触达与深入互动

#### 3.4.1. 线上渠道：布局成熟电商成效显著，积极把握新兴内容平台机遇

客户界面设计适合线上营销，传递“妙享户外”的品牌理念，刺激购买欲望。公司于 2013

年在天猫开设首家线上店铺，并于 2013 年及 2015 年开始在京东及唯品会运营线上店铺。截至 2022 年 4 月 3 日，公司在中国绝大部分领先成熟电商平台运营线上店铺。公司自 2020 年以来，一直积极把握抖音等快速增长内容电商平台的销售机遇。

图 19：线上店铺的页面展示



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**通过京东、天猫、抖音和微信等平台触及更多线上消费者。**公司自 2015 年起开始向中国领先成熟电商平台的官方线上店铺销售产品，如京东及天猫超市。根据灼识咨询，2021 年蕉下是天猫防晒服饰品类零售额第一的品牌，公司在天猫推出保暖系列后，蕉下随即成为该平台 2021 年保暖配饰品类零售额第一的品牌。

客户亦可在抖音等各种内容电商平台购买公司的产品。内容电商平台将数据赋能、以内容为中心和社区驱动的营销活动与直接购买相结合。消费者可以图片、短视频或直播等形式，轻松浏览各种产品内容，其购物行为更易受 KOL 和直播主播制作的数字化内容影响。微信官方账号和蕉下微信商城在公司的销售和营销策略中发挥越来越重要的作用。

**线上销售成果显著，公司的线上零售额在中国所有防晒服饰品牌中稳居第一，**根据灼识咨询，2021 年，公司防晒服饰的线上零售额超过第二大品牌的 5 倍。

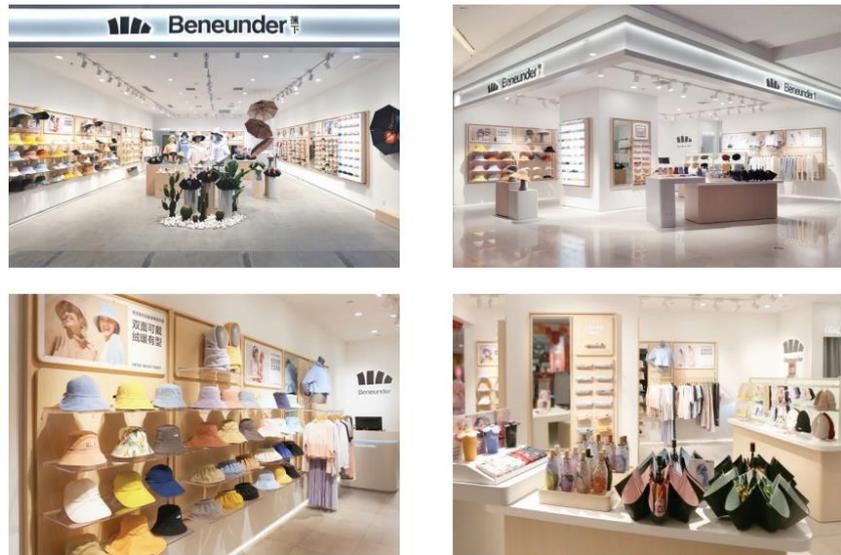
### 3.4.2. 线下渠道：扩展线下网络，提供全面购物体验并增加客户触点

为提供全面购物体验及增加客户触点，公司一直不断建设线下渠道，尤其在持续扩展线下零售网络，以提供现场产品体验和一站式购物体验。

**零售门店提供品牌及产品的真实体验。**截至 2021 年 12 月 31 日，公司经营在全国 23 个城市拥有 66 家门店的销售网络，其中 35 家门店由公司直营，31 家为合作门店。公司所有零售门店均设于大都市地区的购物中心或独栋建筑，可带来大量目标客户的客流。

**零售门店配置多样齐全，提供一站式愉悦购物体验。**零售门店装饰时尚，并以具吸引力的方式摆设各种品类产品，促进交叉销售。同时，门店配备训练有素的顾问团队，就客户的城市户外需求为其提供资料、指引、建议和鼓励。借助客户活动和派对，公司进一步提升零售门店人气，吸引参与者及扩大公司的跨渠道品牌影响力。

图 20：零售门店内部展示



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

通过零售网络的第三方（即公司的大客户）销售产品，以拓宽公司的线下销售渠道。公司的大客户包括连锁商超、便利店和百货商店。

分销渠道有助扩大消费者触达及区域性覆盖。公司一直扩大公司的销售及分销网络，并实现了强劲的收入增长，2019-2021 年分销商数目从 96 增加到 872 个。

表 12：2019-2021 分销商数目

	2019	2020	2021
期初	73	96	274
新增	51	193	672
关闭	28	15	74
期末	96	274	872

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**线上、线下渠道无缝整合，发挥协同效应。**线上平台可为线下零售门店带来更多客流，公司也鼓励线下零售门店的客户进一步参与线上活动。根据灼识咨询，2016 年至 2021 年中国鞋服市场线上零售额以 14.3% 的年复合增长率增长，预计 2021 年至 2026 年将以 9.6% 的年复合增长率增长。鉴于中国消费者日益普及使用线上渠道，公司加强在电商平台的布局，并积极拓展线下零售网络，与零售商和分销商合作，扩大公司在中国的线下覆盖范围。

**公司供应链兼具广度、深度和灵活性，助力公司实现规模经济和卓越运营效率。**

1) 规模经济。公司一方面通过规模化生产，公司增强于双十一、618 等线上促销活动期间对大量订单的应变能力及快速响应市场需求的能力。另一方面是产量大且集中的生产使公司能够通过提高议价能力降低销售成本。

2) 数字化供应链。公司在生产订单下达与追踪、存货管理与调拨、产品交付等环节实现高效的端到端覆盖，并进一步提高信息流通、合作联动的效率。

3) 优化存货管理能力和物流网络。公司保持卓越的存货管理能力，并不断优化。此外，

公司致力于通过与精选的仓储、物流服务供应商建立长期合作，优化公司的物流网络。

4) 与原料合作伙伴及合约制造商深度合作。公司能保障优质原料的相对稳定供应、保持高生产标准，并优化生产工艺，实现有效品控。

#### 4. 风险提示

**1) 产品质量、功效、安全性、研发风险：**公司的成功取决于产品持续受欢迎程度，以及公司及时且具成本效益地预测和响应行业趋势、消费者偏好、消费模式和行为变化的能力。公司在产品和技术研发、吸引和留住客户以及通过推出新产品来多元化公司的产品组合方面的努力未必能成功，这可能对公司的业务、财务状况、经营业绩及前景产生重大不利影响。

**2) 电商平台风险：**公司主要依赖第三方电商平台线上营销及销售产品。如果平台的服务或运营中断，公司与该等平台的合作终止、恶化或成本增加，或出现有关该等平台的负面宣传，公司的业务、财务状况、经营业绩及前景可能会受到重大不利影响。

**3) 营销成本风险。**公司已经就各种销售及营销工作（包括通过多种渠道的广告和推广吸引客户）产生大量成本。公司的成功部分取决于营销活动，如营销活动不能以具成本效益及高效的方式有效吸引客户，公司的业务、财务状况、经营业绩及前景可能会受到重大不利影响。

**4) 行业竞争风险：**所在行业竞争激烈，倘无法展开有效竞争，业务、财务状况、经营业绩及前景将受到重大不利影响。

**5) 供应商与分销商终止协议导致业务重大波动及中断风险：**供应商、分销商及客户可能会因各种原因而选择不与公司重续协议或以其他方式终止与公司的业务关系。公司无法确保公司满意的供应商、分销商及客户将同意重续协议。倘公司无法与现有供应商、分销商及客户维持长期关系，供应商的供应及向分销商及客户的销售可能会中断，而公司的业务、财务状况、经营业绩及前景将受到重大不利影响。

**6) 新冠疫情反复风险等：**公司的物流、履约及线下销售活动受到部分影响。若再次爆发疫情，可能再次采取紧急措施遏制疫情，包括旅行限制、强制停止若干经营活动、强制性隔离检疫、居家工作及其他替代工作安排，以及限制社会和公众集聚以及封锁城市或地区，从而可能对公司的业务造成影响。

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	邮编：518000
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com