

纺织服装

海外巡礼 | ON 昂跑：以科技重新诠释跑鞋

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

On 昂跑：运动员创立 + 技术驱动，10 年市值 100 亿美元

On 昂跑定位“彻底改变跑步感觉”，由瑞士职业运动员、三届世界冠军 Olivier Bernhard 与两位好友兼跑步爱好者共同创办，总部位于瑞士苏黎世。On 昂跑产品主要设计用于特定运动用途，非常重视性能方面的技术创新，融合了功能和美学。

营收逐年稳步提升，DTC 渠道增速最快。尽管 2020 年新冠疫情爆发，昂跑营收仍维持高速增长，2020 年收入 4.25 亿瑞士法郎（约合人民币 29.7 亿），2021H1 收入 3.16 亿瑞士法郎（约合人民币 20 亿）。2020 年净利润-0.28 亿瑞士法郎，2021H1 扭亏为盈，净利 0.038 亿瑞士法郎（约合人民币 0.27 亿）。

产品：全面覆盖运动与日常多场景，引领行业可循环发展

On 昂跑品牌创立至今，致力于以瑞士工艺和前沿科技为世界带来革新性跑步体验，其产品运动场景已由跑步拓展至健身、日常使用、户外、网球等，随着新产品的陆续推出，公司已建立强大的产品矩阵，包括 Cloud、Cloudflow、CloudX、Cloudswift、Cloudflyer、Cloudventure 和 Cloudstratus；近期公司推出 Cloudnova、Cloud Hi 以及 Roger 系列产品，用户反响良好，将进一步丰富品牌产品矩阵。

2020 年，公司宣布推出全球首个基于付费订阅模式的产品服务，为消费者带来完整可回收再生的运动装备；鼓励用户在收到并穿着跑步装备后，把达到使用寿命的跑鞋交还给 On 以换取新的产品；而后公司再将其分解并制成新的材料，用于制造新的装备。

技术：缓震科技+推进板+泡棉，打造轻盈触地、疾速爆发体验

On 昂跑的跑鞋科技目前以 CloudTec®缓震科技（融合瑞士工艺与前沿科技，革新跑步体验）、Speedboard™推进板（与鞋底 Cloud 模块配合，塑造推进快感）以及 Helion™ Superfoam 泡棉（与 Cloud 模块结合，实现结构+材料双缓震）为主，将三者结合，共同打造轻盈触地、疾速爆发的体验。

营销：私域+公域流量，打造全方位营销生态圈

携手体坛专业选手，品牌影响力持续提升。2019 年费德勒以投资人及合作伙伴身份加入 On；此外通过赞助铁人三项专业运动员、成立品牌田径俱乐部等方式持续提升品牌知名度和影响力，根据运动员反馈和需求为产品更新迭代提供动力。

深耕圈层营销，全球社区助力品牌口碑传播。On 昂跑拥有一个超过 200 万品牌粉丝全球社区，社区成员来自 60 多个国家，通过基于社区圈层的营销策略建立品牌意识和客户忠诚度。

精准定位当代消费者偏好，“可持续”成为品牌增长驱动力。后疫情时代消费者更加关注可持续发展话题。

渠道：多渠道策略深度互补，中国市场成重中之重

DTC 渠道增速最快，数字化与实体店助力客群打造。2020 年和 2021H1 DTC 分别占公司收入 37.7%和 36.6%。DTC 增速最快，毛利率高于批发，主要通过电商、旗舰店和零售商店实现相关业务。2020 年自有电商平台有约 90 万活跃客户，访问量超 6040 万次同增 136%，电商有效促进新客



群增长，提升连带率、复购率。

扩大分销网络，加强与优质零售商合作，推动分销向 DTC 转变。2020 年和 2021H1 分销分别占公司收入 62.3%和 63.4%。On 昂跑产品在 50 多个国家的约 8100 家零售店、1300 多个店中店和品牌角中出售。公司慎重选择与品牌高端定位相符的零售合作伙伴，加强与经销商协同管理，增长门店面积与店效，扩张批发渠道。

放眼全球扩张商业版图，中国市场成重中之重。自 2018 年进入中国市场以来 On 昂跑快速在中国中高端健身房社群内风靡，公司通过多元化运动形式，多渠道销售网络，持续扩大粉丝基础获取新客户。

风险提示：全球新冠疫情反复导致供应链、门店效率不及预期；有限的运营经验和品牌认知度使得新市场扩张充满挑战，影响运营成本和业务增长；全球鞋服市场高度分散，竞争激烈等

内容目录

1. On 昂跑: 运动员创立 + 技术驱动, 千元跑鞋抢占一席之地	5
1.1. 创新科技改变跑步体验	5
1.2. 股权结构清晰, 核心高管经验丰富	6
1.3. 营收逐年稳步提升, DTC 渠道增速最快	6
2. 产品: 全面覆盖运动与日常多场景, 引领行业可循环发展	9
2.1. 全天候轻量跑鞋: 舒适、透气适用于日常通勤	9
2.2. 减震支持型跑鞋: 灵活、稳定适用于训练与健身	10
2.3. 训练型跑鞋: 缓震、竞速适用于竞赛	11
2.4. 越野鞋/登山靴: 防滑、防水适用于徒步/登山/越野	12
2.5. 发布全新 Cyclon 跑鞋, 引领运动装备行业可循环经济发展	13
3. 技术: 缓震科技+推进板+泡棉, 打造轻盈触地、疾速爆发体验	14
3.1. CloudTec®: 融合瑞士工艺与前沿科技, 革新跑步体验	14
3.2. Speedboard™: 与鞋底 Cloud 模块配合, 塑造推进快感	14
3.3. Helion™ Superfoam: 与 Cloud 模块结合, 实现结构+材料双缓震	16
4. 营销: 私域+公域流量, 打造全方位营销生态圈	16
4.1. 携手体坛专业选手, 品牌影响力持续提升	16
4.2. 深耕圈层营销, 全球社区助力品牌口碑传播	17
4.3. 精准定位当代消费者偏好, “可持续”成为品牌增长驱动力	18
5. 渠道: 多渠道策略深度互补, 中国市场成重中之重	20
5.1. DTC 渠道增速最快, 数字化与实体店助力客群打造	20
5.2. 扩大分销网络, 加强与优质零售商合作, 推动分销向 DTC 转变	21
5.3. 放眼全球扩张商业版图, 中国市场成重中之重	21
6. 风险提示	23

图表目录

图 1: On 昂跑进入各国市场时间	5
图 2: On 昂跑全球扩张覆盖面	5
图 3: 截至 2021 年 7 月 9 日 On 昂跑持股 5%以上的股东	6
图 4: 2018-2021H1On 昂跑收入及增速	7
图 5: On 昂跑按销售渠道划分的收入 (亿瑞士法郎)	7
图 6: On 昂跑按产品组划分的收入 (亿瑞士法郎)	7
图 7: On 昂跑毛利润及增速 (亿瑞士法郎)	7
图 8: 调整后的息税折旧摊销前利润及增速 (亿瑞士法郎)	7
图 9: On 昂跑按地理区域划分的收入 (亿瑞士法郎)	8
图 10: On 昂跑各地区收入占比	8
图 11: On 昂跑销售及管理费用率 (%)	9
图 12: On 昂跑库存规模 (亿瑞士法郎)	9
图 13: On 昂跑应收账款规模 (亿瑞士法郎)	9

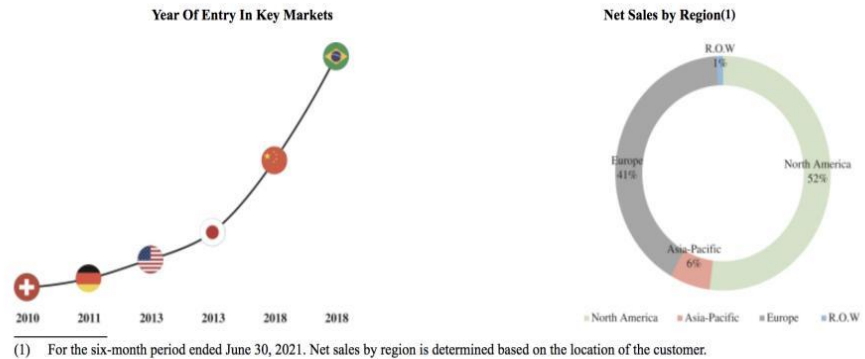
图 14: On 昂跑全天候轻量减震男款城市跑鞋 Cloud Terry	10
图 15: On 昂跑全天候轻量减震男款城市跑鞋 Cloud Terry	10
图 16: On 昂跑轻量减震舒适透气运动男鞋 Cloud Nexus.....	10
图 17: On 昂跑轻量减震舒适透气运动男鞋 Cloud Nexus.....	10
图 18: On 昂跑新一代轻量透气减震回弹多功能运动男鞋 Cloud X	10
图 19: On 昂跑新一代轻量透气减震回弹多功能运动男鞋 Cloud X	10
图 20: On 昂跑减震透气稳定支撑男款路跑鞋 Cloudstratus	11
图 21: On 昂跑减震透气稳定支撑男款路跑鞋 Cloudstratus	11
图 22: On 昂跑轻量减震网面竞速型跑鞋 Cloudflash.....	11
图 23: On 昂跑轻量减震网面竞速型跑鞋 Cloudflash.....	11
图 24: On 昂跑轻量缓震竞速型路跑鞋 Cloudboom.....	12
图 25: On 昂跑轻量缓震竞速型路跑鞋 Cloudboom.....	12
图 26: On 昂跑减震舒适防滑抓地越野跑鞋 Cloudultra	12
图 27: On 昂跑减震舒适防滑抓地越野跑鞋 Cloudultra	12
图 28: On 昂跑轻量防水徒步登山靴 Cloudrock Waterproof.....	13
图 29: On 昂跑轻量防水徒步登山靴 Cloudrock Waterproof.....	13
图 30: On 昂跑轻量透气减震男款运动鞋 Cloud Monochrome.....	13
图 31: On 昂跑轻量透气减震男款运动鞋 Cloud Monochrome.....	13
图 32: Zero-Gravity 泡棉/ Rebound-Rubber 弹力橡胶/精工防滑鞋底	14
图 33: Speedboard™镶嵌于每一双 On 昂跑跑鞋的中底.....	15
图 34: 内置 Speedboard™加宽.....	15
图 35: 柔韧易曲、扭力、能量分布、动态螺旋曲度	15
图 36: Speedboard™鞋底弯曲性	15
图 37: Helion™ Superfoam 名字来源	16
图 38: The Roger 和它的设计者费德勒	16
图 39: 费德勒穿着 On 跑鞋参与温网	16
图 40: OAC 团队合照	17
图 41: Squad Race	18
图 42: On Run Club 小程序界面	18
图 43: On 昂跑品牌包装	19
图 44: Cyclon 跑鞋 VS 其他款式跑鞋对环境的影响	19
图 45: On 昂跑 DTC 收入	20
图 46: On 昂跑分销收入	21
图 47: 华南首店——深圳万象天地店	22
图 48: On 昂跑京东旗舰店	22
表 1: On 昂跑技术发展时间表	6
表 2: On 昂跑核心高管	6

1. On 昂跑: 运动员创立 + 技术驱动, 千元跑鞋抢占一席之地

1.1. 创新科技改变跑步体验

On 昂跑定位“彻底改变跑步感觉”公司由瑞士职业运动员、三届世界冠军 Olivier Bernhard 与两位好友兼跑步爱好者 Caspar Coppetti 和 David Allemann 一起创办, 总部位于瑞士苏黎世, 测试场地是著名的阿尔卑斯山。成立 11 年 On 昂跑主打科技功能尤其是减震设计, 从瑞士走出, 先后进入德国、美国、日本、中国和巴西市场, 目前已经在上海、北京、成都、深圳开店。

图 1: On 昂跑进入各国市场时间



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

从成立到 2020 年, On 昂跑的收入以 85% 的复合年增长率增至 4.25 亿瑞士法郎 (约合人民币 29.7 亿), 2021H1 收入比 2020H1 增长 84.6%, 达到 3.16 亿瑞士法郎 (约合人民币 22.1 亿),

截至 2020 年末, 北美是 On 昂跑最大市场, 占总收入 49%; 其次是欧洲占 44%; 中国是 On 昂跑增长最快的地区。

图 2: On 昂跑全球扩张覆盖面



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

On 昂跑产品主要设计用于特定运动用途。On 昂跑非常重视性能方面的技术创新, 融合了功能和美学, 包括 CloudTec、Helion superfoam 和 Speedboard 技术, 以及鞋类和服装开发和设计中的高质量结构。On 昂跑产品使用可持续材料, 如回收聚酯、纯素皮革和无 PFAS 膜。为了增长运动员和消费者的运动表现, On 昂跑专注于性能、设计和影响力领域的创新努力, 将更智能的设计思维应用到产品中, 并创造通往更可持续未来的道路。

表 1: On 昂跑技术发展时间表

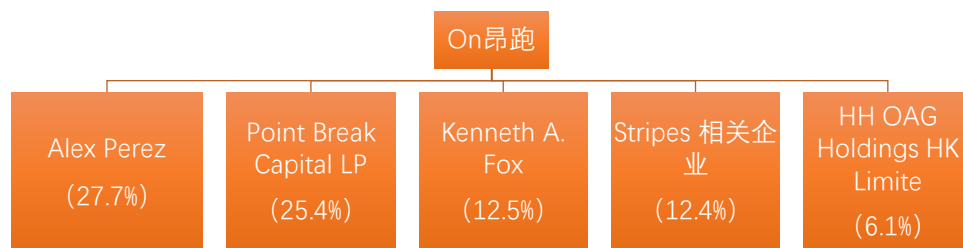
时间	技术发展
2010	推出创新专利技术 CloudTec, 率先在所有鞋子中使用柔性板
2013	第一款注塑成型的、专门设计的 Speedboard, 将冲击力转化为爆发力
2014	带有零重力外底的 Cloud 模型, 以提供超轻产品
2016	开发了 Missiongrip, 以将产品延伸至爬山和户外场景, 并推出 Hybrid Short and Lightweight Jacket, 这是第一款采用高级面料的多功能、超轻量跑步服装
2019	推出 Helion 超级泡沫, 在不影响性能的情况下为鞋子提供更好缓冲
2020	推出 Cloudboom, 采用优化的碳注入 Speedboard, 为专业运动员和职业运动员提供动力

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

1.2. 股权结构清晰, 核心高管经验丰富

On 昂跑最为人熟悉的标签是网球明星费德勒。2019 年 11 月费德勒以投资人及合作伙伴的身份加入 On 昂跑。除了费德勒, 还出现知名中国投资机构高瓴的身影。

图 3: 截至 2021 年 7 月 9 日 On 昂跑持股 5%以上的股东



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

创始人及核心高管团队具备运动员和管理人视角, 经验丰富, 为后续扩张奠定基础。

表 2: On 昂跑核心高管

高管	职位	简介
David Allemann	联合创始人兼执行联席主席	联合创始人之一。自 2021 年 4 月起担任 On 的执行联合主席。一直负责 On 的生产设置, 并领导 On 的营销、产品设计和数字业务。
Caspar Coppetti	联合创始人兼执行联席主席	联合创始人之一, 自 2021 年 4 月起担任 On 的联合创始人和执行联合主席。
Olivier Bernhard	联合创始人兼执行董事	联合创始人之一, 自 2010 年 1 月公司成立以来, 一直担任 On 的执行董事。在加入之前是一名职业铁人三项运动员, 也是一名世界级水平的运动员。
Martin Hoffmann	首席财务官和联合首席执行官	自 2021 年 1 月起担任 On 的首席财务官和联合首席执行官。霍夫曼先生于 2013 年 7 月加入, 自加入公司以来一直担任首席财务官。
Marc Maurer	联合首席执行官	于 2013 年 3 月加入, 自加入公司以来担任首席运营官。

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

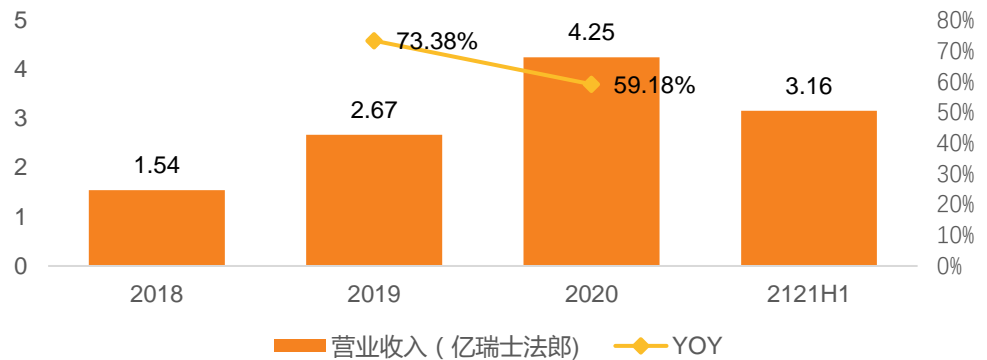
1.3. 营收逐年稳步提升, DTC 渠道增速最快

收入端: 2019 年收入 2.67 亿瑞士法郎 (约合人民币 18.66 亿), 尽管 2020 年新冠疫情爆发, 昂跑营收仍然维持大涨趋势, 2020 年为 4.25 亿瑞士法郎 (约合人民币 29.7 亿), 2021H1 公司收入为 3.16 亿瑞士法郎。

收入规模增长迅速的同时, 公司在 2019 和 2020 均遭遇亏损, 2018 年净利润 0.055 亿瑞

士法郎（约合人民币 0.38 亿），2020 年净利润为 -0.28 亿瑞士法郎（约合人民币 1.96 亿），2021H1 成功扭亏为盈，净利润为 0.038 亿瑞士法郎（约合人民币 0.27 亿）。

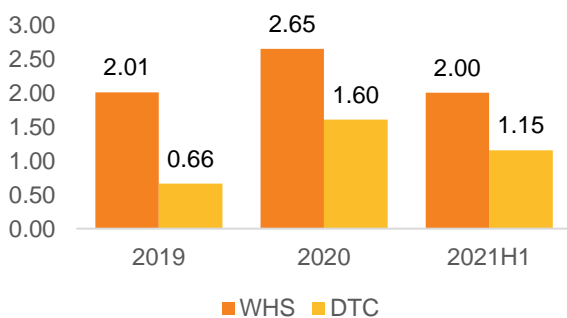
图 4：2018-2021H1 On 昂跑收入及增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

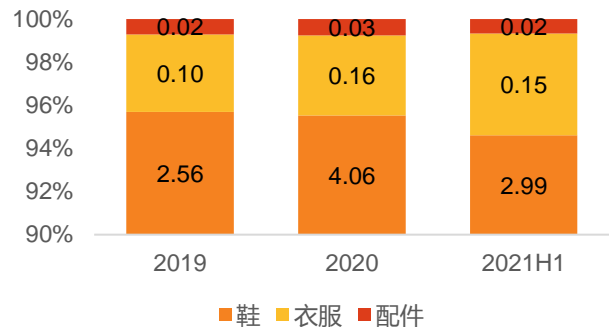
分产品和渠道看：On 昂跑的收入主要来自优质高性能鞋、服装和配件的销售。On 有两个销售渠道：WHS（批发）和 DTC（直面消费者）。WHS 销售渠道涉及向批发客户和国际分销商进行更大的批量销售。DTC 销售渠道则包括直接通过 On 昂跑的电商平台以及通过自营门店向终端客户销售。

图 5：On 昂跑按销售渠道划分的收入（亿瑞士法郎）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 6：On 昂跑按产品组划分的收入（亿瑞士法郎）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

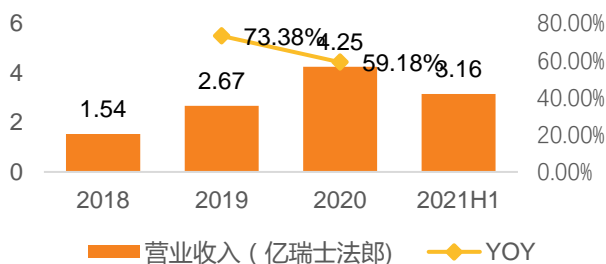
盈利能力：2020 年毛利率为 54.3%，毛利润为 2.31 亿瑞士法郎（约合人民币 16.15 亿）。2021H1 毛利率为 59.3%，毛利润为 1.87 亿瑞士法郎（约合人民币 13.07 亿）。

2020 年调整后的息税折旧摊销前利润率为 11.7%，调整后的息税折旧摊销前利润为 0.50 亿瑞士法郎（约合人民币 3.50 亿）。

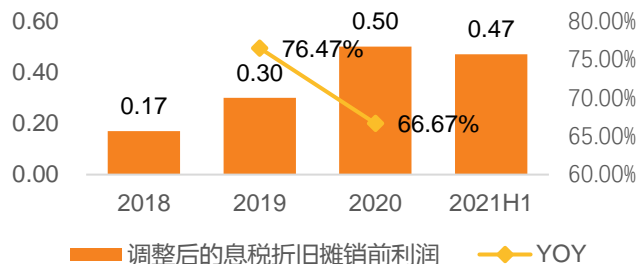
2021H1 调整后息税折旧摊销前利润率为 15.0%，调整后息税折旧摊销前利润为 0.47 亿瑞士法郎（约合人民币 3.29 亿）。

图 7：On 昂跑毛利润及增速（亿瑞士法郎）

图 8：调整后的息税折旧摊销前利润及增速（亿瑞士法郎）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



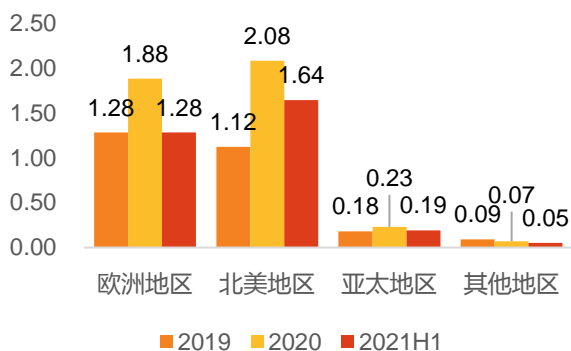
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

从 2018 到 2020 年收入以 66% 的 CAGR 增长，调整后的息税折旧摊销前利润以 74% 的 CAGR 增长，毛利率从 54.2% 小幅增长至 54.3%，调整后的息税折旧摊销前利润率分别从 10.8% 增长到 11.7%。

分地区看：北美是 On 昂跑的主要阵地。最为明显的是 On 昂跑 2020 在美国市场的收入为 2.08 亿瑞士法郎（约合人民币 14.54 亿），2021H1 达到 1.64 亿瑞士法郎（约合人民币 11.46 亿），为 2020 及 2021H1 营收贡献 49% 和 52%，而欧洲、亚太以及全球其他地区列在其后。

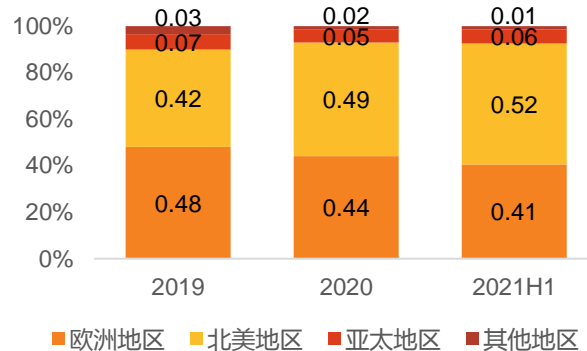
亚太地区在 2020 年占 On 昂跑收入 5%，2021H1 占收入 6%，但占全球运动服装市场的 28.7%，公司预计亚太地区在未来五年内将成为增长最快的地区。On 昂跑已在 50 多个国家推出并实现显著增长，On 昂跑将在关键地区的持续扩张来加速其运动服装市场的增长和品牌知名度。

图 9：On 昂跑按地理区域划分的收入 (亿瑞士法郎)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 10：On 昂跑各地区收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

从控费能力来看：

2020 年销售及管理费用率 58.4%，同比增长 6.93pct，2021H1 销售及管理费用率 55.28%。

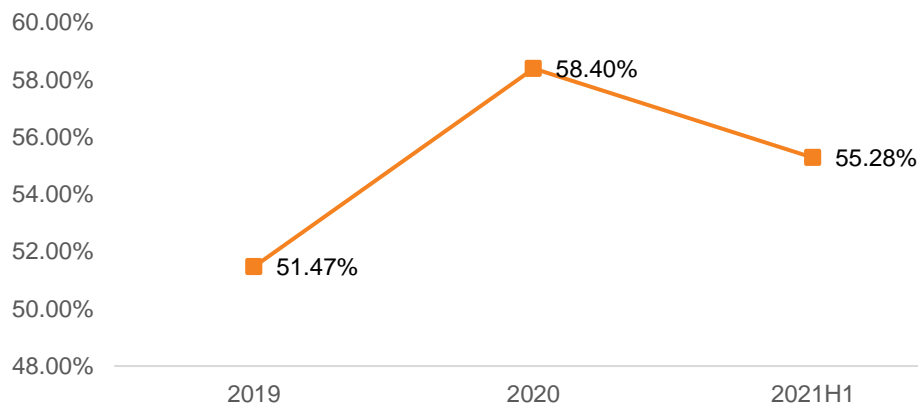
其中，分销费用率 2020 年较 2019 年几乎不变，但分销费用增长至 0.51 亿瑞士法郎，主要系 DTC 份额增长，以及物流合作伙伴因新冠疫情而产生的劳动力成本增长等原因所致；

销售费用率（零售端）2020 年 14.36%，同比减少 2.78pct。2021H1 为 12.70%，近三年 On 昂跑销售费用率逐年减少，且保持在较低水平，客观展现出公司控费能力的逐步提升；

市场费用率 2020 年 10.7%，21H1 增长至 13.3%。公司表示在未来将继续增加市场费用，包括在电子商务平台内的数字客户获取和品牌知名度方面的投资。

2020 年管理费用率 24.64%，同比减少 3.09pct，2021H1 为 28.69%；管理费用率情况表现平稳，公司对于费用的控制能力良好。

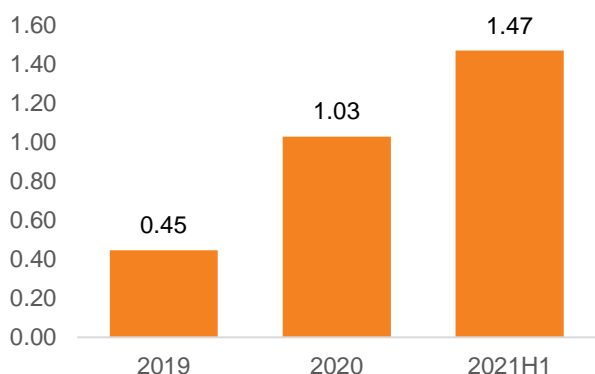
图 11: On 昂跑销售及管理费用率 (%)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

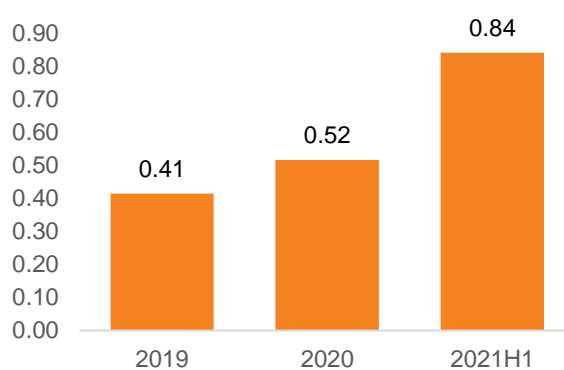
为了确保充足的库存供应，On 昂跑和零售合作伙伴预测库存需求，库存需求会随着季节和季度的变化而变化，并且会随着更广泛的经济和社会趋势而变化。On 昂跑拥有丰富的设计、开发、制造和物流流程，其中包括产品的初始设计和开发、原材料的采购、库存的积累以及存货的后续销售，以及由此产生的应收账款的收回。

图 12: On 昂跑库存规模 (亿瑞士法郎)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 13: On 昂跑应收账款规模 (亿瑞士法郎)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 产品：全面覆盖运动与日常多场景，引领行业可循环发展

On 昂跑品牌创立至今，致力于以瑞士工艺和前沿科技为世界带来革新性跑步体验，其产品运动场景已由跑步拓展至健身、日常使用、户外、网球等，随着新产品的陆续推出，公司已建立强大的产品矩阵，包括 Cloud、Cloudflow、CloudX、Cloudswift、Cloudflyer、Cloudventure 和 Cloudstratus；近期公司推出 Cloudnova、Cloud Hi 以及 Roger 系列产品，用户反响良好，将进一步丰富品牌产品矩阵。

2.1. 全天候轻量跑鞋：舒适、透气适用于日常通勤

On 昂跑日常通勤类鞋款主要包括 Cloud Terry、Cloud Nexus 等多个产品：

- **Cloud Terry:** 1) 柔软舒适, 鞋舌为毛圈面鞋舌, 赋予跑鞋舒适脚感; 2) 设计细节, 鞋舌与鞋跟添加提环设计, 便于穿着, 鞋垫添加透气孔与特殊纹理设计; 3) 鞋面材质: 大面积采用全新人造革, 包裹双足同时带来支撑性; 4) 运动科技: 搭载公司鞋底科技 CloudTec®, 赋予跑鞋全天候高性能和足下体验。

图 14: On 昂跑全天候轻量减震男款城市跑鞋 Cloud Terry



资料来源: 天猫, 天风证券研究所

图 15: On 昂跑全天候轻量减震男款城市跑鞋 Cloud Terry

重量:	单只鞋约239克 (以10男款美码为例)
中底差:	7毫米
适合场景:	城市探索、旅行、全天候穿搭的理想之选
再生材料含量:	总再生材料成分超过10% 超过40%的聚酯纤维为再生材料
适合活动:	日常 旅行
适合路面:	公路 混合路面
缓震性:	偏硬 适中 偏软
稳定性:	适中 稳定
宽度:	正常 加宽

资料来源: 天猫, 天风证券研究所

- **Cloud Nexus:** 1) 透气环保鞋面, 再生材质打造网眼鞋面, 舒适干爽; 2) 防滑抓地外底, 强力橡胶纹路, 保证灵活安全; 3) 减震科技, 在 Zero-Gravity 泡棉搭载 CloudTec®减震科技的轻量, 打造敏捷舒适。

图 16: On 昂跑轻量减震舒适透气运动男鞋 Cloud Nexus



资料来源: 天猫, 天风证券研究所

图 17: On 昂跑轻量减震舒适透气运动男鞋 Cloud Nexus

重量:	单只鞋约239克 (以10男款美码为例)
中底差:	7毫米
适合场景:	城市探索、旅行、全天候穿搭的理想之选
再生材料含量:	总再生材料成分超过10% 超过40%的聚酯纤维为再生材料
适合活动:	日常 旅行
适合路面:	公路 混合路面
缓震性:	偏硬 适中 偏软
稳定性:	适中 稳定
宽度:	正常 加宽

资料来源: 天猫, 天风证券研究所

2.2. 减震支持型跑鞋：灵活、稳定适用于训练与健身

On 昂跑训练/健身类鞋款主要包括 CCloud X、Cloudstratus 等多个产品：

- **CCloud X:** 1) 升级鞋面, 既轻盈柔软, 也坚韧耐用; 既舒适透气, 也灵活敏捷; 2) 加大 Cloud 模块, 释放更强缓震回弹与稳定支撑; 3) 增强防滑, 斜向纹路释放更强抓地力; 4) 科技中底, 以 Helion™ Superfoam 打造 CloudTec®科技中底, 专为训练中不同方位的爆发性移动而设计, 铸就灵活反馈、动态流畅脚感; 5) 鞋底缓震, 性能全面的缓震泡棉材料, 兼具轻量、能量反馈、灵活性与防护性。

图 18: On 昂跑新一代轻量透气减震回弹多功能运动男鞋 Cloud X

图 19: On 昂跑新一代轻量透气减震回弹多功能运动男鞋 Cloud X



资料来源：天猫，天风证券研究所

重量： 单只鞋约240克（以8.5男士美码为例）
中底差： 6毫米
适用场景： 路跑、HIIT高强度间歇性训练、混合运动、健身房锻炼、健身课程和短跑的理想之选
适用活动： 日常 训练 竞速
适用路面： 公路 混合路面 山野
缓震性： 偏硬 适中 偏软
稳定性： 适中 稳定
宽度： 正常 加宽

资料来源：天猫，天风证券研究所

- **Cloudstratus:** 1) 高包容性，鞋面耐用且为动态设计，包含约 75%的再生聚酯材料；搭载加宽前掌和星形系带系统，适合各种类型跑者；2) 舒适升级，改良的后跟支撑结合可轻松穿脱的内垫袜套结构，带来定制般的贴合感及恰到好处的支撑感；3) 强劲抓地，大底橡胶抓地纹路提供路面牵引力；4) 鞋底科技，搭载 Helion™ Superfoam 打造的双层 CloudTec® 专利鞋底科技，在垂直和水平方向强化缓冲，结合重新设计的中底升级缓震体验；5) 中底科技，中底设计升级，前掌鞋底相连的 Cloud 模块和 Speedboard®速度板配合运作，提升能量反馈、耐用性以及路面防护。

图 20：On 昂跑减震透气稳定支撑男款路跑鞋 Cloudstratus



资料来源：天猫，天风证券研究所

图 21：On 昂跑减震透气稳定支撑男款路跑鞋 Cloudstratus

重量： 单只鞋约305克（以8.5男士美码为例）
中底差： 8毫米
适合场景： 是路跑，宽脚跑者，5公里至马拉松距离理想之选
可持续理念： 总再生含量约20%
 约75%的聚酯纤维为再生材料
适用距离： 短跑 中跑 长跑
适用活动： 日常 训练 竞速
缓震性： 偏硬 适中 偏软

资料来源：天猫，天风证券研究所

2.3. 训练型跑鞋：缓震、竞速适用于竞赛

On 昂跑竞速类鞋款主要包括 Cloudflash、Cloudboom 等多个产品：

- **Cloudflash:** 1) 升级鞋面，单层工程网眼鞋面提供更轻脚感、更敏感反馈、更强透气；2) 全新鞋跟，由世界冠军哈维尔·戈麦斯等精英运动员共同参与设计的全新鞋跟，以更大弧度和模压衬垫，确保稳定贴合；3) 无缝支撑条，前足和跖骨区域的无缝热压支撑条有助缓解脚部疲倦；4) 中底科技，升级后的 Speedboard®提供更流畅灵敏的竞速体验。

图 22：On 昂跑轻量减震网面竞速型跑鞋 Cloudflash

图 23：On 昂跑轻量减震网面竞速型跑鞋 Cloudflash



资料来源：天猫，天风证券研究所

重量： 单只鞋约280克（以8.5男士美码为例）
中底差： 5毫米
适用场景： 公路竞赛、5公里、10公里、节奏跑训练及间歇跑训练的理想之选
适用路面： 公路 混合路面 山野
适用活动： 日常 训练 竞速
缓震性： 偏硬 适中 偏软
稳定性： 适中 稳定
宽度： 正常 加宽

资料来源：天猫，天风证券研究所

- **Cloudboom：** 1) 升级材质，单层轻质工程网眼鞋面更加舒爽透气；2) 灵活反馈，前脚掌加固设计增强在柏油路面快速转弯时的稳定性；3) 强劲抓地力，可应对湿滑路面；4) 搭载碳科技，混合了碳纤维的新型 Speedboard®，提升爆发性和速度感，首次以 Helion™ Superfoam 打造双层 CloudTec® 缓震系统，分别置 Speedboard® 上下方，提供舒适贴合感。

图 24：On 昂跑轻量缓震竞速型路跑鞋 Cloudboom



资料来源：天猫，天风证券研究所

图 25：On 昂跑轻量缓震竞速型路跑鞋 Cloudboom

重量： 单只鞋约190克（以7女士美码为例）
中底差： 9毫米
适合场景： 是马拉松竞速，10公里以上的路跑竞赛的理想
可持续理念： 再生材料含量：-总再生成分约15%
 -约50%的聚酯纤维为再生材料
适用场景： 日常 路跑 徒步
适用路面： 公路 室内 山野
适用距离： 短距离 中等距离 长距离
缓震性： 偏软 适中 偏硬

资料来源：天猫，天风证券研究所

2.4. 越野鞋/登山靴：防滑、防水适用于徒步/登山/越野

On 昂跑徒步/登山/越野鞋款主要包括 Cloudultra、Cloudrock Waterproof 等多个产品：

- **Cloudultra：** 1) 轻量透气，高透气的双层网眼鞋面加入轻量 TPU 以增强耐用性；2) 舒适贴合，内层包裹式结构遍布透气孔确保舒适度；3) 革新性 FlipRelease™ 工具，简单扳动该工具即可调节鞋面贴合，缓解双足肿胀与前掌压力。

图 26：On 昂跑减震舒适防滑抓地越野跑鞋 Cloudultra

图 27：On 昂跑减震舒适防滑抓地越野跑鞋 Cloudultra



资料来源：天猫，天风证券研究所

重量：单只鞋约295克（以8.5男士美码为例）
中底差：约8毫米
适合场景：长距离越野跑、在森林小径和岩石路面进行越野训练的理想之选
可持续理念：100%再生聚酯衬里
 100%再生聚酯纤维工程网眼
适用活动：日常穿搭 跑步 徒步旅行
适用场景：公路 室内/训练 山野
单次距离：短距离 中距离 长距离
缓震性：偏硬 适中 偏软
适用竞赛：是 否

资料来源：天猫，天风证券研究所


- **Cloudrock Waterproof:** 1) 防水透气性，耐用科技薄膜兼具防风防水；中足和前掌采用两种网布，增强透气性；2) 轻量灵活性，橡胶挡泥板坚固、轻量灵活，是速度和防护的出色结合；3) 稳定性，升级的 Speedboard 提供前进爆发力和稳定性；4) 抓地性，即使在松软路面，Missiongrip™ 橡胶外底依旧可以发挥强劲抓地力。

图 28：On 昂跑轻量防水徒步登山靴 Cloudrock Waterproof



资料来源：天猫，天风证券研究所

图 29：On 昂跑轻量防水徒步登山靴 Cloudrock Waterproof

重量：445克
中底差：7毫米
防水：
适用场景：适用于徒步登山、越野活动及湿滑环境
适用路面：公路 混合路面 山野
适用活动：日常 训练 竞速
稳定性：适中 稳定
缓震性：偏硬 适中 偏软

资料来源：天猫，天风证券研究所

2.5. 发布全新 Cyclon 跑鞋，引领运动装备行业可循环经济发展

2020年9月15日，公司宣布推出全球首个基于付费订阅模式的产品服务，为消费者带来完整可回收再生的运动装备；鼓励用户在收到并穿着跑步装备后，把达到使用寿命的跑鞋交还给 On 以换取新的产品；而后公司再将其分解并制成新的材料，用于制造新的装备。

可整体回收再生跑鞋兼具运动科技及精工设计。 1) 透气鞋面：透气抗菌鞋面让双足保持清爽的同时，柔软无缝贴片为双足提供贴合支撑；2) 舒适穿着：沿用畅销鞋款 Cloud 的轮廓和快速系带系统，结合模制后跟牢牢固定双足，确保安全舒适；3) 强劲抓地，耐磨橡胶防滑垫提供良好的抓地力，经久耐用；4) 专利鞋底科技：搭载更轻 Zero-Gravity 泡棉的 CloudTec® 专利鞋底科技，以优异的性能带来平稳流畅的穿着体验；5) Speedboard® 速度板更有效转化蹬地力为前进推力。

图 30：On 昂跑轻量透气减震男款运动鞋 Cloud Monochrome

图 31：On 昂跑轻量透气减震男款运动鞋 Cloud Monochrome



资料来源：天猫，天风证券研究所

重量：单只鞋约231克（以8.5男士美码为例）
中底差：6毫米
适合场景：是日常全天候穿着的理想之选
可持续理念：总再生材料含量超过10%
 采用的聚酯材料中含超过45%的再生成
适用距离：短跑 中跑 长跑
适用活动：日常 训练 竞速
缓震性：偏硬 适中 偏软

资料来源：天猫，天风证券研究所

3. 技术：缓震科技+推进板+泡棉，打造轻盈触地、疾速爆发体验

On 昂跑跑鞋科技目前以 CloudTec®缓震科技、Speedboard™推进板以及 Helion™ Superfoam 泡棉为主，将三者结合，共同打造轻盈触地、疾速爆发的体验。

3.1. CloudTec®：融合瑞士工艺与前沿科技，革新跑步体验

轻盈触地，缓震着陆。On 昂跑旗下所有鞋款均搭载高适应性橡胶 Cloud 模块；在足部着陆时，通过水平和垂直双重作用力，带来轻盈触地的突破性缓震体验，同时为再次推进做好准备。

锁住压力，疾速爆发。On 昂跑以 CloudTec®专利科技加持，全球首创仅在足部着陆时提供缓震的系统；足部着陆时 Cloud 模块牢牢锁住触地时的压力，并迅速将其转化为蹬脚推进时的爆发力。

出众鞋底，应对万变环境。1) Zero-Gravity 泡棉：比轻量更轻，在保证鞋款轻盈的同时，提供强大的耐磨性和抓地力。2) Rebound-Rubber 弹力橡胶，作为 Cloud 模块中首当其冲的重要元素，瑞士工艺精心打造的 Rebound-Rubber 弹力橡胶带来响应疾速的能量反馈；其镂空结构设计减轻鞋身重量，强调轻盈质感。3) 精工防滑鞋底，集结四个不同等级的抓地设计，从容应对复杂路面；挤压型三角形防滑齿以新一代粘性橡胶制成；鞋跟及脚尖处的防滑齿以箭形元素点缀，在受力后及时提供能量反馈。

图 32：Zero-Gravity 泡棉/ Rebound-Rubber 弹力橡胶/精工防滑鞋底

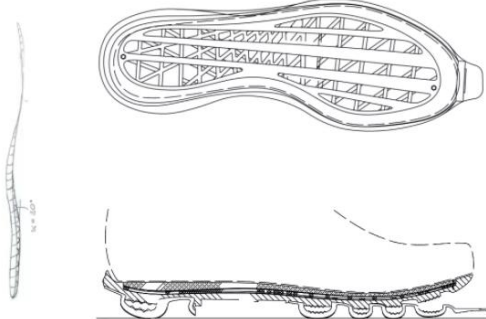


资料来源：公司微信公众号，天风证券研究所

3.2. Speedboard™：与鞋底 Cloud 模块配合，塑造推进快感

精准定位，覆盖全掌。作为 CloudTec®鞋底科技的重要组成部分，Speedboard™ 由热缩性聚合物液体注射成型，镶嵌于每一双 On 跑鞋的中底，底面外露于鞋底 Cloud 模块之间；如 Cloudace 及 Cloudflash 鞋型所内置的 Speedboard™ 会更宽。

图 33: Speedboard™镶嵌于每一双 On 昂跑跑鞋的中底



资料来源：公司微信公众号，天风证券研究所

图 34: 内置 Speedboard™加宽



资料来源：公司微信公众号，天风证券研究所

针对不同跑者，个性化定制跑鞋。为满足不同类型跑者需求推出不同跑鞋,根据每款型号所擅长的路面和地形，Speedboard™ 的材料、形状、厚度和弧度都作出相应调整：

- 1) **柔韧易曲：**拉弓式弹性弯曲及释放轻质但推进力强大；
- 2) **扭力：**Speedboard™ 横向扭曲的强度，通过增长斜向纹路和调整足弓位置的宽度，来调节扭力的高低；
- 3) **能量分布：**通过调整 Speedboard™ 的材料、形状及厚度处理足部触地后受到能量的分布，提供更大稳定性，平稳推进。
- 4) **动态螺旋曲度：**Speedboard™ 大自然的曲线，反映了人体脚底的自然曲线，进一步让脚掌过渡平稳且有效。

图 35: 柔韧易曲、扭力、能量分布、动态螺旋曲度



资料来源：公司微信公众号，天风证券研究所

加载释放，塑造推进快感。足部触地时，镂空的 Cloud 模块发生挤压形变同时 Speedboard™ 随之弯曲；像拉弓一样加载能量，从而转化为推进时的爆发力。

图 36: Speedboard™鞋底弯曲性

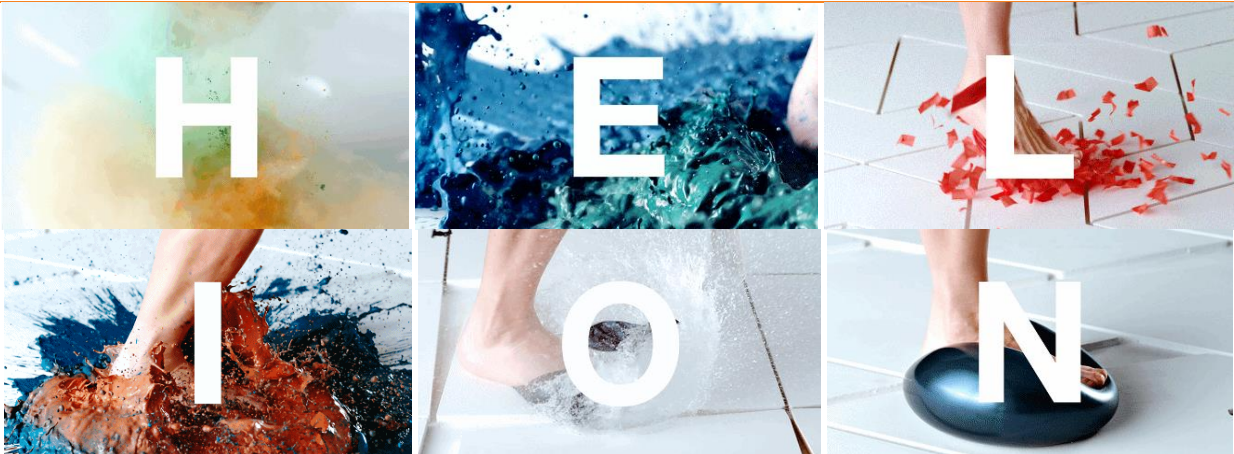


资料来源：公司微信公众号，天风证券研究所

3.3. Helion™ Superfoam：与 Cloud 模块结合，实现结构+材料双缓震

Helion™ Superfoam 泡棉名字来源于 Heros 英雄+Energy 能量+Lightweight 轻量+On-the road protection 路跑保护+Nonstop performance 永恒性能。

图 37：Helion™ Superfoam 名字来源



资料来源：公司微信公众号，天风证券研究所

4. 营销：私域+公域流量，打造全方位营销生态圈

4.1. 携手体坛专业选手，品牌影响力持续提升

On 昂跑关键营销战略是在消费者市场建立品牌产品与专业运动员和奥运健将之间联系。2019 年知名网球选手费德勒以投资人及合作伙伴的身份加入 On 昂跑，他参与设计的品牌首款网球运动鞋-The Roger 发布后在市场获得一定反响。与费德勒这样的专业运动员合作有助于优化公司的产品性能和结构，提升营销成果和粉丝体验。

图 38：The Roger 和它的设计者费德勒

图 39：费德勒穿着 On 跑鞋参与温网



资料来源：京东旗舰店，天风证券研究所



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

On 昂跑通过赞助专业运动员持续提升品牌知名度和影响力。公司赞助多位铁人三项运动员，比如 2016 年赢得奥运会铁人三项银牌的尼古拉·斯皮里格、2017 年打破世界纪录的蒂姆·唐、伦敦奥运亚军哈维尔·戈麦斯等，这些专员选手穿着 On 昂跑产品在世界体坛大赛的出色表现使得品牌被更多人知晓。同时，在公司为运动员提供支持的过程中，运动员反馈和需求也反向为产品更新换代提供动力，让设计团队可以及时做出调整与升级。

2020 年 On 昂跑成立品牌首支田径俱乐部（“OAC”），该俱乐部由八名世界级跑步运动员组成，由三届美国奥运田径选手大坍·里特泽内担任教练，旨在支持运动员成为世界冠军。这些运动员与 On 昂跑设计开发团队密切合作，不断测试并提升产品性能，他们的需求刺激了公司产品的创新和发展，从而巩固了品牌基础。

图 40：OAC 团队合照



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.2. 深耕圈层营销，全球社区助力品牌口碑传播

作为一个以技术、设计和可持续性为基础的高性能运动品牌，On 昂跑拥有一个超过 200 万品牌粉丝的全球社区，社区成员来自 60 多个国家。公司通过基于社区圈层的营销策略建立品牌意识和客户忠诚度，通过励志故事、长篇获奖电影和周到的用户界面等与全球社区建立深厚的联系，并不断向外界证明这是比传统广告更真实有效的品牌营销策略。

基于强大的圈层营销，43%的品牌消费者进行复购，75%的消费者向别人推荐过 On 跑鞋，3.5%的消费者会在 Instagram 上发表用户体验。在用户调研中，On 昂跑的客户净推值

(Net Promoter Score, 一种顾客忠诚度分析指标) 达到 66。

公司持续为各地跑团举办活动的倡议进一步增长了品牌的传播速度。2019 年 On 昂跑总共举办 132 场活动。通过举办品牌专有赛事，如 5 公里跑“Squad Races”、年度跑“Run Your Local Mountain”，公司邀请了数千名广泛活跃跑步者测试 On 跑鞋。这些跑步者向大众分享 On 昂跑的核心价值观，从而带来兴趣和口碑营销，进一步扩大品牌社区。

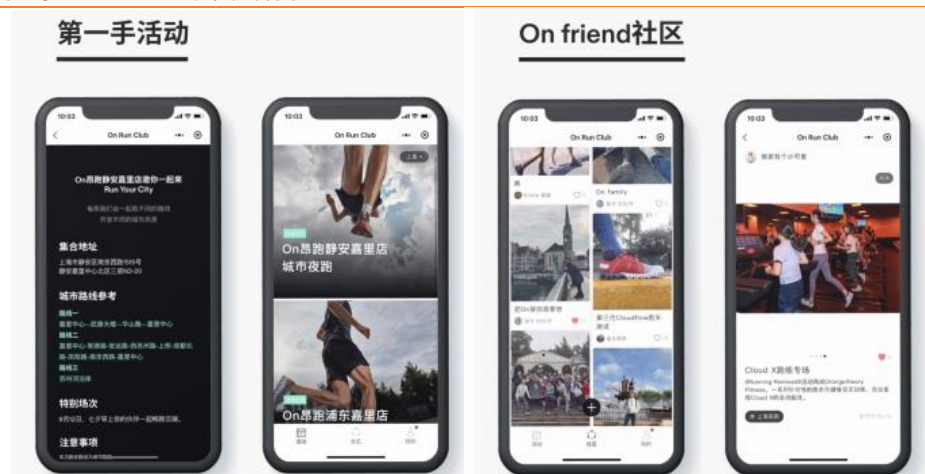
图 41: Squad Race



资料来源：公司微信小程序截图，天风证券研究所

公司持续在社交媒体和其他数字营销发力，通过维护 Facebook、Instagram、Twitter、微信、微博和 YouTube 官方账户获取新客户。今年 8 月份，On 昂跑在中国地区推出品牌专属微信小程序“On Run Club”，消费者可在该平台实时了解 On 昂跑大陆地区门店活动，亦可分享产品测评、运动心得等与其他消费者互动。

图 42: On Run Club 小程序界面



资料来源：公司微信小程序截图，天风证券研究所

全球社区是 On 昂跑营销的驱动力，也是创新的灵感来源，良好的口碑传播激发了业余跑步者加入 On 昂跑全球社区。随着社区的不断发展扩大，公司成功将服务范围从跑步和越野运动员扩展到户外爱好者、旅游探险家和生活方式积极的消费者。

4.3. 精准定位当代消费者偏好，“可持续”成为品牌增长驱动力

从品牌沟通的角度来看，On 昂跑用产品以及价值主张，代替了过去“高空轰炸式”的营销模式。消费者不再追逐传统品牌，转而寻找具有明确使命、符合个人价值观的品牌。On 昂跑相对克制的营销策略所显现出的品牌质感，对于寻找新鲜体验、又想彰显个性的年轻群体有显著的吸引力。

5. 渠道：多渠道策略深度互补，中国市场成重中之重

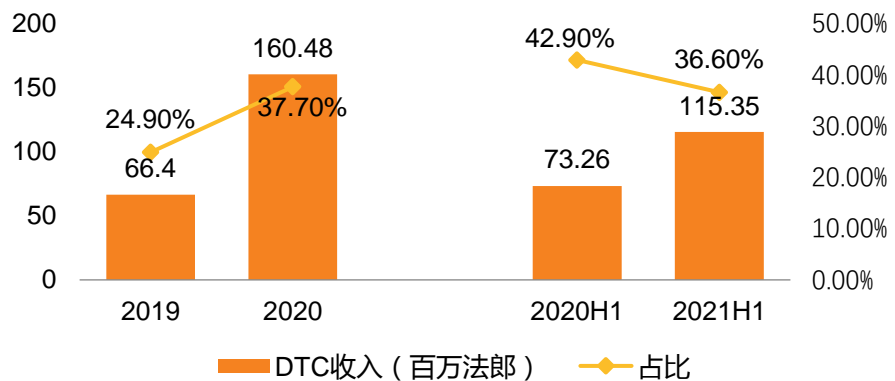
5.1. DTC 渠道增速最快，数字化与实体店助力客群打造

2020 和 21H1，DTC 分别占公司收入 37.7%和 36.6%。DTC 渠道增速最快，毛利率高于批发渠道。主要通过电商平台、旗舰店和零售商店实现相关业务。

DTC 渠道 20 年收入 1.6 亿法郎（约合人民币 11.18 亿），较 19 年增长 141.7%；21H1 收入 1.2 亿法郎（约合人民币 8.39 亿），较 20 年同期增长 104.9%。

21H1DTC 渠道收入占比从 20H1 的 42.9%减少至至 36.6%。由于 COVID-19 疫情封锁促使消费方式改变，导致电商平台流量增长，带动线上销售持续增长。

图 45：On 昂跑 DTC 收入



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

电商平台包括公司自有平台、中国的天猫和京东等。与其他全球领先的运动鞋公司相比，On 昂跑的线上渗透率处于市场领先地位。2020 年自有电商平台有约 90 万活跃客户，访问量超 6040 万次，同比增长 136%。21H1 自有电商平台访问量超 3890 万次，同比增长 36.8%。

加强客群维系，增长消费者精准度、粘性。作为高性能运动品牌，On 昂跑长期与跑者保持良好的关系，无论是马拉松运动员还是非专业慢跑者。2019 年 On 昂跑举办了 132 场相关活动。庞大的电商业务有效促进新客群增长，提升连带率、复购率。未来将推动数字化创新，进一步提升数字体验，为线上客群提供更精准服务，继续实现强劲增长。

计划在全球主要城市有选择地开设旗舰店，不断拓展门店内涵，通过高科技互动、个性化服务，增长消费者体验，增长品牌认同度。以位于纽约的首家旗舰店为例，店内为顾客提供了一种探索性的、沉浸式的和技术驱动的体验。门店内设有“Magic Wall”，在购物者呈现自己的跑步风格后，可以将顾客独特的跑步属性与拥有超过 50000 次跑步记录

的数据库进行交叉比对，帮助他们找到最适合自己的风格的鞋款。On 昂跑在招股书中强调，这项技术体现出的创新和个性化是其业务核心，并受到消费者的高度重视。未来将进一步扩大品牌地图，触及全球跑者，创造更高的品牌知名度。

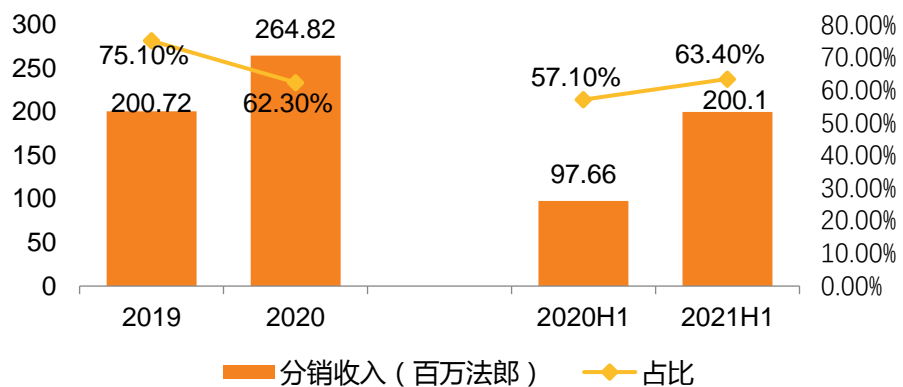
5.2. 扩大分销网络，加强与优质零售商合作，推动分销向 DTC 转变

2020 和 21H1 分销渠道分别占公司收入 62.3%和 63.4%，On 昂跑产品在 50 多个国家的约 8100 家零售店、1300 多个店中店和品牌角中出售。

分销渠道 20 年收入 2.6 亿瑞士法郎（约合人民币 18.2 亿），较 19 年增长 31.9%；21H1 收入 2 亿法郎（约合人民币 14 亿），较 20H1 增长 57.5%。

21H1 分销渠道收入占比从 20H1 的 57.1%上升至 63.4%。归因于新产品推出与品牌知名度的增长，以及 COVID-19 疫情后期的需求强劲复苏，少数市场取消了限制，部分抵消了新冠肺炎封锁带来的负面影响。

图 46: On 昂跑分销收入



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

慎重选择与品牌高端定位相符的零售合作伙伴，加强与经销商协同管理，增长门店面积与店效，扩张批发渠道。从运营专业渠道开始，公司有选择地扩展到额外的高端零售合作伙伴，逐渐打通合作关系，以达到更广泛的受众，提升品牌知名度。与知名零售商在专业跑步、户外、时尚和生活方式方面建立了牢固的合作伙伴关系。其中大多数批发合作伙伴都是经营少于 5 家零售店的优质专卖店，在建立和加强品牌在各门店所属地区的信誉方面发挥着重要作用。

打造分销模式下的 DTC 通道，促进分销向 DTC 转变。On 昂跑与 25 个国家的分销合作伙伴开展了合作，未来期望将一些分销商市场转变为直接零售分销系统，实现更有效、深入的分销。

5.3. 放眼全球扩张商业版图，中国市场成重中之重

根据欧睿国际的数据，未来五年全球运动服饰市场预计将以 8.9%的 CAGR 增长，超过同期全球非运动鞋类和服饰市场 6.8%的 CAGR。其中，运动鞋类 CAGR 为 9.9%，高于非运动鞋类的 5.3%；运动服饰 CAGR 为 8.2%，高于非运动服饰 7.0%。区域划分来看，亚太地区

在全球运动服饰市场的占有率 28.7%，而 2020 年全年和 21H1 On 昂跑在这一地区的收入占比分别为 5%和 6%。这意味着，亚太地区将成为 On 昂跑最大的增量来源。当然，中国市场将是重中之重。

2018 年 On 昂跑进入中国市场，在上海开了首家直营店。今年 9 月 On 昂跑在深圳万象城开出华南第一家店。从上海、北京到成都、深圳，On 昂跑正以肉眼可见的速度在中国中高端健身房社群内风靡开来。截至 21H1，中国地区收入增长 199%，19-20 年以及 21H1 收入分别为 180 万瑞士法郎、550 万瑞士法郎、800 万瑞士法郎（约合人民币 0.56 亿）。

图 47：华南首店——深圳万象天地店

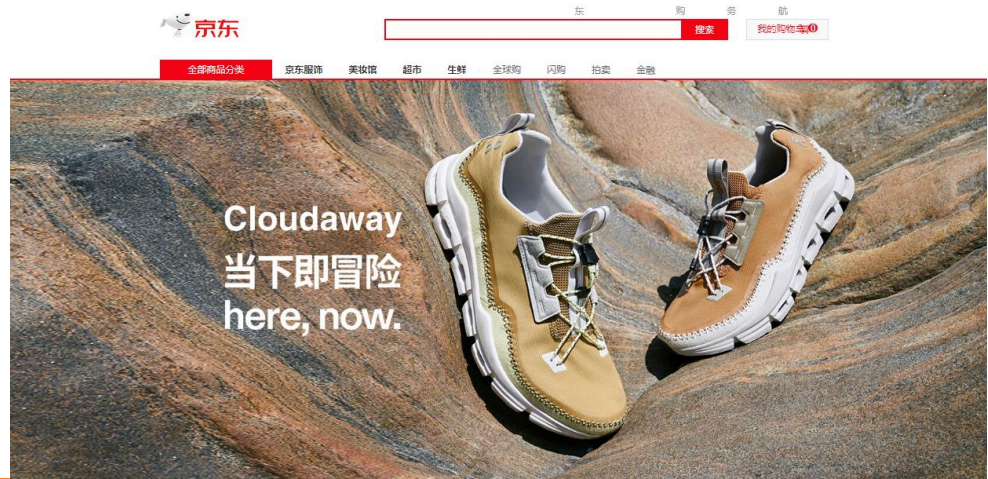


资料来源：公司微信公众号，天风证券研究所

在中国市场，通过多元化运动形式，并基于线上旗舰店的数字触点，On 昂跑得以连接更多消费者。On 昂跑定期在各个城市举办 OMC 马拉松训练营、城市晨跑及夜跑、探索城市经典建筑路线等活动，也会在门店设置饮用水补给装置，并结合店铺社群活动提供跑鞋试穿服务。同时，通过品牌直营店、线上旗舰店以及像北京 SKP 品牌专柜等渠道，打造设计与科技感并存的店铺氛围，并引入本地活动，目标是通过创造真正的用户体验、以达到持久的品牌宣传效果，而非仅仅设立一个购物地点。

通过多渠道销售，发挥中国线上和线下渠道的强大互补性，持续致力于获取新客户以及扩大粉丝基础。根据 On 昂跑亚太区总经理比安卡·裴斯塔洛奇，2020 年 On 昂跑在天猫和京东的销售额实现了三位数的增长，那些暂时没有实体店的二线城市也有着巨大潜力。

图 48：On 昂跑京东旗舰店



资料来源：京东，天风证券研究所

6. 风险提示

- 1) **全球新冠疫情反复导致供应链、门店效率不及预期。**新冠疫情的复发和不确定性持续影响业务运营、商店流量、员工可用性、供应商和其他业务合作伙伴的运营等，导致采购供应链中断、制造设施及门店关闭、改变消费者健身消费意愿等后果，对公司经营成果、财务状况、和 A 类普通股价格等产生较大不利影响。
- 2) **有限的运营经验和品牌认知度使得新市场扩张充满挑战，影响运营成本和业务增长。**21 年上半年，亚洲市场销售仅占 6%。已经遇到的障碍包括文化语言差异、监管环境和市场惯例的差异，业务和技术同步的困难及国外不同的业务需求产生的运营成本等。
- 3) **全球鞋服市场高度分散，竞争激烈。**拥有强大规模和资源的竞争品牌可能会施加定价压力或实现更有效竞争，会对 On 昂跑产品需求、品牌形象、运营结果产生不利影响，导致公司失去市场份额，盈利能力减少。同时，竞争对手已经并可能模仿公司优质产品设计，进一步分散销售，稀释市场份额，对公司品牌和业务造成损害。

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com