

纺织服装

证券研究报告

2021年11月25日

海外巡礼系列 | Allbirds: 舒适环保, 天然材质打造鞋服消费新理念

作者

孙海洋

分析师

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

ALLBIRDS: 主打可持续发展概念的全球生活方式鞋服品牌

公司创立于 2015 年, 产品设计以“可持续”概念与舒适性为主, 兼备性能, 主要销售以羊毛、桉树纤维、SweetFoam、植物皮革等创新性天然材料制成的鞋、服。公司所有产品都通过直销模式销售至终端消费者, 以线上数字平台销售为主, 辅以线下实体零售店引流, 销售至全球 35 个国家。截至 2021 年 6 月 30 日, 公司已通过数字化平台和 27 家零售店触达 35 个国家的消费者, 其中线下门店及临时快闪店已触及 8 个国家的 22 个城市和地区。

营收规模增长迅速, 持续拓展全球市场

2017-2020 年公司营收自 0.61 亿美元(约合人民币 3.95 亿元)增长至 2.19 亿美元(约合人民币 14.31 亿元), CAGR 为 53.6%; 21H1 营收 1.18 亿美元(约合人民币 7.59 亿元)同增 26.7%。公司尚处于亏损扩张阶段, 21H1 亏损 0.21 亿美元(约合人民币 1.36 亿元), 主要系在销售、管理、营销等方面投入较多。

分渠道看, 2018 至 2020 年线上渠道占比均在 80%以上, 线下渠道 2020 年受疫情影响营收有所减少, 21H1 已开始恢复; **分地区看**, 美国为主要销售地区, 2019 至 21H1 占比均在 70%以上, 但呈减少趋势, 主要系公司国际市场的开拓效果明显, 增速较快。

公司预计 21Q3 实现营收 0.61~0.63 亿美元(约合人民币 3.96~4.05 亿元), 同比增长 29.1%~32.3%。

产品: 持续探索天然环保材料, 可持续推动性能、舒适性、设计感提升

材料创新释放差异化风格和多元化场景使用潜力, 公司基于天然材料羊毛、桉树、甘蔗等天然原材料, 创新研发可持续产品, 有效降低碳排放量, 且兼具性能、舒适度与设计感。

鞋类: 原材料羊毛、桉树纤维较传统合成材料分别节约 60%能源、降低 50%碳排放量, 羊毛休闲鞋 Wool Runners 被《时代》杂志评为“世界上最舒适的鞋子”, Tree Dasher 跑鞋推出标志公司进军高性能跑鞋市场; 2018 年公司率先研发出碳负绿色 EVA 材料替代传统石油制品, 有效降低大气中 CO2 含量, 该材料广泛应用于公司跑鞋中底。

以 Allbirds 基础款秋冬羊毛可机洗舒适男女休闲鞋为例, 鞋面采用直径仅为 17.5 微米的超细美利奴羊毛, 并在意大利工厂加工制成, 具有调节温度吸湿排汗的特性、无刺激性触感; 鞋底采用由甘蔗开发的 SweetFoam 鞋底, 弹跃踩云脚感; 鞋带来自航海绳灵感, 一副鞋带=一个可回收塑料瓶。

服装: 原材料 Trino 结合羊毛与桉树纤维, 赋予服装面料更优舒适度、透气性, 广泛用于公司多款服装产品; 2020 年公司推出添加雪蟹壳的创新型材料 TrinoXO, 采用天然衍生、基于壳聚糖的抗菌防臭技术。

鞋类与服装产品设计相辅相成, 可相互复制经验, 快速扩张基本款与功能性休闲鞋服。**可持续环保概念突出 Allbirds 品牌价值、提升调性, 建立全球知名度。**

渠道: 以数字平台为主的 DTC 模式, 满足消费者跨平台体验

公司通过数字化主导的直营模式触达全球 35 个国家的消费者, DTC 模式较

传统经销体系，运营管理成本更高，但同时也能够提升公司对终端市场的敏感度与消费者体验。公司采取跨平台营销策略积累客群，重视社交媒体资源投放，2020 年公司运营费用率达 65%，高于同行可比公司 On 昂跑、李宁、安踏等。**线上自建网站与线下终端门店相结合，满足消费者跨平台购物需求。**

Allbirds 凭借可持续差异化产品与 DTC 模式吸引核心客群，早期通过吸引美国名人、精英积累品牌影响力，而后加强社群运营形成广泛讨论度，通过全球化的供应链与销售渠道布局，做到迅速响应市场需求的同时，也以此提供更完善、本地化的服务，提升客户黏性与复购率。2018-2020 年来自老客户比例分别为 41%、46%、53%；复购过一次的客户中有 50%的用户还会再次购买；复购过两次的客户中有 55%的用户还会再次复购。

全球运动鞋服市场需求强劲，可持续发展前景广阔

全球运动鞋服市场持续增长，新兴品牌成长空间大。2020 年全球运动服装市场收入达 1882 亿美元，并呈不断上升趋势，2012 至 2020 年 CAGR 为 4.23%，其中美国、亚洲、欧洲分别占 40.2%、24.1%、23.6%，占据市场主导地位；从品牌端来看，Nike 和 Adidas 领跑行业，**但头部品牌以外竞争格局分散，新兴品牌仍有成长空间。**

行业可持续性发展步伐加快，消费者崇尚绿色价值观。全球制鞋业与服装业依靠化石燃料生产，且大部分鞋服原材料都来自于石油，变革步伐需加快，尽管目前使用可持续性材料生产的零售商数量仍很低，**但过去两年中已增长了 5 倍。**据麦肯锡 2020 年报告，**超过 60%消费者表示环境已成为影响购买决策的重要因素，年轻群体更具环保意识，体现可持续发展的重要性。**

风险提示：局部地区疫情反复；经济不确定性影响消费者购买情况；行业竞争激烈，市占率提升不及预期等风险。

内容目录

| | |
|---|----|
| 1. ALLBIRDS: 主打可持续发展概念的全球生活方式鞋服品牌 | 5 |
| 1.1. 专注低碳、环保与舒适性打造差异化产品, 品牌发展迅速 | 5 |
| 1.2. 知名投资机构领投, 核心管理团队经验丰富 | 5 |
| 1.3. 21H1 营收约 7.59 亿元同增 26.7%, 毛利率水平持续提升 | 6 |
| 2. 产品: 可持续性推动性能、舒适性、设计感提升 | 9 |
| 2.1. 鞋类: 应用羊毛、桉树等天然原材料, 兼具功能与环保性 | 10 |
| 2.1.1. 羊毛系列: 兼具透气、调温功能, 较合成鞋节约能源 60% | 10 |
| 2.1.2. 桉树系列: 兼具舒适、光滑, 较传统材料用水量、碳排放显著减少 | 12 |
| 2.2. 服装类: Trino 防风防寒且动物友好, TrinoXO 清爽透气且碳足迹更轻 | 15 |
| 2.2.1. Trino 材料: 公司首个获专利针织面料, 原材料防风防寒且动物友好 | 15 |
| 2.2.2. TrinoXO 材料: 结合桉树纤维与羊毛, 柔软、吸湿且环境友好 | 16 |
| 3. 渠道: 高度数字化 DTC 模式, 多渠道提升消费者体验 | 17 |
| 3.1. DTC 聚合人、货、场, 全渠道融合提升运营效率 | 17 |
| 3.2. 重视社交媒体资源投放, 多平台营销积累客群 | 19 |
| 3.3. 客群: 环保概念+DTC 模式, 获高客户黏性与高复购率 | 20 |
| 4. 全球运动鞋服市场需求强劲, 可持续发展前景广阔 | 21 |
| 4.1. 全球运动鞋服市场持续增长, 新兴品牌成长空间大 | 22 |
| 4.2. 行业可持续性发展步伐加快, 消费者崇尚绿色价值观 | 24 |
| 4.3. 重视产品多场合切换属性, 疫情常态下着装持续休闲化 | 25 |
| 4.4. 新兴社交媒体助推电商发展, 跨渠道购物体验便利化 | 26 |
| 5. 风险提示 | 26 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司发展历程 | 5 |
| 图 2: 公司股权结构 (截至 2021 年 11 月 4 日) | 6 |
| 图 3: 2017-2021H1 公司营业收入 (亿人民币) 及增速 | 6 |
| 图 4: 2018-2020 年分渠道营收 (亿人民币) | 7 |
| 图 5: 2019-2021H1 分地区营收 (亿人民币) | 7 |
| 图 6: 2019-2021H1 公司净利润 (亿人民币) 及净利率 | 8 |
| 图 7: 2018-2021H1 公司毛利润 (亿人民币) 及毛利率 | 8 |
| 图 8: 2019-2021H1 公司销售及管理费用率、营销费用率 | 8 |
| 图 9: 2019-2021H1 公司存货规模 (亿人民币) | 8 |
| 图 10: 2019-2021H1 公司应收账款规模 (亿人民币) | 8 |
| 图 11: 碳足迹标签 | 9 |
| 图 12: 新西兰美利奴羊毛原材料 | 10 |
| 图 13: Allbirds Wool Runners 羊毛可机洗舒适休闲鞋 | 11 |
| 图 14: Allbirds Wool Runners 羊毛可机洗舒适休闲鞋 | 11 |
| 图 15: Allbirds Wool Dasher 羊毛防泼水夜光减震运动跑步鞋 | 11 |

| | |
|---|----|
| 图 16: Allbirds Wool Dasher 羊毛防泼水夜光减震运动跑步鞋 | 11 |
| 图 17: Allbirds Wool Pipers 羊毛舒适休闲低帮板鞋 | 11 |
| 图 18: Allbirds Wool Pipers 羊毛舒适休闲低帮板鞋 | 11 |
| 图 19: Allbirds Fluff 羊毛舒适绵羊鞋懒人一脚蹬休闲健步乐福鞋 | 12 |
| 图 20: Allbirds Fluff 羊毛舒适绵羊鞋懒人一脚蹬休闲健步乐福鞋 | 12 |
| 图 21: Allbirds Tree Runners 桉树透气减震运动休闲鞋 | 12 |
| 图 22: Allbirds Tree Runners 桉树透气减震运动休闲鞋 | 12 |
| 图 23: Allbirds Tree Loungers 一脚蹬桉树平底休闲鞋 | 13 |
| 图 24: Allbirds Tree Loungers 一脚蹬桉树平底休闲鞋 | 13 |
| 图 25: Allbirds Tree Pipers 桉树透气百搭低帮板鞋 | 13 |
| 图 26: Allbirds Tree Pipers 桉树透气百搭低帮板鞋 | 13 |
| 图 27: Allbirds Tree Dasher 透气减震运动跑步鞋 | 14 |
| 图 28: Allbirds Tree Dasher 透气减震运动跑步鞋 | 14 |
| 图 29: Allbirds Trail Runner STW 越野休闲鞋 | 14 |
| 图 30: Allbirds Trail Runner STW 越野休闲鞋 | 14 |
| 图 31: Trino 材料 | 15 |
| 图 32: 羊毛混纺保暖时尚运动休闲防风外套 | 15 |
| 图 33: 好温暖防风外套 | 15 |
| 图 34: TrinoXO 材料 | 16 |
| 图 35: 亲肤柔软防异味透气舒适长袖 T 恤 | 16 |
| 图 36: 好清爽蟹蟹长袖 Tee | 16 |
| 图 37: ALLBIRDS 中国官网 | 17 |
| 图 38: ALLBIRDS 线下门店 | 18 |
| 图 39: ALLBIRDS 及可比公司运营费用率 | 19 |
| 图 40: 公司老客户情况 | 20 |
| 图 41: 新老顾客贡献收入比例 | 21 |
| 图 42: 公司客户复购率情况 | 21 |
| 图 43: 2015-2025 年全球运动服装市场收入及预测 | 22 |
| 图 44: 2015-2025 年美国运动鞋服产品市场规模及预测 | 22 |
| 图 45: 2020 年全球运动鞋市场区域分布 | 23 |
| 图 46: 2020 年全球运动服装市场区域分布 | 23 |
| 图 47: 2020 年全球各国家运动鞋服人均花费 (美元) | 23 |
| 图 48: 2019 年愿意支付更多以减轻环境影响的美国消费者比例 | 25 |
| 图 49: 截至 2021 年 10 月全球主要社交平台活跃用户数 | 26 |
| | |
| 表 1: Allbirds 核心管理团队简介 | 6 |
| 表 2: 线下直营门店分布情况 (截至 2021 年 6 月 30 日) | 18 |
| 表 3: 2011-2020 年全球运动鞋服行业 top10 品牌及市场集中度 | 23 |

1. ALLBIRDS：主打可持续发展概念的全球生活方式鞋服品牌

1.1. 专注低碳、环保与舒适性打造差异化产品，品牌发展迅速

Allbirds 是自 2014 年发展起来，主打可持续发展概念的生活方式鞋服品牌。公司由新西兰退役足球运动员 Timothy Brown 与工程师 Joseph Zwillinger 共同创立，最初作为众筹网站 Kickstarter 上的一个羊毛鞋创业项目，在三天内即成功募集了 12 万美元的启动资金；公司于 2015 年正式成立，自 2016 年开始销售产品，并获得 B Corp 共益企业的认证；2017 年，在美国洛杉矶开设第一家线下门店，随后分别于 2018、2019 年在伦敦、中国也开设了线下门店；期间公司不断研发创新，持续推出新的可持续再生材料，拓宽产品品类，于 2021 年 11 月在纳斯达克交易所上市。

图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，天风证券研究所

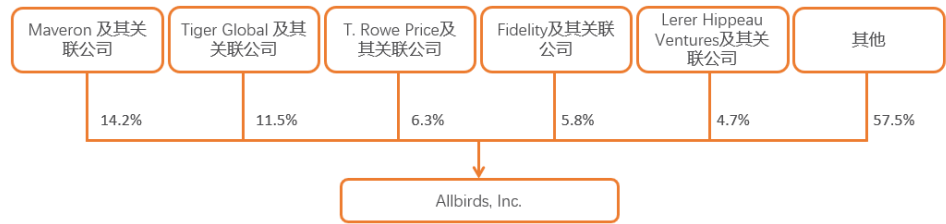
产品设计以“可持续”概念与舒适性为主，兼顾性能提升。产品设计方面，公司始终秉承可持续发展、低碳环保的理念，利用天然材料进行创新：2016 年推出美利奴羊毛休闲鞋，被 TIME 杂志评为“世界上最舒适的鞋”；2018 年推出天然桉树休闲鞋，并发布由甘蔗制成的 SweetFoam 鞋底材料；2019 年推出由桉树羊毛混纺材料 Trino 制成的袜子，以此进入服装市场；2020 年发布 Tree Dasher 系列，进入性能跑鞋市场，又于 10 月发布加入了雪蟹壳的 TrinoXO 材料，拓展服装品类至衬衫与毛衣；2021 年 2 月推出植物皮革，5 月与全球知名运动品牌阿迪达斯达成合作，共同推出世界上碳足迹最低、可持续发展的高性能跑鞋。

垂直销售体系提升消费者体验，市场拓展迅速。公司全部产品都以直销模式销售给终端消费者，主要通过线上数字平台销售，辅以线下实体店向线上渠道引流，截至 2021 年 6 月 30 日，公司拥有官网、官网 app 等数字销售平台与实体零售店共 27 家，产品已触达 35 个国家，并持续增加客户触点，提升品牌知名度与影响力。

1.2. 知名投资机构领投，核心管理团队经验丰富

主要股东均为全球知名投资机构。Allbirds 股东持股相对分散，前五大股东分别为 Maveron、Tiger Global、T.Rowe Price、Fidelity、Lerer Hippeau Ventures 及他们的关联公司，均为全球知名投资机构，持股分别占公司股份的 14.2%、11.5%、6.3%、5.8%、4.7%，合计共持股 42.5%。其中持股最多的股东 Maveron 是一家主要投资消费品的风险投资公司，其创始人之一为星巴克的前首席执行官 Howard Schultz。

图 2：公司股权结构（截至 2021 年 11 月 4 日）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

核心高管团队兼备专业运动员与行业经验丰富的管理人员。公司创始人之一 Timothy Brown 为新西兰退役足球运动员，作为专业终端用户深度了解鞋履性能的同时，也具备设计与管理的专业知识；另一位 Joseph Zwillinger 则为工程师兼可再生能源专家，为公司产品的“环保”“可再生”核心设计提供助力；另外两位高管 Bufano、Vernachio 先生也都曾于行业内深耕多年，具备丰富管理经验。

表 1：Allbirds 核心管理团队简介

| 高管人员 | 职位 | 简介 |
|-------------------|------------|--|
| Joseph Zwillinger | 联席 CEO 兼董事 | Zwillinger 先生为公司创始人之一，自 2015 年起担任公司联席首席执行官及董事。在与 Brown 一起共同创立 Allbirds 之前，他曾于 2009~2015 年间担任生物科技公司 Terra Via Holdings, Inc. 的工业产品副总裁。Zwillinger 先生拥有伯克利加州分校的工程学学士学位与五顿商学院的 MBA 荣誉学位。 |
| Timothy Brown | 联席 CEO 兼董事 | Brown 先生为公司创始人之一，自 2015 年起担任公司联席首席执行官及董事。此前，Brown 先生曾任新西兰世界杯足球队的前队长，拥有辛辛那提大学的设计学士学位与伦敦政治经济学院的国际管理学硕士学位。 |
| Michael Bufano | CFO | Bufano 先生自 2021 年 1 月加入公司担任首席财务官，此前，他曾任多家早期创立公司的商业与财务顾问。Bufano 先生拥有芝加哥大学政治学学士学位与沃顿商学院的 MBA 学位。 |
| Joe Vernachio | COO | Vernachio 先生自 2021 年 6 月起担任公司首席运营官，此前，他曾于 2017~2021 年间担任 Mountain Hardwear, Inc.（主营户外服装、设备与配饰）；于 2011~2017 年间在 VF 公司旗下 The North Face 担任多职。 |

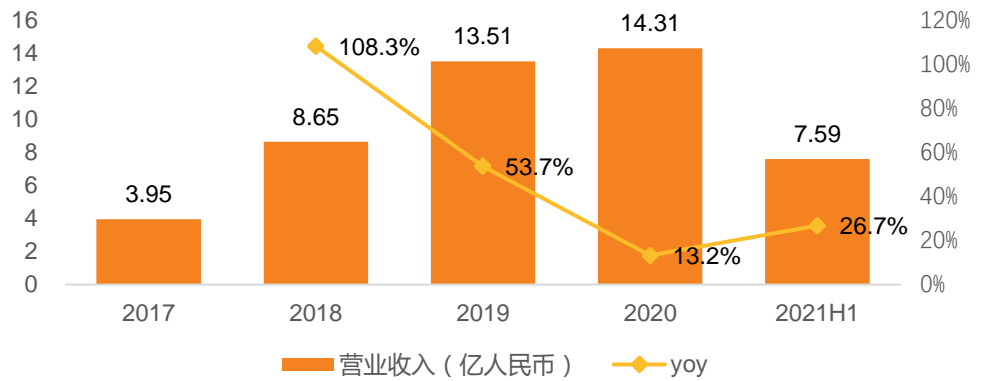
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 21H1 营收约 7.59 亿元同增 26.7%，毛利率水平持续提升

营收规模快速增长，21H1 线下销售有所恢复。2017 至 2020 年，公司营业收入自 0.61 亿美元增长至 2.19 亿美元（约合人民币 14.31 亿元），3 年 CAGR 为 53.6%，规模增长迅速。尽管 2020 年受到疫情影响，公司销售额仍有所增长，营收同增 13.2%，部分原因系高性能跑鞋 Tree Dasher 的成功推出；21H1 线下实体零售有所恢复，订单数量与客单价均有所增长，实现营收 1.18 亿美元（约合人民币 7.59 亿），同比增长 26.7%。公司预计 21Q3 可实现营收 0.61~0.63 亿美元（约合人民币 3.96~4.05 亿元），同比增长 29.1%~32.3%。

公司营收具备一定季节性特征。受节假日影响，Q4 营收往往占比较高，2019 与 2020 年，公司 Q4 营收分别占全年的 35%与 36%。

图 3：2017-2021H1 公司营业收入（亿人民币）及增速

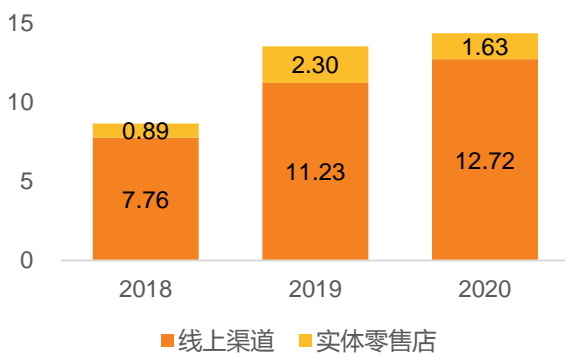


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司采用直销模式，线上数字平台销售额贡献超 80%。分渠道看，公司产品全部以直销模式销售至终端消费者，分为线上与线下两种销售渠道，其中线上包括官网、官方商城、app 等数字平台，线下为公司自营的实体零售店。公司以数字平台销售为主，2018 至 2020 年，线上销售占比均在 80%以上，2020 年线上渠道实现营收 1.95 亿美元（约合人民币 12.72 亿元）；线下销售占比 2019 年有所增长，为 17.0%（+6.7pct），2020 年受疫情影响，部分实体店铺暂时闭店，线下实现营收 0.25 亿美元（约合人民币 1.63 亿元），占比减少至 11.4%。

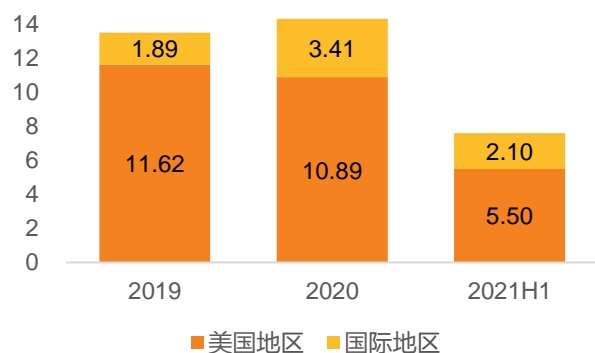
美国为目前主要销售地区，国际市场拓展迅速。分地区看，公司营收 70%以上都来自美国地区，2019 至 2021H1，美国销售额保持增长，21H1 同比增长 18.4%，但占比自 86.0%减少至 72.4%；国际市场拓展效果明显，销售额占比不断提升，21H1 国际地区营收为 0.32 亿美元（约合人民币 2.10 亿元）同增 55.2%，占比为 27.6%。

图 4：2018-2020 年分渠道营收（亿人民币）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 5：2019-2021H1 分地区营收（亿人民币）



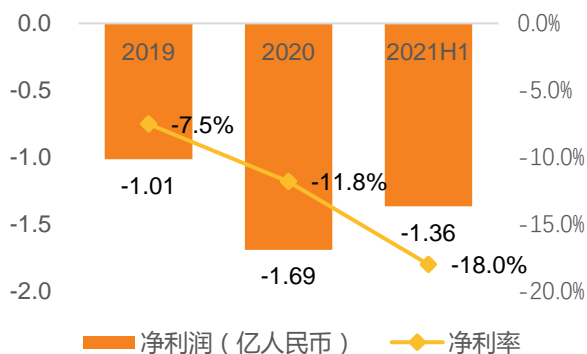
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司目前仍处于亏损发展阶段。2019 至 2021H1，公司净亏损金额有所增长，21H1 亏损 0.21 亿美元（约合人民币 1.36 亿元），主要系公司仍处于快速扩张的发展阶段，在销售、管理、营销等方面投入较多，亏损随之有所增长。

毛利率随产品结构优化、运营效率提升而持续增长。2018-2021H1，公司毛利率自 46.9% 不断提升至 54.4%，即使 2020 年公司受到生产、运输与物流费用增长的影响，毛利率仍实现了 0.4pct 的增长；21H1 物流费用的影响仍然存在，但毛利率也仍增长了 2.3pct 至 54.4%。期间公司不断进行产品创新，提高供应链效率，规模效应逐步显现，产品结构与公司运营

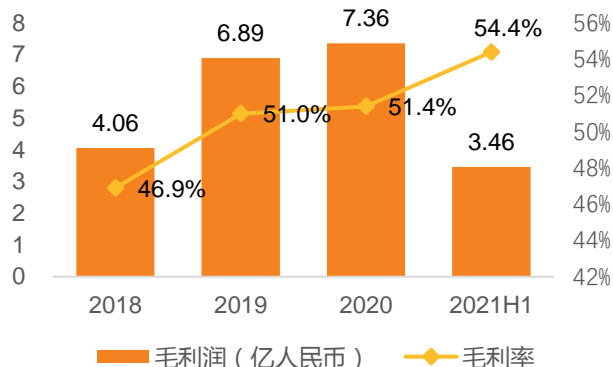
均得到优化，毛利率水平因此有所提升。

图 6：2019-2021H1 公司净利润（亿人民币）及净利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 7：2018-2021H1 公司毛利润（亿人民币）及毛利率

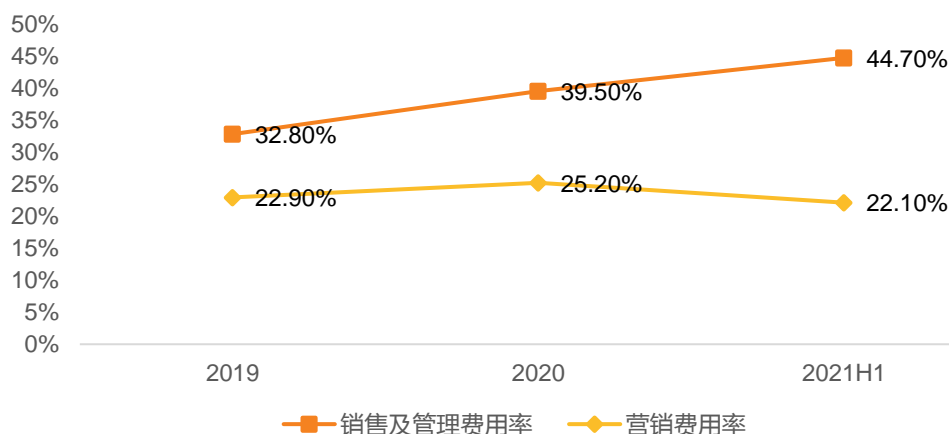


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

运营费用随公司扩张不断增长。2020 年与 2021H1，公司销售及管理费用率分别为 39.5% (+6.7pct) 与 44.7% (+0.4pct)，增长的主要原因是公司仍处于扩张阶段，期间员工人数与门店数量均有所增加，因此员工薪酬、折旧摊销、租赁等费用有所增长。

营销费用率整体也呈增长趋势，2020 与 2021H1 分别为 25.2% (+2.3pct) 与 22.1% (+1.1pct)，主要系数字化营销支出增长所致，期间公司在更具竞争力的媒体平台加大营销投放，在线下消费受限的情况下，吸引消费者迁移到线上进行购买。

图 8：2019-2021H1 公司销售及管理费用率、营销费用率

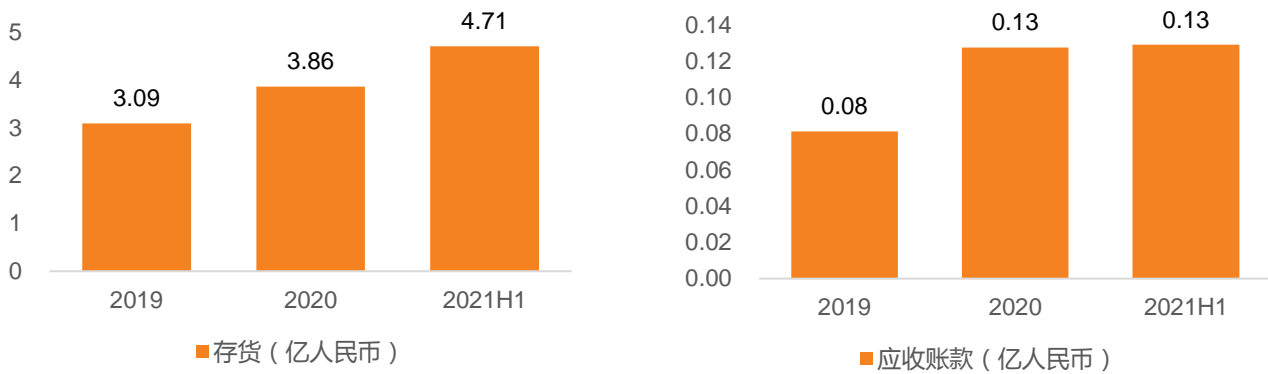


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

存货、应收账款规模随公司发展而有所增长。2019 至 2021H1，由于公司不断拓宽产品品类，并积极备货以支撑销售额的增长，库存规模也逐渐增长，截至 2021 年 6 月 30 日，公司库存为 0.73 亿美元（约合人民币 4.71 亿元）。由于公司销售模式为直销，应收账款规模相对较小，2019 至 2021H1，公司应收账款随营收有所增长，2021H1 为 200 万美元（约合人民币 0.13 亿元）。

图 9：2019-2021H1 公司存货规模（亿人民币）

图 10：2019-2021H1 公司应收账款规模（亿人民币）



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

2. 产品：可持续性推动性能、舒适性、设计感提升

持续推出差异化新品，用户粘性较高，品牌力逐渐增强。2021 年上半年，来自公司老客户订单中，有 80% 的订购产品与其首单商品不同，凸显公司持续扩大产品组合以提高用户粘性的机会。未来公司也将从以下几方面持续升级创新平台，从而推出差异化新品：

1) **新材料**：目前公司羊毛、桉树纤维、SweetFoam、TRINO、植物皮革等创新性材料已获多家外部研发公司及供应商认可，有利于加快开发速度并降低成本，率先将新材料推向市场，不断更新材料库，产品不断迭代升级；如公司与 Natural Fiber Welding 合作实现 100% 天然、植物性皮革替代合成品。

2) **鞋类**：材料创新释放差异化风格和多元化场景使用潜力，助力公司获得鞋类制造特许经营权，如通过以上新材料扩展核心产品系列，持续提升产品性能、设计感，为消费者提供更多选择。

3) **服装类**：服装类与鞋类产品线相辅相成，鞋类材料积累的经验可复制至服装类，快速扩展基本款和功能性休闲服装；天然性材料在服装领域的应用，也可助力公司未来探索该类材料在鞋类领域的应用。

天然材料减碳，“碳足迹”标签提供数据支撑。2020 年公司官宣为其旗下所有商品添加碳足迹标签，包括产品生命周期各个阶段所产生的碳排放量；公司天然材料生产的运动鞋碳排放量比标准运动鞋低 30%，标准运动鞋碳排放量 14.1kgCO_{2e}。

图 11：碳足迹标签



资料来源：allbirds 天猫旗舰店，天风证券研究所

2.1. 鞋类：应用羊毛、桉树等天然原材料，兼具功能与环保性

公司持续探索鞋类新材料，专注可持续性环保概念的宣传，公司核心环保材料新西兰羊毛、南非桉树、SweetFoam、植物皮革应用于多款产品，赋予品牌价值、提升调性。

1) **新西兰羊毛**：来自新西兰 ZQ 认证的美利奴羊毛，毛质纤细，纤维直径仅为人类头发的 20%，通常只用于高级西装面料，具有透气、调节温度、吸湿排汗的特性，无刺激性触感。此外，羊毛鞋比典型的合成鞋所用材料节约 60% 的能源，低碳环保，符合可持续发展理念。

2) **南非桉树**：产品鞋面由南非桉树纤维细腻交织而成，具有舒适、透气、光滑如丝的特性。此外，原材料均来自 FSC 认证的农场，与棉花等传统材料相比，减少了 95% 的用水量和 50% 碳排放，低碳环保，符合可持续发展理念。

3) **SweetFoam**：**首款基于甘蔗的负碳 EVA**。公司新型鞋类缓冲技术 SweetFoam™ 鞋底用于公司大多鞋类产品，能够完美适应脚部轮廓，弹跃性能与舒适感更高。SweetFoam™ 采用市面上第一款基于甘蔗的负碳绿色环保材料 EVA，充分利用糖分中的有机物，不仅能为工厂供能，还能为农作物提供养料，最大程度地减少了生产过程中的环境污染与浪费，达到各个生产环节的可持续性。使用 SweetFoam 代替传统提取自石油泡沫的 EVA，与排放 CO₂ 的传统 EVA 相比，生产绿色 EVA 的过程反而可吸收 CO₂。

4) **植物皮革**：高度可调、基于植物、无石油的替代皮革。2021 年 2 月，公司宣布与可持续材料创新者 NFW 合作，将植物皮革引入产品中。植物革比动物革碳影响低 40 倍，与其他石油合成革相比低 17 倍。

图 12：新西兰美利奴羊毛原材料



南非桉树

源自南非农场，尽量减少化肥的使用，并且依靠降雨，不作灌溉。较棉花减少了 95% 的用水量和一半的碳排放



新西兰羊毛

工艺比典型的合成鞋使用的材料节省了 60% 的能源



巴西甘蔗

用来制造 SweetFoam 中底材料，依靠雨水种植的完全可再生的资源，生长迅速，并在此过程中从大气中除碳。

资料来源：Allbirds 官网，天风证券研究所

2.1.1. 羊毛系列：兼具透气、调温功能，较合成鞋节约能源 60%

羊毛休闲鞋 Wool Runners：被《时代》杂志评为“世界上最舒适的鞋子”

1) 羊毛鞋面，使用由新西兰 ZQ 认证的美利奴羊毛，内部柔软舒适，外部支撑耐用。2) 柔软鞋垫，使用美利奴羊毛，柔软、吸湿排汗；添加蓖麻籽油，提升舒适性、减少缓冲。3) 环保鞋带，使用回收的聚酯，一只塑料瓶进化成一根鞋带。4) 轻质鞋底，以低密度泡沫打造轻盈舒适鞋款，独特的 S 型鞋底踏面可灵活贴合脚部轮廓。

图 13: Allbirds Wool Runners 羊毛可机洗舒适休闲鞋



资料来源: Allbirds 天猫旗舰店, 天风证券研究所

图 14: Allbirds Wool Runners 羊毛可机洗舒适休闲鞋



名称: 情侣款时尚休闲鞋 型号: Wool Runners
 颜色: 多色可选 使用环境: 温暖/寒冷皆宜

*Tips: 环保设计, 主体面料采用环保材料

资料来源: Allbirds 天猫旗舰店, 天风证券研究所

羊毛晴雨鞋 Wool Dasher: 冬季运动水坑防护技术+无鞋带技术

1) 全天然美利奴羊毛, 加厚 ZQ 美利奴羊毛鞋面, 内部亲肤面柔软舒适。2) 防泼水涂层, 透气生物制 Puddle Guard® 防泼水涂层, 使双脚时刻保持干爽。3) 夜光设计, 鞋周特设反光细节, 在夜间和风雨天气更易被视线捕捉。4) 防滑鞋底, 采用 FSC® 认证的天然橡胶胎面, 可在潮湿环境下提供额外牵引力。

图 15: Allbirds Wool Dasher 羊毛防泼水夜光减震运动跑步鞋



资料来源: Allbirds 天猫旗舰店, 天风证券研究所

图 16: Allbirds Wool Dasher 羊毛防泼水夜光减震运动跑步鞋



名称: 情侣款时尚跑步鞋 型号: Wool Dasher Mizzles
 颜色: 多色可选

*Tips: 环保设计, 主体面料采用环保材料

资料来源: Allbirds 天猫旗舰店, 天风证券研究所

羊毛板鞋 Wool Pipers: 鞋底由世界上第一款绿色减碳 EVA 制成

1) 一体式羊毛鞋面, 内部柔软舒适, 外部支撑耐用。2) 云感鞋垫, 使用美利奴羊毛, 触感柔软吸湿排汗; 添加天然“柔滑剂”蓖麻籽油成分, 提升舒适和缓冲性能。3) 轻质鞋底, 由世界上第一款绿色减碳 EVA 制成, 轻盈环保, 为地球减负。

图 17: Allbirds Wool Pipers 羊毛舒适休闲低帮板鞋

图 18: Allbirds Wool Pipers 羊毛舒适休闲低帮板鞋



资料来源：Allbirds 天猫旗舰店，天风证券研究所



| | |
|-------------|----------------|
| 名称：情侣款时尚休闲鞋 | 型号：Wool Pipers |
| 颜色：多色可选 | 使用环境：温暖/寒冷皆宜 |

*Tips: 环保设计，主体面料采用环保材料

资料来源：Allbirds 天猫旗舰店，天风证券研究所

羊毛一脚蹬 Fluff：亲肤柔软+轻质，提升舒适感、增强缓冲

1) 羊毛鞋面，使用由新西兰 ZQ 认证的美利奴羊毛，内部亲肤柔软，外部支撑耐用。2) 云感鞋垫，使用美利奴羊毛，触感柔软、吸湿排汗；添加天然“柔滑剂”蓖麻籽油成分，提升舒适和缓冲性能。3) 轻质鞋底，以低密度泡沫打造轻盈舒适鞋款，独特的 S 型鞋底踏面可灵活贴合脚部轮廓。

图 19：Allbirds Fluff 羊毛舒适绵羊鞋懒人一脚蹬休闲健步乐福鞋



资料来源：Allbirds 天猫旗舰店，天风证券研究所

图 20：Allbirds Fluff 羊毛舒适绵羊鞋懒人一脚蹬休闲健步乐福鞋



| | |
|-------------|------------------------|
| 名称：情侣款时尚休闲鞋 | 型号：Wool Loungers Fluff |
| 颜色：多色可选 | 使用环境：温暖/寒冷皆宜 |

*Tips: 环保设计，主体面料采用环保材料

资料来源：Allbirds 天猫旗舰店，天风证券研究所

2.1.2. 桉树系列：兼具舒适、光滑，较传统材料用水量、碳排放显著减少

桉树休闲鞋 Tree Runners：桉树纤维增强透气性、舒适感

1) 桉树纤维针织鞋面，舒适、透气、光滑如丝。2) 羊毛鞋垫，使用新西兰美利奴羊毛，触感柔软，吸湿排汗。添加“天然柔滑剂”蓖麻籽油成分，提升舒适和缓冲性能。3) 环保鞋带，创新采用黑科技“再生术”，一副光滑耐用的鞋带=一个回收塑料瓶。4) 轻质鞋底，以低密度泡沫打造轻盈鞋款，控制摩擦，有效缓冲；S 型鞋底踏面灵活贴合脚部轮廓，分散受力，踏感舒适。

图 21：Allbirds Tree Runners 桉树透气减震运动休闲鞋

图 22：Allbirds Tree Runners 桉树透气减震运动休闲鞋



资料来源：Allbirds 天猫旗舰店，天风证券研究所



名称：情侣款时尚休闲鞋 型号：Tree Runners

颜色：多色可选 使用环境：温暖/寒冷皆宜

*Tips：环保设计，主体面料采用环保材料

资料来源：Allbirds 天猫旗舰店，天风证券研究所

按树一脚蹬 Tree Loungers：清爽透气+便于穿脱

1) 清爽不闷脚，鞋面采用透气网眼设计，天热不闷脚。2) 吸湿排汗，美利奴羊毛鞋垫，柔软舒适，吸湿排汗。3) 脚感轻盈，采用由甘蔗开发的 Sweetfoam®鞋底，轻盈舒适。4) 快速穿脱，无需系带，不必弯腰。

图 23：Allbirds Tree Loungers 一脚蹬按树平底休闲鞋



资料来源：Allbirds 天猫旗舰店，天风证券研究所

图 24：Allbirds Tree Loungers 一脚蹬按树平底休闲鞋



名称：情侣款平底休闲鞋 型号：Tree Loungers

颜色：可可豆 使用环境：温暖/寒冷皆宜

*Tips：环保设计，主体面料采用环保材料

资料来源：Allbirds 天猫旗舰店，天风证券研究所

按树板鞋 Tree Pipers：Sweetfoam®鞋底+复古经典

1) 清爽透气，南非按树纤维材料编织成呼吸感鞋面，清爽透气。2) 吸湿排汗，美利奴羊毛鞋垫，柔软舒适，吸湿排汗。3) 脚感轻盈，采用由甘蔗开发的 Sweetfoam®鞋底，轻盈舒适。4) 经典革新，南非按树纤维打造舒适加倍的鞋尾，重塑复古经典风格。

图 25：Allbirds Tree Pipers 按树透气百搭低帮板鞋

图 26：Allbirds Tree Pipers 按树透气百搭低帮板鞋



资料来源：Allbirds 天猫旗舰店，天风证券研究所



名称：情侣款时尚休闲板鞋 型号：Tree Pipers

颜色：多色可选 使用环境：温暖/寒冷皆宜

*Tips：环保设计，主体面料采用环保材料

资料来源：Allbirds 天猫旗舰店，天风证券研究所

桉树跑鞋 Tree Dasher：公司首款高性能跑鞋

1) 羊毛后跟内衬，ZQ 认证美利奴羊毛材质后跟鞋帮，舒适贴合，兼具缓冲支撑。2) 升级 Sweetfoam™ 中底科技，双密度科技中底，塑造高回弹和缓震脚感。3) 流线型外底，全新几何轮廓外形，结合天然橡胶减震垫，提升旋前控制和稳定性。4) 畅快踏感，可替换的蓖麻籽油泡沫鞋垫比石油基泡沫的碳排放更少，回弹性能更好。

图 27：Allbirds Tree Dasher 透气减震运动跑步鞋



资料来源：Allbirds 天猫旗舰店，天风证券研究所

图 28：Allbirds Tree Dasher 透气减震运动跑步鞋



名称：情侣款时尚跑步鞋 型号：Tree Dasher

颜色：多色选择

*Tips：环保设计，主体面料采用环保材料

资料来源：Allbirds 天猫旗舰店，天风证券研究所

综合系列：可再生环保材料兼具透气、缓震、耐磨性能

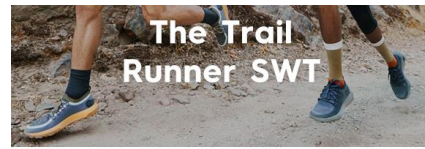
Trail Runner STW 适户外运动场景：1) 适应多变地形，加入无氟防水涂层的网面设计，保证户外越野途中干爽透气，鞋面防撕裂材料保护双脚免受多样地形变化影响。2) 具备越野科技感，经过科学设计的 7mm 前后掌落差中底，提供高效灵活缓震和柔软平稳的运动体验。3) 超强耐磨，坚固的多面向 4mm 大底，在任何情况下都提供稳定抓地力。4) 袜套式鞋帮可阻挡碎石，加厚的脚后跟鞋能够稳固脚踝。

图 29：Allbirds Trail Runner STW 越野休闲鞋

图 30：Allbirds Trail Runner STW 越野休闲鞋



资料来源：Allbirds 天猫旗舰店，天风证券研究所



名称：The Trail Runner SWT越野休闲鞋

颜色：两色可选

使用环境：温暖/寒冷皆宜

*Tips：环保设计，主体面料采用环保材料

资料来源：Allbirds 天猫旗舰店，天风证券研究所

2.2. 服装类：Trino 防风防寒且动物友好，TrinoXO 清爽透气且碳足迹更轻

Trino 材料结合羊毛与树，创造出柔软、透气的纤维，成为公司服装产品基础原料；同时公司进一步开发出 TrinoXO，添加天然壳聚糖防臭技术。

2.2.1. Trino 材料：公司首个获专利针织面料，原材料防风防寒且动物友好

Trino 材料：1) **天然面料，出众舒适。**一种既能确保出众的舒适性，又能遵循可持续发展的原则的革新性天然面料。Trino™是 ALLBIRDS 首个获得专利的针织面料，纯粹、天然、环保。2) **原材料环境友好。**源于自然的针织面料Trino™以对环境友好的南非桉树纤维和 ZQ 认证的新西兰美利奴羊毛为原料精制而成。3) **ZQ Merino FIBRE 共同发展。**ALLBIRDS 与 ZQ Merino 及森林管理委员会（Forest Stewardship Council）充分协作，确保原材料的获取符合森林、动物及相关人群保护的严格标准。

图 31：Trino材料



资料来源：Allbirds 天猫旗舰店，天风证券研究所

Trino 材料外套 Trino™ Puffer：

1) **动物友好型填充物防风防寒。**Trino™Puffer 采用动物友好型填充物——TENCEL™和再生聚酯的结合，外套采用天然材料，提供更有意识的选择，御寒效果较好。2) **面料天然可再生。**Trino™Puffer的外层是 60%的美利奴羊毛和 40%的TENCEL™Lyocell，衬里为 100%再生尼龙。3) **美利奴羊毛内领。**Trino™Puffer的筒形立领采用标志性的柔软舒适的美利奴羊毛衬里，有效防风。4) **更轻碳足迹。**通过可持续实践，比如采用天然材料以及碳信用，Trino™Puffer达成碳中和。碳足迹 + 20.9kg。

图 32：羊毛混纺保暖时尚运动休闲防风外套

图 33：好温暖防风外套



资料来源: Allbirds 天猫旗舰店, 天风证券研究所



炭砂灰

自然白

资料来源: Allbirds 天猫旗舰店, 天风证券研究所

2.2.2. TrinoXO 材料: 结合桉树纤维与羊毛, 柔软、吸湿且环境友好

TrinoXO 材料: 1) **针织面料, 源于自然。**结合南非桉树纤维(Tree) 与新西兰美利奴羊毛(Merino), 充分利用两种面料各自的材质特性。2) **柔软亲肤, 透气吸湿。**TrinoXO™ 为你带来柔软的特别享受, 并且透气吸湿, 还能大幅降低对环境的影响。3) **可持续面料, 更少碳排放。**ALLBIRDS 与桉树纤维制造商、纺纱厂及面料加工厂紧密合作, 以确保原料品质出众, 同时均遵循可持续发展的原则。

图 34: TrinoXO 材料



资料来源: Allbirds 天猫旗舰店, 天风证券研究所

TrinoXO 材料外套蟹蟹长袖 Tee:

1) **舒适升级, 合身版型。**微风感桉树纤维和超细美利奴羊毛的结合, 带来宛若皮肤的触感和修饰身型的贴合度。2) **丝滑纤维更清爽。**TrinoXO™ Tee 材料内含壳聚糖, 是一种从雪蟹壳中友善提取的纤维, 能有效减少异味。革新性天然面料, 整日保持清爽。3) **清爽长袖, 四季可穿。**亲肤贴身设计, 撞色侧缝, 罗纹颈饰, 袖子上精美刺绣徽标等设计细节。4) **更轻碳足迹。**通过公司的可持续实践, 比如采用天然材料以及碳信用, TrinoXO™ Tee 达成了碳中和。碳足迹 + 8.1kg。

图 35: 亲肤柔软防异味透气舒适长袖 T 恤

图 36: 好清爽蟹蟹长袖 Tee



资料来源：Allbirds 天猫旗舰店，天风证券研究所



白杨木

树枝棕

铁皮木灰

资料来源：Allbirds 天猫旗舰店，天风证券研究所

3. 渠道：高度数字化 DTC 模式，多渠道提升消费者体验

3.1. DTC 聚合人、货、场，全渠道融合提升运营效率

ALLBIRDS 采用 DTC 销售模式，通过数字化主导的直营模式触达全球消费者。DTC 模式为公司带来了多方面优势：

- 1) 公司可更好地控制销售价格，公司自运营至 21H1，约 98% 的销售额都来自产品的全价销售；
- 2) 该模式省去了经销商从流程中分红，公司在实现较高利润的同时，也可为消费者提供更多产品价值、更好的消费体验；
- 3) 数字渠道与实体零售相融合，给予消费者跨渠道体验，同时公司可运用数据及时获取客户反馈，提升运营效率与对市场趋势的快速反应能力。

数字渠道主导，全方位提升消费者体验。线上渠道占据主导地位，2020 年公司线上收入占总营收的 89%。公司数字平台为消费者提供全产品组合，覆盖从产品的搜索到订单的完成，实现便捷购物体验。公司数字平台能够就公司的产品和使命对消费者进行教育，通过线上渠道向消费者传达公司可持续发展的价值观。客户可使用手机 APP 虚拟试穿鞋类产品，抢先体验新品发布，品牌与客户间可实现良性互动。

图 37：ALLBIRDS 中国官网



资料来源：ALLBIRDS 中国官网，天风证券研究所

实体门店有效补充，给予品牌直观感知。2020年，实体零售渠道收入占公司营收的11%，实现对数字渠道的有效补充与引流。公司线下门店店效表现良好，在美国，2019年运营的所有门店在其运营最初的12个月平均销售收入约为430万美元。

线下直营门店可以打造品牌地标，提升品牌知名度与线上渠道流量，通过与消费者的面对面互动，加速社区营销。此外，通过线下直营门店，可以满足消费者跨平台购物需求：1) 在特定地区采用线下门店发货模式，降低配送成本，缩短配送时间。2) 线上购买+线下提货，客户收货更加便捷灵活。

图 38: ALLBIRDS 线下门店



资料来源：公司官微，天风证券研究所

供应链+DTC 渠道全球布局，服务全球消费者。

- **供应商方面**，公司以高标准寻求多元化、小范围的供应商，为客户生产高质量、高价值的产品，目前公司在亚洲、大洋洲和南美洲有不到 20 家原材料供应商。
- **生产方面**，公司挑选一线工厂进行合作，并将部分公司员工安置在重点工厂监督生产过程，与很多工厂都建立了长期的良好合作，方便公司灵活快速地布置生产任务。目前公司鞋类产品主要由韩国和越南的四个供应商生产；服装与配饰类产品则主要由分布在越南、秘鲁、中国、美国、印度尼西亚的六个供应商生产，自订单下达到工厂出货，最快仅需 45 天。
- **物流方面**，公司在 8 个国家设立了 9 大物流中心，其中在美国的肯塔基和加州各设立了一个物流中心，可以支持电商平台“click-to-home”的配送模式，平均 3-5 个工作日即可送达，有效减少了公司在美国市场的货运支出与碳足迹。公司整体供应链自 2019 年起已实现碳中和。
- **渠道方面**，公司线上官网支持 7 国语言，可为不同国家和地区的消费者提供服务；同时，公司在中国、德国、日本、新西兰、韩国和英国等地都雇佣了当地的团队，利用他们对当地的了解更好地营销、提供更好的服务。

截至 2021 年 6 月 30 日，公司已通过数字化平台和 27 家零售店触达 35 个国家的消费者，其中线下门店及临时快闪店已触及 8 个国家的 22 个城市和地区。

表 2: 线下直营门店分布情况 (截至 2021 年 6 月 30 日)

| 城市/地区 | 门店数量 |
|-------|------|
| 阿姆斯特丹 | 1 |

| | |
|--------|----|
| 奥克兰 | 1 |
| 奥斯汀 | 1 |
| 北京 | 1 |
| 柏林 | 1 |
| 波士顿 | 1 |
| 博尔德 | 1 |
| 成都 | 1 |
| 芝加哥 | 1 |
| 广州 | 1 |
| 伦敦 | 2 |
| 洛杉矶 | 2 |
| 明尼阿波利斯 | 1 |
| 纽约 | 1 |
| 费城 | 1 |
| 圣地亚哥 | 1 |
| 旧金山 | 3 |
| 西雅图 | 1 |
| 首尔 | 1 |
| 上海 | 1 |
| 东京 | 2 |
| 华盛顿 | 1 |
| 总计 | 27 |

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 重视社交媒体资源投放，多平台营销积累客群

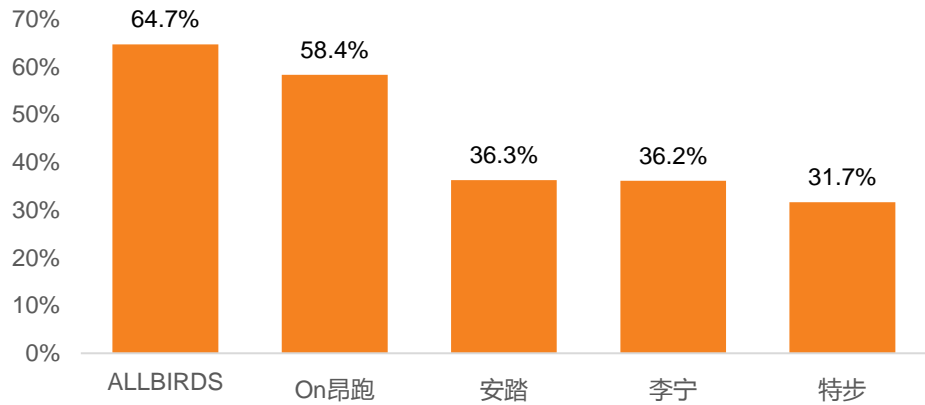
公司将社交媒体作为重要营销方式。在 ALLBIRDS 初创时期，品牌成长依靠消费者口耳相传，早期客户利用社交媒体对品牌的产品进行宣传和推广。公司拥有自己的社交平台，通过 Instagram、Twitter、Facebook、微博、微信等官方公众账号，与消费者沟通交流，宣传产品与品牌理念，粉丝数量近百万。

此外，公司拥有自己的品牌大使社区 Allgood Collective，作为产品创造的中心。截至 2021 年 6 月 30 日，公司与 80 多名草根社区积极分子合作，提供社交媒体平台扩大他们的影响力，并提供零售空间作为社区中心。品牌大使将获得抢先体验新产品、参加零售店特别活动以及碳抵消积分等福利，有助于公司向顾客更好地分享公司使命与价值观。

目前公司逐步减少对社交媒体的依赖，发展电视广告营销渠道。电视广告有助于提高品牌在世界范围内的知名度。公司近期营销策略，包括发展电视广告在内，都共同推动了公司在美国的品牌知名度从 2020 年 Q4 的 8.4% 提升至 2021Q1 的 10.9%。

跨平台营销策略，重视社交媒体资源投放。DTC 模式有效压缩了中间环节成本，提高自身利润空间，使得公司可以将更多资金投入运营管理上。2020 年 On 昂跑、安踏、李宁、特步的运营费用率分别为 58.4%、36.3%、36.2%、31.7%，而 ALLBIRDS 运营费用 14.20 亿美元，运营费用率为 64.7%，远高于上述可比公司。公司通过垂直零售战略，持续扩大多渠道客户群，截至 2021 年 6 月 30 日，公司老客户中的 12% 都是多渠道客户，这些客户的客单价为单渠道客户的 1.5 倍。

图 39：ALLBIRDS 及可比公司运营费用率



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

注：港股公司运营费用=管理费用+营销费用；美股公司运营费用=SG&A Expense + Marketing Expense

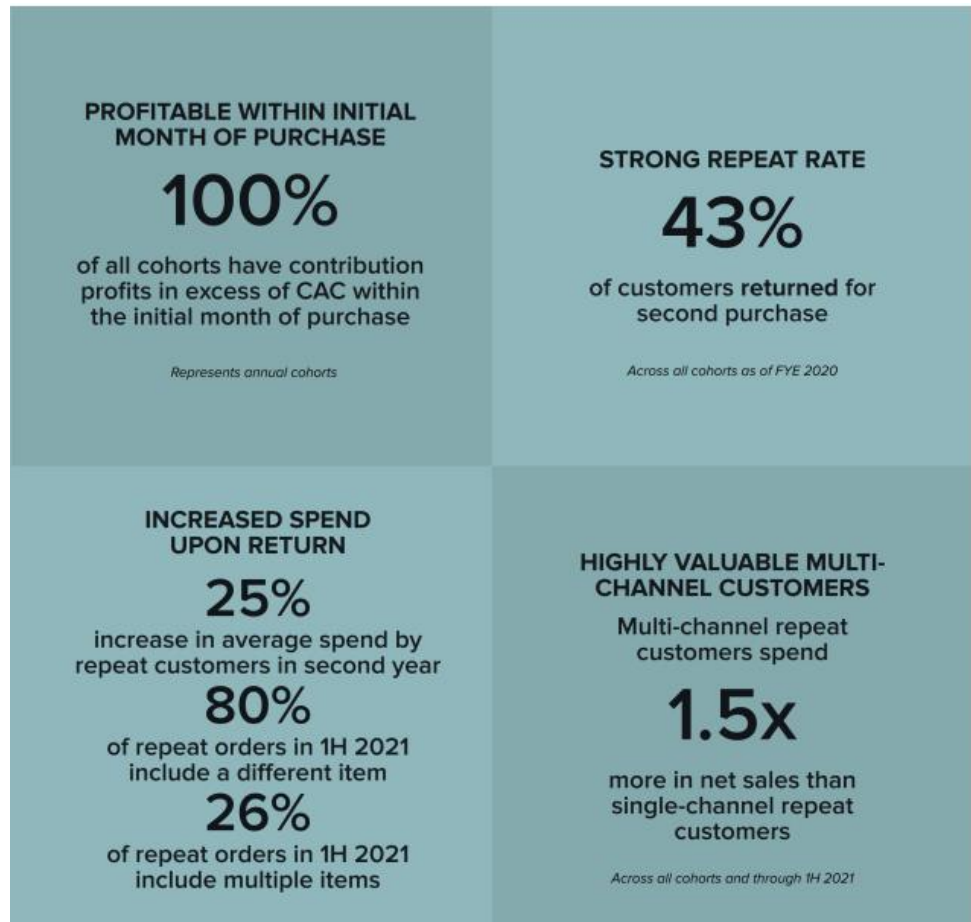
3.3. 客群：环保概念+DTC 模式，获高客户黏性与高复购率

环保理念关注度提升。近年来，可持续发展、环保理念逐渐受到国内外越来越多消费者的重视，也表现在服装购买方面更重视是否使用环保材料，据公司调查结果，2016 年，参与调查的消费者中仅有 7%将环保作为其购买产品时的首要考量因素，而 2020 年，则有 50%的消费者都强调了公司产品可持续发展概念的重要性。

环保理念吸引超级用户形成品牌影响力。品牌投放早期通过吸引硅谷、美国名人界的超级用户形成一定的品牌影响力，公司产品受到美国前总统奥巴马、谷歌联合创始人拉里·佩奇、苹果 CEO 蒂姆·库克喜爱，好莱坞明星莱昂纳多也入股成为股东。

环保理念提升品牌认同感，提高用户黏性与复购率。公司与消费者保持深度关联，实现对市场趋势的快速反应，自建立以来，公司已向 400 万以上客户销售产品。截至 2021 年 6 月 30 日，公司电子邮件列表已超过 200 万人，社交媒体粉丝量近 100 万。此外，公司利用自有数字系统，分析客户购买行为，实现产品的个性化推荐。

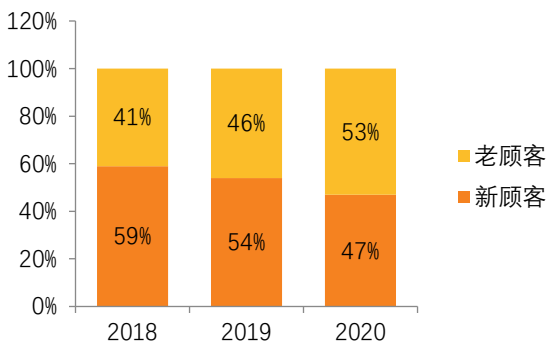
图 40：公司老客户情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

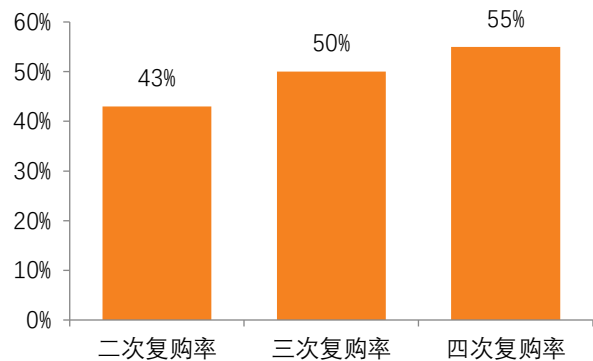
通过对现有客群的维护，ALLBIRDS 品牌粉丝量不断壮大，1)老客户占比较高：2018-2020 年来自老客户比例分别为 41%、46%、53%。2)客户复购率较高：复购过一次的客户中有 50%的用户还会再次购买；复购过两次的客户中有 55%的用户还会再次复购。3)老顾客客单价逐渐提升：公司老客户第二年的平均花费较第一年增长 25%。

图 41：新老顾客贡献收入比例



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 42：公司客户复购率情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 全球运动鞋服市场需求强劲，可持续发展前景广阔

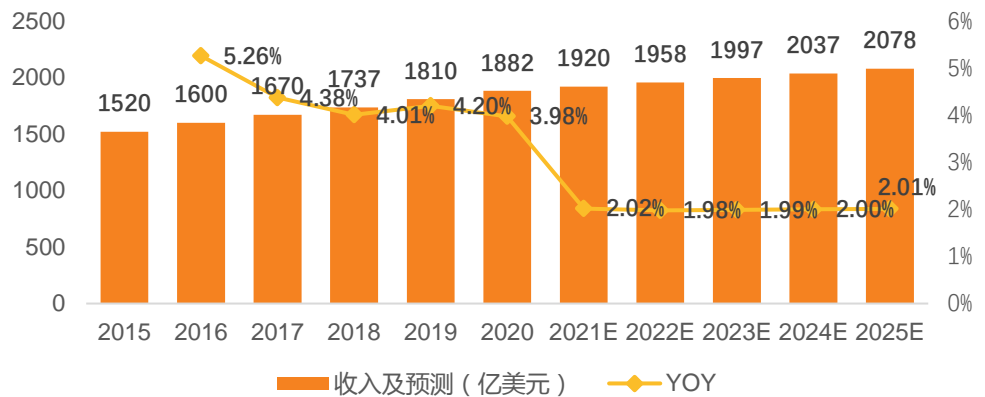
4.1. 全球运动鞋服市场持续增长，新兴品牌成长空间大

(1) 全球运动市场持续增长，鞋服消费支出约 1.8 万亿美元

根据 Statista 的数据，2020 年全球消费者在鞋服产品上的支出约 1.8 万亿美元，其中 1.5 万亿美元用于服装，3660 亿美元用于鞋类。其中美国占总支出的比例约为 3420 亿美元。

艾媒咨询数据显示，2020 年全球运动服装市场收入达到 1882 亿美元，并呈现不断上升趋势。其中 2012-2020 年 CAGR 为 4.23%，预计到 2025 年，全球运动服装市场收入将达到 2077.9 亿美元，相比 2020 年增长 10.41%。

图 43：2015-2025 年全球运动服装市场收入及预测

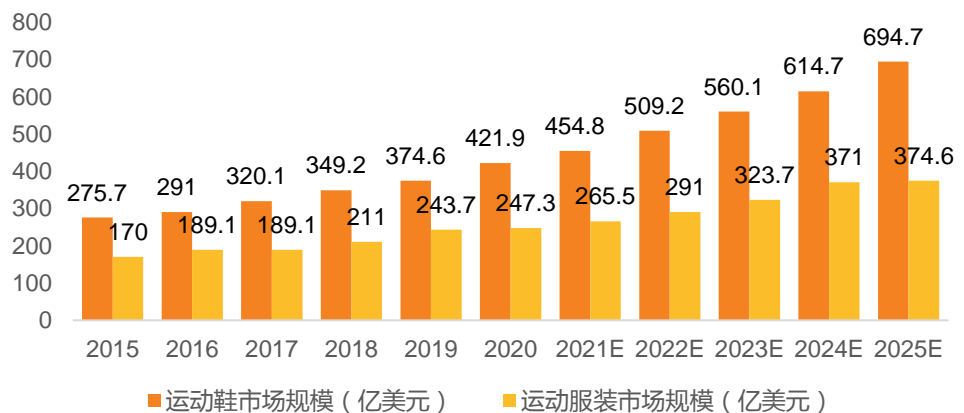


资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

(2) 运动鞋服行业头部集中度高，三大市场占比较高

艾媒咨询数据显示，作为世界第一大经济体的美国，2020 年运动鞋服产品市场规模达到 669.2 亿美元，并呈现不断上升趋势，2015-2020 年美国运动鞋市场 CAGR 为 8.88%，运动服装市场 CAGR 为 7.78%。预计到 2025 年美国运动鞋服市场规模将达到 1069.3 亿美元，其中运动鞋市场规模达到 694.7 亿美元，运动服装市场规模将达到 374.6 亿美元。

图 44：2015-2025 年美国运动鞋服产品市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

全球运动鞋服市场由美国、亚洲、欧洲占主导地位。欧睿国际数据显示，2020 年全球运动鞋市场中亚洲、美国、欧洲分别占比 36.1%、26.1%、21.8%；2020 年全球运动服装市场中

美国、欧洲、亚洲分别占比 40.2%、24.1%、23.6%。2020 年全球运动鞋服人均花费上，美国为 305.6 美元，远超过全球平均值 38 美元。

图 45：2020 年全球运动鞋市场区域分布

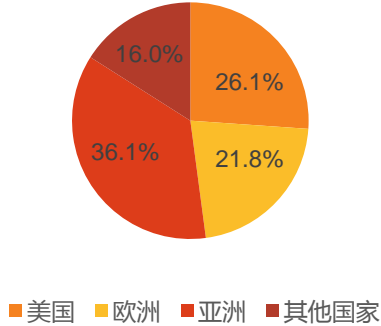
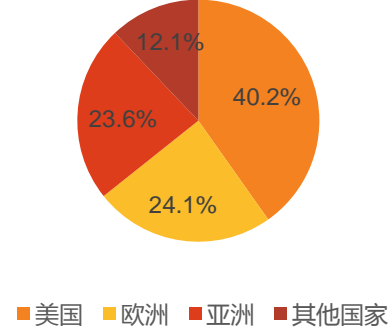


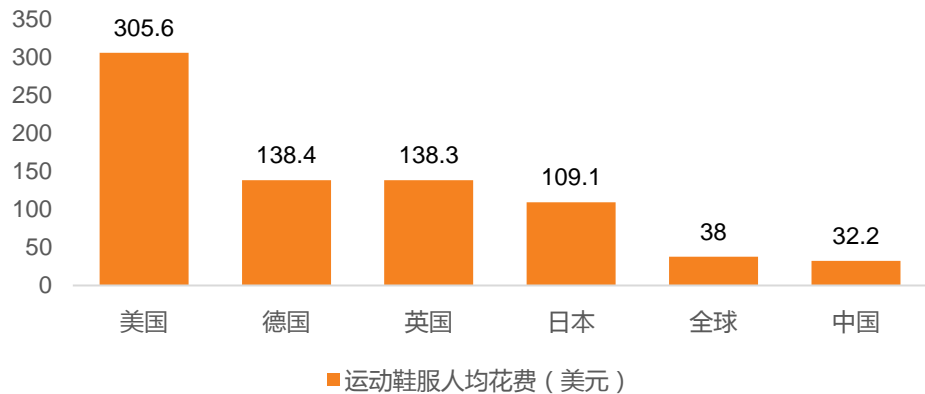
图 46：2020 年全球运动服装市场区域分布



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 47：2020 年全球各国家运动鞋服人均花费（美元）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

全球运动鞋服行业由 Nike 和 Adidas 领跑，行业集中度维持较高水平。2020 年 Nike、Adidas 品牌全球占比分别为 14.8%、10.8%，top10 品牌占比逐年上升。除 Nike 和 Adidas 外各品牌份额较小，头部品牌以外竞争格局分散，新兴品牌仍有成长空间。

表 3：2011-2020 年全球运动鞋服行业 top10 品牌及市场集中度

| 品牌 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nike | 11.7% | 12.5% | 12.9% | 13.8% | 14.8% | 14.9% | 14.4% | 14.3% | 14.4% | 14.8% |
| Adidas | 8.8% | 9.1% | 9.0% | 8.7% | 8.8% | 9.5% | 10.3% | 10.7% | 10.6% | 10.8% |
| Skechers | 1.1% | 1.1% | 1.2% | 1.4% | 1.7% | 1.8% | 1.9% | 2.1% | 2.2% | 2.3% |
| Under Armour | 1.0% | 1.2% | 1.5% | 1.8% | 2.3% | 2.6% | 2.4% | 2.3% | 2.3% | 2.1% |
| Puma | - | - | - | - | - | - | - | 1.9% | 2.0% | 2.0% |
| Vans | 0.9% | 0.9% | 1.1% | 1.1% | 1.3% | 1.3% | 1.4% | 1.6% | 1.7% | 1.6% |
| Anta | 0.7% | 0.6% | 0.5% | 0.6% | 0.8% | 0.8% | 0.9% | 1.1% | 1.2% | 1.4% |
| New Balance | 1.0% | 1.1% | 1.2% | 1.3% | 1.5% | 1.5% | 1.4% | 1.3% | 1.3% | 1.3% |

| | | | | | | | | | | |
|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Asics | 1.8% | 1.9% | 1.7% | 1.7% | 1.7% | 1.7% | 1.5% | 1.4% | 1.3% | 1.3% |
| The North Face | 1.3% | 1.4% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.4% | 1.3% | 1.4% | 1.3% | 1.2% |

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

4.2. 行业可持续性发展步伐加快，消费者崇尚绿色价值观

运动鞋服品牌在可持续性领域的竞争日益激烈，这与户外运动爱好者的共鸣尤其强烈。从改变供应链到推出可持续材料服装，全球运动鞋服企业都在加强环保承诺。

(1) 环境危机空前加剧，鞋服行业变革步伐需加快

根据 Statista 的数据，2019 年中国生产超 240 亿双鞋，销售 1800 亿件衣服。全球制鞋业和服装业依赖化石燃料为工厂提供动力、生产材料和运输产品。根据 Quantis 公司 2018 年分析，约 57% 的鞋类和 64% 的服装是由合成材料制成的，其中主要是塑料，因此消费者穿着的大部分鞋服都来自石油。麦肯锡和全球时尚议程的 2020 年报告显示，2018 年全球时尚产业约占全球温室气体(GHG)排放的 4%，即 21 亿吨二氧化碳当量排放(CO₂e)，其中超过 70% 的排放与上游活动有关，如材料生产、制备和加工等。

2015 年《巴黎协定》设定的目标是，与工业化前的水平相比，将全球变暖控制在 2 摄氏度以下，最好控制在 1.5 摄氏度以内。麦肯锡(McKinsey)和《全球时尚议程》(Global fashion Agenda)在 2020 年发布的一份报告显示，按照目前的发展轨迹，时尚行业预计将无法达到 1.5 摄氏度目标的 50%。为了使这个行业与地球的界限兼容，变革的步伐必须加快，自然的、可持续性驱动的创新能在优化产品同时改善生态环境。气候变化是人类和全球经济面临的头号问题。如何解决气候危机不仅将决定企业的未来，也将决定所有社区、政府、环境和物种的未来。

(2) 面料端和供应链端协同，推进可持续性发展策略

①由传统面料向绿色面料转变，减少生产过程中的碳排放。传统石油原料的乙烯-醋酸乙烯酯(EVA)鞋底在生产时会释放出二氧化碳。麦肯锡发布的《2020 年全球时尚业态报告》称，尽管使用可持续性材料进行生产的大众市场零售商数量仍很低，但在过去两年中已经增长了五倍。

②供应链趋于小而紧密，与供应商保持牢固、互相尊重和有弹性的关系，有助于推动创新和减轻对环境的影响。需要品牌与供应商加强合作与信任、深入理解、透明，以及关注帮助劳工福祉。

③高标准实施供应商管理，增加第三方认证。通过供应链风险评估、重要性评估、尽职调查和供应商排名系统发挥品牌影响力，确保供应商遵守行为准则，该准则要求供应商完全遵守其经营所在国的法律、法规和规章。同时，供应商守则借鉴国际劳工组织的核心劳工标准，以促进社会和环境责任，确保安全、合法、人道的生产实践。

(3) 消费者寻求与品牌价值观契合，环保因素成购买决策重要指引

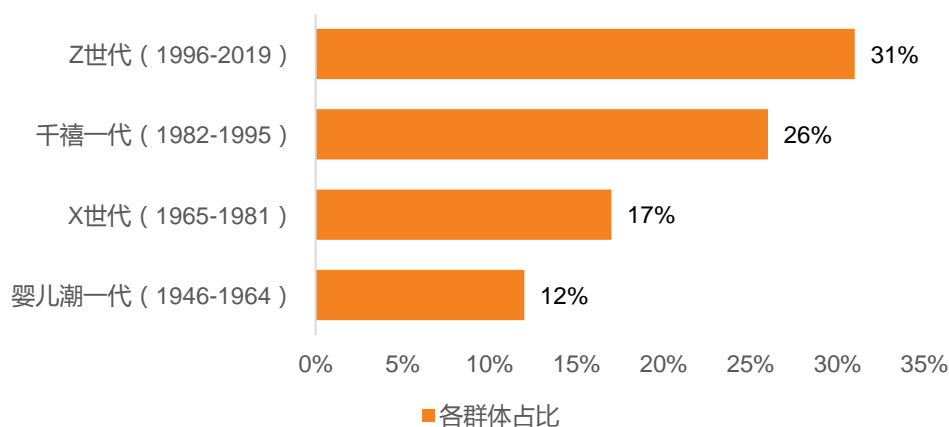
越来越多的消费者偏好社会责任感强的品牌。人们比以往任何时候都更仔细地审视他们购买的产品，以及他们选择的品牌代表了什么。包括 Z 世代和千禧一代在内的年轻消费者越

来越关注产品来源并愿与自己价值观相同的品牌购买产品。

麦肯锡 2020 年研究表明超过 60%的消费者表示环境成为影响购买决策的重要因素。Edelman 2019 年消费者调查显示超过 80%的消费者认为需“信任品牌做正确的事”。根据 5W 公共关系公司的《2020 年消费者文化报告》，超过 60%的消费者表示消费品牌与自身价值观保持一致很重要。作为向有意识消费主义转变的一部分，消费者越来越倾向于有目的、真正可持续的品牌，要求产品具有透明度。此外，消费者通过自身穿搭向世界传达个人价值观，同时代表着他们与之结盟的品牌，并成为这个品牌的大使。鞋类尤其是运动鞋是个人价值的表达，进一步强调了品牌价值在消费者眼中的重要性。

麦肯锡 2020 年研究表明在不同阶段出生群体中，年轻群体的消费观更具环保意识。约 26% 的千禧一代（1982-1995 年）消费者和 31% 的 Z 世代（1996-2019 年）消费者愿意支付更多费用购买产品以减轻环境负面影响。

图 48：2019 年愿意支付更多以减轻环境影响的美国消费者比例



资料来源：麦肯锡，天风证券研究所

4.3. 重视产品多场合切换属性，疫情常态下着装持续休闲化

产品属性更加适应疫情常态化下的消费者需求。由于 COVID-19 疫情影响，工作、家庭、健身房和娱乐之间的界限变得模糊，着装休闲化的趋势正在持续。这种休闲化要求消费者的衣柜功能性增强，保证服装和鞋类单品时尚、舒适的同时具有各场合切换的功能性。根据 Klarna 2021 年调查，近一半的美国员工穿着比疫情前更舒适的衣服上班。随着工作场所持续临时化、远程化，消费者会更加重视多功能性和舒适性。

疫情下民众把家人和自身的安全与身心健康置于首要考量。美国棉花公司的数据显示，就运动服装品类而言，2020 年中国运动服装销售额为 194 亿美元且 5 年后将近乎翻番。但和美国相比，中国的运动服装销售额还有很大的增长空间。因为疫情造成消费者对健康的重视，运动服装市场将迎来一个大发展。未来 5 年，美国的运动服装销售预测将会以 9% 的同比增长率增长。

美国棉花公司的数据显示，52%的受访者希望购买运动服装具有功能性，71%的受访者相信功能性可以让服装更好。而具体来看，消费者对以下的功能性有兴趣，涵盖吸湿排汗，防泼水，温控等。

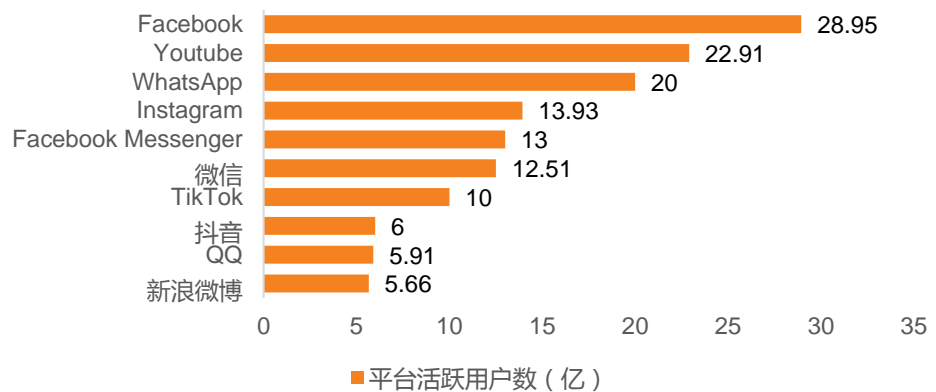
运动鞋服市场的长期基本面变化不大，但当前的经济和公共卫生气候造成了高度的不确定性，须持续监测这一全球卫生危机，并将随着形势的发展继续定期、持续地重新评估企业战略和业务结构。

4.4. 新兴社交媒体助推电商发展，跨渠道购物体验便利化

(1) 社交电商兴起，亚洲数字生态建设领先

全球各社交平台活跃用户总数庞大，截止 2021 年 10 月，Facebook、Youtube、WhatsApp 三大平台的活跃用户数已分别达到 28.95 亿、22.91 亿、20 亿。社交媒体的内容创作最终转换为流量，使得社交电商实现快速增长。麦肯锡 2020 年报告显示，到 2023 年，中国社交电商销量将达 1660 亿美元，占线上总销量的 1/5。各大品牌与包括微信等社交应用、一直播和快手等直播平台、以及小红书等社交电商平台加强合作。

图 49：截至 2021 年 10 月全球主要社交平台活跃用户数



资料来源：Statista，天风证券研究所

据麦肯锡报告，GSMA Intelligence 预测亚太地区独立手机用户渗透率将从 2017 年的 67% 增长至 2025 年的 73%，届时亚太地区用户在全球新手机用户的占比将略高于一半。随着 5G 网络的推出，该地区成为社交媒体茁壮成长的沃土。亚洲时尚企业能够快速适应本地社交平台，国际时尚品牌和零售商则适应缓慢。国际品牌应迅速采取行动布局线上社交电商。

(2) 多渠道互通的购买体验提升便利度

消费者对与品牌进行数字化和实体互动的意愿不断增强。根据 Statista 的数据，截止 2020 年服装、鞋类和配饰占美国电子商务零售总额的 29.5%，预计到 2024 年将增长到约 32.2%。根据 Appnovation 2021 年进行的一项消费者调查，约 80% 的消费者希望或希望品牌采用数字解决方案提升服务。通过跨渠道购物与垂直整合的独特品牌定位，为消费者提供更好、更便利的体验。

5. 风险提示

1) 局部地区疫情反复

新冠疫情已经对全球经济、全球金融市场产生较大不利影响，且新冠疫情何时完全消退还未知，可能会影响公司业绩，且未来疫情消退后，其对全球宏观经济的影响可能会永远持续。

2) 经济不确定性影响消费者购买情况

目前全球经济不确定性影响仍在，尤其在新冠疫情未消退之前，消费者可自由支配的费用也无法预测，未来可能影响消费者减少或延迟购买公司产品。

3) 行业竞争激烈，市占率提升不及预期

行业内竞争对手多元化，既包括大型运动鞋服知名大公司、批发商等，也包括潜在市场进入者，竞争可能带来定价压力、利润率下降、市场份额流失等影响。

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 | 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 | 上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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 |