



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告
2024年03月20日
行业：纺织服饰
增持（维持）

户外行业千亿市场，高景气延续

——户外行业研究报告

分析师：杜洋 SAC编号：S0870523090002

主要观点

户外行业：国内户外运动行业百亿市场，渗透率有望持续提升。

全球户外行业规模大，发达国家户外运动普及度高，我国户外渗透率有望持续提升。2022年全球户外行业规模约2002亿美元，同比增长10.49%；据弘则研究数据，2022年户外鞋服行业市场规模达384亿元，同比增长18.00%；2022年中国户外用品行业零售额约为262.20亿元，同比增长3.39%；相比海外超50%的户外运动渗透率，中国的户外运动渗透率仅为28%，仍有较大的上升空间。

户外运动渗透率提升的前提是，国民对于运动习惯的提升。根据央视财经数据，我国经常参与体育锻炼的人数已超过5亿人；根据小红书《2023户外生活趋势报告》，2023年户外已逐步走向生活化、全民化，2023年1-10月，户外用户日活环比增长超100%。

从子户外分类来看，露营、滑雪等近年来相对高景气，户外运动成为大众“新生活方式”。户外运动品类需求进一步细分以滑雪、飞盘和露营等休闲类户外运动出圈为标志，户外的热风持续蔓延，核心户外运动品类不断丰富。此外，社交媒体如抖音、小红书等户外运动笔记数量快速提升，也带动户外运动风潮更加兴起，2023年1-10月户外活动在小红书笔记发布量累计已近700万篇，“户外徒步”相关话题阅读量超25亿次。

◆ 投资主线一：国内头部运动品牌，受益于户外行业的普及。

户外运动产业进入黄金发展期，我们认为“安踏系”、李宁、波司登等头部运动品牌服饰将受益。安踏：通过收购迪桑特、始祖鸟、可隆等品牌，不断完善自身品牌矩阵。我们认为这些品牌良好发展得益于品牌内在价值、优异管理运营和户外行业红利。从长期来看，我们认为安踏的多品牌布局有望受益于不同细分户外子赛道的不断扩增。李宁：国货运动龙头穿越周期，聚焦长期增长。波司登：国产羽绒龙头，品牌高端化、年轻化趋势显著。

◆ 投资主线二：海外户外&运动需求热度持续，对于国内出口供应类企业受益。

户外经济热潮的发展，运动鞋履行业集中度提升，我们认为国内出口制造企业将受益。建议关注：华利集团：公司是运动休闲鞋履核心供应商，具备优质客户资源基础（NIKE、Columbia、Under Armour等）。我们预计，伴随海外户外运动需求上行，未来有望受益、实现销售和业绩修复增长。

◆ 投资主线三：关注户外用品行业，销售海外产品创新，国内渗透率提升。

精致露营、滑雪、水上浆板运动带动国内外户外用品需求提升。建议关注：三夫户外（户外连锁零售）、浙江自然（充气床垫/箱包/水上SUP龙头）、牧高笛（帐篷自有品牌/代工）。

◆ 风险提示：消费需求放缓；原料价格上涨；海外监管趋严；大客户流失；汇率波动。

目录

Content

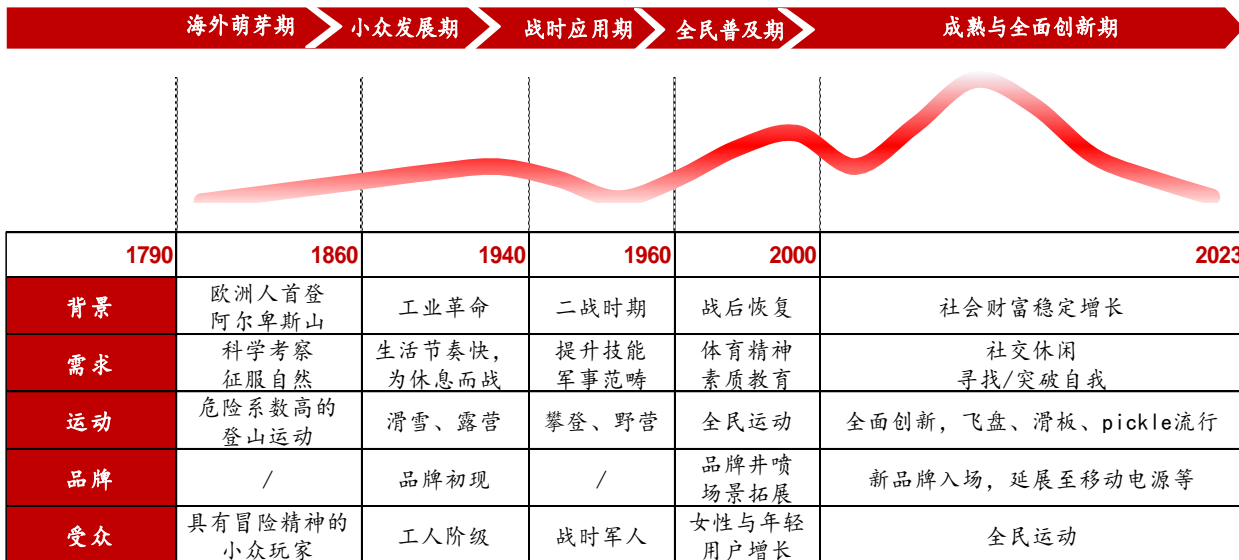
- 一、户外行业概况
- 二、户外行业重点品牌及公司
- 三、投资策略
- 四、风险提示

1.1 海外：全球千亿美元户外市场，发达国家户外行业发展历史悠久

◆ **发达国家户外运动发展历史悠久，经济发展水平、政策、基础设施为三大核心驱动因素。**户外运动起步于18世纪末到19世纪初的探险及科考活动，二战后在欧美率先得到普及，实现大众化，欧美户外运动参与率在50%以上。根据Statista数据，2022年全球户外用品行业营收规模约2002亿美元，同比增长10.49%，2020-2022CAGR为11.86%；预计2023年营收规模将达2156亿美元、2024年将达2265亿美元。从美国、日本的户外行业发展历程来看，经济发展水平、政策、基础设施，是户外行业发展的三大核心驱动因素。以美国户外行业发展历史来看：

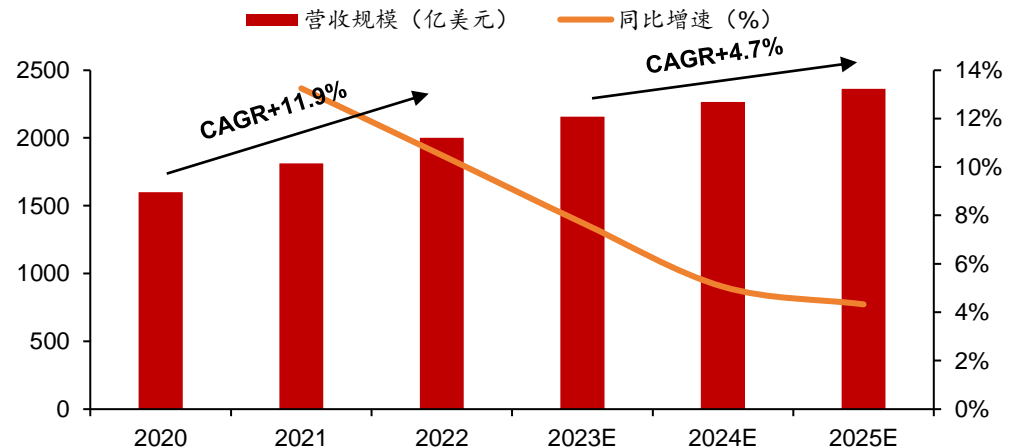
- 1) 行业的发展与人均GDP呈现高度相关性。**随着经济的进一步快速增长，美国民众的户外活动需求迅速增长，形式多样化，骑行、露营、滑雪为代表的户外运动快速兴起。
- 2) 政策为行业催化剂。**美国政府在休假制度、场地、资金等方面政策支持，对于二战后到1970年的美国户外行业的发展，起到了很好的催化作用。日本政府推行公务员双休制，为日本民众的运动休闲提供了时间保障，使得以汽车露营为代表的户外运动在日本取得长足发展。
- 3) 基础设施为行业发展提供保障。**美国上世纪50年代启动重大基础设施发展计划，将全美露营地数量提升了超200%，同时美国增加了对国家公园体系、步道系统等户外娱乐基础设施和以州际公路体系为代表的交通网络等基础设施的投资，极大促进了美国露营市场的发展。

图1 欧美户外行业发展历程



资料来源：中国公关网，上海证券研究所

图2 全球户外用品市场规模及增速



资料来源：中国公关网，上海证券研究所

1.2 国内：中国户外用品行业稳健发展、渗透率提升空间广阔

- ◆ **疫后户外经济发展迅猛，国内户外行业实现百亿市场，并加速扩容。**2000年后，我国户外运动向大众延伸，户外用品市场井喷式增长。根据中国纺织品商业协会户外用品分会分类，户外运动用品可分为服装类、鞋类、背包类、装备类、配件类和器材类。据弘则研究数据，2022年户外鞋服行业市场规模达384亿元，同比增长18.00%；其中，户外服饰占据了最大市场，2022年占比69.01%，户外服装总体呈现持续扩张趋势。
- ◆ **随着户外运动渗透率不断提升，我国户外用品市场规模稳健增长。**中国户外运动渗透率仅为28%，与海外超50%的渗透率相比仍有较大的上升空间。据《2023年全球户外用品行业白皮书》显示，2022年中国户外用品行业零售额约为262.20亿元，同比增长3.39%。2002-2012年期间我国户外用品零售总额CAGR达47.38%；2013年后户外用品行业发展趋于成熟，市场规模增速降低，行业向精细化方向调整；2020年以来疫情对室内活动加以限制，促使消费者将娱乐活动转向兼具户外和私密性的露营活动。根据中商研究院，预计2023年中国户外用品零售额将达到271.10亿元，2024年将达到274.40亿元。

图3 中国户外鞋服行业规模（单位：亿元，%）

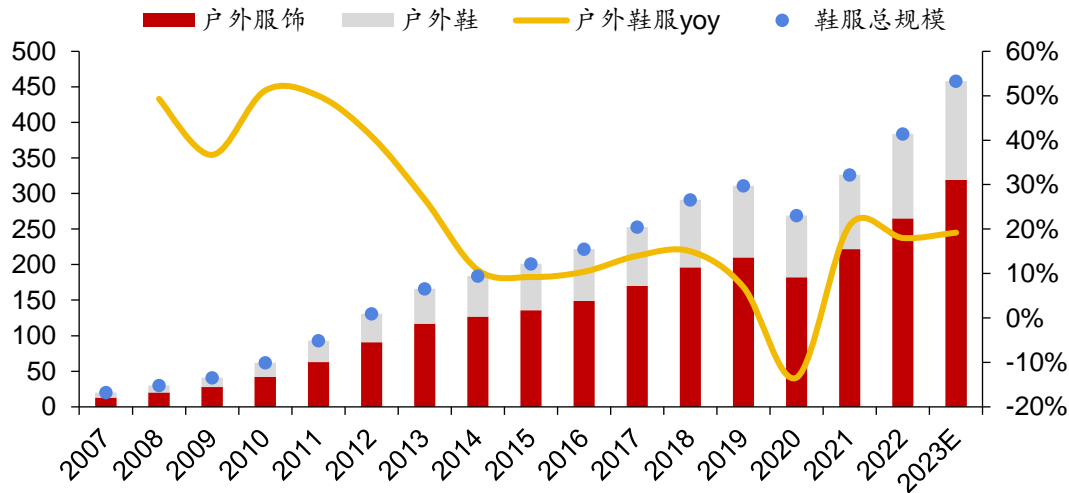
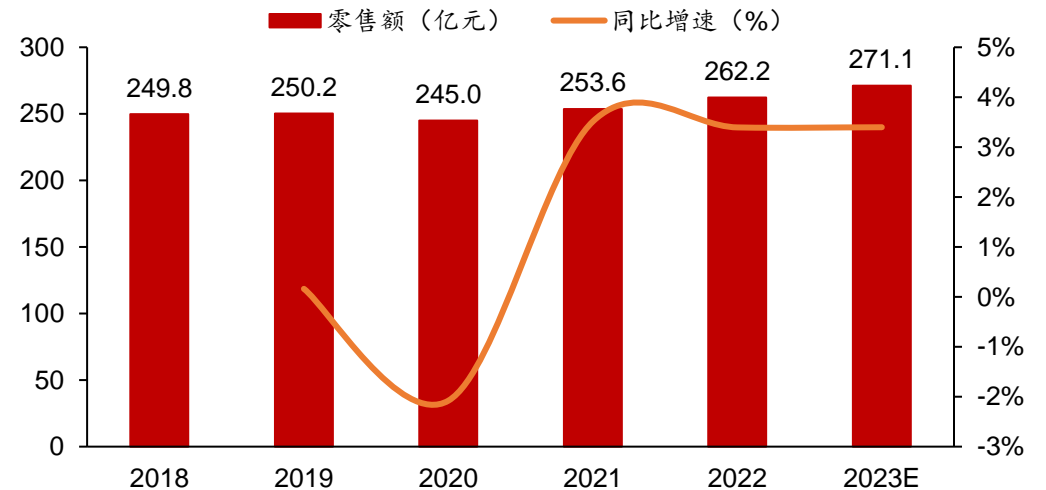


图4 中国户外用品市场零售额及增速预测



1.3 发展特点：中国户外运动不断普及，多元运动方式推动行业发展

◆ 我国户外运动不断普及，多元户外运动方式对户外消费有促进作用。1956年我国首支国家级登山队成立，1960年首次登上珠穆朗玛峰，从此揭开了我国户外运动发展的序幕。据国家体育总局发布的数据，预计到2025年，中国户外运动产业总规模将超过3万亿元。户外运动市场规模正在不断扩大，市场需求对户外运动消费起到了积极的推动作用。结合近年冰雪热带来对户外行业整体关注度，我们认为户外产品延伸场景的机遇增加，2024年户外行业有望再爆发。

◆ 户外鞋服及用品行业当前发展亮点：

- 1) 基础运动（如健身）渗透率提升后，对细分户外运动的探索兴趣在加大；
- 2) 户外运动鞋服相比于日常鞋服具有更强的功能性且精准定位于细分的各品类户外运动领域，更契合消费者的个性化需求；
- 3) 户外的高消费属性使其与商务圈层产生交集。

图5 中国户外行业发展历程



表1 中国户外行业供需情况

户外鞋服配饰的需求端驱动		户外行业的供给增加
渗透率提升	产品升级	供给增加
基础运动（如健身）渗透率提升后对户外小众运动的兴趣增加	功能性的持续提升	新兴小众运动的不断增加给予户外服饰延展场景的机遇
小众户外带来的“圈层感”	配色、版型、时尚度提升	大力兴办雪场、攀岩馆等带来更便利的获取方式
	日常、商务场景新场景的开发	

资料来源：华经情报网，国家体育总局，中国青年网，上海证券研究所

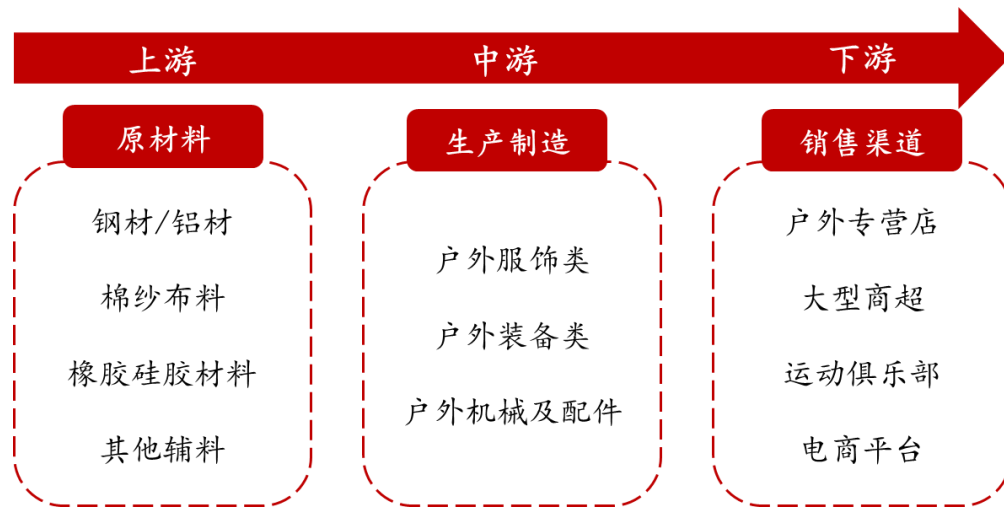
资料来源：弘则研究，上海证券研究所



1.4 细分赛道：国内户外用品企业逐步受益，露营、滑雪成为高景气机会赛道

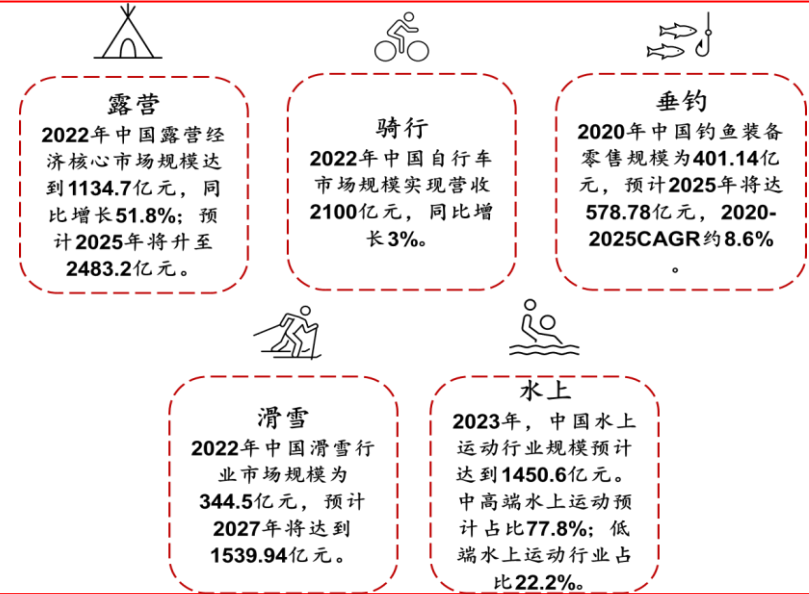
- ◆ **户外用品产业链分为原材料生产、代工生产、品牌商以及零售商环节。**我国上市户外企业集中在产业链中上游，主要为纺织、化纤、面辅料制造企业与OEM/ODM代工企业，其中拥有核心技术的企业盈利较为突出。产业链中下游为品牌商与零售商，国内上市企业稀缺，体量相比海外公司较小。随着近些年国内户外运动的兴起，我们认为随着户外产品持续更新迭代，未来产品设计更新颖、功能性更强，国内上市企业有望逐渐受益。
- ◆ **户外运动细分项目丰富多样，露营、滑雪近年来相对高景气，为细分机会赛道。**按发展类型看，户外运动主要分为传统户外运动以及新兴户外运动两类，其中传统户外运动包括露营、冰雪、骑行、垂钓、徒步、水上等，新兴户外运动则涵盖飞盘、骑马、滑翔伞等。传统户外运动中，露营及滑雪景气度相对较高，为主要细分机会赛道，2022年中国露营核心市场规模达1134.70亿元，同比增长51.80%；2022年滑雪行业市场规模为344.5亿元，预计2027年达到1539.94亿元，期间CAGR为34.92%，市场前景广阔。

图6 户外行业产业链上下游



资料来源：华经情报网，上海证券研究所

图7 户外运动细分行业规模情况



资料来源：艾媒咨询，证券时报，新京报，观研天下，青报现象山，上海证券研究所



1.5 发展趋势：行业不断向高端化、年轻化、日常化等趋势发展

在政策、产业、市场三者的共同作用下，户外运动行业迅速走向大众，行业不断向高端化、年轻化、日常化等趋势发展。

- 1) **高端化**：均价呈现上涨态势，产品高端化趋势显著。
- 2) **年轻化**：年轻人作为运动户外市场的消费主力军。据2024春夏淘宝天猫运动户外行业趋势白皮书，18-29岁年轻人群占比近四成，成为市场的中坚力量。
- 3) **专业化**：更专业的户外运动风潮兴起。
- 4) **细分化**：户外运动品类需求进一步细分，核心运动户外品类不断细分。
- 5) **日常化**：**场景日常化**——泛运动场景引领增长，专业运动品类日常化，泛运动场景下的细分场景增速明显，运动户外的专业品类正在逐渐往日常场景上延展，包括运动凉鞋/凉鞋、冲锋衣裤等品类正快速走进我们日常生活场景，叠加不同的运动品类满足不同场景需求。**锻炼人数占比提升**——国民对于户外运动热情持续提升，我国经常参与体育锻炼的人数占比预计2025年实现占比超45%的目标。

图8 休闲户外运动渗透率高

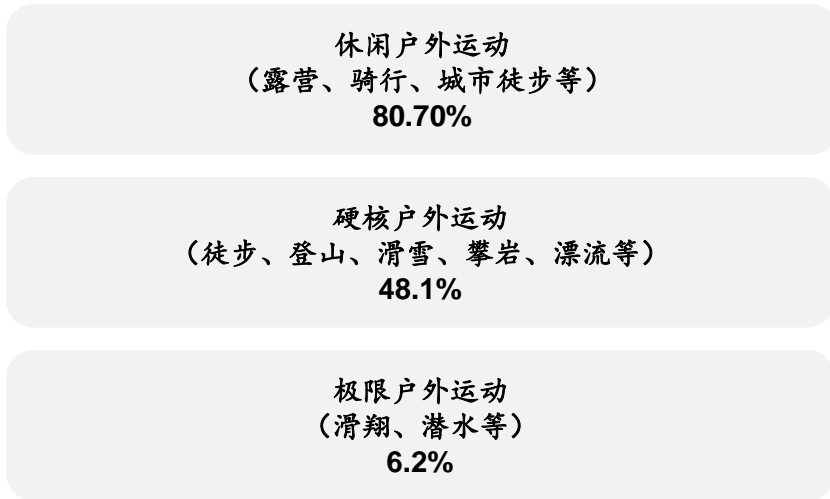
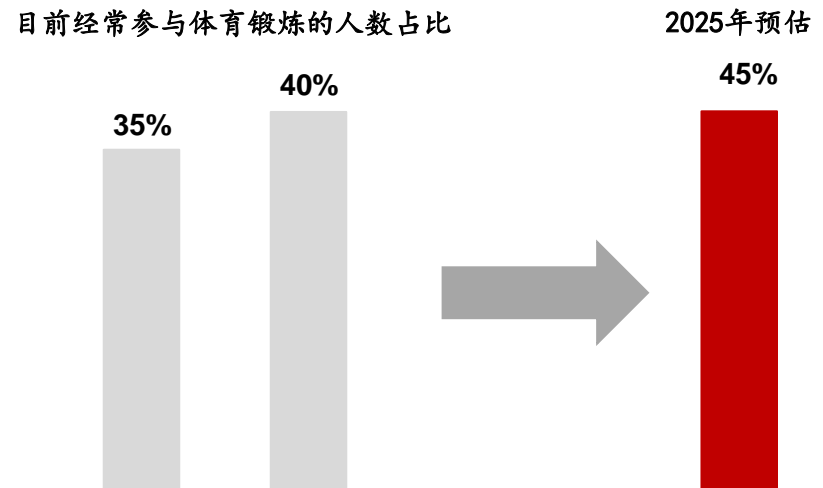


图9 国民参与体育锻炼人数占比情况



1.6 品牌端：中国户外用品市场中，国产份额持续提升，头部品牌份额不断增长

- ◆ **中国户外用品市场中，国产份额持续提升，并正在向头部品牌集中。**从整体中国运动服饰市场看，中国品牌份额在提升通道，2015年至2023年，提升约8-10pcts。据弘则研究统计的35家头部运动品牌公司中，户外运动品牌的份额在2016-2018年有所放缓，主要系探路者与哥伦比亚品牌大幅下滑，从2019-2022年开始份额持续提升。中国品牌份额不断提升，2022年，户外品牌中安踏体育旗下的迪桑特、始祖鸟市场份额皆为0.9%，是排名最高的户外品牌。
- ◆ **从出货金额视角看，头部大品牌份额不断增长。**近年中高端户外品牌较受欢迎，偏中高端的迪桑特、始祖鸟、Timberland份额持续提升，偏大众定位的探路者份额有所减少，哥伦比亚份额对于北面The North Face也相对减少。

图10 中国户外用品品牌数量及国内品牌占比情况

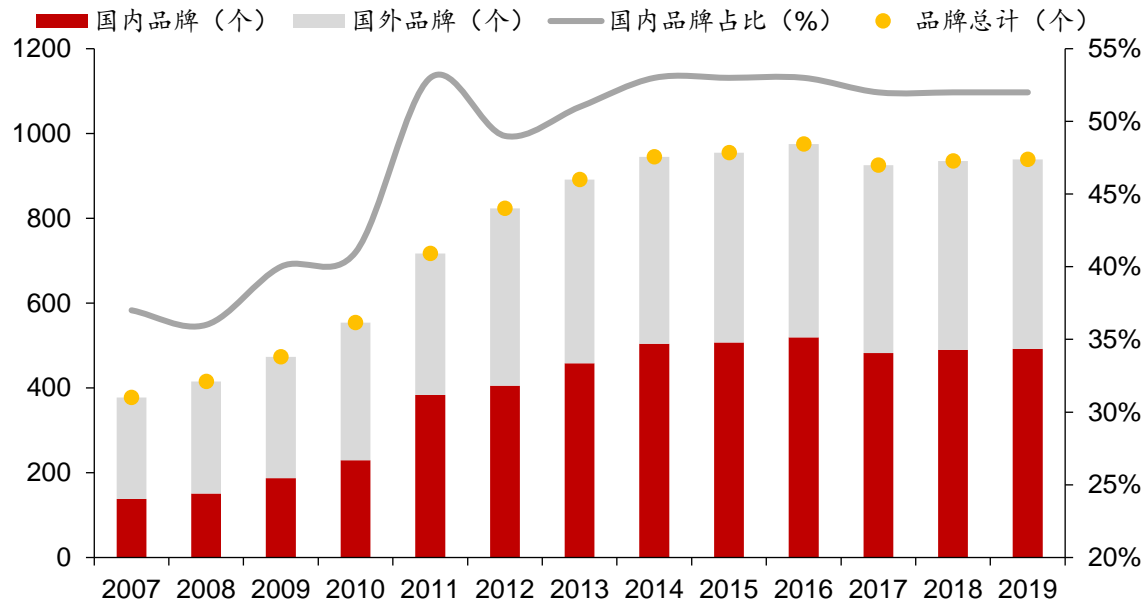
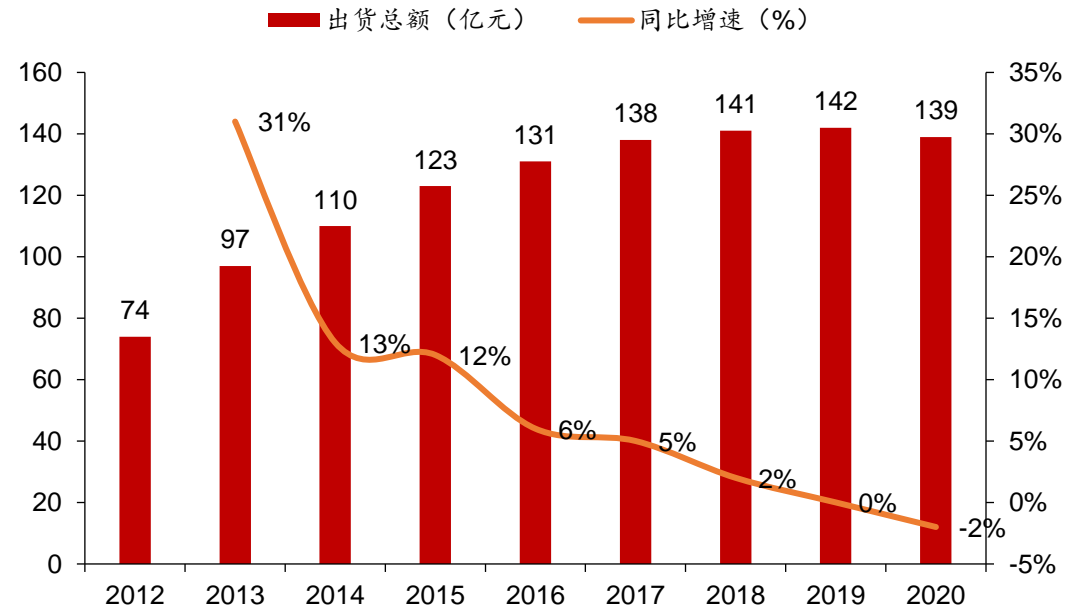


图11 中国户外用品品牌出货总额及增速



1.6 品牌端：高端化、年轻化、性价比驱动下，户外鞋服龙头增长势头良好

◆ **户外鞋服：国内外头部品牌均获良好增长，高端化、年轻化、性价比驱动。** 国产品牌骆驼和蕉下凭借优秀的美学设计以及性价比持续吸引消费者，2023MAT销售额（滚动全年数据）同比增长110.40%、63.40%，国外老牌户外鞋服品牌仍然占据主要市场。另外，在头部户外品牌加码产品高端化背景下，近年销售均价出现少幅上涨。消费者也更注重良好的穿着体验，也更愿意购买高单价商品。Z世代成为主要增量消费群体，00后消费者购买冲锋衣的数量涨幅最快。

表2 主要户外鞋服公司一览表

品牌	所属公司	主要特点	国家
始祖鸟(Arc'teryx)	安踏体育	全球顶级户外品牌，主要产品涉及徒步、攀登和冰雪运动的鞋服。	加拿大
巴塔哥尼亚(Patagonia)	巴塔哥尼亚	环保的经营理念，主要产品为户外鞋服、户外用品等。	美国
哥伦比亚(Columbia)	哥伦比亚集团	以生产雨衣、雨帽起家，主要产品为休闲户外服装、鞋、帽子等。	美国
狼爪(Jack-Wolfskin)	卡拉威高尔夫集团	户外产品有滑雪系列、徒步系列(长途徒步、城市休闲)、登山系列。	德国
北面(The North Face)	VF集团	提供高性能服装、装备和鞋类等一系列丰富产品的供应商。	美国
探路者(TOREAD)	探路者控股集团股份有限公司	产品涵盖户外服装、户外鞋品和户外装备三大系列，市场销售量和市场占有率排名第一。	中国
骆驼	骆驼(中国)户外用品有限公司	成立于2005年，主要产品包括男鞋、户外、女鞋、男装、运动、瑜伽健身、女装、童装以及皮具箱包等。	美国(品牌所属国)



1.6 品牌端：户外用品竞争格局稳定，国货品牌竞争优势显现

- ◆ **户外用品：细分赛道格局稳定，近年国货品牌竞争优势突出，国外品牌占据户外用品高端市场。**中国户外行业品牌竞争格局为：国内品牌集中于中高及大众市场，国内知名户外品牌包括探路者、三夫户外、牧高笛等，国外由北面（The North Face）、始祖鸟、狼爪等占据行业高端市场。据鲸参谋数据显示，我国户外行业TOP10品牌中，国产户外品牌在市场中的销售排名比较靠前，具备竞争优势。

表3 主要户外用品公司一览表

公司名称	主要产品	国家地区	主营业务	自有品牌
浙江自然	TPU床垫	中国	充气床垫、户外箱包、头枕坐垫	无
三夫户外	主要产品包括户外服装、户外鞋袜、户外装备和户外服务	中国	从事连锁零售多品牌多品类专业优质户外运动用品业务、自有和独家代理品牌运营业务、亲子乐园的经营、户外赛事的策划及组织、供应链物流	X-BIONIC, SANFOPLUS
牧高笛	帐篷、睡袋、登山杖	中国	专业的户外旅行装备，户外探险及旅行所需装备和服饰	大牧，小牧
台湾FENGYI	TPU床垫	中国台湾	自动充气床垫、空气床垫、床垫特制气嘴、防水袋和其他轻型户外用品	无
华生科技	划水板、体操垫、充气艇	中国	气密材料和柔性材料，其中气密材料包括拉丝气垫材料和充气游艇材料	无
TRANGOWORD	PVC床垫	西班牙	冲锋衣、鞋、裤子、手套、背包、充气床垫	无
华利集团	运动休闲鞋、户外鞋靴、运动凉鞋/拖鞋	中国	从事运动鞋履的开发设计、生产与销售，是全球领先的运动鞋专业制造商	无
CascadeDesigns	TPU床垫	美国	便携睡垫、枕头、坐垫	Therm-a-Rest
荣威国际	PVC床垫	中国	地上游泳池及便携移动式SPA、娱乐产品、运动产品、野营产品	Bestway
明达实业	PVC床垫	中国	充气床、充气船、充气玩具	InTex
开润股份	休闲包袋、旅行箱、商务包袋	中国	运动休闲包袋、商务包袋、其他功能性软包、拉杆箱等产品的代工业务和围绕电商平台的品牌经营业务	90分
浙江永强	遮阳伞、秋千、帐篷、火炉、户外厨房等	中国	户外休闲家具用品的研发设计、生产、和销售	YOTRIO



1.7 政策端：支持政策陆续出台，产业获发展新机遇

- ◆ **行业支持政策相继出台，初期政策旨在加强体育普及和户外建设，户外运动产业迎来发展新机遇。**2016年以来，国家体育总局、国务院办公厅等相关部门发布了一系列政策支持国内体育、户外运动行业发展，相继出台露营地相关产业支持和规范化要求。2019年《产业结构调整指导目录（2019）》鼓励类旅游装备设备、休闲、登山、滑雪等各类户外用品开发与服务。2021年发布《全民健身计划2021-2025》，指出打造一批有影响力的体育旅游精品路线、精品赛事和示范基地。众多政策频繁提及“户外运动”“体育”。
- ◆ **后续新增户外政策聚焦服务及产业提升，推动精细化、高质量发展。**2022年《户外运动产业发展规划2022-2025年》指出到2025年，户外运动产业高质量发展成效显著；2023年《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案》将户外运动&活力山水相结合，打开户外消费场景空间。

表4 近年户外行业相关政策一览表

时间	政策名称	主要内容
2016年12月	《关于大力发展体育旅游的指导意见》	加快体育旅游发展。一要引领健身休闲旅游发展，二要培育赛事活动旅游市场，三要培育体育旅游市场主体，四要提升体育旅游装备制造水平
2017年7月	《汽车自驾运动营地发展规划》	加快营地建设。汽车自驾运动营地要参照景区标准建设与管理,要纳入当地旅游发展总体规划和自驾车旅居地营地发展规划
2019年9月	《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》	将登山、徒步、越野跑等体育运动项目作为发展森林旅游的重要方向
2019年10月	《产业结构调整指导目录(2019)》	鼓励类旅游装备设备、休闲、登山、滑雪等各类户外用品开发与服务
2020年12月	《粤港澳大湾区文化和旅游发展规划》	鼓励成立粤港澳大湾区自驾游营地,重点发展海鸟型、森林型、海滨型、乡村型等汽车营地,建设粤港澳大湾区滨海自驾旅游带
2021年4月	《“十四五”时期全民健身设施补短板工程实施方案》	新增体育公园、健康步道、户外运动公共服务设施三大支持方向
2021年8月	《全民健身计划(2021-2025)》	建设完善相关设施,拓展体育旅游产品和服务供给。打造一批有影响力的体育旅游精品路线、精品赛事和示范基地
2021年10月	《十四五体育发展规划》	建设1万个户外运动营地,形成“步道+水道+雪道+跑道”网状布局,推动自然资源向户外运动开放,丰富户外运动赛事活动,重点发展冰雪、山地户外、水上、汽车摩托车、航空、自行车、马拉松、铁人三项等户外运动产业
2022年1月	《京张体育文化旅游带建设规划》	发挥草原天路品牌影响力,发展草原运动、自驾车房车旅游等业态
2022年6月	《中华人民共和国体育法》	国家制定体育产业发展规划,扩大体育产业规模,增强体育产业活力,促进体育产业高质量发展,满足人民群众多样化体育需求
2022年10月	《户外运动产业发展规划(2022—2025年)》	提出到2025年,户外运动产业高质量发展成效显著,基本形成供给与需求有效对接、产业与生态协调发展、产品与服务品牌彰显、业态与模式持续创新的发展格局。
2023年10月	《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案(2023—2025年)》	推动户外运动产业绿色发展,加强户外运动场地设施建设,提升户外运动服务供给质量等

2.1 海外品牌：北美洲户外品牌进入中国市场比较早，哥伦比亚、北面率先进入中国

- ◆ **北美洲户外品牌进入中国市场比较早，大众认知更深刻。**北美洲主要户外品牌包括始祖鸟、巴塔哥尼亚、哥伦比亚、北面、土拨鼠等；欧洲主要户外品牌包括狼爪、老人头、猛犸象等。
- ◆ **哥伦比亚、北面最早进入中国市场。**北面、哥伦比亚先后于2000、2001年进入中国市场，当时国内户外行业处于快速发展期，哥伦比亚、北面等凭借先进的技术和品牌影响力占据一定的市场份额。哥伦比亚于2001年进入中国香港市场，太古资源作为哥伦比亚在中国港澳和内地独家经销商，2004年将哥伦比亚引进中国内地。2024年哥伦比亚转型提速，推出新系列押注近年来在年轻人群中走红的都市机能风潮。
- ◆ **北面联名破圈，年轻化驱动品牌高增长。**2007年4月，VF公司回收北面在中国区所有业务并开始发力中国市场，同年北面销售额增长150%。2008年北面大陆首家旗舰店在北京开业，伴随着电商崛起，北面也开始进入电商渠道。北面是最早尝试跨界联名的户外品牌之一，与多个潮流品牌不断推出联名款，已成功转型为大众时尚品牌。2023财年第三季度，北面收入成为VF集团唯一正增长的品牌，实现收入13.2亿美元，同比增长7%。

图13 2019-2022年北面品牌及哥伦比亚集团收入及增速

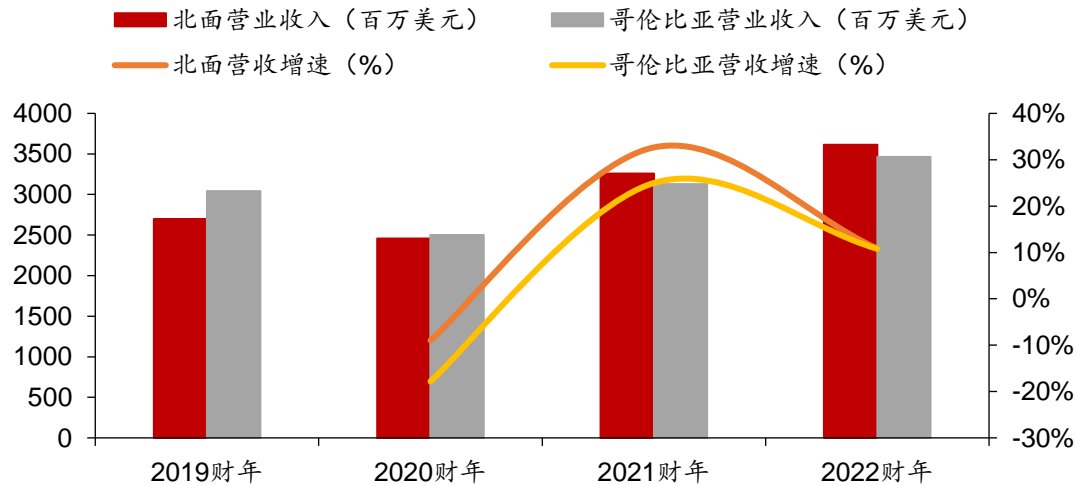
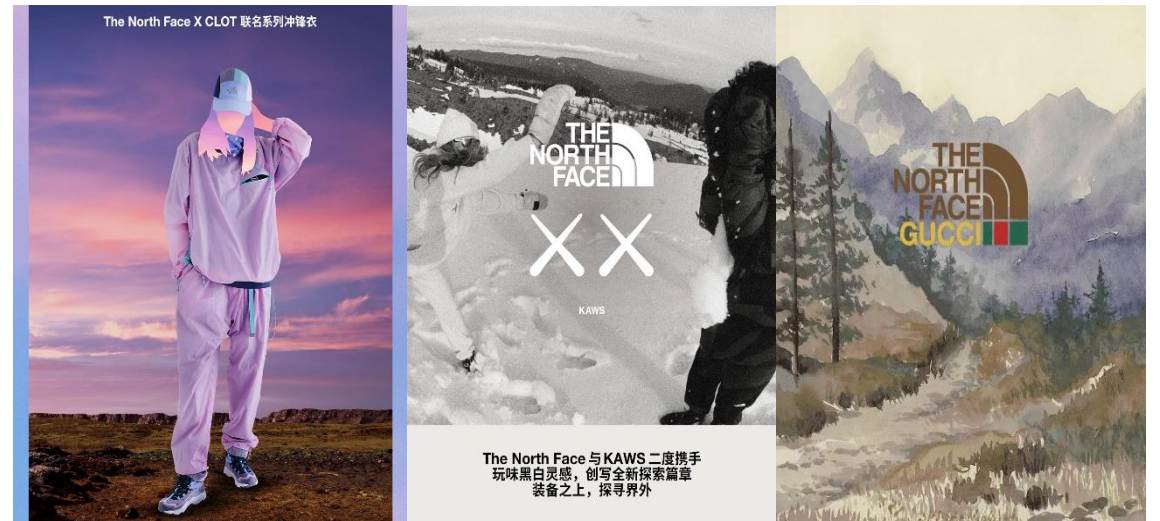


图14 北面与众多时尚品牌进行联名营销



2.2 国内品牌：户外经济热潮推动下，安踏体育积极持续收购海外品牌

- ◆ **在户外经济热潮的推动下，迪桑特和可隆迎来黄金发展期。**安踏集团23H1其他品牌（以迪桑特、可隆为主）营收32.5亿元，同比增长77.60%，占比总收入10.96%，2018-2022年收入年复合增速为36.16%，增长潜力大。
- ◆ **迪桑特：滑雪龙头地位稳固，切入儿童运动赛道。**2016年，安踏体育收购日本滑雪品牌迪桑特中国业务，我们认为迪桑特品牌抓住冬奥会红利，声量迅速打开。安踏体育发展规划指出，2024-2026年，迪桑特与可隆将力争打造集团的第3个百亿品牌。布局儿童运动赛道，开辟新的业绩增长点。户外运动热潮渗透至童装领域，迪桑特儿童系列首个线下门店在德基开业，未来预计进入深圳、沈阳商圈。定位高端人群、年轻化趋势显著。22年9月-23年8月迪桑特月活跃会员超80万，同比增长35%，人均消费金额超5000元，同比增长15%，其中35岁以下人群占比从39%提升至42%，年消费超过6000元的高值会员流水贡献比例达60%。
- ◆ **可隆：定位高端户外场景，高潜力赛道增长潜力大。**2017年，安踏体育外延收购韩国户外体育用品品牌可隆，截止23H1，可隆线下门店数量共计160家。可隆女性消费者占比远高于市场上其他竞争对手，并计划在2025年前，继续提升女性消费者的比例。未来可隆将继续构建核心商品矩阵，孵化具潜力的商品品类，预计未来有望在国内户外高潜力赛道中实现快速增长。

图15 2018-2022年迪桑特及可隆等品牌收入及增速

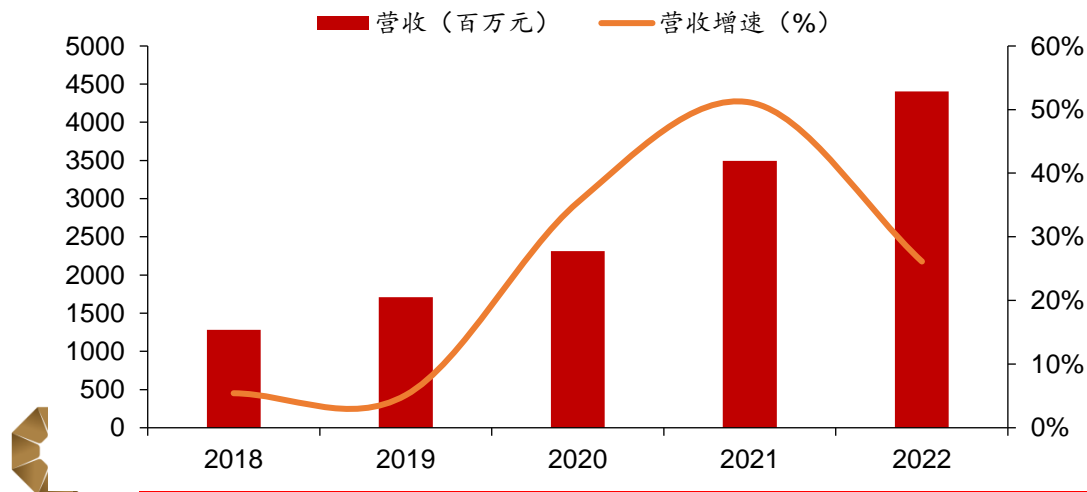


表5 2022年北京冬奥会运动品牌价值榜TOP10

排名	品牌	金牌数	银牌数	铜牌数	奖牌数
1	迪桑特	19	18	15	52
2	斐乐	23	14	13	50
3	Phenix	16	9	16	41
4	阿迪达斯	18	14	8	40
5	耐克	12	11	11	34
6	安踏	14	9	6	29
7	Zasport	5	10	13	28
8	Lululemon	3	8	14	25
9	优衣库	10	5	9	24
10	奥递乐	9	6	7	22

资料来源：体育大生意，上海证券研究所

资料来源：ifind，上海证券研究所

2.2 国内品牌：始祖鸟母公司成功上市，安踏体育全力推动国际业务发展

◆ **始祖鸟（亚玛芬体育）：始祖鸟母公司AmerSports赴美IPO，安踏体育国际业务发展前景广阔。** AmerSports于2024年1月4日正式向美国证券交易委员会递交F-1文件，于2月1日在纽交所挂牌上市。2020-2022年，AmerSports营收由24.46亿增长至35.48亿美元，期间CAGR达20%；23Q1-Q3营收达30.53亿美元，同比增长29.93%；毛利率实现52.2%。始祖鸟品牌增长迅速，大中华区占比近5成。

1) **分品牌看**，公司旗下核心品牌分别为始祖鸟、萨洛蒙和Wilson，23Q1-Q3三大核心品牌收入分别9.4/9.5/8.7亿美元，分别同比增长65%/35%/10%。其中，始祖鸟品牌收入实现高速增长，2020-2022年始祖鸟营收CAGR达31.92%。

2) **分地区看**，23Q1-Q3，亚玛芬体育收入有40%来自美洲，33%来自欧洲、中东和非洲，8%来自亚太地区（不包括大中华区），19%来自大中华区。其中，始祖鸟大中华区占比48%；截止23年三季度末，始祖鸟在大中华区设有63家自营零售店，占全球总门店数的近一半，“始祖鸟忠诚度计划”在大中华区已拥有170万+会员，2018年仅有1.4万名。

作为高端户外品牌的始祖鸟近年来不断突破消费圈层，依托于其专业的产品品质、极致的户外体验以及为消费者服务的品牌理念，与同类竞品拉开差距。我们认为，随着户外经济爆火，始祖鸟增势越发强劲，未来有望持续为母公司贡献显著业绩增量。

图16 2020-23Q1-Q3始祖鸟品牌收入及增速

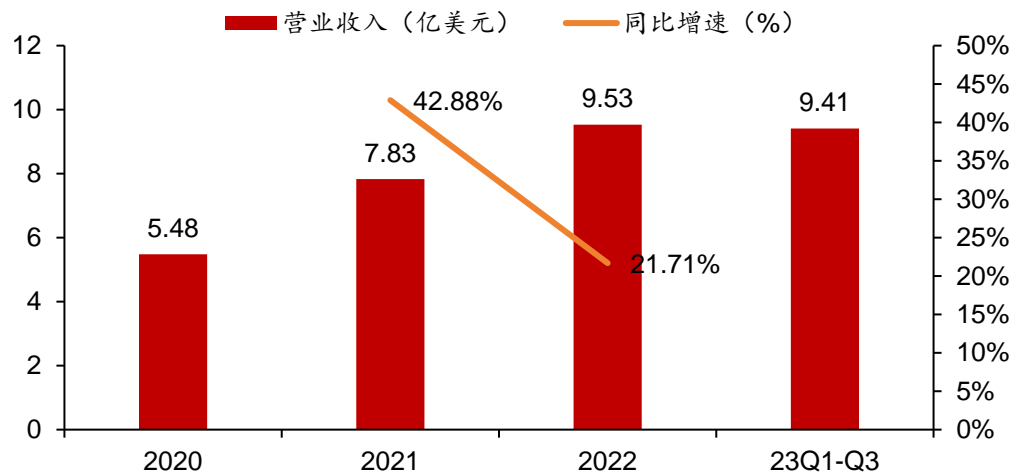


图17 始祖鸟山地课堂邀请顶级户外向导和专业运动员教授



2.2 国内品牌：运动服饰先锋产品矩阵不断完善，品牌高端化、年轻化发展

- ◆ **李宁：国货运动龙头穿越周期，聚焦长期增长。** 23H1公司营收140.19亿元，同比增长12.98%；归母净利润12.12亿元，同比下降3.11%。截至23年第三季度末，李宁销售点（不包括李宁YOUNG）零售流水按年实现单位数增长。线下渠道实现高单位数增长，其中零售（直接经营）渠道实现20%-30%增长及批发（特许经销商）渠道均实现增长。主业产品矩阵持续完善，持续强化库存管理。公司加强库存管理，以“促销”解决库存问题，通过实现“商品计划”“卖场计划”等，实现核心产品的销售最大化。我们认为，受益户外运动经济热潮的带动以及国货品牌的良好声量，预计2024年库存改善带动盈利水平回升，聚焦中长期成长性。
- ◆ **波司登：国产羽绒龙头，品牌高端化、年轻化趋势显著。** 波司登在2023/24财年中期业绩报告中指出，公司实现营业收入74.72亿元，同比增长20.9%；毛利率为49.97%，与上年同期基本持平。近年波司登持续推出多个系列产品，登峰2.0系列在羽绒、面料、辅料、工艺等方面也都实现突破。2018年11月，波司登与全球顶级的面料供应商Gore-Tex强强联合，推出高端户外系列羽绒服。我们认为，与始祖鸟等高端户外品牌相比，波司登羽绒生产制造技术以及产品性价比高，成功切入户外高端细分市场。另外，波司登全力协助中国的探险运动与科考事业，成为征服“世界三极”的中国服装品牌，连续助力第36、37、38次南极科考队。其登峰2.0系列由国家登山队、南极科考队、中国北斗定位等百余位专家合力研发，通过极限环境测试，有望对户外探险乃至极地科考领域带来颠覆性的突破。

图18 2019-23H1李宁营收及增速

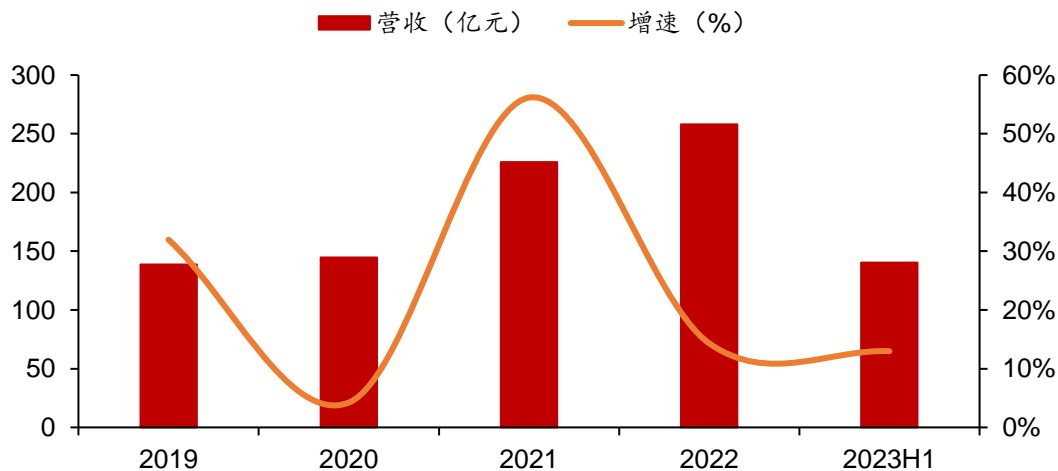


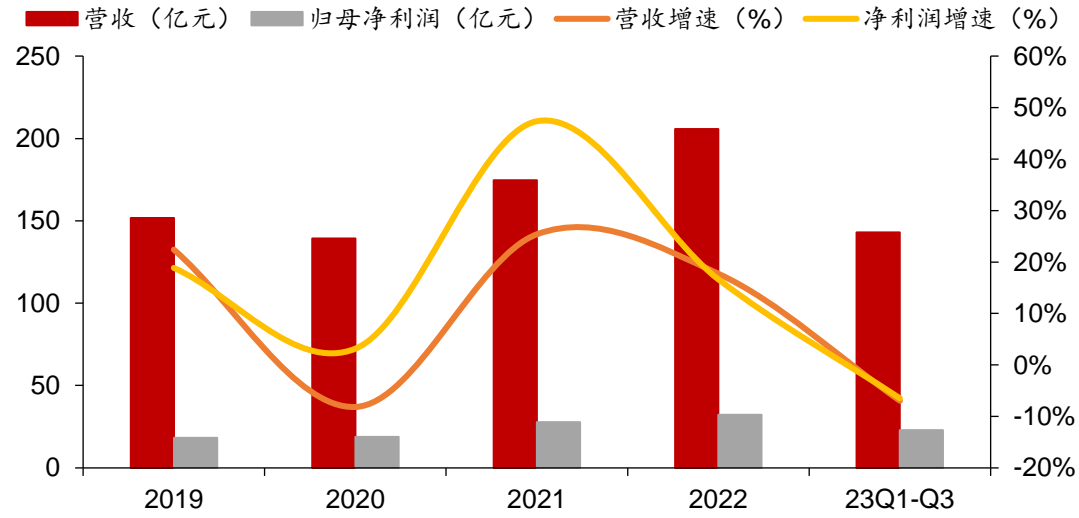
图19 波司登1998年及2019年助力中国登山队再次登顶珠峰



2.3 华利集团：运动鞋履核心供应商，受益于补库周期及海外扩产

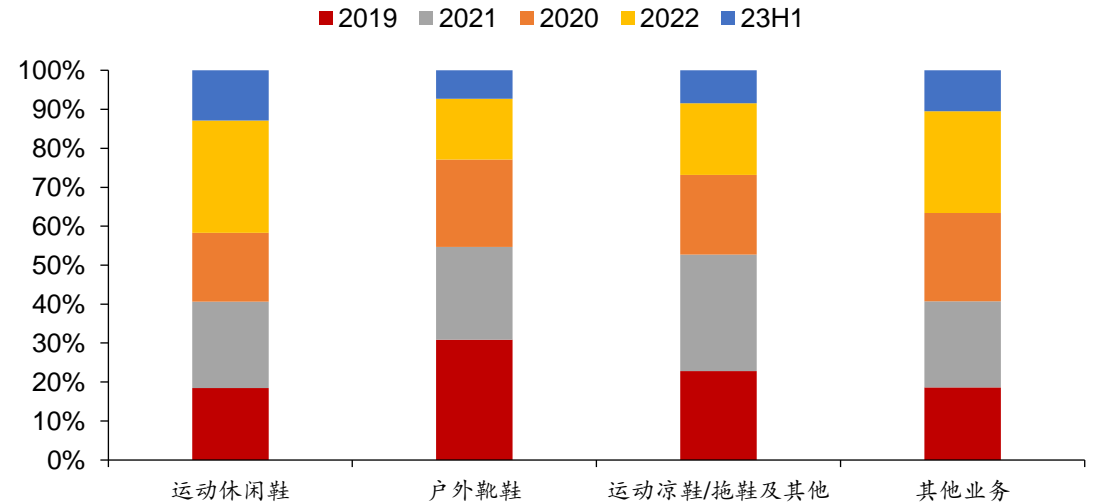
- ◆ **华利集团：运动鞋履代工龙头，户外需求上行带动销售增长。**公司主要从事运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋等的研产销，已成为全球领先的运动鞋专业制造商。公司合作品牌包括 Nike、Converse、Vans、Hoka、Puma、Under Armour 等国际品牌，具备优质的客户资源。消费者对于户外鞋履需求稳健，但运动品牌库存调整对公司订单产生一定影响，部分运动品牌的产品库存经过一段时间的调整有所缓解。23Q1-Q3公司实现收入143.08亿元，同比下降6.93%；归母净利润22.87亿元，同比下降6.48%。期间销售运动鞋 1.36 亿双，同比减少 19.64%。
- ◆ **深度绑定核心大客户，客户资源奠定企业优势。**2022年公司前五大客户的收入占比91.27%，呈现持续提升态势，NIKE、VF、Puma 等均为其前五大客户。我们认为，随着户外经济热潮的发展，叠加户外运动鞋履行业市场份额越来越集中在少数头部的趋势，华利集团掌握核心大客户资源，我们预计未来公司业绩有望回到增长水平。

图20 2019-23Q1-Q3华利集团业绩及增速



资料来源: ifind, 上海证券研究所

图21 华利集团分业务收入占比 (单位: %)



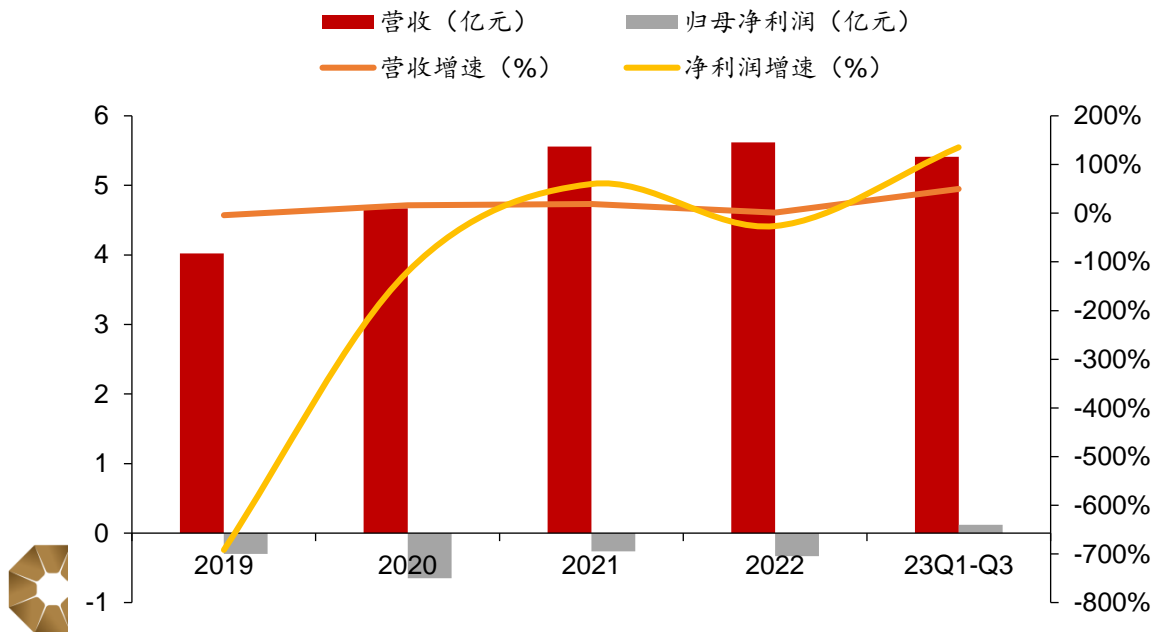
资料来源: ifind, 上海证券研究所



2.4 三夫户外：户外装备龙头，高端品牌矩阵持续丰富

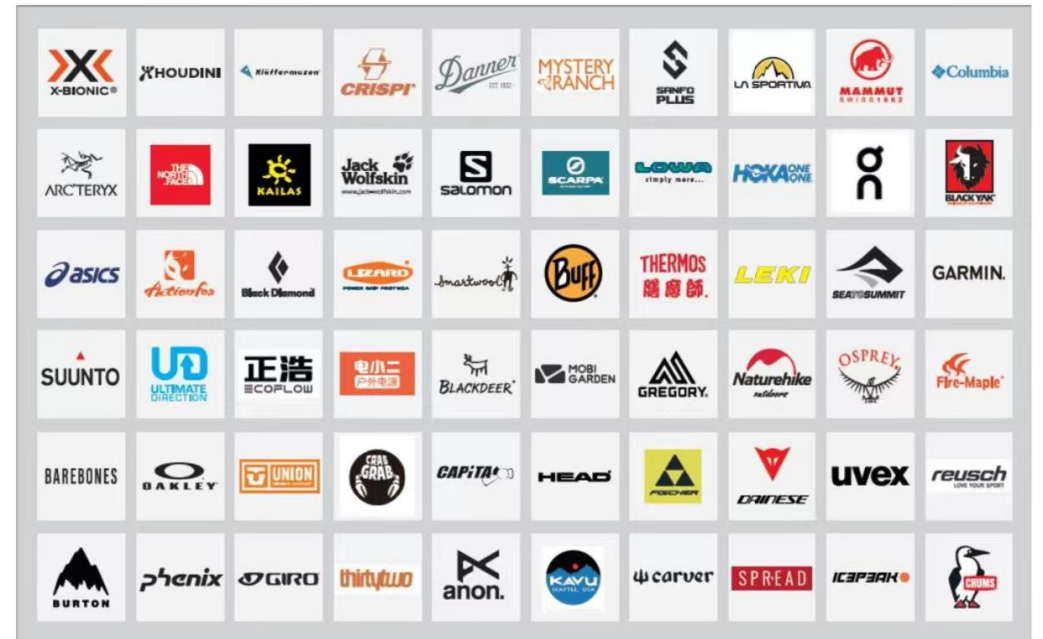
- ◆ **三夫户外：户外装备龙头企业**，主要从事连锁零售多品牌多品类专业优质户外运动用品业务等。2023Q1-Q3实现营收5.41亿元，同比增长49.73%；归母净利润0.12亿元，同比增长135.31%。2019年3月，三夫户外成为 X-Bionic 在中国市场的唯一战略合作伙伴，我们预计24年有望贡献增量。
- ◆ **公司品牌矩阵丰富，XBIONIC、攀山鼠处高成长阶段，定增提振公司信心**。公司拥有多个自由及代理品牌，如X-Bionic、攀山鼠、CRISPI、HOUDINI，23H1CRISPI实现批发销售2800元万+，同比增长50%+；攀山鼠实现销售4000万元+，同比增长300%。攀山鼠母公司与三夫户外签订合资协议，对三夫全资子公司北京旅行鼠户外用品有限公司进行增资，并获得60%股权。合资公司将发展和拓展在本区域内的攀山鼠品牌产品的分销业务和品牌建设。我们认为，此举有利于强化品牌建设，公司深耕户外领域多年，23年以来业绩有所回暖，持续聚焦“自有+独家代理”品牌运营业务，预计将进一步丰富公司产品矩阵、增厚公司业绩。23月5月拟向控股股东定增募资不超过1.8亿元，主要用于补充流动资金及偿还银行贷款，提振信心。

图22 2017-23Q1-Q3三夫户外业绩及增速



资料来源：ifind，上海证券研究所

图23 三夫户外旗下部分核心品牌

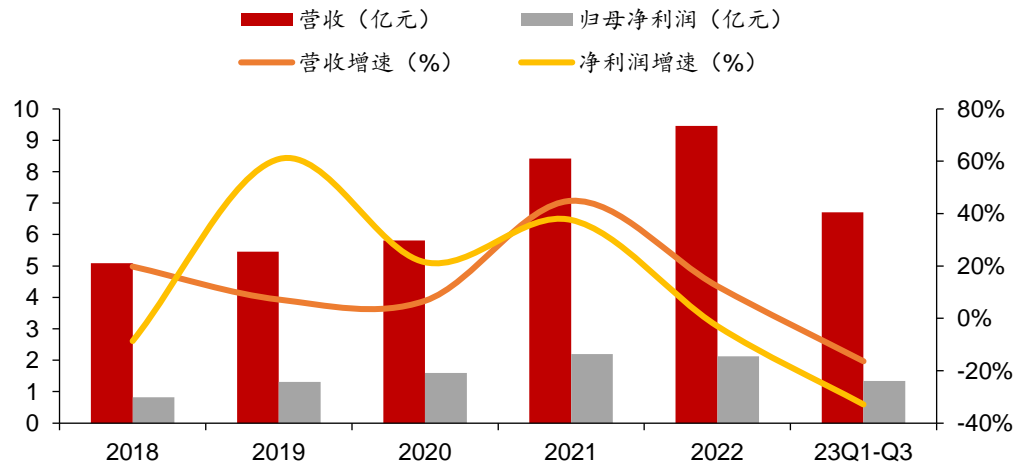


资料来源：三夫户外公司公告，上海证券研究所

2.5 牧高笛：把握户外精致露营趋势，积极构建全球产能战略布局

- ◆ **牧高笛：国内露营帐篷代工及品牌龙头，把握户外精致露营趋势。**牧高笛品牌创立于2003年，以冷山帐篷打开国内露营市场。公司主要从事品牌运营业务(自有品牌牧高笛MOBIGARDEN)与露营帐篷OEM/ODM业务，为全球客户提供高品质帐篷产品的开发设计和生产制造服务。品牌业务以国内市场为主，主品牌大牧从“冷山”帐篷开始，核心主打产品的户外露营装备系列，子品牌延续主品牌专业户外基因，将户外科技融合时尚风格，为消费者提供舒适体验。OEM/ODM业务产品瞄准国际市场，迪卡侬、Go outdoors、Kmart等知名品牌均为公司客户。23Q1-Q3实现营收11.55亿元，归母净利润1.10亿元，我们预计未来公司内销仍有提升空间，旗下品牌发力有望贡献增长。
- ◆ **抓住精致露营机遇，积极构建全球产能战略布局。**在自主品牌影响力扩充上，公司与理想汽车、小鹏汽车、劳斯莱斯、奔驰等进行合作，我们认为有利于提高公司产品影响力。**产能方面**，公司全球化产能布局，生产基地遍布国内、孟加拉和越南。多元化布局有利于提升客户服务能力、降本增效以及降低潜在风险。公司积极推进全球战略布局，在保证战略客户持续稳定合作的基础上，积极开拓新市场，完善全球销售网络。我们预计随着公司产能不断扩充，品牌建设的持续深入，不断创新的高质量产品，未来内销及海外业绩将持续快速增长。

图24 2017-23Q1-Q3牧高笛业绩及增速



资料来源: ifind, 上海证券研究所

图25 理想x牧高笛联名充气车尾帐篷



资料来源: 理想汽车, 上海证券研究所



2.6 浙江自然：全球户外用品赛道翘楚，客户及产能优势赋予长期增长动力

- ◆ **浙江自然：全球户外用品赛道翘楚**，公司是国内较早从事户外运动用品研产及销售的企业之一，主要从事充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外运动用品的研发、设计、生产和销售，并与全球40多个国家200多个品牌建立了良好稳定的合作关系。公司海外产能处于爬坡阶段，经历海外去库存，我们预计未来公司经营有望改善。从业绩层面，23Q1-Q3收入6.71亿元（-16.43%），归母净利润1.34亿元（-32.92%），业绩短期承压，我们预计随着市场需求恢复，23Q4业绩有望实现正增长。1) 利润端，23Q1-Q3毛利率/净利率分别为34.52%/19.42%，同比-1.61/-5.18pcts；其中23Q3毛利率/净利率分别为30.23%/8.99%，同比-6.82/-4.90pcts。2) 费用端，23Q1-Q3销售/管理/研发费用率分别为2.32%/6.21%/3.75%，同比+1.03/+1.50/+0.79pcts，受海外品牌去库存影响，叠加海外子公司产能处于爬坡期等，费用增长利润端承压。
- ◆ **核心客户深度绑定，产能释放预计拉动业绩修复**。公司已经与迪卡侬等全球知名公司建立了长期稳定的合作关系，积累了优质的客户资源。产能方面，越南子公司主要生产水上用品，由于SUP处于去库存阶段，未来静待市场回暖；柬埔寨子公司23年3月正式批量出货保温硬箱，预计23Q4或24年销售明显提升。公司海外子公司产能处于生产爬坡阶段，我们预计伴随新品快速放量，产能利用率恢复驱动业绩修复，预计销售在24年实现改善。

图26 2018-23Q1-Q3浙江自然业绩及增速

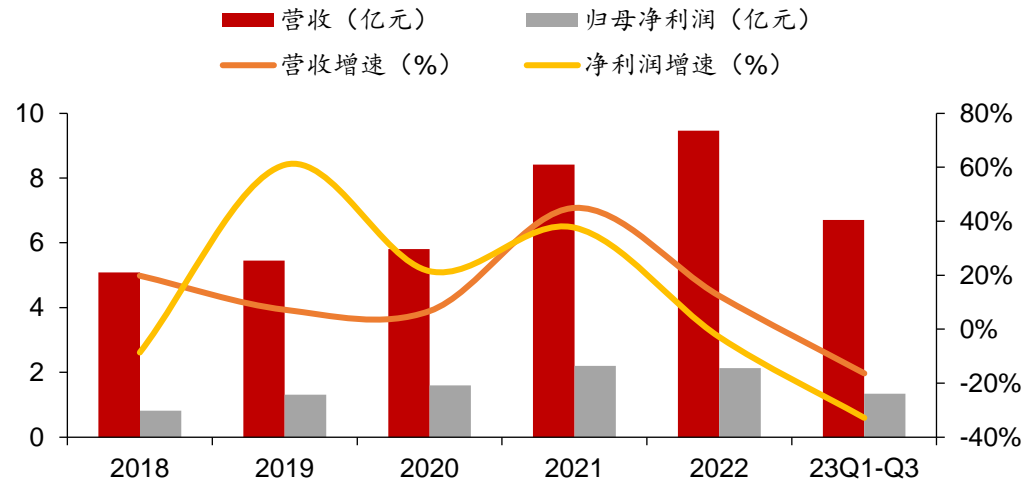


表6 浙江自然募资产能建设情况（截至23年6月）

项目名称	截至期末承诺投入金额	项目达到可使用状态日期
改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地	2.47	2024年10月
户外用品自动化生产其地改造	1.48	2024年12月
户外产品技术研发中心建设	1.11	2024年10月
越南户外用品生产基地建设	0.68	2022年10月
补充流动资金	1.5	-



未来十二个月内，维持纺织服饰行业“增持”评级。

◆ 投资主线一：国内头部运动品牌，受益于户外行业的普及。

- ▶ 户外运动产业进入黄金发展期，我们认为“安踏系”、李宁、波司登等头部运动品牌服饰将受益。安踏：通过收购迪桑特、始祖鸟、可隆等品牌，不断完善自身品牌矩阵。我们认为这些品牌良好发展得益于品牌内在价值、优异管理运营和户外行业红利。从长期来看，我们认为安踏的多品牌布局有望受益于不同细分户外子赛道的不断扩增。李宁：国货运动龙头穿越周期，聚焦长期增长。波司登：国产羽绒龙头，品牌高端化、年轻化趋势显著。

◆ 投资主线二：海外户外&运动需求热度持续，对于国内出口供应类企业受益。

- ▶ 户外经济热潮的发展，运动鞋履行业集中度提升，我们认为国内出口制造企业将受益。建议关注：华利集团：公司是运动休闲鞋履核心供应商，具备优质客户资源基础（NIKE、Columbia、Under Armour等）。我们预计，伴随海外户外运动需求上行，未来有望受益、实现销售和业绩修复增长。

◆ 投资主线三：关注户外用品行业，销售海外产品创新，国内渗透率提升。

- ▶ 精致露营、滑雪、水上浆板运动带动国内外户外用品需求提升。建议关注：三夫户外（户外连锁零售）、浙江自然（充气床垫/箱包/水上SUP龙头）、牧高笛（帐篷自有品牌/代工）。



- (1) 消费需求不及预期风险：如果消费需求不及预期，对行业的将带来不利影响。
- (2) 原料价格上涨风险：若原材料价格大幅上涨，企业成本压力加大，业绩可能不及预期。
- (3) 海外监管趋严风险：若海外监管政策趋严，企业容易面临经营风险。
- (4) 大客户流失风险：若出现大客户减少订单或流失，公司业绩有可能会受到影响。
- (5) 汇率波动风险：若汇率发生大幅波动，将可能对经营业绩产生不利影响。



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

