

# 三夫户外 (002780.SZ) 深耕户外历浮沉，坚定转型焕新颜

2024年05月06日

——中小盘首次覆盖报告

**投资评级：买入（首次）**
**任浪（分析师）**
**周佳（分析师）**

renlang@kysec.cn

zhoujia@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

证书编号：S0790523070004

日期	2024/5/6
当前股价(元)	11.22
一年最高最低(元)	16.49/8.82
总市值(亿元)	17.68
流通市值(亿元)	14.66
总股本(亿股)	1.58
流通股本(亿股)	1.31
近3个月换手率(%)	441.21

**中小盘研究团队**

## ● 深耕户外二十余载历浮沉，坚定品牌运营转型焕新颜

公司是深耕户外行业二十余载的国内户外零售龙头，2015年在中小板上市，2019年以来受户外零售市场低迷、始祖鸟销售权限受限等影响而连续四年亏损，2021年开始从户外渠道零售向户外品牌运营转型，2023年转型初见成效，实现扭亏为盈。在国内户外行业二次崛起、品牌化和高端化趋势延续的背景下，自有品牌X-BIONIC有望通过门店、经销、抖音等全渠道渗透保障业绩高增长，并通过KOL种草、顶尖商学院合作等多种方式破圈打开成长天花板。此外，合资品牌攀山鼠符合山系流行趋势，独代品牌CRISPI主打舒适零磨合并拓展都市功能品类、Houdini主打时尚环保并独立开店，均有望贡献业绩新增量。我们预计2024-2026年公司营业收入为11.1/14.2/17.5亿元，归母净利润为0.6/0.9/1.6亿元，当前股价对应PE为31.1/19.3/11.4倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

## ● X-BIONIC对标始祖鸟，好基因+好运营助力运动黑科技品牌持续高增长

始祖鸟的成功经验可总结为好基因+好运营，而X-BIONIC自带高端户外“好基因”，并在产品、渠道、营销等方面全力推动品牌化运营。品牌基因方面，X-BIONIC拥有排汗控温技术、滑雪场景加持以及深厚历史底蕴。品牌运营方面，产品端与顶尖面料商合作开发中外层产品，2023H1中外层产品营收占比已达60%；渠道端在SKP、万象城等顶级商圈开设10家单品牌店，在大型滑雪场开设12家滑雪店，在西安和锦州开拓两家经销商并跟其他经销商持续接洽；营销端通过KOL种草、明星代言、顶尖商学院合作等方式在商学院圈和时尚圈逐步破圈。未来，随着门店数量增长、经销渠道拓展及抖音渠道放量，X-BIONIC有望持续高增长。

## ● 攀山鼠+CRISPI+Houdini齐发力，细分领域户外顶级品牌贡献新增长点

公司主打的攀山鼠、CRISPI和Houdini均是户外顶级品牌，有望贡献新增长点。攀山鼠是瑞典山系经典户外品牌，有望借助山系流行趋势持续扩大销售规模；CRISPI是意大利手工匠心传承品牌，受益于品牌专区的持续开设；Houdini是北欧户外美学品牌，受益于单品牌店、三夫综合店以及经销渠道的持续开拓。

● **风险提示：**宏观经济波动风险；品牌运营不及预期风险；存货跌价风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	562	846	1,114	1,423	1,748
YOY(%)	1.2	50.5	31.6	27.8	22.8
归母净利润(百万元)	-33	37	57	92	155
YOY(%)	-25.9	210.9	55.6	61.1	68.9
毛利率(%)	52.7	53.6	54.8	55.7	57.8
净利率(%)	-5.9	4.3	5.1	6.4	8.8
ROE(%)	-5.6	3.2	7.7	11.1	15.8
EPS(摊薄/元)	-0.21	0.23	0.36	0.58	0.98
P/E(倍)	-53.7	48.4	31.1	19.3	11.4
P/B(倍)	2.7	2.6	2.4	2.1	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、深耕户外二十余载历浮沉，坚定转型焕新颜.....	6
1.1、历浮沉：乘户外东风成功上市，主动求变开启业务调整致业绩阵痛.....	7
1.1.1、业务发展阶段：聚焦发展户外用品零售业务，成为国内户外用品零售第一股.....	7
1.1.2、业务调整阶段：国内户外行业增速下滑，主动求变开启业务调整致业绩阵痛.....	8
1.2、焕新颜：坚定转型迎业绩拐点，董事长全额认购定增再显转型信心.....	11
1.2.1、“收购+合资+独家代理”完成品牌矩阵建设，线上线下同发力实现渠道优化.....	12
1.2.2、2023 转型初见成效实现扭亏为盈，董事长全额认购定增再显转型信心.....	15
2、国内户外运动二次崛起，品牌化与高端化势不可挡.....	18
2.1、供需双轮驱动国内户外二次崛起，对比欧美国内渗透率提升可期.....	18
2.1.1、经济发展催化新兴运动涌现，Gorpcore 风潮带动户外从专业走向大众.....	19
2.1.2、政策加码助力户外行业高质量发展，设施供应完善丰富户外运动场景.....	20
2.1.3、中国户外参与者有望保持高留存率，对比欧美国内户外运动渗透率提升可期.....	21
2.2、消费者品牌化意识增强，高价值量品牌建设成行业共性追求.....	23
2.2.1、消费者品牌化意识增强，渠道及代工商盈利承压，品牌建设成行业共性追求.....	23
2.2.2、以牧高笛为例：海外帐篷代工起家，打造大小牧自有品牌迎来快速增长.....	25
2.3、中产阶级高端户外消费需求强劲，涨价潮进一步延续高端化趋势.....	25
2.3.1、中产阶级不断壮大且户外消费意愿强劲，强功能性奠定高端户外高价基础.....	26
2.3.2、户外品牌为提升知名度纷纷开启涨价潮，户外行业高端化趋势进一步延续.....	30
3、各品牌向上突围路径清晰，多渠道渗透有望打开成长空间.....	31
3.1、对标始祖鸟，X-BIONIC 自带高端户外基因，品牌运营全面发力.....	31
3.1.1、复盘始祖鸟中国行的 0-1，总结高端户外品牌塑造公式为“好基因+好运营”.....	31
3.1.2、瑞士知名黑科技运动品牌，X-BIONIC 自带高端户外“好基因”.....	36
3.1.3、全面发力高端户外品牌“好运营”，X-BIONIC 成长之路可期.....	39
3.2、合资品牌攀山鼠表现亮眼，独代品牌 CRISPI、Houdini 打造新增长极.....	44
3.2.1、Klattermusen 攀山鼠：瑞典山系经典户外品牌，独具特色设计有望乘 Gorpcore 风而起.....	44
3.2.2、CRISPI：意大利手工匠心传承品牌，都市功能品类拓展有望贡献未来增长.....	46
3.2.3、Houdini：北欧户外美学代表品牌，坚持可持续时尚有望赢得消费者信任.....	47
3.3、线下拓店提质增效，线上深度发力抖音，拓展经销助力新增长.....	50
4、盈利预测与投资建议.....	52
4.1、盈利预测.....	52
4.2、投资建议.....	54
5、风险提示.....	54
附：财务预测摘要.....	55

## 图表目录

图 1：公司深耕户外运动产业二十余载，实现从业务发展、调整到高质量增长的跨越.....	6
图 2：2011-2023Q3 公司营业收入、扣非归母净利润及增速情况.....	7
图 3：公司俱乐部+直营+电商的三位一体渠道模式.....	7
图 4：上市前公司门店扩张速度高于行业整体.....	8
图 5：上市前公司销售额的增长速度远高于行业整体.....	8
图 6：2016-2020 年公司扣非归母净利润快速下滑（亿元）.....	11

图 7: 2016-2020 年公司毛利率小幅波动 .....	11
图 8: 2016-2020 年公司期间费用率呈上升趋势 .....	11
图 9: 公司通过“先代理、后观察市场、再收购或建立合资公司的方式”不断完善品牌矩阵建设.....	13
图 10: 滑雪店和品牌店是公司近年来主要增量门店（家） .....	14
图 11: 2020-2022 年公司门店店效与坪效显著改 .....	14
图 12: 2023 年 X-BIONIC 抖音直播次数逐步增加.....	14
图 13: 2023 年三夫户外旗舰店抖音直播次数显著增加.....	14
图 14: 2023 年下半年 X-BIONIC 抖音销售额大幅增加.....	15
图 15: 2023 年下半年 X-BIONIC 抖音销量大幅增加.....	15
图 16: 公司 2020-2023H1 公司线上交易额大幅增长 .....	15
图 17: 公司专注深耕户外运动产业，全力构建户外运动服务一体化生态圈 .....	16
图 18: 公司营收稳健增长，2023 年 Q1-Q3 实现扭亏为盈.....	16
图 19: 公司户外用品业务贡献主要营收（亿元） .....	17
图 20: 公司高毛利自有品牌营收占比逐渐提升（亿元） .....	17
图 21: 2023 年 Q1-Q3 公司盈利能力显著改善 .....	17
图 22: 2023 年 Q1-Q3 公司期间费用率有所下降 .....	17
图 23: 2020 年后国内户外用品零售额增速逐步提升.....	18
图 24: 2020 年后国内户外鞋服市场规模增速逐步提升.....	18
图 25: 当人均 GDP 达到 1 万美元以上时，户外运动形式将进一步细分，小众运动开始逐渐走进大众 .....	19
图 26: 国内消费者品质追求意识显著增强.....	19
图 27: 鲸参谋平台的数据显示，2023 年京东平台上冲锋衣的销量同比增长约 89%.....	20
图 28: 全国公园个数增长显著 .....	21
图 29: 全国城市公园绿地面积保持提升态势.....	21
图 30: 我国超六成户外玩家一周至少参与一次户外运动.....	22
图 31: 我国超四成户外玩家把户外运动当作兴趣爱好.....	22
图 32: 国内居民户外运动参与率持续提升.....	22
图 33: 中国户外运动参与率与美国相比仍有一定差距.....	22
图 34: 2021 年消费者购买户外产品渠道偏爱品牌店.....	23
图 35: 2013 年后国内户外用品零售额增速明显下滑.....	23
图 36: 2013 年后国内户外用品零售商数量显著减少（家） .....	23
图 37: 户外运动用品品牌商利润空间显著.....	24
图 38: 国内户外用品品牌 CR10 持续提升 .....	24
图 39: 中国户外用品头部品牌出货额占比不断提高.....	24
图 40: 2021 年起牧高笛自主品牌营收占比逐年提升.....	25
图 41: 2021-2022 年牧高笛营收、净利润高增长 .....	25
图 42: 露营装备购买金额集中在 3000 元以上（2021 年） .....	27
图 43: 冰雪装备购买金额集中在 1000 元以上（2023 年） .....	27
图 44: 中国户外运动消费者主要是中高收入人群.....	27
图 45: 中国户外运动人群消费水平多为 5000-10000 元 .....	27
图 46: “金字塔型”社会结构 →“橄榄型”社会结构 .....	28
图 47: 新中产人群用户数量及全网占比不断提升.....	28
图 48: 预计中高收入人群规模不断扩大 .....	28
图 49: 过去 10 年来住户部门杠杆率持续攀升.....	29
图 50: 始祖鸟 Veilance 系列产品.....	29
图 51: 国际户外顶级面料 GORE-TEX 合作的高端运动品牌.....	30

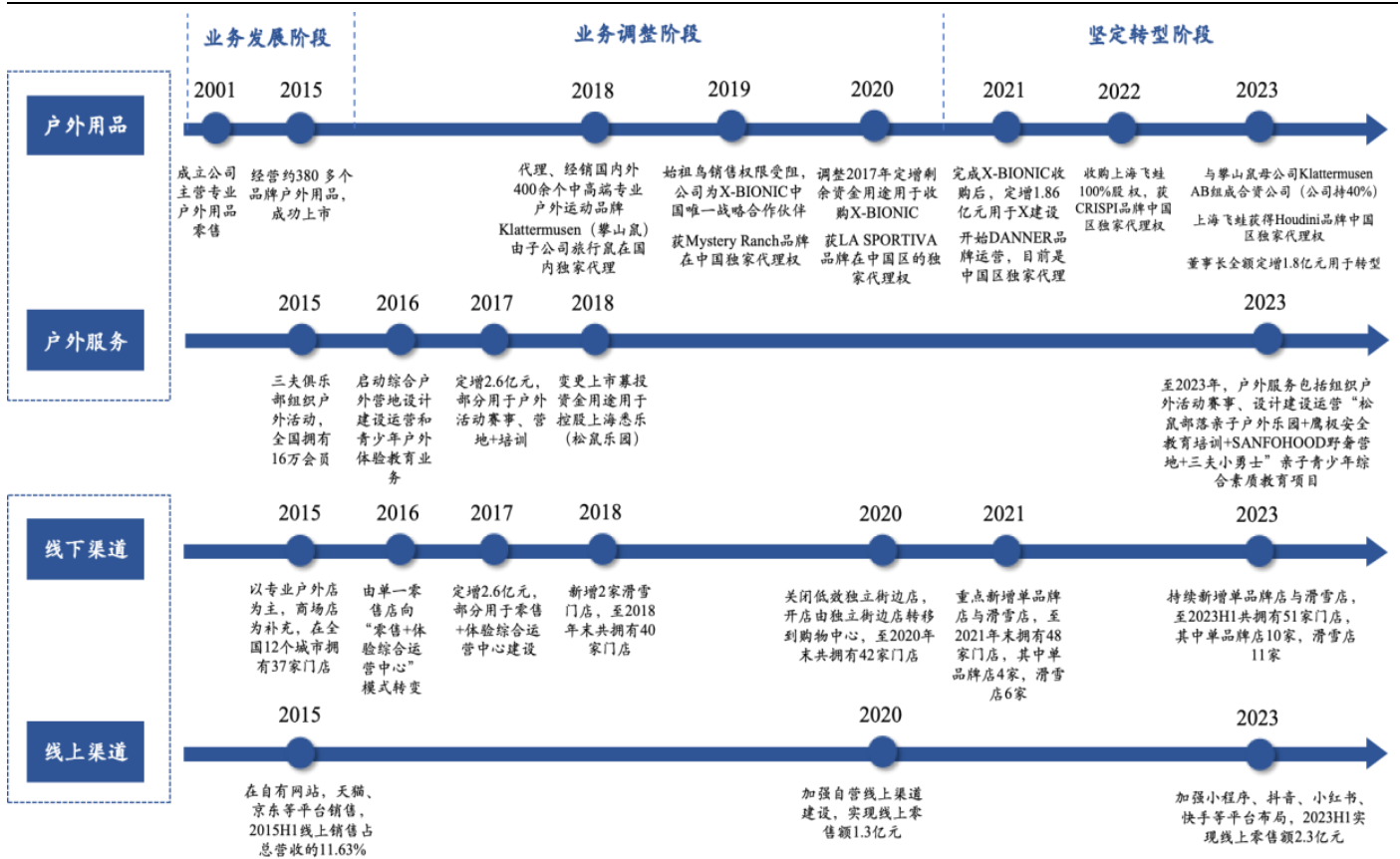
图 52: 世界消费者与中国消费者高端户外品牌认知情况对比.....	31
图 53: 高端户外品牌成功的公式可总结为“好基因+好运营”.....	31
图 54: 始祖鸟防水拉链的更新迭代.....	32
图 55: 始祖鸟呈现出的户外徒步运动场景.....	32
图 56: 始祖鸟与攀岩运动紧密联系.....	32
图 57: 品牌 logo 来源于迄今最完整的始祖鸟化石.....	33
图 58: 始祖鸟的品牌 logo.....	33
图 59: 上海始祖鸟阿尔法中心紧邻爱马仕等奢侈品品牌.....	34
图 60: 始祖鸟打造 Re-CARE 体验区域.....	34
图 61: Virgil Abloh 身着始祖鸟现身 LV 秀场致谢.....	34
图 62: TikTok 始祖鸟防水测评走红.....	34
图 63: 始祖鸟全球首位代言人刘雯.....	35
图 64: 始祖鸟与 PALACE 联名及线下销售.....	35
图 65: 始祖鸟 Veilance Women's 秋冬 2021 年秋冬新品.....	35
图 66: 2021 年始祖鸟 System_A 全新上市.....	35
图 67: 始祖鸟提供的产品目前已覆盖专业户外、城市休闲、高端商务、年轻潮流等四大系列（单位：元）.....	36
图 68: X-Bionic 共获得了 1048 项国际设计、创新大奖.....	37
图 69: 超过 20 个国家队将 X-Bionic 作为竞赛装备.....	37
图 70: X-BIONIC 紧密联系滑雪运动.....	38
图 71: 创始人是具有航空工程师背景的兰博茨教授.....	39
图 72: X-BIONIC Combat Energizer®战斗激能系列.....	39
图 73: X-BIONIC 北京国贸店邻接始祖鸟店铺.....	39
图 74: X-BIONIC 开店在奢侈品云集的北京 SKP 商场.....	39
图 75: 三夫户外北京五棵松店门店变化.....	40
图 76: X-BIONIC 品牌店设计具有“科技运动风”.....	40
图 77: 2023 年三夫户外部分社群活动.....	40
图 78: X-BIONIC 成为中国国家滑雪队供应商.....	41
图 79: X-BIONIC 赞助崇礼 168 超级越野赛.....	41
图 80: 2022 年聘请国际超模何穗、冬奥“双冠王”任子威担任 X-BIONIC 品牌代言人，自由式滑雪空中技巧世界冠军王心迪成为 X-BIONIC 品牌大使.....	41
图 81: 国际时尚超模何穗、冬奥冠军徐梦桃为中国首家 X-BIONIC 旗舰店剪彩揭幕.....	42
图 82: 冬奥冠军王心迪、任子威在 X BIONIC 微博上的秋冬广告大片.....	42
图 83: X-BIONIC 助力上海交大安泰 EMBA 团队与长江商学院荣获冠军.....	42
图 84: X-BIONIC 目前产品系列中畅销款售价（元）与价格带区间覆盖广泛.....	43
图 85: 攀山鼠拥有个性鲜明的独特设计元素.....	45
图 86: 2020 年至今 Google 搜索引擎中 Gorpcore 搜索指数持续位居高位.....	45
图 87: 2019 年巴黎时装周中美国饶舌歌手 Frank Ocean 的 Gorpcore 穿搭是将该风潮引入时尚界的推手之一.....	45
图 88: CRISPI 坚持意大利纯手工制作保证舒适零磨合.....	46
图 89: CRISPI 产品稳居天猫登山鞋热销榜单.....	46
图 90: CRISPI 拥有的核心技术.....	47
图 91: Monaco 熊猫白和灯笼红.....	47
图 92: 2023 年多项城市户外运动笔记数量增速超 100%.....	47
图 93: CRISPI Unica 系列产品.....	47
图 94: Power Houdi 极简设计拥有 200 多种配色.....	48
图 95: Power Houdi 保持天猫旗舰店热销第 1、2 名.....	48

图 96: 斯德哥尔摩罗森达尔花园中的 Houdini 堆肥点.....	49
图 97: Houdini 回收分解堆肥后培育出来的蔬菜 .....	49
图 98: Houdini 功能与时尚结合的极简风格 .....	49
图 99: 全国户外休闲人群主要以女性为主.....	49
图 100: X-BIONIC 直营门店热力图 .....	50
图 101: 始祖鸟直营门店热力图 .....	50
图 102: 2022 年底, 我国在 30 个城市共有 697 家滑雪店.....	50
图 103: 公司在淘宝、京东渠道已有大量粉丝.....	51
图 104: 公司在抖音、小红书等渠道亦有一定粉丝数量.....	51
图 105: 公司举办 X-BIONIC、CRISPI、Houdini 品牌经销商 2024 秋冬订货会 .....	52
图 106: X-BIONIC 与 Houdini 落户绿蚂蚁旗舰店 .....	52
图 107: X-BIONIC 入驻锦州绿营地户外用品店.....	52
表 1: 上市前公司已与部分户外运动用品知名品牌建立长久的合作关系 .....	8
表 2: 首次公开发行股票募集资金用途变更情况.....	9
表 3: 2017 年非公开发行股票募集资金用途变更情况.....	9
表 4: 公司 2019 年、2020 年闭店情况 .....	10
表 5: 2017-2020 年公司大幅计提信用/资产减值损失 (万元) .....	11
表 6: 截至 2023 年底, 公司打造的“自有+独家代理”户外高端品牌矩阵 .....	13
表 7: 2023 年公司董事长张恒以现金方式全额认购 1.8 亿元定增股份.....	17
表 8: 国家连续、紧密出台的支持户外运动产业发展的相关政策.....	20
表 9: 国内户外行业呈现出高端品牌和大众品牌共存的竞争格局.....	25
表 10: 高端户外品牌所使用的国际顶尖户外面料情况.....	29
表 11: X-BIONIC 拥有的核心硬核 X-技术 .....	36
表 12: X-BIONIC 产品品类多、覆盖面全.....	43
表 13: 公司及各品牌在天猫、京东、抖音等电商渠道上均有开设旗舰店 .....	51
表 14: 公司业绩拆分 .....	53
表 15: 三夫户外估值高于可比公司估值平均 (截至 2024/4/30) .....	54

## 1、深耕户外二十余载历浮沉，坚定转型焕新颜

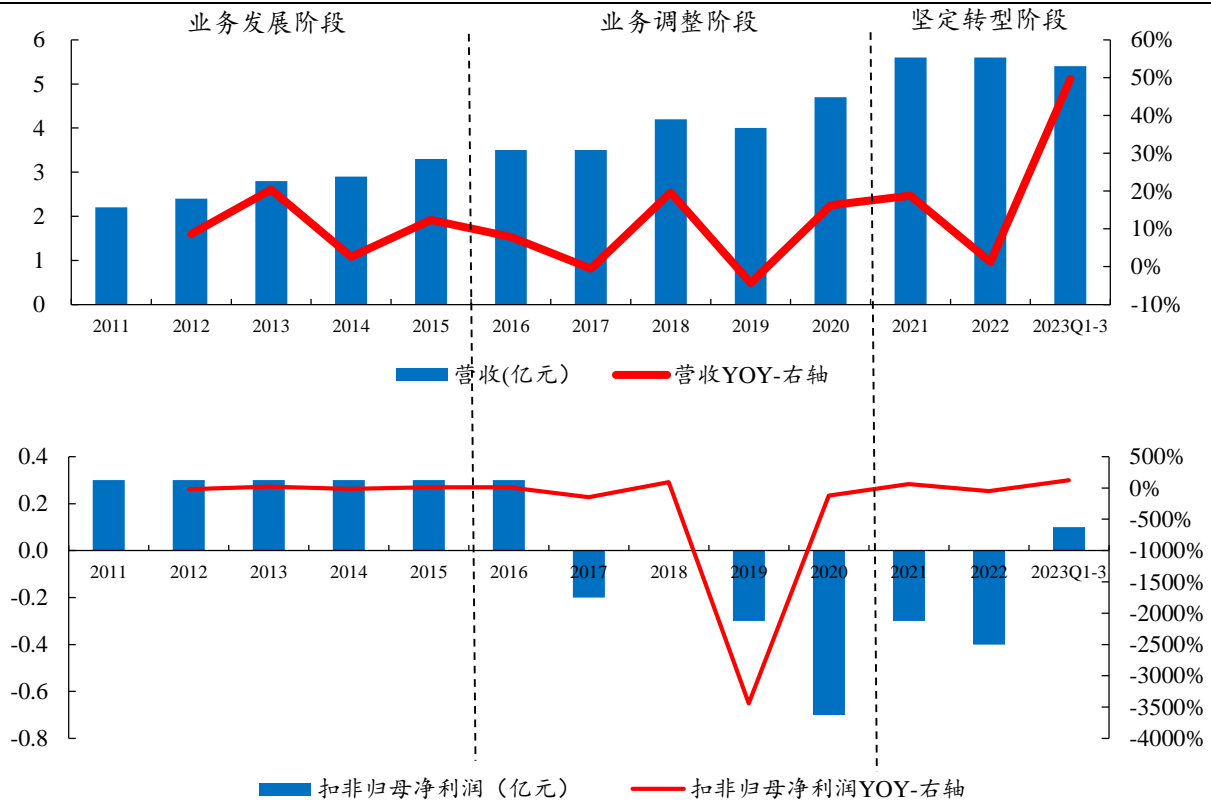
公司深耕户外运动产业二十余载，实现了从业务发展、调整到高质量增长的跨越。公司2001年成立后聚焦户外用品零售业务，2015年上市后遇行业瓶颈期主动求变开启业务调整，2021年后坚定战略转型顺利实现从户外综合渠道零售走向户外高端品牌运营。公司的发展历程分为三个阶段：（一）业务发展阶段（2001-2015年）：自2001年成立以来，公司专注中高端户外品牌零售业务，依托多渠道直营及俱乐部模式，成为国内领先的多品牌专业户外用品零售商，并在2015年成功登陆中小板成为国内户外用品零售第一股。（二）业务调整阶段（2016-2020年）：面临国内户外行业产品同质化严重、电商折扣冲击力度加大以及实体店租金成本增加等压力，国内户外用品零售企业经营业绩呈持续下降趋势，为突破行业低迷所造成的业绩承压现状，公司上市后主动求变开启业务调整，先寻求户外服务新业绩增长点，后重新聚焦户外用品销售主业发展，初步探索出渠道与品牌转型战略雏形，但由于疫情冲击叠加业务转型投入成本高、回报周期长致使公司业绩暂遇阵痛。（三）坚定转型阶段（2021年至今）：疫情催化国内户外运动二次崛起，始祖鸟、凯乐石等国内外优质户外品牌受到消费者的广泛喜爱，公司进一步坚定转型决心，在业务方面通过“收购+合资+独家代理”的方式完成多品牌矩阵建设，在渠道方面同步发展线下、线上、经销等渠道实现全方位消费者触达，2023年公司战略转型初现成效，实现业绩扭亏为盈，并顺利从户外综合渠道零售走向户外高端品牌运营。

图1：公司深耕户外运动产业二十余载，实现从业务发展、调整到高质量增长的跨越



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2011-2023Q3 公司营业收入、扣非归母净利润及增速情况



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.1、历浮沉：乘户外东风成功上市，主动求变开启业务调整致业绩阵痛

### 1.1.1、业务发展阶段：聚焦发展户外用品零售业务，成为国内户外用品零售第一股

**业务发展阶段（2001-2015年）：**公司聚焦户外用品零售业务，覆盖高端、中端、低端全线产品，形成了俱乐部+直营+电商的三位一体运营模式。公司成立于2001年，主营业务为专业户外服装、鞋袜与装备零售，已与始祖鸟、北面等数百个户外用品知名品牌建立起了持久稳定的合作关系，覆盖高端、中端、低端的全线产品；渠道方面，公司以直营的专业户外店为主，商场店为补充，并积极拓展电商渠道，还通过俱乐部发展会员、组织活动来推广品牌，形成了三位一体的成熟有效的运营模式。

图3：公司俱乐部+直营+电商的三位一体渠道模式



资料来源：三夫户外招股说明书

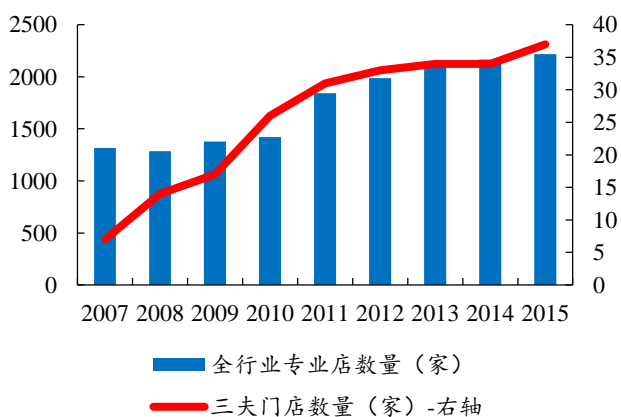
表1: 上市前公司已与部分户外运动用品知名品牌建立长久的合作关系

品牌	合作起始年份	公司与品牌商的合作关系
始祖鸟 ARC'TERYX	2003年	三夫户外为始祖鸟在中国的第一大客户
The Face North THE NORTH FACE	2005年	三夫户外为 TNF 在中国的前十大客户
PATAGONIA patagonia	2005年	三夫户外为 PATAGONIA 在中国的前三大客户
OZARK OZARK	2004年	三夫户外为 OZARK 在中国专业户外渠道的前三大客户
KAILAS KAILAS	2004年	三夫户外为 KAILAS 在中国专业户外渠道的前五大客户

资料来源: 三夫户外招股说明书、开源证券研究所

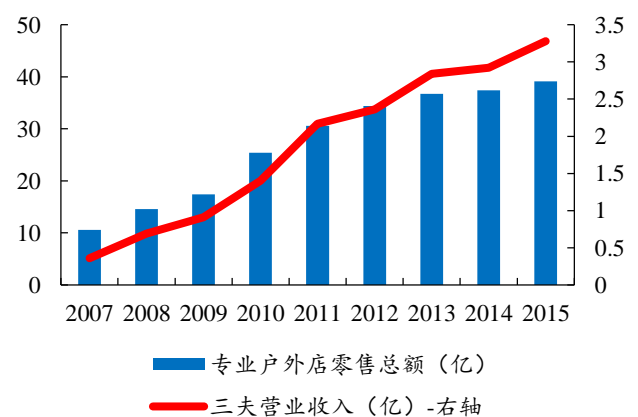
乘户外行业东风, 公司积极拓展销售渠道助推业绩稳步增长, 并成功于 2015 年登陆中小板成为国内户外用品零售第一股。2003-2013 年, 国内经济高速发展, 户外运动普及度提升, 本土户外运动品牌纷纷涌现, 消费群体逐步走向大众延伸, 户外行业呈高速增长。乘户外行业东风, 公司以高于行业整体的发展速度开拓门店数量, 在保证经营稳定性与效率性的前提下稳步扩大营销网络, 2015 年上市前已在国内 12 个城市有 37 家直营门店, 遍布全国主要的户外运动消费地。随着销售渠道的不断拓展和营销网络的持续完善, 公司营业收入实现稳步增长, 从 2007 年的 0.36 亿元增长至 2015 年的 3.28 亿元, CAGR 为 31.81%, 远高于专业户外店行业整体平均增长率, 最终成为国内领先的多品牌专业户外用品零售商, 并在 2015 年成功登陆中小板成为国内户外用品零售第一股。

图4: 上市前公司门店扩张速度高于行业整体



数据来源: 三夫户外招股说明书、中纺协户外用品分会、开源证券研究所

图5: 上市前公司销售额的增长速度远高于行业整体



数据来源: 三夫户外招股说明书、中纺协户外用品分会、开源证券研究所

### 1.1.2、业务调整阶段: 国内户外行业增速下滑, 主动求变开启业务调整致业绩阵痛

**业务调整阶段 (2016-2020 年):** 2014 年后, 面临国内户外行业产品同质化严重、电商折扣冲击力度加大以及实体店租金成本增加等压力, 国内户外用品零售企业经营业绩呈持续下降趋势。为突破行业低迷带来的业绩承压现状, 公司上市后主动求变开启业务调整, 具体而言:



**2016-2018年:**面对国内低迷的户外零售市场环境,公司主动求变寻求新业绩增长点,主业增长乏力叠加新业务投入成本高,2017年首次出现亏损。在整体经济环境低迷的背景下,公司上市后主营业务收入增长乏力,为丰富业务结构、增加收入来源,公司主动求变积极拓展各项新业务,2017年定向增发2.6亿元计划用于研发自有品牌、组织大型赛事、建设户外营地以及升级零售中心,立志打造“线下线上产品销售+活动赛事组织+营地和青少年户外体验教育”三位一体的新商业模式。但由于新商业模式建设成本的不断投入、人力成本与店铺租金的持续增加以及存货跌价准备的计提,公司2017年扣非归母净利润同比大幅下降,首次出现亏损。

**2019-2020年:**主力品牌始祖鸟经销权限受限,公司重新定位主业发展战略,品牌建设与渠道优化转型意识初现,转型高成本叠加疫情冲击,2020年创史上最大年度亏损。2019年,安踏体育收购AMER Sports后,始祖鸟的奥莱和线上销售权限被收回,公司放缓户外服务新业务拓展,重新定位户外用品销售主业,初步尝试渠道优化和品牌建设。**渠道方面**,公司逐步关闭20多家低效的独立街边店,并将开店方向由独立的街边店转移到客流量较大的购物中心,同时为迎接冬奥热潮开设滑雪店。**业务方面**,公司自有品牌建设意识崛起,不断寻找与国际优质品牌的合作机会,最终与瑞士知名高端黑科技品牌X-BIONIC达成合作意向,并在考虑到原2017年定增项目户外营地建设周期长、大面积旗舰店开店成本高等实际市场因素后,于2020年将该定增项目变更用于X-BIONIC品牌相关IP资产的收购。但在疫情冲击下,公司营业收入承压严重,赛事活动、团建活动、青少年亲子户外乐园等业务业绩显著下滑,同时转型期间费用大幅增长,2020年创史上最大年度亏损。

**总体而言**,2016-2020年,受国内户外零售市场环境低迷、新业务营地建设投资回报周期长、主力经销品牌始祖鸟销售权限受限、自研产品与新开店经营未达预期,以及新冠疫情冲击等影响,公司营业收入增速放缓,从2016年的3.53亿元增长至2020年的4.67亿元,CAGR为7.65%。同时,由于新业务、新渠道拓展导致房屋租赁费、业务宣传费等增加,公司期间费用率呈上升趋势,从2016年的33.34%上升到2020年的41.60%。此外,受上海悉乐经营未达预期、口罩销售价格降低、联营企业经营业绩持续下滑等影响,公司大额计提信用/资产减值损失,盈利能力持续下降,扣非归母净利润从2016年的0.34亿元减少至2020年的-0.67亿元。

**表2: 首次公开发行股票募集资金用途变更情况**

年份	原投资项目	募集资金/ 变更资金	变更后投资项目
2015年	营销网络建设(两年内建设专卖店共29家,其中旗舰店9家、标准店10家、精品店10家)	1.3亿元	-
2016年	-	1.0亿元	营销网络建设(减少开店总数但开设面积较大、涵盖产品种类较多、提供更多交流互动体验空间的旗舰店)
2018年	-	0.9亿元	收购上海悉乐部份股权,并将剩余募集资金永久补充公司流动资金

资料来源:公司公告、开源证券研究所

**表3: 2017年非公开发行股票募集资金用途变更情况**

年份	原投资项目	募集资金/ 变更资金	变更后投资项目
2017	“三夫户外活动赛事、营地+培训、零售+体验综合运营中心建设项目”及“总部办公及研发	2.6亿元	-

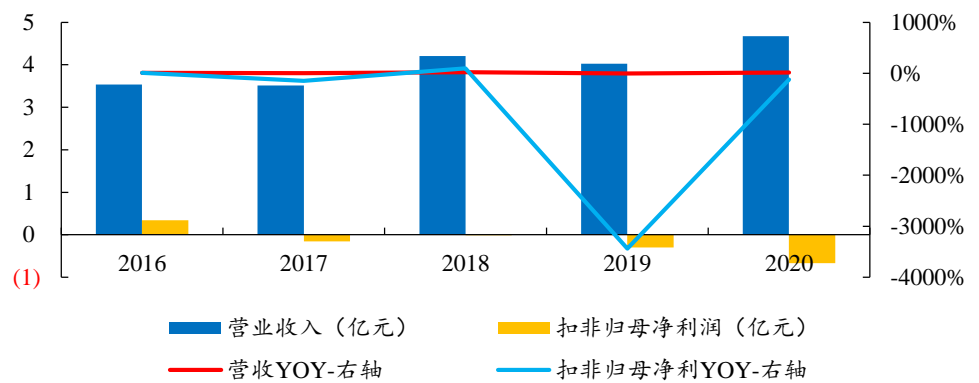
年份	原投资项目	募集资金/ 变更资金	变更后投资项目
	中心建设项目”		
2020	-	2.6 亿元	“现金购买 X-BIONICAG 公司及 X-Technology Swiss GmbH 公司高科技运动产品品牌、专利和相关无形资产项目”及“现金增资上海悉乐文化发展有限公司项目”，并将剩余募集资金永久补充公司流动资金

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**表4：公司 2019 年、2020 年闭店情况**

序号	店铺名称	地区	停业时间	合同面积 (m <sup>2</sup> )	经营业态	经营模式	闭店原因
1	悦动万体店	华东区	2019 年 6 月	40	专业店	直营	客流小，销售未达预期目标，从而进行业务调整
2	佳兆业店	东北区	2019 年 8 月	320.95	专业店	直营	店铺位置调整至客流量大的天惠广场商圈
3	光华路店	华北区	2019 年 9 月	100	专业店	直营	租赁合同到期，进行业务调整
4	兰德湖店	东北区	2019 年 10 月	1,350.23	专业店	直营	店铺位置调整至客流量大的新玛特商圈
5	香山南店	华北区	2019 年 12 月	165.1	专业店	直营	租赁合同到期，进行业务调整
6	香山北店	华北区	2019 年 12 月	56.6	专业店	直营	租赁合同到期，进行业务调整
7	金元宝商厦店	华北区	2019 年 12 月	57	专业店	联营	租赁合同到期，进行业务调整
8	房山龙湖店	华北区	2020 年 3 月	233.3	专业店	直营	客流量少，销售未达预期，寻找同类型店铺后进行闭店
9	淞沪路店	华东区	2020 年 10 月	42.3	专业店	直营	客群和周边商业氛围有偏差，销售效果未达预期
10	凤凰广场店	华东区	2020 年 10 月	495	专业店	直营	商场客流下降严重，业态调整后与运动户外客群偏差
11	中山东路店	华北区	2020 年 12 月	514.24	专业店	直营	原址是地下一层，门店形象不佳
12	中渝广场店	西南区	2020 年 12 月	725	专业店	直营	商场客流下降严重，空置率高，销售效果未达预期

资料来源：公司公告、开源证券研究所

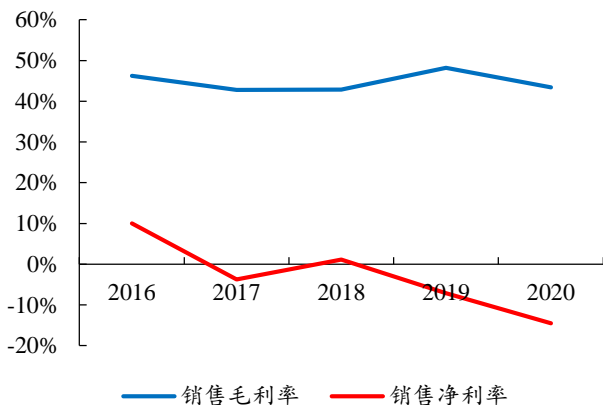
**图6：2016-2020 年公司扣非归母净利润快速下滑（亿元）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

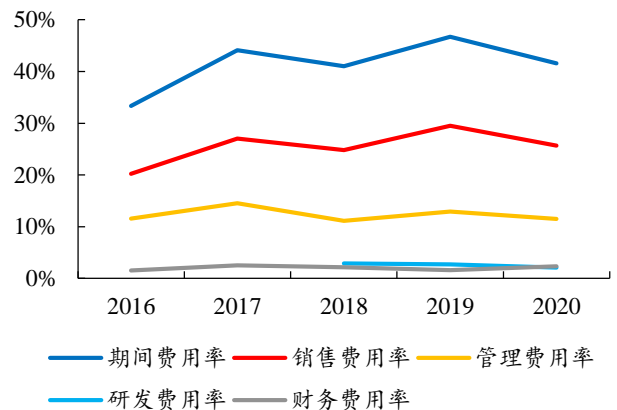
**表5：2017-2020 年公司大幅计提信用/资产减值损失（万元）**

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
坏账损失	88.12	-18.13	234.59	1,175.50
存货跌价损失	959.27	411.58	1,660.05	1,837.42
商誉减值损失	-	-	1,542.85	1,823.84
固定资产减值损失	-	-	-	1,644.05
长期股权投资减值损失	-	-	-	871.38
合计	1,047.40	393.44	3,437.50	7,352.20

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图7：2016-2020 年公司毛利率小幅波动**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2016-2020 年公司期间费用率呈上升趋势**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、焕新颜：坚定转型迎业绩拐点，董事长全额认购定增再显转型信心

**坚定转型阶段（2021 年至今）：**国内户外运动二次崛起，公司坚定品牌与渠道转型迎业绩拐点，董事长全额认购定增再显转型信心。2021 年至今，疫情催化国内户外运动二次崛起，始祖鸟、凯乐石等国内外优质户外品牌受到消费者的广泛喜爱，公司进一步坚定转型决心，在业务方面通过“收购+合资+独家代理”的方式完成多品牌矩阵建设，在渠道方面同步发展线下、线上、经销等渠道实现全方位消费者触达。

2023 年，公司战略转型初现成效，实现业绩扭亏为盈，同时公司董事长全资 1.8 亿

元接下定增全部份额再次彰显转型决心与信心。

### 1.2.1、“收购+合资+独家代理”完成品牌矩阵建设，线上线下同发力实现渠道优化

品牌转型方面，“收购+合资+独家代理”完成多品牌矩阵建设，各品牌广受市场认可。2021年后，国内户外运动的二次崛起叠加国内外优质户外品牌的不断兴起更加坚定了公司的转型决心，公司通过“先代理、后观察市场、再收购或建立合资公司的方式”不断完善品牌矩阵建设，具体而言：

2021年，公司在完成 X-BIONIC 品牌相关 IP 资产的收购后，再次定增 1.86 亿元用于“X-BIONIC 高科技时尚运动品牌建设与运营项目”，截至 2023 年 6 月该项目投资进度为 58.36%，项目进展顺利，公司已成功将 X-BIONIC 作为核心运营品牌。

2022 年，公司成功收购户外代理领域知名企业——上海飞蛙商贸有限公司，获得了其 100% 的股权，此次收购不仅让公司拥有了意大利高端休闲登山鞋品牌 CRISPI 中国区独家代理权，同时也为公司带来了一支拥有丰富户外品牌代理经验的专业团队。作为始祖鸟品牌在中国市场的开拓者，上海飞蛙自 2001 年由业界资深人士 Jeffrey White 创立以来，便开启了与顶级户外品牌始祖鸟的独家合作历程，成功地将始祖鸟从户外专卖店引入到大型商场。2013 年，亚玛芬体育收回始祖鸟的电商和商场销售渠道权限后，其仍沿用了上海飞蛙的渠道策略，在市场推广、店铺升级、产品供应和品牌宣传等方面发力，成功塑造了始祖鸟在消费者心中的高端品牌形象。

2023 年，公司全资子公司北京旅行鼠与 Klättermusen AB 签订合资协议，由 Klättermusen AB 北京对旅行鼠进行增资，并获得 60% 股权，两者将对攀山鼠在中国的发展共同管理。同年，公司全资子公司上海飞蛙拿下具有环保、简约、高级风格的 Houdini 品牌全线产品的中国区独家总代理权，目前 Houdini 已经在三夫上海万体店、北京马甸中店和祥云小镇店等店铺开设了品牌专区店。


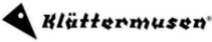





2021 年至今，公司通过“先代理、后观察市场、再收购或建立合资公司的方式”不断完善品牌矩阵建设，目前公司已打造出自有高端运动黑科技品牌 X-BIONIC+合资瑞典山系经典品牌 Klättermusen+独家代理“意大利手工匠心传承鞋 CRISPI+经典工装鞋靴 DANNER+战术背包 Mystery Ranch+专业户外鞋 LA SPORTIVA+北欧户外美学代表 Houdini”品牌矩阵。经过良好的产品运营，公司各品牌市场反响热烈，其中 X-BIONIC 品牌 2023H1 营收 7852.61 万元，同比增长 50.26%，2023 年 1-9 月营收同比增长超 50%；Klättermusen 攀山鼠品牌 2023H1 营收超 4,000 万，同比增长 300%，2023 年 1-9 月营收同比增长超 260%；CRISPI 品牌 2023H1 批发销售 2,800 万+，同比增长超 50%。

图9：公司通过“先代理、后观察市场、再收购或建立合资公司的方式”不断完善品牌矩阵建设



资料来源：公司公告、开源证券研究所

表6：截至2023年底，公司打造的“自有+独家代理”户外高端品牌矩阵

品牌	品牌	产品定位	产品类型	主要价格带
	X-BIONIC	黑科技运动奢侈品牌	以功能内衣和功能袜为主, 收购后开始新增中外层 (如冲锋衣、羽绒服等)	1500-8000元
	Klattermusen	瑞典山系经典品牌	为登山者、徒步者和滑雪者提供户外装备 (防风上衣、冲锋衣、背包、攀爬鞋等)	3500-10000元
	CRISPI	意大利手工艺匠心传承鞋品	户外鞋靴	2000-4000元
	Houdini	北欧户外美学代表品牌	抓绒衣和内衣产品, 以滑雪、徒步为主	2500-4000元
	Mystery Ranch	战术背包品牌	背包	800-3000元
	LA SPORTIVA	专业户外鞋品牌	鞋靴	1000-3000元
	DANNER	经典工装鞋靴品牌	鞋靴	1500-3500元

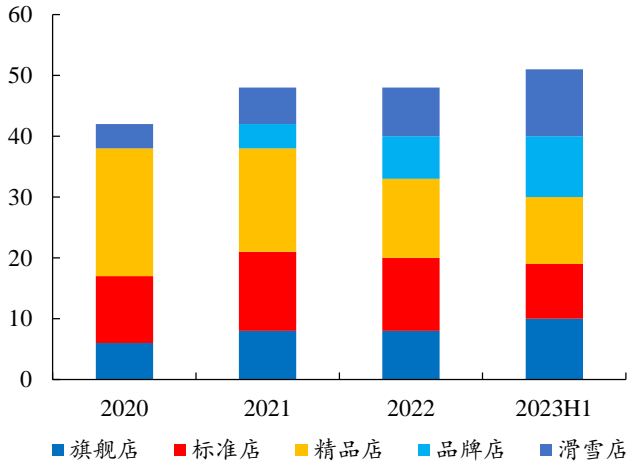
资料来源：公司公告、各品牌京东旗舰店、开源证券研究所

渠道转型方面，线下持续优化门店结构与积极开展社群活动，线上同步建设传统电商与兴趣电商渠道，多渠道布局实现了消费者全方位触达。为响应品牌建设战略转型，实现各品牌更好、更快地触达消费者，公司积极开展渠道转型，具体而言：

**线下渠道：**公司在保留优质街边店的同时向有效客流大的购物中心转移，并不断开辟单品牌店和滑雪店渠道，同时积极开展社群活动，2023年上半年线下销售额增长显著。一方面，公司持续关闭独立街边小店和店效比较低的门店，转而向客群流量大的商业区以及商场购物中心开设大面积的多品牌多品类综合店。同时为支持各品牌建设新增多家单品牌店，并在国内各优质滑雪场开设滑雪店。截至2023年6月底，公司共51家门店，较2020年底净增加9家，滑雪店和品牌店是主要增量门店。另一方面，公司积极开展社群活动进行口碑营销，2023年上半年共计组织门店会员活动108场，包含滑雪、徒步、露营、跑步及门店分享会等多种形式，门店新增会员2万+，同比新增上升60%。截至2023年6月30日，门店会员总数35.2万人，会销比为84%，同比增长22%，会员复购率为46%，同比增长14%。受线下渠道持续优

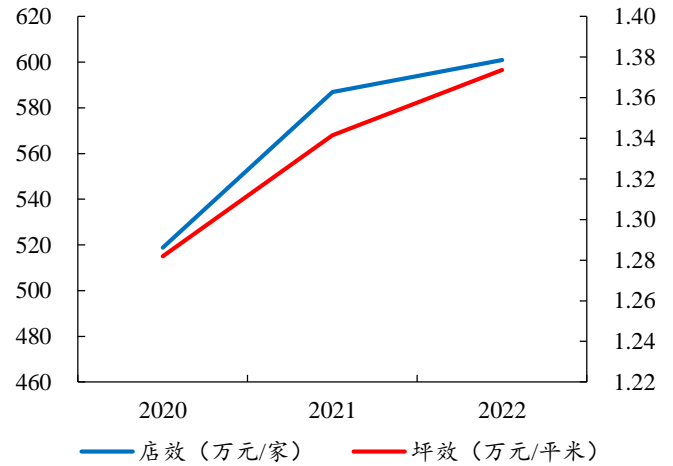
化影响，2023 年上半年公司线下零售业绩增幅明显，上半年目标达成率为 104.94%，其中华北区、华东区及滑雪店渠道半年业绩同比均有 50% 以上的增长，同时公司门店店效和坪效显著改善，店效从 2020 年的 519 万元/家提升至 2022 年的 601 万元/家，坪效从 2020 年的 1.28 万元/平米提升至 2022 年的 1.37 万元/平米。

图10：滑雪店和品牌店是公司近年来主要增量门店(家)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：2020-2022 年公司门店店效与坪效显著改善



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**线上渠道：公司同步建设传统电商和兴趣电商渠道，深度发力抖音直播业务，2021 年至今线上交易额显著增长。一方面，**近几年公司在天猫、京东，微商城等传统电商平台逐步开设了 X-BIONIC、Klattermusen 攀山鼠、CRISPI、Houdini、DANNER、MysteryRanch、LASPORTIVA 等单品牌旗舰店及多品牌多品类综合店。**另一方面，**2023 年下半年开始，公司不仅在抖音、快手、小红书等兴趣电商平台积极布局旗舰店及多品牌多品类综合店，还专门组建专业直播团队在抖音、快手等兴趣电商平台大力发展直播业务，扩大了公司产品的时空范围。2021 年至今，公司电商平台布局呈现效果凸显，运营模式及服务趋于成熟，线上交易额大幅增长，从 2020 年的 1.3 亿元增长至 2022 年的 3.5 亿元，CAGR 为 62.83%，同时三夫户外小程序 2023 年上半年访客数累计超过 15 万人次，付款交易金额超过 430 万元。

图12：2023 年 X-BIONIC 抖音直播次数逐步增加



资料来源：蝉妈妈

图13：2023 年三夫户外旗舰店抖音直播次数显著增加



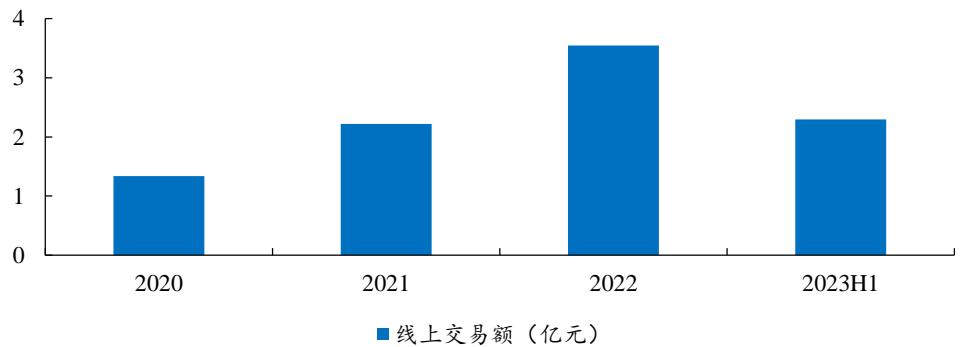
资料来源：蝉妈妈

**图14：2023年下半年 X-BIONIC 抖音销售额大幅增加**


资料来源：蝉妈妈

**图15：2023年下半年 X-BIONIC 抖音销量大幅增加**


资料来源：蝉妈妈

**图16：公司 2020-2023H1 公司线上交易额大幅增长**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.2.2、2023 转型初见成效实现扭亏为盈，董事长全额认购定增再显转型信心

从户外综合渠道零售走向户外高端品牌运营，构建出户外运动服务一体化生态圈。面对国内户外用品零售市场的风云变幻，公司不断探索适应发展的商业模式，实现从业务发展、调整到高质量增长的跨越，成功实现从户外综合渠道零售走向户外高端品牌运营的战略转型，目前已构建出户外运动服务一体化生态圈。在户外用品业务中，公司目前连锁零售 300+品牌超 8,000 余个 SKU 的专业优质户外运动用品，打造并重点运营“自有+独家代理”品牌矩阵；在户外服务业务中，公司组织户外活动策划赛事团建、设计建设运营“松鼠部落亲子户外乐园+鹰极安全教育培训+SANFO HOOD 野奢营地+三夫小勇士”亲子青少年综合素质教育项目。

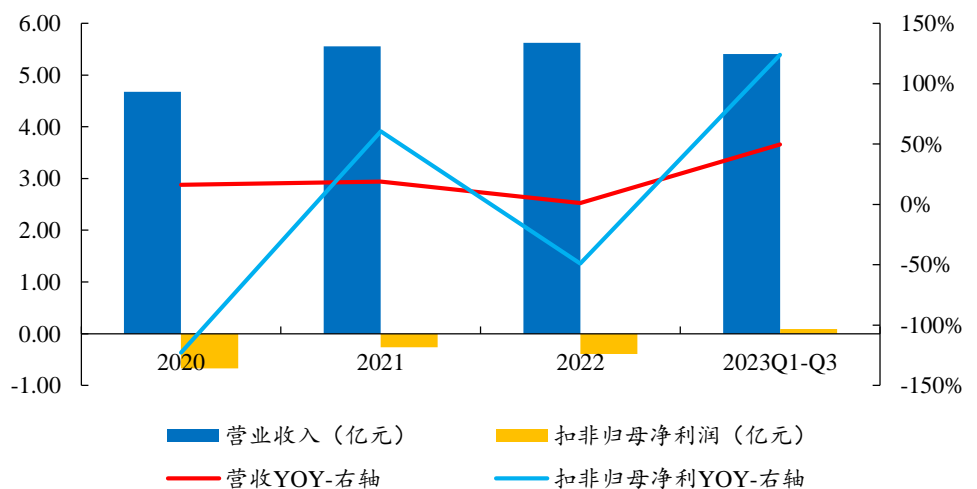
图17: 公司专注深耕户外运动产业, 全力构建户外运动服务一体化生态圈



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**品牌建设及渠道优化转型初见成效, 2023 年实现扭亏为盈。** 受益于国内户外运动的二次崛起以及战略转型的加速推进, 2020-2022 年, 公司营收从 4.67 亿元增至 5.62 亿元, CAGR 为 9.7%, 但受单品牌店与滑雪店持续扩张、多品牌品类综合店不断升级、X-BIONIC 产品研发投入加大等影响, 公司期间费用率不断提升, 归母净利润持续为负, 仍处亏损状态。**2023 年**, 公司品牌建设与渠道优化转型初见成效, 2023Q1-3 实现营收 5.4 亿元, 同比增长 49.7%, 主要系自有品牌 X-BIONIC、合资品牌攀山鼠营业收入实现高增。同时, 随着高毛利的自有品牌业务占比的不断提升, 公司毛利率持续提升并始终维持在 50% 的较高水平。此外, 公司营业收入快速增长后规模效应逐步凸显, 使得期间费用率显著下滑, 2023 年 Q1-Q3 销售、管理、研发费用率分别为 30.69%/-7.47pct、12.09%/-4.68pct、1.42%/-0.8pct。在营收快速增长、毛利率维持高位、期间费用率下降的三重驱动下, 公司盈利能力明显提升, 2023 年 Q1-3 扣非归母净利润达 0.09 亿元, 实现扭亏为盈利迎来业绩拐点。同时, 业绩预告显示公司预计 2023 年实现扣非归母净利润为 0.25 亿-0.375 亿元, 同比增长 163.60%-195.40%。

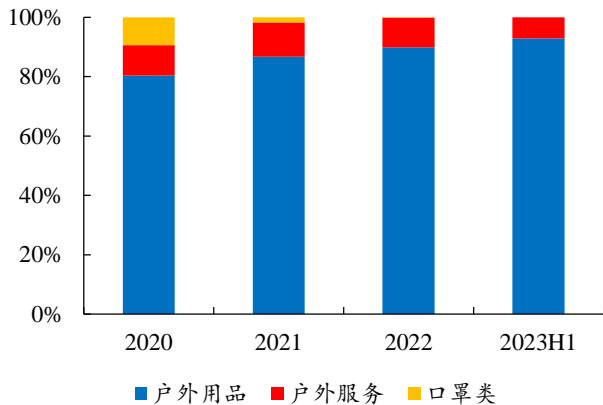
图18: 公司营收稳健增长, 2023 年 Q1-Q3 实现扭亏为盈



数据来源: Wind、开源证券研究所

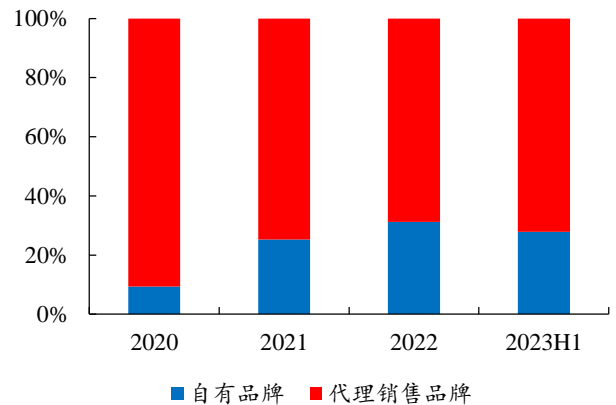


图19：公司户外用品业务贡献主要营收（亿元）



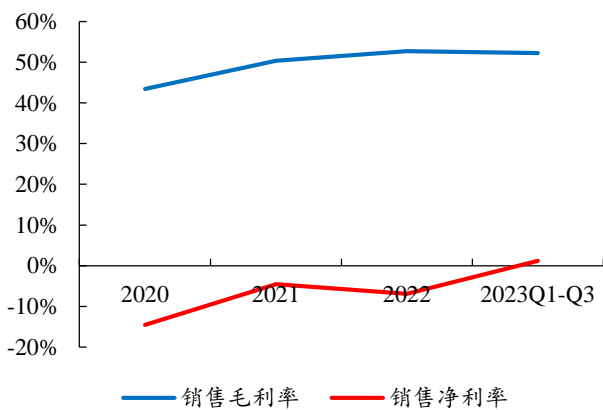
数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图20：公司高毛利自有品牌营收占比逐渐提升（亿元）



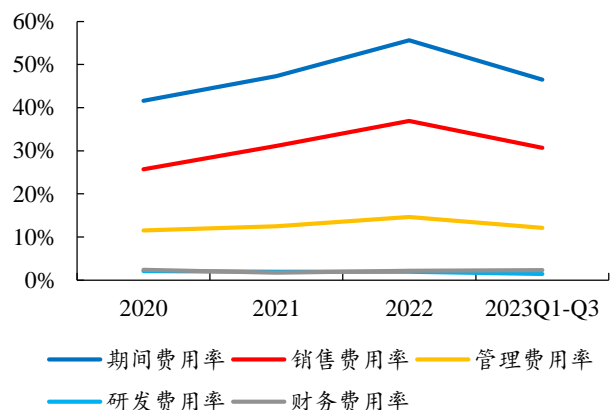
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：2023年Q1-Q3公司盈利能力显著改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2023年Q1-Q3公司期间费用率有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

董事长全额认购定增再显转型信心，品牌化运营明确后业绩有望延续高增长。2023年，公司向控股股东及实控人张恒先生发行股票募集资金1.8亿元，董事长以现金方式全额认购定增股份，募集资金扣除发行相关费用后将全部用于补充流动资金和偿还银行贷款，董事长的全额认购股份充分反映了对公司创新业务和长期发展的信心。未来，随着产品规划、品牌营销、渠道建设等方面一体化运营的逐步完善，公司品牌化转型成效将持续体现，业绩有望延续高增长态势。

表7：2023年公司董事长张恒以现金方式全额认购1.8亿元定增股份

预案时间	发行价格	募集资金	增发数量	发行对象	增发目的	增发进度
2023年	9.39元/股	1.80亿元	1916.9万股	董事长张恒全额认购	补充公司运营资金，优化资本结构，降低财务风险，增强公司控制权的稳定性	2023年5月预案，2024年1月董事会通过预案（修订稿）

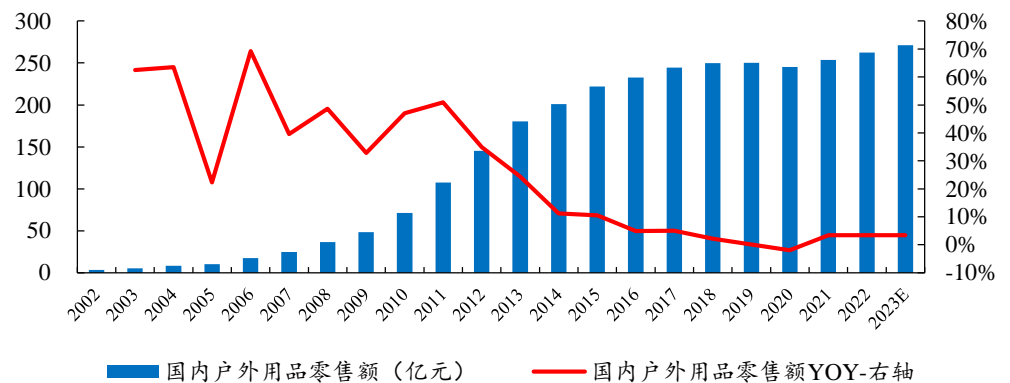
资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、国内户外运动二次崛起，品牌化与高端化势不可挡

### 2.1、供需双轮驱动国内户外二次崛起，对比欧美国内渗透率提升可期

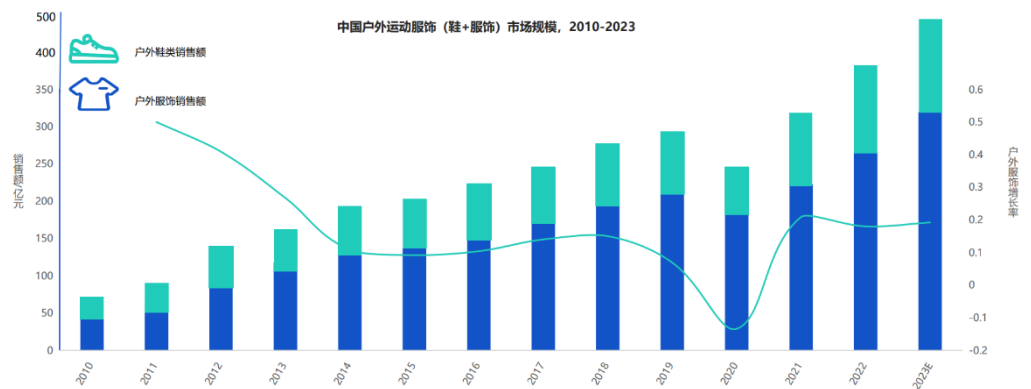
国内户外运动从高速增长到平稳发展，疫情后国内户外运动再迎热潮。我国户外运动起步较晚，发展历程大致可分为以下几个阶段：**（一）黄金发展期（2003-2013年）：**2003年非典之后，国内户外运动品牌、俱乐部、各类赛事纷纷涌现，在“泛户外”流行趋势的推动下，户外运动开始从专业走向大众，2003-2013年国内户外用品零售额从5亿元快速增长至接近200亿元。**（二）平稳发展期（2014-2020年）：**高速增长过后，户外用品行业面临库存过大、产品同质化严重和消费者喜好变化等问题，叠加经济结构调整及零售业低迷等原因，户外用品需求端增长放缓，产能过剩促使供给侧出清。**（三）二次崛起期（2021年至今）：**受疫情防控影响，随着人们持续增加强身健体、亲近自然以及对品质生活的追求，国内户外行业迎来二次崛起，魔镜市场情报数据显示，预计2023年国内户外运动服饰市场规模将突破450亿元，2021-2023年国内户外运动服饰市场每年同比增速均接近20%。

图23：2020年后国内户外用品零售额增速逐步提升



数据来源：COCA、智研咨询、前瞻产业研究院、中商产业研究院、开源证券研究所

图24：2020年后国内户外鞋服市场规模增速逐步提升

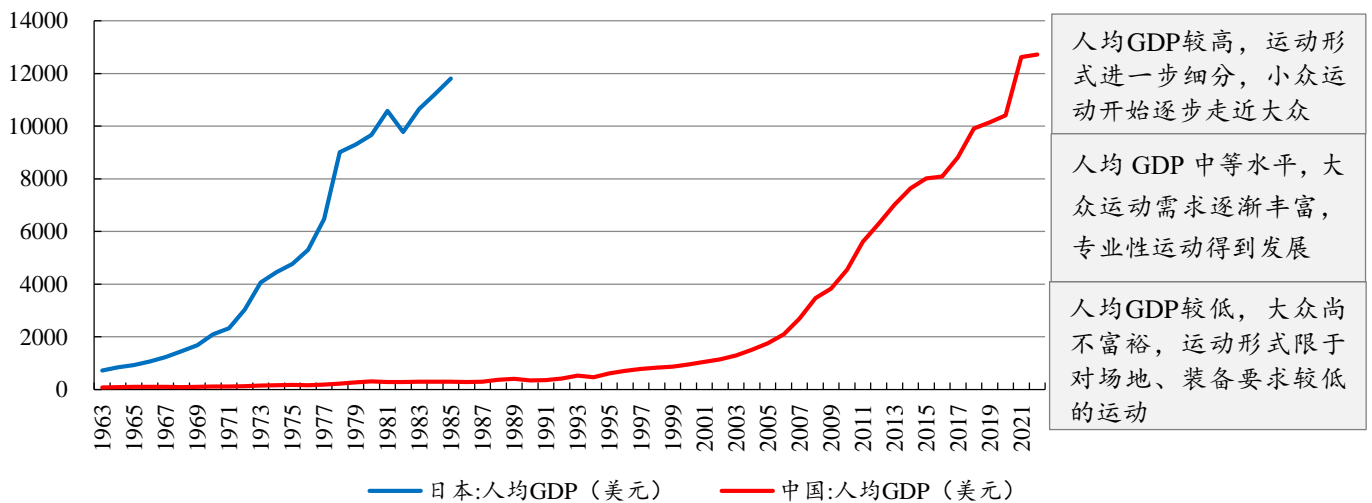


资料来源：魔镜市场情报

## 2.1.1、经济发展催化新兴运动涌现，Gorpcore 风潮带动户外从专业走向大众

经济基础驱动户外行业发展，疫情催化品质生活追求，新兴小众户外运动不断涌现。根据百胜软件与爱分析联合发布的《2023 户外运动行业数字化转型白皮书》，一国户外运动产业的发展通常与该国的人均 GDP 密切相关，即当人均 GDP 较低时，大众尚不富裕，人们开展的户外运动仅限于对场地、装备要求较低的运动，如登山、垂钓、徒步等；当人均 GDP 达到中等水平时，大众的体育需求逐渐丰富，专业性运动得到发展，跑步/骑行与滑雪等运动兴起；当人均 GDP 达到较高水平时，运动形式进一步细化，飞盘、攀岩、潜水、冲浪等各类小众户外运动纷纷走入人们的生活。从美国日本两国户外行业发展经验来看，1 万美元是两国户外运动行业开始快速增长并进入多元化发展的转折点。2019 年我国人均 GDP 顺利突破 1 万美元大关，叠加 2020 年公共卫生事件的催化，国内消费者健康生活、品质追求意识显著增强，露营、骑行、飞盘、滑板、滑雪等细分户外运动热度持续上升，新兴小众户外运动进一步细分并走向大众化，成为户外行业新时期的增长点。

图25：当人均 GDP 达到 1 万美元以上时，户外运动形式将进一步细分，小众运动开始逐渐走进大众



资料来源：百胜软件&爱分析《2023 户外运动行业数字化转型白皮书》、Wind、开源证券研究所

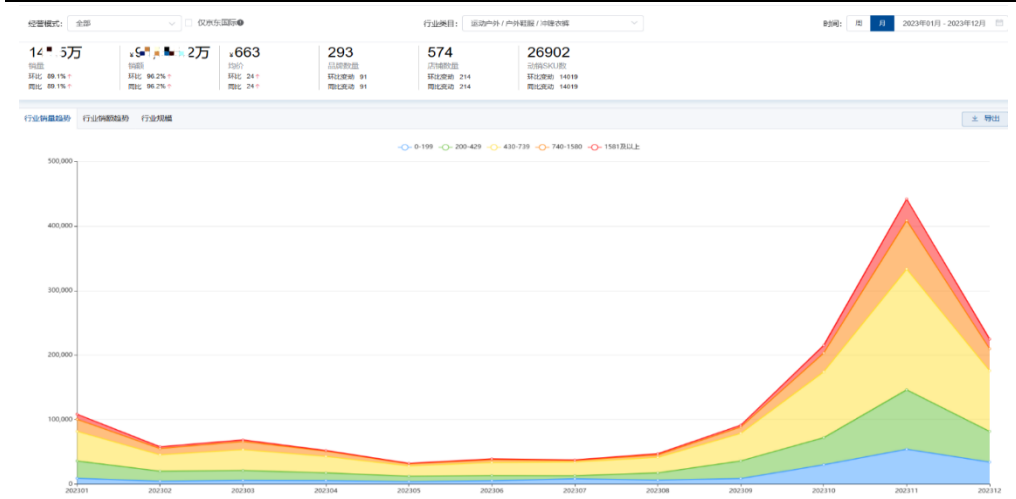
图26：国内消费者品质追求意识显著增强



资料来源：艾瑞咨询《2023 年中国消费者洞察白皮书》

户外功能性与时尚元素相结合，Gorpcore 风潮带动户外从专业走向大众。Gorpcore 风潮自 2017 年由时尚杂志网站 theCut 的作家 JasonChen 首次提出以来，便迅速成为一股将户外功能性与时尚元素相结合的流行趋势。对于高端人群来说，Gorpcore 相关的高端户外品牌能够满足高端人群通过服装彰显身份的要求；对于中低端群体来说，Gorpcore 相关户外品牌能够满足其内心对户外运动的向往以及对潮流时尚的追求。在时尚圈设计师及艺人的引领下，Gorpcore 风潮顺利将户外运动从专业带向大众。例如，The North Face 等 Gorpcore 风格品牌的销售额显著增长，反映出消费者对这种风格的持续热情。极具 Gorpcore 风格的冲锋衣单品，其适应场景已经从户外拓展到了出游和日常等多个场景，近年来销量和销售额实现显著增长。抖音数据显示，2023 年 1 月至 7 月，抖音冲锋衣销售额达 13 亿元，同比增长 336.57%；同时根据鲸参谋平台的数据显示，2023 年京东平台上冲锋衣的销量超 140 万，同比增长约 89%，销售额超 9.4 亿，同比增长约 96%。

图27：鲸参谋平台的数据显示，2023 年京东平台上冲锋衣的销量同比增长约 89%



资料来源：鲸参谋电商数据平台公众号

### 2.1.2、政策加码助力户外行业高质量发展，设施供应完善丰富户外运动场景

顶层设计明确 3 万亿产业规模，国家政策驱动户外产业迈入高质量发展期。近年来，国家愈发重视户外用品行业的整体发展，连续、紧密出台多项支持性政策，2022 年 11 月，体育总局、发展改革委等八部门联合印发《户外运动产业发展规划(2022-2025 年)》，明确提出到 2025 年，将打造 100 个全国知名的户外运动赛事与节庆活动品牌；户外运动场地设施持续增加，普及程度大幅提升，参与人数不断增长，户外运动产业总规模超过 3 万亿元。2023 年 11 月，国家发展改革委、体育总局、自然资源部、水利部、林草局等 5 部门联合印发《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案(2023—2025 年)》，《行动方案》明确了推动户外运动设施建设与服务提升的四方面重点任务，并再次提出到 2025 年推动户外运动产业总规模达到 3 万亿元。

表8：国家连续、紧密出台的支持户外运动产业发展的相关政策

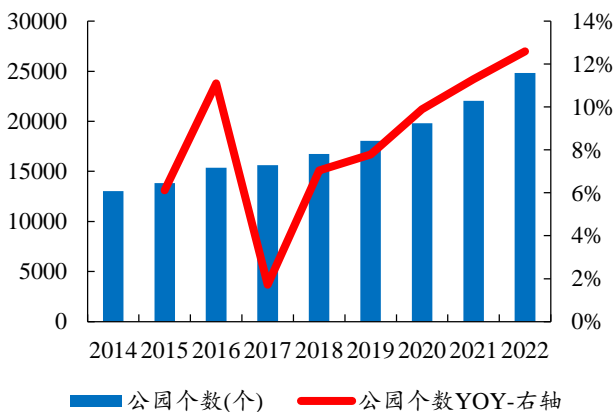
发布日期	发布单位	政策名称	主要内容
2023 年 11 月	国家发展改革委、体育总局、自然资源部等	《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案(2023-2025 年)》	深入实施全民健身战略，统筹推进设施建设、服务提升与产业协同发展，实施“户外运动活力山水”计划，推动户外运动优质供给持续增加、消费场景不断丰富、公共服务设施提质升级，户外运动“后发优势”

发布日期	发布单位	政策名称	主要内容
			进一步显现，在全民健身运动中地位更加突出。到2025年，推动户外运动产业总规模达到3万亿元
2022年11月	文化和旅游部、中央文明办、发改委等14部门	《关于推动露营旅游休闲健康有序发展指导意见》	提出9项基本任务:优化规划布局、扩大服务供给、提升产品服务品质、加强标准引领、推动全产业链发展、规范管理经营、落实安全防范措施、加强宣传推广、引导文明露营,从多方面为露营旅游休闲健康有序发展提供有效支持
2022年11月	国家体育总局、发展改革委、工业和信息化部、住房和城乡建设部、文化和旅游部、林草局、自然资源部、国铁集团	《户外运动产业规划(2022-2025年)》	目标到2025年,户外运动场地设施持续增加,普及程度大幅提升,参与人数不断增长,户外运动产业总规模超过3万亿元。到2035年,户外运动产业规模更大、质量更优、动力更强、活力更足、发展更安全

资料来源：国家发改委、国务院、文旅部、体育总局等、开源证券研究所

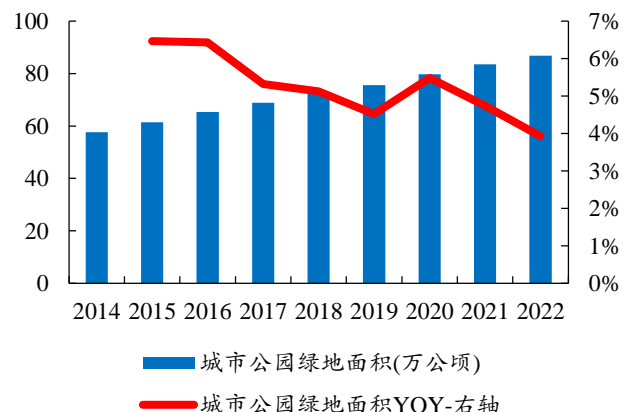
**户外运动活动场地日益丰富，配套设施逐渐完善。**近年来国内城市公园数量实现持续增长，至2022年总数达到2.48万个，同比增长12.60%，城市公园总面积为67.28万公顷。受益于公园数量与公园面积的增长，国内城市公园绿地面积也保持良好提升态势，2022年为86.85万公顷，同比增长3.92%。场地供应上的持续增加，为居民参与户外运动提供充足的场景与空间。同时，我国滑雪场、露营地、航空飞行营地、汽车自驾运动营地、公共船艇码头、攀岩场地以及公园、绿道、健身步道等户外活动配套设施也日益完善。

图28：全国公园个数增长显著



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图29：全国城市公园绿地面积保持提升态势



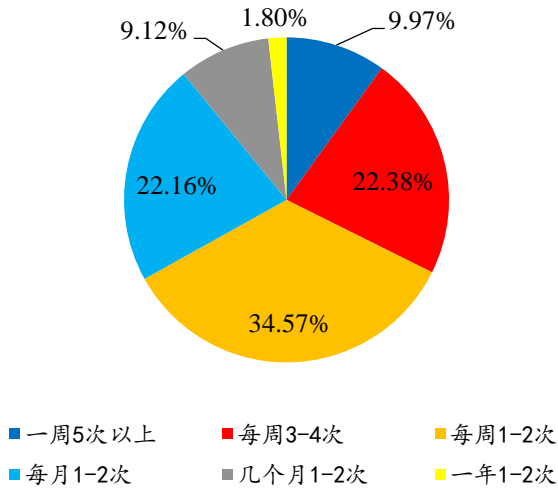
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

### 2.1.3、中国户外参与者有望保持高留存率，对比欧美国内户外运动渗透率提升可期

**健康意识提升叠加户外玩法多样，中国户外参与者预计保持高留存率。**根据美国户外协会，2020年疫情刺激下美国户外参与者同比增长710万人，并且受美国居民健康意识强、户外配套服务完善等影响，其中徒步、骑行、垂钓、跑步等运动的新参与者留存率达60%以上。而目前我国户外产业发展趋势与美国类似，一方面，疫情以来国内居民健康意识得到极大提升，户外运动成为居民保持健康体魄的重要途径之一；另一方面，随着各种新兴小众运动的出现，户外玩法愈发多样化，例如露营地提供“露营+飞盘”、“露营+浆板”等特色体验，户外运动吸引力持续提升。南方都

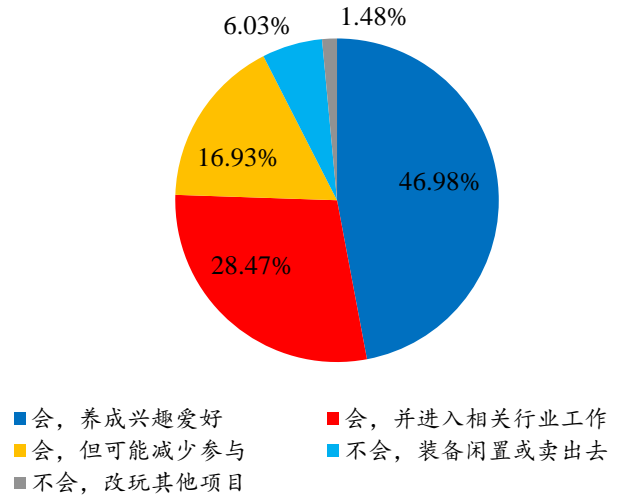
市报发布的《户外运动消费调查报告(2022)》显示,我国60%以上的户外玩家至少一周参与一次户外运动,约47%的户外参与者将把户外运动培养成兴趣爱好,接近30%的户外参与者将进入相关行业工作。未来随着居民健康意识的持续提升,以及户外运动玩法的不断拓新,中国户外参与者预计保持高留存率。

图30: 我国超六成户外玩家一周至少参与一次户外运动



数据来源: 南方都市报《户外运动消费调查报告(2022)》、开源证券研究所

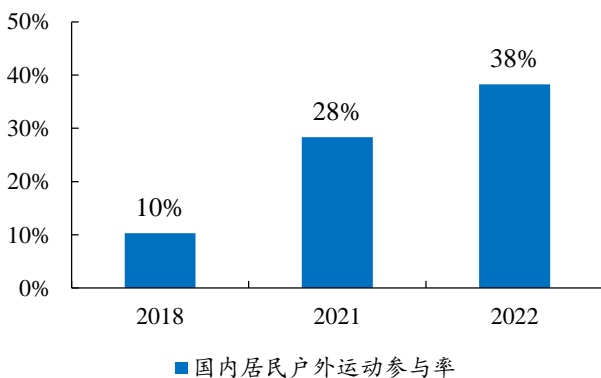
图31: 我国超四成户外玩家把户外运动当作兴趣爱好



数据来源: 南方都市报《户外运动消费调查报告(2022)》、开源证券研究所

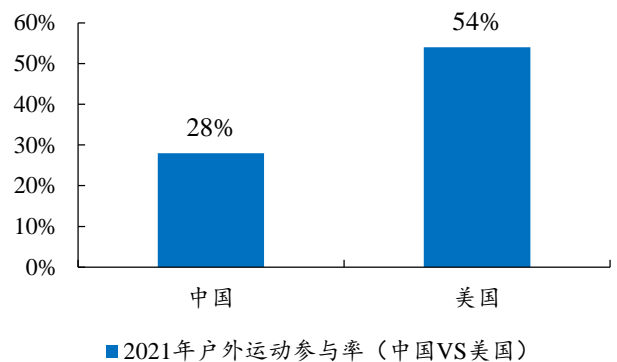
对比欧美国家, 国内户外运动起步晚、渗透率差距大, 未来提升空间可期。根据中国登山协会统计, 2018年我国户外运动人口为1.5亿, 参与率约为10%; 《户外运动产业发展规划(2022-2025年)》数据显示, 2021年我国户外参与率迅速上升至28%以上; 艾瑞咨询测算数据, 2022年户外运动参与人群为5亿, 参与率估算为38%。从数据上看, 目前国内居民户外运动参与率呈现快速提升态势, 但相较于欧美国家超过50%以上的参与率, 我国户外运动参与率水平仍具备提升空间。此外, 在参与率提升初期, 我国大量户外参与人群为体验式初级玩家, 无论参与频次还是人均消费预计均与欧美国家存在差距, 未来国内户外运动参与率的持续提升有望刺激户外用品需求的进一步释放。

图32: 国内居民户外运动参与率持续提升



数据来源: 中国登山协会、《户外运动产业发展规划(2022—2025年)》、艾瑞咨询等、开源证券研究所

图33: 中国户外运动参与率与美国相比仍有一定差距



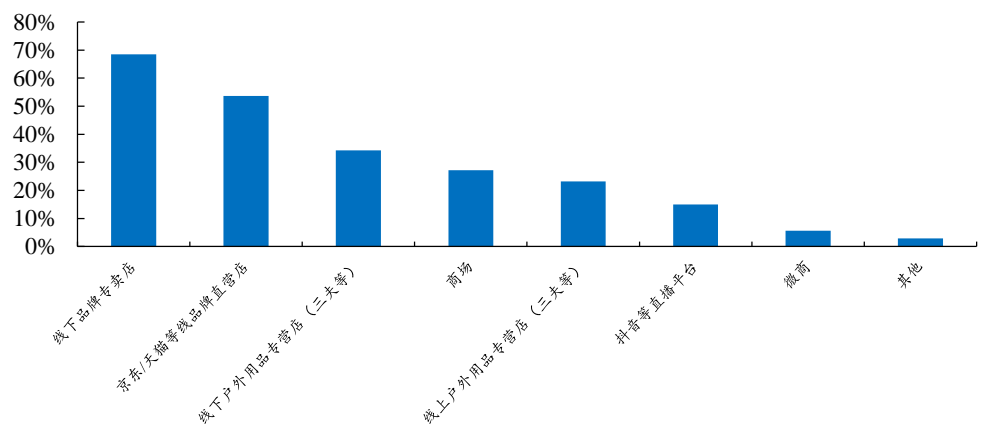
数据来源: 中国体育用品业联合会等、开源证券研究所

## 2.2、消费者品牌化意识增强，高价值量品牌建设成行业共性追求

### 2.2.1、消费者品牌化意识增强，渠道及代工商盈利承压，品牌建设成行业共性追求

消费者偏爱品牌店，户外用品品牌化意识持续增强。根据数字100研究院发布的《2021年专业户外人群趋势洞察》数据显示，由于服务更好、价格透明以及品质值得信赖，目前国内专业户外运动消费者更加偏爱通过线下品牌专卖店与京东/天猫等线上品牌直营店购买户外运动产品，而非户外集合店或其他渠道，进一步说明了目前国内消费者对户外用品的品牌化意识逐渐增强。

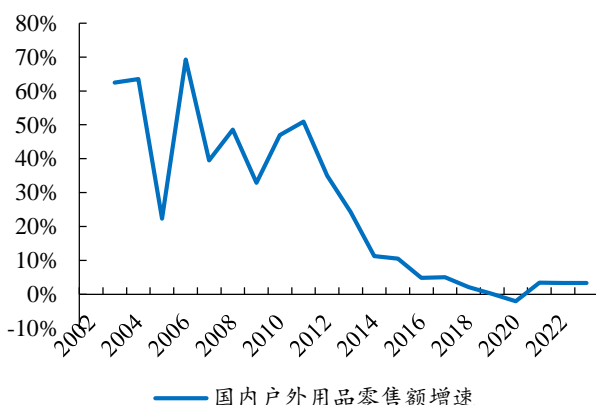
图34：2021年消费者购买户外产品渠道偏爱品牌店



数据来源：数字100数据研究院、开源证券研究所

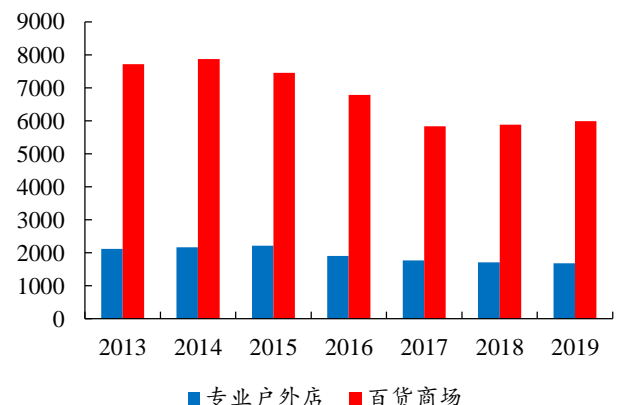
国内户外用品行业增速处于相对低位，产业链上众多企业盈利承压显著。前文提到，2013年至今，在经历10年高增长后，由于产品同质化、消费群体变化等原因，国内户外用品行业进入调整期，2014-2022年国内户外用品零售市场规模GAGR为3.4%，其中2020年国内户外用品零售市场规模更是出现负增长。在行业整体增速处于相对低位期间，多数国内户外用品产业链企业表现出盈利能力疲软态势。以零售商为例，行业调整叠加电商兴起，导致国内户外用品实体店数量持续下降，根据COCA，至2019年国内专业户外店/百货商场户外店数量为1685/5988家，较2013年的2119/7716家分别下降20.5%/22.4%。

图35：2013年后国内户外用品零售额增速明显下滑



数据来源：COCA、开源证券研究所

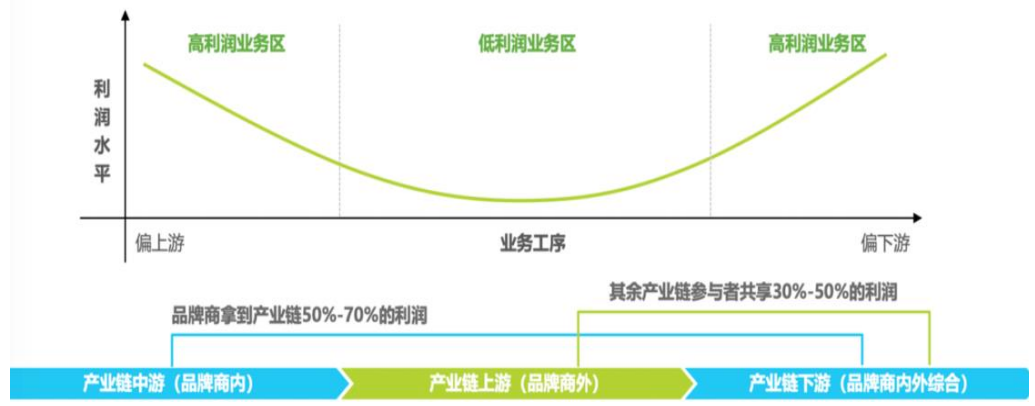
图36：2013年后国内户外用品零售商数量显著减少(家)



数据来源：COCA、开源证券研究所

户外运动用品品牌商利润空间显著，高价值量品牌建设成国内户外行业共性追求。从产业链视角来看，根据艾瑞咨询，在户外运动鞋服产业链中，品牌商可以拿到产业链 50%-70% 的利润，其余产业链参与者共享 30%-50% 的利润。早期，国内户外行业处于起步阶段时，国内企业多以生产制造商和零售商角色入局，即使利润空间较小但整体行业增速较快，仍具有可观的利润增长空间。但现阶段，由于国内户外用品行业增速处于较低水平，基于利润最大化考虑，国内许多户外用品生产制造商和零售商开始寻求高价值环节带来的溢价空间，通过自主创立品牌、自建渠道资源、整合产业链资源等方式建设品牌壁垒，以最大程度地抓取各环节利润，目前向价值量更高的品牌商转型已成国内户外行业的共性追求。

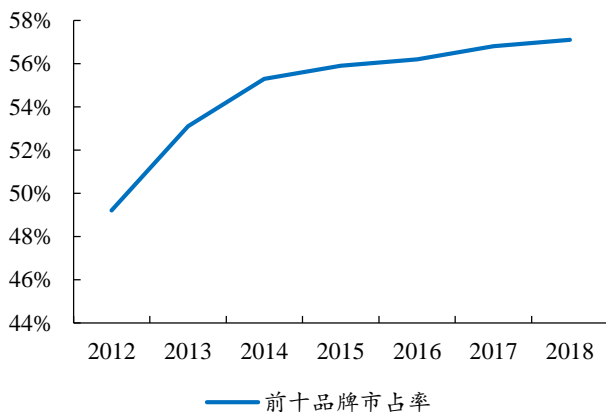
图37：户外运动用品品牌商利润空间显著



资料来源：艾瑞咨询

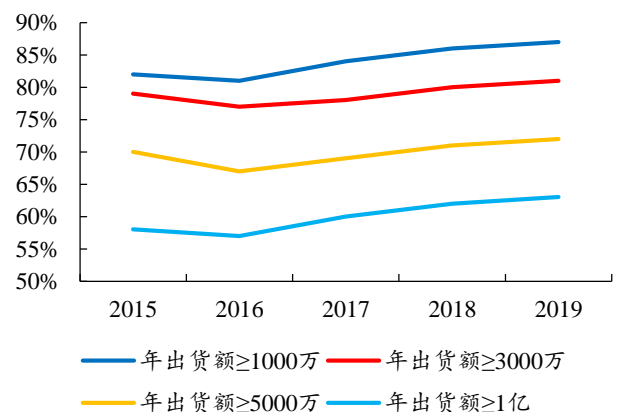
供需双轮驱动行业品牌集中度提升，头部品牌出货额占比不断提高。在消费者品牌化意识提升与产业链企业盈利承压的双轮驱动下，国内户外用品行业品牌化趋势显著。自户外用品行业进入调整阶段以来，户外行业集中度不断提升，户外品牌 CR10 从 2012 年 49.2% 提升至 2018 年 57.1%。从出货额角度来看，国内户外用品份额正在向头部品牌集中，头部品牌的出货金额持续增大，其中年出货额  $\geq 1$  亿的品牌占比从 2015 年的 58.3% 提升至 2019 年的 62.6%。

图38：国内户外用品品牌 CR10 持续提升



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图39：中国户外用品头部品牌出货额占比不断提高



数据来源：COCA、开源证券研究所



## 2.2.2、以牧高笛为例：海外帐篷代工起家，打造大小牧自有品牌迎来快速增长

以牧高笛为例：海外品牌帐篷代工起家，打造大小牧自有品牌迎来快速增长。牧高笛始终专注于露营帐篷的研发、设计、生产和销售，主营业务涵盖 OEM/ODM 与自有品牌两大板块，制造与品牌、外需与内需形成有利互补。在自有品牌业务方面，2003 年主品牌 MOBI GARDEN 创立，冷山系列帐篷问世；2009 年推出户外服装子品牌 MOBI GARDEN URBAN，进军户外服装领域；2021 年国内露营兴起，牧高笛再度推出山系服装子品牌 MOBI WILLA，自有品牌业务逐步发展壮大，自有品牌业务营收占比从 2020 年的 25% 提升至 2023 年三季度末的 58%，并带动公司业绩在 2021、2022 年实现了高速增长。

图40：2021年起牧高笛自主品牌营收占比逐年提升

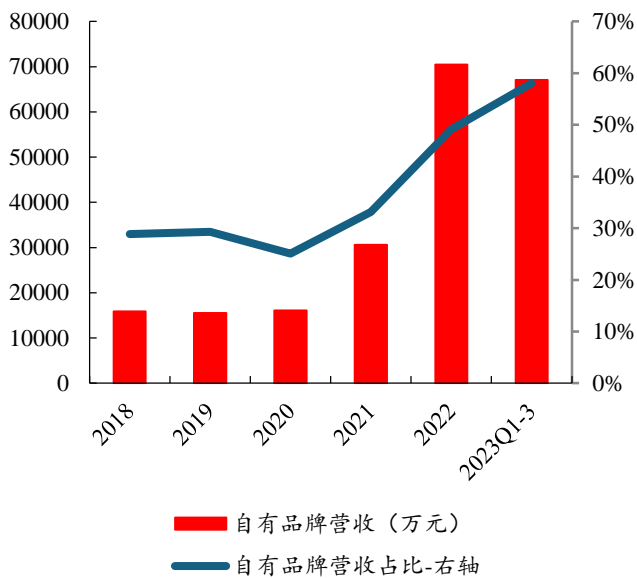
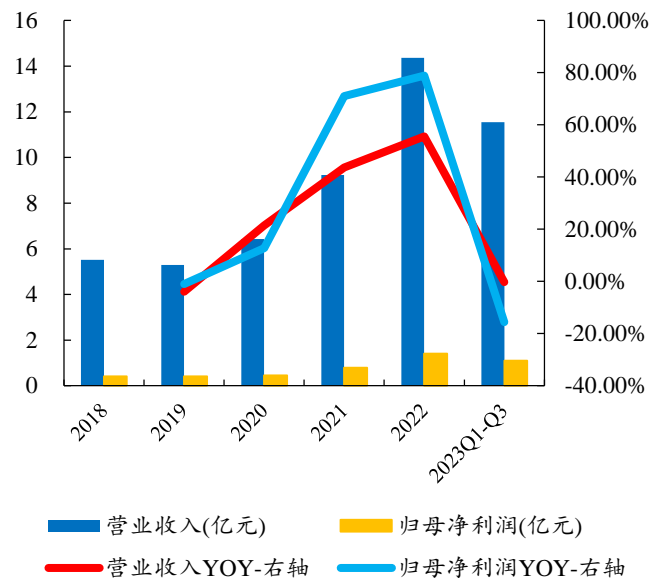


图41：2021-2022年牧高笛营收、净利润高速增长



数据来源：牧高笛公司公告、Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.3、中产阶级高端户外消费需求强劲，涨价潮进一步延续高端化趋势

根据《罗兰贝格“预见 2023”中国行业趋势报告》，高端化和高性价比是未来消费企业发展的两个主要方向。一方面，未来高端品牌的增长将会持续超过中低端品牌，这体现了消费者对好商品/好品牌/好服务的追求始终未变，这给新晋崛起的、能敏锐捕捉消费者需求的新品牌提供了广阔的增长空间。另一方面，疫情同样正在使中国消费者变得更加精明，他们以比以往更积极的态度比较价格，更专业的视角解读潮流，更冷静的心态面对自己的需求，进而对高性价比的产品和渠道的需求与日俱增。目前，国内户外用品市场形成了高端品牌始祖鸟供不应求与高性价比品牌骆驼火爆全网共存的局面。

表9：国内户外行业呈现出高端品牌和大众品牌共存的竞争格局

	品牌	创立国家	简介
	始祖鸟	加拿大	全球顶级户外运动奢侈品牌，产品主要覆盖徒步、攀登和冰雪运动
高端品牌	土拨鼠	美国	全球顶级户外品牌之一，产品设计以“专业仿生、以人为本、全天候功能”著称，市场定位在于高山雪地运动的消费人群
	山浩	美国	和始祖鸟并称北美双雄，主要生产户外服装和帐篷等，山浩的户外硬壳服装被视为

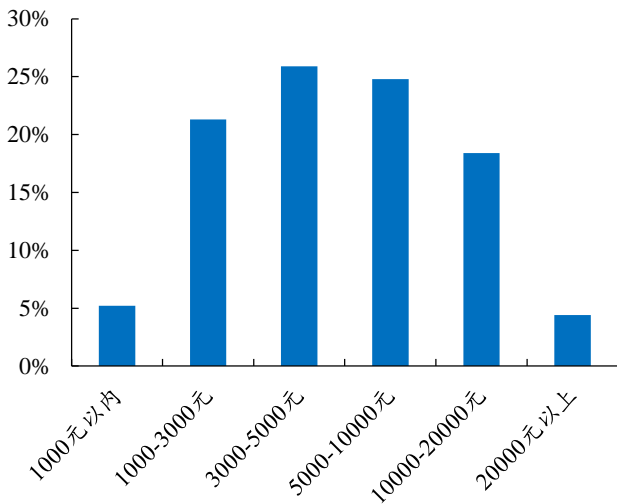
	品牌	创立国家	简介
			户外品牌中的引领者
	猛犸象	瑞士	产品主要涉及高山攀登, 攀岩, 滑雪, 越野跑, 远足徒步 5 个系列
	哥伦比亚	美国	主要产品为休闲户外服装, 拥有独家专利布料 Omni-Tech, Omni-Dry(速干布料)等
	狼爪	德国	德国第一户外品牌, 产品线包括为户外运动、旅游和休闲专门设计的功能性服装
	北面	美国	VF 集团品牌, 早期专注于高档探险和大众户外
中高端品牌	凯乐石	中国	全球三大全系攀登品牌之一, 产品坚持“轻量革命先锋”的设计理念
	诺诗兰	奥地利	奥地利国宝级户外品牌, 从专注极限攀岩与登山的专业品牌发展为涵盖户外徒步、户外旅行、城市休闲、滑雪等多品类户外先驱
	探路者	中国	中国第一户外品牌, 产品覆盖多个运动类目, 包括极限、徒步、跑步、旅行、滑雪等众多产品系列, 针对不同年龄段和应用场景差异进行设计, 满足消费者的需求
	迪卡侬	法国	综合体育用品专卖店, 产品主打性价比, 能够满足从初学者至专业运动者各类人群的需求
	日高	中国	核心产品包括户外休闲服装、背囊、鞋类及游泳用品
大众品牌	牧高笛	中国	专业从事户外服饰、露营帐篷及其他户外用品的研发、设计、生产和销售的企业
	思凯乐	中国	产品包含徒步旅行和城市机能两大系列, 满足户外运动、旅游出行、日常休闲等多种需求
	骆驼	中国	核心产品以高档真皮男鞋为主, 兼营户外运动服装等

资料来源: 中商产业研究院《2023 年全球户外用品行业白皮书》、开源证券研究所

### 2.3.1、中产阶级不断壮大且户外消费意愿强劲, 强功能性奠定高端户外高价基础

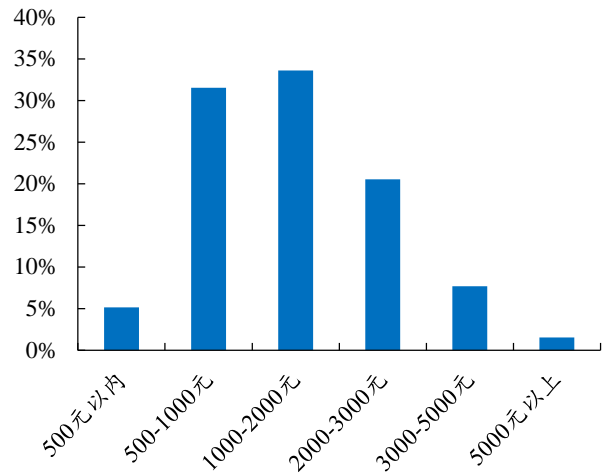
户外运动“氪金”属性突出, 核心用户多为中高收入人群。随着人们健康消费意愿的进一步提升, 具有较高专业性和相对低频性特点的户外运动的“氪金”属性愈发突出, 根据艾媒咨询数据, 2021 年中国 25.9% 消费者以往在露营设备上花费 3000-5000 元; 同时在 2023 年中国冰雪运动爱好者装备获取方式中, 有 61.71% 的受访冰雪运动爱好者表示是自购装备, 31.54% 消费者会花费 501-1000 元, 33.59% 消费者会花费 1001-2000 元, 20.51% 消费者会花费 2001-3000 元。目前, 国内户外运动用品市场主要吸引的是中高等收入群体, statista 数据显示, 在中国户外运动产品的网购者中, 中高收入人群接近 80%, 收入水平在 6 万美元以上的消费者更有可能在户外运动电商平台上进行购物。同时, 根据嘉世咨询数据, 我国专业户外运动人群消费水平多集中在 5000-10000 元的收入段, 消费水平在 5000 元以上的户外运动人群占比达 71%。

图42：露营装备购买金额集中在3000元以上（2021年）



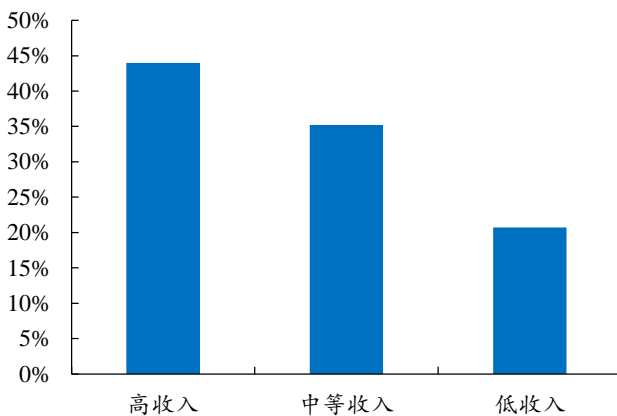
数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图43：冰雪装备购买金额集中在1000元以上（2023年）



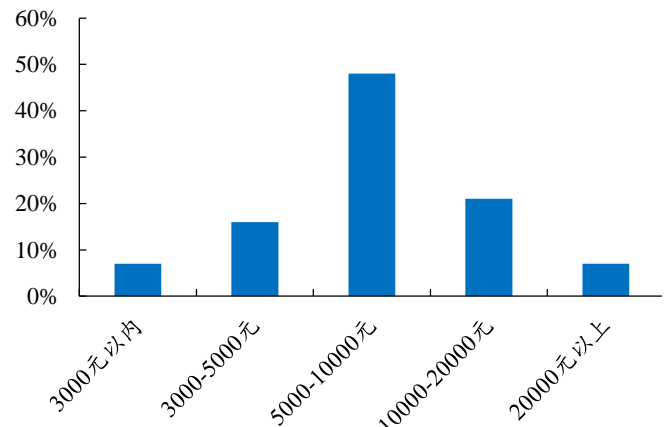
数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图44：中国户外运动消费者主要是中高收入人群



数据来源：statista、开源证券研究所

图45：中国户外运动人群消费水平多为5000-10000元



数据来源：嘉世咨询、开源证券研究所

国内橄榄型社会结构逐渐形成，中高收入人群规模不断扩大。从更长期的维度看待中国消费，共同富裕政策将推动中国橄榄型社会结构形成。著名经济学家李稻葵表示，预计未来15年，我国中等收入群体数量有机会从4亿人增长到8亿人。MGI数据显示，2019-2021年，年收入超过16万元人民币的中国城镇家庭数从9900万增至1.38亿，GAGR达到18%，预计到2025年，将有7100万家庭进入高收入区间，中高收入消费人群占比达54%。同时，QuestMobile数据显示，2022年7月，我国新中产人群的全网占比从2021年7月的12.2%提升至2022年7月的13.7%，用户规模达到1.63亿，同比增长15.6%。

图46：“金字塔型”社会结构 → “橄榄型”社会结构

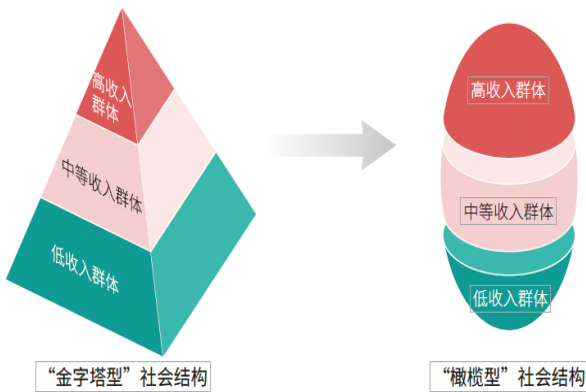


图47：新中产人群用户数量及全网占比不断提升



资料来源：吴晓波频道《新中产白皮书（消费篇）》

资料来源：QuestMobile《2022新中产人群洞察报告》

图48：预计中高收入人群规模不断扩大

### 中国家庭年可支配收入

2020年实际人民币

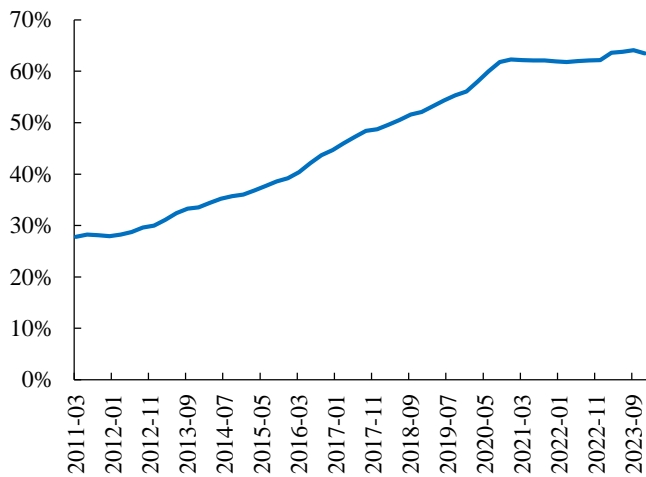
按照收入群体统计的城镇家庭数量，单位：百万户

	2015	2021	2025预测数据
中高收入及高收入 (>16万元)	34	138	209
中等收入 (8.5~16万元)	192	144	114
中低收入及低收入 (<8.5万元)	63	73	63
中高收入及高收入占比	12%	39%	54%

资料来源：《2023麦肯锡中国消费者报告》

经济环境不确定促使消费回归理性，高端户外品牌颇具“性价比”赢得中产阶级青睐。央行数据显示，2022年，来自居民部门的人民币存款增加了17.84万亿元，同比2021年增幅高达80.20%，且过去10年来住户部门杠杆率持续攀升，至2023年底达到63.5%，这些数据说明居民对未来预期持谨慎态度，预防性储蓄意愿明显增强。面对未来的不确定性时，中产阶级也逐渐回归消费理性，更偏好购买具有“实用”、“体验升级”和“黑科技”因素的高品质消费品，而颇具“性价比”的高端户外品牌正好可以满足中产阶级这一需求。一方面，随着户外运动向城市化、轻量化发展，越来越多高端户外品牌推出复合型功能产品以满足日常生活、户外防护以及身份象征等多重需求，很好地契合了中高收入人群的理性品质消费追求。例如，始祖鸟的商务支线Veilance，对于众多一众商务人士来说，既能用于正式的商务场合，又能做到运动舒适无束缚，因此越来越多的始祖鸟冲锋衣走进办公室，引领流行趋势。另一方面，相对于奢侈品的高门槛，高端户外品牌常以千元的经典款位列金字塔之巅，对中等收入人群来说，能以新锐价格购买户外顶流产品，正好满足了其既追求性价比又保持精致的消费要求，成为了消费回归理性后中产精英彰显身份的首选。

图49：过去10年来住户部门杠杆率持续攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：始祖鸟 Veilance 系列产品



资料来源：Veilance Instagram

**功能面料与黑科技赋能，高端户外品牌强功能性奠定高价基础。**作为户外运动的必需品，户外服饰的舒适性、专业性和功能性受到消费者的极大关注，要求其能防风、防水、排湿透气、吸湿速干、抗静电、防紫外等。为满足产品强功能属性，众多高端户外品牌往往采用成本更高的国际顶尖面料并自主研发更前沿的黑科技，以吸引消费者进行购买。例如，始祖鸟硬壳的主要技术来自国际户外顶级面料 GORE-TEX，并且自主研发防水拉链、缝针工艺和热压胶技术，这些都处于全球户外顶尖水平。根据钛媒体资讯，GORE-TEX 的授权壁垒较高，必须通过戈尔验厂认证，且戈尔不只是直接将薄膜卖给授权品牌，而是先在自己的工厂将外层面料、GORE-TEX 薄膜以及内层面料复合为防水透气面料后再提供给品牌商，进而再在经过认证的工厂进行服装、鞋类生产。因此，面料高壁垒与技术高水平铸就了众多高端户外品牌的强功能性，高成本投入为高端户外品牌奠定了高价基础。

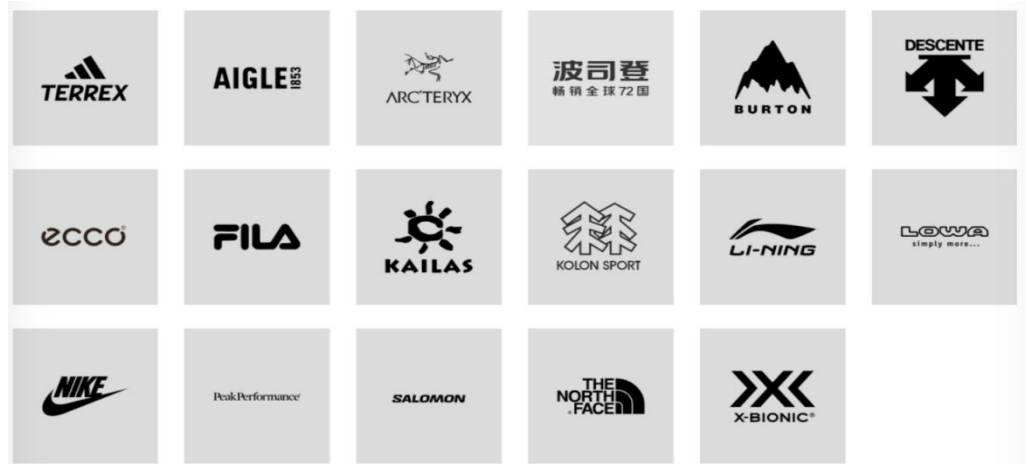
表10：高端户外品牌所使用的国际顶尖户外面料情况

面料	系列名	结构/属性	特点
Gore-Tex	Gore-Tex	2L/3L	常规 GTX 防水面料
	Gore-Tex Pro	3L	最坚固耐磨的 GTX 面料，应用于如滑雪、攀冰、登山等极端严苛环境
	Gore-Tex PERFORMANCE	3L	内层为 C-KNIT® 经编内衬，耐磨舒适
	Gore-Tex PACLITE	2.5L	轻量化系列，轻巧易收纳
	Gore-Tex PACLITE PLUS	2L	轻量化系列，内层耐磨处理
	Gore-Tex ACTIVE	3L	3L 结构中最轻、最透气款，应用于如越野跑、骑行等剧烈的户外运动
eVent	eVent DVexpedition	防水	最坚固的耐用全天候面料，应用于极限环境
	eVent DValpine	防水	持续性防水透气，常规防水 3L 面料
	eVent DVstorm	防水	更轻更透气，适用于越野跑、骑行等剧烈户外运动
	eVent BIO	环保	采用以蓖麻为核心的生物基膜技术
	eVent DVwind	防风	高透气透湿性
	eVent DVstretch	防风	高拉伸性和高弹性
Primaloft	eVent EVprotective	专业	除防水透湿功能外额外增加耐化学腐蚀、防火阻燃等功能
	Primaloft GOLD	经典金标	市面上最好的合成绝缘保暖材料之一，相当于 625 蓬羽绒

面料	系列名	结构/属性	特点
Pertex	Primaloft SILVER	经典银标	相当于约 570 蓬羽绒
	Primaloft BLACK	经典黑标	基本款，相当于 550 蓬羽绒
	SHIELD PRO	3L	坚固耐用的全天候面料，应用于极限环境
	SHIELD AIR	3L	使用透气纳米纤维膜，提供高透气的防水面料
	QUANTUM	绝缘保暖	轻量化、DWR 防小雨，主要应用于绝缘保暖服装
	QUANTUM AIR	绝缘保暖	轻量化+高透气性，应用于剧烈运动的户外环境
	QUANTUM PRO	绝缘保暖	采用超薄防水涂层，轻量化+高度防水+绝缘保暖
	EQUILIBRIUM	单层	双层编织结构

资料来源：徒步中国公众号、开源证券研究所

图51：国际户外顶级面料 GORE-TEX 合作的高端运动品牌

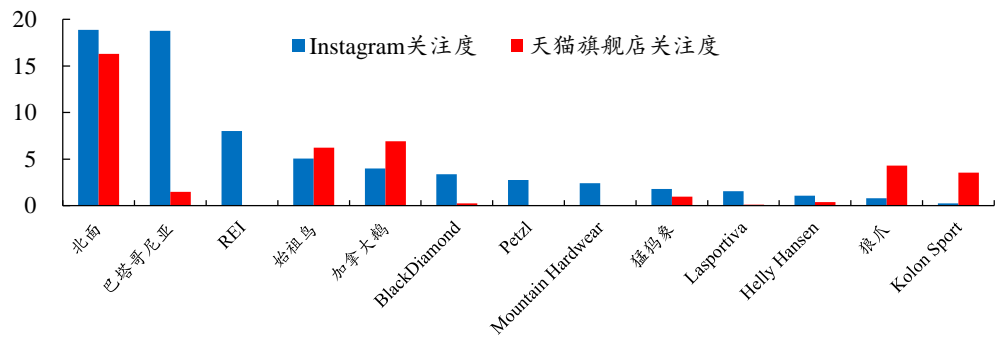


资料来源：徒步中国公众号

### 2.3.2、户外品牌为提升知名度纷纷开启涨价潮，户外行业高端化趋势进一步延续

国内消费者高端户外品牌认知度较低，各大户外品牌为强化高端定位开启涨价潮。户外运动在国外普及程度高，运动品牌多，中国户外运动市场上国外品牌多，且高端户外品牌的消费者认知度较低。以阿迪达斯的 Instagram 关注数和天猫旗舰店关注为基准（记作 100），将通过其他品牌在 Instagram 和天猫上的关注数与阿迪达斯关注数对比，估算其他品牌的关注度；用中国天猫旗舰店的关注度代表中国消费者对该品牌的认知度，可以发现中国消费者对始祖鸟的关注度明显高于其他世界范围上的 Instagram 关注度，而其他专业户外品牌如巴塔哥尼亚、猛犸象等在中国的品牌认知度较低。因此，在国内消费者对多数高端户外品牌认知度较低、国内高端户外品牌竞争格局尚未定型的情况下，为抢占消费者心智、塑造和维系品牌高端定位形象，众多户外品牌在国内纷纷涨价。例如，始祖鸟通过持续涨价以维系品牌稀缺性，据环球网报道，始祖鸟从 2024 年 2 月 15 日起，全线上调品牌产品零售价，包括品牌直营门店和线上商城，全线商品涨幅平均在 20%-30% 左右，但调价归调价，像 Beta 等热门型号依旧是供不应求的状态，重磅款式也全部改为抽签，热度似乎是丝毫未减；同时，以往走性价比路线的国产品牌凯乐石也期望通过提价走高端化路线，如 2023 年凯乐石猎风系列的售价为五六百元，2024 年直接涨到一千元。随着国内户外品牌涨价潮的持续，国内户外用品行业高端化趋势也将进一步延续。

图52：世界消费者与中国消费者高端户外品牌认知情况对比



数据来源：各品牌天猫旗舰店、Instagram、开源证券研究所

### 3、各品牌向上突围路径清晰，多渠道渗透有望打开成长空间

#### 3.1、对标始祖鸟，X-BIONIC 自带高端户外基因，品牌运营全面发力

##### 3.1.1、复盘始祖鸟中国行的 0-1，总结高端户外品牌塑造公式为“好基因+好运营”

高端户外品牌塑造成功的公式可总结为“好基因+好运营”。户外用品如何成功实现品牌向上突围？被称为“中产三宝”之一的始祖鸟似乎已经找到了答案，核心可以概括为“好基因是高价值的基础，好运营是高价值的推力”。细拆来看，一方面，产品自身要拥有高端户外“好基因”，包括能够赢得中高收入消费者信任的优质性能基因、可以彰显身份的特定运动场景基因，以及能够讲述故事的历史底蕴基因；另一方面，产品要经过“好运营”打造，先塑造品牌高端调性，再推动品牌高能扩圈，最后要满足多样受众需求。

图53：高端户外品牌成功的公式可总结为“好基因+好运营”



资料来源：开源证券研究所

高端户外品牌“好基因”=优质性能基因赢信任+特定场景基因显身份+历史底蕴基因讲故事。始祖鸟成功离不开自身的“好基因”，其优质的产品性能赢得中高收入人群的信赖、小众运动场景彰显其独特身份特征，深厚历史底蕴能够为品牌创造故事。

优质性能方面，始祖鸟对产品的设计、材料的选择以及工艺的精湛程度都做到了极致，其可靠品质赢得了中高收入人群的高度信赖。例如，始祖鸟使用了 GORE-TEX、Polartec、Windstopper 等顶级的面料和技术，保证了产品的防水、透气、保暖和耐用性。同时，始祖鸟采用了热压合、无缝拼接等先进的工艺，减少了产品的重量和摩

擦，提高了产品的舒适度和美观度。此外，始祖鸟根据不同的运动场景和需求，设计不同的剪裁、细节和功能，满足了用户的各种需求。

图54：始祖鸟防水拉链的更新迭代



资料来源：三夫户外官网

特定场景方面，与攀岩、登山、徒步等户外运动紧密联系，是生活方式和经济实力的体现。始祖鸟自 1989 年成立以来，将自己定义为“来自加拿大海岸山脉、为攀登而生的户外品牌”，其核心价值在于为最严苛的户外环境提供高性能的装备和服饰，这使得其产品天然就与攀岩、登山等专业户外活动紧密相关，如 Alpha 系列硬壳冲锋衣就是为了满足高海拔攀登和极端天气条件下的需求而设计，具有卓越的防水、透气和耐磨性能。而当今随着“运动即身份”的文化观念逐渐深化，选择穿着何种运动服饰也成为了一种具有象征意义的身份标签，也在传达自己对品质生活的追求和热爱。身着与攀岩、登山等户外运动紧密联系的始祖鸟时会展现出区别于大众的个人品味与生活方式，比如攀岩和登山被视为需要高度专业技能和知识的活动，参与者往往需要经过专业训练，掌握攀登技巧、生存技能和风险评估等知识，因此参与这些活动表明个人具有专业能力和对挑战的追求；专业的攀岩鞋、登山服装、安全装备等户外装备通常价格不菲，参与这些活动可能还需要支付指导费用、旅行费用等，因此参与攀岩、登山活动的个人往往被认为具有一定的经济实力。

图55：始祖鸟呈现出的户外徒步运动场景



资料来源：始祖鸟公众号

图56：始祖鸟与攀岩运动紧密联系



资料来源：始祖鸟公众号



历史底蕴方面，始祖鸟于 1989 年在加拿大温哥华创立，有着三十多年的文化底蕴，其围绕着品牌的起源与发展不断讲述品牌故事来传递品牌的核心价值观念。例如，始祖鸟围绕其第一款产品“Rock Solid”攀岩安全带来讲述始祖鸟品牌注重产品性能和用户体验从一而终的故事，奠定了其在户外装备领域的创新基础；始祖鸟围绕其名字、logo 的设计灵感来源于一块始祖鸟化石“HMN 1880 柏林标本”的故事传达了品牌在户外装备领域的创新精神和对原始、纯粹户外体验的追求。

图57：品牌 logo 来源于迄今最完整的始祖鸟化石



资料来源：始祖鸟官网

图58：始祖鸟的品牌 logo



资料来源：始祖鸟官网

高端户外品牌“好运营”=塑造品牌高端调性+推动品牌高能扩圈+满足品牌多样受众。始祖鸟在中国爆火关键依靠安踏将其收购后开启的一系列品牌运作，先在渠道端塑造品牌高端调性，再在营销端推动品牌高能扩圈，在产品端满足品牌多样受众。

选址高势能奢华商圈，提升高品质门店体验，在渠道端塑造高端品牌调性。一方面，选址高势能的顶级商圈，塑造高端品牌调性。安踏接手始祖鸟后，门店选址上摒弃了与北面相邻的习惯，遵从 BBL (Better 更好形象, Bigger 更大面积, Lower 更低楼层) 的选址核心策略，入驻顶级商圈奢侈品扎堆的核心位置，与 LV、爱马仕、卡地亚等一众奢侈品品牌并肩，例如始祖鸟阿尔法中心，与爱马仕隔街、Tiffany 等奢侈品品牌相邻，迅速提升了品牌势能，塑造品牌高端调性。另一方面，强化高品质购物体验，逐渐夯实高端品牌调性。首先，始祖鸟在购物空间上还原高山峭壁、丛林等大自然场景，融入岩石墙壁、攀岩索道等元素，为顾客营造户外想象空间；其次，始祖鸟采用奢侈品 1 对 1 的导购模式，从空间感知与服务体验上给消费者更高层级的体验，帮助提升品牌调性；再者，始祖鸟还专门打造了 Re-CARE 体验区域，为消费者提供产品维修、养护服务，学习专业养护知识，进一步向奢侈品品牌看齐，强化顾客售后服务体验；更为重要的是始祖鸟在中国市场首次引入以会员社区为概念的 ARCTERYX ACADEMY 始祖鸟山地课堂，每年在世界各地举办大型户外培训课程链接全户外人群。

图59：上海始祖鸟阿尔法中心紧邻爱马仕等奢侈品品牌



资料来源：苹果地图、开源证券研究所

图60：始祖鸟打造 Re-CARE 体验区域



资料来源：胜加品牌咨询公众号

**KOL 种草奠定破圈基础，社交媒体营销推升品牌热度，代言合作&潮牌联名深化品牌认知，在营销端推动品牌高能扩圈。**一方面，时尚&运动 KOL 种草，奠定了始祖鸟的破圈基础。在 2020LV 秋冬男装闭幕式上，off-white 主理人 Virgil Abloh 上台致谢时，身穿一件始祖鸟的蓝色冲锋衣登场，将其带进了时尚前沿；加拿大歌手 Drake 身穿始祖鸟 LEAF 迷彩夹克现身 Nike 纽约大秀，将其塑造为运动圈潮品。另一方面，社交媒体跟风式模仿营销，推升了品牌热度。抖音国际版 TikTok 上火热朝天的“始祖鸟淋浴挑战”打开了始祖鸟在社交媒体上的走红之路，模仿达人们身穿始祖鸟冲锋衣站在淋浴喷头下冲水，间接展现出始祖鸟服装的做工和性能，进而推升了品牌的知名度。此外，代言人合作与潮流品牌联名，深化了消费者对品牌的认知。2020 年，刘雯成为始祖鸟的首位品牌代言人，其先前曾代言过宝格丽、Chanel、Gucci 等众多奢侈品牌，在高净值女性消费者群体中具有很强的影响力；2021 年 12 月，始祖鸟与英国滑板品牌 Palace 推出合作系列，将始祖鸟的专业感和科技感与 Palace 的街头时尚感结合，进而扩大了品牌在年轻消费者中的知名度。

图61：Virgil Abloh 身着始祖鸟现身 LV 秀场致谢



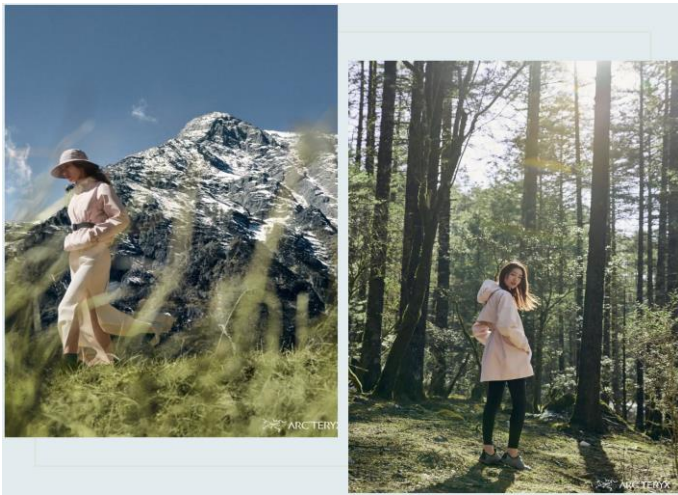
资料来源：20 社公众号

图62：TikTok 始祖鸟防水测评走红



资料来源：TikTok

图63: 始祖鸟全球首位代言人刘雯



资料来源: 新视线 Wonderland 公众号

图64: 始祖鸟与 PALACE 联名及线下销售



资料来源: Fashion NETWORK 官网

丰富产品线, 满足专业、商务、潮流和女性多样需求, 在产品端满足品牌多样受众。在实现品牌扩圈后, 始祖鸟在原有产品系列的基础上不断推出全新产品满足多样消费者的需求。2021年5月, 始祖鸟 Veilance 系列首次推出女子产品, 首发的4件产品分别是硬壳外套、西装夹克、轻质衬衫、阔腿西裤, 延续了 Veilance 一贯的精确设计、严谨工艺、简约样式, 瞄准都市生活中的独立女性客群。2021年9月, 始祖鸟推出全新系列 System\_A, 主打户外机能服饰, 瞄准年轻潮流客群, 在保持始祖鸟面料科技基因的同时, System\_A 使用更潮流的配色, 更风格化版型, 以更潮流的设计吸引对时尚感有更高追求的年轻消费者。目前, 始祖鸟品牌服饰主要涵盖四个系列, 分别是专业户外、城市休闲、面向高端商务人士的 Veilance, 以及面向年轻潮流人士的 System\_A, 其中专业户外系列又可以具体分为登山攀岩系列、徒步远足系列、越野跑系列、单双板滑雪系列。

图65: 始祖鸟 Veilance Women's 秋冬 2021 年秋冬新品

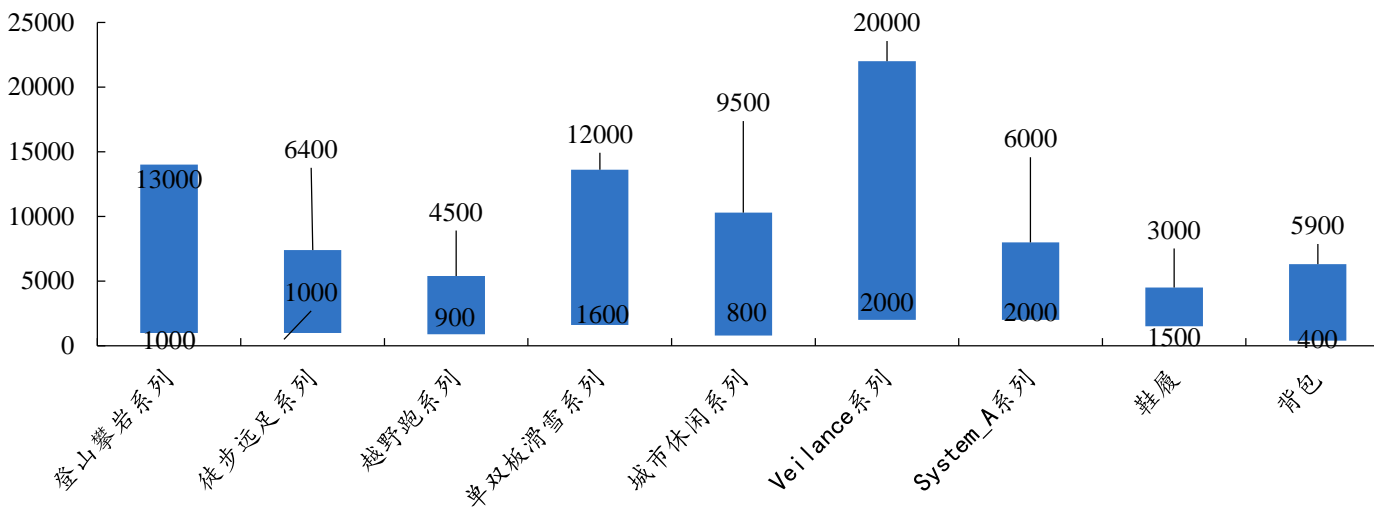


资料来源: 始祖鸟公众号

图66: 2021 年始祖鸟 System\_A 全新上市



资料来源: 始祖鸟公众号

**图67：始祖鸟提供的产品目前已覆盖专业户外、城市休闲、高端商务、年轻潮流等四大系列（单位：元）**



数据来源：始祖鸟微信小程序、开源证券研究所

### 3.1.2、瑞士知名黑科技运动品牌，X-BIONIC 自带高端户外“好基因”

瑞士知名黑科技运动品牌，自带高端户外“好基因”。1998年，具有航空工程师背景科学家兰博茨教授于瑞士创立了X-BIONIC品牌，2013年三夫户外作为代理零售商引入X-BIONIC，2019年1月与其签署中国区独家代理协议，2019年3月与其达成战略合作，最终于2021年完成对中国区“X-BIONIC”、“X-SOCKS”商标以及34个相关商标和25项专利、4项专有技术等IP所有权的收购。X-BIONIC作为瑞士知名黑科技运动品牌，自带高端户外“好基因”，拥有顶级性能、滑雪场景加持以及深厚历史底蕴。

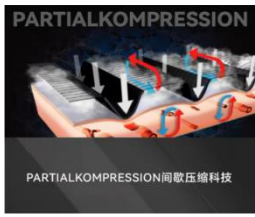
优质性能方面，硬核X-技术铸就品牌专业性，国际赛事多次露出获权威认可。X-BIONIC具有深厚技术底蕴和持续创新能力，其在恒温系统等核心仿生科技领域名列前茅，其最突出点是排汗控温，通过不同材料不同织法的差异，做到一般品牌所无法达到的排汗控温能力，将仿生学技术创造性应用于服装领域“将汗水转化成能量”从而大幅提升运动表现。同时，X-BIONIC在全球拥有超过800项技术专利，连续13年获得PlusX创新技术大奖，连续16年获得41个德国红点奖。此外，X-BIONIC的产品在全球多个国家的航天、赛车、滑雪、射击、越野跑、铁三、田径等领域广泛应用，欧洲有超过20个国家队使用X-BIONIC的产品作为体育竞赛装备，穿戴X-BIONIC产品的运动员在包括冬奥会在内的国际滑雪大赛中，获得了超过1210枚奖牌，产品专业性深受专业人士认可。

**表11：X-BIONIC 拥有的核心硬核X-技术**

核心技术	功能介绍
 <p>3D BIONIC 球体功能板控温系统</p>	<p><b>配合人体的恒温系统</b>，利用特殊的三维立体结构，让皮肤表面的汗水部分自然蒸发，部分在衣服表面保留，保留的汗水在身体需要再次降温时能被二次利用，帮助衣服更贴近身体维持恒温。在流汗时，功能板吸收汗滴并转移至“蒸发面积扩展体”，在体温的带动下，进行蒸发，快速为皮肤表面降温；在寒冷时，空气通道的暖空气形成保暖空气垫，阻止外部冷空气进入，有效维持身体温暖。</p>

核心技术

功能介绍



PARTIALKOMPRESSIO N 间歇压缩科技

目前世界尖端的压缩服装技术，可以有效的减少肌肉在运动中的颤动，从而减少能量损耗并降低心肺功能负荷；与传统的压缩技术相比，间歇压缩在确保压缩功能性的同时，可以增加血液循环效率，提升舒适度。



RETIN 视网膜高清一体织科技

RETIN 视网膜高清一体织科技是高织造精度，电脑控制的一体织技术，将人类视网膜自然进化仿生成果移植到贴身产品上，更准确实现功能贴身层不同部位的功能特性，像制造科学仪器一样织造功能服装同时保证强大功能和舒适触感。



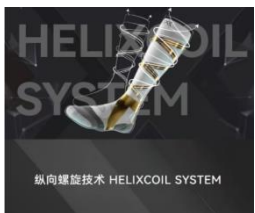
SKIN NODOR 抑菌纱线

一种高科技纱线，相关研究已经到了非常细微的原子领域具备抑制细菌生长，抑制不友好气味的功能设计。其原理是通过体温激活，纱线逐步释放中性离子，这些离子对抑制细菌过量产生有积极改善作用，从而更大程度减少不友好气味的形成，这项功能得到耐力运动爱好者广泛好评。



聚能加强犰狳软甲科技

根据犰狳铠甲坚硬而又灵活的特性，用生物技术研制 ImpactPro®超耐磨防切割高科技纱线，织造出 X-BIONIC ACCUMULATOR ARMADILLO，聚能加强犰狳软甲，根据欧盟 EN 388:2019 标准测试认证，耐磨 ABRASION Resistant 3 级，防切割 CUT Resistant C 级，同时排汗控温保暖，间歇压缩，柔软舒适，具备聚能加强经典款全部功能。



纵向螺旋技术 HELIXCOIL SYSTEM

针对大运动量同时相对固定特点，该纵向螺旋技术系统可提升血液循环与降温，更好肌肉群控制，降低肌肉运动损伤风险。

资料来源：X-BIONIC 天猫旗舰店、开源证券研究所

图68：X-Bionic 共获得了 1048 项国际设计、创新大奖



资料来源：MysteryRanch 神秘农场公众号

图69：超过 20 个国家队将 X-Bionic 作为竞赛装备



资料来源：MysteryRanch 神秘农场公众号

特定场景方面，紧密联系滑雪运动，彰显经济实力与品质追求。X-BIONIC 与滑雪运动紧密相连，因为 X-BIONIC 控温技术最典型的应用场景就是滑雪，其能够满足在滑下山时人体发汗需要降温，而在山下等缆车时需要保暖的要求。同时，公司还通过多种营销举措不断加深 X-BIONIC 与滑雪运动的联系，如冠名滑雪赛、举办圣诞冰雪秀、为中国国家滑雪队提供装备，以及在崇礼、长白山、通化万峰、新疆将军山等雪场开设滑雪店等。而滑雪运动是一项十分彰显经济实力与品质追求的运动，一方面滑雪活动通常需要较高的经济投入，包括购买或租赁专业装备、支付滑雪场的门票和缆车票、以及可能的滑雪课程费用；另一方面滑雪能有效锻炼身体的各个部位，而且滑雪者还可以在享受滑雪乐趣的同时，在滑雪度假村与家人朋友共度美好时光或参与当地的文化活动，展现出对品质生活的追求。因此，当人们选择穿着 X-BIONIC 时，不仅能够传达了自身对滑雪等小众高端户外运动的热爱，更是在无形中彰显出经济实力和对品质生活的追求。

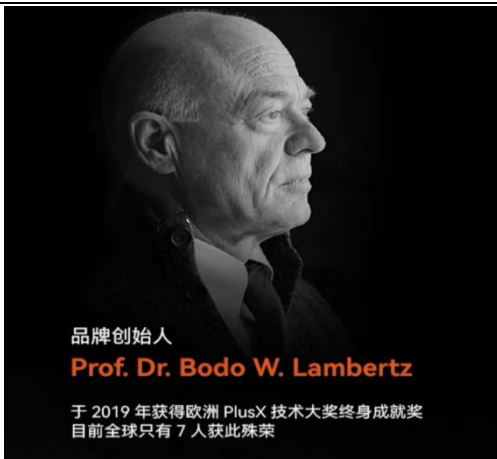
**图70：X-BIONIC 紧密联系滑雪运动**



资料来源：X-BIONIC 公众号

历史底蕴方面，二十余年品牌历史，缘起于瑞士军方合作，航空工程师背景创始人可寻品牌故事。X-BIONIC 成立于 1998 年，由瑞士 X-Technology 公司研发，意大利制造，创始人是具有航空工程师背景科学家兰博茨教授。起初 X-BIONIC 的创立是为满足瑞士士兵们既要能在气候温和的平原作战，也要能经受 4500 米高山高寒的需求。为设计出能够满足人体体温保持在 37°C 的服装，兰博茨教授将仿生学的原理应用于运动装备的设计中，使得这类功能服装技能够紧贴皮肤进行导湿与排汗，又能起到蓄温与传导作用。因此，无论是创始人兰博茨教授的丰富背景与愿景，还是品牌缘起的经历，都展现出了品牌的科技实力与创新精神，这些故事是赋予品牌高价值的基石。

图71: 创始人是具有航空工程师背景的兰博茨教授



资料来源: X-BIONIC 天猫旗舰店

图72: X-BIONIC Combat Energizer®战斗激能系列



资料来源: X-BIONIC 公众号

### 3.1.3、全面发力高端户外品牌“好运营”，X-BIONIC 成长之路可期

塑造品牌调性方面，选址高端商圈开店，升级改造门店形象，积极开展会员活动，有望实现品牌价值跃迁。在门店选址方面，2021年前，X-BIONIC 主要在公司多品类多品牌综合店中的品牌专区销售，这类综合店普遍沿街开设，且为 X-BIONIC 提供的展示位有限。2021年收购完成 X-BIONIC 后，公司在北京国贸商场开设了第一家 X-BIONIC 旗舰店，之后迅速入驻北京 SKP、南京德基广场、成都 SKP、深圳万象城等多个商圈，门店直接邻接始祖鸟、萨洛蒙等高端户外运动品牌，积极塑造品牌高端调性。在门店升级方面，综合店通过陈列宽敞、特色突出强化消费者品牌认知，融入岩石植被等户外元素营造户外氛围，同时 X-BIONIC 商场品牌店设计时尚感较强，极具科技运动风，风格贴合品牌调性。在会员活动方面，公司积极开展社群活动及会员体系建设，强化购物体验，2023年公司共举办社群活动十余场，上半年组织门店会员活动 108 场，包含滑雪、徒步、露营、跑步及分享会等多种形式。2023年上半年门店新增会员 2 万+，同比新增上升 60%；截至 6 月 30 日，门店会员总数 35.2 万人，会销比为 84%，同比增长 22%，会员复购率为 46%，同比增长 14%。

图73: X-BIONIC 北京国贸店邻接始祖鸟店铺



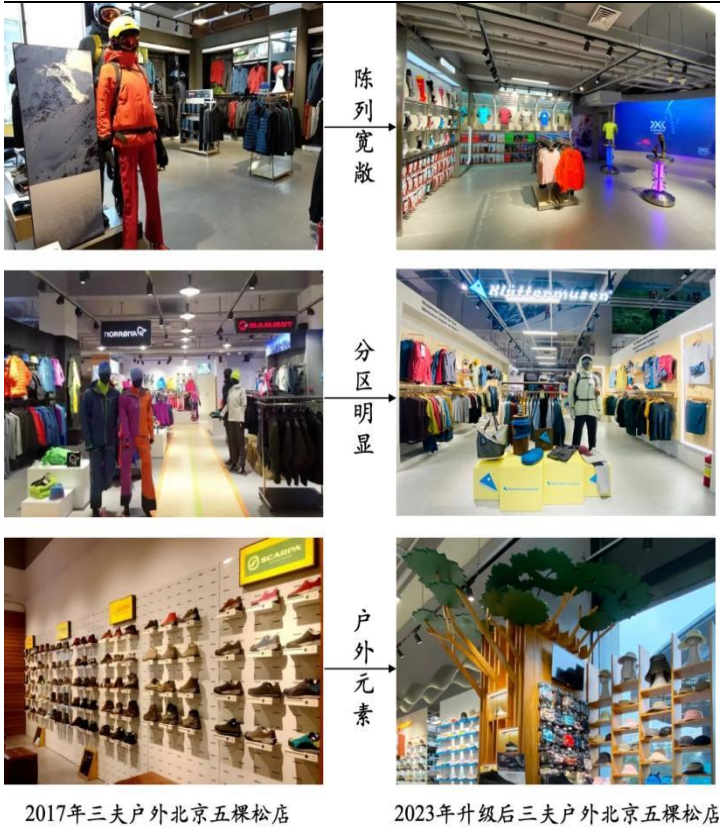
资料来源: 苹果地图、开源证券研究所

图74: X-BIONIC 开店在奢侈品云集的北京 SKP 商场



资料来源: 苹果地图、开源证券研究所

图75：三夫户外北京五棵松店门店变化



资料来源：三夫户外公众号、三夫会员公众号

图76：X-BIONIC 品牌店设计具有“科技运动风”



资料来源：X-BIONIC 公众号

图77：2023 年三夫户外部分社群活动



资料来源：三夫会员公众号

推动品牌扩圈方面，赞助户外赛事与运动员夯实专业运动群体，KOL 种草&冠军明星代言&顶尖商学院合作触达多圈层消费者。一方面，鼎力赞助体育运动员与户外运动专业人士，多次冠名各项户外运动赛事，夯实专业运动群体。2021年，公司成为清华大学射击队合作伙伴，为运动员、教练员提供 X-BIONIC 功能产品；2022年北京冬奥会，X-BIONIC 为 11 支雪上项目国家队运动员们体育竞技提供了优质的装备保障；2022 年，X-BIONIC 赞助登山者高立、任勇、陆平，成功登顶海拔 6,294 米的格朗曼因峰，成为首个登上格朗曼因峰的“中国团队”；2023 年，X-BIONIC 赞助重庆登顶珠峰北坡第一人古小溪、ISA 两位女性登山家成功登顶珠穆朗玛峰。同时，X-BIONIC 多次冠名崇礼 168 国际超级越野赛、崇礼国际铁人两项挑战赛等专业赛事，其中崇礼 168 超级越野赛七年间总报名人数超过 50,000 人，影响近百万人参与，累计传播内容触达 199.95 亿次，单场次媒体报道近 200 家，是目前国内乃至亚洲单场



次赛事组别设置最多、规模最大、影响力最强的越野赛之一。另一方面，KOL 种草奠定扩圈基础，冠军与明星代言提升品牌势能，顶尖商学院合作拓展高端商务圈层。近年来，公司注重社交媒体内容营销，与张靓颖、张蓝心等众多明星和冠军合作为品牌进行宣传露出，并且合作超过 200 位运动和时尚达人，在小红书、抖音等平台为产品进行宣传和种草，持续深化 X-BIONIC 品牌力。同时，2022 年，公司聘请国际超模何穗、“双冠王”任子威担任 X-BIONIC 品牌代言人，自由式滑雪空中技巧世界冠军王心迪代表雪上运动成为 X-BIONIC 品牌大使，增加品牌曝光度和美誉度的同时进一步提升品牌势能。此外，X-BIONIC 多次与“玄奘之路商学院戈壁挑战赛”参赛团队合作，其中在“戈十四”中助力上海交大安泰 EMBA 团队夺得冠军，在“戈十六”中助力长江商学院和中欧国家商学院分别取得冠、亚军，X-BIONIC 在与顶尖商学院的合作中表现优异、赞誉满满，进一步触达高端商务圈层。

图78: X-BIONIC 成为中国国家滑雪队供应商



资料来源：公司公告

图79: X-BIONIC 赞助崇礼 168 超级越野赛



资料来源：X-BIONIC 公众号

图80: 2022 年聘请国际超模何穗、冬奥“双冠王”任子威担任 X-BIONIC 品牌代言人，自由式滑雪空中技巧世界冠军王心迪成为 X-BIONIC 品牌大使



资料来源：公司公告

图81: 国际时尚超模何穗、冬奥冠军徐梦桃为中国首家 X-BIONIC 旗舰店剪彩揭幕



资料来源: X-BIONIC 公众号

图82: 冬奥冠军王心迪、任子威在 X BIONIC 微博上的秋冬广告大片



资料来源: X-BIONIC 新浪微博

图83: X-BIONIC 助力上海交大安泰 EMBA 团队与长江商学院荣获冠军

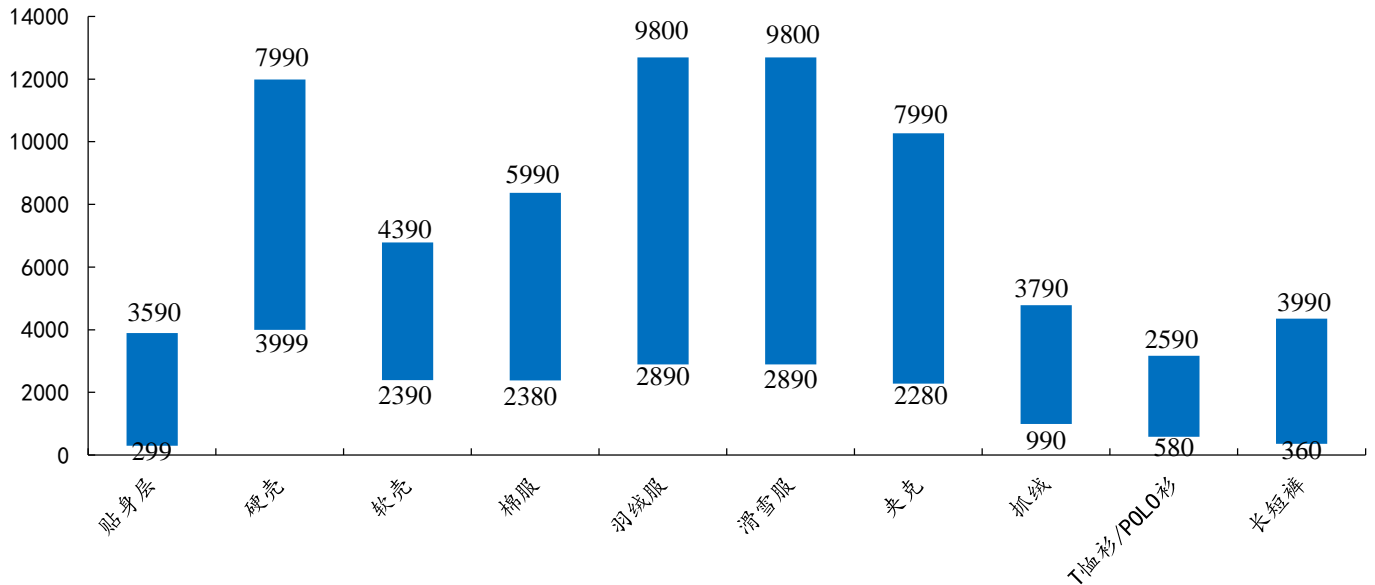


资料来源: XBIONIC 公众号

满足多样受众方面, 与顶尖面料商合作持续丰富中外层产品, 不断拓展应用场景满足不同消费者多样需求。公司已与包括 GORE-TEX、Schoeller、Polartec、Pertex 等国际优质功能面料公司建立深度合作进行新品研发生产, 持续丰富中外层产品线, 2023H1 X-BIONIC 品牌营收近 0.8 亿元, 同比增长超 50%, 其中中外层产品营收占

比已提升至 60%，超过贴身层营收占比。同时，公司逐步从冬季滑雪相关产品延展至春夏等完整的产品矩阵，如春夏季包括跑步、运动训练系列、瑜伽系列、防晒皮肤风衣、超薄风衣、超薄防水风衣、Polo 衫、商务系列、T 恤；秋冬包括抓绒、软壳、冲锋衣、羽绒服、棉服、滑雪服等系列，各系列产品价格带覆盖广泛，满足不同人群、不同场景的使用需求。**未来**，随着 X-BIONIC 中外层产品的持续丰富，产品应用场景的进一步拓展，X-BIONIC 产品销售规模有望保持高增态势。

图84: X-BIONIC 目前产品系列中畅销款售价（元）与价格带区间覆盖广泛



数据来源：X-BIONIC 天猫旗舰店、开源证券研究所

表12: X-BIONIC 产品品类多、覆盖面全

产品	价格带	示意图	基本介绍
贴身层	¥ 299-3590		贴身层主要用于保持皮肤干爽以及基础保温性能，最重要的功能是衣服的排汗性和对体温的管理能力，目前 X-BIONIC 贴身层有聚能系列、阿帕尼系列、热反射系列、优能系列、倍能系列、激能系列、新魔法系列
硬壳	¥ 3999-7990		硬壳以专业户外运动场景为主，一般作为最外层穿着，服装面料要求做到最高级别的防风、防水并且还能透气，以满足高频度使用下的耐用性以及应对突发紧急风暴时当做避难装备的需求
软壳	¥ 2390-4390		软壳外层采用防水面料，具备防水防风性能，里层采用抓绒面料，同时又具备保暖透气的性能
棉服	¥ 2380-5990		棉服内充以棉花、羽绒等物料，用来御寒

产品	价格带	示意图	基本介绍
羽绒服	¥ 2890-9800		羽绒服材料主要是羽绒和涂层织物
滑雪服	¥ 2890-9800		滑雪服外层采用高防水、透气、防风且耐磨、抗撕裂的面料，质感强；内层通常采用保暖性较好面料，同时具有保暖和透气排汗能力
夹克	¥ 2280-7990		夹克小巧轻便的外衣，通常长度在腰下、臀部以上的开襟外衣
抓绒	¥ 990-3790		抓绒多作为中间保暖层，具有保暖、防风、轻量、快干、耐磨、延展、易压缩、易打理、抗静电、防泼水等功能
T恤衫 /POLO 衫	¥ 580-2590		T恤衫和 POLO 衫通常由柔软舒适、具有良好透气性和吸湿性的面料制成，如纯棉或棉混纺材料
长短裤	¥ 360-3990		户外长短裤常见面料包括透气且吸湿排汗的涤纶，柔软舒适的棉，以及混纺面料，其不仅要保证活动的自由度和舒适度，还要考虑到耐用性和易于护理的特点，以适应户外活动的需求

资料来源：X-BIONIC 天猫旗舰店、开源证券研究所

### 3.2、合资品牌攀山鼠表现亮眼，独代品牌 CRISPI、Houdini 打造新增长极

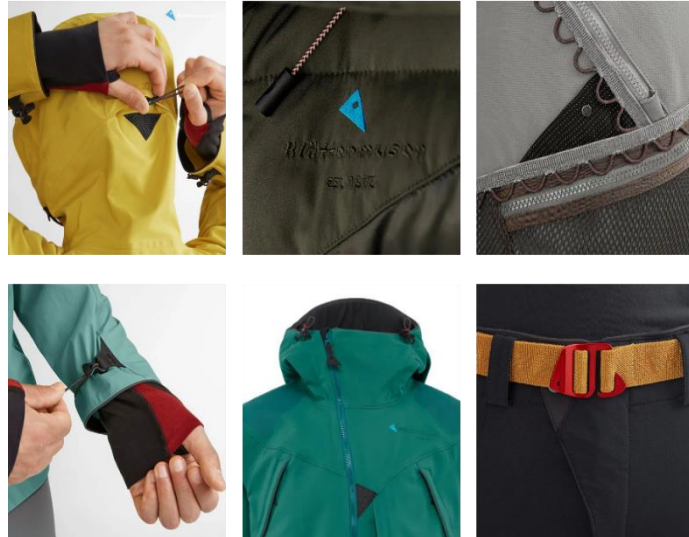
#### 3.2.1、Klattermusen 攀山鼠：瑞典山系经典户外品牌，独具特色设计有望乘 Gorpcore 风而起

瑞典山系经典户外品牌，与始祖鸟、猛犸象齐名“鸟鼠象”。1975 年，瑞典登山家 Peter Askulv 创立 Klattermusen（攀山鼠）品牌，致力于为全球户外爱好者提供安全、可靠的出行装备产品，2017 年攀山鼠与三夫户外签订代理协议，2023 年公司全资子公司北京旅行鼠户外用品有限公司与 Klattermusen AB 签订合资协议成立合资公司。Klattermusen（攀山鼠）主打潮流设计、功能及环保，坚持从实用性和艺术性出发进行产品设计，开发了多款独有的功能面料，创造了多项具有高辨识度的品牌特性，与始祖鸟、猛犸象齐名“鸟鼠象”。攀山鼠兼具户外和潮流的属性深受年轻消费者喜欢。2023 年 1 月，攀山鼠上海首家直营连锁零售店落户浦东嘉里城，并于开业后第二个月即实现单店盈利；6 月，攀山鼠在深圳南山万象天地高街开设华南首家快闪店，于当月实现盈利；2023 年上半年攀山鼠合计销售额超 4,000 万，同比增长 300%。

独特设计与时尚元素共存极具吸引力，受到众多潮流明星与时尚人士追捧。在细节设计方面，无论是从产品版型外观、功能细节设计、还是材质构成等多个角度解构，攀山鼠品牌都有着个性鲜明的独特元素在流动。比如：斜式拉链设计、防风帽更细

节的调节、三角反光安全元素、独特的服装耐磨超轻涂装、背包上面的蕾丝花边、蝴蝶桥设计等等。在时尚元素方面，所有产品在保证功能性的同时都具备以大自然为灵感的时尚元素，如衣服颜色为灌木绿、宝石蓝、月亮白；2020年，Klattermusen Raido Backpack 在 Neonyt Fashion Show 中顺利亮相。

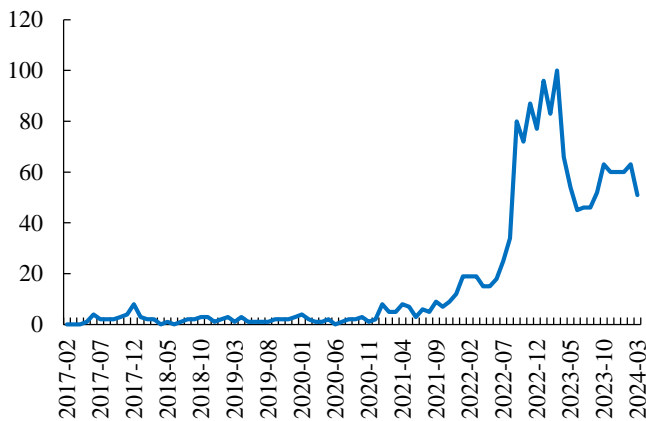
图85：攀山鼠拥有个性鲜明的独特设计元素



资料来源： Mounster 山系文化公众号

**Gorpcore 风潮兴起，攀山鼠主打山系设计风格有望乘风而起。**2017年时尚杂志网站 the Cut 创造出单词 Gorpcore，指户外运动与日常相结合的服装搭配，强调生活方式的表达，Gorpcore 风格穿搭多以鲜亮配色和大地色系为主，以宽松版型实现叠穿效果。疫情期间，人们户外运动需求增加，Gorpcore 穿搭迅速风靡全球，疫后这股风潮也并未消减，Google 中 Gorpcore 搜索指数在 2017 年 5 月至 2023 年 12 月期间最高翻了 50 倍，目前也仍维持在较高水平。未来，随着 Gorpcore 热度的持续提升，主打山系风格的 Klattermusen（攀山鼠）有望乘风而起，进一步提高品牌知名度实现破圈。

图86：2020 年至今 Google 搜索引擎中 Gorpcore 搜索指数持续位居高位



数据来源：GoogleTrends、开源证券研究所

图87：2019 年巴黎时装周中美国饶舌歌手 Frank Ocean 的 Gorpcore 穿搭是将该风潮引入时尚界的推手之一



资料来源：户外探险 OUTDOOR 公众号

### 3.2.2、CRISPI：意大利手工匠心传承品牌，都市功能品类拓展有望贡献未来增长

意大利手工匠心传承品牌，“舒适零磨合”引领高端驱动。1975年，意大利资深制鞋匠人 Alessandro 创立了 CRISPI 品牌，坚持以传统工匠技术纯手工制作出“舒适零磨合”鞋靴。CRISPI 每双鞋都经过代代相传的意大利手工匠人制鞋工艺，历经剪裁、缝纫、塑型、粘合、修正等 7 道关键工序。凭借独具匠心的品质，CRISPI 深受高端客群喜爱，其中价格在 3500 元的 Monaco GTX 稳居天猫中帮登山鞋热销榜单第二名，价格在 4200 元的 Monaco Winter 稳居天猫高帮登山鞋热销榜单第九名。2023 年 4 月，CRISPI 品牌专区形象首店落户上海三夫万体旗舰店，连续三个月单店每月突破 20 万营业额。2023 年上半年 CRISPI 累计实现批发销售超 2,800 万，同比增速超 50%。

图88：CRISPI 坚持意大利纯手工制作保证舒适零磨合



资料来源：CRISP 公众号

图89：CRISPI 产品稳居天猫登山鞋热销榜单



资料来源：CRISP 天猫旗舰店

核心技术加持奠定产品硬实力，专为中国市场开发宽版鞋楦克服“水土不服”。CRISPI 核心技术丰富，如 GORE-TEX 五层防水透气薄膜能够使足部持久干爽、EFX 动态中低技术拥有超强智能回弹并辅助分解能量、Vibram 鞋底技术在保持性能不变的基础上使得更轻更薄，率先将 BLC 内底稳定科技、AFS 足部贴合系统、ABSS 脚踝支撑系统等先进的产品科技应用在了传统意式手工鞋上。同时，为克服进入中国市场的“水土不服”，CRISPI 根据亚洲人的脚型特点，专为中国市场开发了符合国人脚型的宽版鞋楦，以 2022 年北京冬奥会为灵感设计打造的经典 Monaco 的全新配色“熊猫白”和“灯笼红”，成为深受中国市场欢迎的功能鞋靴品牌之一。

图90: CRISPI 拥有的核心技术



资料来源: CRISP 天猫旗舰店

图91: Monaco 熊猫白和灯笼红



资料来源: CRISP 公众号

中国城市户外步入高速发展通道，都市功能品类拓展有望贡献未来增长。近年来，现代人为了释放工作以及生活上的各种压力，开始亲近自然、寻找“众乐乐”的身份认同，国内城市运动得到了快速发展，2023 年小红书平台上骑行、徒步、露营、钓鱼等城市户外运动笔记数量同比增速均超 100%。而 CRISPI 在沿袭自身引以为傲的户外功能的同时，也在积极探索着户外基因在城市中应用脚步，其 Unica 系列具有简约设计、低调气质、品味质感，是意式风潮下户外与城市的跨界优品，兼具市场穿搭和日常城市机能的需求。2024 年公司计划把时尚性和高端意大利工艺结合起来，都市功能品类的拓展有望进一步带动销量提升。

图92: 2023 年多项城市户外运动笔记数量增速超 100%

图93: CRISPI Unica 系列产品



资料来源: 小红书《2023 户外生活趋势报告》



资料来源: CRISP 公众号

### 3.2.3、Houdini: 北欧户外美学代表品牌，坚持可持续时尚有望赢得消费者信任

北欧户外美学代表品牌，抓绒天花板 Power Houdi 铸就经典销售传奇。1993 年，瑞典登山家、女性设计师 Lotta Giomofelice 创立了 Houdini 品牌。2023 年 7 月，公司子公司上海飞蛙获得 Houdini 品牌全线产品的中国区独家总代理权，目前已经在上海、北京开设品牌专区店。Houdini 以科技创新材料和冷淡配色出名，产品线主要以滑雪、

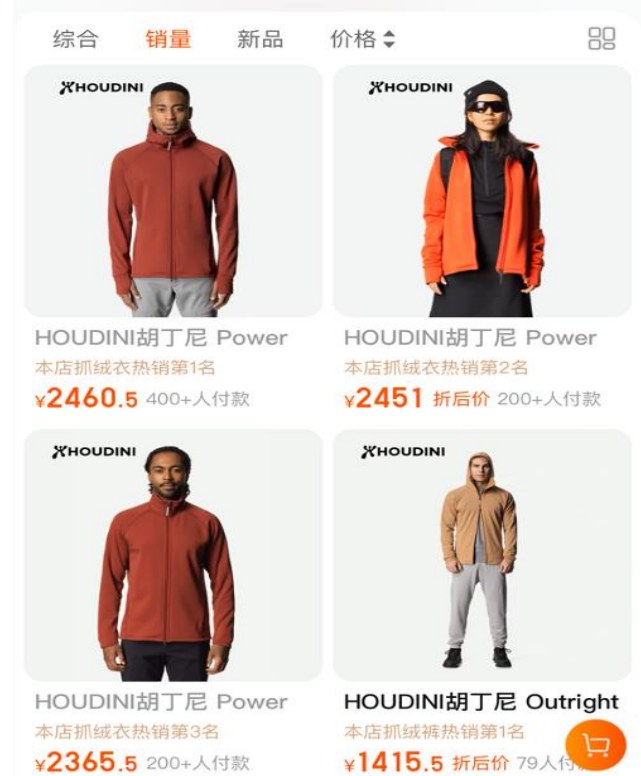
徒步为主，其代表产品是抓绒衣和内衣产品，其中 Power Houdi 是畅销 20 年的经典之作，由 Polartec Power Stretch Pro 制成的抓绒夹克，极简设计，既能在极端条件下提供表现力，又能满足日常舒适需求。Power Houdi 从 2003 年推出至今一共发布了约两百多种配色，并且每年还在不断推出新配色，目前 Power Houdi 魔术大师男女款依旧保持 Houdini 天猫旗舰店热销第 1、2 名。

图94: Power Houdi 极简设计拥有 200 多种配色



资料来源: Houdini 公众号

图95: Power Houdi 保持天猫旗舰店热销第 1、2 名



资料来源: Houdini 天猫旗舰店

**坚持环保理念严格把关生产环节，坚持可持续时尚有望赢得消费者信任。** Houdini 始终秉持着可持续的原则，严格把关原料、生产过程以及供应商的选择，使用的面料均为 100%再生、可循环利用、可生物降解及获得 Bluesign®蓝标认证的环保面料。此外，Houdini 还通过回收、租赁、修补和二手再利用的方式，让产品不只是成为垃圾，而是有机会再生成为其他材料，尽可能地达到循环再生，以永续环保的理念守护着大自然。《罗兰贝格“预见 2023”中国行业趋势报告》显示，超过 90%的消费者已经开始对诸如环境污染、碳排放、塑料使用和资源浪费等可持续发展话题持“关注”态度，消费者也越来越倾向消费与“可持续”时尚相关的产品并愿意为此接受一定溢价，未来始终坚持环保理念的 Houdini 有望赢得成熟消费者的认可和支持。



图96：斯德哥尔摩罗森达尔花园中的 Houdini 堆肥点



资料来源：Houdini 公众号

图97：Houdini 回收分解堆肥后培育出来的蔬菜



资料来源：Houdini 公众号

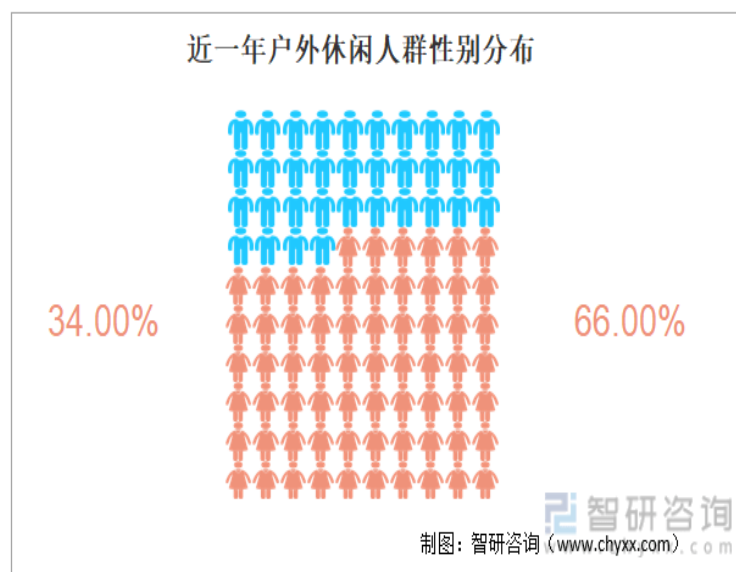
强调功能与时尚相结合的极简主义者，女性户外消费品牌建设成切入良机。Houdini 在保持户外专业功能的同时，将个性融合到简约的设计中，去除了繁复的装饰主义，基本上都是以全素色呈现，强调简洁的设计、实用的功能性、轻巧且高级的视觉。同时，作为由女性设计师创立的品牌，Houdini 深刻理解女性在户外活动中的需求，注重设计与舒适性的融合，致力于为女性户外爱好者提供功能与时尚相结合的产品。此外，在品牌环保理念“Less is more”的加持下，Houdini 整体设计风格倾向于大自然的素色风，兼具独有的冷淡配色，时尚性紧跟近年来深受女性喜爱的中性风。据智研咨询发布报告指出，2022 年全国户外休闲人群主要以女性为主，占了户外休闲人群的 66% 的比重。2024 年，女性健身再次掀起热潮，2024 年 3 月女性健身订单同比增长 380%，3 月以来京东瑜伽裤成交额同比增长 350%，3 月以来女性拳击相关团购量同比增长 234%。未来，作为一个由女性设计师创立的、女性消费占比最高的户外品牌，Houdini 有望从女性户外消费切入扩大品牌声量。

图98：Houdini 功能与时尚结合的极简风格



资料来源：Houdini 公众号

图99：全国户外休闲人群主要以女性为主



资料来源：智研咨询

### 3.3、线下拓店提质增效，线上深度发力抖音，拓展经销助力新增长

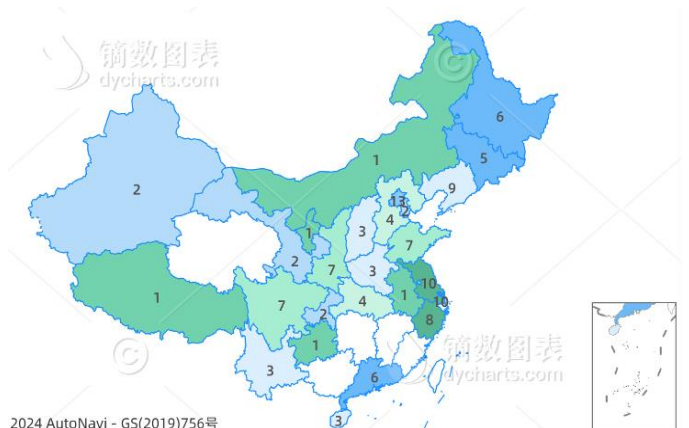
品牌店与滑雪店拓展空间广阔。商场单品牌店方面，截至 2023 年底，公司共在 7 个城市开设了 10 家 X-BIONIC 商圈单品牌店，但与始祖鸟在全国 26 个省份拥有的 121 家直营店数量相比，公司各品牌开店空间广阔，并且 2024 年公司预计 Houdini 将会开设 2-3 家单品牌店，未来随着各品牌建设的进一步深化，公司商场单品牌店拓展有望加速推进。滑雪店方面，截至 2023 年底，公司仅集中在北京、河北、吉林、新疆四个地区开设了 11 家滑雪店，但《2022-2023 中国滑雪产业白皮书》（伍斌）显示，2022 年我国在 30 个城市共有 697 家滑雪场，其中拥有架空索道的大型滑雪场就有 166 家，目前公司滑雪店数量与全国滑雪场数量相差较大，滑雪店开店数量提升空间广阔。

图100: X-BIONIC 直营门店热力图



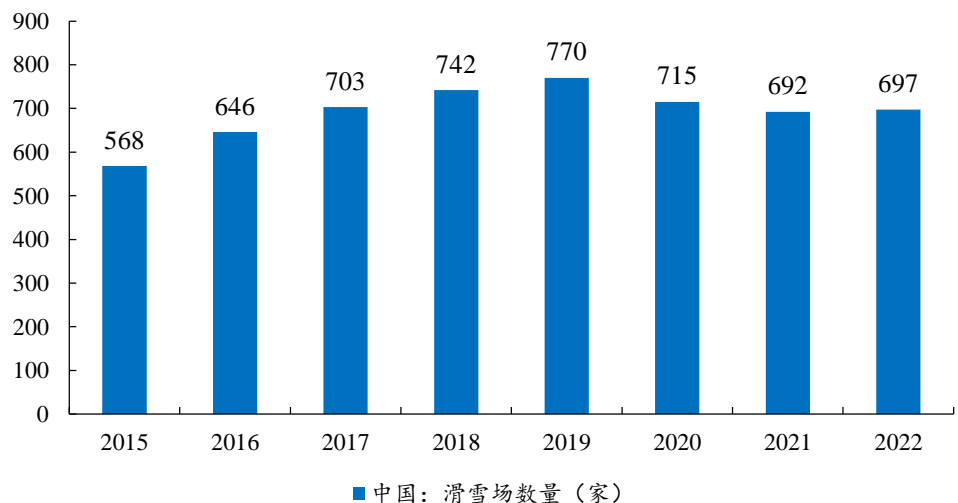
资料来源: X-BIONIC 官方公众号、镝数图表、开源证券研究所

图101: 始祖鸟直营门店热力图



资料来源: 始祖鸟小程序、镝数图表、开源证券研究所

图102: 2022 年底，我国在 30 个城市共有 697 家滑雪店



数据来源: 《2022-2023 中国滑雪产业白皮书》（伍斌）、前瞻产业研究院、开源证券研究所

逐步完善传统与兴趣电商渠道建设，深度发力抖音直播实现快速增长。近几年，公司根据大众消费习惯的变化积极调整销售渠道布局，同步发力传统电商与兴趣电商渠道建设，目前已初步构建天猫、京东、微信小程序、抖音、小红书等电商平台流

量矩阵。其中，2023年下半年开始公司重点发力抖音直播带货，不仅自身组建了专业的直播团队，还与多位知名户外运动博主和KOL合作带货，经过良好运营抖音端呈现效果凸显，直播间的观看人数和互动率持续攀升，抖音直播销售额也有了显著提升。但由于公司电商渠道建设起步相对较晚，目前各品牌在各大平台上的粉丝基数尚处于成长期，未来随着公司不断加强各电商平台的运营和推广，线上销售业绩有望实现持续增长。

表13：公司及各品牌在天猫、京东、抖音等电商渠道上均有开设旗舰店

品牌	天猫旗舰店		京东旗舰店		抖音旗舰店	
	创立时长	粉丝数量(万人)	创立时长	粉丝数量(万人)	创立时长	粉丝数量(万人)
三夫户外	13年	31.7	-	-	4年	10.6
X-BIONIC	6年	28.2	5年	8.4	1年	11.2
Klattermusen 攀山鼠	5年	14.9	3年	4.7	1年	5.1
CRISPI	9年	11.7	8年	3.9	2年	4.5
Houdini	<1年	1.3	<1年	0.1	<1年	0.5

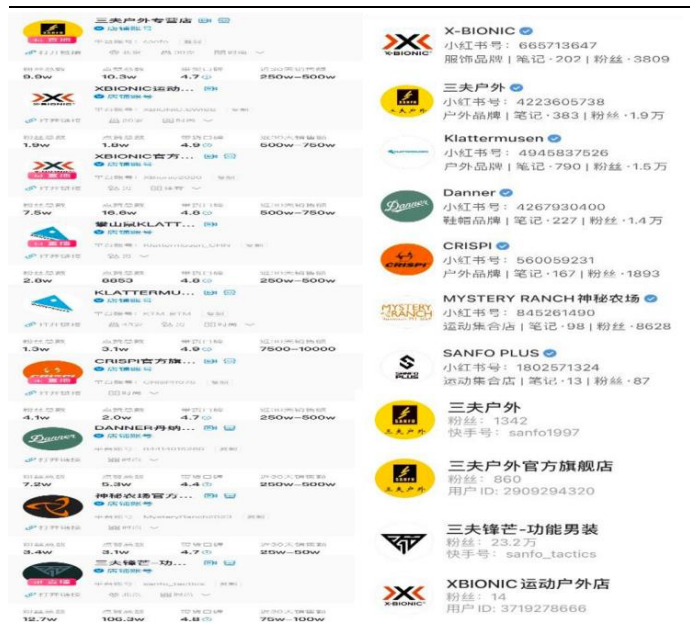
资料来源：各品牌天猫、京东、抖音旗舰店、开源证券研究所（截至2024.03.23）

图103：公司在淘宝、京东渠道已有大量粉丝



资料来源：各品牌天猫、京东旗舰店、开源证券研究所

图104：公司在抖音、小红书等渠道亦有一定粉丝数量



资料来源：各品牌抖音、小红书、快手账号、开源证券研究所

2024 秋冬订货会反响热烈，经销渠道开拓有望增厚业绩。2023年12月6日-8日，公司举办了 X-BIONIC、Houdini 和 CRISPI 三个品牌的 2024 秋冬订货会，相关品牌、产品及未来发展趋势都受到高度认同，商场渠道、户外渠道等经销商都表达了积极的合作意向。未来，公司会结合经销商的资源能力和品牌供应情况，与潜在经销商客户双向选择，在保持各品牌定位和运营标准的情况下，拓展经销渠道，经销渠道的开拓有望快速增厚公司业绩。

图105: 公司举办 X-BIONIC、CRISPI、Houdini 品牌经销商 2024 秋冬订货会



资料来源: 三夫户外公众号

图106: X-BIONIC 与 Houdini 落户绿蚂蚁旗舰店



资料来源: 绿蚂蚁户外公众号

图107: X-BIONIC 入驻锦州绿营地户外用品店



资料来源: Green BaseCamp 公众号

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、盈利预测

随着户外政策的持续加码、设施供应的逐渐完善以及人均 GDP 的快速增长，户外运动从专业走向大众，各类新兴户外运动不断涌现，推动国内户外行业迎来二次崛起；同时，随着消费者回归理性后对好商品/好品牌/好服务追求的不断加强，国内户外行业品牌化和高端化趋势日益显著。而公司作为国内户外用品零售龙头，正顺应行业发展趋势实现从户外综合渠道零售向户外高端品牌运营的转型，成功打造出“自有品牌 X-BIONIC+合资品牌攀山鼠+独家代理品牌 CRISPI、Houdini”的户外顶级品牌矩阵，并在 2023 年取得初步成效，在连续亏损 4 年后有望在 2023 年实现扭亏为盈。未来公司将聚焦品牌化运营，短期看有望通过门店、经销、天猫、京东、抖音等全渠道渗透保障业绩持续高增长，中长期看有望通过户外赛事赞助、KOL 种草、冠军

明星代言、顶尖商学院合作等多种方式触达多圈层消费者以进一步提升品牌影响力，打开业绩成长天花板。

**户外用品：**公司品牌化转型已取得初步成效，已构建包括运动黑科技自有品牌 X-BIONIC、瑞典山系经典品牌 Klättermusen、意大利手工匠心传承鞋品牌 CRISPI、北欧户外美学代表品牌 Houdini 在内的户外顶级品牌矩阵。分品牌看：**(1) X-BIONIC：**截至 2023 年末，已开设 10 家单品牌店和 12 家滑雪店。未来有望通过单品牌店、滑雪店的数量增长和经销商渠道的持续拓展优化线下渠道布局，通过综合店品牌专区升级改造与会员社群活动开展提升单店店效，通过持续发力抖音直播实现线上业务快速增长，并通过商务圈、时尚圈的逐步破圈进一步提升品牌影响力从而打开成长天花板。**(2) Klättermusen（攀山鼠）：**2023 年，公司全资子公司北京旅行鼠已与攀山鼠母公司 Klättermusen AB 签订合资协议，由 Klättermusen AB 北京对旅行鼠进行增资并获得 60% 股权。未来公司对攀山鼠在渠道上的话语权将进一步提升，并有望借助山系流行趋势持续扩大攀山鼠的销售规模。**(3) CRISPI：**坚持意大利纯手工制作，主打舒适零磨合，2023 年 4 月，CRISPI 品牌专区形象首店落户上海三夫万体旗舰店，连续三个月单店每月突破 20 万营业额。未来随着在线下的户外综合店和加盟店持续开设 CRISPI 品牌专区，在线上通过 B 站、小红书、抖音等平台大幅增加品牌露出，叠加都市功能品类的逐渐放量，CRISPI 的销售规模有望保持高速增长。**(4) Houdini：**由女性设计师创立的北欧户外美学品牌，主打时尚、环保、简约，100% 可回收、可再生。公司于 2023 年 7 月签约 HOUDINI 独家代理协议，9 月在上海万体店开设国内首家形象专区，目前在北京祥云小镇店、马甸中店、青岛奥帆中心店设有品牌专区，天猫旗舰店和抖音直播间也已搭建完成。未来随着公司在更多户外综合店开设 Houdini 的品牌专区，并独立开设 Houdini 的单品牌店（目前已进驻上海嘉里），Houdini 品牌有望成为公司户外用品业务的新增长点。综上，我们预计 2024-2026 年户外用品营业收入增速为 33.65%/29.13%/23.67%；同时随着高毛利自有品牌 X-BIONIC 和独家代理品牌销售占比的不断提升，户外用品的毛利率也有望持续提升，预计 2024-2026 年户外用品毛利率为 57.5%/58%/60%。

**户外服务：**随着疫情防控的结束，公司户外服务有望受益户外服务热潮，赛事活动、团建业务、轻奢露营与青少年体适能项目有望实现稳定增长，预计 2024-2026 年户外服务营业收入增速为 10%/10%/10%，毛利率为 20%/20%/20%。

结合上述假设，我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 11.1/14.2/17.5 亿元，毛利率为 54.8%/55.7%/57.8%，归母净利润为 0.57/0.92/1.55 亿元，EPS 为 0.36/0.58/0.98 元。

表14：公司业绩拆分

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>562.37</b>	<b>846.40</b>	<b>1114.07</b>	<b>1423.31</b>	<b>1748.25</b>
YOY	1.23%	50.51%	31.62%	27.76%	22.83%
综合毛利率	52.67%	53.59%	54.81%	55.66%	57.79%
<b>户外用品</b>	<b>505.91</b>	<b>773.88</b>	<b>1034.29</b>	<b>1335.56</b>	<b>1651.73</b>
YOY	5.11%	52.97%	33.65%	29.13%	23.67%
毛利率	57.70%	57.15%	57.50%	58.00%	60.00%
<b>户外服务</b>	<b>55.79</b>	<b>72.52</b>	<b>79.77</b>	<b>87.75</b>	<b>96.53</b>
YOY	-13.26%	29.99%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	8.56%	15.55%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>其他业务</b>	<b>9.9</b>	<b>0.67</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
YOY	-77.27%	-93.23%	-	-	-
毛利率	23.10%	-68.90%	-	-	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、投资建议

我们选取探路者、牧高笛、浙江自然等三家户外用品厂商作为可比公司，上述可比公司对应 2024-2026 年平均 PE 为 20.1/16.9/14.4 倍。我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 11.1/14.2/17.5 亿元，归母净利润为 0.57/0.92/1.55 亿元，当前股价对应 PE 为 31.1/19.3/11.4 倍。2024-2025 年公司 PE 高于可比公司 PE 均值，这主要是考虑到公司自有品牌 X-BIONIC 有望通过门店数量增长和经销商拓展优化线下渠道布局，通过门店升级改造与会员运营提升单店店效，通过持续发力抖音直播实现线上业务快速增长，并通过商务圈、时尚圈的逐步破圈进一步提升品牌影响力从而打开成长天花板；此外，攀山鼠符合山系流行趋势，CRISPI 主打舒适零磨合并拓展了都市功能品类，Houdini 主打时尚、环保、简约并将独立开店，攀山鼠、CRISPI、Houdini 也有望成为新增长点。因此，公司与可比公司相比具备更好的成长性，享有一定的估值溢价具有合理性，首次覆盖，给予“买入”评级。

表15：三夫户外估值高于可比公司估值平均（截至 2024/5/6）

证券代码	证券简称	收盘价	EPS (元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300005.SZ	探路者	5.82	0.13	0.18	0.23	27.1	22.4	18.6
603908.SH	牧高笛	34.24	2.00	2.49	2.99	18.1	15.7	13.6
605080.SH	浙江自然	18.66	0.92	1.27	1.51	15.0	12.6	10.9
	平均					20.1	16.9	14.4
002780.SZ	三夫户外	11.22	0.36	0.58	0.98	31.1	19.3	11.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：除三夫户外外，牧高笛、探路者、浙江自然盈利预测数据来源均为 Wind 一致预测，最新收盘日为 2024 年 5 月 6 日）

## 5、风险提示

**宏观经济波动风险：**公司主营业务与宏观经济状况、居民收入及行业发展状况有较强关联性。若未来宏观经济形式发生不利变化，居民的消费需求及购买力下降，将会对户外用品行业造成一定冲击，公司整体业务经营发展将可能受到较大影响。

**品牌运营不及预期风险：**X-BIONIC 作为新品牌仍需要在较长时间来完善产品结构，扩大品牌认知，拓展销售渠道，同时面临市场上多品牌竞争局面，存在运营不达预期的风险。

**存货跌价风险：**如果公司未能及时调整门店的铺货结构以适应市场需求的变化，因存货管理不当等因素导致存货滞销，将会导致存货的周转能力降低，并可能带来存货跌价风险，从而降低公司的盈利水平。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	585	657	881	1047	1242
现金	133	115	152	194	238
应收票据及应收账款	24	34	43	56	65
其他应收款	16	23	28	37	43
预付账款	42	53	72	87	108
存货	343	397	552	638	753
其他流动资产	27	35	35	35	35
<b>非流动资产</b>	486	448	529	610	701
长期投资	5	5	5	5	5
固定资产	247	230	323	421	511
无形资产	63	55	55	56	56
其他非流动资产	170	158	145	129	129
<b>资产总计</b>	1071	1105	1410	1657	1943
<b>流动负债</b>	296	330	573	725	851
短期借款	148	179	438	577	690
应付票据及应付账款	15	23	25	35	36
其他流动负债	133	128	110	114	126
<b>非流动负债</b>	91	68	70	71	70
长期借款	0	3	5	6	5
其他非流动负债	90	65	65	65	65
<b>负债合计</b>	387	398	644	796	921
少数股东权益	32	18	20	24	30
股本	158	158	158	253	253
资本公积	495	495	495	400	400
留存收益	-1	36	95	190	351
<b>归属母公司股东权益</b>	652	689	746	837	992
<b>负债和股东权益</b>	1071	1105	1410	1657	1943

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-46	54	-63	35	53
净利润	-38	23	59	95	161
折旧摊销	72	86	52	67	63
财务费用	12	19	10	3	-6
投资损失	-2	-0	-13	-20	-26
营运资金变动	-103	-110	-170	-111	-139
其他经营现金流	13	36	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	75	-55	-120	-128	-128
资本支出	36	22	133	149	154
长期投资	111	-8	0	0	0
其他投资现金流	1	-25	13	20	26
<b>筹资活动现金流</b>	6	-16	-40	-3	6
短期借款	64	31	259	138	113
长期借款	-2	3	2	0	-0
普通股增加	0	0	0	96	0
资本公积增加	0	0	0	-96	0
其他筹资现金流	-56	-49	-302	-141	-107
<b>现金净增加额</b>	36	-16	-223	-96	-69

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	562	846	1114	1423	1748
营业成本	266	393	503	631	738
营业税金及附加	3	6	7	9	10
营业费用	208	248	357	455	559
管理费用	82	92	128	168	206
研发费用	11	10	21	26	31
财务费用	12	19	10	3	-6
资产减值损失	-19	-48	-40	-50	-61
其他收益	3	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	0	13	20	26
资产处置收益	-5	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	-36	31	64	104	176
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	-34	31	65	105	177
所得税	5	9	6	9	16
<b>净利润</b>	-38	23	59	95	161
少数股东损益	-5	-14	2	4	6
<b>归属母公司净利润</b>	-33	37	57	92	155
EBITDA	43	125	132	198	272
EPS(元)	-0.21	0.23	0.36	0.58	0.98

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	1.2	50.5	31.6	27.8	22.8
营业利润(%)	-213.4	184.7	108.3	63.3	69.5
归属于母公司净利润(%)	-25.9	210.9	55.6	61.1	68.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	52.7	53.6	54.8	55.7	57.8
净利率(%)	-5.9	4.3	5.1	6.4	8.8
ROE(%)	-5.6	3.2	7.7	11.1	15.8
ROIC(%)	-3.9	3.1	6.1	8.4	11.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	36.1	36.0	45.7	48.0	47.4
净负债比率(%)	7.8	14.4	38.4	45.4	44.9
流动比率	2.0	2.0	1.5	1.4	1.5
速动比率	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	21.3	28.9	28.9	28.9	28.9
应付账款周转率	12.6	21.0	21.0	21.0	21.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-0.21	0.23	0.36	0.58	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.29	0.34	-0.40	0.22	0.33
每股净资产(最新摊薄)	4.14	4.37	4.73	5.31	6.29
<b>估值比率</b>					
P/E	-53.7	48.4	31.1	19.3	11.4
P/B	2.7	2.6	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	42.4	15.0	15.7	11.0	8.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

55 / 57

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn