

昂跑 (ONON. N) :

深耕跑步鞋品类，精准筛选目标客群

西南证券研究发展中心
社服研究团队
2024年10月

核心观点

- **基本面**：公司深耕跑鞋赛道，快速扩张的运动品牌黑马。1) **营收表现亮眼**。公司是2012年成立的新锐运动品牌，主要提供跑步鞋和其他专业运动鞋，面世之后营收快速增长，自2019年2.7亿法郎增长至2023年17.9亿法郎，CAGR达到60%，2024H1营收同比+25%，仍保持着健康增长趋势。2) **北美贡献主要营收，亚太促进快速增长**。北美地区为主战场，贡献65%的营业收入；亚太地区占比仅为10%，但增速远超北美和欧洲，2023年营收同比+89%，超过欧洲（+38%）和北美（+58%），24H1亚太同比+71%，仍保持着高增态势，将会成为公司未来的重点攻略市场。3) **鞋履为第一大品类，拓展服饰和配饰业务**。公司主要销售品类为跑鞋，营收占比超90%；另外公司还布局服饰和配饰业务，占比较小，24H1增速分别为37%、29%，超过鞋履增速24%。
- **运动鞋行业**：1) **全球运动鞋市场稳定发展，亚太为第一大市场**。据咨询网站Precedence Research统计，全球运动鞋市场规模2023年为1332亿美元，预计2033年将达到1970亿美元，增速在4%左右，其中亚太地区占比36%，北美占比29%，增速与整体基本持平。2) **美国运动品牌集中度高，Nike龙头地位稳固**。美国的运动品牌CR10占比接近90%，其中Nike以27%的份额遥遥领先，不管在消费者认知度还是体量上都保持着稳固的龙头地位。在传统的运动品牌之外，如HOKA、Salomon等新锐运动品牌也快速崛起，逐渐抢占细分的运动市场。3) **中国消费者运动意识提升，跑步鞋为主要消费品类**。中国居民健身意识提高、运动场所增多，带动运动装备市场逐渐扩大，其中跑步鞋为主要消费品类，有77%的消费者在购买运动鞋时选择购买跑步鞋，同时功能性和舒适度是购买产品时最主要的参考因素。4) **ON精准定位跑步鞋赛道，争做细分品类龙头**。与传统运动品牌全品类布局不同，ON以跑步鞋为主要销售品类，且定价中高端，精准定位中高收入的跑步爱好者，时尚与功能性兼具，用户粘性强、忠诚度高，有望成为细分品类龙头。

核心观点

- **增长驱动：1) 锚定中产阶层，渗透率有较大提升空间。**公司产品定价偏高、产品时尚属性较强，比较受中产阶层和追求潮流的都市白领喜欢；但较为精准的定位同时也限制了品牌的渗透率，据CIVIC统计仅9%的美国人购买过ON的产品，而超过70%的美国人对于ON完全不了解，但相对同类品牌HOKA更高的喜爱率让ON的渗透率仍有较大提升空间。**2) 兼具功能性和时尚属性，产品竞争力强。**品牌深耕跑步鞋品类，在选材、工艺、做工等方面都有较强的技术壁垒，独有的CloudTec技术，在缓震、回弹、稳定等方面都超越了市面上多数跑鞋的常规标准，在产品力方面有较强的技术壁垒，在大众消费者和专业运动领域都能占据一定市场份额。另外产品外观与一般跑鞋相比也更时尚，对于外观是重要的购买决策因素的ON消费者来说具有一定的不可替代性，精准契合该类需要功能与时尚兼备的消费群体需求。**3) 价格定位中高端，有效筛选高粘性客户。**公司产品定价中高端，且最低价格门槛也在千元左右，该策略能有效筛选出目标消费群体，包括中高收入群体、都市白领、专业运动员、时尚人士等，该类人群价格敏感度不高，相比价格，品牌和产品力在他们做购买决策时会起到更大的决定性作用，而同时该类人群对于品牌的粘性和忠诚度较高，会长期复购甚至购买多件同款产品。该决策能够帮助品牌建立优质客户群，且保持相对稳定的收入增长。**4) 社群营销模式，深度触达目标客群。**公司在营销方面主要采取社群营销和内容营销方式，通过开展线下活动拉近与目标客群的距离，同时以社群形式与消费者深度绑定，该类消费者对于品牌的认可度高、对活动的参与意愿强，从而带动长期性的消费行为。
- **风险提示：**供应链中断及物流受阻的风险，全球通货膨胀的风险，全球经济疲软及汇率波动的风险，行业竞争加剧的风险。

目 录

定位专业跑步鞋，收入快速增长

跑步运动普及率高，功能+时尚兼备的产品更受欢迎

技术壁垒+社群营销，打造高粘性客群生态

公司概况：跑鞋行业的后起之秀

- On昂跑于2012年9月28日根据瑞士法律注册成立，2021年上市。On昂跑品牌由铁人三项的世界冠军得主奥利维尔·伯恩哈德、大卫·阿勒曼和卡斯帕·科贝蒂三位创始人共同建立。昂跑主要从事为高性能跑步、户外、训练、全天活动和网球提供优质鞋类、服装和配饰方面的生产，产品线涵盖了各类运动鞋和运动装备，包括跑步鞋、步行鞋、训练鞋和户外鞋等。昂跑通过将智能、独特和注重可持续性的设计应用到产品中，来提高运动员和日常消费者的表现。

公司主要产品

鞋类



服装



配件



数据来源：同花顺ifind，公司官网，西南证券整理

www.swsc.com.cn

公司发展阶段

- **第一阶段：初创期（2010-2012），积累品牌核心技术。** 2010年，由国际铁人两项赛和Ironman超级铁人三项赛冠军得主奥利维尔·伯恩哈德（Oliver Berhard）、大卫·阿勒曼（David Allemann）和卡斯帕·科贝蒂（Caspar Coppetti）在瑞士创立了On，致力于为世界带来革命性的跑步体验。奥利维尔在退役后全身心投入研发，后与瑞士工程师强强联合不断完善产品。在2010年3月，昂跑样鞋原型获得了ISPO全球创新大赛大奖（ISPO BrandNew）。其核心技术CloudTec在此阶段完成了技术积累
- **第二阶段：扩张期（2013至今），以跑鞋为核心持续丰富产品品类，全球扩张持续。** 2013年On分别进入欧洲、美国和日本市场。2018年，昂跑首次进入中国市场，于2019年12月在上海开设第一家线下独立门店。同年，网球明星费德勒（Roger Federer）以投资人及合作伙伴的身份加入On，这为昂跑增加了一定曝光度。2021年9月15日，On在纽交所上市。当日，On以24美元的发售价出售了3110万股，共募集资金7.5亿美元。上市首日，On收盘价为35美元，涨跌幅达45.8%。昂跑在全球60多个国家通过经销商设立了9000多个销售点，并从2020年起在全球开设了19家直营门店——其中，中国内地就占了15家。

股权结构：专业运动员与资深经理人合作

❑ Olivier Bernhard（18.9%）

联合创始人、执行董事。在加入昂跑之前是一名职业铁人三项和铁人两项运动员，曾在职业生涯中获得过三次世界冠军、一次欧洲冠军和15次瑞士冠军。

❑ Caspar Coppetti（17.7%）

联合创始人、执行总裁。在加入昂跑之前，曾在2001年—2003年期间担任麦肯锡的管理咨询师，2004年—2010年期间担任品牌代理公司Young&Rubicam的合伙人兼首席策略官（CSO）。

❑ David Allemann（16.7%）

联合创始人、执行总裁。在加入昂跑之前，曾在2000年—2002年期间担任麦肯锡的战略顾问，2002年—2006年担任广告公司Young&Rubicam的总经理，2006年—2010年担任设计家居品牌Virta的首席营销官（CMO）。

❑ Alex Perez（11.1%）

公司董事、审计委员会成员。在加入昂跑之前，曾在1993年—1999年期间担任GP Investment的私募股权分析师，1999年—2002年期间担任投资和商业物业管理公司São Carlos Empreendimentos的CFO，2002年—2011年期间担任3G Capital的创始合伙人，2012年创立Point Break Capital Management LLC。

股权结构：专业运动员与资深经理人合作

□ Kenneth A.Fox（5%）

公司董事。在加入昂跑之前，曾是Stripes,LLC的创始人，该公司专注于投资具有优秀产品的品牌消费和SAAS公司的成长股权。目前，Fox还在Super Nova Acquisition Company、Supernova Acquisition Co. II以及Supernova Partners Acquisition Co III的董事会任职。

重要股东持股

姓名	持股比例	职位	履历
Olivier Bernhard	18.90%	联合创始人、执行董事	曾是职业铁人三项和铁人两项运动员，在职业生涯中获得过三次世界冠军、一次欧洲冠军和15次瑞士冠军。
Caspar Coppetti	17.70%	联合创始人、执行总裁	曾担任麦肯锡的管理咨询师、品牌代理公司Young&Rubicam的合伙人兼首席策略官（CSO）。
David Allemann	16.70%	联合创始人、执行总裁	曾担任麦肯锡的战略顾问、广告公司Young&Rubicam的总经理、设计家居品牌Virta的首席营销官（CMO）。
Alex Perez	11.10%	公司董事、审计委员会成员	曾担任GP Investment的私募股权分析师、投资和商业物业管理公司São Carlos Empreendimentos的CFO、3G Capital的创始合伙人，创立Point Break Capital Management LLC。
Kenneth A. Fox	5%	公司董事	曾是Stripes,LLC的创始人。目前，Fox还在Super Nova Acquisition Company、Supernova Acquisition Co. II以及Supernova Partners Acquisition Co III的董事会任职。

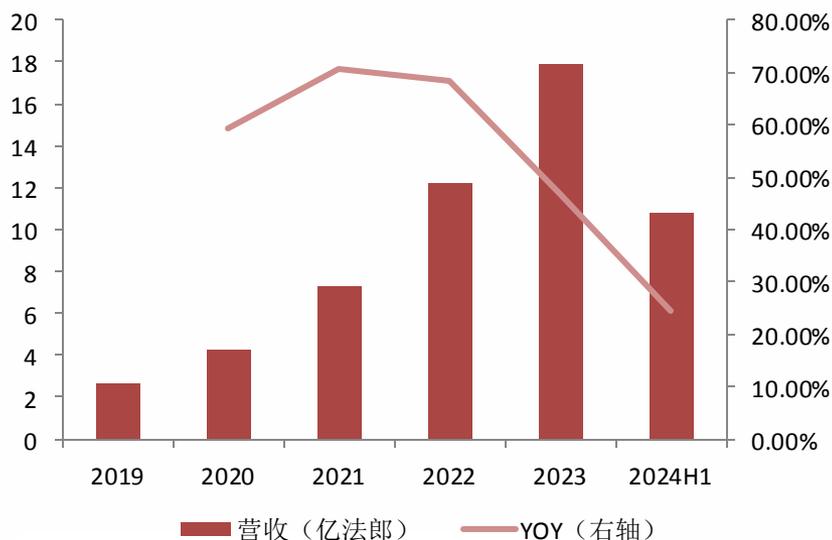
数据来源：同花顺iFind，西南证券整理

WWW.SWSC.COM.CN

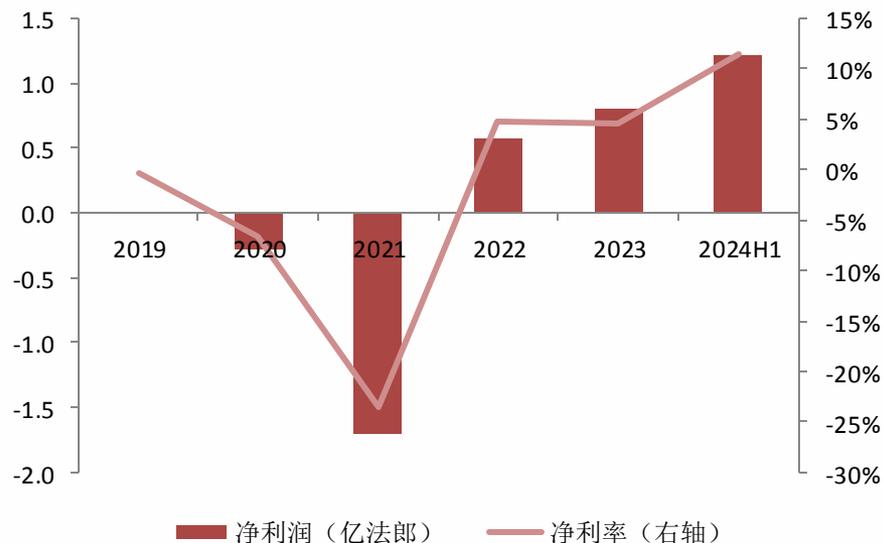
公司概况：营收强劲增长，成长期净利润稳步攀升

- 从经营业绩来看，公司营业收入增长强劲，24年H1实现营收5.1亿法郎，同比增速达21%，实现净利润0.9亿法郎，净利率为17.9%，年复合增速达67%。从19年到23年昂跑营收从2.7亿迅速增长到17.9亿法郎，主要受益于：品牌社群营销策略成效斐然，显著提升品牌认知度，加之昂跑正处于成长黄金期，共同推动其营收与净利润实现稳步上升。后疫情时代市场回暖，为利润增长注入新动力；同时，批发渠道表现强劲，营收大幅增长73.1%，成为业绩增长的重要支撑点。

2019-2024H1营业收入及增速



2019-2024H1净利润及净利率



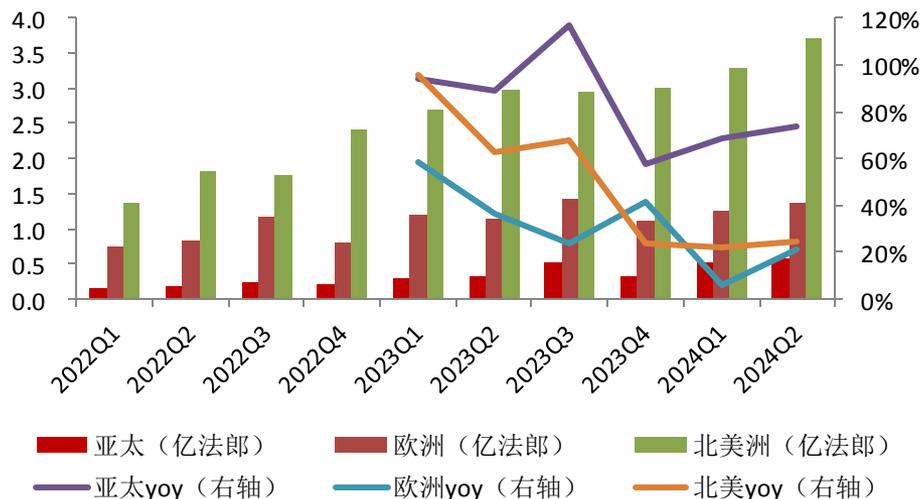
数据来源：同花顺iFind，公司财报，西南证券整理

www.swsc.com.cn

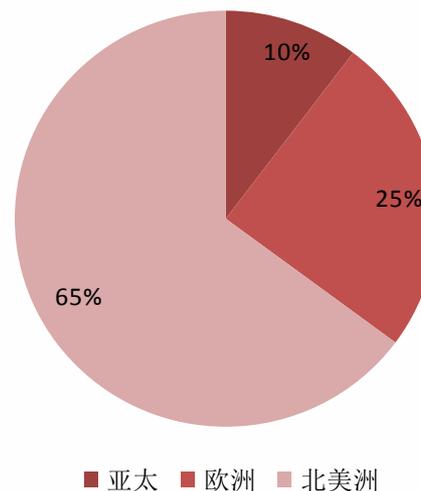
公司概况：北美为最大市场，亚太增长较快

- **各地区营收稳定增长**：从最近的数据来看，24Q2，北美地区/EMEA地区/亚太地区分别实现营收3.7/1.4/0.6亿法郎，同比增长24.8%/21.5%/73.5%，品牌所有区域的营收都有所增长，营收占比分别达65%/25%/10%，亚太地区的营收占比较去年同期增长2.8pp，EME地区和北美地区的营收占比较去年同期则出现下滑。从历史来看，北美地区的营收是最高的，其次是欧洲地区，亚太地区最低。从同比增速来看，22年上半年不同的地区均受到疫情的影响，增速有所下降，但从22年下半年开始增速逐渐恢复。
- **各地区营收增长的主要原因不同**：北美地区营收增速主要得益于跑步和户外产品的强劲需求；EME地区营收增速主要得益于批发和DTC渠道增长的推动；亚太地区主要得益于日本和中国的强劲销售增长。

22Q1-24Q2地区营收及增速



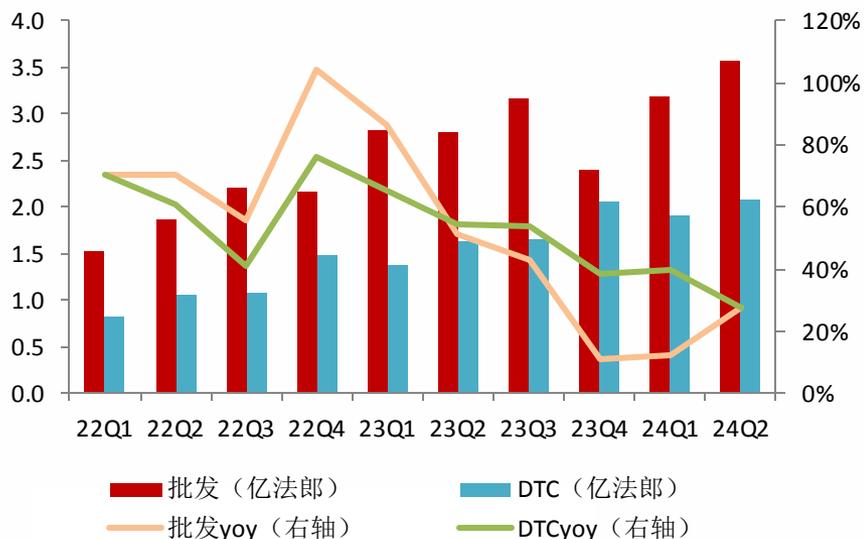
24Q2各地区营收占比



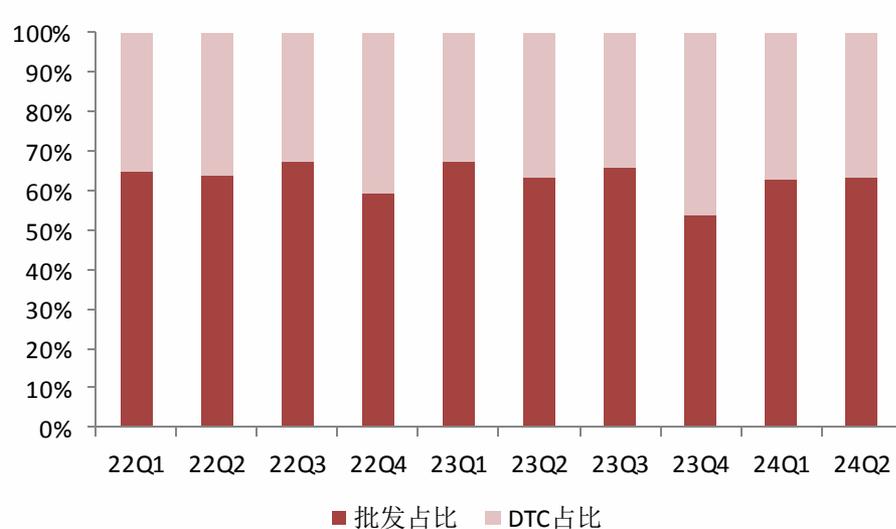
公司概况：全渠道营收稳健增长，营收结构占比持续稳定

□ 从最近数据来看，24年Q2公司批发/DTC分别实现营收3.6/2.1亿瑞士法郎，同比增长27.4%/27.4%，营收占比分别达63%/37%，全渠道营收稳健增长，同时营收结构占比持续稳定。近年来昂跑有意提高DTC销售渠道占比，其原因在于：1) 鉴于绕过了所有中间环节，消费者能够直接以更具竞争力的价格获取商品，这一趋势促进了消费者日益倾向于线上购物模式的转变；2) 与此同时，为了更精准地洞察顾客的购买兴趣、行为模式及偏好，并强化与顾客之间的直接沟通与互动，昂跑品牌策略性地提升了其直接面向消费者DTC销售渠道的占比，以此深化市场渗透力并优化顾客体验。

22Q1-24Q2各渠道营收及增速



22Q1-24Q2各渠道营收占比



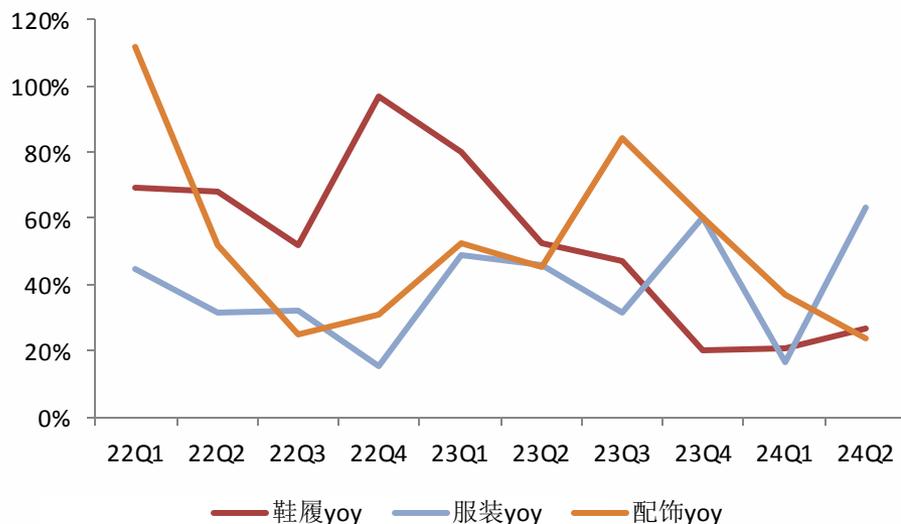
数据来源：iFind同花顺、公司财报，西南证券整理

www.swsc.com.cn

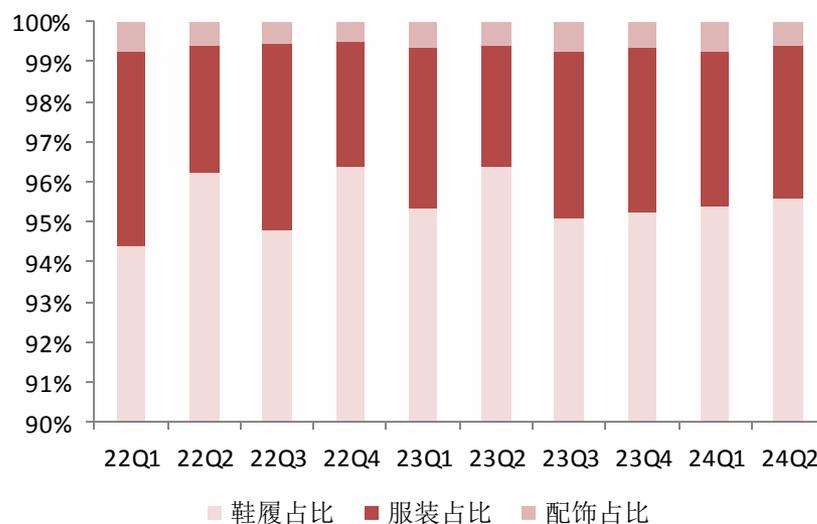
公司概况：跑鞋为主要销售品类，占比超90%

□ **昂跑九成营收来自跑鞋销售**：昂跑营收以跑鞋为主营业务，24Q2跑鞋类实现营收5.4亿瑞士法郎，同比增长27%，占总营收比例为96%。近三年昂跑各产品营收均实现稳固增长，鞋履营收同比增速在20%以上。但鞋履营收同比增速从23年开始有所下滑，主要是因为受到新进入行业的竞争者Peckers的显著冲击，该竞争对手吸引了昂跑品牌的一部分消费群体，进而导致了昂跑消费者整体消费能力的相对减弱，最终体现在营收增速上，因此与过去相比出现了下滑迹象。

22Q1-24Q2分产品营收增速



22Q1-24Q2分产品营收占比

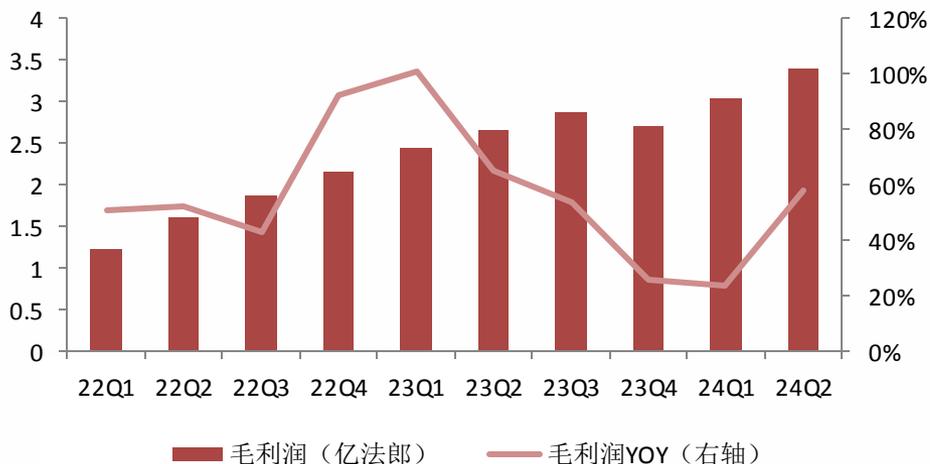


数据来源：公司财报，西南证券整理
www.swsc.com.cn

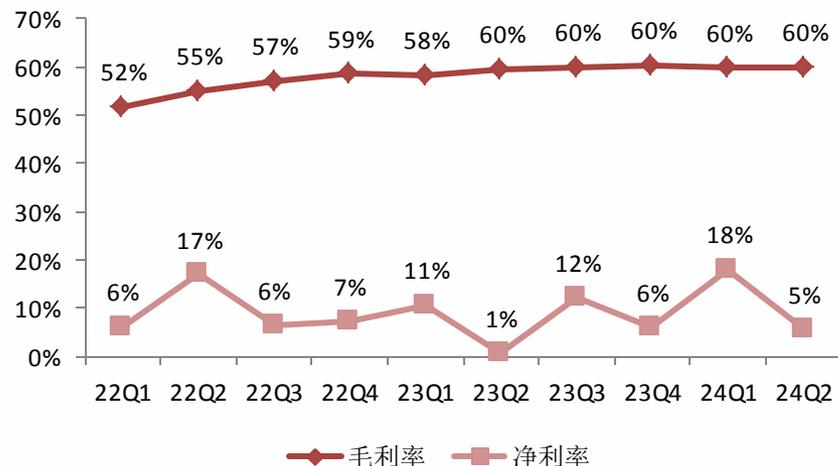
公司概况：毛利率维持稳定，净利率受汇率影响波动

- 从最近数据来看，24Q2公司实现毛利润3.4亿瑞士法郎，同比增速58.1%，录得毛利率为59.9%。24Q2公司实现净利润0.3亿元，录得净利率5.5%。
- 毛利率稳中有升，持续保持在50%至60%区间。公司毛利率水平相对较高，同类产品中，Adidas和Nike的毛利率分别维持在50%和45%左右。稳定较高的毛利率得益于：**1) 产品定价较高，除停产产品外几乎全产品全价销售。**公司跑鞋类产品的定价范围在990元—2990元区间内，销量较好的几款跑鞋定价集中在1500元左右，Adidas和Nike销量最高的几款跑鞋定价则集中在500元—700元左右，昂跑跑鞋的定价属于高定价范畴。**2) 2023年开始公司供应链环境正常化。**2023年公司停止了因此前越南工厂关闭而采用的特殊航空货运政策，从整体上降低了运费。**3) 公司DTC渠道营收占比较高，节省了中间商费用。**
- 净利率波动较大。受瑞士法郎兑美元汇率波动的影响，昂跑的净利率展现出更为显著的波动趋势。

22Q1-24Q2毛利润及增速



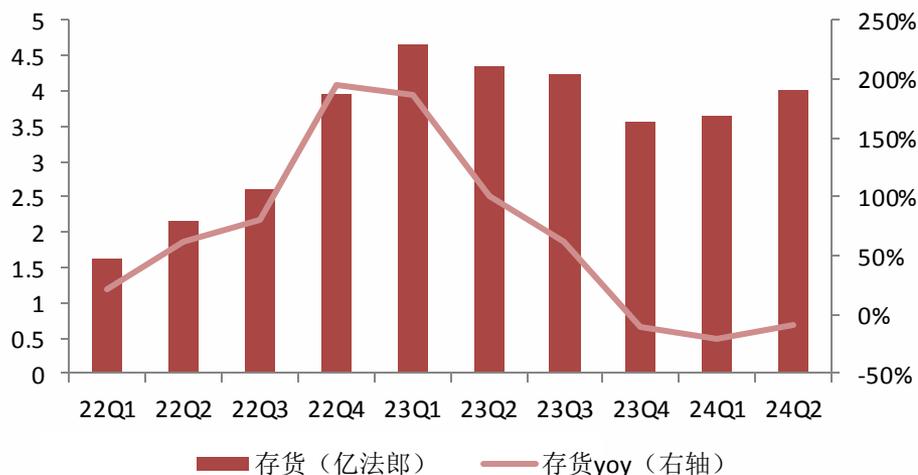
22Q1-24Q2毛利率&净利率



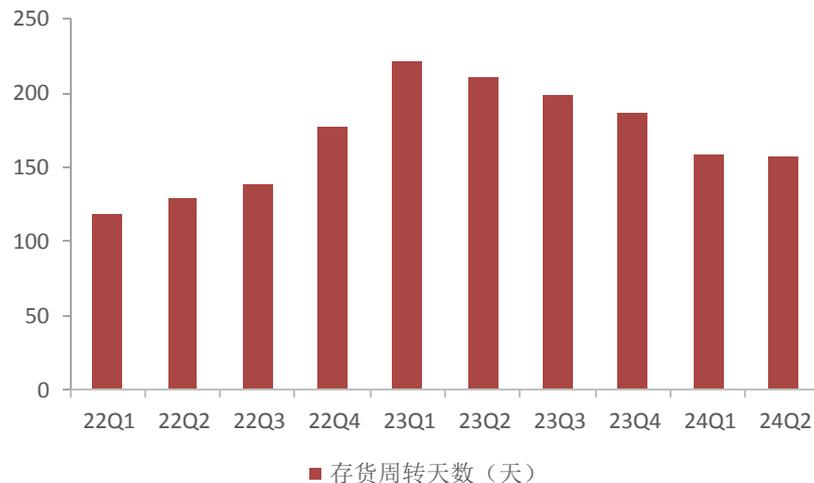
公司概况：库存仍在高位，但已呈下降趋势

- 公司库存仍在高位，但已呈现下降趋势。22年昂跑的DTC业务受到疫情的严重影响，上海仓库和大约一半的中国门店关闭了2个月，导致22Q4库存急速攀升至3.96亿瑞士法郎，同比增速达到了最高点196%，存货周转天数增加至178天。但公司并未采取折扣销售的措施，而是继续采取全价销售战略，23Q1公司的存货绝对值达到了历史最高点为4.7亿法郎，同比增速为187%，存货周转天数也达到了最高值221天。随着全球疫情的好转，各地区开始逐渐恢复体育赛事活动，公司的品牌知名度通过各类运动赛事而进一步提高，有利于公司提高销量，减少库存。24年，公司的库存较上年已下降至3.7亿瑞士法郎，存货周转天数降至160天左右。虽暂未恢复到疫情前的水平，但已开始呈现下降趋势。

22Q1-24Q2存货及增速



22Q1-24Q2存货周转天数

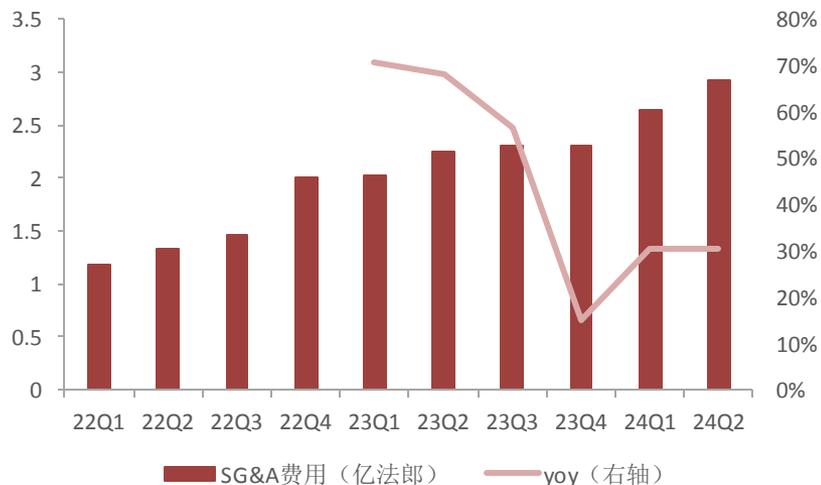


数据来源：公司财报，西南证券整理
www.swsc.com.cn

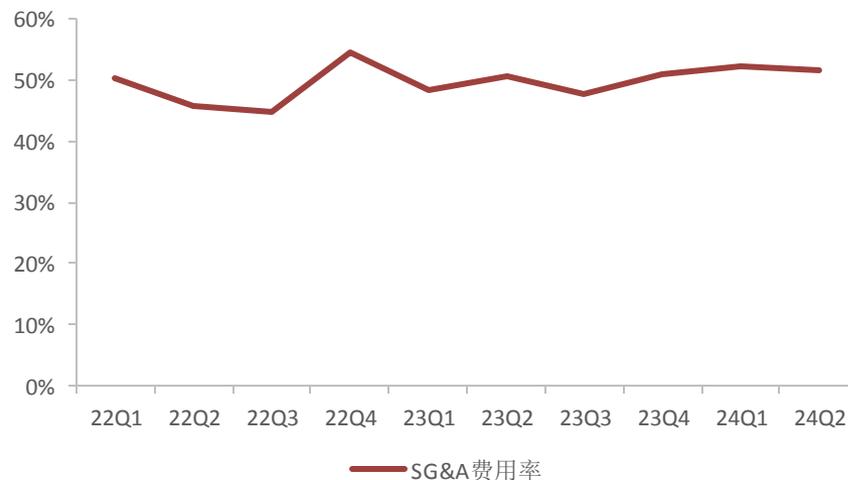
公司概况：费用率维持稳定

□ **费用增加放缓，费用率维持稳定。** 22年疫情期间受限于物流和停产影响，公司投放较少；23年昂跑在疫后迅速投入市场化扩张，加大产品推广和新市场布局力度，费用有显著增长，23Q1费用率同比增长超70%，Q2-Q3费用增长率也在60%以上。至Q4和24年，受去年高基数影响费用增长速度回落，维持在30%左右。费用率方面，22Q4上升至54.5%，自23年末费用率回落并稳定在50%左右。

22Q1-24Q2 SG&A费用及增速



22Q1-24Q2 SG&A费用率



数据来源：公司财报，西南证券整理
www.swsc.com.cn

目 录

◆ **定位专业跑步鞋，收入快速增长**

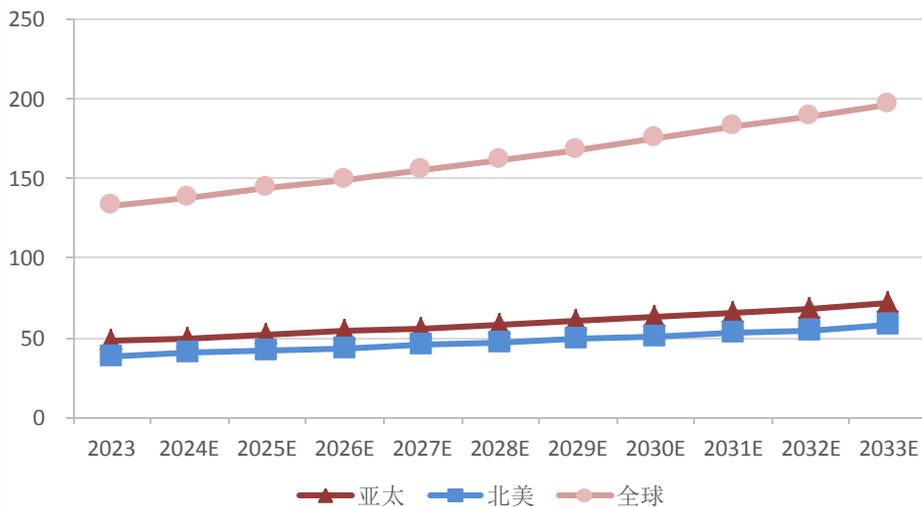
◆ **跑步运动普及率高，功能+时尚兼备的产品更受欢迎**

◆ **技术壁垒+社群营销，打造高粘性客群生态**

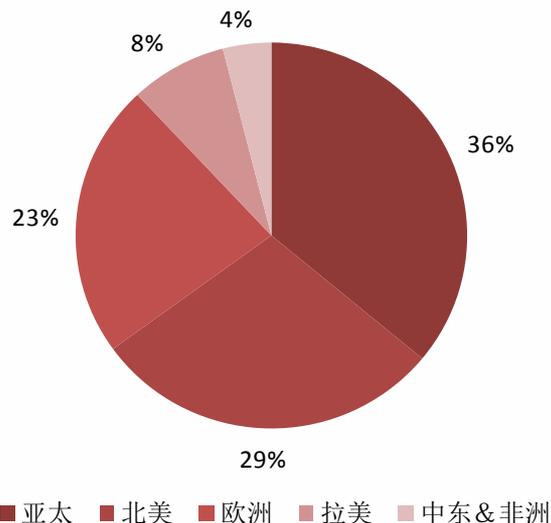
全球市场发展稳定，亚太、北美引领市场

- **全球运动鞋市场发展稳定**：全球运动鞋市场规模在2023年为1332.亿美元，预计到2033年将达到1971.7亿美元左右，2024年至2033年的年复合增长率为5%。人们对体育运动和健身活动的热情以及健康意识不断提高，将会是推动运动鞋市场增长的主要因素。
- **亚太、北美引领市场**：据统计，2023年亚太地区运动鞋市场规模为479.5亿美元，预计到2033年将达到719.7亿美元左右，2024年至2033年的复合年增长率为4.1%。亚太地区在2023年主导了全球运动鞋市场，且将继续维持全球运动鞋市场领先地位。北美运动鞋市场规模在2023年达到386.3亿美元，预计到2033年将扩大到581.7亿美元左右，2024年至2033年的年复合增长率为4.2%，为全球第二大运动鞋市场。

2023-2033年运动鞋市场规模及预测（十亿美元）



2023年各地区运动鞋市场份额



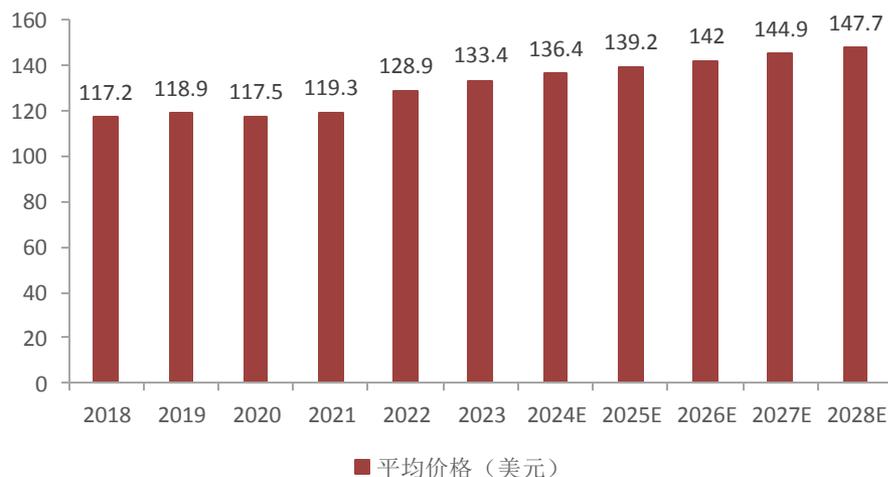
美国市场：运动鞋市场处于蓬勃发展期

- 美国运动鞋市场规模预测稳定提高：美国是北美运动鞋市场的重要区域。据艾媒数据统计，2025年美国运动鞋市场将达到695亿美元，近十年复合增速为9.7%，增长趋势稳定。美国市场不仅保持着持续增长的稳健性，统计数据也预示着未来十年内该领域将拥有巨大的发展空间和投资机会。平均价格方面，美国的运动鞋平均销售价格从2018年117.2美元提升至2023年133.4美元，预计2028年将继续提升至147.7美元。消费者对于运动鞋愿意支付的价格在逐年提升，能够带动运动鞋品牌加大研发投入和提升产品性能。

美国运动鞋产品市场规模及预测



美国运动鞋平均价格



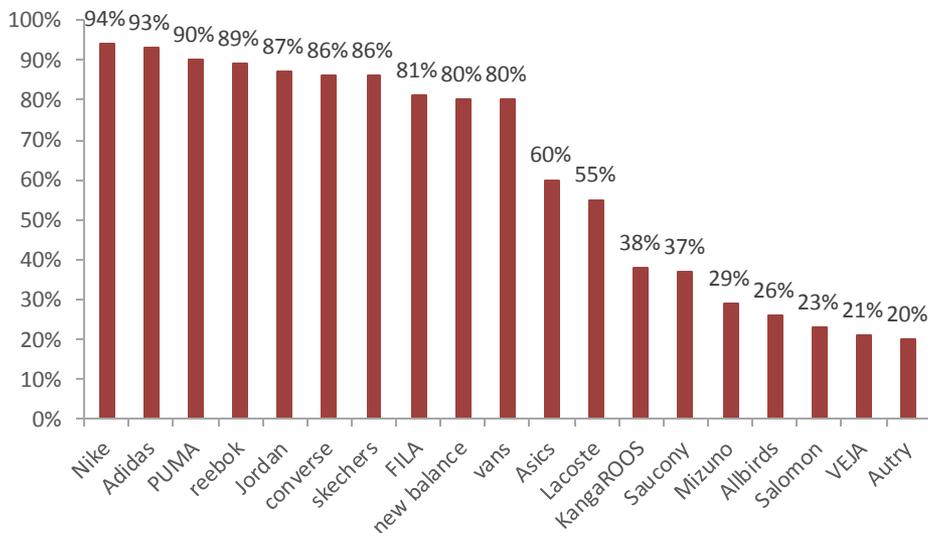
数据来源：艾媒咨询，RunRepeat，西南证券整理

www.swsc.com.cn

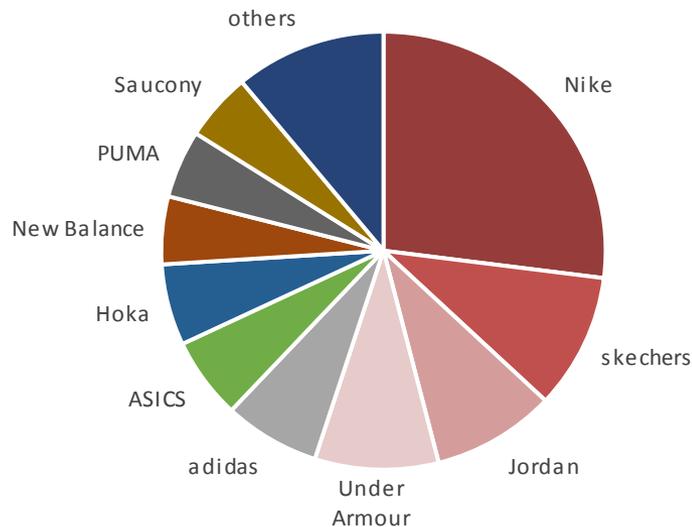
美国市场：品牌集中度较高，Nike龙头优势明显

□ **美国运动鞋品牌集中度较高，Nike仍是绝对龙头**：美国的运动鞋品牌CR10接近90%，市场份额高度集中，其中Nike作为龙头市占率达27%，远超排名第二的skechers。而在Nike之后，skechers、Jordan、Under Armour等品牌市占率相差不大，均在5-10%之间，这一区间品牌竞争激烈。品牌认知度方面，Nike仍保持着最高认知度94%，Adidas、PUMA、reebok等传统运动品牌也保持着较高认知度，这些品牌涉及几乎所有运动项目，且价格区间满足从低收入到高收入群体，大众化优势明显；而HOKA、Salomon等新锐运动品牌因目标消费群体定位精准，受众稍窄，品牌认知度也较低。

美国运动鞋品牌认知度



美国运动鞋品牌市占率



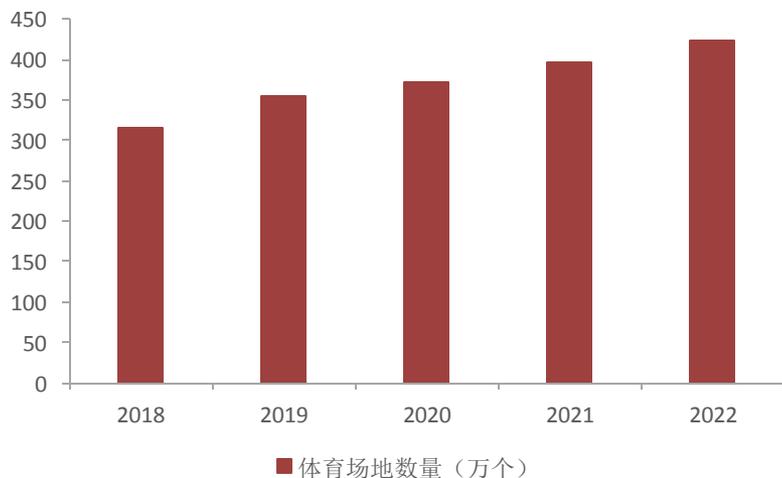
数据来源：RunRepeat，西南证券整理

www.swsc.com.cn

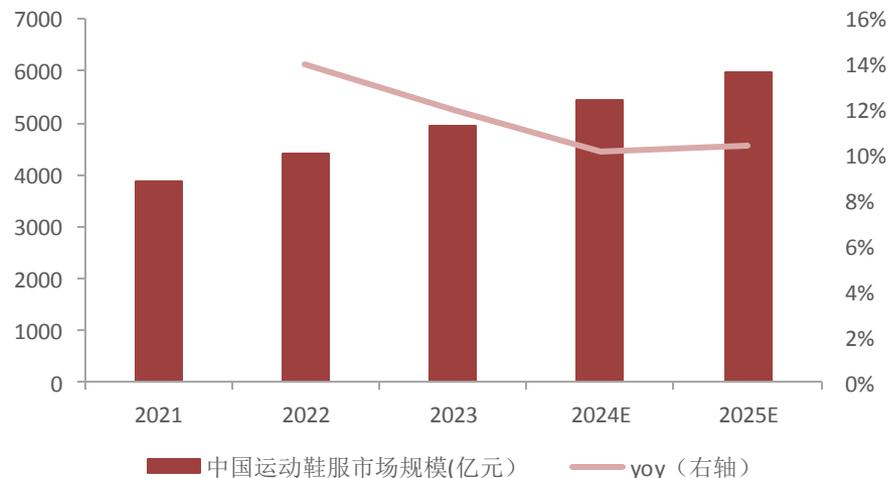
中国市场：全民健身热促运动鞋服业发展，鞋履市场稳步增长

- **全民健身普及推动运动鞋服行业发展**：据艾媒咨询统计，超过60%的消费者选择通过适当运动来维持健康，随着消费者健康意识的提高和运动爱好人群的扩大，中国运动鞋服行业得以快速发展，也同时推动了体育场地的扩建，体育场地数量逐年上升。
- **中国鞋履规模稳步增长**：中国时尚鞋履市场由于可支配收入的增长以及市场的高端化趋势，使得中国消费者的购买力不断提升，据艾媒咨询统计，2021年中国运动鞋服市场规模3858亿元，至2025年预计将达到5989亿元，CAGR为11.6%。

2018-2022年中国体育场地数量



2021-25年中国运动鞋服市场规模及预测

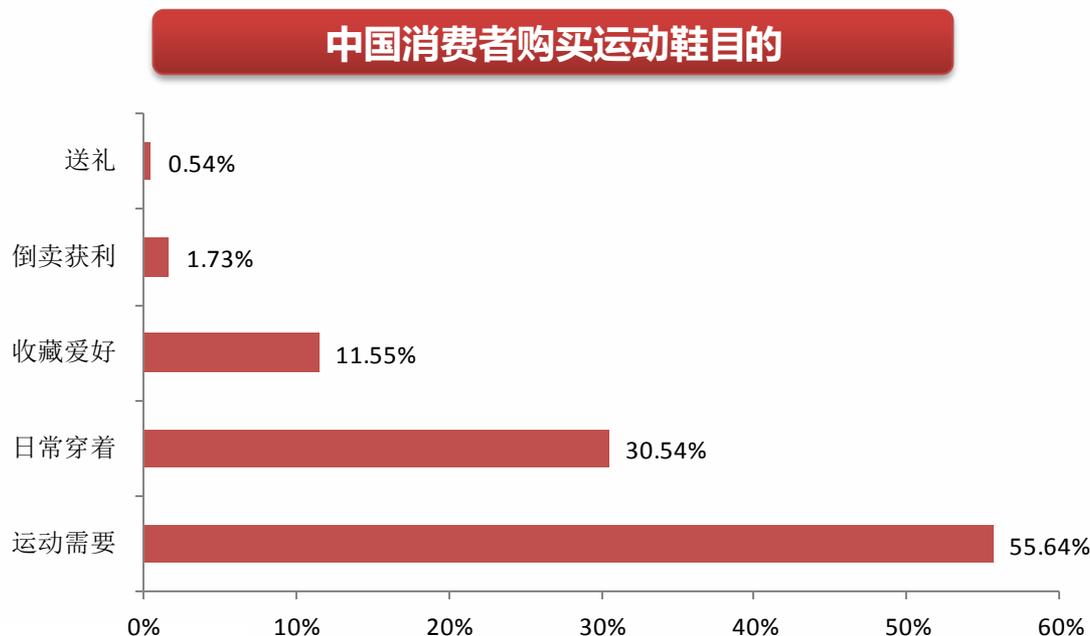


数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

www.swsc.com.cn

中国市场：以运动和日常穿着为购买运动鞋主要目的

中国消费者购买运动鞋目的主要以运动需要和日常穿着为主。数据显示，运动需要和日常穿着等传统使用场景仍为用户购买运动鞋的最主要原因，各占55.6%和30.5%。近年来，消费者购买运动鞋的另一大动力来源于倒卖获利。根据调查得出，随着限量抽签在运动鞋市场的普及，倒卖获利正逐渐成为部分消费者购买运动鞋的新需求。同时，运动鞋的溢价也对收藏和送礼等使用场景的增长起到了积极的推动作用。



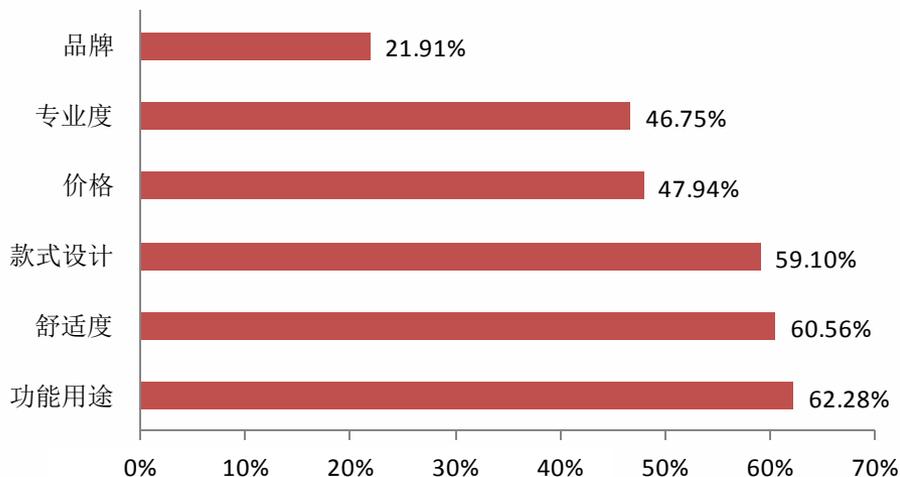
数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

www.swsc.com.cn

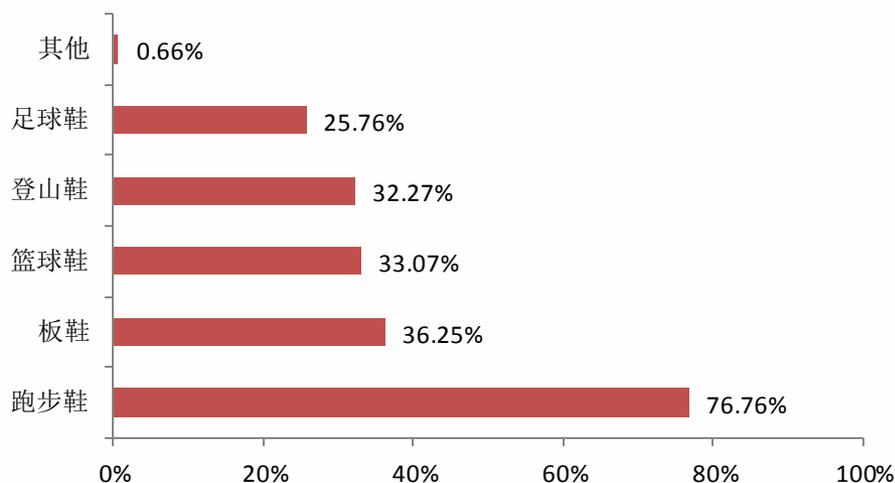
中国市场：跑步鞋为主要品类，功能、舒适度为主要诉求

- **跑步鞋为主要消费品类**：中国运动鞋市场中跑步鞋最受欢迎，有约77%的消费者都选择了购买跑步鞋；板鞋、篮球鞋、登山鞋紧随其后，均有超30%的消费者喜欢购买这些品类；足球鞋购买比例较小，仅为25%。
- **功能、舒适度为主要诉求**：数据显示，62.3%的消费者表示功能用途是他们购买运动鞋时最注重的因素；舒适度以及款式设计对购买有较大影响的消费者占比均接近60%。根据调查结果分析认为，运动鞋的使用场景并不局限于体育运动的场合，也是消费者日常穿搭中的一部分，其款式和设计成为消费者在购买时较看重的方面，而品牌类型的需求则显得相对较弱。

中国消费者购买运动鞋考虑因素



中国消费者购买运动鞋品类偏好



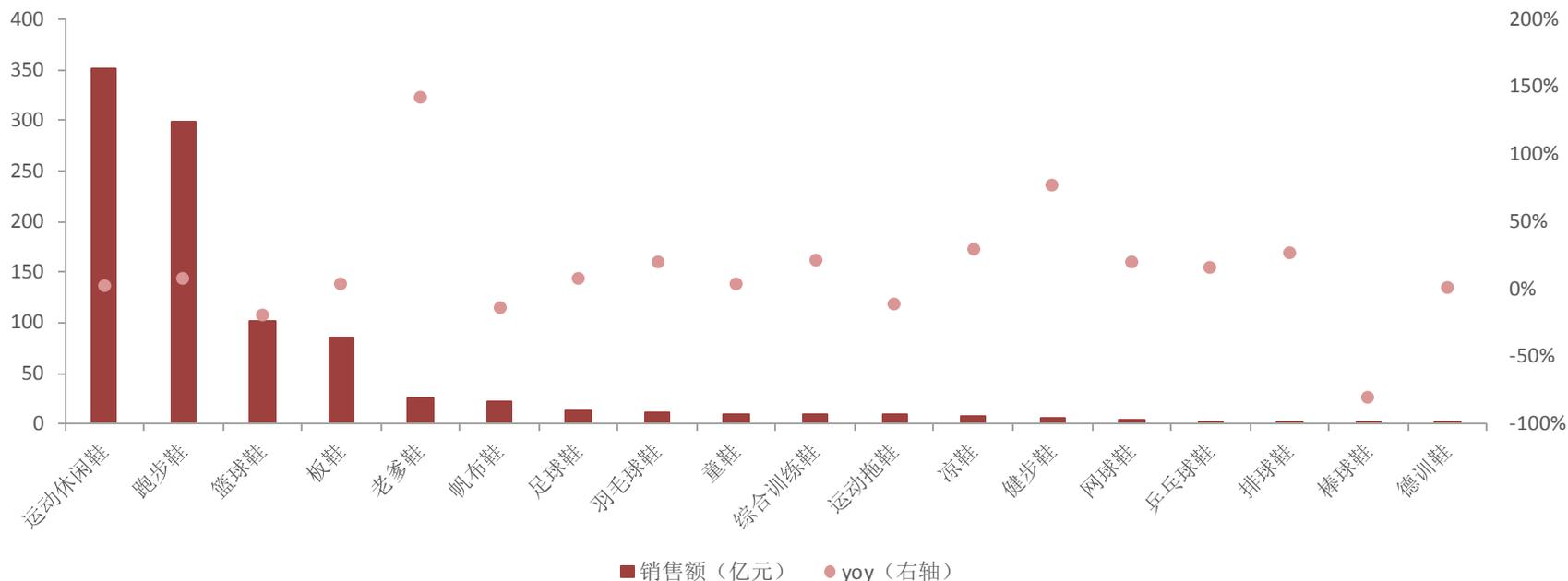
数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

www.swsc.com.cn

中国市场：运动休闲鞋和跑步鞋销售额大幅领先

运动休闲鞋和跑步鞋销售额领先，老爹鞋增速最高。细分运动鞋品类来看，2023年运动休闲鞋和跑步鞋销售额最高，篮球鞋和板鞋次之。网球、乒乓球、排球、棒球等专业运动鞋类销售额较低，主要因为参与人数少且普通运动鞋也能部分代替专业鞋功能。增速方面，老爹鞋增速最高，2023年销售同比+142%，兼具时尚和潮流属性受到较多年轻人喜欢；另外健步鞋同比+76%，主要受众是中老年消费者。

2023年中国运动鞋品类销售额及增速



数据来源：魔镜洞察，西南证券整理

www.swsc.com.cn

竞品对比：深耕专业跑步鞋赛道，定位小众精品

品牌	品牌定位	核心技术	价格区间	产品示例
ON	专业跑鞋和功能性跑步服饰装备	CloudTec 缓震着陆、强力回弹	1000-1500 元 2023 年营收约 21 亿美元	
HOKA	专业跑鞋、户外徒步装备	厚底缓冲、滚动平衡科技、嵌入式鞋床等	1000-2000 元 2023 年营收约 18 亿美元	
Asics	专业跑鞋	稳定和缓震 GEL 胶、碳板、动能弧等	300-2000 元 2023 年营收约 40 亿美元	
Saucony	专业跑步鞋	超强回弹、缓震	400-2000 元 2023 年营收约 5 亿美元	
Brooks	专业跑步鞋，以及足球、网球等各类体育运动的服装和设备	动态减震、强力回弹	600-2000 元 2023 年营收约 12 亿美元	

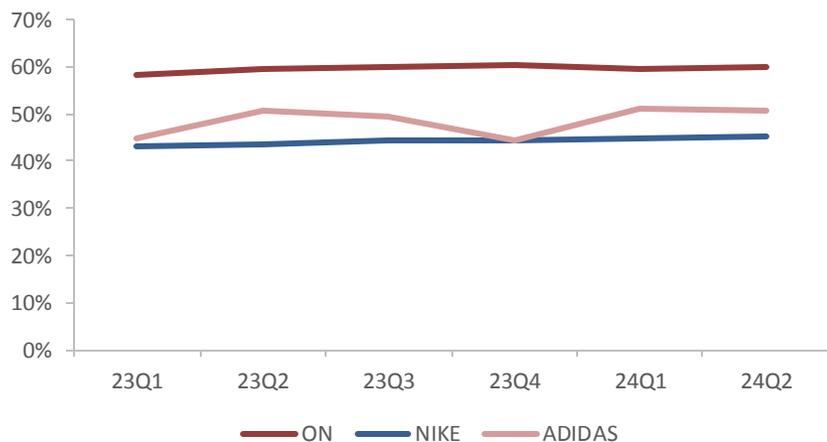
数据来源：各品牌官网，西南证券整理

www.swsc.com.cn

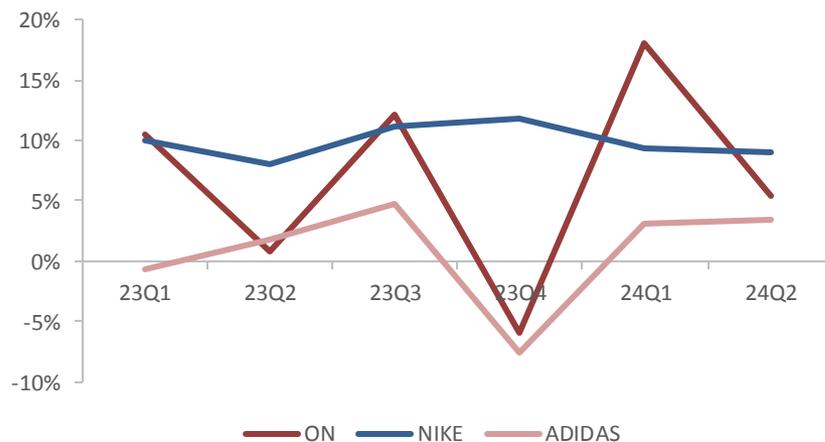
竞品对比：毛利率领先行业龙头

- **细分赛道定位中高端，毛利率优于行业龙头。** ON主营品类为跑步鞋，产品相对较为垂直，主要销售跑步运动相关产品，且定价中高端，目标消费群体也为中高收入人群和都市白领阶层，因此毛利率较高，维持在60%左右，Nike、Adidas作为行业龙头品类多、价格区间大、受众人群广，因此毛利率低于ON，在40-50%左右。净利率方面，因为ON起源于瑞士，在财务口径方面存在瑞士法郎和美元之间汇率转化问题，因此净利率存在较大幅波动。

各公司毛利率



各公司净利率



数据来源：各公司财报，西南证券整理

www.swsc.com.cn

目 录

定位专业跑步鞋，收入快速增长

跑步运动普及率高，功能+时尚兼备的产品更受欢迎

技术壁垒+社群营销，打造高粘性客群生态

品牌精准锚定中产阶级，引领品质生活新风尚

- **目标客户选择精准：**昂跑将其目标客户定位为中产阶级，与不同消费水平人群作出区分。**其定价偏贵**，较低的定价会降低消费者门槛，让一些不认同品牌理念的消费者也会因为低价而消费，不利于品牌形象建设。因此，其恰当定价在1000元左右，符合中产阶级消费水平。**同时，其logo辨识度高。**昂跑的logo配外形，足够显眼。由字母“o”和“n”堆叠在一起组成，黑白两色。远远看像是一个正在奔跑的人。“on”的顶部略微上，是旧时开关的样子，打开运动灵感的“Switch on”的内涵。**其营销传播力强。**On 在品牌推广方式上与其他品牌类似，但营销侧重点更偏向通过社群沟通建立消费者联系。On 的品牌宣传方式包括传统的广告宣传、专业运动员赞助、奥运参赛团队赞助、赛事合作，也会通过社交平台、线下俱乐部与消费者建立联系。



Cloud X
轻量脚感和灵活反馈助力跑步训练和运动健身
男款 黑 | 茄青
¥ 1,090



Cloud 5 Waterproof
防水运动鞋，适合城市探险、旅行、雨水天气
男款 纯黑
¥ 1,290



THE ROGER Centre Court
On x 费德勒特别合作款运动休闲鞋
男款 白 | 乳白
¥ 1,590

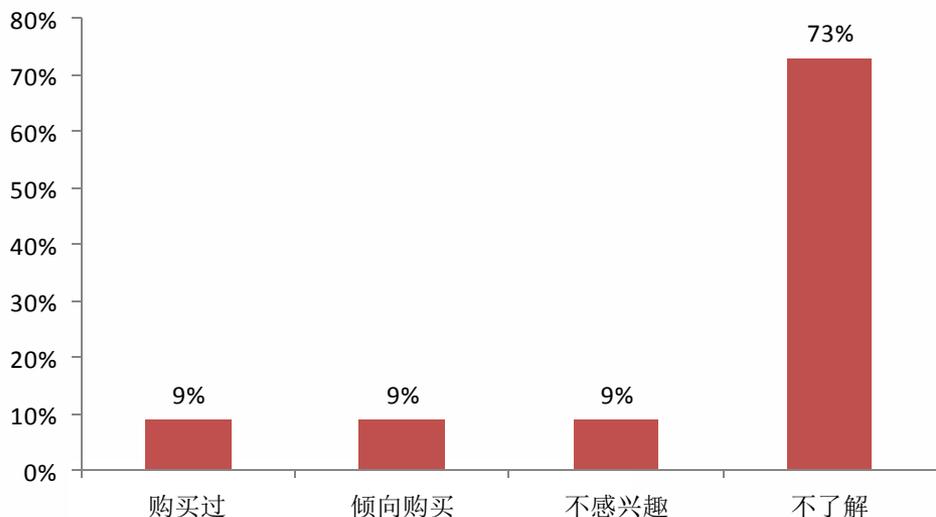
数据来源：品牌官网，西南证券整理

www.swsc.com.cn

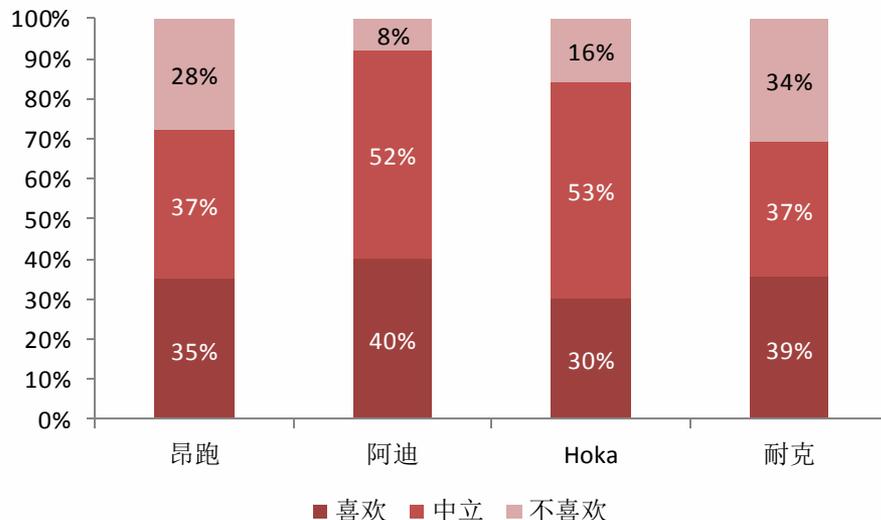
品牌建设：知名度待提升，追赶巨头潜力无限

- **昂跑知名度较低**：据第三方网站数据统计，美国人当中大约每10人就有1个人拥有昂跑的鞋，与此同时有70%的受访者表示对昂跑不了解。因此昂跑ON品牌渗透率和知名度目前较低，未来仍有较大提升空间
- **与巨头差距明显**：从喜爱度来看，昂跑的好感度高于同类品牌Hoka，有35%的受访者对品牌表示了好感，而HOKA仅为30%；然而，在阿迪达斯与耐克强大光环下，On Cloud稍逊一筹，但其支持者比例与这两大巨头之间的差距并不遥远——阿迪达斯领先5个百分点，耐克则领先4个百分点。这一数据积极表明，On Cloud具备强大的竞争力和追赶潜力，有望在未来进一步缩小与顶尖品牌的差距。

美国人对昂跑了解程度



美国人对不同运动品牌喜爱程度



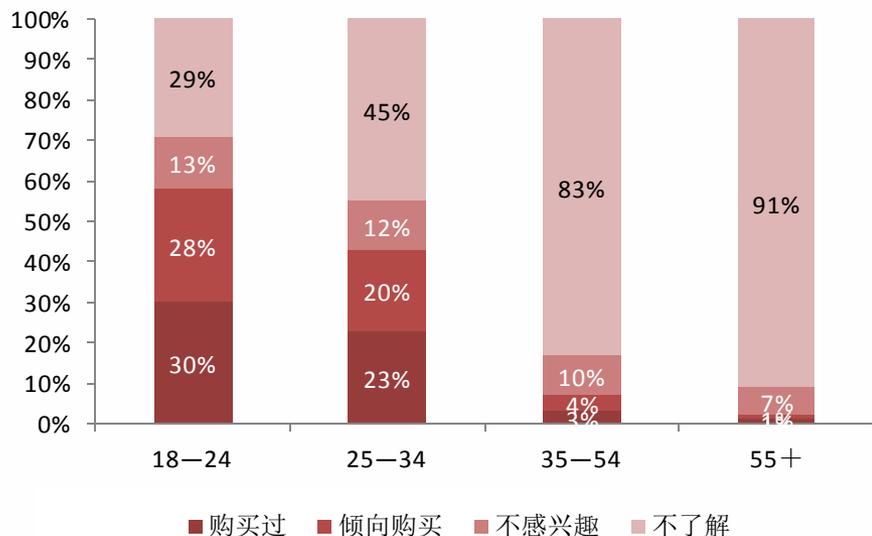
数据来源：CIVIC science, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

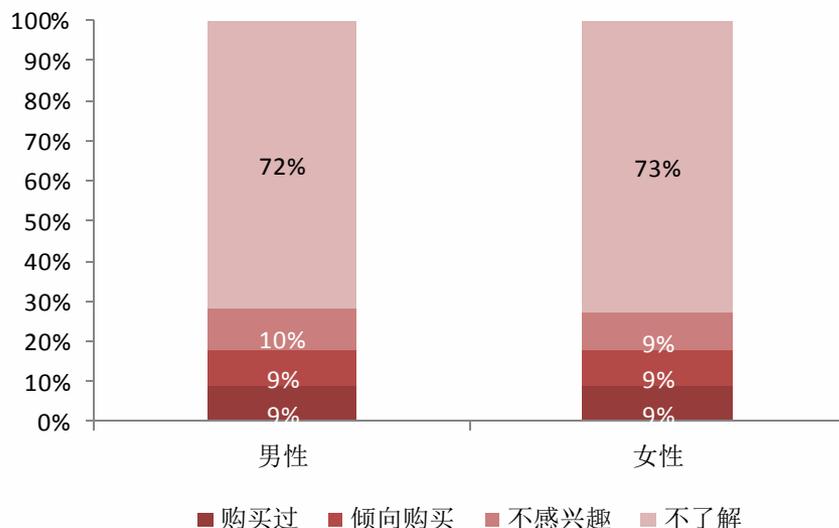
品牌建设：风靡年轻群体，品牌认知性别差异小

- **风靡年轻群体**：在18至24岁的美国年轻人群体中，昂跑鞋拥有率高达30%，且有28%的消费者表示倾向于购买，昂跑在年轻群体中受欢迎程度较高。25至34岁的人群对于昂跑的兴趣也颇为浓厚。值得注意的是，55岁以上的美国成年人中，有高达91%的比例表示对该品牌不甚了解，显示出品牌在这一年龄层中的认知度有待提升。
- **性别差异在昂跑品牌的认知上并不显著**，男性和女性对其的了解程度几乎持平，品牌在产品款式或设计理念上并没有明显的性别倾向。

美国不同年龄人群喜爱程度



美国不同性别人群喜爱程度



数据来源：CIVIC science, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

产品设计：震缓性能超越其他跑鞋，引领舒适新高度

- 昂跑与其他跑鞋的主要区别是缓冲材料的选取带来的感觉和功能上的差异。采用CloudTec技术的昂跑鞋与其他品牌的大部分跑鞋，核心差异在于它们所运用的**缓冲材料类型**及其赋予穿着者的独特体验与功能。昂跑鞋独创的CloudTec技术，其核心在于鞋底巧妙嵌入的一系列小型中空缓震单元，这一创新设计旨在让每一步的着地都如同踏在云端般轻盈，通过精准控制的压缩与即时反弹机制，有效吸收并减少地面对足部的冲击力。为了完美融合缓冲性与响应性，On Cloud系列的鞋底构造经过精心策划与强化，其坚固程度超越了市面上多数跑鞋的常规标准。这种设计不仅增强了鞋底的耐用性，更促进了能量的高效回馈，让跑者在每一步中都能感受到来自鞋底的积极推动，助力奔跑更加流畅与高效。



数据来源：品牌官网，西南证券整理

www.swsc.com.cn

产品设计：兼具功能与时尚属性

- 昂跑鞋款的配色舒适别致，款式设计时尚出众，整体呈现出极高的审美价值。以其卓越的设计美学脱颖而出，不仅时尚度极高，相较于其他鞋履显时尚，成为其显著的优势亮点之一，引领着潮流风尚的新潮流。

昂跑：



耐克：



李宁：



特步：



亚瑟士：



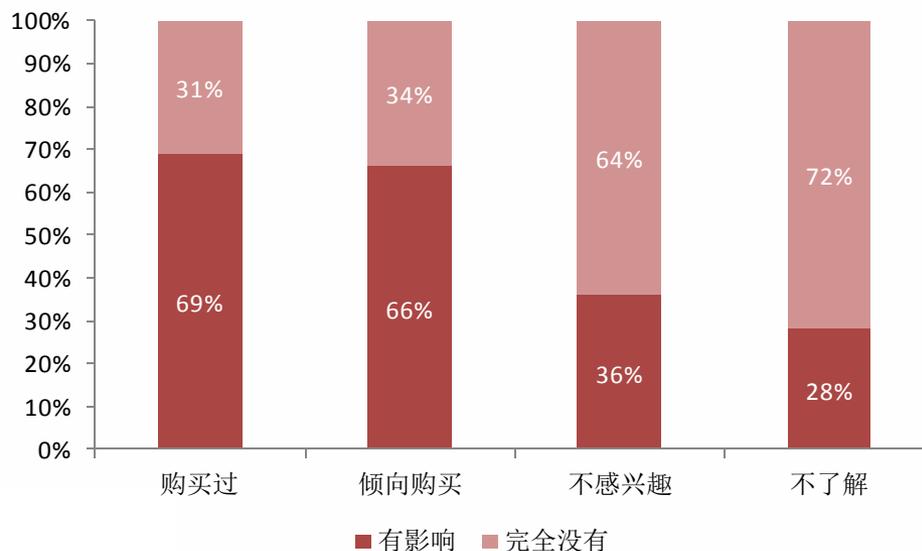
数据来源：各品牌官网，西南证券整理

www.swsc.com.cn

产品设计：近七成消费者青睐于鞋履时尚感

- **时尚引领购买潮：七成消费者视鞋履时尚性为关键决策因素**，据三方数据统计，在选择是否购买昂跑鞋时，有约70%的已购买者表示昂跑的时尚度对于他们的购买决策产生了影响，倾向购买的潜在消费者中也有66%的比例在购买时会考虑时尚属性的影响。
- 这一趋势揭示了时尚潮流对于个人着装选择的深远影响，消费者不仅追求鞋子的舒适与功能，更将其视为展现个性与风格的重要元素。鉴于时尚性在消费决策中的突出地位，昂跑品牌设计新颖、风格独特，兼备专业跑步功能和时尚潮流属性，在目标消费群体中有一定优势。

时尚度对于购买昂跑决策的影响



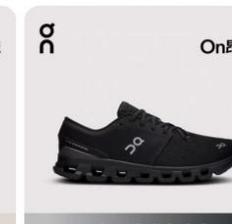
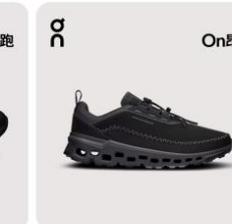
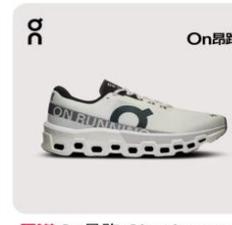
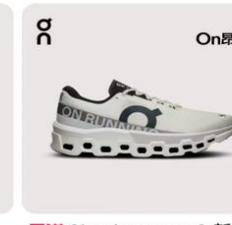
数据来源：CIVIC science，西南证券整理

www.swsc.com.cn

产品设计：定位中高收入群体，价格门槛较高

- **价格门槛较高，有效筛选目标消费群体。** 昂跑爆款鞋官方价格区间在990-1490元之间，相比于其他同类型运动鞋品牌价格门槛较高，精准定位目标消费者中高收入群体和追求个性化的中产阶层，有利于品牌在目标圈层快速渗透。同时结合品牌的社群营销策略加深消费者的品牌认知和复购率，提升品牌忠诚度。

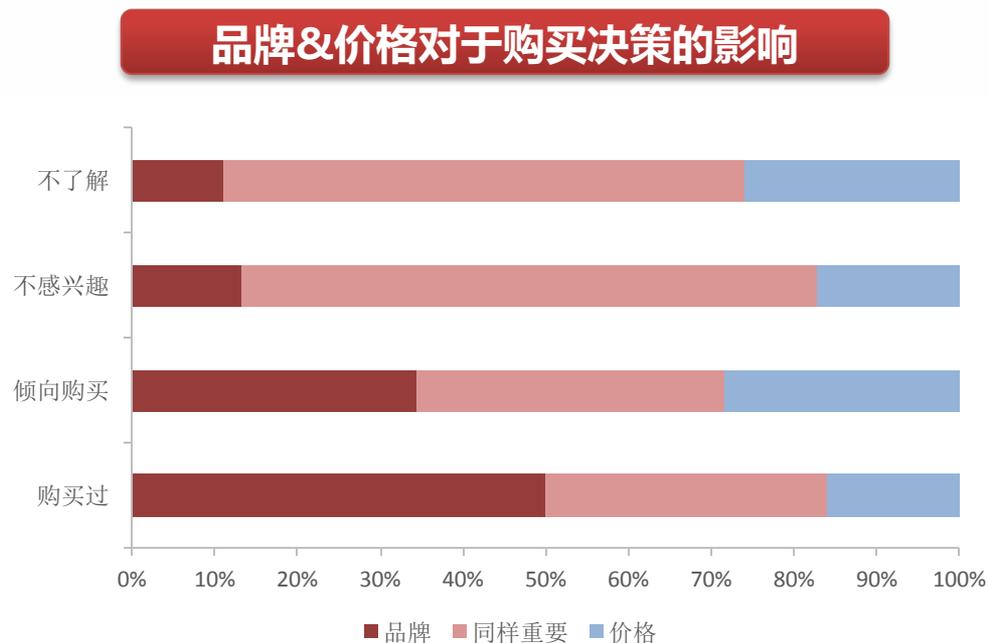
昂跑热销产品价格

 <p>天猫 On昂跑 Cloud 5 男款 ¥990 300+人收货 热销爆款 赠运费险 包邮 回头客3万 On昂跑官方旗舰店 ></p>	 <p>天猫 On昂跑 Cloud 5 女款 ¥990 200+人收货 超级单品 赠运费险 包邮 回头客3万 On昂跑官方旗舰店 ></p>	 <p>全新一代 焕新上市 天猫 On Cloud X 4 2024新 ¥1190 月销量Top3</p>	 <p>全新一代 焕新上市 天猫 On昂跑 Cloud X 4 综 ¥1190 700+人收货</p>	 <p>天猫 On昂跑 Cloud 5 Water ¥1290 200+人收货 超级单品 赠运费险 包邮 回头客3万 On昂跑官方旗舰店 ></p>	 <p>天猫 On昂跑 Cloudaway 2 ¥1190 100+人收货 新品 赠运费险 包邮 回头客3万 On昂跑官方旗舰店 ></p>
 <p>天猫 【明星同款】 On昂跑 ¥1290 200+人收货 赠运费险 包邮</p>	 <p>天猫 On昂跑 Cloud X 3 运 ¥1190 200+人收货 超级单品 赠运费险 包邮</p>	 <p>天猫 On昂跑 Cloudmonster ¥1490 100+人收货 超级单品 赠运费险 包邮 回头客3万 On昂跑官方旗舰店 ></p>	 <p>天猫 Cloudmonster 2 新一 ¥1490 100+人收货 超级单品 赠运费险 包邮 回头客3万 On昂跑官方旗舰店 ></p>	 <p>天猫 On昂跑 Cloud 5 Coas ¥1190 100+人收货 热销爆款 赠运费险 包邮</p>	 <p>全新一代 焕新上市 天猫 新品首发On昂跑 Cloud ¥1190 月销量Top20 超级单品 赠运费险 包邮 回头客3万 On昂跑官方旗舰店 ></p>

数据来源：天猫旗舰店，西南证券整理

产品设计：目标群体价格敏感度较低，更看中品牌力

- **目标消费群体价格敏感度不高，更看重品牌力。**据三方数据统计，购买过昂跑的消费者中仅16%的人 would 考虑价格因素，而50%的人会更看重品牌力。潜在消费者中品牌力对于购买决策的影响因素（34%）也大于价格（28%），可以看出昂跑的定价已有效筛选出目标消费群体，该类群体对价格的敏感度更高，更追求小众、个性化和品牌理念，这类群体对于品牌的忠诚度也会更高。



数据来源: CIVIC science, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

增长驱动（1）：科技引领创新—主力产品焕发新生

- **科技创新主力产品迭代**：自创立之日起，昂跑的产品定位就是要能彻底改变跑步的感觉，这也是Bernhard的初心。基于此，昂跑确立了“为世界带来革新性的跑步体验”的产品信念。在研发上，贯彻了Bernhard的坚持，兼顾缓震着陆、轻盈质感、强力回弹的性能。
- **2010年**，昂跑的第一双原型鞋问世。**CloudTec**设计独特，以多Cloud模块组合鞋底，各模块承受多维压力并回弹。昂跑称此设计灵活适应，如小型传感器，针对跑者姿态做出反应。随后，On昂跑于**2013年**引入**Speedboard™**技术，将冲击力高效转化为爆发力；**2019年**更推出**Helion™ Superfoam**材料科技，实现轻盈与响应的飞跃。三者精妙融合，确保了轻盈触地的舒适感，赋予跑鞋疾速爆发的潜能。**2024年7月底**，On将发布奥运专属跑鞋**Cloudboom Strike LS**，采用LightSpray技术与自动机械臂快速制造。该鞋以超薄袜套鞋面配穿孔鞋底，男款170克、女款158克，创品牌轻量纪录。7月25日巴黎奥运会前，On将在巴黎实验室展示此技术，并由Hellen Obiri在马拉松中首穿。公众可现场观看生产演示，机器人展示成营销亮点。



cloudTec

足部在触地之时，Cloud模块受压形变，减震将触地压力转化起步回弹力

Helion Superfoam

EVA与OBC泡沫混合制成的缓冲材料，轻盈强化能量回馈、有利于灵活性与防护力。

Speedboard

热缩聚合物液体注塑On中底，能够提升推进感与支撑，减少滚动动能损耗。

Cloudboom Strike LS

采用创新的LightSpray喷雾技术和自动机械臂快速制造。以可回收材料制成，通过热熔技术无缝粘合鞋面与鞋底。

数据来源：公司财报，西南证券整理

www.swsc.com.cn

增长驱动（1）：科技引领创新—主力产品焕发新生

昂跑不同系列

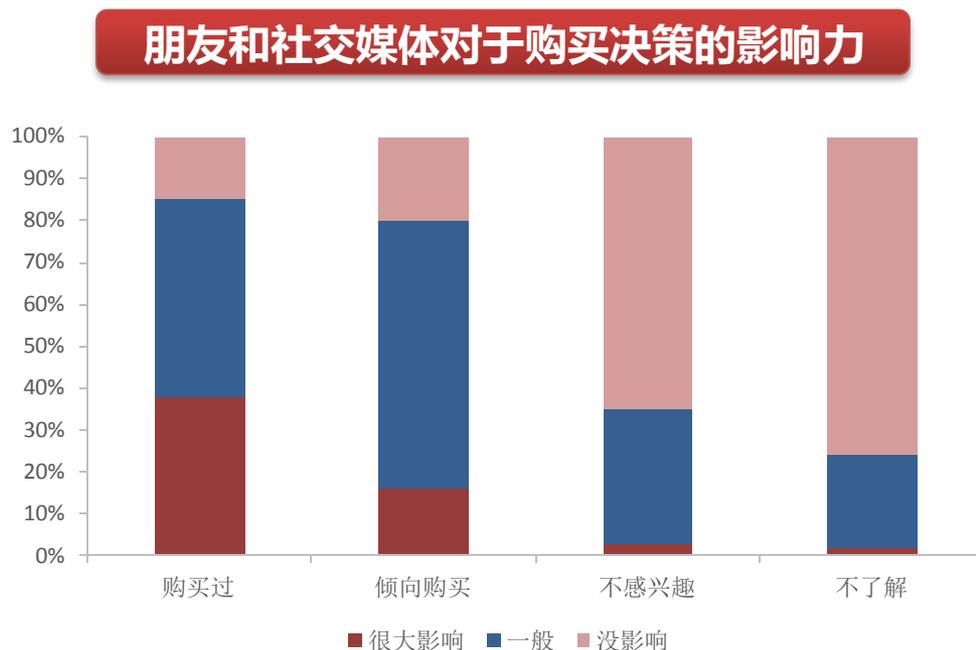
系列	型号	搭载技术	产品示例
竞速比赛	Cloudboom Cloudflash Cloudflow	CloudTec 专利鞋底 Helion superfoam 泡棉 Speedboard 速度板	
缓震保护	Cloudmonster Cloudsurfer Cloudswift	CloudTec 专利鞋底 Speedboard 速度板	
稳定支撑	Cloudstratus Cloudflyer Cloudrunner	CloudTec 专利鞋底 Helion superfoam 泡棉 Speedboard 速度板	
越野户外	Cloudultra Cloudvista	CloudTec 专利鞋底 Speedboard 速度板	

数据来源：公司官网，西南证券整理

www.swsc.com.cn

增长驱动（2）：昂跑借力营销与社群力量，共筑消费者口碑高地

- **ON目标客群受社交媒体影响较大，社群营销效果显著。**据三方网站统计，在购买过ON的消费者中，朋友和社交媒体的推荐在做购买决策时会起到相当一部分重要催化作用，有38%的昂跑消费者都会受到朋友和社媒的影响，而在对ON不感兴趣和不了解的人群中该因素至占3%左右，可见ON的目标消费群体对于新型社媒和品牌口碑敏感度较高，因此针对性的营销策略将会起到事半功倍的效果。



数据来源：CIVIC science，西南证券整理

www.swsc.com.cn

增长驱动（2）：昂跑借力营销与社群力量，共筑消费者口碑高地

□ **构建多元化线上线下社群活动，激发用户热情**：线上层面，On在主流社交平台精心策划内容营销策略，超越传统产品介绍的框架，精心制作了一系列引人入胜的主题故事短片，以情感共鸣为核心，丰富用户体验。在地域化营销方面，On独具匠心，通过各社交平台发布视频，深入探索并推荐全球各大城市的精选跑步路线，不仅展示了城市的魅力，更与跑者建立了深厚的情感纽带。**线下布局方面**，On自2020年起加速拓展直营店网络，其店员素质在行业内名列前茅，展现出专业与热情的服务态度。部分旗舰店内，创新引入试跑体验结合脚型扫描技术，依托超过5万次跑步数据的智能分析，为顾客提供个性化鞋款推荐，提升购物满意度。与lululemon相似，On同样将社群运营视为品牌发展的关键，定期举办融合运动训练课程与知识讲座的线下活动，这些活动不仅促进了跑者之间的交流与学习，更极大地增强了他们对On品牌的归属感和认同感。



数据来源：公司财报，西南证券整理

www.swsc.com.cn

增长驱动（2）：昂跑借力营销与社群力量，共筑消费者口碑高地

- **明星效应**：On品牌已凭借名人效应初步建立了市场认知，然而，在传统体育营销版图的渗透力与影响力尚待显著增强。其核心营销战略聚焦于对“网球传奇”罗杰·费德勒的巨额投资与代言合作，使其成为现役运动员中代言身价最高的代表，这一举措无疑彰显了品牌的独特定位。此外，On还广泛赞助了全球范围内共计60位顶尖运动员，尽管重点集中在铁人三项与越野跑领域，展现了品牌对耐力运动的深度参与。同时，与9个运动俱乐部，包括具有特殊意义的难民奥运代表队及专业跑步运动员俱乐部等建立合作关系，进一步拓宽了品牌的体育影响力网络。24年昂跑新官宣代言人赞达亚，传递运动创新及包容性。



数据来源：公司财报，西南证券整理

www.swsc.com.cn

增长驱动（2）：昂跑借力营销与社群力量，共筑消费者口碑高地

- **昂跑中国市场营销策略与推广**：On昂跑品牌在中国市场面临品牌高度一致性与小众转大众的挑战。为此，On昂跑与微盟营销合作，聚焦“LOEWE x On”系列，通过腾讯广告和小红书精准营销。利用腾讯广告跳转小程序，快速定位跑步、健身等五大场景人群，实现高效投放。小红书上则通过达人种草和精细化流量运营，提升品牌曝光与销量。微盟强调品效销合一的个性化策略。目前，On昂跑成功树立中产消费符号，成为市场新贵，小红书上话题热度高，与lululemon等品牌齐名。



数据来源：公司财报，西南证券整理

www.swsc.com.cn



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：陈柯伊
执业证号：S1250524100003
电话：19112628819
邮箱：ckyyf@swsc.cn

分析师：谭陈渝
执业证号：S1250523030003
电话：17782333081
邮箱：tchy@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jjy@swsc.com.c
	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	yangju@swsc.com.cn				