

中国平安 PINGAN

专业 · 价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

# 运动户外专题系列（二）： 展望运动户外行业的发展趋势

证券分析师

王源 投资咨询资格编号：S1060524010001

纺服行业 强于大市（维持）

2024年11月24日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

# 投资要点

我们认为，运动户外行业是新消费中非常具有投资机会和投资价值的赛道。本篇报告是运动户外专题系列报告的第二篇，即展望行业的发展趋势。通过与发达国家进行对比，从买方的角度出发，寻找在当前经济形势下，运动户外行业的投资机会。

- **总论：**我们认为，理解和展望我国运动户外鞋服行业的发展趋势，其本质是理解和展望我国运动户外鞋服消费需求的变化趋势。由于海外成熟市场在消费需求层面高度发达且非常细分，其社会消费现象代表着社会发展高度成熟后消费需求的稳定状态。因此，其当下的社会消费需求状态，或将为我国日后消费需求趋势给予一定的借鉴价值，这是我们研究成熟消费市场的主要原因。我国运动户外行业发展仅三十余年，目前正值高速发展的行业黄金期。我们认为，在海外成熟的运动户外鞋服消费市场中，寻找我国运动户外鞋服行业未来的机遇与挑战。这不仅有利于我们把握行业发展趋势，也有利于我们寻找优质个股的投资机会，对于投资研究具有一定的意义和价值。
- **展望：**虽然我国人口基数庞大，但运动户外参与率较低。目前，虽经济增速放缓，但行业仍处于发展早期，发展阶段仍不成熟，较多细分运动类目在我国刚刚起步。因此，行业渗透率的提升，将带来更多增量空间。我们认为，行业未来有三大发展趋势：1) 高性价比国货品牌具备竞争优势。我国运动户外鞋服群众基础较好，国民对本土品牌的认知空间打开，本土品牌具备竞争优势及实力。短期看，由于全球疫情影响，消费者对高性价比产品更加青睐，本土运动品牌的性价比优势得到大众认可。随着电商购物方式的改变，网购、直播带货等渠道兴起，致使本土品牌快速崛起。2) 鞋类大单品仍具备高增长潜力。根据各公司2023财报，相较NIKE鞋类64.7%的比重，安踏及李宁运动鞋类占比分别为40.5%及48.6%，仍有较大提升空间。我们认为，提高鞋类收入比重，重视鞋类技术研发，将成为又一个发展方向。3) 全球化战略方向，出海布局扩张趋势展露。从中长期看，出海扩张商业版图，将成为品牌业绩的新的增长点。我国本土运动品牌瞄准机会适时开启全球化战略，为出海寻找突破口，也是未来扩宽业绩的一个方向。
- **投资建议：**基于可选消费修复逻辑，我们认为，运动户外赛道将成为可选消费行业修复的重点行业。运动户外行业经过一轮较长时期调整后，龙头股估值具备性价比，将迎来新一轮行情。我们建议配置运动户外赛道的优质核心资产，特别是有底部困境反转的龙头白马股。投资主线：1) 主线一，自上而下，优选市场份额提升及具备估值性价比的细分赛道龙头。其中，推荐关注服装制造相关的出口企业的投资机会。建议关注：申洲国际等。2) 主线二，自下而上，优选业绩确定性较强及股息率较高的白马股。其中，建议重点关注有边际改善的服装品牌企业，以及分红派息率稳健的龙头企业。建议关注：安踏体育等。
- **风险提示：**1) 消费偏好变化风险，2) 海外需求的不确定性，3) 行业零售渠道的整体库存积压的风险





## 目录CONTENTS

- ① 01 总论：借鉴海外成熟市场的原因
- 02 展望：我国运动户外鞋服行业的发展趋势
- 03 投资建议：如何看待投资机会？
- 04 风险提示

# 01 总论：借鉴海外成熟市场，看我国运动户外行业发展趋势

## ● 为什么借鉴海外成熟的运动户外消费市场？

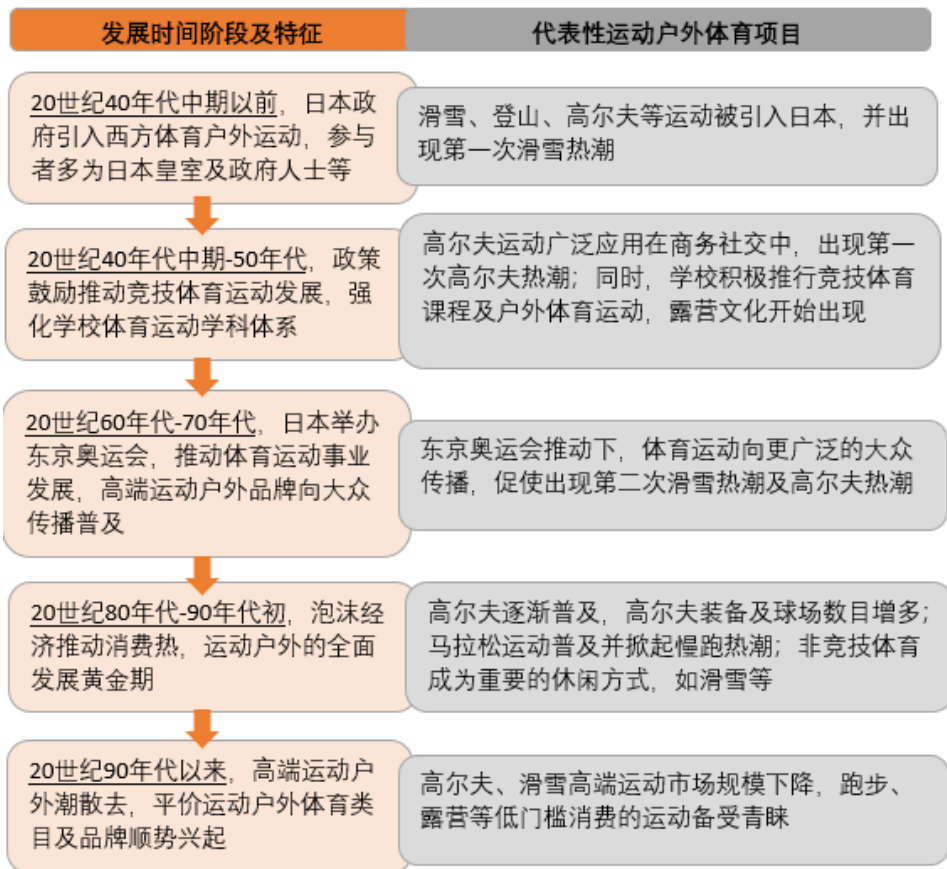
我们认为，理解和展望我国运动户外鞋服行业的发展趋势，其本质是理解和展望我国运动户外鞋服消费需求的变化趋势。由于海外成熟市场在消费需求层面高度发达且非常细分，其社会消费现象代表着社会发展高度成熟后消费需求的稳定状态。因此，其当下的社会消费需求状态，或将为我国日后消费需求趋势给予一定的借鉴价值，这是我们研究成熟消费市场的主要原因。例如，在日本市场经济低增长时代，出现了许多新的消费现象。如消费业态为中老年消费者优化，单身消费经济崛起，低价消费换取幸福感等新消费经济出现。在做日本新消费需求的研究中，我们发现运动户外行业是日本社会消费需求中非常领先且具有代表性的行业之一。日本运动户外行业发展百余年来，不论经济增速如何波动，运动户外的消费需求持续不减。

我国运动户外行业发展仅三十余年，目前正值高速发展的行业黄金期。我们认为，在海外成熟的运动户外鞋服消费市场中，寻找我国运动户外鞋服行业未来的机遇与挑战。这不仅有利于我们把握行业发展趋势，也有利于我们寻找优质个股的投资机会，对于投资研究具有一定的意义和价值。

# 01 完整性：行业发展周期完整

海外成熟的运动户外行业发展历程完整，有较多可供参考的发展经历。同时，成熟经济体的社会消费发展高度成熟，未来我国消费需求有可能呈现相似的趋势。举例来看，日本是运动户外行业及品牌的起源地，且行业发展历程完整，这对于我国运动户外行业趋势有一定的借鉴性。日本是全球知名运动品牌的发源地之一，最早可追溯到20世纪60年代以前。根据Nike公司创始人菲尔·奈特所著的《鞋狗》一书中所讲，20世纪60年代Nike公司在发展初期也只是日本Onitsuka Tiger (Asics前身)品牌的美国代理商，而后在1972年才创立了Nike自有品牌。

图表1、日本运动户外行业发展历程梳理

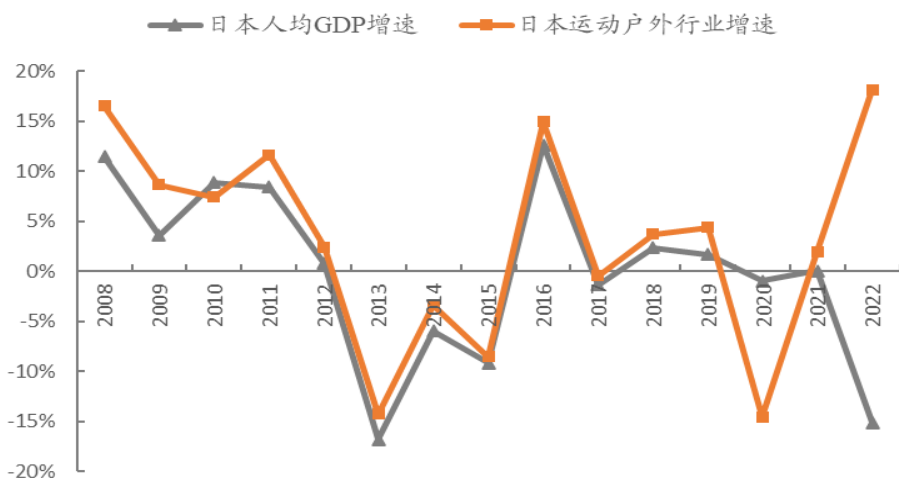


资料来源：Wind，《二战后日本体育政策的历史变迁及借鉴意义》，平安证券研究所

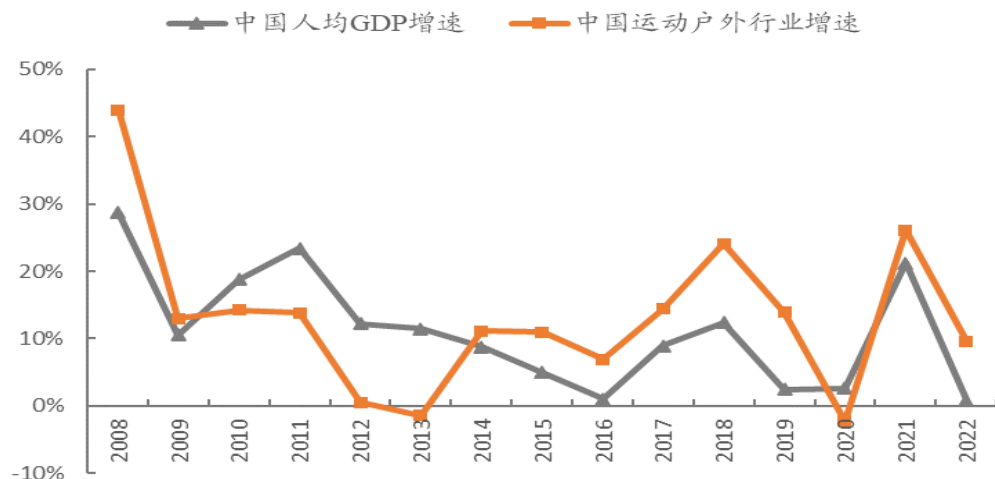
# 01 共性：行业增长与经济增长水平大致呈正相关

我国与日本行业规律的相似性，即运动户外增长与经济增长水平大致呈正相关性。例如，根据Wind数据，我们发现中国和日本的人均GDP增速与其运动户外行业增速走势大致呈正相关（剔除2020-2022年全球疫情年份的影响）。我们认为，在经济增速较好的阶段，高成本高门槛的运动户外类目将会蓬勃发展；而在经济增速放缓或者下降阶段，低成本低门槛的平价大众运动户外项目也将受到更多青睐，迎来发展机遇。

图表2、日本人均GDP增速与运动户外行业增速表现



图表3、中国人均GDP增速与运动户外行业增速表现



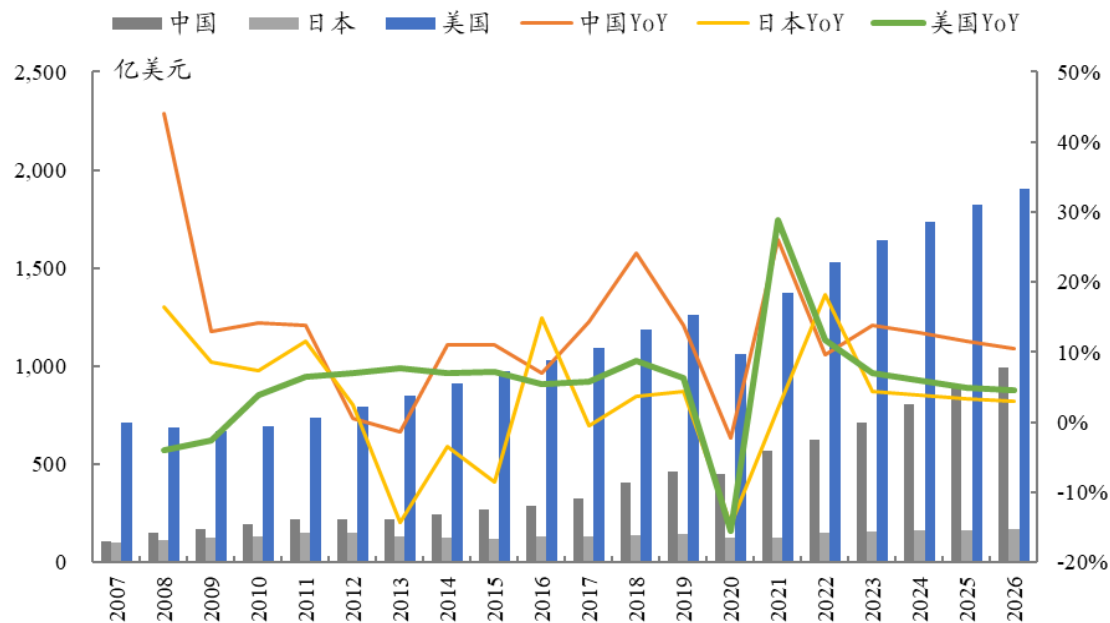
资料来源：国家体育总局， Wind， Euromonitor， 平安证券研究所

# 01 特性：我国行业增速更快，且渗透率空间更大

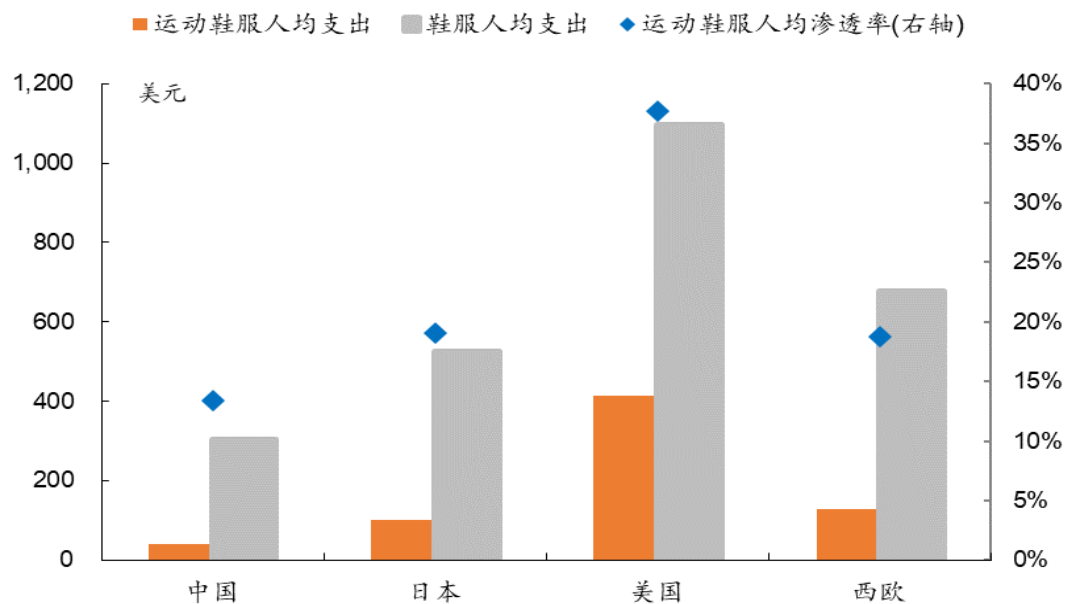
除上述共性外，相较成熟市场，我国行业仍有许多特性：

- 1) 我国行业复合增速更快。根据Euromonitor数据，2024-2026年我国行业CAGR约为11.0%，美国约为4.8%，日本约为3.2%。
- 2) 我国行业渗透率空间更大。根据国家体育总局数据，我国参与体育运动的人口比例逐年增长，且我国行业的渗透空间和潜力更大。
- 3) 我国高端运动及平价运动相辅相成。自20世纪90年代起，我国运动户外行业逐渐产生及发展，经济高速增长，运动户外的细分赛道及领域逐渐崭露头角，等待被发现与激发。具体来看，2020年北京冬奥会前后滑雪、高尔夫等小众运动蓬勃发展，2021年前后户外露营经济爆发，2022年以来跑步、骑行、马拉松等运动户外项目参与度提升。我国出现高门槛高成本运动与低门槛低成本运动齐发展的现象。

○ 图表4、中美日三国运动户外品牌行业规模（亿美元）及YoY（%）



◎ 图表5、2021年主要国家及地区运动鞋服人均支出（美元/人）及人均渗透率（%）



资料来源：Euromonitor，2024-2026年为欧瑞数据预测值，平安证券研究所





## 目录CONTENTS

- ① 01 总论：借鉴海外成熟市场的原因
- ② 02 展望：我国运动户外鞋服行业的发展趋势
- ③ 03 投资建议：如何看待投资机会？
- ④ 04 风险提示



## 02 我国运动户外行业的发展趋势

### ● 我国运动户外行业的发展方向是什么？

虽然我国人口基数庞大，但运动户外参与率较低。目前，虽经济增速放缓，但行业仍处于发展早期，发展阶段仍不成熟，较多细分运动类目在我国刚刚起步。因此，行业渗透率的提升，将带来更多增量空间。

### ■ 我们认为，行业未来有三大发展趋势：

**1) 高性价比国货品牌具备竞争优势。**我国运动户外鞋服群众基础较好，国民对本土品牌的认知空间打开，本土品牌具备竞争优势及实力。短期看，由于全球疫情影响，消费者对高性价比产品更加青睐，本土运动品牌的性价比优势得到大众认可。随着电商购物方式的改变，网购、直播带货等渠道兴起，致使本土品牌快速崛起。

**2) 鞋类大单品仍具备高增长潜力。**根据各公司2023财报，相较NIKE鞋类64.7%的比重，安踏及李宁运动鞋类占比分别为40.5%及48.6%，仍有较大提升空间。我们认为，提高鞋类收入比重，重视鞋类技术研发，将成为又一个发展方向。

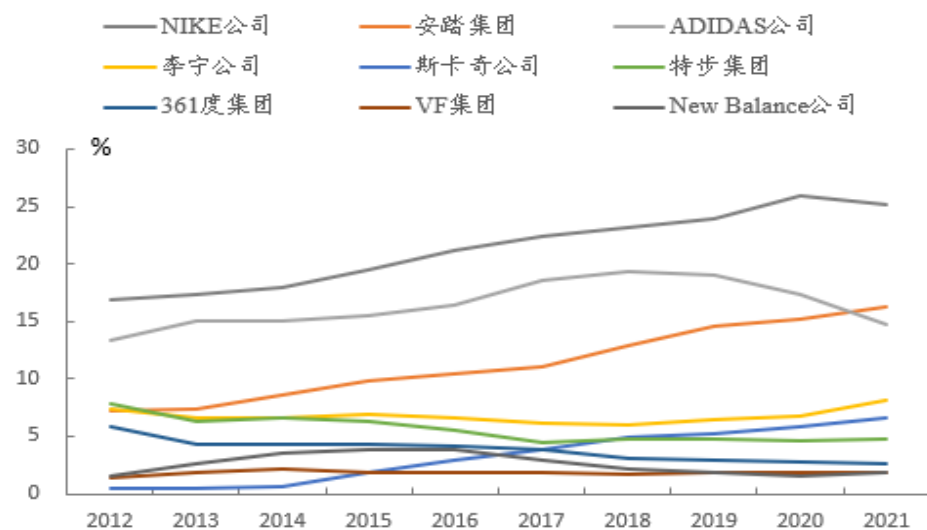
**3) 全球化战略方向，出海布局扩张趋势展露。**从中长期看，出海扩张商业版图，将成为业绩的新的增长点。我国本土运动品牌瞄准机会适时开启全球化战略，为出海寻找突破口，也是未来扩宽业绩的一个方向。

## 02 趋势一：国货品牌认知空间打开，扭转行业竞争格局

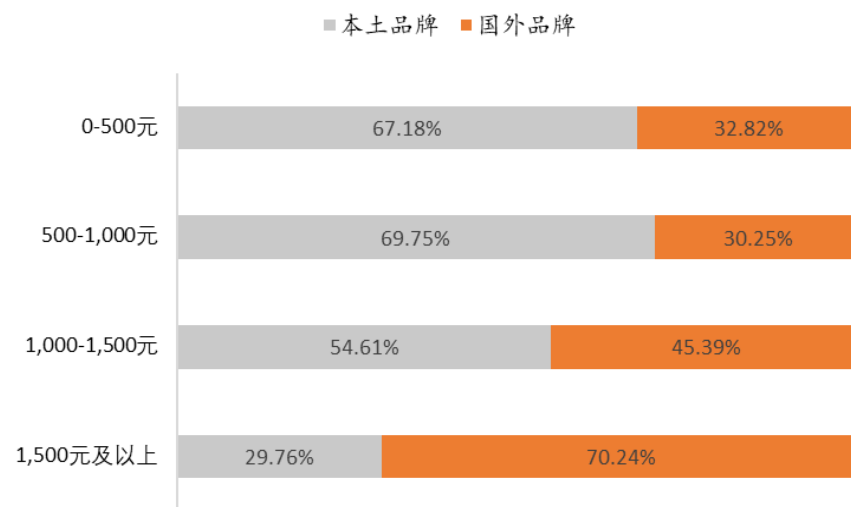
趋势1：高性价比国货品牌具备竞争优势。

“新疆棉”事件后，本土品牌热度攀升，撬动外资品牌市占率。根据Euromonitor数据，2021年安踏集团市占率跃升至第二，超跃Adidas公司；且李宁公司市占率位居第四，超过其他外资运动品牌。我们认为，我国消费者对国货品牌的认知空间打开，对本土品牌的接受度提高，扭转了洋货占领市场的行业格局。

○ 图表6、我国运动户外品牌行业竞争格局趋势变化（%）



◎ 图表7、2023年中国户外运动品牌线上价格区间占比（%）

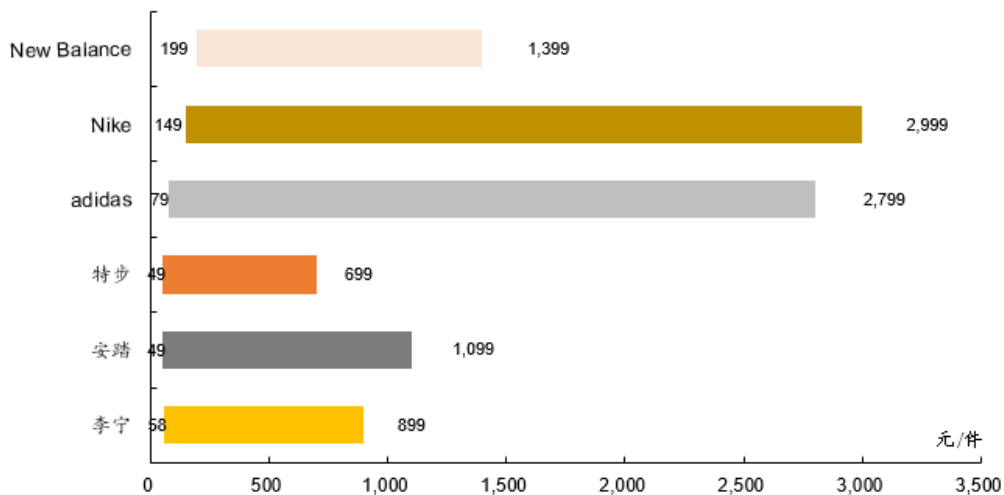


资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

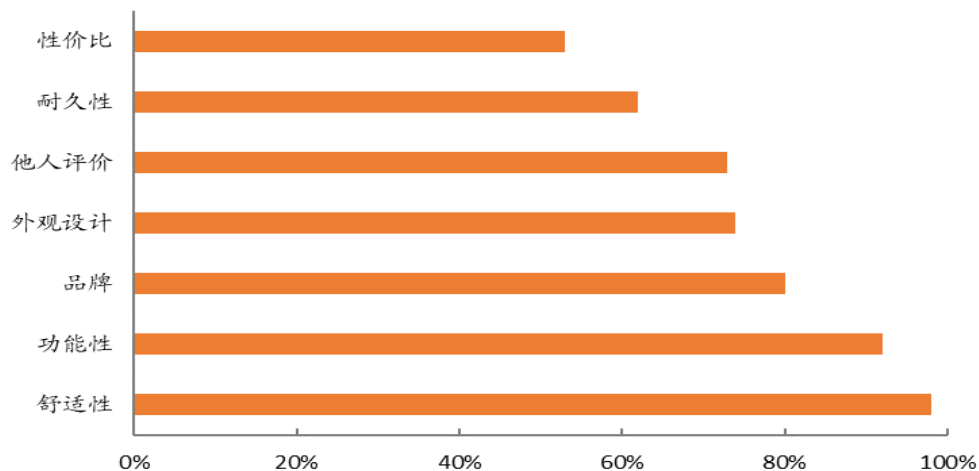
## 02 高性价比产品及特点鲜明的运动类目将得到消费者喜爱

- 一方面，运动户外鞋服的群众根基良好。根据国家体育总局数据，2021年我国经常参加运动的人口大致4.45亿人。从基础消费层面看，我国运动户外鞋服市场十分优渥，轻户外及运动时尚风潮正热。由于我国运动市场处于发展不成熟阶段，我们认为具有强社交属性的小众特色化运动户外类目将得到更多消费者的尝试与青睐，如露营、网球、骑行等。自2021年以来，我国本土品牌运动户外装备如雨后春笋节节攀升，其款式设计风格得到消费者好评。
- 另一方面，本土品牌高性价比及强功能性更能满足消费者需求。国货品牌通过线上电商渠道及抢占下沉市场空间，不断提高业绩水平。消费者在购买运动户外鞋服产品时，产品性价比及功能性是我国消费者购买运动品牌重点考虑的因素。我国本土品牌恰好能满足消费者的这些需求。

图表8、2023年国内外重点品牌销售价格带（元/件）



图表9、2022年我国消费者购买运动鞋关注度因素



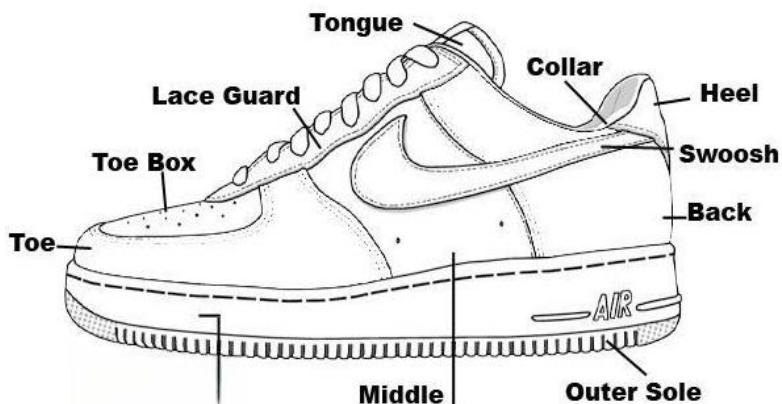
资料来源：艾媒咨询，天猫旗舰店，平安证券研究所

## 02 趋势二：提高鞋类收入占比，重视鞋类研发能力

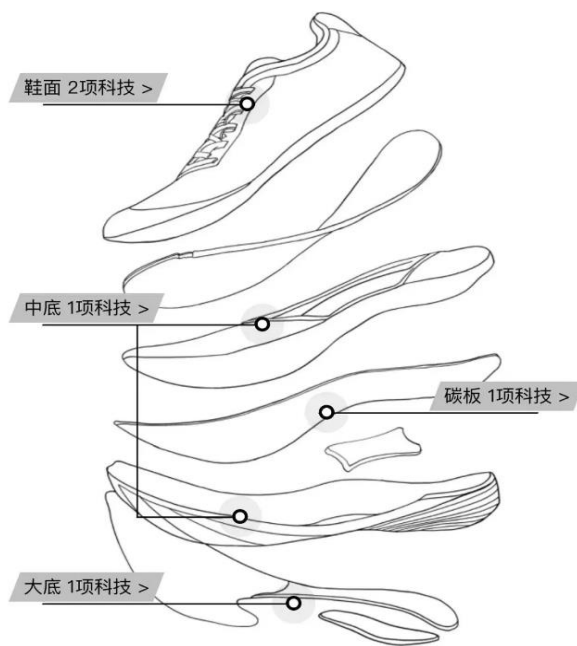
趋势2:鞋类大单品仍具备高增长潜力。

鞋类产品是运动户外鞋服装备中的重要品类，也是品牌端的重要单品。鞋类的研发技术水平正是运动鞋的核心竞争力，以科技为抓手打造鞋类大单品，是品牌公司取胜的关键，也是未来发展的重要方向。其中，中底是运动鞋的核心命脉，相当于其“心脏”。中底位于外底和鞋身之间，一双跑鞋的性能和价值大部分由中底技术决定。它的主要任务是缓冲地面震动并保护跑者脚部。为了提高运动鞋的专业性能，国内外各大运动品牌纷纷对中底技术进行研发迭代，开发独家的减震科技。中底技术的迭代能力决定了运动鞋产品的生命力。

① 图表10、运动鞋各部位构造



② 图表11、运动鞋鞋底技术拆分



资料来源：懒熊体育，平安证券研究所



## 02 趋势二：提高鞋类收入占比，重视鞋类研发能力

- 从国外品牌看，日本及美国的运动户外品牌技术水平出现较早，且持续研发迭代。亚瑟士（Asics） GEL胶（介于固体和液体之间的物质）中底技术能完美吸收落地冲击，让跑鞋既轻便又具备出色的缓冲性。美津浓（Mizuno） WAVE减震技术推出较早，后续推出的U4ic中底材料在保持AP+材料相似性能的同时又实现了减重。耐克（Nike） Lunar Ion中底技术灵感来源于月球行走，颠覆传统的中底设计让跑者仿佛踏上了月球般的轻盈。阿迪达斯（ADIDAS） Boost中底泡沫状的外观和出色的性能成为标志。

● 图表12、海外头部品牌主要中底技术梳理

公司	中底技术
耐克 (NIKE)	ZOOMX技术采用PEBA材料
	React
	Lunarlon 登月科技
	Joyride,TPE缓震颗粒
	FREE技术
	ZOOM避震技术
	Air Max
	Air Sole气垫技术鼻祖
亚瑟士 (Asics)	GEL缓震胶技术，自1986年一直迭代创新并延续至今

○ 图表13、本土头部品牌主要中底技术梳理

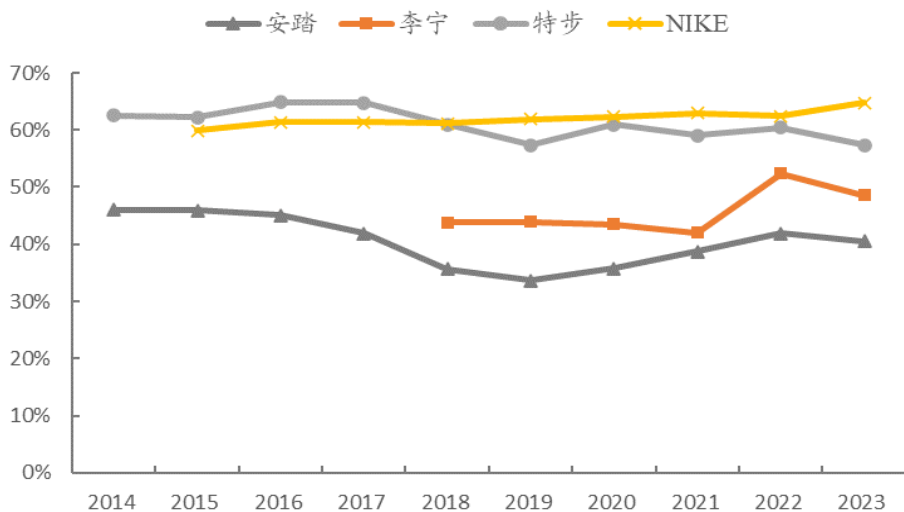
公司	时间	中底技术
安踏集团	2009年	弹力胶
	2014年	能量环
	2017年	A-Flashfoam运动TPU与EVA混合材料发泡技术
	2021年	Nitro-Speed NUC采用 PEBA材料发泡
	2022-2024年	氮科技PRO (包含NITROSPEED NUC氮素科技, A-FLASHFOAM+++， A-FLASHFOAM虫洞技术, SMART S.A.M科技, A-FLASHEDGE, FLASHILITE, 火星泡棉科技)
李宁	2006年	李宁弧
	2011年	李宁弓
	2017年	DriveFoam使用特殊TPU做发泡材料
	2018年	李宁䨻科技
	2022年	LightFoamPlus技术及云Plus技术
	2023年	LightFoamPlusUltra技术
	2024年	超䨻科技

资料来源：各公司财报，平安证券研究所

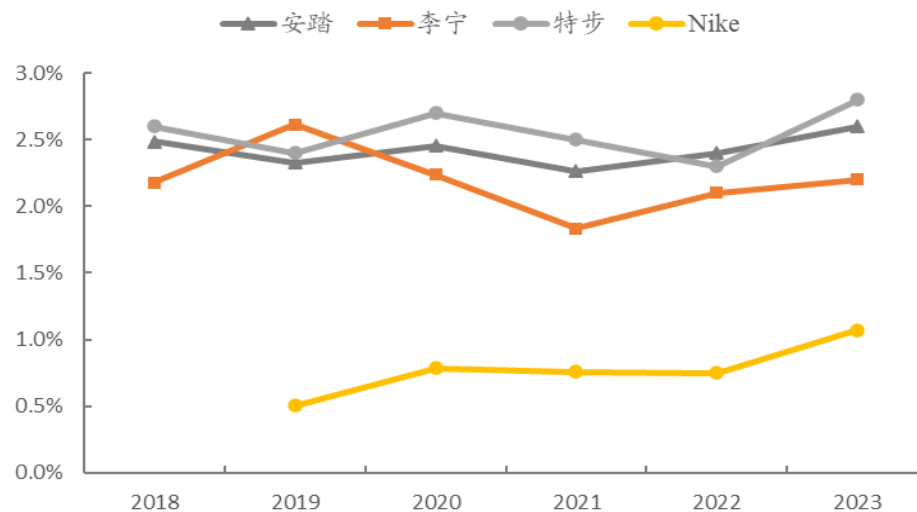
## 02 中底技术是运动鞋的“心脏”

■ 从本土品牌看，中底技术研发启动虽晚，但迭代能力可与国际品牌比肩。由于过往三十年里在不断研发中底科技，目前我国中底技术水平与国际品牌不相上下。安踏及李宁是本土品牌中底技术的先行者，由于对研发的重视和大力投入，两大品牌的中底科技研发实力不容小觑。根据各公司财报，2023年安踏及李宁研发投入比例分别为2.6%及2.2%，且研发投入比例稳中有升。此外，安踏及李宁品牌持续迭代中底技术，以运动鞋服品类拉动运动服的增长。根据各公司2023财报，相较NIKE鞋类64.7%的比重，安踏及李宁运动鞋类占比分别为40.5%及48.6%，仍有较大提升空间。我们认为，提高鞋类收入比重，重视鞋类技术研发，将成又一个发展方向。

🟡 图表14、国内主要运动品牌及NIKE鞋类收入占比 (%)



🟡 图表15、国内外重点公司研发投入比率比较 (%)



资料来源：各公司财报，平安证券研究所

## 02 打造鞋类大单品，丰富鞋类产品矩阵

○ 图表16、外资品牌跑鞋矩阵

跑鞋品牌	产品系列	产品		
亚瑟士跑鞋矩阵	Protection系列	GEL-KAYANO 30		
		GT-2000 12		
		GT-1000 12		
	Cusion系列	GEL-NIMBUS 26		
		GEL-CUMULUS25		
		GEL-PULSE 15		
	SUPERBLAST系列	SUPERLAST		
		NOVABLAST 4		
		DYNABLAST 4		
	SPEED系列	METASPEED SKY+		
		S4		
	Trail系列	MAGIC SPEED 3		
		TRABUCO MAX 3		
		GEL-TRABUCO 12		
GEL-SONOMA 7				
耐克跑鞋矩阵	休闲慢跑	REACTMILERr 3		
		WINFLO 10	WINFLO 9	
		CORTEZ		
		FREE RUN 5.0		
		ZEGAMA		
	越野跑鞋	PEGASUS TRAIL 4		
		TERRA KIGER 9		
	缓震跑鞋	INFINITY REACT 3		
		PEGASUS 40		
		JOYRIDE 2		
		STRUCTURE 24		
	竞速跑鞋	PEGASUS TURBO		
	竞赛跑鞋	ZOOM FLY 5	ZOOM FLY 3	
		ALPHAFLY 2		
VAPORFLY 3		VAPORFLY 2	VAPORFLY NESTW2	
STREAKFLY				

◎ 图表17、本土运动品牌跑鞋矩阵

跑鞋品牌	产品系列	产品			
安踏跑鞋矩阵	休闲慢跑	叶子5			
		C37+轻盈版			
		凌云4			
		飞云			
	越野徒步	飞梦			
		太行			
		探野Pro		探野	
		横断			
		祁连			
		探林			
	稳定支撑	CC跑鞋			
		柏油路霸			
		御途Pro			
		驭风			
	缓震跑鞋	冠军跑鞋2代Pro			
		创跑5代			
		跑路2			
		氢跑6			
C37-4					
望海					
竞速训练	C202 5代		C202 5代 Lite		
	马赫4代Pro				
	马力				
	羚跑4代				
竞速比赛	C10 Pro				
	C202 5代 GT Pro		C202 5代 GT		
李宁跑鞋矩阵	日常慢跑	绝影家族		绝影2	绝影2 Essential
		烈骏家族		烈骏7 Pro V2	烈骏7 V2
		越影家族		越影3 Pro	越影3
		超轻家族		超轻21	
	惊鸿家族		惊鸿 (女子专属)		
	进阶训练	赤兔家族		赤兔7 Pro	赤兔7
竞速比赛	飞电家族		飞电4 Ultra	飞电4 Elite	飞电 Challenger
特步跑鞋矩阵	舒适系列 (初级跑者)	骥羽			
		Energetex聚能弹			
	动力系列 (普通跑者)	氢风			
		骥速			
	竞速系列 (专业跑者)	Reactive			
		160X系列			
260X系列					
360X系列					

资料来源：各公司财报，平安证券研究所

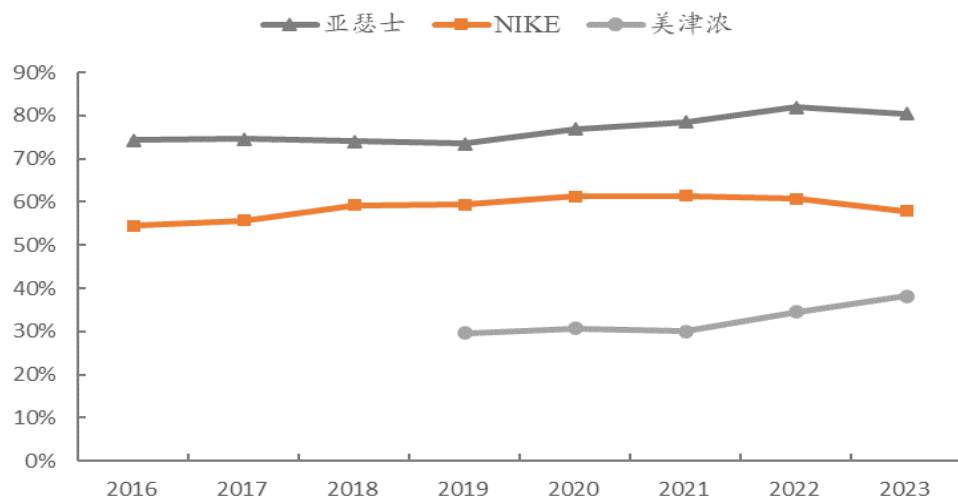
## 02 趋势三：启动全球化战略，出海寻找新增长

### 趋势3： 全球化战略方向，谋定出海布局扩张。

中长期看，出海扩张商业版图，将成为品牌业绩的新的增长点。

- 对比后起之秀亚瑟士与没落老牌美津浓，我们发现亚瑟士超越美津浓的关键在于恰当时机进军海外市场。在日本经济泡沫破灭之后，日本社会消费进入第四次消费时代，更重视产品性价比，而相对高端的运动户外产品在日本本土销售业绩下滑。亚瑟士率先进军海外市场，并实现业绩反超。美津浓全球化战略进展不顺畅，销售主力市场仍为日本本土，而日本运动户外市场发展成熟且增速偏低，需求表现一般。根据财报数据，美津浓2023年海外市场营收占比仅为38%，而亚瑟士为80%。
- 我国本土运动品牌瞄准机会适时开启全球化战略，为出海寻找突破口。2019年安踏集团完成收购全球知名运动品牌Amer Sports，标志着公司开启全球布局的开端。同时，2024年公司开启安踏主品牌的出海计划，在东南亚及北美地区进行品牌宣传并选择性开拓。安踏集团通过文化包容，努力实现人才全球化、产品全球化及市场全球化。安踏集团用始祖鸟等顶级户外品牌开拓海外市场，用安踏主品牌稳步推进海外市场开拓计划，实现安踏集团事业的出海开拓之路。

图表18、重点国际运动品牌海外占比 (%)



资料来源：各公司财报，公司官网，平安证券研究所

图表19、安踏集团品牌矩阵





## 02 我国行业终局在哪里？

### ■ 我国行业的终局在哪里？

我国运动户外行业发展至今仅三十余年，当下正处于蓬勃发展的黄金期。对比美国及日本，行业发展百余年且仍增长稳健。我们认为，运动户外消费需求较强，是行业经久不衰的关键。1) 从行业渗透率看，我国行业渗透率虽低，但提升空间较大。相较日本，我国人口规模虽是日本的十余倍，但行业渗透率却是日本的四分之一。2) 从细分领域看，我国运动户外项目均处于发展早期阶段，滑雪、高尔夫等高门槛项目参与率极低，跑步、健身、露营等低门槛项目普及率不高。同时，由于我国参与运动户外项目的人群差异性明显，因此项目多元性特征显著。我们认为，我国运动户外行业将呈现高门槛及低门槛项目相辅相成的发展趋势，即高端化及大众化项目同时兴起发展。

**我们的观点：**1) 短期看，由于全球疫情影响期较长，当前经济增速放缓，我国居民消费需求偏理性，且更注重产品性价比。平价大众的运动更受青睐。2) 中长期看，我国经济景气上行，运动户外项目渐趋细化及普及，高门槛项目将得到长足发展，同时大众参与性较强的项目也将实现更快增长。我们认为，我国运动户外行业的终局远远没有到来，行业发展的高光期将一次又一次出现。

## 02 小结

---

- 小结：我们认为我国运动户外赛道才刚刚开始三十余年，未来的行业终局之路尚远。目前，根据国内运动鞋服市场空间及长期出海发展逻辑来判断，我们认为安踏、李宁、特步、361度等本土品牌市场的竞争终局尚远，仍然有较大的发展空间和前景。此外，即使NIKE（中国）及Adidas（中国）强势回归，本土品牌仍然具备竞争优势及充足的发展空间。我们认为，短期逢低配置本土运动户外鞋服品牌标的，并静待国内消费逐渐回暖；中长期享受国货的时代红利，以及运动户外鞋服发展的黄金期，将会是一个较好的投资选择及长期策略。



## 目录CONTENTS

- ① 01 总论：借鉴海外成熟市场的原因
- 02 展望：我国运动户外鞋服行业的发展趋势
- 03 投资建议：如何看待投资机会？
- 04 风险提示

## 03 投资建议：建议关注运动户外产业链的投资机会

通过对行业进行周期分析，我们认为，当前行业正处周期修复反转期，估值水平具备性价比。从运动户外行业全产业链来看，上游生产端、中游品牌端和下游渠道端都出现了强者恒强、强者愈强的趋势，且对外部零售环境变化的防御性更强。随着可选消费逐渐修复向好，终端消费环境逐渐改善，或将助力运动户外相关产业链的复苏。具体来看，

- **上游生产端：**基数低且有增量的制造端企业，且具有规模化生产的头部生产商将有新增订单的机会，我们看好体量规模有成长性，且稳健度较高的运动鞋类代工厂商，如申洲国际、华利集团等。
- **中游品牌端：**受益于行业集中度不断提高，头部企业优势明显。如，具有代表性的是Nike、Adidas、安踏、李宁等。此外，由于当前经济增速放缓，终端消费更注重产品性价比，因此具备高性价比的本土运动品牌将受益其中，如安踏体育等。
- **下游渠道端：**经销商与品牌商珠联璧合。一方面，部分品牌商发展出封闭的批发体系；另一方面，高景气度的市场孕育出优质的龙头经销渠道商，如滔搏体育等。



## 03 投资建议：建议关注两条投资主线

基于可选消费修复逻辑，我们认为，运动户外行业经过一轮较长时期调整后，各细分赛道龙头股估值具备性价比，或将迎来新的机遇与挑战。我们建议配置运动户外赛道的优质核心资产，特别是有底部困境反转的龙头白马股。投资主线如下：

- **主线一：自上而下，优选市场份额提升及具备估值性价比的细分赛道龙头。**其中，推荐关注服装制造相关的出口企业的投资机会。建议关注：申洲国际及华利集团等。
- **主线二：自下而上，优选业绩确定性较强及股息率较高的白马股。**其中，建议重点关注有边际改善的服装品牌企业，以及分红派息率稳健的龙头企业。建议关注：安踏体育等。

## 03 投资建议：建议关注两条投资主线

图表20、纺服行业重点公司估值表（收盘日2024年11月22日）

细分行业	公司名称	公司代码	报告货币	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			P/E			股息率 (%)
						2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
服装品牌	海澜之家	600398.SH	CNY	279.0	5.8	0.7	0.5	0.6	8.5	11.4	10.0	13.6
	比音勒芬	002832.SZ	CNY	106.7	18.7	1.6	1.6	1.9	11.7	11.4	9.9	5.3
	报喜鸟	002154.SZ	CNY	56.6	3.9	0.5	0.4	0.5	8.1	9.8	8.5	8.2
	地素时尚	603587.SH	CNY	56.1	11.8	1.0	0.8	0.9	11.3	15.4	13.5	6.8
	太平鸟	603877.SH	CNY	64.3	13.6	0.9	0.7	0.9	15.1	19.3	15.3	4.4
	森马服饰	002563.SZ	CNY	164.1	6.1	0.4	0.4	0.5	14.5	13.9	12.1	4.9
	锦泓集团	603518.SH	CNY	26.9	7.8	0.9	0.9	1.0	8.9	9.1	7.8	3.4
	欣贺股份	003016.SZ	CNY	35.1	8.2	0.2	0.2	0.2	34.2	43.8	39.3	2.8
	歌力思	603808.SH	CNY	28.1	7.6	0.3	0.3	0.6	26.2	25.8	13.7	3.1
服装制造	华利集团	300979.SZ	CNY	809.5	69.4	2.7	3.3	3.8	25.3	20.9	18.0	1.7
	富春染织	605189.SH	CNY	19.5	13.0	0.7	1.1	1.4	19.4	11.7	9.1	1.2
	台华新材	603055.SH	CNY	99.7	11.2	0.5	0.9	1.0	22.4	12.5	10.7	1.4
	健盛集团	603558.SH	CNY	36.1	9.8	0.7	0.9	1.0	13.2	11.1	9.6	7.1
	百隆东方	601339.SH	CNY	83.4	5.6	0.3	0.4	0.5	16.4	15.2	11.6	5.4
	兴业科技	002674.SZ	CNY	28.3	9.7	0.6	0.6	0.8	15.2	15.2	11.5	6.2
	新澳股份	603889.SH	CNY	48.7	6.7	0.6	0.6	0.7	11.9	11.3	10.1	4.5
	伟星股份	002003.SZ	CNY	152.0	13.0	0.5	0.6	0.7	24.5	21.5	18.6	5.0
	鲁泰A	000726.SZ	CNY	47.1	6.5	0.5	0.5	0.6	13.7	12.6	10.1	3.6
家纺及箱包	罗莱生活	002293.SZ	CNY	63.7	7.7	0.7	0.5	0.6	11.2	15.0	12.3	7.8
	富安娜	002327.SZ	CNY	70.8	8.5	0.7	0.6	0.7	12.3	13.2	12.3	7.7
	水星家纺	603365.SH	CNY	38.9	14.8	1.4	1.3	1.5	10.3	11.1	9.8	6.1
黄金珠宝	开润股份	300577.SZ	CNY	50.1	20.9	0.5	1.6	1.6	43.5	13.1	12.7	0.4
	老凤祥	600612.SH	CNY	209.8	49.8	4.2	4.0	4.5	11.8	12.4	11.2	3.9
港股	潮宏基	002345.SZ	CNY	44.9	5.1	0.4	0.4	0.5	13.3	12.2	10.4	6.9
	安踏体育*	2020.HK	HKD	2219.5	78.5	3.6	4.3	5.0	20.5	17.4	14.8	3.0
	李宁	2331.HK	HKD	405.2	15.7	1.2	1.2	1.4	12.7	12.9	11.6	3.9
	特步国际	1368.HK	HKD	136.3	5.1	0.4	0.5	0.5	12.5	10.9	9.6	13.2
	361度	1361.HK	HKD	76.5	3.7	0.5	0.5	0.6	8.0	6.9	5.9	8.2
	滔搏体育	6110.HK	HKD	142.0	2.3	0.3	0.0	0.2	7.7	NA	9.5	16.7
	波司登*	3998.HK	HKD	482.6	4.4	0.2	0.2	0.3	20.5	16.3	14.1	5.7
	赢家时尚	3709.HK	HKD	62.0	8.8	1.2	0.9	1.1	7.1	9.3	7.9	7.9
	江南布衣	3306.HK	HKD	74.3	14.3	1.2	0.0	1.7	11.5	NA	8.4	11.9
	申洲国际*	2313.HK	HKD	917.0	61.0	3.0	3.8	4.3	18.6	14.8	13.0	3.8
	维珍妮	2199.HK	HKD	26.0	2.1	0.3	0.0	0.2	6.8	NA	13.1	2.7
	中国利郎	1234.HK	HKD	45.1	3.8	0.4	0.5	0.5	8.5	7.9	7.1	9.5
	新秀丽	1910.HK	HKD	271.4	18.6	0.3	0.3	0.3	64.2	71.9	65.1	4.3
	周大福	1929.HK	HKD	707.1	7.1	0.5	0.0	0.6	13.2	NA	11.6	7.8
	谢瑞麟	0417.HK	HKD	1.7	0.7	-0.3	0.0	0.0	NA	NA	NA	0.0
	周生生	0116.HK	HKD	42.5	6.3	1.5	1.0	1.2	4.2	6.1	5.1	8.8

数据来源：\*为平安证券研究所预测，其余为wind一致预期，平安证券研究所注：NA为该项目不适用。

### 03 个股推荐：安踏体育（02020.HK）-全球化布局的国货品牌“领头羊”

**【短期】强化渠道效率，提升产品毛利率。**线上及线下渠道齐发力，提高渠道营运效率。同时，公司将在不同层级市场分层级门店，以实现更好的聚焦终端消费者。此外，不断提升门店店效水平，实现门店经营有质量的增长。

**【中长期】“运动+户外”双管齐下，龙头风采依旧。**我国运动鞋服行业的高成长势不可当，体量仍有高增长空间。安踏品牌的“赢领计划”及渠道DTC改革将助力店效的提升。FILA品牌以提升店效为中长期目标。我们认为，立足中长期，FILA Kids及FILA Fusion的展店空间更大，而FILA大货的店效提升可期。

**【我们的观点】**安踏集团坐拥专业运动、时尚运动及户外运动三条成长曲线，叠加体育运动及户外运动的红利期，以及国货新机遇的加持下，公司长短期均呈现较强韧性。我们预计，2024-2026年公司归母净利润分别为120.8亿元/141.8亿元/165.6亿元，同比+18.0%/+17.4%/+16.8%。

○ 图表21、安踏体育股价及估值复盘（前复权，20241122）



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 03 个股推荐：申洲国际（02313.HK）-运动户外鞋服制造全球龙头标杆

**【短期】基本面改善，订单增速表现佳。**1) 从订单看，24Q1服装制造行业订单低基数，整体呈增长趋势。申洲国际作为行业龙头，订单水平与行业趋势基本一致。我们估计，2024年公司国内品牌客户及Adidas国外客户订单有望提升，Nike订单稳健增长。2) 从产能看，公司产能利用率持续向好。我们估计，2024年公司国内外产能利用率均将回归正常年份水平，并有望实现利润的进一步增长。

**【中长期】规模一体化优势突出，占客户份额有望持续提升。**1) 公司集织布、染整、印绣花、裁剪与缝制四个完整工序于一体，规模化优势带来高抗风险能力以及更快的业绩增长能力。2) 订单资源向头部集中，公司占核心国际客户的份额有望保持较高水平、占国内品牌客户及新客户的份额有望提升。

**【我们的观点】**2022年在国内疫情反复、海外通胀、品牌方清库存等多重挑战下，公司收入端的表现已充分体现公司作为头部供应商的韧性。我们认为，公司在鞋服供应链的龙头地位没有改变，且经营能力持续修复向好。我们预计，2024-2026年公司归母净利润分别为57.3亿元/65.2亿元/72.9亿元，同比+25.8%/+13.7%/+11.9%。

○ 图表22、申洲国际股价及估值复盘（前复权，20241122）



资料来源：Wind，平安证券研究所



## 目录CONTENTS

- ① 01 总论：借鉴海外成熟市场的原因
- 02 展望：我国运动户外鞋服行业的发展趋势
- 03 投资建议：如何看待投资机会？
- 04 风险提示



## 04 风险提示

- **消费偏好变化风险。**我国运动户外服装品牌众多，品牌销量容易受社会舆论、品牌宣传力度以及消费者购买力等因素影响。一方面，消费者对运动户外品牌的喜好容易发生转移；另一方面，服装的潮流及风尚容易发生变化。运动户外品牌公司若不及时加强与终端消费者的互动，则可能导致消费者与品牌的粘性下降，进而导致客流的流失及业绩的下降。
- **海外需求的不确定性。**我国服装制造企业是国内外众多知名运动品牌的服装制造商之一。若海外运动户外鞋品牌的零售表现疲弱，将会给我国服装制造企业的订单数量带来负面影响。因此海外市场需求的不确定性，将给我国服装制造企业的业绩带来一定的不确定性。
- **行业零售渠道的整体库存积压的风险。**由于运动户外服装消费逐渐进入存量时代，消费者新增消费量有限。加之，服装零售消费趋势具有一定的不确定性。若服装零售端到店成交率不足，或将会导致零售渠道的库存积压，这将对公司良性经营发展带来一定的风险。

## 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责声明：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。