



复盘海外品牌国际化经验，探索国牌出海路径

——品牌出海专题系列研究

纺织服饰行业分析师：郝帅



复盘海外品牌经验，探索国牌出海路径

—— 品牌出海专题系列研究

2025 年 3 月 26 日

核心观点

- **国家政策扶持，助力产业出海。**随着部分国内服饰品牌发展不断成熟，综合竞争力逐步提升，在国内市场已形成一定品牌知名度，具备出海发展潜质。此外，当前国内消费需求增速逐年放缓，国内服饰消费需求进入低速增长阶段。因此，国家政策鼓励产业通过国际化战略，拓展海外市场，提升全球竞争力。目前国家消费品出海的支持鼓励构成了综合的政策体系，积极引导和扶持制造业和消费品产业，把握全球化机遇，实现高质量发展。
- **产品科技研发、DTC 布局、差异化竞争是国际品牌塑造全球竞争力的有效路径。**我们复盘国际品牌出海经验，认为产品研发、DTC 布局、差异化竞争是提升全球竞争力的有效路径。比如 Lululemon 填补了全球女性高端瑜伽服市场空白，On 差异化走高性能跑鞋发展策略，规避激烈竞争的大众运动赛道。从体育服饰品牌来看，耐克通过赞助顶流明星和赛事塑造全球影响力，但其核心竞争力还是持续的技术创新，特别是在气垫技术的应用上，将先进技术与时尚设计紧密融合，精准满足消费者对运动鞋多样化需求。休闲服饰龙头优衣库依靠功能性面料、少款多量等策略打造产品差异化，成为了服饰低价高质的代表。此外，国际品牌在出海时均着重发力 DTC 渠道，与当地消费者建立直接联系，有效提高消费者购物体验，对塑造品牌形象有着积极支撑。
- **从亚玛芬体育、希音看中国企业出海运作成功经验。**2019 年安踏体育收购亚玛芬体育后，2020 年-2024 年亚玛芬体育在 EMEA/美洲/大中华区/收入复合增速分别为 8.79%/17.24%/59.16%。大中华区/亚太区收入占比分别从 2020 年的 8.27%/7.34% 提升至 2024 年的 25.04%/9.89%。我们总结安踏体育运作亚玛芬体育成功的经验在于 1、多元化股权赋能，引进优秀国际化人才；2、股东赋能运营，简化业务部门，聚焦核心品牌；3、核心面料和优质产品研发；4、DTC 战略的深度执行和成功品牌经验复制。而希音则是瞄准海外中低消费市场，依靠国内完善的供应链为海外消费者提供物美价廉的服饰类产品，并将小单快反做到极致。
- **当前服饰品牌正通过加大海外渠道布局力度扩展新兴市场。**我国服装品牌经历 2004-2012 年开启出海探索，2013-2018 加大海外推广，2019 年-至今龙头品牌全方位布局的阶段。当前品牌龙头海外布局均有清晰的战略规划，体育服饰品牌出海布局较早，依托高性价比产品、国际赛事和体育明星赞助进行全球化品牌营销，有效提升国际影响力。未来中国服饰品牌在海外市场将会继续加大布局力度，各大服饰龙头也在加速推进全球化战略，尤其是东南亚、中东及欧美市场。长远看，随着国产品牌产品力和品牌力不断提升，在海外市场中竞争力会逐步加强。
- **品牌出海策略仍需稳扎稳打，明确自身优势的同时不要忽略短板。**国内品牌的短板在于品牌故事和底蕴，随着 2018 年国潮文化兴起，国内消费者对文化自信度不断提高，也间接加大了中国传统文化的海外输出。汉服、丝绸等传统细分品类在海外市场得到消费者认同。相对垂直类传统文化服饰产品

纺织服装

推荐 维持评级

分析师

郝帅

☎: 010-8092-7622

✉: haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524040001

何伟

☎: 021-2025-7811

✉: hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525010001

相对沪深 300 表现图

2025-03-26



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

融合中国文化元素的普通服饰产品目前仍处于市场培育阶段，本土化路径仍在探索中。品牌应先深度挖掘中国文化的内涵，将传统文化元素以更多巧妙方式融入服装设计中，同时与当地流行文化和设计风格结合，提高国际消费者接受度。未来，以产品带动文化传播可能成为新发展方向。随着国际消费者对中国文化认同感逐步加强，产品接受范围会更加广泛，品牌出海力度预计将提升。同时，国内服企在塑造品牌底蕴的同时依靠国内优质完善供应链和海外 DTC 渠道布局，多管齐下扩展新兴市场，有效打造第二增长曲线。

- **投资建议：**品牌服饰出海仍处于布局阶段，目前还未形成一定规模体量和品牌影响力。从扩展海外市场需要的必要标准来看，资金实力、国内品牌影响力、产品力是未来品牌出海能否成功的关键。体育服饰方面，关注当前海外渠道有所布局，且在国内市场已具备一定销售规模，持续加速推进产品出海的**安踏体育、李宁、特步国际、361 度**。休闲服饰方面，龙头公司依托自身优势，通过国内完善优质的供应链为海外市场输出高质量产品，建议关注**海澜之家、森马服饰、报喜鸟**。此外，关注箱包服饰代工龙头**开润股份**。
- **风险提示：**1、国际贸易政策波动的风险；2、品牌出海布局不及预期的风险；3、海外市场需求不及预期的风险。

目录

Catalog

一、 国家政策扶持，助力产业出海	5
（一） 国家政策扶持，助力产业出海.....	5
（二） 内需增速放缓，放眼海外寻求新增长点	6
二、 从海外大牌看出海成功经验	8
（一） 产品差异化赛道：lululemon、ON.....	8
（二） 体育服饰赛道：耐克出海成功的关键是顶流赞助和科技研发.....	18
（三） 休闲服饰：优衣库通过低价高质，面料功能出海破圈.....	23
三、 中国品牌逐步积累国际化经营经验	27
（一） 安踏体育收购亚玛芬，助力全球化拓展	27
（二） 跨境快时尚龙头：希音	33
四、 国产服饰品牌出海历史复盘	35
五、 探索国牌出海的有效路径	39
（一） 中国文化崛起，传统文化类产品受到海外消费者青睐.....	39
（二） 高效供应链整合是产品出海能否成功的关键	42
（三） 探寻符合品牌定位的渠道策略.....	43
（四） 产品设计本地化，气候适配与风格融合	46
（五） 体育品牌具备产品和价格优势.....	48
六、 投资建议	52
七、 风险提示	52

一、国家政策扶持，助力产业出海

（一）国家政策扶持，助力产业出海

政策助力国内制造业和消费品加速全球化发展。随着国内制造业发展不断成熟，配套逐步完善，部分产业已具备全球优质竞争力，具备出海发展潜质，叠加当前国际贸易政策拥有一定不确定性。因此，国家政策鼓励产业通过国际化战略，拓展海外市场，提升全球竞争力。目前国家对制造业和消费品出海支持鼓励构成了一个综合政策体系。这一体系不仅包括战略层面的重视和顶层设计，以确保产业出海方向和动力，而且涵盖市场准入优化、贸易便利化推进、知识产权保护、金融支持加强、品牌建设扶持、创新驱动引导、跨境电商促进、国际合作拓展以及政策环境营造等多个维度。这些措施共同构成了一个旨在降低企业出海成本、提升国际竞争力、增强企业出海信心的全方位支持框架。通过这一政策体系，国家正积极引导和扶持制造业和消费品产业把握全球化机遇，实现高质量发展。

表1：国家消费品及制造业出海鼓励政策

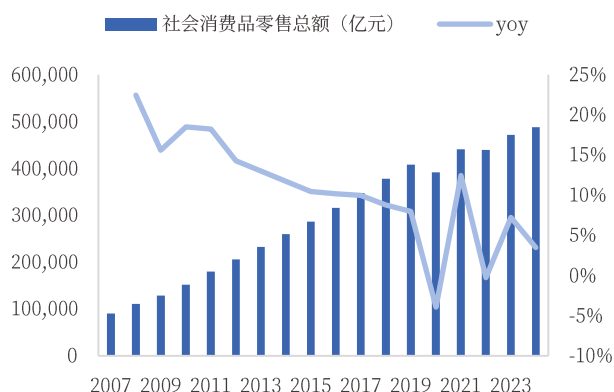
政策名称	发布时间	发布单位	相关内容
《关于新时代推进品牌建设的指导意见》	2022 年 8 月	国家发展改革委等部门	鼓励企业实施品牌国际化战略，拓展国际市场。引导企业构建研发、采购、生产、品牌建设推广、售后服务一体化体系，开展商标海外布局。
《关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》	2024 年 6 月	商务部等 9 部门	统筹用好现有资金渠道，支持跨境电商海外仓企业发展。发挥服务贸易创新发展引导基金作用，引导更多社会资本以市场化方式支持跨境电商海外仓等相关企业发展。
《关于以高水平开放推动服务贸易高质量发展的意见》	2024 年 8 月	国务院办公厅	鼓励传统优势服务出口。推动服务贸易制度型开放；优化跨境资金管理；便利专业人才跨境流动；提升服务贸易标准化水平。
《跨境电商出口海外仓出口退（免）税操作指引》	2024 年 8 月	国家税务总局	为跨境电商出口海外仓企业提供详实办税指导，帮助企业深入准确理解出口退（免）税政策规定，熟练掌握出口退（免）税业务办理流程，促进跨境电商出口海外仓业态蓬勃发展。
《分析研究二〇二五年经济工作 研究部署党风廉政建设和反腐败工作》	2024 年 12 月	中共中央政治局	强调扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。
《优化消费环境三年行动方案（2025—2027 年）》	2025 年 2 月	市场监管总局等五部门	支持汽车、家电、家居等领域质量提升，推动消费升级，加强食品药品安全监管，提升消费者维权效能，促进跨境电商平台落实消费者权益保护主体责任。

资料来源：中国政府网、中国银河证券研究院

(二) 内需增速放缓，放眼海外寻求新增长点

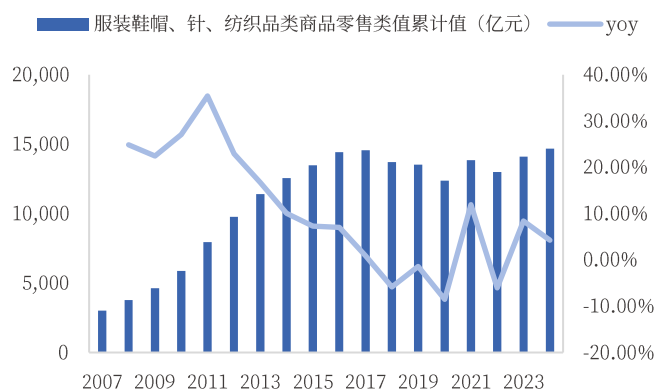
内需消费增速放缓，企业寻求新增长点。国内消费品零售体量较大，已步入稳定发展期。整体来看，社会消费品零售总额增速呈下降态势。2024 年，国内社零总额合计为 49 万亿元，同比增长 3.48%。服装行业消费从 2000 年-2013 年经历过高速成长期后，内销增速逐年放缓。纺服市场内需的瓶颈主要表现在渗透率较高，量增空间有限。特别是在 2017 年之后，市场增长率开始逐年下降，2017 年增长率降至 0.86%，2020 年-2023 年经过疫情反复，服装零售增速有明显放缓，未来国内服饰市场预计维持低速增长。

图1：社会消费品零售总额及增长率变化



资料来源：国家统计局、中国银河证券研究院

图2：服装鞋帽、针、纺织品类商品零售类值累计值及增长率变化



资料来源：国家统计局、中国银河证券研究院

渗透海外市场，扩大销售规模。在全球经济复苏大背景下，东南亚及欧美市场展现出庞大的消费潜力，吸引中国服企积极寻求海外市场扩张。在海外市场中，欧美地区发展较为成熟，GDP与人均收入水平高，且仍然保持中单位数增长态势，居民消费实力雄厚。东南亚地区消费环境新兴向好。越南、柬埔寨、泰国等东南亚国家 GDP 和人均收入均保持稳步增长，同时社会零售总额也呈现出上升趋势。其中，越南 GDP 从 2019 年 3149.5 亿美元增加至 2023 年 3773.6 亿美元，人均收入也从 2019 年 10630 美元增长至 2023 年 14400 美元。柬埔寨、菲律宾等国均实现人均收入双位数增长。

表2：各国 2019-2023 年 GDP（单位：亿美元）、人均收入（单位：美元）及同比增速

		2019	2020	2021	2022	2023
越南	GDP	3149.50	3239.70	3322.50	3592.40	3773.60
	YOY	7.36%	2.86%	2.56%	8.12%	5.04%
	人均收入	10630.00	11280.00	11600.00	13370.00	14400.00
	YOY	10.38%	6.11%	2.84%	15.26%	7.70%
柬埔寨	GDP	237.60	230.20	237.20	249.60	263.10
	YOY	7.05%	-3.11%	3.04%	5.23%	5.41%
	人均收入	4350.00	4320.00	4430.00	4930.00	5460.00
	YOY	8.75%	-0.69%	2.55%	11.29%	10.75%
泰国	GDP	4602.13	4323.70	4391.50	4499.70	4584.40
	YOY	2.11%	-6.05%	1.57%	2.46%	1.88%
	人均收入	19290.00	18780.00	19580.00	21570.00	22880.00
	YOY	6.99%	-2.64%	4.26%	10.16%	6.07%
印度尼西亚	GDP	10493.30	10276.56	10657.09	11222.71	11789.24
	YOY	5.02%	-2.07%	3.70%	5.31%	5.05%
	人均收入	11750.00	11530.00	12550.00	14050.00	15210.00
	YOY	5.38%	-1.87%	8.85%	11.95%	8.26%
马来西亚	GDP	3646.02	3447.10	3560.70	3868.80	4011.10

	YOY	4.41%	-5.46%	3.30%	8.65%	3.68%
	人均收入	28730.00	27480.00	29630.00	33880.00	36120.00
	YOY	5.05%	-4.35%	7.82%	14.34%	6.61%
菲律宾	GDP	3962.24	3585.10	3790.00	4077.30	4307.34
	YOY	6.12%	-9.52%	5.72%	7.58%	5.64%
	人均收入	9860.00	8850.00	9110.00	10570.00	11940.00
	YOY	5.68%	-10.24%	2.94%	16.03%	12.96%
巴西	GDP	18196.83	17600.57	18438.81	18995.05	19547.52
	YOY	1.22%	-3.28%	4.76%	3.02%	2.91%
	人均收入	15320.00	15430.00	17120.00	18840.00	19990.00
	YOY	3.93%	0.72%	10.95%	10.05%	6.10%
美国	GDP	201366.88	196909.69	208330.85	212363.09	217762.85
	YOY	2.47%	-2.21%	5.80%	1.94%	2.54%
	人均收入	66280.00	64790.00	71610.00	77790.00	82190.00
	YOY	3.72%	-2.25%	10.53%	8.63%	5.66%
英国	GDP	31573.88	28302.86	30758.10	32094.61	32128.00
	YOY	1.64%	-10.36%	8.67%	4.35%	0.10%
	人均收入	49860.00	46980.00	53130.00	57040.00	58140.00
	YOY	7.34%	-5.78%	13.09%	7.36%	1.93%
德国	GDP	35973.17	34596.56	35691.14	36335.79	36224.99
	YOY	1.08%	-3.83%	3.16%	1.81%	-0.30%
	人均收入	60430.00	59560.00	64330.00	69210.00	72110.00
	YOY	5.91%	-1.44%	8.01%	7.59%	4.19%
法国	GDP	26168.12	24194.93	25751.92	26384.07	26569.74
	YOY	1.84%	-7.54%	6.44%	2.45%	0.70%
	人均收入	52340.00	49880.00	55020.00	58610.00	62130.00
	YOY	9.91%	-4.70%	10.30%	6.52%	6.01%

资料来源：WorldBank、中国银河证券研究院

海外社会消费品零售数据进一步反映当地零售市场扩张。东南亚地区消费品零售呈现高速发展态势，拥有广阔的增量市场空间。2023 年越南与马来西亚社会消费品零售总额分别实现+9.72/+7.66% 增长。美英德等欧美发达国家零售收入增速略有放缓，但规模较大，海外市场保持稳定增长态势。中国服企通过深耕东南亚和欧美市场，能够有效扩大销售规模，提升品牌影响力。同时，通过本地化生产和灵活供应链管理，企业能够以较低成本满足当地市场需求，进一步增强市场竞争力。

表3：各国 2019-2023 年社会消费品零售总额及增速

		2019	2020	2021	2022	2023
越南	社零总额（亿美元）	1956.84	1939.06	1915.80	2271.96	2492.72
	YOY	11.35%	-0.91%	-1.20%	18.59%	9.72%
马来西亚	社零总额（亿美元）	2981.85	2808.69	2921.10	3494.56	3762.27
	YOY	5.93%	-5.81%	4.00%	19.63%	7.66%
泰国	社零总额（亿美元）	1166.00	1194.00	1221.00	1247.00	1272.00
	YOY	2.73%	2.40%	2.26%	2.13%	2.00%
美国	社零总额（亿美元）	53965.90	55720.30	65226.10	70950.30	72425.60
	YOY	2.76%	3.25%	17.06%	8.78%	2.08%
英国	社零总额（亿英镑）	4396.00	4405.60	4551.70	4391.30	4266.00
	YOY	3.21%	0.22%	3.32%	-3.52%	-2.85%
德国	社零总额（亿欧元）	5462.00	5774.00	5894.00	6319.00	6503.00
	YOY	3.68%	5.71%	2.08%	7.21%	2.91%

资料来源：Statista、马来西亚统计局、中国银河证券研究院

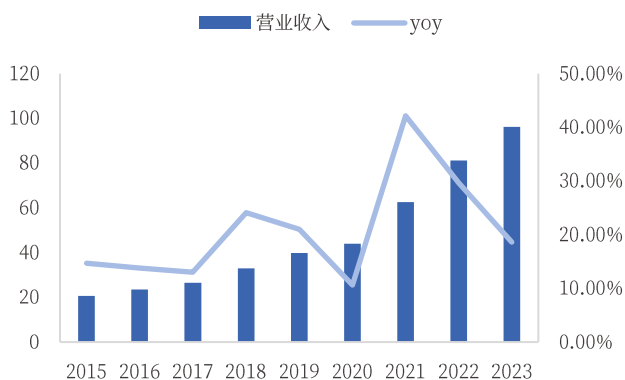
二、从海外大牌看出海成功经验

（一）产品差异化赛道：lululemon、ON

1.lululemon：全球瑜伽市场龙头，知名运动休闲品牌商

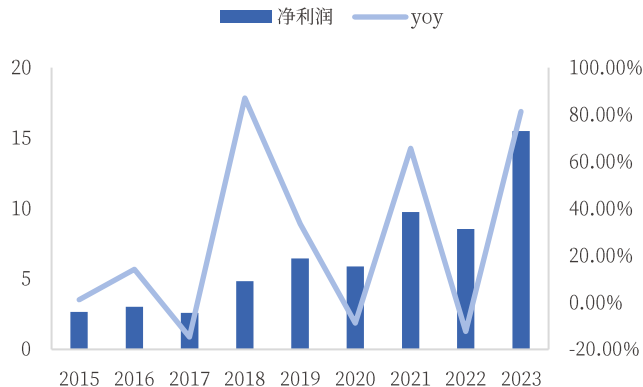
lululemon 于 1998 年由 Chip Wilson 在加拿大温哥华创立，起初专注于设计和销售适配女性瑜伽运动的高性能瑜伽裤。在不断创新与发展的过程中，其产品品类从瑜伽裤拓展到跑步、健身、户外运动等多个领域，成功蜕变为全球知名的运动休闲品牌商，稳坐瑜伽服饰市场的龙头位置。2019 年，公司通过自我孵化正式推出高街奢侈品牌 Lab，2020 年又收购美国 Mirror 公司，为消费者打造出 lululemon Studio 数字健身平台。随着公司在全球范围内持续提升品牌知名度，扩大市场份额，业绩实现高速增长，市值在全球运动鞋服行业中名列前茅。

图3: lululemon2015-2023 财年营业收入变化（单位：亿美元）



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

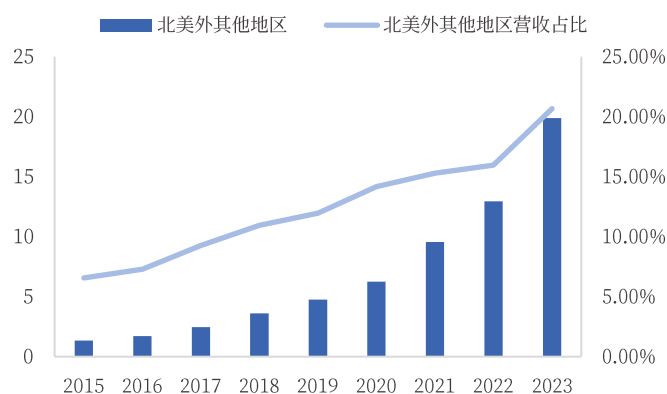
图4: lululemon2015-2023 财年净利润变化（单位：亿美元）



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

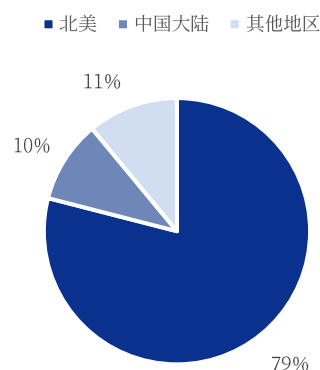
lululemon 自开启海外布局以来，海外营收呈现出持续增长的良好态势。lululemon 自 2003 年于美国开设第一家门店起，便在北美地区高速拓展业务，使得北美成为其全球范围内最主要的营收来源。2023 财年，北美本土市场营收占比高达 79%。2019 年，lululemon 提出“power of three”战略计划，着重强调要大力发展除北美外的国际业务，将亚太和欧洲、中东及非洲市场作为拓展海外新市场的重点方向。尽管新冠疫情在一定程度上放缓了海外市场的拓展脚步，但海外营业收入依旧稳步增长，占比贡献从 2015 年的 6.56% 攀升至 2023 年的 20.66%。其中，中国大陆区业务实现了快速发展，2021-2023 财年营业收入复合增长率达 30.43%，全球营收贡献占比从 2021 年的 7% 增长至 2023 年的 10%，成为国际业务中的第二大市场。2021 年，lululemon 提出新的“power of three X2”五年战略规划，明确表示将继续深耕中国市场，大力拓展北美以外的新市场，目标是到 2026 年实现海外业务规模翻两番。lululemon 通过清晰的战略规划和持续的市场拓展，在全球市场的版图不断扩大，海外市场营收增长潜力巨大，未来发展前景值得期待。

图5：北美以外地区 2015-2023 财年营收及占比变化（单位：亿美元）



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

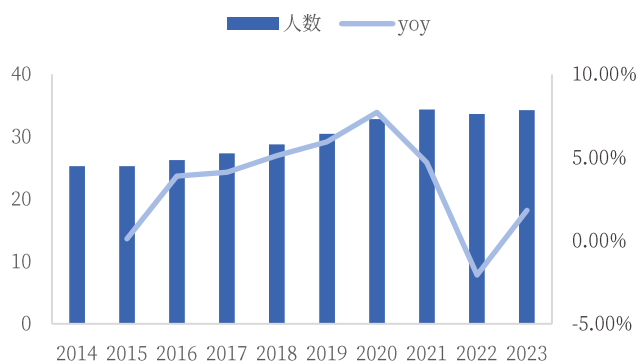
图6：2023 年 lululemon 全球分地区营收占比



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

创新引领女性瑜伽风尚, lululemon 填补女性高端瑜伽服市场空白。其创始人 Chip Wilson 是一位有着丰富创业经验的运动爱好者。20 世纪末, 随着女性受教育程度和收入水平的逐步提升, 创始人敏锐的捕捉到越来越多受过良好教育的年轻女性投身到各类体育活动中, 其中瑜伽更是成为女性最为热衷的运动之一。根据 Statistica 的数据统计, 2023 年美国参与瑜伽运动的人数约达 3500 万, 几乎每 10 个美国人中就有 1 人参与瑜伽运动, 且女性参与者约占 70%。在瑜伽风靡全球的趋势下, lululemon 精准洞察瑜伽爱好者的需求, 果断切入这一快速崛起的细分运动品类赛道, 通过引领瑜伽时尚成功占领用户心智。这一精准的赛道定位, 为其在竞争激烈的市场中赢得先机, 奠定了品牌持续发展的坚实基础。

图7：2014-2023 年美国参与瑜伽运动人数变化（单位：百万人）



资料来源：Statistica、中国银河证券研究院

图8：2016-2023 年中国瑜伽市场规模变化（单位：亿元）



资料来源：Statistica、中国银河证券研究院

lululemon 创新面料科技, 解决女性瑜伽服痛点。在瑜伽运动兴起之初, 参与瑜伽的女性大多穿着普通舞蹈服, 在运动过程中遭遇诸多不便。为切实解决女性在瑜伽运动中的痛点, lululemon 凭借独家面料和先进工艺, 研发出核心面料 Luon。这款面料不仅完美攻克了传统紧身裤令人困扰的“骆驼趾”问题, 还让瑜伽裤具备吸汗、舒适且保护女性隐私的功能, 同时极具时尚感, 能够凸显女性身材曲线。该产品一经推出便迅速成为爆款, 畅销至今已超 20 余年。lululemon 创新性的工艺和设计, 巧妙地将瑜伽裤的功能性与时尚感融合为一体, 使产品适用于多种场景。如今, 越来越多的消费者将瑜伽裤穿出健身房, 自由应对不同消费场景。lululemon 的创新之举不仅满足了女性的运动需求, 更引领了一种全新的时尚生活方式, 在市场中持续散发着独特魅力。

表4: lululemon 主要面料技术分类及描述

面料	特点	产品系列	价格（元）
Luon	高强度支撑，适合高强度训练	Tightest Stuff	¥1000 - ¥1200
Nulu	亲肤裸感，适合瑜伽、普拉提，透气性好，伸展性强	Align	¥600 - ¥800
Nulux	良好透气性和速干性，适合跑步和训练	Fast& Free	¥800 - ¥1000
	适合训练和跑步，具有良好的透气性和速干性	Invigorate	¥700 - ¥900
	适合基础跑步，透气性好	Base Pace	¥600 - ¥800
Luxtreme	柔软、速干、支撑性好，适合多种运动	Wunder Under	¥700 - ¥900
	高强度训练，良好支撑性和速干性	Wunder Train	¥900 - ¥1100
Everlux	高强度训练，支撑性和速干性优异	Power Thru	¥900 - ¥1100
Swift	轻盈透气，适合跑步	Swift Speed	¥800 - ¥1000


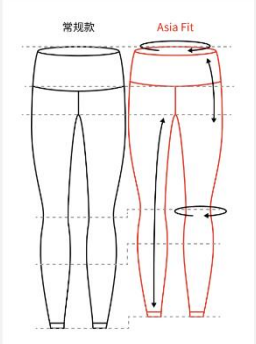
资料来源：lululemon 公司官网、京东商城、中国银河证券研究院

lululemon 根据特定市场的独特需求和偏好，推出适应当地市场气候、文化、运动习惯的产品。

部分产品在功能上更贴合当地消费者的实际需求，比如高温炎热地区的消费者对排汗吸湿性更强的运动服饰有较高需求。还有一些产品则顺应当地文化传统节日或文化符号推出，从而获得消费者的喜爱。如此一来，lululemon 既能凭借全球通用款打开海外市场，又能借助区域限定、限量发售等方式制造稀缺感和话题热度，拉动当地市场的关注度与产品销量，进而增强品牌的市场竞争力。这种精准把握市场差异的产品策略，让 lululemon 在全球市场持续保持活力与竞争力，不断收获消费者的认可与支持。

表5: lululemon 在不同国家推出的系列产品

系列名称	区域	特点	示例
蛇年新春限定系列	中国	灵感汲取自中国画的笔墨意境，融入古典版画中花卉元素，以蛇形纹样勾勒线条，平衡传统与现代美学	
Wunder Full 羽绒系列	中国哈尔滨	采用 SoftMatte 面料，可挡风，不易被水沾湿。鹅绒填充，质地轻盈	
Aussie Summer 系列	澳大利亚	专为网球运动设计，轻薄、速干且吸湿排汗，高温下也能保持凉爽，其紫外线防护系数（UPF）达 40+，能有效抵御阳光中的紫外线	

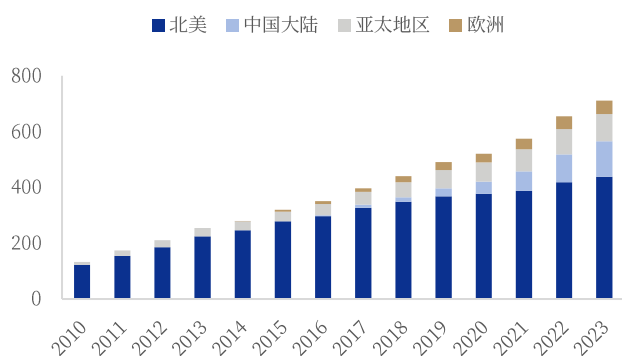
Ski Collection	欧洲	针对欧洲滑雪运动的高需求，推出滑雪系列。采用高性能防风、防水和保暖面料，紧身贴合，风帽适合在头盔下佩戴	
亚洲定制剪裁	亚洲	专为亚洲女性身材设计，缩短上衣衣长，提升领口，提高腰线，内缝和裤脚相应缩短，修饰身形	

资料来源：lululemon 公司官网、VOGUE 官网、ELLE 官网、中国银河证券研究院

lululemon 依据市场规模和成熟度实施差异化的渠道布局策略。美国作为其最主要的市场，早在 2003 年，lululemon 就开设了第一家直营门店，并成立了全资子公司 lululemon USA Inc，随后引入私募股权资本，成立 lululemon Athletica Inc 作为美国和加拿大的控股公司，全力开展北美地区业务。中国作为全球最大的消费市场之一，lululemon 于 2013 年在中国开设第一家直营门店，通过全资子公司露露乐蒙贸易（上海）有限公司布局中国大陆业务。对于全球其他中小型市场，早期 lululemon 会采用特许经营或合资经营的方式进行市场试水，与目标国家具备丰富经验和显著成就的公司及个人建立合作关系，之后再逐步通过收购的方式转变为直营店模式。例如，2005 年 lululemon 在日本开设第一家特许经营店，2006 年终止与该特许经营店的合作后，与全球面料技术领导者 Descente Ltd 携手，在日本共同成立合资企业 Lululemon Japan Inc.，lululemon 在其中持有 60% 的股份，到 2013 年，通过全资子公司 lululemon athletica Japan 合同会社开展日本业务。在中东和墨西哥，lululemon 目前仍采用第三方特许经营的方式，不过随着墨西哥市场门店数量的不断扩张，lululemon 在 2024 年 5 月表示将收购墨西哥的特许经营店，转变为直营模式。

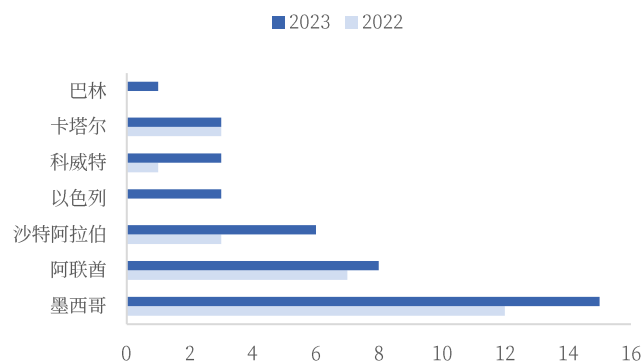
在海外新市场的扩张过程中，特许经营或合资的方式能够充分借助合作伙伴对当地市场的深入了解，有效降低经营风险。但面对成熟的消费市场，lululemon 在线下渠道始终坚持采用直营店的垂直零售模式，大力扩张直营店数量，对终端保持较强的把控力度，确保消费者在不同门店都能拥有一致的消费体验，以此确立品牌形象，提升品牌知名度，增强与消费者的粘性。这种因地制宜、灵活多样的海外市场进军策略，助力 lululemon 在全球市场稳步扩张，不断提升品牌的国际影响力和市场竞争力。

图9：2010-2023 年海外直营店数量变化（单位：个）



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

图10：2022-2023 年第三方特许经营店数量（单位：个）



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

lululemon 采用基于社区的基层营销模式,在品牌推广与客户忠诚度培养上取得了显著成效,走出了一条与传统明星代言截然不同的发展之路。在开拓新市场时,公司积极招募本地品牌教育家和品牌大使并举办各类社区活动,以此传播品牌价值理念。店内的品牌教育家大多是大学毕业生,他们以“教育家”的身份向消费者进行品牌教育。品牌大使则多为瑜伽老师、运动达人等,在瑜伽教学和社区活动中成为品牌的传播者,凭借亲自穿着产品的示范效应,让参与者种草并持续进行口碑传播。

lululemon 的社区活动场景也逐渐融入本地特色。公司每年会在不同海外市场举办综合大型活动,不定期开展各类小型社区活动。活动选址往往与城市的人文特色或历史文化紧密相连,活动类型也不仅局限于训练和瑜伽,还融入了当地特色运动元素。活动参与者通常身着 lululemon 的产品,组织者还会将产品作为奖品免费送给参与者。根据增长黑盒调研数据显示,在一些活动结束后,客户选择现场购物的比例高达 98%。消费者在线下购物、参与社区活动的过程中,有机会深入了解和体验 lululemon 的各类产品,口碑传播和 KOL 的影响力不断提升品牌曝光度,有效增强了消费者的初次购买和复购意愿。这种基于社区的基层营销模式,让 lululemon 在市场中脱颖而出,持续吸引消费者,为品牌的长远发展奠定了坚实基础。

表6: lululemon 海外开展部分典型活动

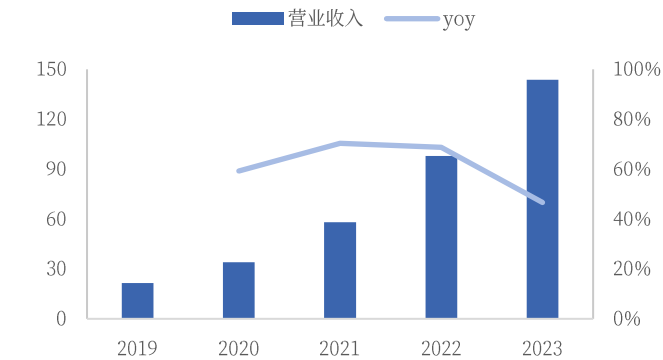
地区	时间	典型活动	活动效果
中国	2024 年	“一起好状态”全国系列活动 上海：咏春、八段锦等课程；北京：太极瑜伽；武汉：婵柔、瑜伽；成都：音疗、颂钵	120 余场线下活动，近 15000 人次参与
	2023 年	北京首钢举办 lululemon 中国大陆 10 周年庆祝活动	品牌大使窦骁、卢靖姗带领千人参与
	2022 年	Summer Sweat Games 在一些城市选择具有当地特色的地点，例如： 沈阳：中国工业博物馆 重庆：江北嘴大剧院广场	20 多个城市举办了 60 余场活动，吸引了 2000 余人线下参与，超过 10 万人线上参与
	2016-2019 年	Unroll China 中国心展之旅	13 座城市社区、万名习练者深度参与
中东	2024 年 10 月	沙特、迪拜、多哈、巴林和科威特举办“我们共同成长”系列活动	4000 多人参与

资料来源：lululemon 官网、ELLE 官网、VOGUE 官网、中国银河证券研究院

2. On running：塑造高性能跑鞋的品牌定位

On running 是创立于瑞士的高端运动品牌,由专业级运动员奥利维尔·伯恩哈特与好友于 2010 年联合创办，2021 年集团最终控股公司 On Holding AG 上市。公司以“赋予所有人在云层上跑步的能力，彻底改变跑步的感觉”为品牌愿景，致力于创新高端鞋类、服装及配饰等多类产品，其功能覆盖高性能跑步、户外和全天活动三大方面。On2019-2023 年营业收入增长速度也维持在 40% 以上水平，净利润增长速度超过 55%，成为全球发展最快的规模化体育公司之一。

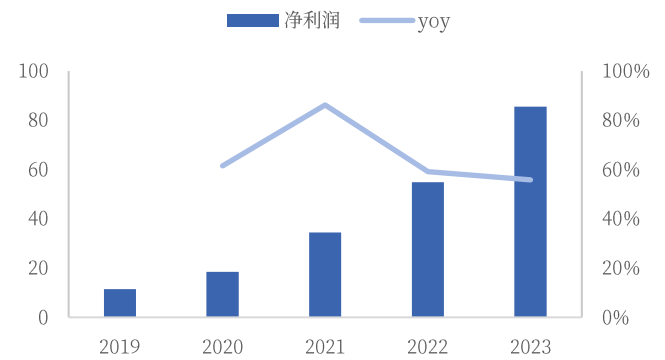
图11: On2019-2023 年营业收入及增速（亿元）



资料来源：ON 公司公告、中国银河证券研究院

（注：本篇中所有数据均以 2025 年 2 月 10 日瑞士法郎汇率为准）

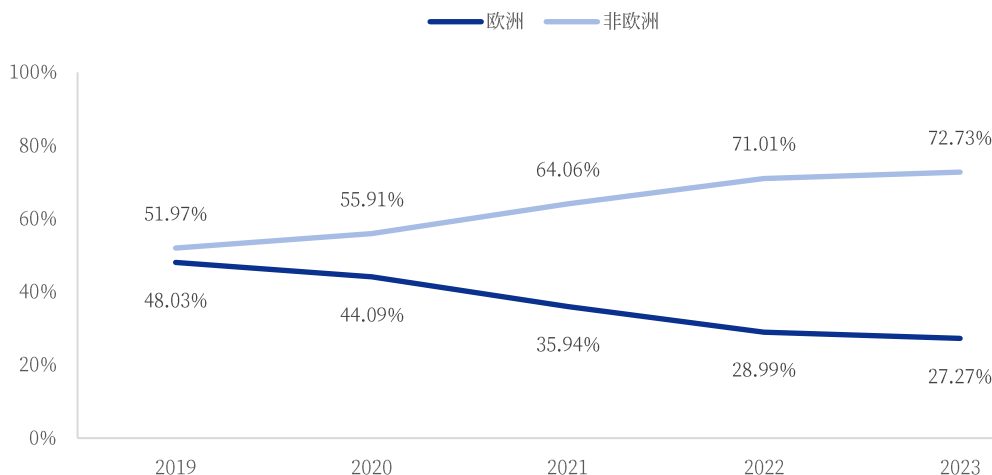
图12: On2019-2023 年净利润变化及增速（亿元）



资料来源：ON 公司公告、中国银河证券研究院

立足欧洲，放眼全球。公司在创立之初即决定全球扩张，2011 年品牌首次出海进入德国，至今业务范围已遍及 60 多个国家，海外收入占比超 90%，国际市场业务实现快速增长，带动品牌整体向上发展。2023 年美洲地区销售收入同比增长超 50%，亚洲-太平洋地区销售水平同比增长达 76%，其中增长显著国家包括 2013 年进入的美国、日本和 2018 年进入的中国等，依靠专业化产品吸引大众，以及针对性宣传营销，公司在短时间内即在国外市场取得卓越表现。未来，公司也计划通过可控的多渠道增长继续扩大地理足迹，开发新客户群，增大市场份额，巩固其全球领先的运动品牌地位。

图13: On2019 年来不同地区 DTC 渠道营收占比变化



资料来源：ON 公司公告、中国银河证券研究院（注：2023 年欧洲地区营收数据包含中东及非洲地区）

表7: On2021-2023 年全球分地区收入结构（亿元）

地区		2021	2022	2023
欧洲，中东及非洲	收入	21.29	30.46	39.37
	yoy	/	43.07%	29.25%
	占比	36.47%	30.94%	27.27%
美洲	收入	33.64	61.53	93.62
	yoy	/	82.91%	52.15%
	收入	57.63%	62.50%	64.85%
亚洲-太平洋	收入	3.44	6.46	11.37
	yoy	/	87.79%	76.01%
	占比	5.89%	6.56%	7.88%

资料来源：ON 公司公告、中国银河证券研究院

创始人为专业运动员出身，赋予品牌体育基因，打造高性能专业化产品。On 创始人之一奥利维尔·伯恩哈特曾是三届世界冠军和六届铁人冠军得主，是资深专业运动员出身。因此致力于打造一款能给运动员带来完美跑感的跑鞋，并深耕跑鞋领域。公司鞋类业务在整体收入中占比维持在 90% 以上水平，2023 年公司鞋类业务销售占总营收 95.5%，服装/配饰销售额分别占总营收 3.8%/0.7%。On 专注对跑鞋性能、设计和影响力方面的创新，使其在大众体育服饰品牌中脱颖而出。

ON 品牌受到全球消费者认同的基础是差异化产品竞争策略，避开大众运动，通过高科技走高价值路线。公司所有产品均在瑞士研发设计，融合了瑞士传统精神内涵。如全天候产品在提升功能的同时兼顾美学，包括费德勒联合创作的 Roger 系列，通过升级老式网球运动鞋，赋予产品特性。性能户外产品则是强调轻而快，鞋子和户外服装让消费者能在面对高山挑战时摆脱传统户外装备的重量，获得更加舒适的体验。公司针对不同用途加强产品性能，以每一款产品都具有特殊的优势为目标，扩大消费群体，带来更多关注。价格端看，公司主要系列跑鞋价格基本在 900 元以上，主要集中在 1000-2000 元价格段，显著高于大众体育跑鞋价格段。ON 通过对市场细分赛道的差异竞争，通过高性能产品打造专业化品牌形象，逐步打开全球跑鞋市场。

表8：主要鞋类产品分类

产品类别	特点	价格	示例
综训鞋款	适用健身训练，如其中 Cloud X 4 产品作为新一代综合训练鞋，为自在运动而生，其具有稳定柔软特性，可满足 HIIT、登山、蹲跳等多样运动场景。	¥1190	
竞速跑鞋	针对日常慢跑、中短距离、长距离、城市路跑等不同情况推出各种不同适配跑鞋，包含自然平衡设计、稳定支撑设计及推进式设计等，强调缓震回弹，让跑步更轻松。	¥1190-¥2590	
休闲鞋款	包含费德勒联名款休闲板鞋，注重舒适性，同时融合不同外形特征，兼具造型感。最新推出了蛇年限定款产品，蛇形印花设计，带有金色、红色点缀，极具时尚风格。	¥990-¥1390	
越野鞋款	包含越野跑与徒步登山两大模块，针对不同场景搭载不同技术，加强抓地力、透气性、防滑性等不同方面功能，提高户外活动安全性。	¥1190-¥2390	
网球系列	与网球运动员费德勒特别合作推出专业网球鞋 THE ROGER 系列，为硬地网球场设计，采用 100%碳纤维速度板，搭载加固型橡胶鞋头，致力于满足球场上滑步击球时的各种需求。	¥1090-¥1690	
特殊场景	鞋类产品主要针对雨水天气推出防水防滑系列，采用科技薄膜，让双脚保持清爽干燥；同时还为户外越野、登山徒步设计特别款，搭载升级的鞋底纹路，提升抓地力。	¥1290-¥2990	

资料来源：ON 公司公告、京东商城、中国银河证券研究院

On 新技术在研发开创上不遗余力，优化不同场景下跑鞋的功能，不断加深消费者信赖。On 以创新为文化基石，为提高运动员和消费者的跑步体验感，公司研发融合了团队愿景、世界级运动员需求、消费者反馈和材料及制造技术进步等多方面灵感，同时还与苏黎世联邦理工学院等世界知名大学及创新供应商合作，大量投入资金在研发设计。例如其在 2010 年成立之初即推出核心技术 CloudTec，也是全球首创跑鞋缓冲系统，实现了软着陆效果，为运动员提供极大膝部保护，因而产品受到广泛追捧。之后技术人员也利用计算机分析软件不断改善，对跑鞋的每个组件进行了分析和优化处理，以期最大限度减少跑者的压力，形成了全新的 CloudTec Phase 技术，此项技术能让中底变得更加柔软，同时让力量从脚跟到脚趾的转移变得更顺畅，以细微之处增强跑鞋功能。On 的每一款产品都根据不同用途搭载不同科技，这些新产品推向市场后反响热烈，加深了消费者的信赖。

表9: ON 主要专利技术

技术	功能及特点	主要应用产品
CloudTec	全球首创仅在足部着陆时提供缓震的系统，在保护身体的同时，实现将压力转化为再次蹬脚推进的爆发力。	所有产品
Speedboard	可以将移动过程中产生的能量转化为动力，提高跑步者的速度。其材质、形状、厚度和曲线会根据不同的跑步需求进行更改，以提供不同的效果，兼顾速度与舒适性。	所有产品
Helion	实现将两种不同元素融合在一个超级泡沫中，可以同时提供卓越的性能和流畅的跑步感觉。该泡沫不仅可适用于街道，还适用于其他任何地形	多款核心产品
Missiengrip	外底科技，源自瑞士阿尔卑斯山，满足跑步、徒步旅行、越野探索等极限户外运动，能在多种地面上提供更强的抓地力、牵引力和耐用性，为跳跃提供支撑。	越野类、徒步类
CloudTec Phase	中底科技，强调起跳和着陆时的重量转移及软着陆，减缓触底冲击力，让跑步更加平稳	部分竞速跑鞋、越野徒步类

资料来源：ON 公司公告、京东商城、中国银河证券研究院

与顶级专业流量运动员绑定，加深品牌专业形象，利于全球化推广。On 早期的成功离不开口碑推荐，受一些世界著名运动员和品牌大使的支持，他们在体育界最大赛事上身穿 On 完成了出色表现，展示出 On 专业的产品与创新的技术，从而得到广泛推广。

2019 年，身为 20 届大满贯男单冠军得主的前瑞士网球运动员罗杰·费德勒被品牌理念吸引，以股东和代言人的双重身份正式加入公司团队，这一举措也填补上其鞋类赞助商的空缺。On 跑鞋具有独特的脚感，费德勒在亲身体验后，开始将其带入到自己训练和日常生活中，此外他还以专业运动员的身份加入产品开发，提出将 On 专利技术融入网球鞋，进一步丰富了产品性能。公司专门定制出名为“Roger”的系列网球鞋产品，该系列凭借其创新设计和卓越性能，迅速在全球市场获得广泛认可。

费德勒作为全球著名网球运动员，也成功为 On 带来不少商业活动。费德勒凭借其优秀战绩成为了上海大师赛的“超级挚友”，在 2023 年大师赛事期间，On 以其为背书在上海新天地门店开业。2024 年，又因为费德勒品牌层面联名对象兼股东这一身份，On 跻身上海大师赛赞助商名单，为其今后在网球运动方面深造发力。费德勒的加入不仅为 On 技术研发提供经验，还让品牌更为大众所熟知。

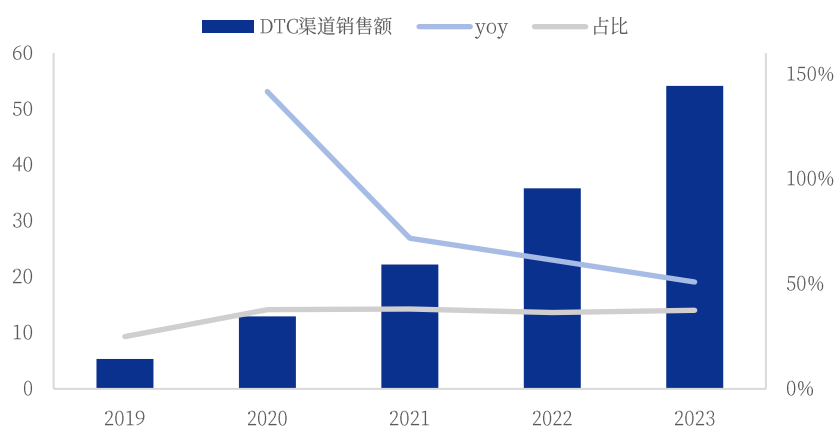
表10：ON 主要赞助事件

时间	代表人物/事件	详细描述
2013	尼古拉·斯皮里格 弗雷德里克·范莱尔迪	签下瑞士铁人三项冠军得主尼古拉·斯皮里格，同年签约比利时名将弗雷德里克·范莱尔迪，其脚踩 Cloudracer 竞速跑鞋在科纳铁人三项世界锦标赛中夺冠。
2017	伦敦田径世锦赛	赞助国际难民代表队参加伦敦田径世锦赛，并推出纪录片《RUN》，记录难民运动员走向世界顶级赛场的故事 3。
2019	罗杰·费德勒	费德勒以股东和代言人的双重身份加入，进一步强化了品牌的高端运动形象；同年，On Running 在瑞士跑步鞋市场占有率达 40%，在德国跑步鞋市场占 10%。
2021	OAC	On 与八名世界级跑步者联合组成的团队 On Athletics Club （“OAC”）成立，达成合作伙伴关系，旨在支持运动员成为冠军。运动员的需求刺激产品的创新和开发，进而实现巩固品牌基础的目标。
2024	上海大师赛	On 拿下上海大师赛赞助，与 Wilson、Yonex 等品牌共同担任 2024 年赛事的指定赞助商。在赛事期间，On 开设了品牌快闪店，发售了与费德勒合作打造的“THE ROGER Pro”联名系列上海特别限定款，还联手费德勒举办了一个公益活动，以鼓励云南大山深处少年打网球的梦想。
2024	巴黎奥运会	大力支持来自 25 个国家的 66 位参赛运动员，其中有 20 名运动员在 On 田径俱乐部接受过训练。

资料来源：ON 官方公众号、招股说明书、swissinfo、中国银河证券研究院

发力 DTC 渠道，品牌借此实现与消费者直接互动高效模式，提升市场渗透力。公司销售渠道分为批发和 DTC 两类渠道，2023 年 DTC 渠道销售额占比 37.5%，收入同比增长 50.92%。DTC 渠道收入增长速度多年超过批发渠道，成为整体收入增长主要驱动。一方面，公司通过广告、视频以及社交媒体推广等营销方式，推动数字 DTC 渠道，即电子商务业务的增长。另一方面，公司有计划地建设实体店，将技术带入线下门店，结合个性化服务，为顾客提供丰富的购物体验。与批发渠道相比，电子商务拥有更高的毛利率水平，实体门店可以提高消费者的参与度，精准获取客户需求，打造出更多火爆产品，并为展示品牌文化提供最佳环境，因此公司十分重视 DTC 渠道发展。未来，公司将继续扩大 DTC 渠道，计划在更多主要城市的高端商场开设门店，有效实现收入稳步增长。

图14: ON2019 年来 DTC 渠道营收及其占比和变化 (亿元)

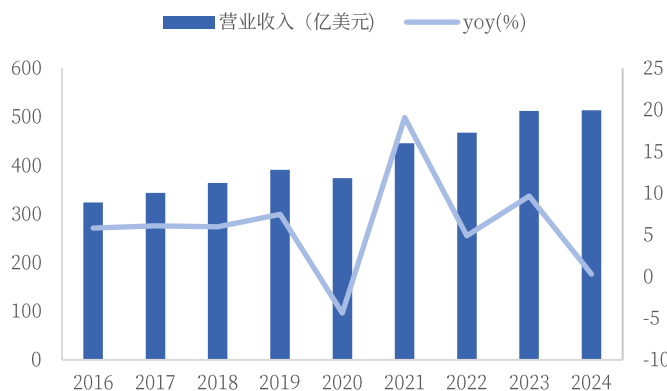


资料来源: ON 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 体育服饰赛道: 耐克出海成功的关键是顶流赞助和科技研发

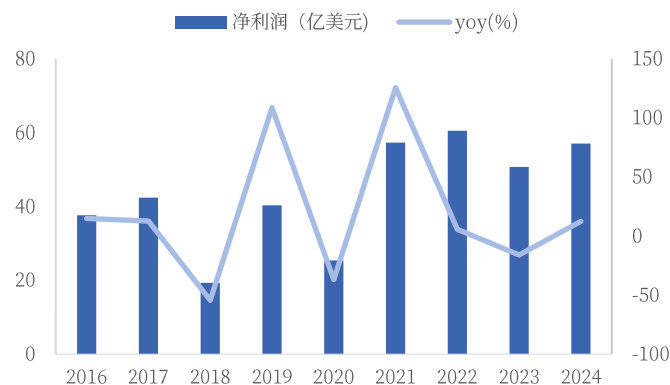
耐克公司是极具影响力的跨国运动产品企业, 专注于运动产品的设计、开发与生产。耐克成立于 1964 年在美国俄勒冈州创立, 1971 年公司正式更名为 Nike, 旗下目前运营 NIKE、乔丹和匡威三大品牌。凭借持续的科技创新和精准的市场营销, 耐克迅速拓展至篮球、足球、训练、户外等多个运动领域, 逐步成长为全球领先的体育用品品牌。耐克凭借卓越的品牌影响力和庞大的全球销售网络, 稳居运动鞋服市场的龙头地位。截止 2024 年财年, 公司营业收入达 513.62 亿美元, 净利润 57 亿美元, 公司 2016 年至 2024 年收入 CAGR 为 5.94%, 展现强劲的发展韧性。

图15: 耐克公司 2016-2024 年营业收入及增速



资料来源: iFind、中国银河证券研究院

图16: 耐克公司 2016-2024 年净利润及增速

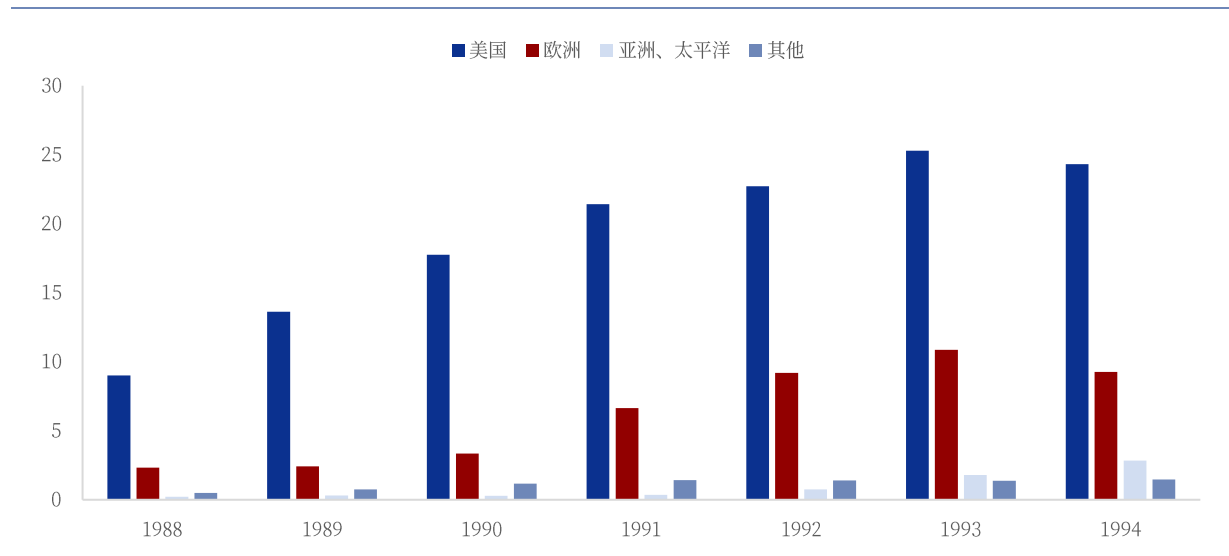


资料来源: iFind、中国银河证券研究院

我们选取耐克公司在 1988 年-1994 年期间作为研究周期, 来看耐克如何在全球竞争市场中脱颖而出, 逐步出海成为全球体育品牌。

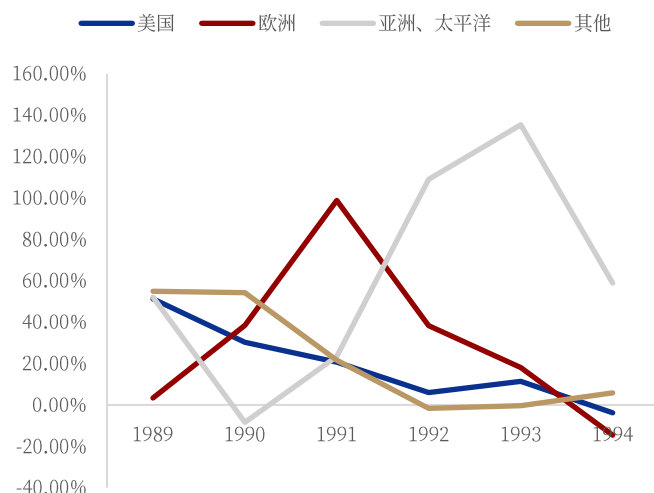
耐克在此期间开启出海战略,奠定了全球化品牌基础。在全球运动用品市场竞争激烈的格局下,耐克公司凭借多元化的市场布局和精准的战略规划,展现出优质的市场竞争力。1988年,耐克公司在美国、欧洲、亚洲太平洋地区和其他市场收入分别为9亿、2.3亿、0.21亿和0.48亿美元,收入占比分别为74.82%、19.39%、1.75%和4.04%,到1994年,公司在以上地区收入分别达到24.3亿美元、9.2亿美元、2.8亿美元和1.4亿美元,占比分别为64.19%、24.47%、7.48%和3.86%。其中,欧洲地区期间复合增速为25.85%,亚洲地区期间CAGR为54.23%,两者复合增速分别高于美国本土增速7.83%和28.38%,显示出在1988年-1994年间,耐克公司的海外市场实现了高速发展。

图17: 耐克公司 1988 年至 1994 年分地区收入 (单位: 亿美元)



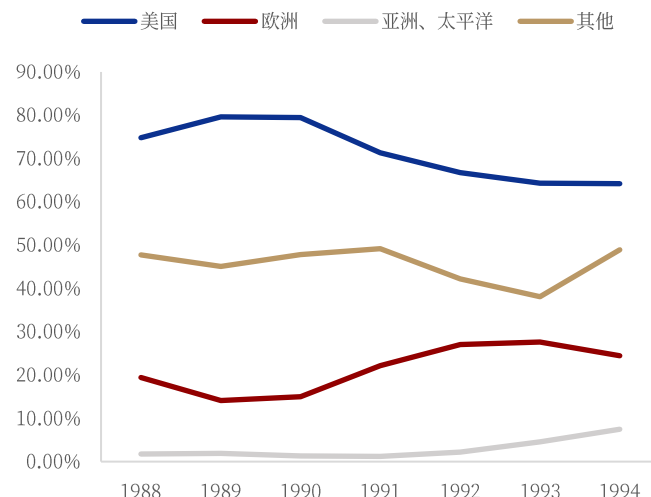
资料来源: iFind、耐克公司公告、中国银河证券研究院

图18: 耐克公司 1988 年至 1994 年分地区收入增速



资料来源: iFind、耐克公司公告、中国银河证券研究院

图19: 耐克公司 1988 年至 1994 年分地区收入占比



资料来源: iFind、耐克公司公告、中国银河证券研究院

顶级体育明星和赛事资源深度绑定，助力品牌出圈。公司 1984 年在与阿迪达斯和匡威的竞争中，与新星乔丹签订代言合同，成为品牌发展的关键转折点。自此，随着乔丹知名度广泛提升，耐克影响力也不断扩大。耐克大力研发 Air Jordan 系列产品，1985 年首款 Air Jordan 鞋推出，耐克发展成全球文化符号，重塑品牌形象。耐克通过广告传递“Just Do It”的运动精神，与欧洲年轻消费者追求个性解放的价值观契合，引发共鸣。其标志性 logo 也不断强化品牌形象。凭借精准定位和有效传播，耐克打开欧洲篮球鞋市场，随后将影响力延伸至跑步、训练等全品类，实现全品类在欧洲市场的深度渗透，巩固了其在欧洲体育用品市场的地位。






表11: 耐克 1984 年至 1997 年与乔丹合作时间线

年份	事件
1984 年	耐克与迈克尔·乔丹签订赞助合同，推出 Air Jordan 系列。
1985 年	以乔丹命名的 AIR JORDAN 系列篮球鞋和运动服装上市，标志着合作的开端。
1988 年	推出 Air Jordan 3，由设计师汀克·哈特菲尔德设计，首次采用飞人标志，巩固了合作关系。
1997 年	耐克将 Air Jordan 系列独立为 Jordan Brand，进一步拓展品牌影响力。

资料来源：耐克公司公告、新浪博客、界面、中国银河证券研究院

表12: 耐克 1985 年至 1994 年乔丹系列发布情况

年份	产品	产品展示
1985 年	Air Jordan 1 代正式发售，开创了球鞋圈的创新美学潜能，重新定义了篮球运动与年轻一代反主流文化之间的联系。	
1986 年	Air Jordan 2 代在意大利生产制造，因其优雅的线条设计、经典 Nike Air 缓震装置且无 Swoosh 标志，为球场带来了焕然一新的先锋美感而名声大噪。	
1988 年	Air Jordan 3 代发布有 Tinker 首创的标志性爆裂纹并首次使用了 Jump man 标志，乔丹穿着 Air Jordan 3 参加了其中的第三次扣篮大赛。	
1989 年	Air Jordan 4 代推出首次采用标志性格状网眼布的鞋款，其鞋跟上的 Nike Air 标志，代表着对乔丹在球场上对抗地心引力的致敬之意。	
1990 年	Air Jordan 5 代发布，在鞋侧边采用网状布面取代皮面，前脚掌弯曲凹槽中首度加入气垫，增加其弯曲性，设计灵感来源于战斗机。	

1991 年	Air Jordan 6 代的设计灵感来源于 MJ 的德国跑车，成为乔丹首次夺冠时的战靴。	
1992 年	Air Jordan 7 代发布，在设计上抹去了外显的耐克品牌标志和可视化气垫，Air Jordan 产品线至此开启与耐克篮球产品线分开营销的变革。	
1993 年	Air Jordan 8 代推出，标志着 MJ 第一段职业生涯和球鞋系列的结束，大胆的交叉绑带搭配绒线鞋舌图案设计，使其一举成为独具 90 年代特色的球鞋。	
1993 年	Air Jordan 9 代发布，有简约的鞋面设计和一拉即系的鞋带，以“独立”、“自由”、“运动”和“力量”等短语，来表达篮球这一运动的伟大精神。	
1994 年	Air Jordan 10 代最初是为致敬 Jordan 而设计的。该鞋款在中底采用了全掌气垫技术，鞋底还加入了灵活凹槽，提供了更好的抓地力。	

资料来源：耐克公司官网、维基百科、中国银河证券研究院

耐克在赛事赞助和广告投放方面的深度布局，成为其全球化扩张的重要推动力。通过赞助国际顶级赛事，耐克不仅增强了品牌的全球曝光率，还与一流运动员和球队建立了紧密的品牌关联，在洛杉矶奥运会中支持多名选手共获得多枚奖牌，这一成功为品牌赢得了极大的市场认同和关注。在此基础上，耐克进一步拓展其营销边界，不再仅仅依赖于赛事赞助，而是开始多渠道传播其品牌理念。1988 年，耐克推出的“Just Do It”广告语成为品牌的重要符号，这一富有感染力的口号与顶级运动员的代言相结合，形成了极具传播力的广告效应，提升了品牌的市场知名度，强化了消费者对品牌理念的认同。耐克通过精确的赛事赞助和广告投放，不仅成功塑造了强大的品牌影响力，还通过与顶级运动员和赛事的深度绑定，推动了品牌价值的提升。

表13: 耐克 1984 年至 1994 年营销情况

年份	事件
1984	耐克赞助洛杉矶奥运会多名选手获得奥运会奖牌，如卡尔·刘易斯获得四枚金牌
1985	Nike 广告营销投入增长 25%，除了签约运动员代言和赞助体育赛事外，公司通过其他广告和宣传活动来推广其产品，包括电视广告、平面广告、贸易展览、与公众的直接互动等
1988	“Just Do It”广告语等传播效果极佳，开始与头部营销资源绑定，助力品牌力显著提升
1994	耐克与世界杯足球赛的冠军巴西队达成赞助协议，签约罗纳尔多、罗纳尔迪尼奥等巴西球星，成功在世界杯赛事中获得了高曝光率

资料来源：耐克公司公告、洛杉矶时报、中国银河证券研究院

科技永远是运动品牌发展的基础，耐克以技术创新平衡舒适性与稳定性需求，融合运动表现与时尚风格，实现了欧洲市场的优势扩大。耐克通过持续的技术创新，特别是在气垫技术（Air Sole）的应用上，推动了品牌的全球扩展。通过推出 Air Max 系列、Air Jordan 1 等具有划时代意义的产品。耐克提升了鞋款的舒适性与功能性，将先进技术与时尚设计紧密融合，精准的满足了消费者对运动鞋在性能、外观和文化内涵等多方面的多样化需求。以技术为核心驱动力，耐克打造了差异化的产品竞争优势，吸引了大量欧洲消费者的关注。通过不断推出符合欧洲消费者运动习惯和审美偏好的产品，耐克不仅提升了品牌在欧洲市场的知名度和美誉度，还进一步增强了市场竞争力，巩固了其在全球运动鞋市场的领导地位。

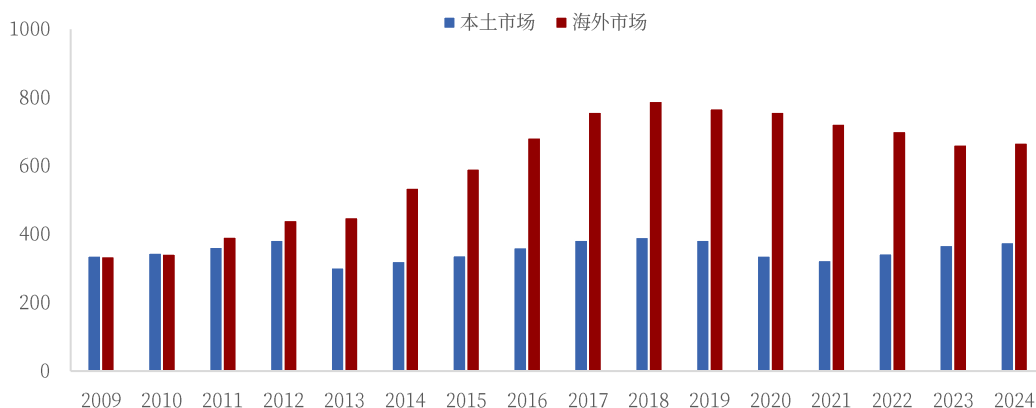
表14：耐克 1985 年至 1997 年技术突破情况

年份	产品名称	技术突破	影响
1985 年	Air Jordan 1	引入了“Air”气垫技术，提供更好的舒适性和缓震效果。	迈克尔·乔丹与耐克的合作开始，推动了篮球鞋潮流，耐克成为篮球鞋领域的重要品牌。
1987 年	Air Max 1	首款配备可视气垫的鞋款，直观展示气垫，提升鞋底缓震性能和舒适性。	提升了耐克品牌的影响力，成为运动鞋领域的创新标杆，消费者更关注鞋款科技感。
1990 年	Air Max 90	Max Air 缓震配置搭配泡棉中底，华夫格橡胶外底，铸就 Air Max 90 非凡的抓地力。	在 Air max 1 的基础上改良推出，增加了气垫面积，外型上也更为流线，最特别的就是加入了菱纹塑胶嵌板，为 Air Max 90 增添了许多潮流气息。
1991 年	Air Huarache	采用靴型设计，减少鞋面和鞋底物料，使用分层设计提升舒适性与稳定性。	加强了耐克在创新设计和技术方面的地位，尤其是在跑步鞋领域。
1997 年	Nike Shox	鞋底内嵌弹簧状柱体，提供卓越的反弹效果，改进了运动鞋的缓震性能与舒适度。	成为耐克的标志性技术，广泛应用于篮球鞋和跑步鞋，推动了运动鞋行业的技术创新。

资料来源：耐克公司官网、搜狐、weartesters、中国银河证券研究院

积极布局海外市场，根据消费者需求变化灵活调整渠道策略，提升全球市场覆盖率。耐克在 1985 年到 1994 年对欧洲市场高度重视，在欧洲主要国家设立办事处，积极拓展渠道。产品通过多种渠道销售，包括国内的零售门店、代理商以及国际市场的分销商，并与当地经销商、零售商合作建立分销体系，实现了产品的广泛覆盖。与欧洲的大型零售商合作，借助其庞大的销售渠道和品牌影响力，推广耐克产品。耐克在 2009 年至 2024 年本土市场门店数量较为稳定，总体维持在 330 家到 380 家，以适当的调整适应本土市场需求的变化并维持市场竞争力。同时积极布局海外市场，耐克在海外的渠道数量从 2009 年 336 家门店至 2018 年门店数量最高达到 790 家，海外市场表现出稳步扩张趋势，在 2019 年后通过关闭部分门店以及加强线上渠道和电商平台布局来应对挑战。耐克以灵活的渠道策略，在保证本土市场稳定发展的同时推动海外市场快速增长。

图20: 耐克公司 2009 年至 2024 年本土市场与海外市场门店数量情况 (单位: 个)



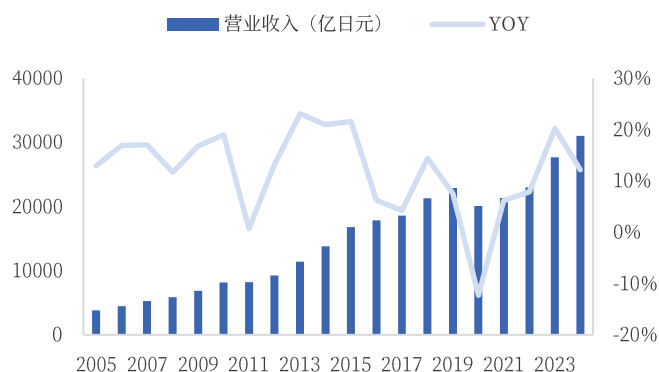
资料来源: 耐克公司公告、中国银河证券研究院

总结来看, 耐克于海外市场推行全方位运营策略, 借助本土化策略, 达成了销售业绩的稳步增长与品牌知名度的广泛传播。通过顶级体育明星和赛事资源的深度绑定, 强化了品牌的号召力与影响力, 成功突破了运动圈层, 实现品牌出圈, 收获了更广泛的关注和认可。耐克深度布局赛事赞助和广告投放, 为品牌在全球范围内构建起传播矩阵, 为其全球化扩张奠定了坚实的受众基础, 从而实现了品牌知名度的广泛提升。耐克持续进行技术创新, 将运动表现与时尚风格相融合, 满足了消费者对舒适性与稳定性的需求, 这一差异化的产品策略使耐克在欧洲市场乃至全球市场获得了竞争优势。为进一步扩大市场覆盖, 耐克通过持续增加海外市场的门店数量, 提升了品牌的市场渗透力, 推动了全球销售业绩的稳步增长。在这一时期, 耐克的营业收入和净利润呈现出强劲的增长势头, 显示出其良好的发展态势和盈利能力。

(三) 休闲服饰: 优衣库通过低价高质, 面料功能出海破圈

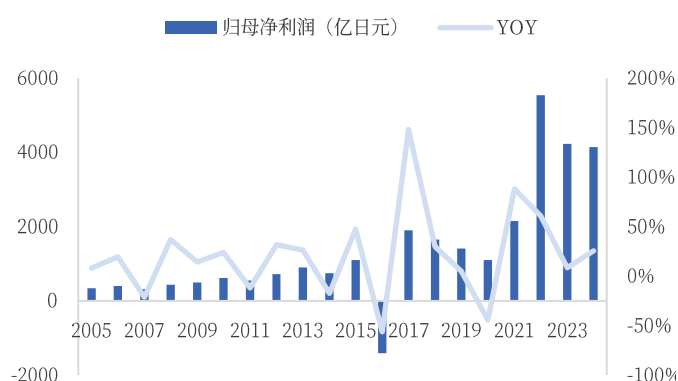
迅销公司成立于 1991 年, 总部设在日本山口县, 是全球知名的日本跨国零售巨头, 专注于服装及家居用品的设计、制造与零售, 旗下汇聚优衣库、GU、THEORY 等多个知名品牌。其中, 优衣库作为迅销公司的旗舰品牌, 以简约、实用的设计风格和高品质的基本款服装著称, 通过与全球顶尖纺织制造商合作, 不断推出符合消费者需求的高质量高性价比产品。同时, 优衣库注重数字化转型, 利用大数据优化物流与库存管理, 提升顾客购物体验。随着公司持续全球化布局, 公司业绩保持稳健增长。

图21: 2005-2023 年迅销集团营业收入及增长率变化



资料来源: 迅销集团公司公告、中国银河证券研究院

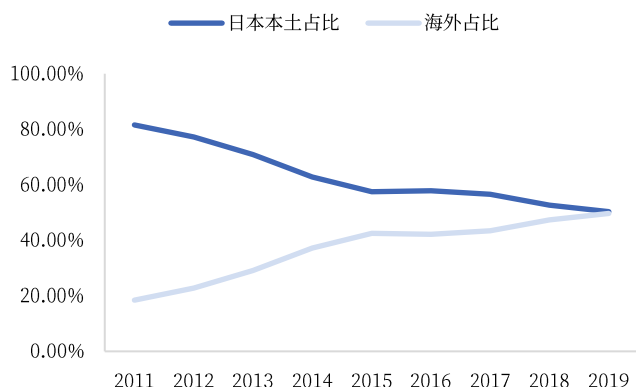
图22: 2005-2023 年迅销集团归母净利润及增长率变化



资料来源: 迅销集团公司公告、中国银河证券研究院

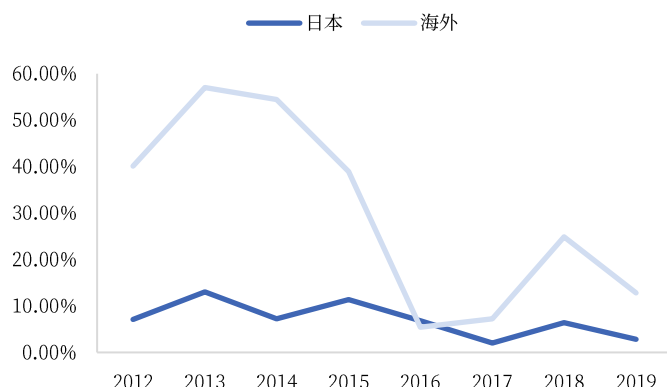
优衣库自开启海外布局后，海外营收始终保持良好的增长势头。2006年，优衣库纽约 SOHO 店开设，凭借精心的品牌打造，优衣库迅速打响知名度。此后，海外收入节节攀升，2011-2016 年间海外收入从 1513.08 亿日元增长至 7534.14 亿日元，期间 CAGR 达到 38.44%。2016 年以后，优衣库转向数字零售模式，发展电子商务。2016-2019 年期间，优衣库海外市场的增长速度虽有所放缓，但依然保持了稳定增长。公司大力投资信息系统和物流建设，通过整合线上线下销售数据，实现精准的库存管理和产品规划。到 2019 年，海外收入占比达到约 45%，成为推动公司整体业绩增长的重要力量。优衣库通过技术和业务的全面整合，成功打造为全球零售巨头。

图23: 2011-2019 年迅销集团营业收入各地区占比变化



资料来源: 迅销集团公司公告、中国银河证券研究院

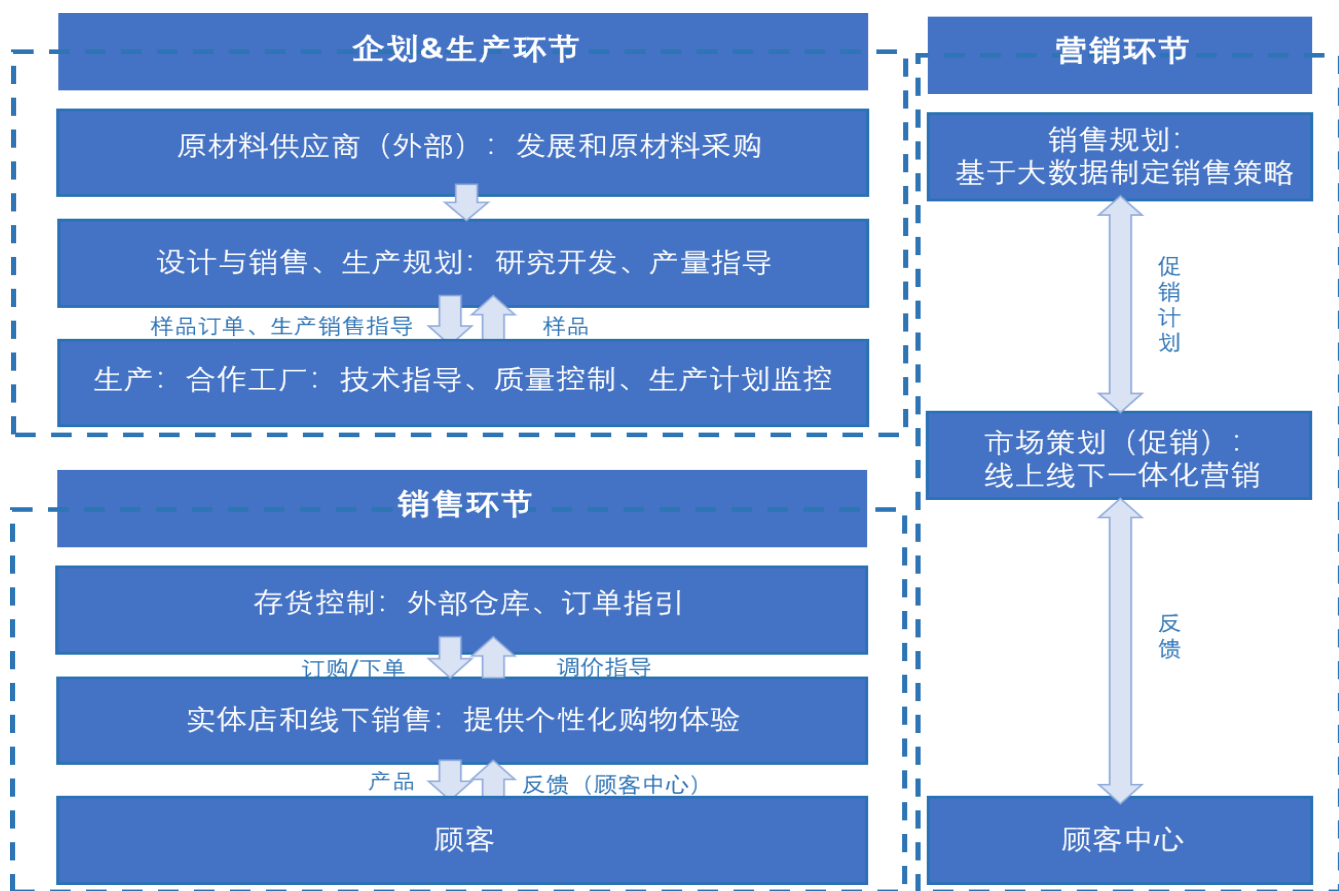
图24: 2011-2019 年迅销集团本土及海外市场增长率变化



资料来源: 迅销集团公司公告、中国银河证券研究院

实施独特的 SPA 战略，优衣库提供低价高质产品，契合全球消费者需求。不同于竞争对手 ZARA 和 H&M，优衣库并不过分追随时尚潮流，而是以低廉的价格向全球顾客提供高品质、高功能性的基本休闲服装。在产品方面，采取少款多量的策略，注重推出大量基础款商品，强调多功能性，减少流行元素。这样的产品策略既能够契合经济下行周期全球消费疲软趋势，又使得门店运营更加简约化，能够集中精力优化产品的高效供给和库存管理，并且精准地寻找消费者需求痛点。

图25：优衣库实施独特的 SPA 战略



资料来源：迅销集团公司公告、中国银河证券研究院

优衣库通过材料科学创新，成功重构了基础款服装的价值。自 2003 年起，优衣库与日本东丽公司等顶级纺织制造商合作，组建战略材料开发团队，专注于研发高性能、高功能的面料。例如，HEATTECH 系列采用创新纤维技术，能在寒冷天气中提供卓越保暖效果；AIRism 系列则以透气、吸湿排汗为特点，适合炎热季节穿着。这些高科技面料不仅提升了基础款服装的功能性，还增强了产品的舒适度和耐用性。通过将材料科学与时尚设计相结合，优衣库的基础款产品在全球市场中脱颖而出，成为其品牌的核心竞争力之一。这种创新策略不仅满足了消费者对高品质、高性价比服装的需求，还推动了优衣库在全球范围内的业务增长，使其在激烈的服装市场竞争中占据独特地位。

表15：优衣库特色面料与产品

面料	特点	对应产品	上市时间
Outlast	寒冷时保暖、炎热时散热	Outlast 摇粒绒服饰	2004 年
HEATTECH	通过特殊纤维技术实现高效保暖，轻薄舒适	HEATTECH Extra Warm（极暖）系列	2006 年
AIRism	透气速干，抗菌防臭，手感轻柔顺滑，有弹性	优衣库 2012 年春夏款 AIRism 系列 T 恤	2015 年
Dry - EX ULTRA STRETCH	全面提升弹力快干性能	优衣库运动系列	2017 年

资料来源：迅销集团公司公告、中国银河证券研究院

优衣库积极聘用海外人才，组建熟悉本地市场的管理层。优衣库通过聘用当地优秀员工任高层管理，不仅能够更好地理解 and 适应各地市场的文化差异和消费习惯，还能够借助这些人才的本地经验和资源，更有效地拓展其海外业务。这些熟悉本地市场的管理层能够精准地把握市场机遇，制定符合当地需求的营销策略，从而推动优衣库在全球范围内的持续增长和品牌影响力提升。通过这一系列举措，迅销集团得以深度融入当地市场，精准把握不同地区消费者的需求与偏好，快速提升品牌知名度与美誉度，在全球服装市场构建起强大且稳固的商业版图，实现了海外市场销售额的持续攀升以及市场份额的稳步扩大。

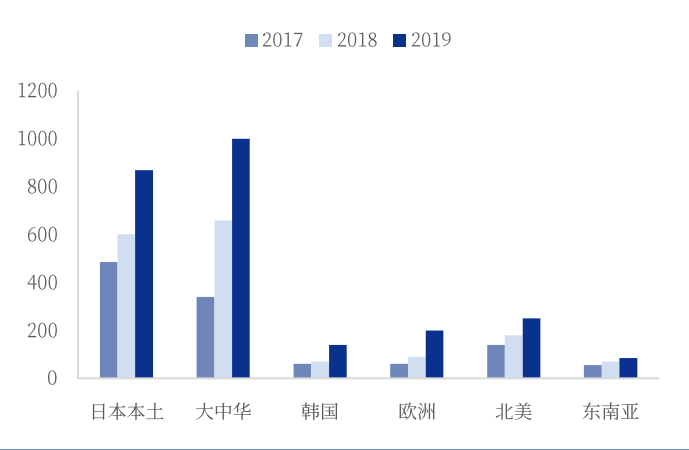
表16：优衣库任命熟悉当地情况的海外高管

任职年份	地区	高管姓名	背景	主要职责及事件
2005	中国	潘宁	1968 年出生于中国南京，在国内成长经历使其对中国本土文化、消费习惯有着深刻的理解。	2005 年接手优衣库中国业务，基于对中国市场的了解，判断中国优衣库与日本国民度差异，未选择单纯降价策略，而是将目标用户定位在月薪 5000 元以上的中产阶级。
2005	中国	钱炜	1971 年出生于中国，1990 年赴日留学，毕业于日本关西学院大学。1996 年加入优衣库控股方迅销有限公司，在中国市场的开拓及管理方面拥有超过 15 年丰富经验。	出任优衣库中国首席运营官，凭借对中国市场的深度洞察，为优衣库在中国市场的快速扩张奠定基础，推动优衣库店铺在中国各大城市布局，提升品牌知名度和市场渗透率。
2012	欧洲	Berndt Hauptkorn	德国人，在德国本土成长，熟悉欧洲尤其是德国的商业文化、市场规则和消费者偏好。2009 年出任 Bally Schuhfabriken AG 总裁兼首席执行官，人脉资源丰富。	2012 年 6 月起带领优衣库进行欧洲扩张，利用对欧洲市场的理解，制定符合欧洲消费者需求的产品策略和营销策略。
2013	美国	拉里	长期在美国零售行业工作，曾在美国女装品牌 forever21 担任 10 年以上的高级副总裁兼首席财务官，对美国不同地区的市场差异和消费者偏好有精准把握。	2013 年担任优衣库美国公司 CEO，基于对美国市场的认知，针对美国消费者的身材特点、时尚喜好和生活方式调整商品策略，推出符合当地需求的产品系列，同时加大品牌推广力度。

资料来源：优衣库中国官网、中国银河证券研究院

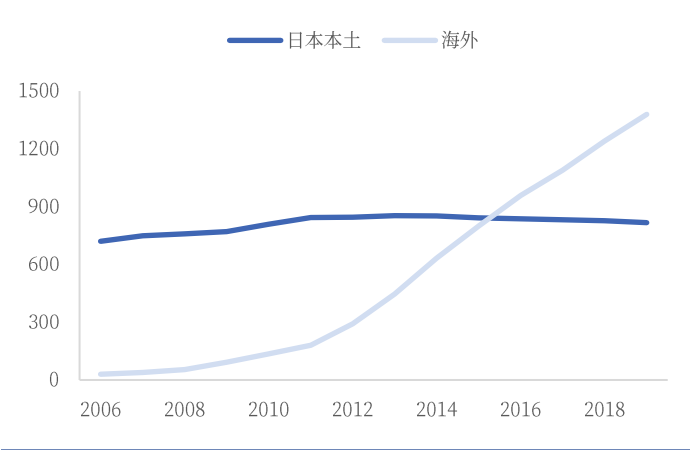
优衣库的直营（DTC）战略通过三重协同效应驱动全球化成功：其一，品牌端的高度控制力确保全球门店在产品定价、空间体验及服务标准上实现统一输出，将零售空间转化为品牌文化传播载体，规避多级分销导致的价值稀释；其二，数据端的闭环链路使其能直接触达海外消费者，依托 1.2 亿会员行为数据精准识别区域需求差异，支撑从 AIRism 功能面料开发到版型优化的敏捷迭代；其三，成本端的结构性优化通过削减中间环节降低供应链成本，反哺产品研发投入与定价竞争力，形成“高质中价”的差异化壁垒。三者环环相扣，既强化了品牌价值感知，又通过数据与成本效率构建起难以复制的全球化运营范式。

图26：优衣库各地区线上收入（亿日元）



资料来源：迅销集团公司公告、中国银河证券研究院

图27：2006-2018 年优衣库本土及海外店铺数量变化（家）



资料来源：迅销集团公司公告、中国银河证券研究院

三、中国品牌逐步积累国际化经营经验

（一）安踏体育收购亚玛芬，助力全球化拓展

亚玛芬体育（Amer Sports Corporation）于 1950 年在芬兰成立，起初业务涵盖烟草、航运等多个领域。1974 年收购冰球装备生产商 Koho-Tuote，由此踏入体育用品行业，逐渐将重心转向体育用品生产和营销。此后，亚玛芬持续发力，通过一系列收购不断壮大自身品牌阵营。公司旗下拥有多个知名品牌，包括始祖鸟（Arc'teryx）、萨洛蒙（Salomon）和威尔胜（Wilson）等，涵盖功能性服饰，户外装备，球类、球拍运动三个业务板块。其产品包括运动器材、服装、鞋类和配件，销往全球 100 多个国家。亚玛芬体育在 2019 年被安踏集团牵头的财团收购后进行了战略重组，出海战略持续优化，聚焦核心品牌，近年来业务增长迅速。2024 年 2 月 1 日，亚玛芬于纽交所上市，不断释放品牌潜力。

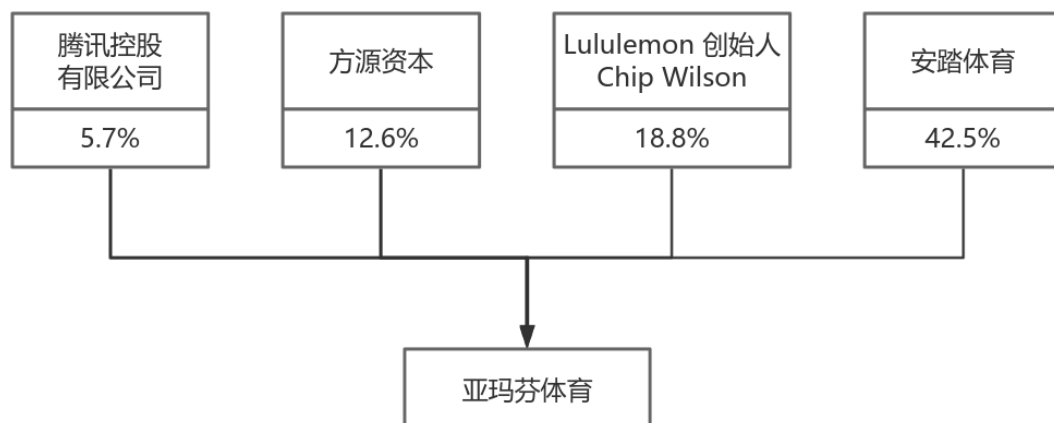
表17：亚玛芬体育核心品牌介绍

			
创立	1989	1947	1914
愿景	为山地运动员提供雪地、越野和攀登产品，引领世界	我们的存在，是为了通过山地运动展现客户最好的一面	助力每个人像运动员一样生活
运动项目	攀岩、远足、登山、滑雪、单板滑雪	越野跑、公路跑步、徒步旅行、单板冲浪、高山滑雪、北欧滑雪	槌球、棒球、垒球、足球、篮球、排球、高尔夫
重点产品	性能外套	跑鞋	网球拍
定位	提供领先的山地外套，专为极端需求而设计	鞋类和冬季运动器材的全球领导者，通过创新打造全年 365 天均可使用的品牌	提供持续业绩增长的综合性运动用品制造商

资料来源：亚玛芬体育公司公告、中国银河证券研究院

2018 年 12 月 7 日，安踏体育正式发布公告，联合腾讯，方源资本，Lululemon 创始人 Chip Wilson 组成投资者财团共同控股 JVCo，其中安踏体育控股 58%，Chip Wilson、方源资本、腾讯 SPV 分别控股 20.6%、15.8%、5.6%，以 40 欧元每股的价格收购亚玛芬已发行的流通股份，总收购价约 46.6 亿欧元。截至 2025 年 2 月 1 日，亚玛芬体育目前持股比例中原收购方总持股比例降低至 79.6%。此次收购不仅重塑了安踏体育的品牌矩阵和业务版图，对于亚玛芬品牌发展策略以及国际市场拓展路径也产生了深远影响。

图28：亚玛芬体育股权结构

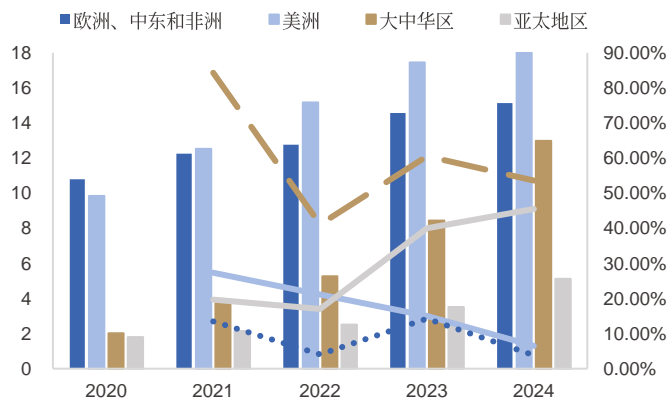


资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

营收持续增长，大中华区势头强劲。亚玛芬体育被收购后的营业收入在地区和业务分部层面均呈现出鲜明的发展特征。按地区划分来看，欧美地区为集团核心市场，收入增速稳健，自 2020 年至 2024 年 EMEA 地区收入由 10.8 亿美元增长至 15.1 亿美元，CAGR 为 8.79%。美洲地区收入由 9.8 亿美元增长至 18.6 亿美元，CAGR 为 17.24%。大中华区增长迅速，2020 年营收仅为 2.02 亿美元，到 2024 年已提升至 12.98 亿美元，CAGR 为 59.16%。公司 2020-2024 年 EMEA/美洲/大中华区/亚太地区收入占比分别从 44.16%/40.22%/8.27%/7.34%变换至 29.20%/ 35.87%/25.04%/9.89%。大中华区收入占比提升明显，同时欧美地区继续保持强有力的市场份额。

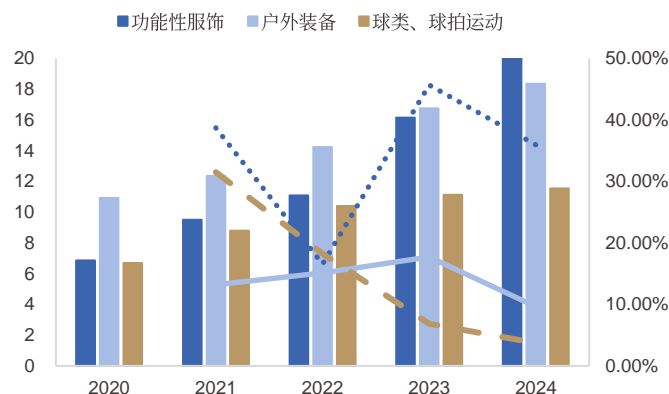
功能性服饰板块表现亮眼。公司功能性服饰 2020 年至 2024 年，营收由 6.85 亿美元，增长至 21.93 亿美元，CAGR 为 33.76%，以始祖鸟为代表的功能性服饰品牌增长快速，通过 DTC 模式，为消费者提供身临其境的体验，加强与消费者的互动和沟通，提升品牌形象和市场占有率。整体发展态势为巩固欧美核心市场、持续深挖大中华区潜力，各分部营收稳定增长。

图29：2020-2023 年地区营收占比及增速（单位：亿美元）



资料来源：亚玛芬体育公司公告、中国银河证券研究院

图30：2020-2023 年分部营收占比及增速（单位：亿美元）



资料来源：亚玛芬体育公司公告、中国银河证券研究院

我们复盘安踏体育收购亚玛芬后，大中华地区和欧美地区持续保持强劲增长的原因主要是四点。1、多元化股权赋能，引进优秀国际化人才；2、战略定位清晰：股东赋能运营，简化业务部门，聚焦核心品牌；3、核心面料和优质产品研发；4、DTC 战略的深度执行和成功品牌经验复制。

亚玛芬在收购后的股权结构展现了国际化、多元化、互补化的结构优势。不同资方在各自行业具有独特的优势和资源。安踏集团进行收购后帮助亚玛芬精准目标，着重 DTC 渠道布局和大中华区营收增长，引导其重组公司架构，并提供信息技术等中后台支持，优化区域内运营成本，增强抗风险能力。方源资本擅长消费领域投资，能够为亚玛芬提供专业的资本运作建议，在融资、上市等方面进行合理规划。Anamered Investments 由 lululemon 创始人设立，lululemon 作为运动时尚领域的先进品牌，积累的全球市场拓展经验能帮助亚玛芬进一步开拓市场。腾讯具有庞大的用户数据和先进的数字技术，提供全方位的数字化营销方案。亚玛芬充分利用了现有控股方的运营渠道以及行业经验，快速打开市场。

国际化视野打开，加大优秀人才引进力度。安踏体育于 2019 年收购亚玛芬后，对外部国际型人才进行了大范围的招募，奠定了以优秀人才为基石的管理团队。公司于 2021 年聘请 Stuart C. Haselden 担任始祖鸟首席执行官，其曾任旅行配件公司 Away 首席执行官，lululemon 首席运营官、首席财务官和执行副总裁兼国际业务负责人、时尚服装公司 J. Crew 首席财务官、高级副总裁，具有在时尚零售领域适用的消费策略与运营管理经验。同时，公司还引进 Andrew E. Page、Michael Hauge Sørensen、Victor Chen 等国际化人才分别担任首席财务官、运营官、战略官。各高管在各自领域均积累充足经验，能够保障亚玛芬的运营体系质量和效率。

管理层保持动态调整。2025 年亚玛芬体育聘任 Matt Bolte 担任首席产品官，聘任 Marissa Pardini, Ben Stubbington 分别担任 Veilance 品牌总经理及创意总监，新任高管均具备丰富履历，Matt Bolte 曾于耐克任职 17 年，在多个重要产品类别中担任产品管理领导。Marissa Pardini 在 Vans 任职期间，帮助公司实现超 10 亿美元的 DTC 销售额，从采购员逐步晋升为鞋类部门总监和商品管理副总裁，积累了丰富的助推业务增长经验。Ben Stubbington 曾任 Lululemon 的设计高级副总裁，负责创意指导，他擅长将产品的美观性与功能性进行结合。安踏体育对亚玛芬管理层的打造为公司带来了全方位提升，使其全球化运营能力进一步加强。

表18: 亚玛芬高管任职情况

	职务	任职时间	履历
Shizhong Ding	主席兼董事	2019 年	安踏体育董事会主席兼执行董事，任中国体育用品联合会副主席、萨马兰奇基金会理事、中国篮球协会顾问以及中国奥林匹克委员会委员
Jie (James) Zheng	首席执行官兼董事	2020 年	曾任阿迪达斯大中华区销售执行副总裁，安踏体育集团总裁兼执行董事、后升任首席执行官，世界运动用品工业联合会联合主席
Andrew E. Page	首席财务官	2023 年	曾任安德玛财务主管、首席会计官，汽车零部件零售公司 Advance Auto Parts 首席会计师，鞋类零售公司 Foot Locker 首席财务官
Matt Bolte	首席商品官	2025 年	曾任耐克产品部高管，ThenWhat 合伙人
Michael Hauge Sørensen	首席运营官	2020 年	曾任全球鞋类企业 ECCO 全球销售执行副总裁和首席运营官，潘多拉珠宝、圣达菲集团和 IC 集团董事会成员
Wen-Chang (Victor) Chen	首席战略官	2020 年	曾任营销传播企业高林的董事，波士顿咨询集团的合伙人
Stuart C. Haselden	始祖鸟首席执行官	2021 年	曾任零售行李和旅行配件公司 Away 首席执行官，lululemon 首席运营官，首席财务官和执行副总裁兼国际业务负责人，全球时尚服装公司 J. Crew 首席财务官，高级副总裁兼财务主管以及财务副总裁
Guillaume Meyzenq	萨洛蒙总裁兼首席执行官	2025 年	曾任萨洛蒙 EMEA 出口销售经理，鞋类副总裁，EMEA 服装和鞋类业务总监
Joseph Dudy	威尔胜总裁兼首席执行官	2019 年	曾任威尔胜财务总监、财务副总裁
Marissa Pardini	Veilance 品牌总经理	2025 年	曾任 Vans 首席产品与商品官，The North Face 美洲副总裁、总经理
Ben Stubbington	Veilance 创意总监	2025 年	曾任 Lululemon 设计高级副总裁，Theory 男装创意总监

资料来源：亚玛芬体育公司公告、中国银河证券研究院

去繁从简，聚焦核心，集团重组简化业务部门，突出核心优势品牌。安踏帮助亚玛芬进行了公司架构的重组，将业务划分为功能性服饰，户外装备，球类、球拍运动三大板块，分别由始祖鸟（Arc'teryx）、萨洛蒙（Salomon）和威尔胜（Wilson）三大核心品牌领衔。通过品牌主导模式，每个板块专注于所覆盖的优势领域。公司整体战略突出户外和运动领域，推动核心品牌建立市场主导地位，利用始祖鸟平台的全球资源，支持品牌打造差异化。在长期经营战略中，亚玛芬对其品牌组合进行动态调整，确定核心品牌并进行资产剥离。分别于 2019 年、2021 年以及 2022 年剥离了 Mavic、Precor、Suunto 三个品牌，提高资源分配效率。亚玛芬通过专注于具有较大市场机会的品牌，发展方向明确，更加聚焦、高效地实现战略增长。

图31：亚玛芬体育业务矩阵



资料来源：亚玛芬体育公司公告、中国银河证券研究院

技术领先，卓越创新，旗下产品探索科技前沿，展现品牌硬实力。各品牌具备自身设计特色，始祖鸟和萨洛蒙与 Gore-Tex 合作，在夹克和鞋履设计中开发新型环保薄膜，提升防水性和透气性；萨洛蒙的 Sensifit 鞋类技术获得专利，搭配独特的 Quicklace 快速系带系统，提供精准舒适的穿着体验；威尔胜篮球采用缓冲核心胎体设计，确保能够被轻松抓握。各品牌的设计团队还致力于开发具备可持续性的产品，比如威尔胜的 Triniti™ 网球，使用创新的塑性体材料、升级毛毡，延长产品使用寿命，并使用可回收包装；萨洛蒙的 MTN Summit 高山靴也具备生态设计特点，部分使用回收材料制成。亚玛芬凭借深厚的技术沉淀与不懈的探索精神，持续为全球用户打造契合多元需求的产品，引领运动装备革新浪潮。

表19：亚玛芬体育产品技术应用情况

品牌名称	核心产品技术	示例
始祖鸟（Arc'teryx）	GORE-TEX 防水技术：用于硬壳系列，如 Beta AR Jacket，提供优越的防水透气性能，适合高海拔攀登和恶劣天气条件。	
	Coreloft 合成棉：在易出汗部位填充，提供保暖透气的体验，如 Cerium 系列。 分区填充技术（Down Composite Mapping）：将合成棉与羽绒填充结合，提升保暖性能，如 Thorium 系列。	
	Norvan SL 轻量越野跑鞋：最轻的越野鞋之一，提供轻盈、支撑、耐久跑鞋体验。高耐磨性的 Matryx Micro 针织鞋帮和 Vibram Megagrip 外底应用 LITEBASE 技术提供持久性能。	
萨洛蒙（Salomon）	Contagrip 技术：结合特殊材料橡胶外底和胎面花纹，旨在提供适用各种地形的卓越牵引力和抓地力。	

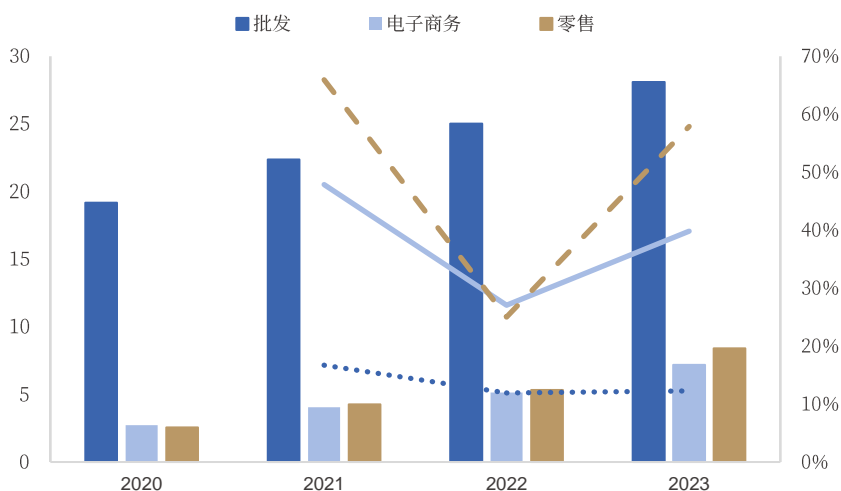
威尔胜 (Wilson)	Sensifit 技术：用于滑雪靴，提供贴合脚型的舒适感和支撑性。	
	Quicklace 系统：快速系带系统，用于滑雪靴，方便快速穿脱。	
	Extended Range 技术：改进内部结构，重新分配球的重量，使球更容易从远距离投入。	
	Blade Racket 技术：增强手感，增加稳定性，营造更佳球感。	

资料来源：亚玛芬体育公司公告、中国银河证券研究院

深度执行 DTC 零售终端策略，助力出海战略取得成功。从渠道来看，DTC 收入由 2020 年的 5.3 亿美元上升至 2023 年的 15.59 亿美元，2023 年集团批发渠道和 DTC 收入占比分别为 64.32% 和 35.68%，CAGR 分别为 11.07%和 43.81%，公司逐渐加强 DTC 渠道的建设，营收大幅增长。

集团整体战略重心逐渐由批发转向 DTC 零售，积极链接终端消费者。例如始祖鸟在线下门店增设护理维护中心，吸引客流，利用客户切身体验展示品牌设计、面料的专业性；萨洛蒙在巴黎和米兰发展多运动、体验式门店业态，并在大中华区增加 Sport style 重点门店的数量。此外旗下品牌会通过门店差异化布局，匹配对应区域消费者需求或兴趣点，推动客流量增加。通过一系列举措，亚玛芬旗下各品牌在与终端消费者的深度互动中，构建用户粘性，持续挖掘市场潜力。

图32：2020-2023 年分渠道营收占比及增速（单位：亿美元）



资料来源：亚玛芬体育公司公告、中国银河证券研究院

表20：2020-2023 年各版块渠道收入情况

		功能性服饰		户外运动		球类、球拍运动	
		收入（百万美元）	占比	收入（百万美元）	占比	收入（百万美元）	占比
2020	批发	374.8	54.68%	928.8	85.09%	612.6	91.54%
	DTC	310.6	45.32%	162.8	14.91%	56.6	8.46%
2021	批发	421.8	44.37%	1028.0	83.19%	786.6	89.38%
	DTC	528.9	55.63%	207.7	16.81%	93.5	10.62%
2022	批发	416.0	37.97%	1178.4	83.19%	908.3	87.61%
	DTC	679.5	62.03%	238.1	16.81%	128.5	12.39%
2023	批发	528.0	33.15%	1329.6	79.73%	952.0	85.94%
	DTC	1064.8	66.85%	338.1	20.27%	155.8	14.06%

资料来源：亚玛芬体育公司公告，中国银河证券研究院

整体把控，资源共享，品牌运营经验复制迁移。安踏对于品牌间成功经验的迁移并不陌生，例如斐乐明确高端时尚运动品牌的定位并取得营收增长后，迪桑特定位高端滑雪、高尔夫及铁人三项同样斩获佳绩。在收购亚玛芬后，始祖鸟在大中华区结合适当的本土化策略，明确“运动奢侈品”定位，主打高端市场，门店与奢侈品品牌为邻，提升品牌势能。萨洛蒙同样定位中高端，瞄准消费力更强的中产阶层，强调专业户外与时尚潮流的结合。斐乐采用全直营模式，总部直接把控店铺装修、陈列和销售，安踏将这种模式复制到迪桑特、可隆等品牌，通过直营模式提升品牌控制力和消费者体验。亚玛芬集团整体战略同样将 DTC 作为重点，始祖鸟等品牌由批发渠道向直营零售模式过渡，加速占领核心城市一线商圈，通过社群活动和门店差异化布局强化专业户外运动的形象，增强消费者的品牌归属感。萨洛蒙 2021 年至 2022 年在大中华区收入增长 72%，无疑证明了其战略实施的显著效果。亚玛芬善于借助集团的资源整合与本土化运营能力，通过成功经验的迁移，让旗下品牌在不同市场实现增长，持续拓展全球体育用品市场。

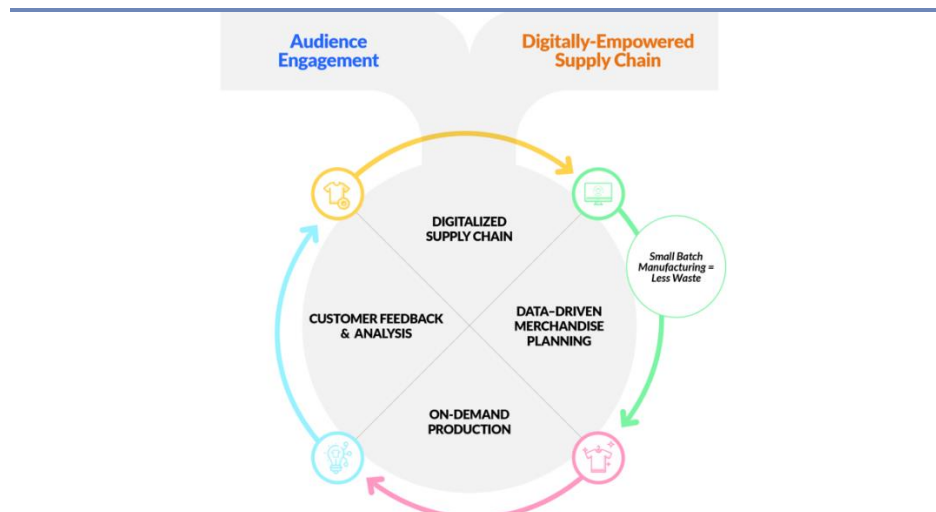
亚玛芬体育凭借其持续优化的多元发展体系，不断拓展边界，深度挖掘全球各区域市场潜力，在巩固现有优势的基础上，以更具影响力的品牌矩阵和卓越产品，进一步引领体育用品行业的发展潮流。

（二）跨境快时尚龙头：希音

希音（SHEIN）成立于 2012 年，是国内 B2C 时尚电子商务公司。公司专注于快时尚女装，同时提供男装、童装、饰品、鞋、包等用品。SHEIN 作为全球领先的时尚和生活方式在线零售商，致力于“人人尽享时尚之美”，通过按需生产的模式赋能供应商共同打造敏捷柔性供应链，从而提升经营效率，向全球消费者提供丰富且具有性价比产品。目前公司产品已经进入北美、欧洲、中东、印度、东南亚和南美等多个市场，直接服务全球超过 150 个国家和地区消费者。

数字化按需生产，从供应驱动向需求驱动转变。希音遵循以消费需求为导向，数字化柔性供应链赋能的商业模式，组建数字化供应链、智能化交易决策、按需生产和售后分析四个模块。这一商业模式能够解决客户需求与商品供应不匹配的问题，通过以 100 到 200 件小批量推出新产品来进行测试，实时评估客户反馈，并补充需求产品。高度自动化流程确保供应商合作伙伴能够生产客户实时需求的产品，同时最大限度减少生产浪费。通过数字化供应链，希音能够做到简化流程、减少运营成本，从而为消费者提供更具性价比产品，也使得希音能够以较低成本实现快速全球扩张。

图33: 希音商业模式图



资料来源: SHEIN 公司官网、中国银河证券研究院

高性价比商品, 低价快速上新。在上新节奏上, 希音每天推出约 60000 款新商品, 显著高于 Zara、UR 等竞争对手。高频率的上新能力, 使得希音能够不断为消费者提供最新时尚选择, 满足快速变化的市场需求。在定价策略上, 希音也占据低价优势。以中国香港地区连衣裙售价为例, 希音产品价格集中在 39-409 港币, UR 在 49-1699 港币, ZARA 则处在 299-1699 港币之间。通过提供广泛产品选择和极具竞争力价格, 希音能够塑造高性价比品牌形象, 在提高品牌市场渗透率的同时增强用户忠诚度, 推动平台持续增长。

表21: 快时尚品牌上新节奏及连衣裙价格带

品牌名称	上新量 (款)	价格带 (港元)
SHEIN	6000/天	39-1429
UR	100-150/周	49-1699
ZARA	12000/年	249-1299

资料来源: SHEIN、ZARA 等公司官网、《商学院》、《ELLE》、中国银河证券研究院

高性价比商品得益于高效供应链, “小单快返”成就“实时时尚”。SHEIN 与上游供应商主要采取 FOB、OEM 与 ODM 三种合作模式。其中大部分商户采取 FOB 模式, 要求在 7-15 天内高效完成订单, 从而对齐市场节奏。在需求分析方面, 希音开发了 LATR 模型, 实时分析库存和销售情况。该程序能够快速识别受消费者青睐的单品, 并启动重新订购流程以补充库存。若某单品销量不如预期, 生产流程将立即停止, 以将滞销库存控制在 100-200 个单位以内。在这一流程下, 希音能够凭借市场爆点与生产效率换取高出货与低库存。

表22: SHEIN 供应商合作模式

合作模式	形式	订单货期
FOB	SHEIN 自主设计并提供生产资料和样衣, 指定面料档口, 供应商包工包料生产, 供应商能接受小单快反	7-15 天
OEM	SHEIN 跟单发版, 供应商看图打版做货	9-18 天
ODM	SHEIN 买手选款, 供应商配合 SHEIN 进行产品开发并打版生产	/

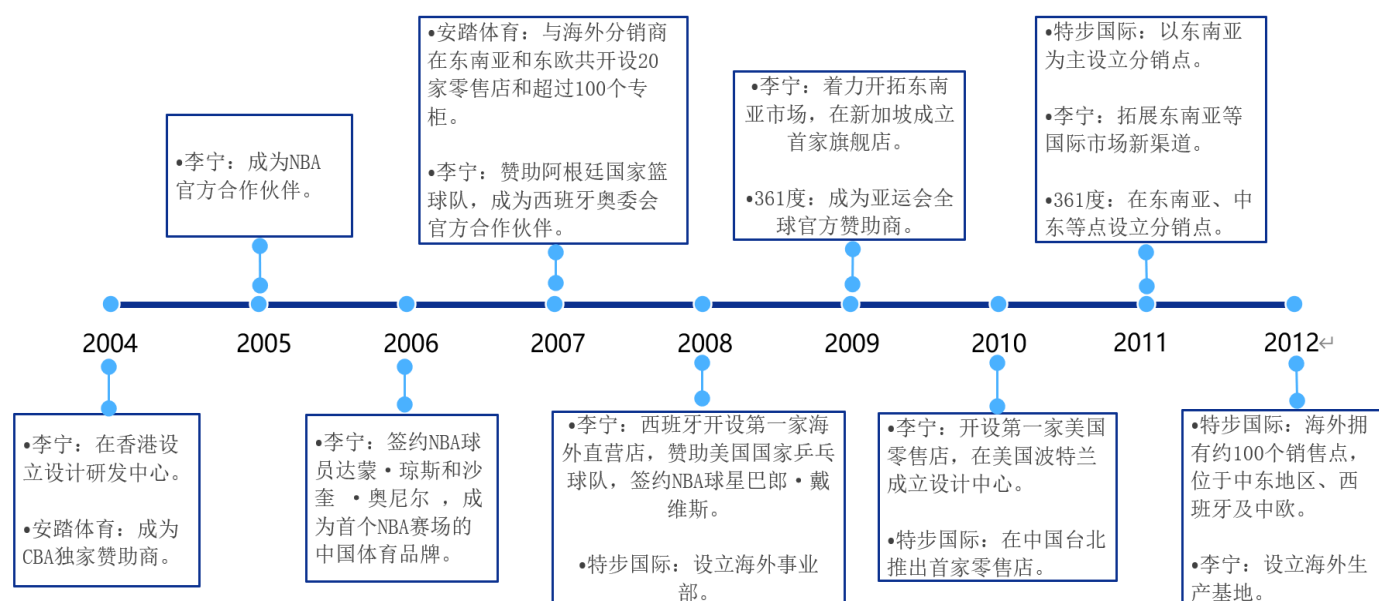
资料来源: SHEIN 自营招商官网、SHEIN 云工厂公众号、中国银河证券研究院

创新技术赋能服装生产，互联网加持供应链与营销网络。希音致力于服饰生产寻找创新解决方案。根据公司官网介绍，希音已为其供应商开发 100 余种缝纫和服装制作工具，申请专利 10 余项。此外，作为线上跨境电商，希音巧用媒体与内容营销，在传统促销广告之外发布全球设计师挑战赛，在扩大公域曝光同时强化私域流量转化，体现希音希望进一步扩大行业影响力，打造全球服饰电商平台。

四、国产服饰品牌出海历史复盘

2004-2012 年：体育服饰品牌初尝国际化营销与出海。借北京奥运东风，国产体育服饰品牌开启出海尝试。2004 年-2012 年是国内体育服饰行业快速发展期，国内体育服饰市场渗透率提升，国产品牌业绩快速增长。同时，北京奥运会的成功举办使得国产体育服饰品牌得到极大宣传和曝光，并开始品牌国际化出海尝试。李宁在北京奥运会前通过赞助国外顶级赛事和球队加大国际市场品牌知名度，并于 2008 年在西班牙开设首家海外直营门店，2009-2010 年分别在新加坡和美国开设零售店。安踏体育在这一时期也是逐步探索出海模式，2007-2010 年期间，通过海外分销商在东南亚、东欧地区开设 20 家零售店和 100 家专柜。特步国际和 361 度分别通过设立海外事业部和参加国际展会的方式进行出海探索。这一阶段是国内体育服饰行业正值高速发展的时期，竞争格局不断优化。各大体育服企重心仍在国内消费市场，对于海外市场布局更多是以提高品牌国际知名度为目标。除了开设直营零售店和招募分销商之外，国内体育服饰企业更多是通过海外顶级运动赛事和运动员资源提高国际影响力，反哺国内市场发展。

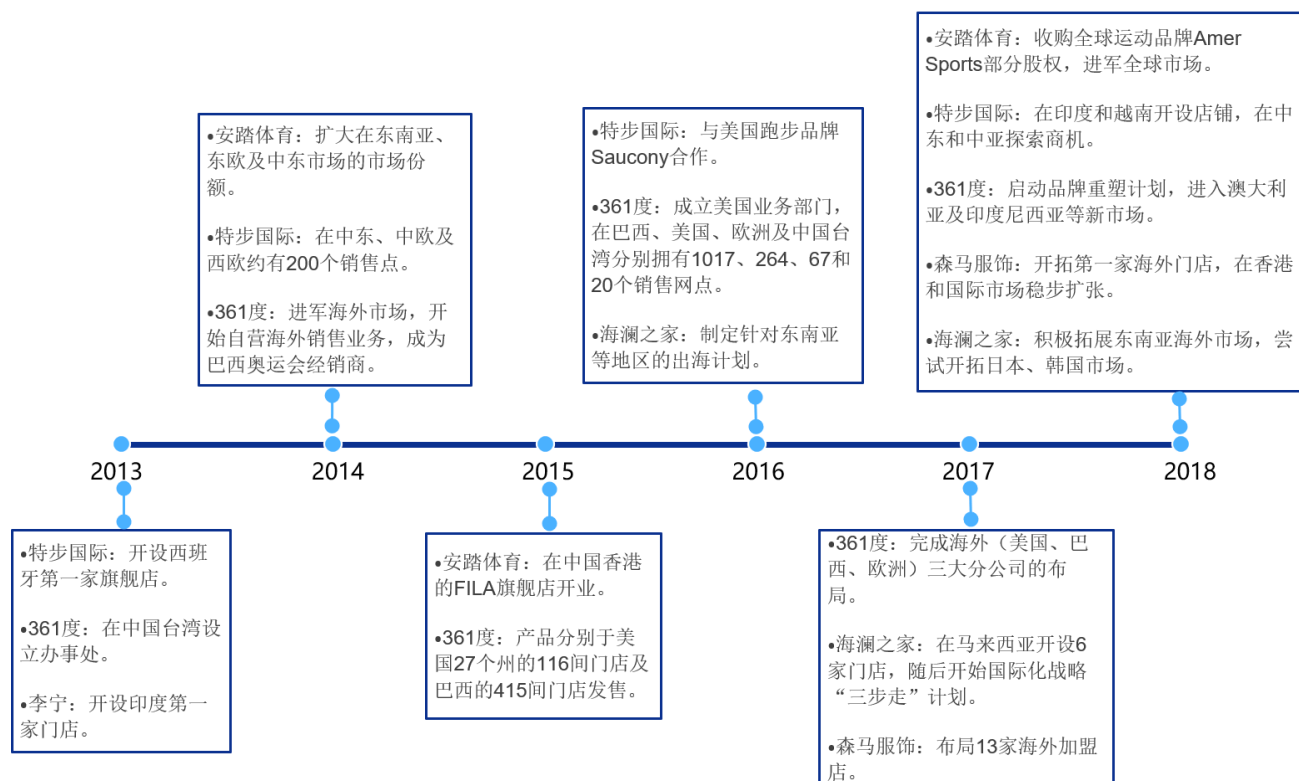
图34：纺织服饰行业品牌出海历史复盘（2004-2012）



资料来源：安踏体育等公司公告、中国银河证券研究院

2013-2018年：体育品牌从探索到实质性布局，其他服饰赛道品牌龙头开启出海探索。东南亚地区凭借其庞大人口基数和快速增长的经济，成为中国品牌国际化的重要市场。在这一时期，李宁、安踏体育、特步国际、361度、森马服饰和海澜之家等品牌逐步加大在东南亚市场布局力度。安踏体育通过FILA在东南亚开设了一系列高端零售店，同时与当地电商平台合作，扩大产品线上销售渠道。李宁在新加坡和马来西亚开设旗舰店，并通过电商平台和跨境电商业务，继续试探性进入东南亚市场。特步国际在印度和越南开设门店，2016年361度在巴西、美国、欧洲及中国台湾分别拥有1017、264、67和20个销售网点。大众休闲服饰龙头海澜之家和森马服饰在这一时期启动出海计划，在海外开设门店，并稳步扩张市场。

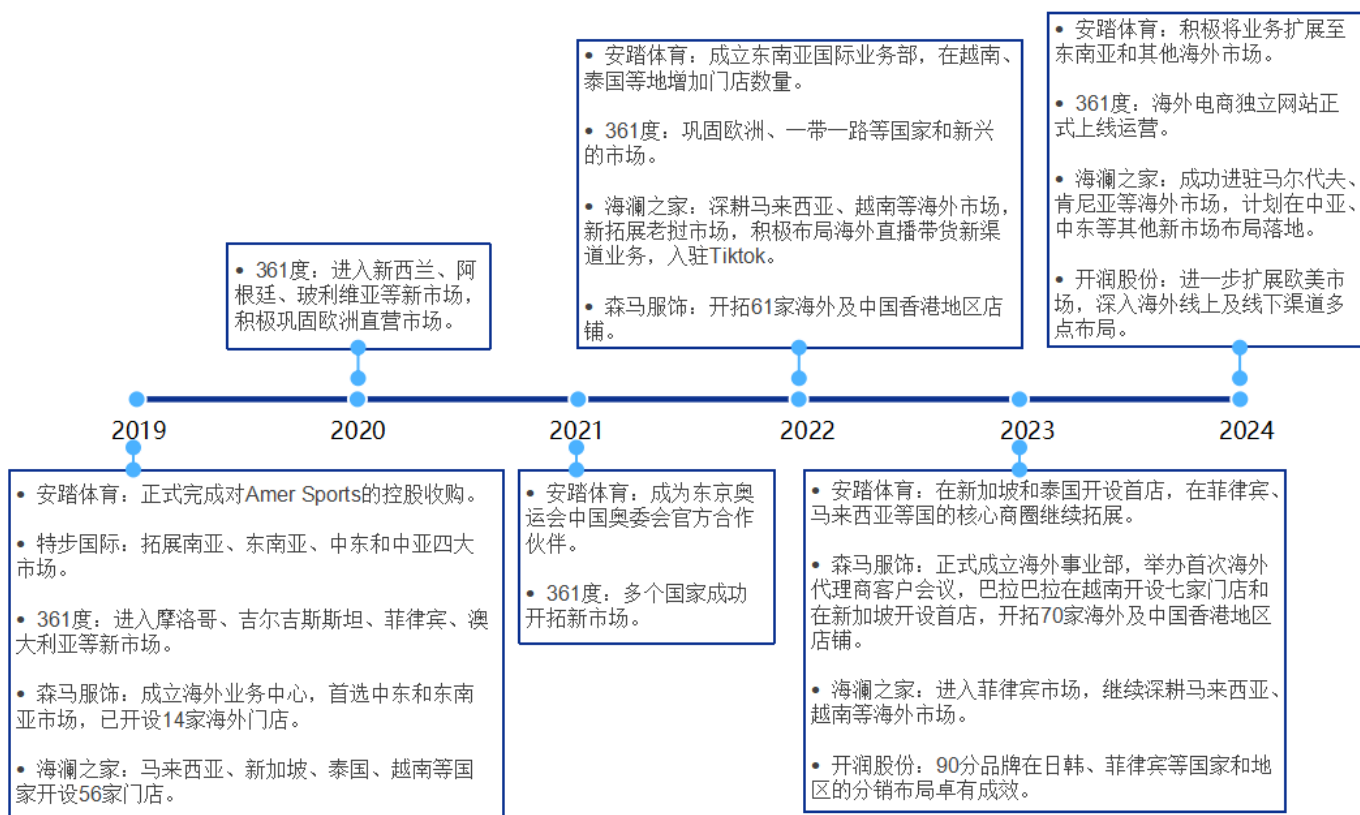
图35：纺织服饰行业品牌出海历史复盘（2013-2018）



资料来源：安踏体育等公司公告、中国银河证券研究院

2020年-至今：疫情后东南亚经济复苏，国内品牌布局力度加大。2020年以来，尽管全球受到新冠疫情影响，东南亚地区经济发展仍展现出强劲的复苏态势。这为中国服饰品牌进一步加大在该地区投资和布局提供了良好环境。安踏体育2022年成立东南亚国际业务部，在越南、泰国等地增加门店数量，并在新加坡和泰国开设首店。海澜之家继续深耕马来西亚、越南等市场，并通过入驻TIKTOK布局海外直播带货渠道。361度2023年海外电商独立网站正式上线运营，打造线上线下多元渠道矩阵。通过近年服饰品牌海外布局和推广，海外收入占比逐年提升。

图36：纺织服饰行业品牌出海历史复盘（2019-2024）



资料来源：安踏体育等公司公告、中国银河证券研究院

随着全球经济复苏和东南亚市场持续增长，中国各大服饰品牌纷纷加大出海布局力度。国内服装品牌不仅在产品创新和渠道优化上投入更多，还在市场营销和战略合作上制定明确目标。总体来看，2025年将是中国服饰品牌在海外市场进一步巩固地位并实现高质量增长的一年。安踏体育计划在2025年进一步推动全球化战略，在全球不同地区开设区域办公室及直营门店。361度2025年重点放在海外市场的稳健发展，计划进一步进军欧洲、“一带一路”等有巨大发展潜力的国家，通过加强产品矩阵和市场推广，提升在区域市场渗透率。可以看出，虽然各品牌在2024/2025年着力点与计划市场不甚相同，但都极其重视海外市场的拓展。

表23：纺织服饰行业品牌出海规划

品牌名称	出海规划
李宁	积极开拓新兴市场，并制定针对海外市场的策略，力求在保持稳健步伐的同时，海外市场可实现破局
安踏体育	逐步在全球不同地区开设区域办公室及直营门店，建立当地的物流及后台资源，进驻海外主流电商平台，提升大中华以外区域销售占比
361 度	注重海外市场的稳健发展，积极巩固欧洲、“一带一路”等国际以及新兴有巨大增长潜力的市场进一步提升品牌海外影响力
森马服饰	成立海外事业部，构建组织和团队，面向海外实现线上线下全域经营
海澜之家	秉承扎根东南亚，辐射亚太，着眼全球的战略方针，扎稳海外市场基础，积极探索新市场
开润股份	积极探索自有品牌的出海路径，通过线上跨境、线下分销、海外 KA 等渠道多措并举，迅速抢占各地消费市场，逐步打造成为全球性的箱包品牌。

资料来源：安踏体育等公司公告、中国银河证券研究院

五、探索国牌出海的有效路径

（一）中国文化崛起，传统文化类产品受到海外消费者青睐

中国传统文化早已开始海外输出，并已获得国际市场关注。随着中国在国际市场的地位日益上升，在全球经济格局中的影响力增强，国内传统文化也得到不断发扬。在此背景下，服饰品牌凭借其作为产品、文化与故事的结合体，开辟了新的出海路径。通过将产品作为载体宣传中国文化，同时借助文化赋能产品，国内服饰品牌在国内外市场的竞争力不断提升。

2018 年，李宁品牌在纽约时装周 2018 秋冬秀场上推出“悟道”系列，将戏曲、飞天壁画等古代中式元素与现代运动潮流巧妙融合，迅速带动国潮文化兴起。同年 9 月，波司登以“牖”为主题登上纽约时装周，其产品以黑白灰为基色，搭配江南窗格、水墨画等经典国风元素，吸引众多国际明星关注。这两场秀先后在国际上引发讨论，大幅提升了品牌的国际影响力，也让世界对中国传统文化有了更多关注。

李宁在国际秀场的火爆出圈，表明中国传统文化在国际市场已具有一定影响力，随后国内其他品牌也开始侧重于传统文化与产品研发的结合与应用。例如森马服饰推出《山海经》国潮合作系列，还与故宫·宝蕴楼合作推出“国造森马”系列；海澜之家推出以《三国演义》典故为设计灵感的三国系列。品牌通过产品创新，将中国传统文化元素融入进现代服饰设计中，不仅展现出中国文化的深厚底蕴，也进一步推动了其在全球范围内的传播与推广。

表24：李宁、波司登首次亮相世界时装周

品牌	秀场图片	国潮元素	外媒评价
李宁		<ul style="list-style-type: none"> ● 中国传统刺绣工艺 ● 古代飞天壁画 ● 中国戏曲水袖 ● 90年代复古潮流风 	
波司登		<ul style="list-style-type: none"> ● 山水古画 ● 沧海游龙 ● 江南窗格 	

资料来源：李宁等公司官方公众号、美通社、华商韬略公众号、中国银河证券研究院

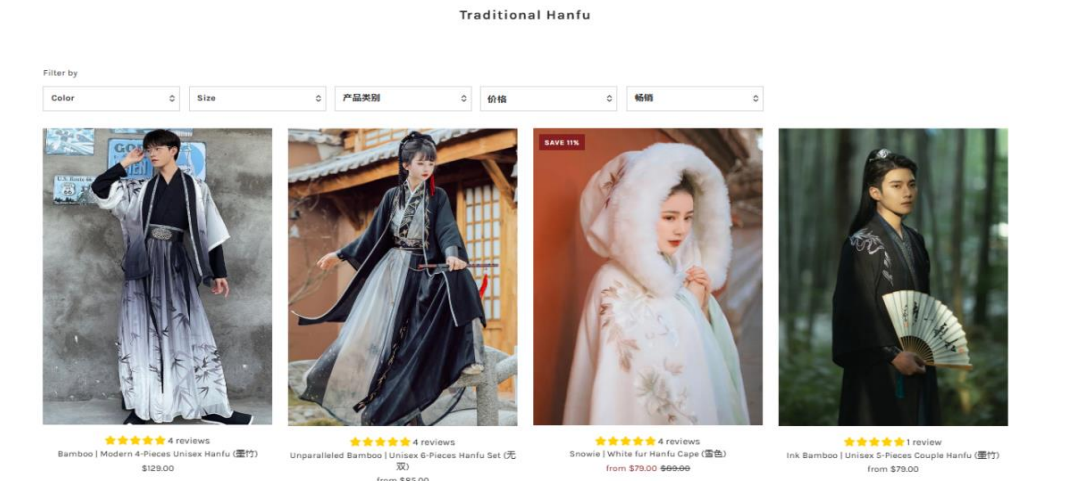
中国文化在全球影响力上升，垂直类传统文化服饰产品受到海外消费者青睐。传统文化的持续输出，显著提高海外消费者对马面裙和汉服为代表的垂直类传统文化服饰产品的关注。在海外社交平台 TikTok 上，汉服相关视频作品数量超过 27 万个，部分高人气博主的视频浏览量将近 3000 万次，国外用户对街头汉服秀充满了喜爱与欣赏。汉服品牌 NewMoonDance 也通过借助 TikTok 和 Instagram 等媒体平台营销，与时尚博主合作，实现在海外独立站上一小时卖出 500 单、营收超 6 万美元的记录。这些传统文化产品承载了深厚的历史文化底蕴和民族情感，从而赋予产品更高的情感价值，再加上产品在国外的稀缺性，实现了提升产品自身价值与消费者的认可。

图37: TikTok 上汉服领域人气博主



资料来源：TikTok、中国银河证券研究院

图38: NewMoonDance 畅销产品在海外售价



资料来源: NewMoonDance 公司官网、中国银河证券研究院

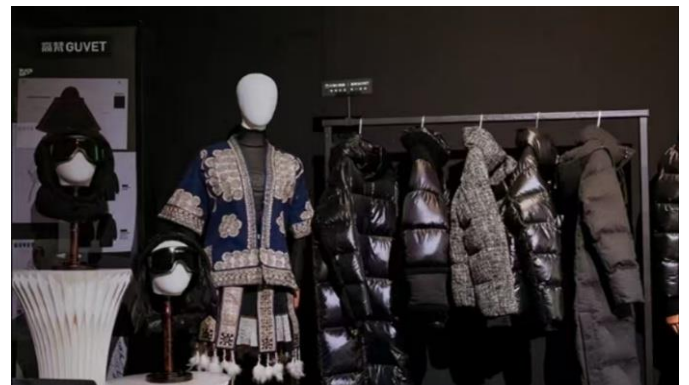
相对垂直类传统文化服饰产品，融合中国文化元素的普通服饰产品目前仍处于市场培育阶段，品牌本土化路径仍在探索中。国内品牌不能仅依靠传统文化，还应与当地文化相结合，加深国际市场对中国故事的理解，推动品牌本土化实现，从而更好赋能产品。例如中国羽绒服品牌高梵，公司在海外历时四年完成本地化探索和沉淀，以高奢定位和创新科技，实现了品牌调性高端化。2024年9月，高梵入驻法国奢侈品百货莎玛丽丹，是其中唯二羽绒服品牌，另一个是 Moncler。高梵巴黎莎玛丽丹限时精品店以“巴黎高定鹅绒服”与“中国非遗”两大展区为主，将独特精美的苗绣手法融入现代设计中，实现了中西方经典艺术的创新融合。高梵在国际市场取得卓越成绩，离不开其在分享中国故事的同时与本地文化的深度交流。

图39: 高梵巴黎莎玛丽丹限时精品店



资料来源: 高梵官方公众号、中国银河证券研究院

图40: 莎玛丽丹限时精品店店内展出



资料来源: 莎玛丽丹官方公众号、中国银河证券研究院

静心培育提升国际消费者对中国文化认可，为品牌出海奠定坚实基础。以中国文化+服饰产品的组合推广进展仍在进行。国内服饰品牌在出海探索中不能急于产品+文化输出。品牌应先深度挖掘中国文化的内涵，将传统文化元素以更多巧妙方式融入服装设计中，同时与当地流行文化和设计风格结合，提高国际消费者接受度，有效宣传中国文化。未来，以产品带动文化传播可能成为新发展方向。随着国际消费者对中国文化认同感逐步增强，产品接受范围会更加宽广，品牌出海力度预计将大幅提升。

表25：快时尚出海品牌供应链模式

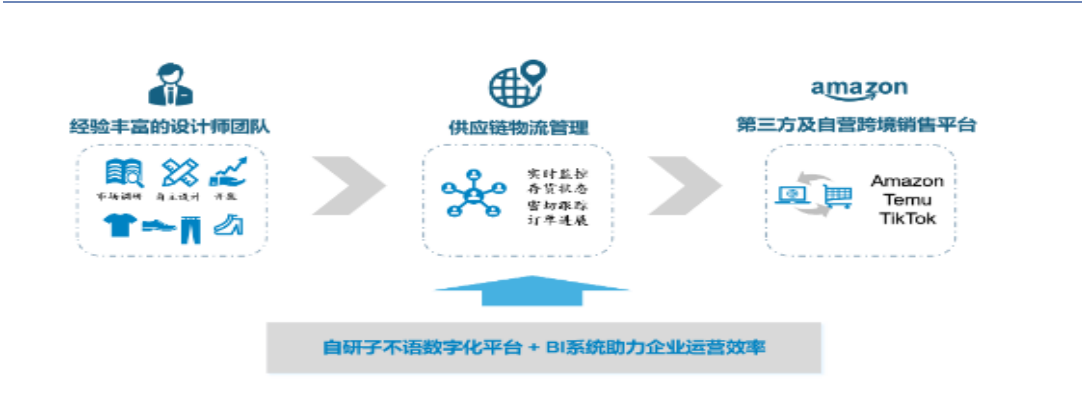
品牌名称	业务简介	供应链类型	供应链建设简介
赛维时代	借助 Amazon、Walmart、Retro Stage 等平台进行海外销售，旗下包括男装品牌 Coofandy、睡衣品牌 Ekouaer、女装品牌 Zeagoo 等	准柔性供应链	1、结合机器学习算法及内外部数据，指导采购行为 2、研发 WMS 仓储系统，利用大数据监控最大化物流运营效率 3、设计服装柔性供应链系统，通过 GST、MES、APS 等系统数字化供应链链条，构建智能工厂
子不语	依托 Amazon、Temu 等第三方平台及自营平台销售服装、鞋履等产品	准柔性供应链	设计子不语数字化平台，打造了包括 ERP、SCM、GMS 等系统的供应链系统，实现对从产品设计到仓储交付的全产业链有效控制
SHEIN	以女性快时尚为业务主体的跨境 B2C 互联网企业；通过自营平台销售快时尚服装等产品	垂直型供应链	依托珠三角地区的服装供应链优势，持续加码建设智慧供应链与智慧产业园，构建数字化按需供应链模式，实现“小单快反”

资料来源：赛维时代等公司公告、智通财经、中国银河证券研究院

（二）高效供应链整合是产品出海能否成功的关键

构建敏捷供应链，实现生产快速响应。目前，大众品牌通过数字化供应链、布局全球物流仓储体系等措施进一步提升供应链效率与柔性，打造按需生产模式，提高交付效率。例如子不语，中国最大的服装品牌跨境电商公司之一，在全球范围内进行服饰及鞋履产品销售。通过自研子不语数字化平台+BI 系统，打通了从商品企划到仓储物流以及 FBA 入库整个跨境流程。公司打造数字化供应链体系，以数据驱动生产设计等环节自动化流转，同时推动供应商直发模式落地，最短 7 天内完成设计及生产，并在 15 天内将客户满意的产品交付予客户。出海企业通过及时反应市场满足需求赢得海外客户忠诚度，推动“产品出海”向“品牌出海”转变。

图41：子不语供应链建设



资料来源：子不语公司官网、中国银河证券研究院

依赖供应链优势实现高性价比，品牌渗透率提升。对于欧美等注重产品价格与品质的市场，高性价比策略逐渐成为出海品牌打开市场的重要突破口。借助供应链优势，出海品牌以高品质、低价格产品吸引价格敏感型消费者，提升客户忠诚度。例如 LilySilk，产品定位为 200 美元以下价格段，相较于其他丝绸类品牌，具备显著的性价比优势。高性价比的产品更加侧重于供应链的极致管理，在成本控制，产品质量，柔性生产上有更高要求。公司通过自建工厂、面料改进和研发 ERP 系统等手段优化柔性供应链，采用 DTC 模式缩短供应链链路，在保证出海产品质量的同时大大降低产品成

本。凭借此优势 LilySilk 逐步将市场从法国拓展到英国、美国、澳大利亚等国。依赖柔性供应链，出海企业打造高质价比产品，提高品牌渗透率。

表26: LilySilk 与国外丝绸品牌产品价格带及产品示例

品牌名称	产品类型	价格带	热销产品示例图
LilySilk	丝绸床上用品、睡衣和睡帽	59-175 美元	
Not just pajama	高品质真丝睡衣及居家产品	59-799 美元	
Eberjey	真丝内衣、泳衣及家居服饰	285-2250 港元 36-289 美元（折算）	
Silk Miracle	真丝睡袍、睡衣、床上用品	98-2088 英镑 123-2634 美元（折算）	

资料来源: LilySilk 等公司官网、中国银河证券研究院

（三）探寻符合品牌定位的渠道策略

品牌出海着重布局海外核心商圈,刺激销售增长的同时塑造品牌价值。核心商圈日均人流量大,曝光度高,且具备相对完善的商业配套设施,更便于品牌通过开展新品发布会、时尚秀等营销活动,增强影响力,挖掘更多潜在客户。中国服饰品牌在出海过程中,注重利用当地渠道优势,通过抢占核心商圈优质位置来提升品牌形象和曝光度,进而推动海外营业收入增长。以海澜之家为例,该品牌充分利用东南亚地区线下商圈数量多、营商环境优越以及华人占比高等优势,在吉隆坡 My Town 时尚精品购物商场和新加坡 Suntec City Mall 等繁华商业区设立首店。通过借助核心商圈的高流量和消费氛围,海澜之家成功吸引了大量当地消费者。2024 年上半年,海澜之家海外业务营收达 1.61 亿元,同比增长 25.44%。

图42：海澜之家吉隆坡 My Town 门店



资料来源：海澜之家海外销售官网、中国银河证券研究院

图43：海澜之家日本 Aeon Mall 门店



资料来源：海澜之家海外销售官网、中国银河证券研究院

国产品牌目前实施线下扩张策略，积极开拓国际市场。目前，多家品牌已将业务版图扩展至东南亚、中亚、欧洲和北美等地区。截止 2024 年底，安踏体育已开设超过 240 家海外门店，重点深耕东南亚市场，战略性地布局中东、北美、欧洲及非洲市场。海澜之家也在稳步推进品牌国际化进程，已在马来西亚、泰国、马尔代夫和肯尼亚等国家开设了 68 家海外门店。361 度目前共开设 1297 家海外门店，覆盖地区包括美洲、欧洲及“一带一路”沿线国家。中国服饰品牌正通过系统化的海外布局，逐步构建起全球化的零售网络体系。

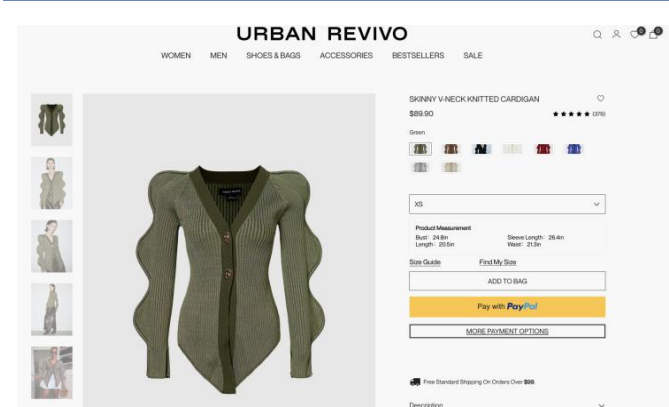
国际电商平台与海外独立站双轨并行，全球化渠道优势加速聚合。国内品牌服饰借助综合电商平台优势，加强品牌独立站建设，丰富线上销售渠道。安踏体育和特步国际入驻东南亚的 Shopee、Lazada 等以及 amazon 等欧美主流电商平台，享受国际平台成熟物流配送体系和流量红利。SHEIN、URBAN REVIVO、361 度等品牌除了积极入驻国际电商平台外，还为海外消费者提供独立的销售网站。在 361 度的独立网站里，顾客不仅能便捷切换语言和货币形式，还可根据自身习惯选择使用 paypal、googlepay 账号支付或 VISA、MasterCard 和 DISCOVER 等信用卡支付。国服品牌依托国际平台流量红利与独立站本地化深耕，通过构建跨境支付矩阵与多语言服务体系，实现跨时区、跨文化的无缝购物体验，在拓宽全球市场覆盖面的同时，持续强化品牌在海外市场的渗透力与竞争力。

表27：出海品牌海外渠道布局概况

品牌名称	海外线下门店分布	线上销售渠道
安踏体育	共设有 240 家海外门店，辐射东南亚，中东非，欧洲和北美等海外市场	入驻 Lazada 等电商平台
特步国际	在中国内地及海外共有 6382 家特步成人品牌店，以及 1584 家特步儿童门店	入驻 Lazada 等电商平台
361 度	共拥有 1365 家海外门店，覆盖美洲、欧洲及 “一带一路” 等地区	设有官方独立站，入驻 amazon、Lazada 等电商平台
森马服饰	已成功进驻并签约 17 个国家和地区，开设门店超 100 家	设有官方独立站，入驻 amazon、Lazada 等电商平台
URBAN REVIVO	在新加坡开设 2 家、马来西亚 4 家、泰国 4 家、菲律宾 4 家、越南 1 家	设有官方独立站，入驻 amazon、Lazada 等电商平台
海澜之家	已在马来西亚、泰国、新加坡、越南、马尔代夫、肯尼亚、日本等国家开设门店，海外门店达 68 家	/

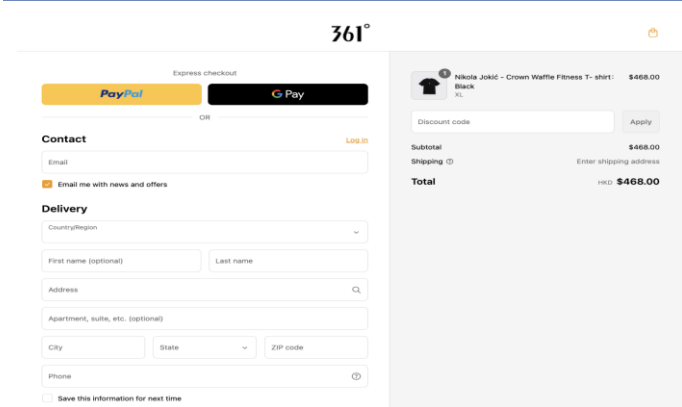
资料来源：361 度等公司公告、amazon 等电商平台官网、中华网、中服新闻网、谷歌地图、中国银河证券研究院

图44：URBAN REVIVO 海外官网商品示例图



资料来源：URBAN REVIVO 海外销售官网、中国银河证券研究院

图45：361 度海外官网商品示例图



资料来源：森马服饰海外销售官网、中国银河证券研究院

综合当前品牌出海实践经验，传统粗放式渠道扩张模式已无法适应全球化竞争新格局，企业需根据自身定位，构建合理的渠道布局体系，具体可总结以下几点：第一，选择符合公司自身定位的渠道布局模式。针对自身实力强的头部品牌可依托直营模式掌控终端形象，中腰部企业可通过分销与加盟实现轻资产渗透。第二，抢占核心商圈增强品牌影响力。依托海外核心商圈的高流量和消费氛围，提升品牌形象，快速打开市场。第三，打造线上双轨并行的数字化渠道生态。头部品牌同步推进电商平台入驻与独立站建设，通过平台获取流量，利用独立站沉淀用户数据并优化服务，形成互补的数字化渠道体系。国服品牌通过制定匹配自身定位的渠道策略，拓展核心商圈门店数量，重视线上渠道生态建设，实现全球化市场的高效渗透，推动出海模式从规模扩张向可持续增长转型。

(四) 产品设计本地化，气候适配与风格融合

服企出海产品设计要充分考虑当地气候及文化背景, 适时推出符合当地审美及功能要求的产品。这种策略不仅能够提升产品在不同市场的适应性，还能增强品牌与当地消费者之间的情感联结，为品牌服企在国际市场中赢得更广阔的发展空间。lululemon、ON、Nike 等国际品牌在国际市场开拓中充分融入当地文化与特色，产品适时做出调整，是出海产品环节需要着重考虑的事项。国内品牌在当前国际市场布局中，也需在产品功能和设计考虑不同地区差异性。比如，东南亚地区属于热带气候，常年温度在 25 至 30 摄氏度之间，湿度在 70% 以上。当地文化融合了多种外来文化元素，具有鲜明的开放性和包容性，这种文化多样性使得东南亚消费者对服饰的接受度较高。

海澜之家针对当地气候发布了多款适合热带的服饰，如轻薄透气的短袖 T 恤、POLO 衫、短裤和防晒外套，以满足当地消费者对舒适性和功能性的需求。此外，海澜之家还通过洞察当地气候和文化特点，制定因地制宜的产品设计策略，优化出海产品组合，推出一系列具备吸湿、透气、防紫外线等功能的当地特供款产品。除海澜之家外，如优衣库、波司登、安踏体育、李宁等其他服饰品牌，也通过产品设计上的功能创新与文化融合，建立在海外市场的差异化优势。纺服企业的产品设计需讲好“本地化故事”，从气候适配到文化融合，让海外消费者“觉得有用”也“感到亲切”，这才是品牌服企扎根国际市场的深层竞争力。

表28：品牌出海气候适配的产品设计概况

品牌名称	面向市场	功能作用	纺服系列	市场反应
海澜之家	东南亚等热带、亚热带地区	采用六维弹力科技面料与凉感科技因子	“全新凉感”系列短袖 T 恤、POLO 衫等	2024 年上半年，海澜之家海外业务实现营业收入 1.61 亿元人民币，同比增长 25.44%
优衣库	加拿大等寒冷气候地区	采用吸湿发热纤维	“HEATTECH 系列”保暖内衣	自 2003 年推出以来，“HEATTECH 系列”保暖内衣全球累计销量已突破 15 亿件
波司登	北欧等高寒气候地区	采用分区充绒技术，具有动态保暖性能	“极寒系列”羽绒服	2024 年，“极寒系列”羽绒服年销售规模突破 30 亿元
安踏体育	中东等高温干燥地区	具有防晒和透气功能	运动服	截至 2024 年，安踏在中东已经入驻超过 140 家门店，并开设了 4 家单品店
李宁	东南亚等热带、亚热带地区	轻薄透气、吸湿排汗	羽毛球服等运动装备	在东南亚市场的销售额连续多年保持两位数增长

资料来源：海澜之家等公司公告、中国银河证券研究院

表29：品牌出海文化融合的产品设计概况

品牌名称	产品系列	文化融合策略
李宁	“韦德之道”系列篮球鞋	李宁该系列以NBA 球星德怀恩·韦德（Dwyane Wade）的名字命名，融合了韦德的个人风格与篮球文化，每一款产品都展现了李宁在篮球领域的创新与传承，是品牌旗下的标志性产品
优衣库	2016 年与美国当代潮流艺术家 KAWS 合作的联名系列产品 2024 年推出的与卢浮宫博物馆合作系列产品	优衣库 UT 系列自 2014 年以来加强了与全球艺术家、设计师及品牌 IP 的联名合作，推出了多款爆款产品
安踏体育	“欧文一代”系列篮球鞋	2024 年安踏通过签约美国篮球巨星凯里·欧文（Kyrie Irving），推出欧文一代篮球鞋，以篮球鞋品类切入北美市场，启动安踏体育的全球化征程
海澜之家	针对东南亚市场的特供款产品	海澜之家针对在东南亚市场的门店，调整产品组合，20%-30%的产品为当地特供款。这些特供款产品根据当地市场需求进行了适应性调整，在设计上融入了当地文化元素，更符合当地消费者的审美和需求
森马	2020 年与四名知名韩国独立设计师合作的联名系列产品 同年与知名插画艺术家 Mark Wigan 联名系列产品	森马与知名设计师合作，打造消费者喜爱的品牌体验，拓宽国际市场

资料来源：李宁等公司公告、中国银河证券研究院

服企出海门店设计更要深入挖掘目标市场社会习俗及审美偏好。在服饰品牌门店设计中，融合当地文化元素已成为一种重要的趋势，通过这种方式，品牌不仅能够更好地融入当地市场，还能提升消费者的认同感和品牌忠诚度。例如，海澜之家在马尔代夫的门店设计中，采用红砖建筑与现代玻璃幕墙结合的设计，创造出一种既传统又现代的视觉冲击，呼应了当地的海岛文化，还通过现代材料的运用提升了品牌的国际化形象。而在泰国的门店海澜之家则采用了简约轻快的设计风格，以黑灰线条搭配白色主色调，更具国际质感。这种设计风格不仅符合泰国当地的文化和审美，还通过调整店铺陈列布局和产品结构，更好地满足了当地消费者的需求。因此，服企出海时注重门店设计与当地文化及审美融合，能增强品牌市场影响力，为品牌国际化发展奠定坚实基础。



资料来源：海澜之家官网、中国银河证券研究院



资料来源：海澜之家官网、中国银河证券研究院

(五) 体育品牌具备产品价格优势

技术供应链体系重构中国体育品牌的出海竞争力，将生产优势转化为高性价比与高功能性兼具的品牌认知。在国际市场突破中，供应链不仅是成本控制工具，还是支撑品牌构建技术可信度、文化适配纵深、提升需求捕捉敏捷度的核心基建。例如，安踏与全球科研机构、高校及供应商联合创新实现研产销协同，通过材料创新与品控体系获得国际权威认证，打破海外市场对“中国制造=低端”的刻板印象。此外，安踏在海外设立区域总仓形成国际化物流网络，及不断加强对原材料采购溯源要求，优化流程降低成本，匹配海外新兴市场消费者对高性价比产品的需求。除了安踏，如李宁、特步等体育品牌也通过构建优质供应商矩阵、数字化供应链系统等方式，实现供应链能力升级，突破国际品牌供给壁垒。中国体育品牌正将高效生产的固有优势，转化为专业可靠的品牌认知，完成从代工思维到品牌思维的跨越。

表30：国内主要体育龙头供应链特点

品牌名称	供应链建设简介
安踏体育	与全球 60 余家科研机构、高校以及 3000 多家供应商开展联合创新，实现研产销协同；海外设立区域总仓形成国际化物流网络
李宁	挖掘优质供应商资源，形成强大的供应商矩阵，深化柔性供应体系，搭建价值供应链
特步国际	供应链数字化顶层设计，通过智能化、数字化、可持续发展等战略带动供应链上下游创新升级

资料来源：安踏体育等公司公告，中国银河证券研究院

国产体育品牌已构建丰富产品矩阵，全面覆盖大众运动细分领域，可满足新兴市场消费者。国产体育品牌通过丰富的产品矩阵，使产品尽可能全面覆盖各类大众运动场景，并吸引不同层次的消费者。以特步为例，其在跑步领域布局出色，针对不同水平跑者推出特色产品。专业跑者追求竞速快跑，特步为此推出 160X、260X 和 360X 系列，满足冲刺、高强度赛事等需求。普通跑者注重动力畅跑，特步拥有 䨻速和 Reactive Coil 减震旋系列。前者注重跑步过程中的稳定性，后者增强动力反馈。初级跑者需要舒适易跑体验，特步打造了 䨻羽、ENERGETEX 聚能弹等产品。多元化的产品结构已经得到国内消费者认同和检验，针对海外新兴消费市场，多元结构的消费圈层和人群也需要依托完善的产品结构供给，才可以满足海外消费者需求。国产体育服饰品牌经过多年国内市场的洗礼，在产品上已经具备了在海外市场竞争的优势。

表31：特步国际产品矩阵

适用场景	产品系列	产品科技
竞速快跑（专业/精英跑者）	160X	PISA 超临界发泡技术的 XTEP ACE 缓震科技，T700 碳纤维异构板，超薄轻质 CPU 材料大底
	260X	PISA 超临界发泡技术的 XTEP ACE 缓震科技，T400 碳纤维异构碳板，马拉松级 CPU 大底
	360X	XTEP ACE 缓震科技，T400 碳纤维异构碳板
动力畅跑（普通跑者）	骊速	XTEP ACE 缓震科技，中足嵌 TPU 稳定装置，着力位贴轻质耐磨橡胶
	Reactive Coil 减震旋	中空回旋设计减震，后掌采用双层镂空结构设计
舒适易跑（初级跑者）	骊羽	特殊高分子材料，具有轻质、耐压性好的特点
	ENERGETEX 聚能弹	全新研发复合发泡材料，兼具回弹性和耐久性
	氢风	全掌轻质中底材料结合 TPU 镂空结构
	Air Mega 气能环	由单一或多个不同形状的气垫结构相连而成的缓震系统
	特步柔立方	设计出位于鞋底的独立柔软模块组合并根据足底的动态压力分布来进行排布

资料来源：特步国际公司官网、公司公告、中国银河证券研究院

在技术储备方面，国产体育品牌已经基本拥有和国际大牌竞争的产品实力。在大众跑鞋领域，国产体育品牌构建起从基础材料到应用场景落地的全链路研发能力，在多个功能指标上均有技术性突破，增加消费者实际运动体验。比如，李宁运动鞋的核心科技矩阵精准覆盖运动场景痛点，在轻量化与能量反馈平衡方面研发中底材料超䨻科技，在复杂路况止滑耐磨方面研发地面控制系统，在面料耐用性方面研发高强度材料极限䨻丝。并且针对不同运动人群研发专属科技，针对马拉松运动员研发提升跑步经济性的最速曲线系统，针对篮球运动员研发出提升纵跳水平的碳䨻一体创新性结构科技。此外，特步、安踏、361 度等运动品牌也在材料、结构、功能与环保等多方面持续创新，形成覆盖产品全生命周期的技术生态，既满足发达国家市场对产品极致性能的追求，又契合新兴市场对耐用性的需求。这些立体化技术矩阵的构建，使国产体育品牌正成为国际大型赛事一些职业运动员的核心装备，打破了国际品牌在运动装备领域的技术垄断。

表32：国内体育公司产品技术

品牌名称	科技名称	产品科技简介
特步国际	XTEP ACE 科技	全新升级 PISA 超临界射胚发泡技术，轻量化提升，单只重量低至 179g，缓震提升 6.6%，回弹提升 6.1%。
	XTEP POWER 科技	行业首款 GT700 碳板，集轻量、推进、耐久于一体，根据运动力学调校形态，推进性提升 9.9%。
	XTEP FIT 科技	根据国人脚型大数据，结合脚背、足弓、脚踝结构特征和运动发力特点，研发国人专属鞋楦。
李宁	李宁超䨻科技	密度可突破 0.07g/cm3 的超级轻量中底材料科技，重量降低 30%-50%。
	李宁弼科技	异形结构打造极致储能回弹的创新科技，提升 27%回弹、26%减震、3%跑步经济性。
	碳核芯	针对篮球运动科学研发的碳䨻一体创新性结构科技，提升 3.8% 原地纵跳、4.1%助跑纵跳、12%纵跳速率加快。
	地面控制系统	止滑耐磨双向突破的地面控制系统，提升 50%湿地止滑、32%灰尘止滑、5 倍耐磨。
	最速曲线系统	针对马拉松运动科学研发的创新性双段助推结构科技，提升跑步经济性 8.4%。
	极限䨻丝	高达 4700N 的强韧材料科技，提升 700%强度、240%耐磨。
安踏体育	柔心纱	创新纤维制备、长丝/短纤维分层控制的复合成纱技术及高效生产装备。
	安踏膜	通过 PTFE 膜的界面结构改性及孔结构设计，获得了高耐水压、耐水洗、低成本、高透气的单组分 PTFE 微孔纤维薄膜。
	弦科技	鞋面的创新结构，结合仿生复合料，相较于普通涤纶，纱线强度提升 2.6 倍，重量较飞织面料降低了 57%，耐性是普通涤纶材质鞋面的 2.5 倍。
	氮科技	氮 PRO 顶尖材料，具有材料密度 0.085g/cm，能量回归超 90%的行业领先性能。
	再生无水着色技术	从源头解决了传统印染环节高水耗、高能耗、高碳排的问题，达到绿色环保、节水高效的色效果。
361 度	碳临界	尼龙颗粒超临界发泡工艺，中底材料耐撕裂性能，耐久性提高，能量反馈 88%+。
	动态碳纤维板启动片	独创动态碳板设计，自适应跑者脚部不同部位，增强滚动推进力。
	碳丝	独家碳丝机质科技鞋面，回收二氧化碳参与造纱与染纱过程轻韧双修，增强纱线回弹。
	动态落着设计	触地蹬伸 6MM 落差，支撑期 9MM 落差，前后掌动态产生落差，提升推进力。

资料来源：特步国际等公司官网、中国银河证券研究院

国产体育品牌在产品、技术、研发具有竞争力的同时终端产品具备价格优势。国产体育品牌通过整合供应链各环节资源，保证产品质量的前提下降低成本，打造高性价比产品，以技术溢价结合普惠定价的策略突破国际市场的价值认知壁垒。以安踏体育为例，其自主研发的氮科技中底以超低密度和高能量回归对标国际高端产品，却将核心品类价格控制在 22-137 美元之间，较同类国际品牌价格便宜 40%-60%，性价比优势显著。国产运动品牌使高性能、低成本的矛盾诉求转化为差异化竞争力。价格优势显著降低新兴市场消费者的决策门槛，考虑全球不同消费层次的需求，赋予产品强有力的国际竞争力。

表33：安踏体育与国外体育品牌产品价格带及产品介绍

品牌名称	价格带	热销产品示例图
安踏体育	199-999RMB 27-137 美元（折算）	
361 度	459-1153 港币 59-148 美元（折算）	
Nike	70-260 美元	
Adidas	56-180 美元	

资料来源：Lazada 电商平台官网、中国银河证券研究院

六、投资建议

投资建议：品牌服饰出海仍处于布局阶段，目前还未形成一定规模体量和品牌影响力。从扩展海外市场需要的必要标准来看，资金实力、国内品牌影响力、产品力是未来品牌出海能否成功的关键。体育服饰方面，关注当前海外渠道有所布局，且在国内市场已具备一定销售规模，持续加速推进产品出海的**安踏体育、李宁、特步国际、361度**。休闲服饰方面，龙头公司依托自身优势，通过国内完善优质的供应链为海外市场输出高质量产品，建议关注**海澜之家、森马服饰、报喜鸟**。此外，关注箱包服饰代工龙头**开润股份**。

七、风险提示

1、国际贸易政策波动的风险

近几年国内纺织服装出口规模不断增长，但随着国际贸易政策不断调整，对国内纺织服装品出口产生一定不利影响。近年海外部分地区对国内纺织出口产品提高关税，如果就国际贸易政策持续调整，例如贸易摩擦、关税增加等限制性措施将制约我国纺织品出口规模。

2、品牌出海布局不及预期的风险

国内品牌出海仍处于发展前期，虽然在部分国家和地区已经有所布局，但规模有限。如果海外布局进度不及预期或投入产出比不及预期，可能短期会对公司业绩造成不利影响。

3、海外市场需求不及预期的风险

欧美消费市场规模较大，新兴国家经济发展增速较高，为国内品牌出海提供了坚实的发展基础。但如果海外经济发生重大变化导致经济增速、收入预期、消费情绪发生波动，对国内品牌海外销售将会产生影响。

图表目录

图 1: 社会消费品零售总额及增长率变化	6
图 2: 服装鞋帽、针、纺织品类商品零售类值累计值及增长率变化	6
图 3: lululemon2015-2023 财年营业收入变化 (单位: 亿美元)	8
图 4: lululemon2015-2023 财年净利润变化 (单位: 亿美元)	8
图 5: 北美以外地区 2015-2023 财年营收及占比变化 (单位: 亿美元)	9
图 6: 2023 年 lululemon 全球分地区营收占比	9
图 7: 2014-2023 年美国参与瑜伽运动人数变化 (单位: 百万人)	9
图 8: 2016-2023 年中国瑜伽市场规模变化 (单位: 亿元)	9
图 9: 2010-2023 年海外直营店数量变化 (单位: 个)	12
图 10: 2022-2023 年第三方特许经营店数量 (单位: 个)	12
图 11: On2019-2023 年营业收入及增速 (亿元)	13
图 12: On2019-2023 年净利润变化及增速 (亿元)	13
图 13: On2019 年来不同地区 DTC 渠道营收占比变化	14
图 14: ON2019 年来 DTC 渠道营收及其占比和变化 (亿元)	18
图 15: 耐克公司 2016-2024 年营业收入及增速	18
图 16: 耐克公司 2016-2024 年净利润及增速	18
图 17: 耐克公司 1988 年至 1994 年分地区收入 (单位: 亿美元)	19
图 18: 耐克公司 1988 年至 1994 年分地区收入增速	19
图 19: 耐克公司 1988 年至 1994 年分地区收入占比	19
图 20: 耐克公司 2009 年至 2024 年本土市场与海外市场门店数量情况 (单位: 个)	23
图 21: 2005-2023 年迅销集团营业收入及增长率变化	24
图 22: 2005-2023 年迅销集团归母净利润及增长率变化	24
图 23: 2011-2019 年迅销集团营业收入各地区占比变化	24
图 24: 2011-2019 年迅销集团本土及海外市场增长率变化	24
图 25: 优衣库实施独特的 SPA 战略	25
图 26: 优衣库各地区线上收入 (亿日元)	27
图 27: 2006-2018 年优衣库本土及海外店铺数量变化 (家)	27
图 28: 亚玛芬体育股权结构	28
图 29: 2020-2023 年地区营收占比及增速 (单位: 亿美元)	29
图 30: 2020-2023 年分部营收占比及增速 (单位: 亿美元)	29
图 31: 亚玛芬体育业务矩阵	31
图 32: 2020-2023 年分渠道营收占比及增速 (单位: 亿美元)	32
图 33: 希音商业模式图	34
图 34: 纺织服饰行业品牌出海历史复盘 (2004-2012)	36
图 35: 纺织服饰行业品牌出海历史复盘 (2013-2018)	37

图 36: 纺织服饰行业品牌出海历史复盘 (2019-2024)	38
图 37: TikTok 上汉服领域人气博主	40
图 38: NewMoonDance 畅销产品在海外售价	41
图 39: 高梵巴黎莎玛丽丹限时精品店	41
图 40: 莎玛丽丹限时精品店店内展出	41
图 41: 子不语供应链建设	42
图 42: 海澜之家吉隆坡 My Town 门店	44
图 43: 海澜之家日本 Aeon Mall 门店	44
图 44: URBAN REVIVO 海外官网商品示例图	45
图 45: 361 度海外官网商品示例图	45
图 46: 海澜之家在马尔代夫的门店	47
图 47: 海澜之家在泰国的门店	47
表 1: 国家消费品及制造业出海鼓励政策	5
表 2: 各国 2019-2023 年 GDP (单位: 亿美元)、人均收入 (单位: 美元) 及同比增速	6
表 3: 各国 2019-2023 年社会消费品零售总额及增速	7
表 4: lululemon 主要面料技术分类及描述	10
表 5: lululemon 在不同国家推出的系列产品	10
表 6: lululemon 海外开展部分典型活动	13
表 7: On2021-2023 年全球分地区收入结构 (亿元)	14
表 8: 主要鞋类产品分类	15
表 9: ON 主要专利技术	16
表 10: ON 主要赞助事件	17
表 11: 耐克 1984 年至 1997 年与乔丹合作时间线	20
表 12: 耐克 1985 年至 1994 年乔丹系列发布情况	20
表 13: 耐克 1984 年至 1994 年营销情况	21
表 14: 耐克 1985 年至 1997 年技术突破情况	22
表 15: 优衣库特色面料与产品	25
表 16: 优衣库任命熟悉当地情况的海外高管	26
表 17: 亚玛芬体育核心品牌介绍	27
表 18: 亚玛芬高管任职情况	30
表 19: 亚玛芬体育产品技术应用情况	31
表 20: 2020-2023 年各版块渠道收入情况	33
表 21: 快时尚品牌上新节奏及连衣裙价格带	34
表 22: SHEIN 供应商合作模式	34
表 23: 纺织服饰行业品牌出海规划	39
表 24: 李宁、波司登首次亮相世界时装周	40

表 25: 快时尚出海品牌供应链模式.....	42
表 26: LilySilk 与国外丝绸品牌产品价格带及产品示例	43
表 27: 出海品牌海外渠道布局概况.....	45
表 28: 品牌出海气候适配的产品设计概况	46
表 29: 品牌出海文化融合的产品设计概况	47
表 30: 国内主要体育龙头供应链特点	48
表 31: 特步国际产品矩阵	49
表 32: 国内体育公司产品技术.....	50
表 33: 安踏体育与国外体育品牌产品价格带及产品介绍.....	51

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服饰行业首席分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015 年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得 2019-2020 年机构投资者 II 评选纺织零售行业第三名，2021-2023 水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn