

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（四）： 高尔夫运动行业全景图

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）

2025年4月18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四篇，随着高尔夫运动回归奥运会，以及在国家政策的大力支持下，我们密切关注运动户外的细分赛道。特别关注户外运动产业链上下游的研究，寻找高尔夫运动行业相关的投资机会。

- **全球高尔夫装备（含鞋服）行业规模持续增长。**根据Market Research Future，2024年全球高尔夫装备市场规模为132.6亿美元，预计到2032年将增至186.6亿美元，2024-2032年CAGR约为4.36%。随着不同国家及地区对高尔夫产业链经济价值的认可，各国家及地区积极出台政策并采取积极措施推广高尔夫运动，不断推动高尔夫装备市场规模持续扩大。其中，**高尔夫产业链结构多元并协同发展。**1) 上游为高尔夫球具制造商和高尔夫球场修建维护，其中高尔夫球杆和高尔夫球的研究制造是产业链的核心。2) 中游为赛事组织运营及高尔夫俱乐部，是整个产业链的助推器。3) 下游为高尔夫衍生业态，包括高尔夫旅游、房地产及酒店等。
- **中国高尔夫运动市场规模增长较快。**据华经产业研究院的《2023年中国高尔夫球运动行业现状及发展趋势分析》，2016-2019年我国高尔夫产业总规模从86.4亿元增至98.3亿元，**高尔夫球运动人数总量保持增长态势。**根据华经产业研究院数据，截至2022年，我国高尔夫球运动人数约97.5万人。我们认为，我国高尔夫运动正逐步朝着大众化及年轻化方向发展。**相较欧美，我国高尔夫运动鞋服行业发展较为特殊。在我国，高尔夫鞋服通过高尔夫式的“健康慢生活”方式，传播高尔夫运动特有的文化内涵。高尔夫鞋服穿着场景不仅适用于高尔夫球场，也适用于商务休闲场合。**即高尔夫鞋服源于高尔夫运动，又超越了高尔夫运动本身。**由于高尔夫服饰穿着场景的多元化，不断打开高尔夫服饰的市场空间。**从我国高尔夫鞋服市场，高尔夫鞋服品类主要为T恤、毛衫、夹克、休闲长裤等，逐渐成为中高消费人士的着装选择。**我们认为，随着高尔夫服饰在我国的发展，并结合我国高尔夫鞋服行业的特点，我国高尔夫鞋服行业逐渐演绎为四大组成要素，即高度、深度、宽度、亮度。**这四个要素与高尔夫服饰的市场定位一一对应，即高度-高端性，深度-专业性，宽度-宽泛性，亮度-时尚性。同时，我国高尔夫鞋服品牌的市场定位与价格定位与这四大要素密不可分。
- **投资建议及推荐标的：**通过对高尔夫运动产业链的分析，我们认为，高尔夫运动产业链下游的鞋服品牌端具有较好的增长潜力和机遇。具体来看，高尔夫运动上游生产原料端、中下游球具球杆及鞋服品牌端及培训端，都呈现快速发展的趋势及局面。随着可选消费逐渐修复向好，终端消费环境逐渐改善，或将助力高尔夫运动产业链的复苏。基于可选消费修复逻辑，我们认为，在国家政策对高尔夫运动的支持下，以及高尔夫运动重返奥运会比赛的加持下，高尔夫运动逐渐迎来大众化及年轻化的发展趋势。高尔夫运动行业或将迎来全新发展的机遇。**我们建议配置高尔夫运动赛道的优质核心资产，特别是业绩确定性较强且估值具备性价比的标的。其中，建议重点关注市占率较高且有边际改善的高尔夫服装品牌企业。主要关注标的：比音勒芬，安踏体育。**

风险提示：1) 消费偏好变化风险，2) 高尔夫运动渗透率的持续提升具有不确定性，3) 细分运动户外市场竞争加剧风险。



目录CONTENTS

- 01 高尔夫运动概览
- 02 高尔夫运动装备（含鞋服）行业
- 03 投资建议及主要关注标的
- 04 风险提示

01 高尔夫运动的起源、基本规则及比赛形式

- **高尔夫运动的起源：**高尔夫运动起源于15 世纪苏格兰，至今有500 多年历史。高尔夫 (Golf) 一词由绿色 (Green)、氧气 (Oxygen)、阳光 (Light)、步履 (Foot) 四个英文单词首字母组成，寓意着“在绿地和新鲜空气中的健康生活”。
- **高尔夫运动基本规则：**将一颗球从球台开始连续击打至其入洞。比赛球员2-4人为一组，在球场的发球区依次用高尔夫球杆把各自的球击出后，一起经球道走向球的落点，继续击球直至将球击入洞内。击球的标准杆数一般为72杆，以击球杆数少者为胜。
- **高尔夫运动的比赛形式：**分为比杆赛及比洞赛两种，其中以比杆赛的形式较为常见。1) **比杆赛：**将每一洞的杆数相加，待打完一场标准游戏 (18 洞) 后，以总杆数评定胜负。2) **比洞赛：**同样以杆数为基础，但是以每洞的杆数决定该洞的胜负，每场再以累计胜负球洞数裁定成绩。

图表1、高尔夫球具等相关装备



资料来源：本间高尔夫招股书，头豹研究院，平安证券研究所

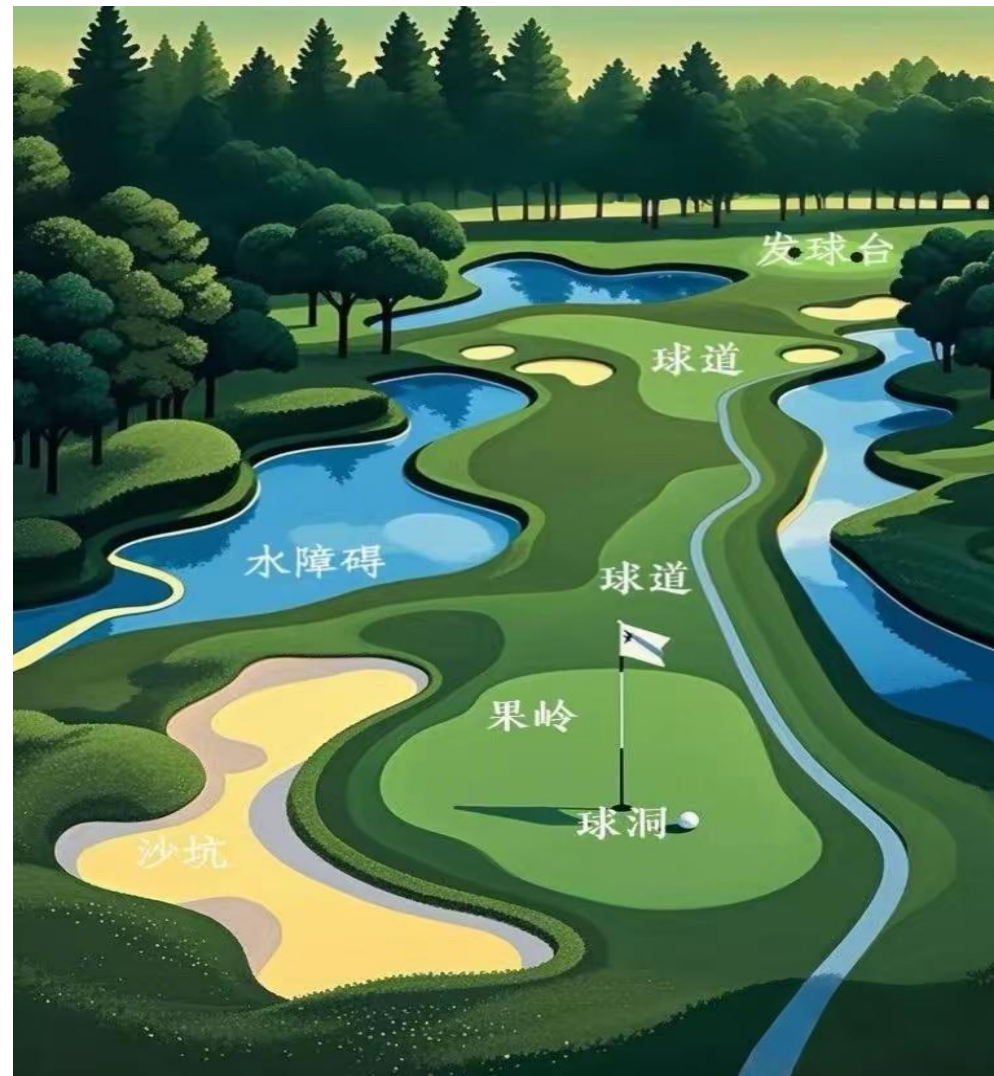
图表2、高尔夫的比赛形式

比赛形式	规则
比杆赛 (STROKE PLAY)	<p>比杆赛，将每一洞的杆数相加，待打完一场标准游戏 (18 洞) 后，以总杆数评定胜负。</p> <p>具体来看，比赛者在打完规定之回合数时，一般职业比赛均为 4 天 4 回合 72 洞 (但也有例外)，其总杆数最少者，即为冠军。</p> <p>一般非职业球友，如在所参加之球队月例赛打一天 18 洞，其杆数即为该月份之总杆成绩，成绩最佳者为总杆冠军。</p>
比洞赛 (MATCH PLAY)	<p>比洞赛，以杆数为基础，以每洞的杆数决定该洞的胜负，每场再以累计胜负球洞数裁定成绩。</p> <p>具体来看，每一个洞为一单元来决定输或赢之比赛，每一洞杆数最少之一方，即为该洞之获胜者，在比赛规定之洞数，一般均为 18 洞，但也有 2 回合 36 洞之比洞赛，如果一方领先之洞数超过未打之洞数，胜负已分故可终止比赛，领先之一方即为优胜者。</p>

01 高尔夫运动的场地要求

- 高尔夫场地要求：标准长度为6,500 至7,000 码，占地面积一般为50 公顷到100 公顷左右。一个标准的高尔夫球场一般有18 个球洞，各个球洞之间为首尾衔接的球道，其中3 杆洞球道长度为250 码以下、4 杆洞球道长度为251 至470 码、5 杆洞球道长度为471 码以上。每个球洞的起终点之间存在“发球区”、“球道”、“长草区”、“沙坑”、“水障碍区”和“球洞区”等。

图表3、高尔夫球场布局图



资料来源：头豹产业研究院，平安证券研究所

01 高尔夫运动的场地分类

- 高尔夫球场的场地类型：高尔夫球场可以根据球场的长度和标准杆数以及球场建造地特征分类。1) 根据高尔夫球场的长度和标准杆数分类，高尔夫球场可分为正规球场、锦标赛球场、行政球场和短球场。2) 根据球场建造场地类型和特征分类，球场可分为林克斯球球场、内陆球场、公园球场、森林球场、山地球场、丘陵球场、海滨球场、沙漠球场、荒地球场、高原球场和坡地球场。

◎ 图表4、高尔夫球场分类，按球场长度及标准杆数目划分

球场类型	杆数(杆)	总长度(码)
正规球场 (Rdgulation Course)	68杆以上	6,000码以上
锦标赛球场 (Championship Course)	72	6,500码以上
行政球场 (Executive Course)	56-62	3,000-6,500码
短球场 (Short Course)	28-31	3,000码以下

资料来源：头豹产业研究院，平安证券研究所

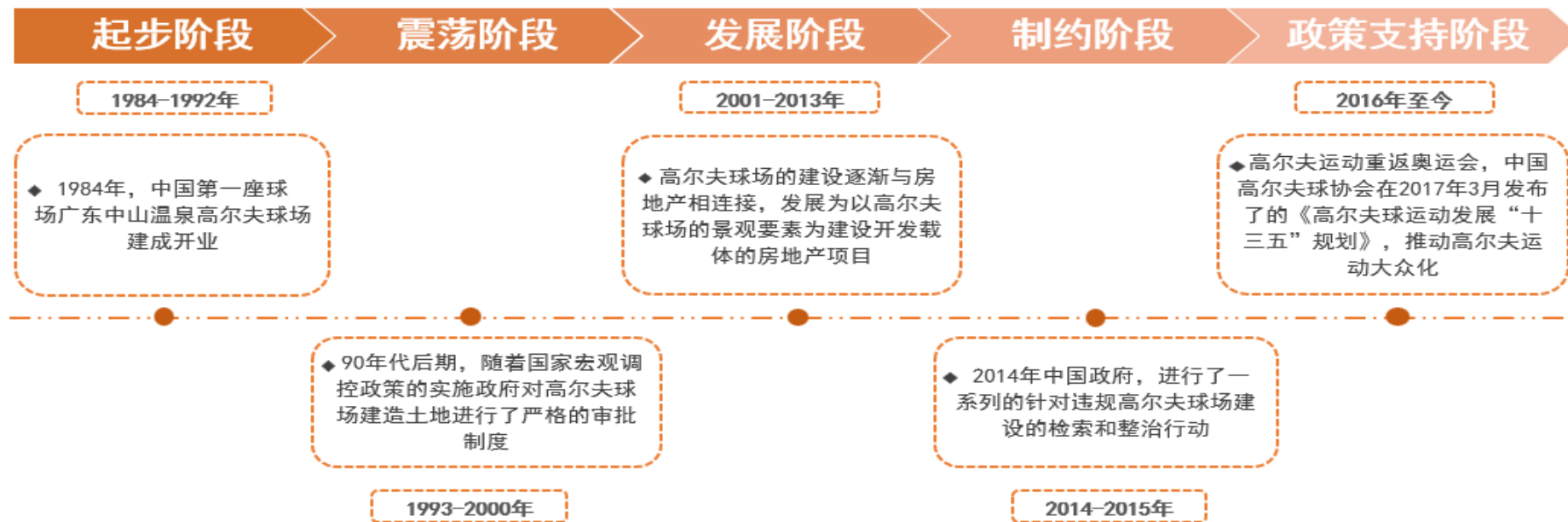
◎ 图表5、高尔夫球场分类，按建造场地类型及特征划分

球场类型	解释
林克斯球场	类似于苏格兰海滨林克斯地貌特点的球场，主要特点为具有绵延起伏的球场，稀稀疏疏的树木，球场相对平坦，视野开阔
内陆球场	远离海岸，地处大陆腹地的球场
公园球场	球场地面上散布着灌木丛和树丛，林木稀疏而茂密遮荫，地势相对平坦，视线较为开阔
森林球场	地势相对平坦，视线开阔，以茂密的森林为主要特征
山地球场	建设在山地地形，原始地面起伏大的球场，山地球场根据山地地形将球道安排在平坦的山腰或山脚，使球道绕山转
丘陵球场	原始地形舒缓，起伏适度
海滨球场	建设在海边，以大海为主要景观的球场
沙漠球场	建立在戈壁和沙漠上的高尔夫球场
荒地球场	建立在开放起伏的场地上的球场
高原球场	建立在海拔2,135米以上的自然森林中的球场
坡地球场	建立在多坡地形上的球场

01 中国高尔夫运动行业的发展历程

- 中国高尔夫运动行业发展历程：我国高尔夫运动行业起步较晚，自1984年开始发展，主要经历了四个发展阶段：1) 1984-1992年，起步阶段；2) 1993-2000年，震荡阶段；3) 2001-2013年，发展阶段；4) 2014-2015年，制约阶段；5) 2016年至今，政策支持阶段。

图6、中国高尔夫运动行业发展历程



资料来源：头豹产业研究院，平安证券研究所

01 高尔夫运动获得政策支持

- 利好政策出台，推动高尔夫运动发展。2016年8月，国家体育总局和国务院联合发布《竞技体育“十三五”规划》（下文简称《规划》），《规划》中将高尔夫运动列入了竞技体育范围，对高尔夫运动的本质给予了认可。受益于高尔夫运动重返奥运会带来的热潮，2016年起中国出台相关政策鼓励大众参与高尔夫运动，并促进高尔夫运动发展，致使中国高尔夫运动市场开始复苏。中国将高尔夫列入健身休闲产业体系，意味着高尔夫开始撕掉“贵族运动”的标签，走向平民化，成为大众体育，为经济建设服务。

● 图表7、近年来，中国高尔夫运动行业政策变化

政策名称	颁布日期	颁布主体	主要内容及影响
《高尔夫球场运动发展“十三五”规划（征求意见稿）》	2017年3月	中国高尔夫协会	推动高尔夫运动大众化工作的全面开展，在“十三五”期间实现高尔夫球参与人数达到3000万人，青少年参与人数达到2000万人的目标
《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	2016年10月	国务院	提出推动高尔夫等运动项目健康发展，培育相关专业培训市场
《竞技体育“十三五”规划》	2016年8月	国家体育总局和国务院	将高尔夫运动列入了竞技体育范围，对高尔夫运动的本质做了认可
《关于落实高尔夫球场清理整治措施的通知》（发改社会[2014]1496号）	2014年11月	国家发改委等11部	要求对现存高尔夫球场进行分类清理
《关于开展全国高尔夫球场综合清理整治工作的通知》（发改社会[2011]741号）	2011年4月	国家发改委等11部	要求各地成立工作组，将本地区所有球场名单及违规球场清理整治情况汇总
《关于开展高尔夫球场建设情况调查的通知》	2009年9月	国家发改委	提出要求各地对本地区9洞以上或占地500亩以上的高尔夫球场情况进行摸底
《国务院关于印发2007年工作要点的通知》（国发[2007]8号）	2007年3月	国务院	要求各地政府落实禁止类和限制类项目用地的规定，特别要禁止别墅类房地产开发、高尔夫球场、党政机关和国有企事业单位新建培训中心等项目用地
《关于发布实施〈限制用地项目目录（2006年本）〉和〈禁止用地项目目录（2006年本）〉的通知》（国土资发[2006]296号）	2006年12月	中国国土资源部	将高尔夫球场项目列为禁止用地项目目录
《国务院关于深化改革严格土地管理的决定》（国发[2004]28号）	2004年10月	国务院	提出继续停止高档别墅类房地产、高尔夫球场等用地的审批
《关于暂停新建高尔夫球场的通知》（国办发[2004]1号）	2004年1月	国务院	提出地方各级人民政府、国务院各部门一律不得批准建设新的高尔夫球场项目
《关于进一步采取措施落实严格保护耕地制度的通知》（国土资发[2003]388号）	2003年11月	中国国土资源部	对不符合国家产业政策的项目、不切实际的“形象工程”、“政绩工程”项目、别墅项目、高尔夫项目，一律不得报批用地
《关于进一步加强土地管理切实保护耕地的通知》（中发[1997]11号）	1997年5月	国务院	严格控制征用耕地出让土地使用权，禁止征用耕地、林地和宜农荒地出让土地使用权用于高尔夫球场、游乐园、仿古城、高级别墅区等高档房地产开发建设以及兴建各种教堂、寺庙、祠堂

资料来源：头豹产业研究院，平安证券研究所

01 高尔夫运动重返奥运会，我国引入高尔夫运动赛事

- 引入高尔夫赛事，提升高尔夫运动热度。中国通过积极发起或引进国内外重要的高尔夫赛事来传播高尔夫运动文化，推动高尔夫运动在中国的发展，著名赛事包括“VOLVO”中国公开赛、“BMW”亚洲锦标赛、“汇丰”职业高尔夫冠军挑战赛、“世界杯”职业高尔夫队际锦标赛、“欧洲巡回赛”和“美国巡回赛”的中国分站赛等。

● 图表8、我国高尔夫赛事一览表

赛事名称	引入时间	赛事级别	赛事内容
VOLVO中国公开赛	1995年	国家级锦标赛、DP世界巡回赛认证	中国大陆历史最悠久的男子职业高尔夫球赛事，由沃尔沃汽车冠名赞助，每年吸引国际顶级选手参赛。赛事奖金高，是推动中国高尔夫运动发展的重要平台。
BMW亚洲锦标赛	2004年	亚巡赛认证	BMW亚洲锦标赛是宝马品牌支持的职业高尔夫赛事，属于亚洲巡回赛的一部分，吸引了众多亚太地区及国际顶尖球员参赛。赛事旨在促进亚洲高尔夫运动的发展。
汇丰职业高尔夫冠军挑战赛	2005年	世锦赛（WGC）	汇丰冠军赛是世界高尔夫锦标赛系列赛之一，也是在中国举办的最高级别职业高尔夫赛事。赛事奖金丰厚，赛事阵容以“汇集世界各地冠军球手”为特色，赛制为72洞个人比杆赛，吸引了全球顶级高尔夫球手参赛，被称为“亚洲大满贯”。
世界杯职业高尔夫队际锦标赛	2007年	世界级，国际队际赛	高尔夫世界杯是一项以国家为单位的团队比赛，汇聚了来自世界各地的国家队。赛事通过双人四球赛和单人比杆赛的形式进行，历史悠久，影响力广泛。
欧洲巡回赛（中国分站）	2004年	世界级，DP世界巡回赛认证	作为欧洲巡回赛在中国大陆举办的分站赛事，吸引众多欧洲及全球优秀高尔夫选手参赛。比赛规则和评判标准遵循欧洲巡回赛规范，对推动中国高尔夫与国际高尔夫赛事接轨有积极意义
美国巡回赛（中国分站）	2013年	世界级，PGA巡回赛相关赛事	作为美国高尔夫巡回赛在中国大陆举办的分站赛事，邀请美国及全球高水平高尔夫选手参赛。赛事规则和组织形式遵循美国巡回赛标准，为中国高尔夫爱好者带来高水平的高尔夫竞技体验，促进中美高尔夫运动交流

资料来源：各体育赛事官网，平安证券研究所



目录CONTENTS

- 01 高尔夫运动概览
- 02 高尔夫运动装备（含鞋服）行业
- 03 投资建议及主要关注标的
- 04 风险提示

02 高尔夫产业链多元化且发展成熟

- 高尔夫产业链已形成结构多元，上下协同的完成产业链。具体来看，1) 上游为高尔夫球具制造商和高尔夫球场修建维护，其中高尔夫球杆和高尔夫球的研究制造是产业链的核心。2) 中游为赛事组织运营及高尔夫俱乐部，是整个产业链的助推器。3) 下游为高尔夫衍生业态，包括高尔夫旅游、房地产及酒店等。

图表9、高尔夫装备行业产业链结构图



图表10、2024年中国碳纤维（高尔夫球杆的核心原材料）行业代表性企业区域分布



资料来源：华经产业研究院，前瞻产业研究院，平安证券研究所

03 全球高尔夫装备（含鞋服）行业规模持续增长

■ 全球高尔夫装备（含鞋服）行业规模持续增长。根据Market Research Future，2024年全球高尔夫装备市场规模为132.6亿美元，预计到2032年将增至186.6亿美元，2024-2032年CAGR约为4.36%。随着不同国家及地区对高尔夫产业链经济价值的认可，各国家及地区积极出台政策并采取积极措施推广高尔夫运动，不断推动高尔夫装备市场规模持续扩大。

图11、2018-2032年全球高尔夫装备行业规模（亿美元）

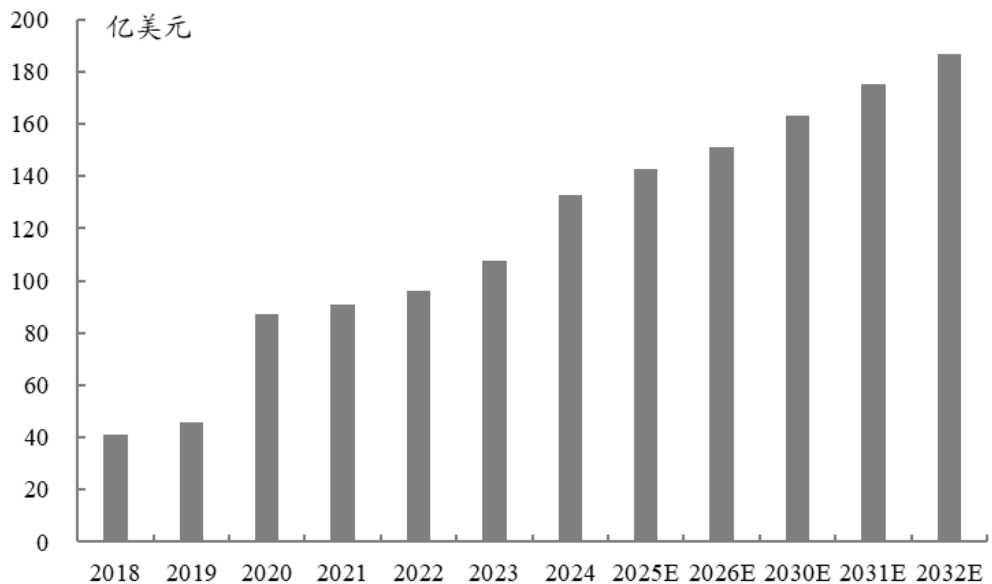
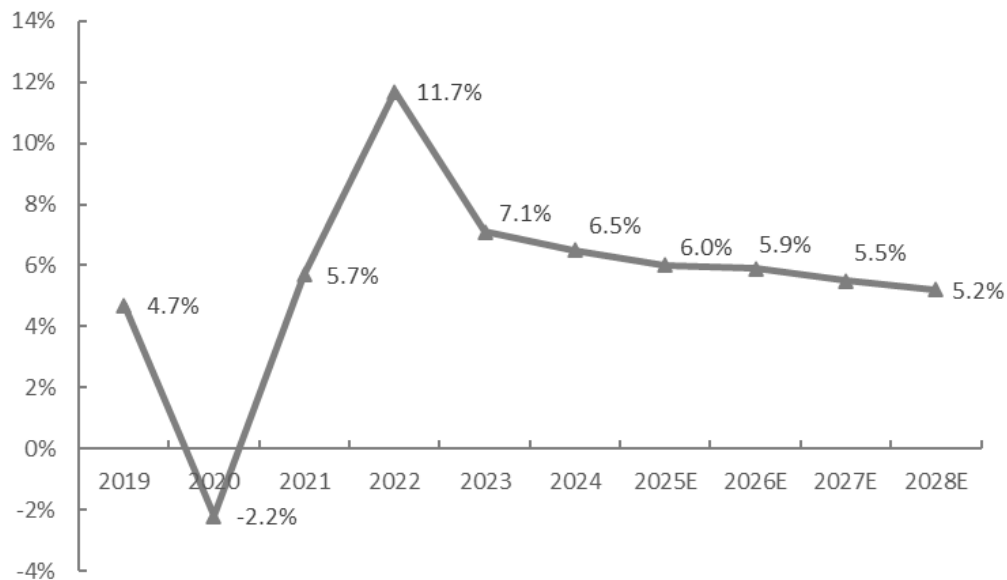


图12、2019-2028年我国高尔夫装备行业收入增速（%）



资料来源：前瞻产业研究院，Market Research Future，Statista，平安证券研究所

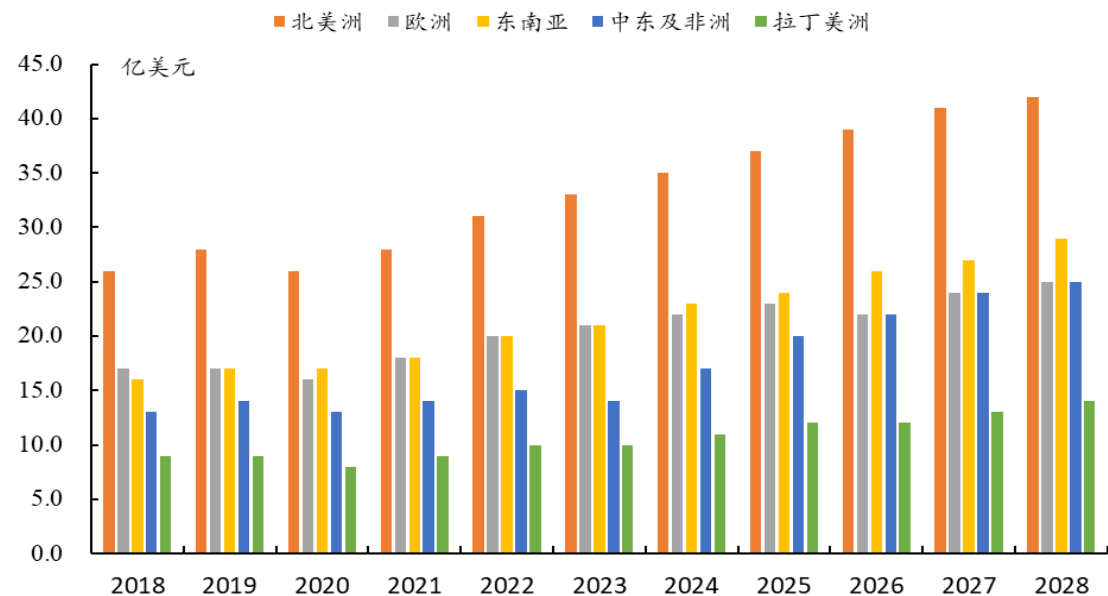
03 区域规模对比：北美位居首位，欧洲次之，亚太增速快

- 从区域上看，北美的高尔夫装备行业规模位居首位。全球高尔夫装备市场按照规模排序依次：北美>欧洲>亚太>中东及非洲>拉丁美洲。
- 具体来看：1) 北美是全球最大的高尔夫装备市场，主要由于其较大的高尔夫消费基础且市场发展较成熟，北美区域也是我国高尔夫产品出口的主要目的地。2) 欧洲次之，主要由于欧洲高尔夫赛事频繁，市场发展繁荣。3) 亚太地区快速增长，主要由于中产阶级扩大，高尔夫运动逐渐流行。4) 中东、非洲及拉丁美洲起步较晚。

图表13、2023年全球高尔夫装备产业按市场规模划分的地区等级



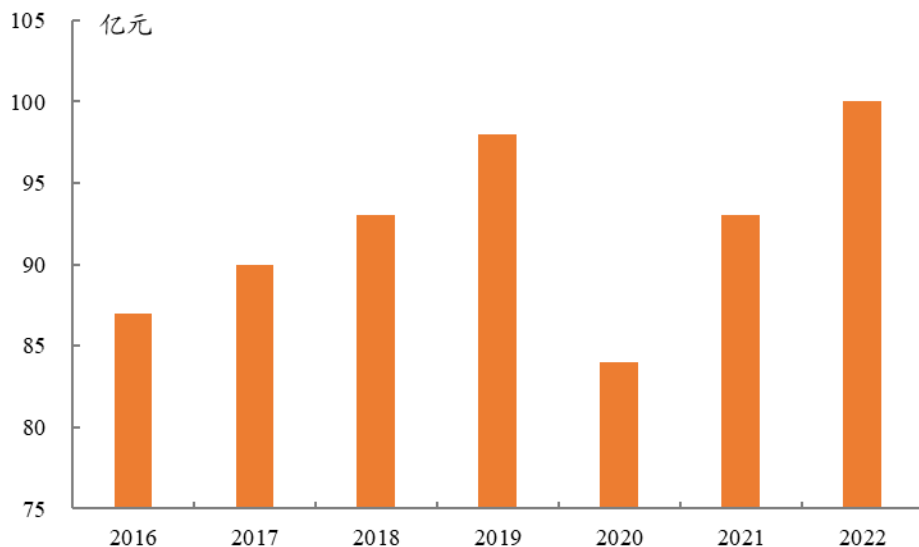
图表14、各地区高尔夫装备产业市场收入及预测（亿美元）



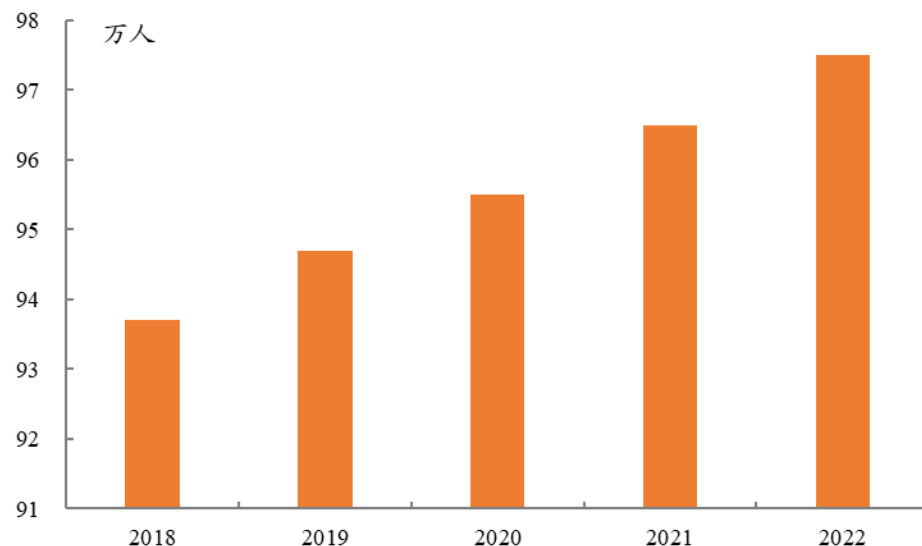
02 中国高尔夫运动市场持续扩张

- **中国高尔夫运动市场规模增长较快。**据华经产业研究院的《2023年中国高尔夫球运动行业现状及发展趋势分析》，2016-2019年我国高尔夫产业总规模从86.4亿元增至98.3亿元，2016-2019年CAGR约为4.4%。2020年由于全球疫情影响，线下高尔夫场地有所减少，高尔夫运动市场规模有所下滑。随着全球疫情影响逐渐消退，2022年我国高尔夫运动市场规模回升至100亿元。
- **高尔夫球运动人数总量保持增长态势。**根据华经产业研究院数据，截至2022年，我国高尔夫球运动人数约97.5万人。我们认为，由于我国高尔夫运动参与人数持续保持增长趋势，且年轻群体参与度也呈现增长态势，我国高尔夫运动正逐步朝着年轻化方向发展。

◎ 图表15、2016-2022年我国高尔夫运动市场规模（亿元）



◎ 图表16、2018-2022年我国高尔夫运动参与人数（万人）



资料来源：华经产业研究院，平安证券研究所

02 中国高尔夫运动鞋服消费特点鲜明

- 相较欧美，我国高尔夫运动鞋服行业发展较为特殊。在我国，高尔夫鞋服通过高尔夫式的“健康慢生活”方式，传播高尔夫运动特有的文化内涵。高尔夫鞋服穿着场景不仅适用于高尔夫球场，也适用于商务休闲场合。即高尔夫鞋服源于高尔夫运动，又超越了高尔夫运动本身。由于高尔夫服饰穿着场景的多元化，不断打开高尔夫服饰的市场空间。从我国高尔夫鞋服市场，高尔夫鞋服品类主要为T恤、毛衫、夹克、休闲长裤等，逐渐成为中高消费人士的着装选择。
- 我们认为，随着高尔夫服饰在我国的发展，并结合我国高尔夫鞋服行业的特点，我国高尔夫鞋服行业逐渐演绎为四大组成要素，即高度、深度、宽度、亮度。这四个要素与高尔夫服饰的市场定位一一对应，即高度-高端性，深度-专业性，宽度-宽泛性，亮度-时尚性。同时，我国高尔夫鞋服品牌的市场定位与价格定位与这四大要素密不可分。

图17、中国高尔夫鞋服市场细分

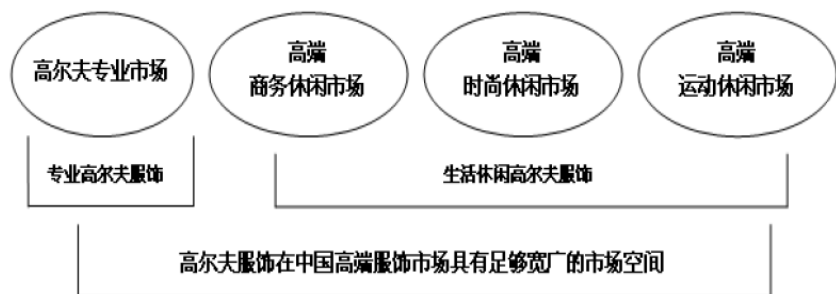
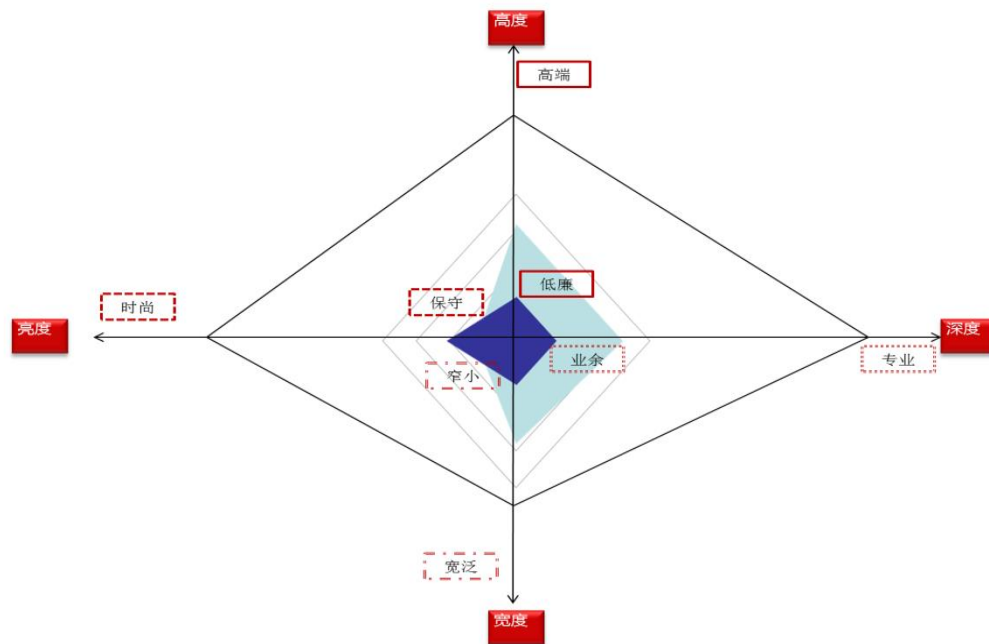


图18、中国高尔夫鞋服市场定位要素

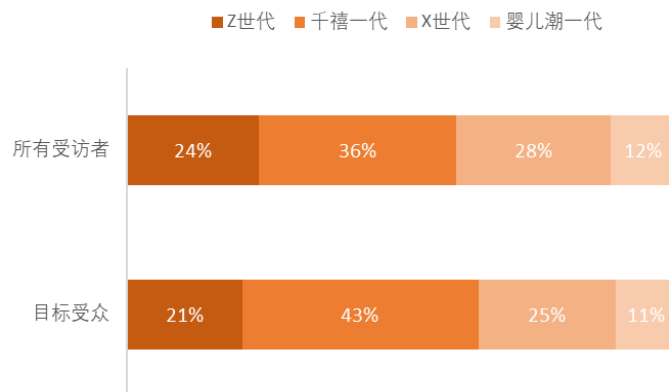


资料来源：比音勒芬招股书，平安证券研究所

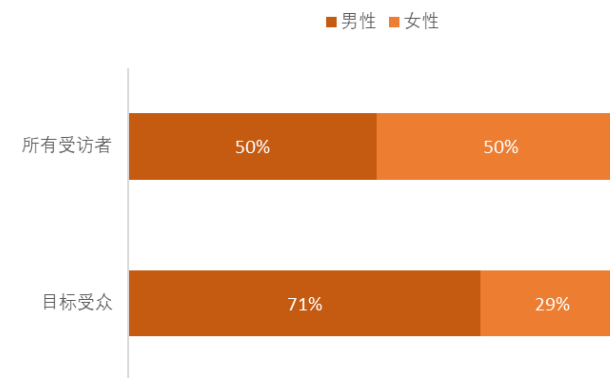
02 高尔夫运动发展趋势1：呈现年轻化趋势

- 美国高尔夫运动行业呈现年轻化及低龄化趋势。千禧一代是美国高尔夫消费群体的主力军，Z世代和X世代的占比基本持平。此外，美国高尔夫运动行业男性群体比例仍然较高。
- 我国高尔夫运动也呈现年轻化趋势，青少年参与感增强。随着高尔夫球运动列为奥运体育竞技项目，越来越多的青少年群体加入高尔夫球运动，各种比赛场次不断增加，为高尔夫运动不断注入生机。青少年高尔夫赛事兴起，促进高尔夫消费群体年轻化。2014年以来，青少年高尔夫赛事蓬勃发展，2016年中国高尔夫球协会授牌全国68家单位成立首批青年竞赛训练基地及中心，为青少年提供职业化、规范化的高尔夫教学指导。

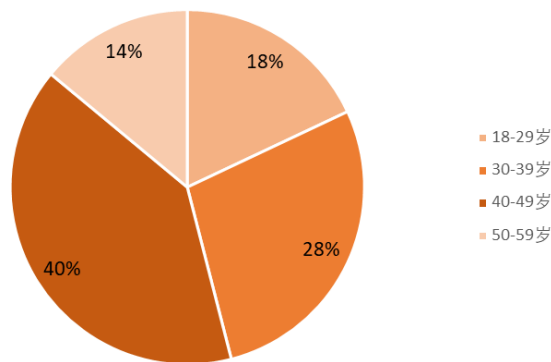
图表19、美国高尔夫消费者年龄分布



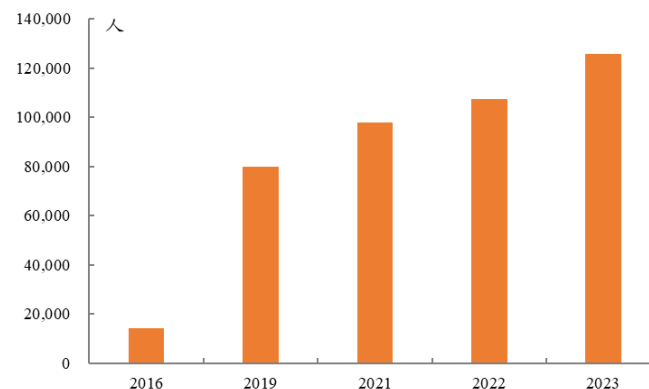
图表20、美国高尔夫消费者性别分布



图表21、中国高尔夫消费者年龄分布



图表22、中国青少年高尔夫消费者参与人数及趋势



资料来源：前瞻产业研究院，Statista，华经产业研究院，《中国青少年高尔夫发展报告（2023）》，平安证券研究所

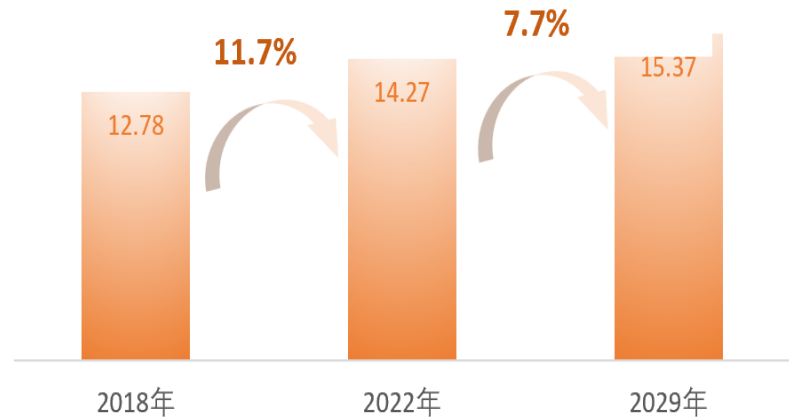
02 高尔夫运动发展趋势2：呈现大众化趋势

- 室内高尔夫兴起，打破高尔夫较高的参与门槛，推动高尔夫运动大众化。室内高尔夫通过模拟软件可在室内开展高尔夫球运动，打破时间、地点等因素限制，在模拟器上可选择数百个球场进行训练和比赛。过去，高昂的教练费用、存包费、打位费、球童费以及俱乐部会费等，让许多人望而却步。现在，供给端正努力降低这些门槛。特别是室内高尔夫的兴起，利用航拍建模和3D还原技术，通过投影仪和高速摄像头，让玩家在室内就能享受真实的高尔夫体验。这种新模式极大地弱化了高尔夫的“高端运动”标签，使其更贴近日常休闲娱乐活动。根据QY Research预测，预计2029年全球室内高尔夫设备市场规模将达至15.37亿美元，2022-2029年CAGR为7.7%。

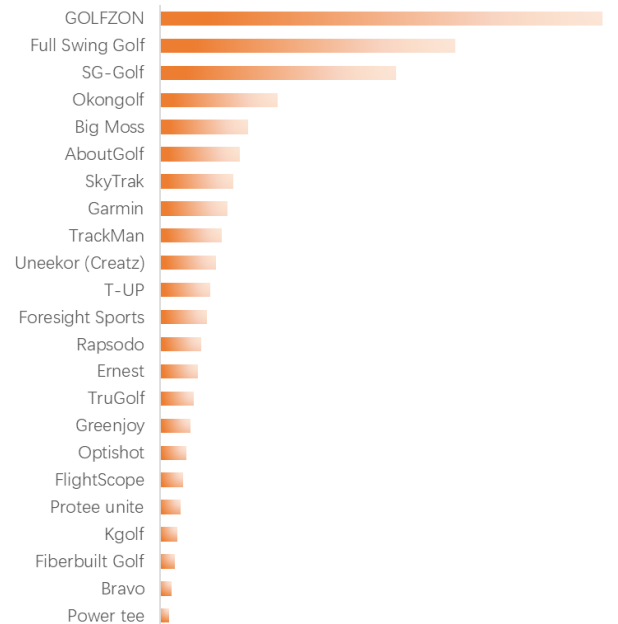
图表23、室内高尔夫模拟器



图表24、全球室内高尔夫设备行业规模（亿美元）



图表25、2022年全球室内高尔夫设备主要供应商排名



资料来源：Foresight Sports公司官网，QY Research，平安证券研究所



目录CONTENTS

- 01 高尔夫运动概览
- 02 高尔夫运动装备（含鞋服）行业
- 03 投资建议及主要关注标的
- 04 风险提示

03 投资建议：建议关注高尔夫运动产业链的投资机会

- 通过对高尔夫运动产业链的分析，我们认为，高尔夫运动产业链下游的鞋服品牌端具有较好的增长潜力和机遇。具体来看，高尔夫运动上游生产原料端、中下游游球具球杆及鞋服品牌端及培训端，都呈现快速发展的趋势及局面。随着可选消费逐渐修复向好，终端消费环境逐渐改善，或将助力高尔夫运动产业链的复苏。
- 基于可选消费修复逻辑，我们认为，在国家政策对高尔夫运动的支持下，以及高尔夫运动重返奥运会比赛的加持下，高尔夫运动逐渐迎来大众化及年轻化的发展趋势。高尔夫运动行业或将迎来全新发展的机遇。我们建议配置高尔夫运动赛道的优质核心资产，特别是业绩确定性较强且估值具备性价比的标的。其中，建议重点关注市占率较高且有边际改善的高尔夫服装品牌企业。主要关注标的：比音勒芬，安踏体育。

03 主要关注标的：比音勒芬（002832.SZ）高尔夫服饰领军品牌

【短期】 线下开店潜力大，线上贡献新力量。1) 线下渠道重视门店效率，精细化管理门店。主品牌门店在高低线城市均衡布局，深挖线下开店空间。2) 线上渠道与头部平台合作，不断强化消费者心智，布局效果明显，有望持续贡献销售增量。

【中长期】 主品牌市占率持续提升，新品牌中长期成长可期。1) 公司为进一步攫取更多的市场份额，通过开设高尔夫独立店，进一步打开销售市场。高尔夫系列产品的时尚度更高且SKU更丰富，能够吸引更多广泛的消费群体。2) 新品牌定位在旅游度假服饰的蓝海市场。相较比音勒芬主品牌，新品牌产品定位中高端，产品价格带略微下移。中长期将有望成为比音勒芬主品牌的补充条线。

【我们的观点】 我们看好比音勒芬持续成长的长短期逻辑，特别是比音勒芬主品牌量价双升的可持续性。根据Wind一致预期，2025年4月17日股价对应PE为11.1倍。

03 主要关注标的：安踏体育（2020.HK）“运动+户外”双管旗下

【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。安踏集团市场份额较高，且对外资的替代“初现”。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118.8亿元/138.0亿元/153.9亿元，同比+16.0%/+16.2%/+11.5%。



目录CONTENTS

- 01 高尔夫运动概览
- 02 高尔夫运动装备（含鞋服）行业
- 03 投资建议及主要关注标的
- 04 风险提示

04 风险提示

- **消费偏好变化风险。**我国新兴的高尔夫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，消费者对高尔夫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。高尔夫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。
- **高尔夫运动渗透率的持续提升具有不确定性。**由于参与高尔夫运动的价格仍然偏高，或将限制部分消费群体的参与度。
- **细分运动户外市场竞争加剧风险。**由于运动户外赛日趋细化，若消费者对其他运动的需求提升较快，则可能会导致对高尔夫运动需求的下滑，或将限制高尔夫运动行业规模的增长。

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替行使独立判断。

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2025版权所有。保留一切权利。