



Research and
Development Center

运动户外行业深度：专业细分时代，品 牌力的构建与兑现

纺织服装

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

纺织服装

投资评级 看好

上次评级 看好

姜文镔 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服装行业联席首席分析师

执业编号: S1500525120001

邮箱: liutiantian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

运动户外行业深度：专业细分时代，品牌力的构建与兑现

2026 年 08 月 10 日

内容提要：

运动户外景气延续，产品驱动格局重塑。根据欧睿数据，2025 年中国户外运动服饰行业规模达 4376.6 亿元，2025-2029 年 CAGR 约 5%，增速领跑服装各细分品类。跑鞋与户外服装是表现最好的两个赛道：跑步运动鞋市场规模占运动鞋 38%，高性能户外服饰国产品牌零售额 2019-2024 年 CAGR 达 17.8%。行业格局方面，2025 年中国运动服饰 CR10 为 68.4%，户外服饰 CR10 为 27.2%，国产品牌份额加速提升。我们认为，行业正从渠道驱动转向产品驱动，技术迭代与精准运营能力将成为品牌分化的核心变量。

产品维度：

跑鞋品类高景气，技术竞争进入多维比拼，国产品牌实现关键突破。中底技术从回馈率向密度轻量化与耐久性拓展，李宁、特步、安踏国产品牌中底技术已达国际第一梯队。无碳板跑鞋兴起为弯道超车提供新契机。研发范式从化工大厂驱动转向品牌自主驱动，国内化工厂万华化学成为全球第二家全链企业，有望打破国际垄断、推动材料成本下移。

户外服装渗透率加速提升，国产功能性面料替代空间广阔。Gore-Tex 占全球高端防水面料绝对领先份额，但国产品牌通过获取授权和自研面料等路径加速突围，优质自研面料包括凯乐石 FILTERTEC 自研膜、伯希和 STORM BREATH、探路者 TIEF 系列等。我们认为，户外高景气叠加国产面料技术进步，本土品牌有望在高端市场获取更多份额，面料环节国产替代也将催生台华新材、登越新材料等优秀面料企业。

营销维度：

消费者更加细分背景下，精准营销将技术迭代成效转化为品牌认知是关键。奥运、NBA、马拉松仍是重要营销资源：安踏累计三周期奥运赞助实现品牌资产复利，李宁拿下 2025-2028 周期，有望实现品牌再次向上突破；NBA 球星签约从代言演进为品牌共建，国产品牌需从流量变现转向品牌资产沉淀；马拉松营销 ROI 较高，特步具备先发优势，李宁加码跑步赛事实现跑鞋高速增长；户外品牌内容营销分化，凯乐石定位专业进阶、伯希和定位专业感可及、骆驼定位大众轻户外。品牌认知的建立遵循产品差异化、渠道精准化、品牌符号化的演进路径。

渠道方面，DTC 转型成败在于与经销商协同，而非简单替代。运动领域，耐克 DTC 失败重返批发，核心教训在于零售终端流失与库存失控；安踏以渐进式节奏转 DTC，通过“千店千面”体系和利益共享加盟模式实现成功转型，实现渠道效率和利润的提升。我们认为，DTC 的核心是与经销商形成新型协同关系。户外品牌领域，DTC 逻辑则与传统运动品牌不同，伯希和 DTC 渠道合计贡献约 71% 收入，成为直接触达消费者以传递产品价值

的重要方式。

供应链集中化与中国+N 产能布局。Nike、Adidas 制造伙伴数量近年来呈明显减少趋势。产能布局上，越南红利递减，印尼凭借年轻化人口结构成为新承接地，头部制造商推进分布式网络。我们认为，供应链集中化有助提升效率与品控，中国+N 分布式布局正成趋势。

投资建议：运动鞋服是服装行业中景气度较高的细分赛道之一，国产品牌正加速崛起，行业格局有望持续优化。相关标的：安踏体育、李宁、特步国际、361 度、三夫户外，申洲国际、华利集团、晶苑国际、开润股份、台华新材。

风险因素：海外消费需求复苏不及预期；行业竞争加剧风险；自主品牌建设及渠道拓展不及预期；库存及供应链波动风险。

目 录

1. 运动鞋服持续景气，产品驱动格局变化	7
1.1 横向剖析：运动户外景气度高，跑鞋和户外服装最为亮眼	7
1.2 纵向剖析：制造、品牌、分销共享红利	9
1.3 格局重塑：国产品牌份额持续提升	10
2. 产品端：产品与技术是核心竞争变量	12
2.1 跑鞋：中底技术决定产品力	12
2.2 运动鞋中底技术研发范式转变	16
2.3 户外服装：功能性面料决定产品力	17
2.4 国产自研面料正在突破	19
3. 营销与品牌：精准营销与品牌心智建立	22
3.1 人群画像更加细分	22
3.2 主要营销方式 ROI	23
3.3 品牌：产品差异化+品牌符号化	28
4. 渠道篇：运动品牌的抉择，户外品牌的 DTC	30
4.1 渠道模式分析	30
4.2 耐克转型 DTC 失败案例	31
4.3 安踏转型 DTC 成功案例	33
4.4 户外品牌多采用 DTC 模式	34
4.5 DTC 适用边界小结	35
5. 供应链：供应商的集中与制造基地的分散	35
5.1 制造定价主要采用成本加成	35
5.2 制造的垂直一体化趋势	37
5.3 产能整合：品牌精简供应商趋势	38
5.4 产能转移：从“中国+1”到“中国+N”	39
6. 投资建议	40
6.1 行业观点	40
6.2 国产品牌技术追赶	40
6.3 制造端：垂直一体化龙头和优质原材料供应商	41
7. 风险提示	42

图 目 录

图 1：中国运动服饰行业规模及增速（单位：亿元）	7
图 2：2020-2025 年田径协会认证的马拉松赛事数量	8
图 3：2023-2025 年认证赛事的参赛人员（单位：万人次）	8
图 4：2015 年-2024 年中国跑步人数（单位：亿）	8
图 5：中国内地户外服饰行业的市场规模（按产品细分）按零售额计（单位：十亿元）	9
图 6：中国内地高性能户外服饰行业的市场规模（单位：十亿元）	9
图 7：运动服饰价值链分布	10
图 8：运动品牌前十名市占率变化（单位：%）	10
图 9：户外品牌前十名变化	11
图 10：户外品牌国产品牌和国际品牌复合增速（单位：亿美元）	11
图 11：主要品牌中底技术参数对比	12
图 12：国产三大品牌旗舰中底技术对比	13
图 13：特步、李宁、安踏品牌 2024 年以来的流水增速	14
图 14：特步、李宁、安踏品牌 2024 年以来鞋类和跑鞋表现	14
图 15：四大超临界发泡基材技术路径对比	14
图 16：主要碳板技术形态对比	15
图 17：无碳板鞋主要鞋对比	15
图 18：运动鞋的研发范式演进	16
图 19：国产运动品牌研发投入（单位：亿元）	17

图 20: 国产运动品牌研发费用率 (单位: %)	17
图 21: 主要 PEBA 原材料供应商对比	17
图 22: 户外品牌分为三大阵营	18
图 23: 主流户外品牌技术特点和产品定价	18
图 24: ePTFE 微孔膜防水透湿原理与微观结构	19
图 25: 全球 PTFE 服装面料市场销售额	19
图 26: 主要防水透湿面料技术参数对比	19
图 27: 主要国产品牌自研面料款式冲锋衣	20
图 28: 国产户外品牌收入规模与增长趋势	21
图 29: 国产户外品牌线上动销规模与表现	21
图 30: 2025 年台华新材棉纶长丝产能布局	21
图 31: 2025 年台华新材收入拆分	21
图 32: 登越 DENTIK 与 GORE-TEX 对比	22
图 33: 跑步人群分层画像	22
图 34: 户外人群细分画像	23
图 35: 安踏体育奥运周期与经营表现时间线	24
图 36: 安踏体育在 2022 北京冬奥会和 2024 年巴黎奥运会的热度情况	24
图 37: 李宁在本轮奥运周期里抖音热度趋势	25
图 38: NBA 球星商业签约模式演变	25
图 39: 国产运动品牌篮球资源对比	26
图 40: 2025 年马拉松赞助统计	26
图 41: 特步赞助的马拉松赛事数量 (单位: 场)	27
图 42: 特步近几年收入、利润情况 (单位: 亿元)	27
图 43: 李宁 2022 年以来跑鞋品类零售流水增速领跑	27
图 44: 凯乐石、伯希和和骆驼的内容营销方式对比	28
图 45: On 昂跑以 CloudTec 诠释 "Run On Clouds" 理念	29
图 46: 始祖鸟 Alpha SV 男士硬壳冲锋衣	29
图 47: On (昂跑) 在成都太古里开设中国首家旗舰店	29
图 48: 始祖鸟在上海开设全球最大旗舰店	29
图 49: 昂跑和始祖鸟的品牌建立过程	29
图 50: 四种渠道模式对比	30
图 51: 2025 年主要运动鞋服品牌渠道结构对比	30
图 52: 国产运动品牌的毛利率、费用率和最终利润率	31
图 53: Nike 不同渠道收入增速 (收入单位: 百万美元)	31
图 54: Nike 利润率在 DTC 转型过程中持续下行 (单位: %)	32
图 55: NikeDTC 转型期间 Hoka 和 ON 经历了快速发展	32
图 56: Nike 库存周转率下行 (单位: 天数)	33
图 57: DTC 转型中各品牌毛利率与库存周转天数对比	34
图 58: 伯希和渠道结构变化 (2023-2025 年)	34
图 59: DTC 适用性从四个维度进行考量	35
图 60: 华利集团主要客户及对应主要原材料供应商是否指定情况	36
图 61: 申洲国际 2024 年成本构成	36
图 62: 申洲国际 2025 年成本构成	36
图 63: 2020 年以来棉花价格波动 (单位: 左轴美分/磅; 右轴: 元/吨)	37
图 64: 申洲国际 2020 年以来的毛利率波动	37
图 65: 华利集团制鞋自动化生产线	37

图 66: 晶苑国际超级智能立体仓库实现人工减少	37
图 67: 申洲国际的垂直一体化	38
图 68: 纺织行业产业链各环节的盈利能力 (2025 年)	38
图 69: Nike 和 Adidas 供应商数量近年来在缩减 (单位: 个)	38
图 70: 主要制造基地成本要素对比	39
图 71: 印尼人口数排全球第四 (单位: 亿人)	40
图 72: 印尼、中国、越南 15-64 岁人口比重	40
图 73: 2025 年申洲国际的产能分布	40
图 74: 2024 年裕元集团的产能分布	40
图 75: 盈利预测 (单位: 亿元)	41

基于运动户外鞋服的持续景气、品类表现分化，以及产业链价值分配变化，我们撰写本篇运动鞋服深度报告。因为运动鞋服涵盖的品类和上下游公司众多，本篇报告我们重点回答如下几个问题：

- 1、产品端，运动户外鞋服里较为景气的品类跑鞋和户外服装的竞争要素和产业链话语权发生了什么变化？
- 2、营销端，客群和营销方式正在发生什么变化，品牌认知如何形成？
- 3、渠道端，品牌的渠道结构发生什么趋势，DTC 是必然还是弯路？
- 4、供应链端，制造商的核心竞争力来自哪里，未来竞争趋势如何？

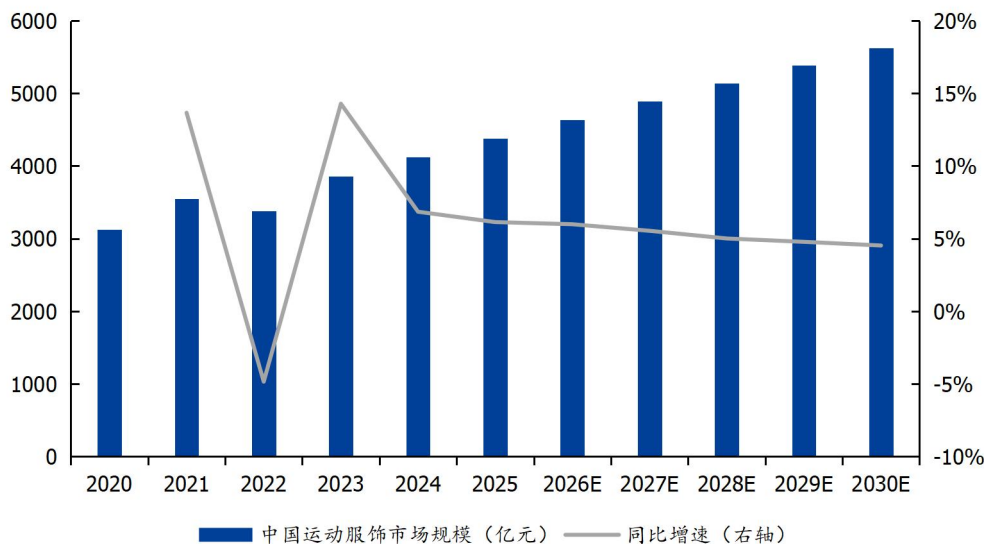
1. 运动鞋服持续景气，产品驱动格局变化

1.1 横向剖析：运动户外景气度高，跑鞋和户外服装最为亮眼

运动服装仍是近年来增速最快的服装类别。欧睿数据显示，2025 年中国户外运动服饰行业规模为 4376.6 亿元人民币，2025-2029 年 CAGR 约 5%，增速明显高于男装、女装、童装等其他服装细分品类。

我们认为，运动鞋服行业的持续增长由需求端、供给端和场景端三重因素共同驱动。一是需求端用户圈层破圈，户外运动参与度持续提升，滑雪、户外越野等原小众运动逐步破圈。二是供给端产品性能升级，技术迭代与品质提升强化复购粘性。三是场景边界外延，从专业登山至城市通勤、露营社交等多元场景渗透，释放增量潜力。我们认为，随着户外概念泛化，功能性优势使其对运动休闲服饰的替代效应显现，赛道成长性将持续凸显。

图 1：中国运动服饰行业规模及增速（单位：亿元）



资料来源：欧睿、信达证券研发中心

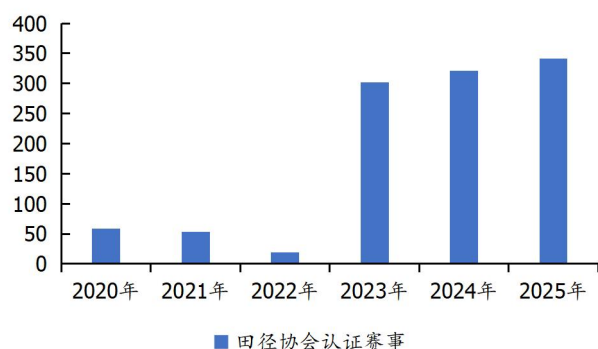
跑鞋：运动鞋中的核心品类

跑步鞋在运动鞋大类中占据核心地位。全球市场方面，2025-2035 年全球运动鞋市场从 970.4 亿美元提升至 1600.4 亿美元、CAGR 为 5.1%。2025 年跑步运动鞋市场规模为 368.7 亿美元，占据 38% 的份额，预计 2025-2034 年 CAGR 为 5.3%，高于运动鞋整体增速。中国市场方面，根据 ECO 氪体 ASICS 共同发布的报告《中国跑者跑鞋使用年度报告》，2024 年中国跑步鞋服市场规模同比呈 20% 左右的增长，在

2023 年疫情全面放开运动反弹的基础上仍然取得快速增长，显示跑步和跑鞋的增长韧性。2025 年国内跑步赛事和参赛人数均呈现较好增长，我们预计跑鞋市场规模也保持较为景气增长。

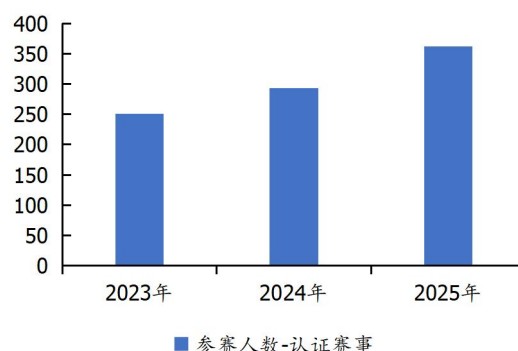
从增长驱动看，跑鞋赛道正经历从专业竞技装备向大众消费品类升级，由赛事扩容、人群增长和产品创新驱动三重因素共同驱动。赛事驱动方面，2025 年田径协会认证的马拉松赛事 341 场、同比+6.2%，近年来赛事数量持续增长拉动跑鞋专业化消费需求。人群扩容方面，2025 年马拉松赛事参赛人数 362.32 万人次、同比+23.6%。另根据 ASICS 报告，2024 年中国跑步人数为 1.63 亿达到历史新高，经常跑步人口约 1.18 亿-1.39 亿人。产品升级与国产替代方面，国产跑鞋竞争力近年来提升明显，以特步为例，2019 年男子百强和女子百强特步品牌的穿着率分别为 10%、5%，2023 年分别提升至 41%和 33%，2023-2025 年男女百强穿着率稳居第一。

图 2：2020-2025 年田径协会认证的马拉松赛事数量



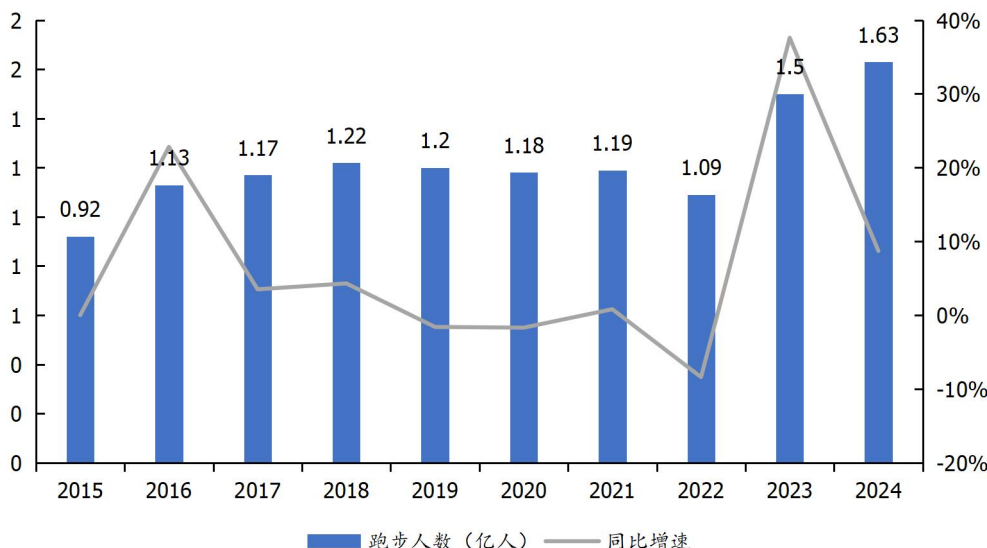
资料来源：田径协会，信达证券研发中心

图 3：2023-2025 年认证赛事的参赛人员（单位：万人次）



资料来源：田径协会，信达证券研发中心

图 4：2015 年-2024 年中国跑步人数（单位：亿）

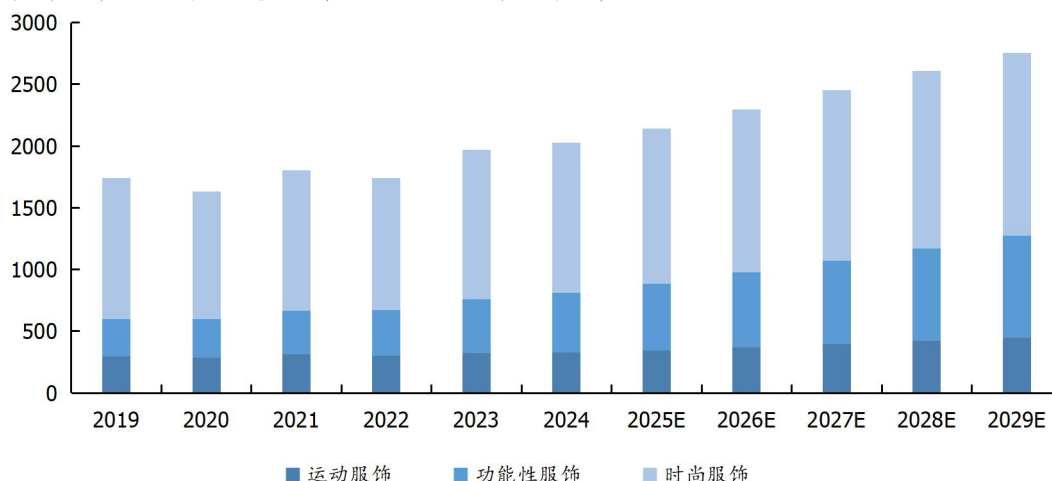


资料来源：Fastdata 极数，信达证券研发中心

户外服装：渗透率提升驱动的高成长赛道

户外服装是另一个处于增长黄金期的赛道，增长逻辑以户外运动渗透率提升和生活方式转变为核心。2019-2024 年中国内地户外服饰行业的市场规模从 17392 亿元增长至 20256 亿元，并预计 2029 年增长至 27540 亿元，2025-2029 年 CAGR 为 6.5%。随着人们健康意识的提高以及更多人参与运动及户外活动，我们认为功能性及运动服饰行业将持续受益。

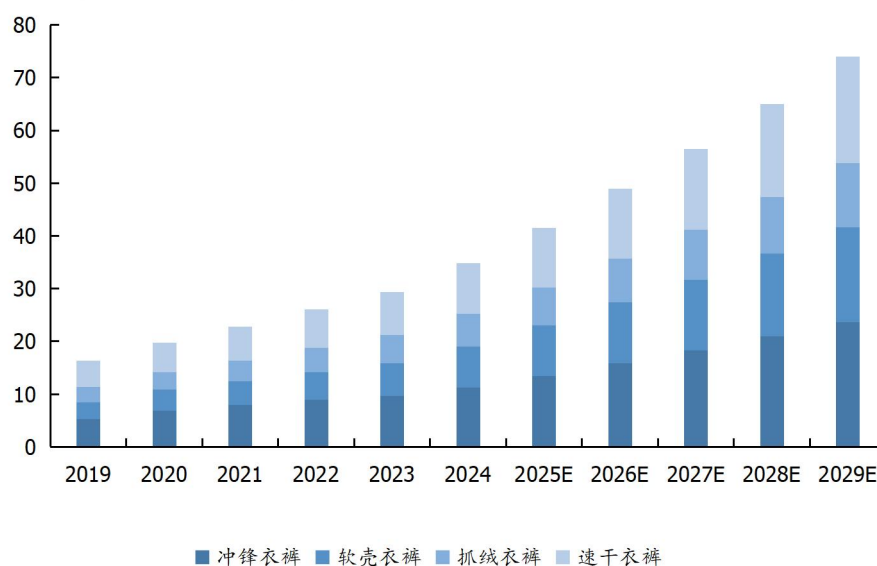
图 5：中国内地户外服饰行业的市场规模（按产品细分）按零售额计（单位：十亿元）



资料来源：伯希和招股书、信达证券研发中心

冲锋衣裤是高性能户外服饰行业最大产品类别。据统计，2024 年中国冲锋衣裤行业市场规模按零售额计达人民币 300 亿元，占高性能户外服饰行业规模的 29.2%。软壳衣裤是中国内地高性能户外服饰市场中的第二大产品类别，所占市场份额达 12.4%。从增速看，冲锋衣裤 2025E-2029E CAGR 达到 18.9%，软壳衣裤 2025E-2029E CAGR 达到 16.5%。

图 6：中国内地高性能户外服饰行业的市场规模（单位：十亿元）



资料来源：伯希和招股书、信达证券研发中心

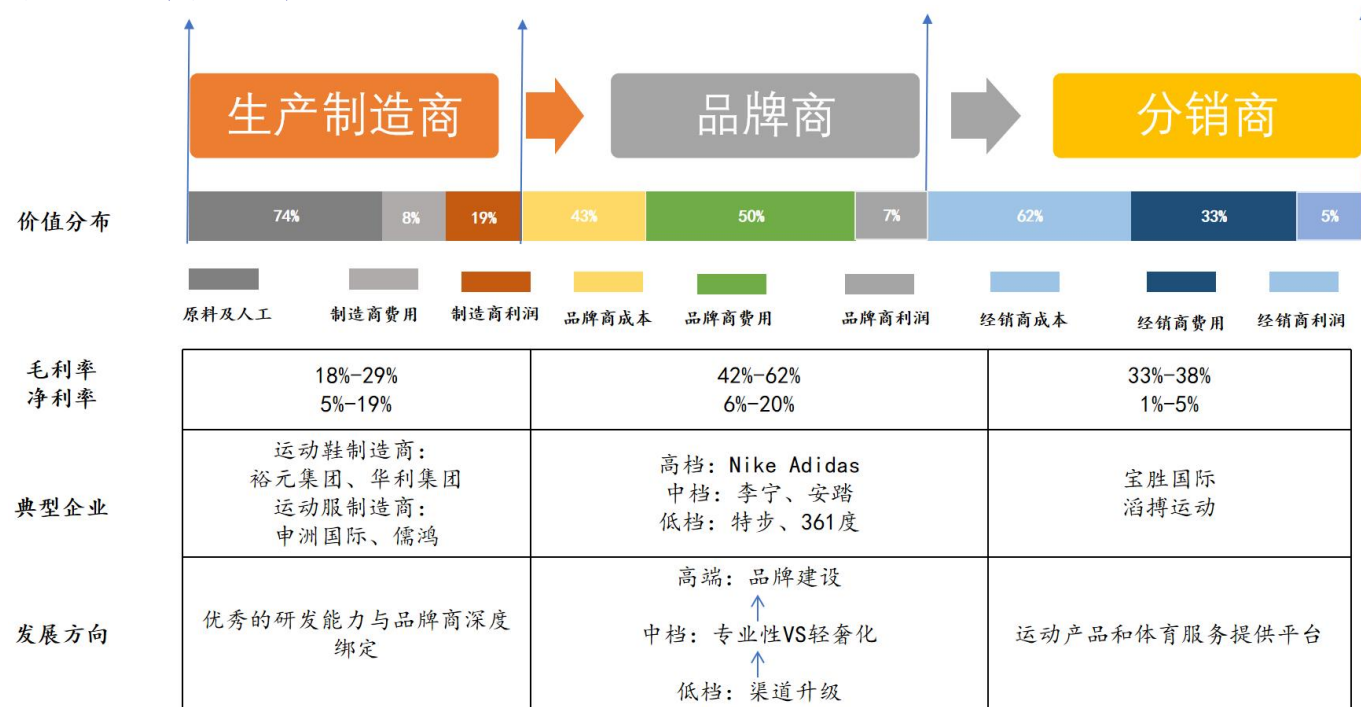
1.2 纵向剖析：制造、品牌、分销共享红利

运动鞋服产业链覆盖材料供应、代工制造、品牌运营和分销零售四大环节。制造商主要负责产品生产，细分又包括上游原材料供应商、中游纺织制造商、下游成衣制造商。品牌商主要负责品牌运营，根据产品的消费属性不同，可以分为运动鞋服品牌、大众服饰品牌、中高端服饰品牌。零售商直接面向终端消费者，完成产品销往终端的最后环节。

运动鞋服产业链价值分布呈现微笑曲线特征。品牌商占据核心利润池，毛利率

42%-62%、净利率 6%-20%显著高于制造端与分销端。制造商通过绑定头部品牌获取稳定订单，但利润空间受原料及人工成本挤压（毛利率 18%-29%）；分销商渠道成本较高，净利率仅 1%-5%。产业演进方向上，我们预计制造商向研发与深度绑定升级，品牌商向着品牌心智强化方向演进，分销商则向运动服务综合平台转型。

图 7：运动服饰价值链分布



资料来源：iFind、信达证券研发中心（注：价值分布选取了典型企业的数值）

1.3 格局重塑：国产品牌份额持续提升

运动服饰方面，国际品牌市场份额有所下降，国产品牌份额提升，但双方竞争仍持续胶着。欧睿数据显示，2025 年中国运动服饰行业 top5 分别为 Nike、安踏、李宁、Adidas、特步，CR10 为 68.4%、行业集中度高。从市场份额变化看，国产品牌的份额呈现上升趋势，国际品牌呈现下滑趋势，但是国际品牌仍占据重要地位。我们认为，随着国产品牌在技术研发和产品力上的持续进阶，其市场份额有望进一步提升。

图 8：运动品牌前十名市占率变化（单位：%）

品牌	2020	2021	2022	2023	2024	2025
耐克	20.1	18.1	17.5	16.8	15.1	12.9
安踏	8.6	9.8	10.8	10.5	10.7	10.6
阿迪达斯	16.6	15	9.8	9	9.3	9.5
李宁	6.9	9.4	10.7	10.5	9.8	9.4
FILA	6.5	6.9	7.2	7.3	7.3	7.3
特步	4.6	5	6.1	6.2	6.2	6.1
361 度	2.7	2.7	3.3	3.5	3.8	4
lululemon	0.8	1.1	1.4	1.9	2.6	3
Skechers	4	4.4	4	4	3.6	2.9
Jordan	4.5	4.3	4.5	4.5	3.7	2.7

资料来源：欧睿、信达证券研发中心

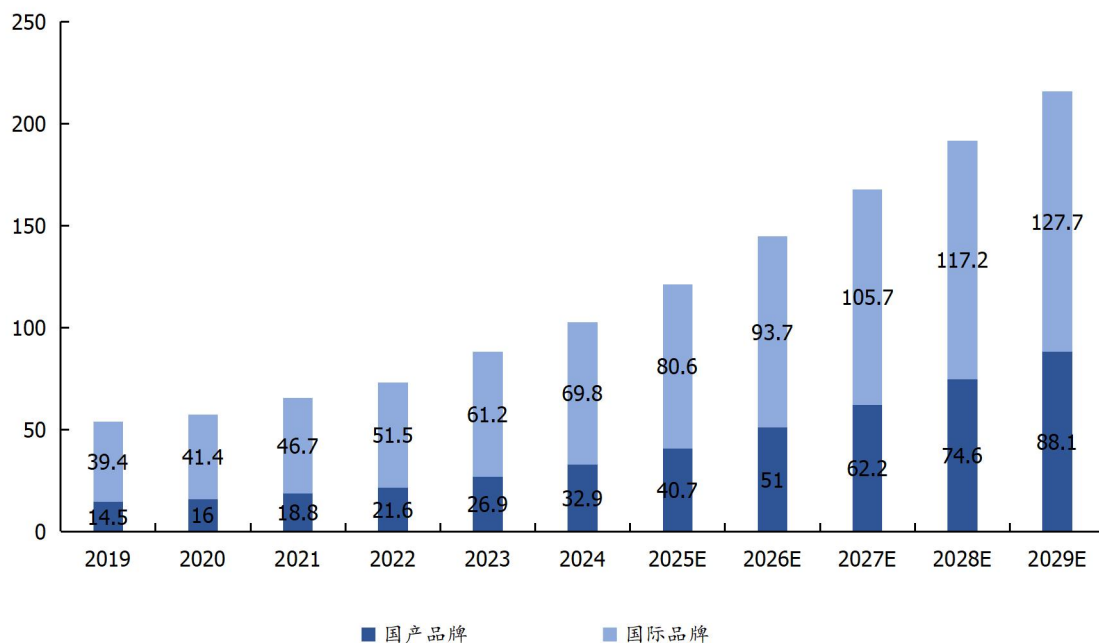
户外品牌方面，目前市场集中度较低，国产品牌份额正在加速追赶。2024 年中国户外服饰市场 CR10 为 27.2%，仍处于较为分散状态，远低于运动服饰 CR10 水平。品牌梯队分化明显，我们推测第一梯队为骆驼、北面、始祖鸟，第二梯队为迪桑特、可隆、迪卡侬，高速增长品牌包括伯希和、凯乐石、骆驼。国际品牌仍占据更高市占率，但国产品牌份额正在加速追赶。伯希和招股说明书中披露的行业数据显示，2019-2024 年国产高性能户外服饰品牌的零售额从 145 亿元增至 329 亿元，CAGR 为 17.8%，这一增长主要得益于国产品牌加大研发投入、采用先进面料和技术以及提高产品质量。我们认为，国产品牌在户外服饰领域的技术突破与渠道扩张，有望推动其市场份额持续提升。

图 9：户外品牌前十名变化

品牌	品牌-推测	品牌起源地	高性能户外服饰产品矩阵	主要产品价格范围	市场份额	CAGR（2022 年至 2024 年）
A 品牌	骆驼	中国	冲锋衣裤、软壳衣裤等	人民币 300-700 元	5.5%	56.3%
B 品牌	北面 (The North Face)	美国	冲锋衣裤、抓绒等	人民币 1000-3000 元	4.4%	25.7%
C 品牌	始祖鸟 (Arc'teryx)	加拿大	冲锋衣裤、软壳衣裤等	人民币 5000-8000 元	4.1%	59.5%
D 品牌	迪卡侬 (Decathlon)	法国	冲锋衣裤、速干衣裤等	人民币 300-600 元	3.1%	23.9%
E 品牌	可隆 (Kolon Sport)	日本	冲锋衣裤、速干衣裤等	人民币 1500-3500 元	2.6%	51.4%
F 品牌	迪桑特 (Descente)	韩国	冲锋衣裤、溯溪鞋等	人民币 1500-3000 元	2.0%	60.7%
伯希和	伯希和 (Pelliot)	中国	冲锋衣裤、软壳衣裤等	人民币 400-1000 元	1.7%	127.4%
G 品牌	凯乐石 (Kailas)	中国	冲锋衣裤、软壳衣裤等	人民币 1000-3000 元	1.6%	53.1%
H 品牌	Columbia	美国	冲锋衣裤、抓绒等	人民币 500-2000 元	1.2%	44.9%
I 品牌	探路者 (Toread)	中国	冲锋衣裤、速干衣裤等	人民币 300-1000 元	1.0%	14.5%

资料来源：伯希和招股说明书、信达证券研发中心（注：品牌推测可能存在偏差）

图 10：户外品牌国产品牌和国际品牌复合增速（单位：亿美元）



资料来源：伯希和招股说明书、信达证券研发中心

2. 产品端：产品与技术是核心竞争变量

我们认为，中国运动鞋服行业正经历从渠道驱动到产品驱动的根本性转换。产品力已成为决定品牌竞争胜负的核心变量。功能性是运动鞋服消费的核心驱动力，而功能性的载体正是产品技术。跑鞋的中底缓震与回弹技术、户外服装的防水透气面料技术，直接决定产品性能与用户体验，最终决定品牌的市场竞争力。

本报告将研究锚点聚焦于跑鞋中底技术和户外功能性面料技术，基于以下两个核心判断。

中底技术是跑鞋竞争的技术核心。中底材料从传统 EVA 发展到 TPU 发泡,再到 Pebax 超临界发泡，每次材料迭代都带来竞争格局变化。中底技术路线选择与迭代速度直接决定品牌竞争力。

功能性面料是户外服装的核心壁垒。高端冲锋衣的面料直接决定其性能，Gore-Tex 占据全球户外防水透气材料绝对领先的市场份额，其授权仅限头部品牌。国产替代正在加速，面料技术自主可控是国产户外品牌突围的关键推动力。

2.1 跑鞋：中底技术决定产品力

我们认为，跑鞋产业的竞争本质上是中底技术的竞争。中底作为跑鞋缓震+回弹+支撑+推进四大功能的核心载体，决定产品性能上限与品牌溢价空间。我们认为，中底技术迭代速度直接决定品牌竞争力，国产品牌的技术突破正在系统性地重塑竞争格局。

跑鞋中底技术有三个核心竞争维度：能量回馈率、密度、耐久性。从主要运动品牌旗舰跑鞋的核心参数看，各家的参数竞争仍较为激烈。

其一，能量回馈率作为衡量中底材料将冲击动能转化为推进势能的核心指标，目前已触及天花板区间，大部分主流品牌旗舰跑鞋普遍宣称达到 80%以上，该技术指标品牌间已较为接近。

其二，密度（轻量化）目前仍存在激烈的竞争。国际品牌 ASICS 在轻量化做得较为极致，国产品牌里李宁超䨻以 0.07g/cm³密度创造行业新低，成为其核心卖点之一。

其三，耐久性与性能的平衡持续存在。从材质来看，PEBA 材质回弹性和轻量化较好，但是牺牲一定的耐久性。

图 11：主要品牌中底技术参数对比

	技术名称	基材	能量回馈率 (实测)	能量回馈 率 (宣称)	鞋重 (g)	耐久性 (RunRepeat)	旗舰产品价 格区间 (元)
Nike	ZoomX	PEBA	78%	85%	Streakfly 171g	Bad (100-200 英里)	160 美元
Adidas	Light Boost	TPU	脚跟 66.7% 前脚掌 70.5%	75%	Ultraboost Light 305g	Good (超过 500 英里)	190 美元
ASICS	FF Turbo+	PEBA	73%	82%	Metaspeed Sky Paris 183g	Good	250 美元
New Balance	FuelCell	EVA+PEBA	60%	70-80%	Rebel v5 220g	Decent	140 美元
HOKA	Bondi	EVA	60%	85%	Bondi9 303g	Decent	170 美元

On 跑	Cloudmonster	PEBA	脚跟 66.1% 前脚掌 69.4%	82%	On Cloudmonster 3 Hyper 224g	Good	220 美元
Saucony	PWRRUN HG	PEBA	68%	95%	Saucony Triumph 23 272g	Good	170 美元
李宁	超䨻胶囊	PEBA 结构 创新	—	95%	237g (赤兔 9 Ultra)		1299-2299 元
特步	XTEP ACE (射 胚)	100% PEBA	—	85%			999-1299 元
安踏	氮科技 NITROEDGE	PEBA 板材 氮气	—	87%			799-1599 元
361 度	QUIKFLAME	PEBA	—	70%			899-1299 元

数据来源: RunRepeat 实验室、各品牌官方数据、艾邦高分子、信达证券研发中心

国产主要跑鞋中底技术对比:

李宁的技术迭代密集。2019 年发布䨻科技、2022 年䨻丝鞋面、2024 年超䨻、2025 年超䨻胶囊。超䨻胶囊通过外层超分子聚合物涂层形成封闭能量系统,将能量回归推至 95%。轻量化方面,飞电 6ELITE 的 42 码单只重量低于 189 克,在国产跑鞋里表现突出。

特步的差异化创新在于射胚发泡工艺。2022 年特步发布全球首创 PISA 超临界发泡技术,2024 年发布“黄金碳板”、“射胚发泡”技术。特步的射胚发泡将中底密度降至比 ZoomX 轻且保持高回弹率。轻量化方面,160X 6.0 PRO 重量仅 198 克(41 码)。GT700 碳板将 PI 纤维融入碳纤维,提升性能的同时减轻重量,韧性提升。

安踏的氮科技平台采用梯度化布局策略。新一代跑鞋 C10 PRO 2 采用第二代氮科技(Nitro Ultra)中底材料,能量回弹率提升至 89%(实验室数据),配合全新镂空结构设计,单只 42 码重量控制在 205 克左右,属轻量竞速梯队前列。

图 12: 国产三大品牌旗舰中底技术对比

维度	特步 160X 6.0 PRO	李宁飞电 6 ELITE	安踏 C10 PRO 2
中底科技	XTEP ACE 射胚发泡	超䨻胶囊	氮科技
基材	PEBA	PEBA	PEBA
能量回馈率	85%	95%	89%
碳板	GT700 黄金碳板	T1000 异构碳板	3XL 碳板
重量	198g 41 码	189g 42 码	205g 42 码
耐用性	实测 300 公里后花纹依旧清晰	800 公里实测大底纹路清晰	衰减周期延长至 600 公里

数据来源: 各品牌官方发布、36 氪、新华网、信达证券研发中心

经对比,李宁、特步、安踏三家中底技术已达到国际第一梯队水平,但技术路线选择和战略聚焦有所差异,特步具备一定优势。特步的差异化在于工艺突破,技术策略和定价更为实用,并通过马拉松赛事绑定得到跑者认可,特步在工艺创新和产业化应用上最为务实。李宁选择以材料进行极限突破路线,超䨻在轻量+回弹维度上的领先,使得李宁在严肃跑者以及精英跑者中得到认可,2024-2025 年李宁跑鞋实现高速的流水增长。安踏较李宁、特步起步较晚,从价位段上,安踏具有定位大众市场惯性,定价较李宁、特步要低,形成差异化竞争。从动销表现来看,特步 2024-2025 年的两年增速明显要优于李宁、安踏品牌,但到 2026 年也进入高基数区间,李宁和

安踏呈现出追赶态势。

图 13: 特步、李宁、安踏品牌 2024 年以来的流水增速

品牌	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
特步	高单位数	10%	中单位数	高单位数	中单位数	低单位数	低单位数	同比持平	低单位数	中单位数 下滑
李宁	低单位数	低单位数	中单位数	高单位数	低单位数	低单位数	中单位数下滑	低单位数下降	中单位数	低单位数 下滑
安踏	中单位数	高单位数	中单位数	高单位数	高单位数	低单位数	低单位数	低单位数负增长	高单位数	低单位数

数据来源：特步、李宁、安踏公司公告、信达证券研发中心

图 14: 特步、李宁、安踏品牌 2024 年以来鞋类和跑鞋表现

品牌	2024 年	2025 年
特步	鞋类收入增速+15.9%	鞋类收入增速+4.5%
李宁	鞋类收入增速+6.81%，跑鞋流水增速 25%	鞋类收入增速+2.44%，跑鞋流水增速 10%
安踏	跑鞋试水：PG7 慢跑鞋三个月内销售突破百 万双	跑鞋矩阵建立：PG7 跑鞋（慢跑）全年销量突破 400 万双， C 家族专业跑鞋（竞速系列）全年销量突破 120 万双

数据来源：特步、李宁、安踏公司公告、信达证券研发中心

工艺方面，当前行业正处于从传统化学发泡向超临界物理发泡全面切换的窗口期，成为重塑跑鞋格局的关键变量。

发泡技术方面，超临界发泡相比传统发泡法孔径更小且均匀，力学与外观性能都更优秀，显著增强鞋中底的回弹性和持久性。超临界物理发泡的全面普及正在打破化学发泡时代的技术壁垒，因为超临界发泡框架下，工艺门槛大幅降低，基材性能成为决定性变量。

基材方面，PEBA、TPU、TPEE 三大基材路径呈现显著分化的技术经济特征。

EVA：成本效益最高的入门级方案。EVA 是技术最成熟、应用最广泛的基材之一。EVA 的优点是轻量化，核心短板在于能量回馈，能量回馈为四种材料中最低。EVA 适用于日常运动鞋、休闲鞋、工作服鞋及高性价比性能鞋款。

TPU：耐久性与弹性的平衡解。TPU 在弹性、机械强度、耐磨性方面优于 EVA，但密度高于 EVA，会呈现耐用但偏重的脚感，因此实际应用中通常采用 TPU 与 EVA 共混方案，通过调节配比在重量与回弹之间取得平衡。最佳应用场景为设计寿命 500 英里以上的跑鞋、高负荷训练鞋等对压缩形变抗力要求高于减重的场景。

TPEE：耐热性能的差异化路径。TPEE 的差异化价值在于高温环境下的性能保持，是适用于户外性能鞋底、高温环境外底的优选材料。

PEBA：性能天花板的竞速级方案。PEBA 是四种基材中回弹率最高、重量最轻的材料，回弹与轻量化的极致组合使 PEBA 成为顶级竞速跑鞋和中长跑钉鞋的标配基材。

图 15: 四大超临界发泡基材技术路径对比

参数	EVA	TPU	TPEE	PEBA
成本	\$1.5-2.5/kg	\$3-5/kg	\$5-9/kg	\$18-30/kg
回弹排名	第 4	第 3	第 2	第 1
重量	最轻	较重	中等	非常轻
耐热性	低	中等	高	中等

最佳应用	日常休闲、入门运动	优质中底、高里程训练	户外鞋底、高温环境	精英竞速
加工难度	低（工艺成熟）	中等（温度窗口窄）	较高（需精确校准）	较高（需精确校准）
成品鞋零售价带	<\$90	\$90-150	\$90-150（outsole）	>\$150
供应链风险	低	低	中（外购特种树脂）	中（外购特种树脂）

数据来源：RunRepeat 实验室、ProductAI 材料成本分析、信达证券研发中心

国产品牌凭借工艺突破处在技术赶超期。超临界物理发泡的全面普及正在打破化学发泡时代的技术壁垒，在超临界发泡框架下，工艺门槛大幅降低。特步 160X 6.0 PRO（超临界 PEBA 中底）、李宁飞电 4 ULTRA（超靛 PEBA 发泡）均已实现 PEBA 中底的自主应用，国产品牌在高端竞速领域与耐克 Vaporfly、阿迪达斯 Adios Pro 的技术代差已明显缩小。我们认为在技术窗口期内，率先实现国产 PEBA 量产+超临界工艺成熟+赛事穿着率领先三重突破的品牌，将获得高端竞速市场的定价权和毛利率溢价。

除了发泡工艺和基材，碳板也是跑鞋的重要竞争领域。碳板跑鞋的核心价值在于通过碳纤维板的刚性回弹提升跑步经济性。2017 年 Nike Vaporfly 4%加入了全掌铲型弧形碳板，其问世标志着行业进入超级跑鞋时代。碳板的类型根据形态可以分为支撑性、调节型、推动型，适用场景和定价有所区分。

图 16：主要碳板技术形态对比

碳板类型	碳板形态	技术特点	适用跑者	代表鞋款
支撑型	碳板区域一般比较小，或者着重加强的区域就在足弓处	碳板帮足弓吸收了相当一大部分向下的力，从而达到了足弓支撑的效果，减小了足弓的压力	适合大跑量训练	安踏 C202
调节型	碳板的面积比支撑型大，形状一般是在鞋子中心位置形成一个“X”形状的交叉，然后向前后两边延伸，以“X型”、“Y型”为主	主要作用在于提供“支撑性”和“稳定性”	适合竞技水平中等的跑者	特步 160X
推动型	整块设计，没有镂空	最大化推进效应以提升速度	专为追求成绩突破的跑者设计	耐克 Next%、李宁靛、NB 的 FuelCell 5280

数据来源：艾邦弹性体网、信达证券研发中心

无碳板跑鞋崛起有望为品牌弯道超车提供契机。2024-2025 年无碳板跑鞋开始兴起，其核心逻辑在于，随着 PEBA、TPEE 等超临界发泡材料的能量回弹率实现进一步突破，中底材料已能独立支撑性能需求，无需依赖碳板的刚性回弹即可提供出色的跑步体验。Adidas Adizero EVO SL 是 2024-2025 年最具影响力的无碳板训练鞋，证明了 TPEE 泡沫在无碳板条件下即可达到接近碳板竞速鞋的能量回弹水平，且价格更低。国产跑鞋方面，李宁的赤兔 9U 成为无碳板跑鞋的典范。

图 17：无碳板鞋主要鞋对比

对比维度	Adidas Adizero EVO SL	ASICS Megablast	On Cloudmonster 3 Hyper	李宁赤兔 9 ULTRA
中底技术	Lightstrike Pro	FF Turbo ²	Helion HF (PEBA) + CloudTec	超靛胶囊
基材路径	TPEE	PEBA/TPU 基	PEBA	PEBA 基
板材替代方案	无板材（纯 TPEE 回弹）	无板材（纯 FF Turbo ² 回弹）	无板材（PEBA+CloudTec）	玻纤承托片（抗扭非推进）

能量回弹（后跟/前掌）	74.30%	73.0% / 73.8%	66.1% / 69.4%	83.0%、83.9%
重量	223g (US9)	224g (男款)、185g (女款)	263g (男款)、215g (女款)	215g (40 码)
权威背书	Runner's World 2025 年度最佳跑鞋	RunRepeat 2026 年度最佳超级训练鞋		
款式				

数据来源：跑者世界、RunRepeat、RTINGS、信达证券研发中心

2.2 运动鞋中底技术研发范式转变

运动鞋中底技术的研发范式在过去十年间经历了重构，品牌在技术层面的话语权持续提升。**1）2013-2017 年为化工大厂驱动阶段。**阿迪达斯与巴斯夫签署独家供应协议，联合开发 Boost 超临界发泡 TPU 技术，巴斯夫主导材料配方与工艺参数，阿迪达斯作为需求方参与应用开发。**2）2017-2020 年为大厂开放+品牌适配阶段。**巴斯夫与阿迪达斯的独家协议到期后，开始向多个品牌开放 Infinergy E-TPU 供应。同期阿科玛（Arkema）与耐克联合开发 ZoomX PEBA 基材，阿科玛采取开放平台策略，未签署独家协议。**3）2020 年后，行业进入“品牌自主驱动”新阶段。**国产品牌在这一转型中尤为突出，特步发布全球首创 PISA 超临界发泡技术并在后续推出射胚发泡技术，李宁持续升级自主研发的创新型中底材料䨻科技。**品牌从材料采购方转变为技术定义方，直接对接上游原料商进行联合定制开发，而非依赖化工大厂的现成解决方案，品牌方在产业链里的话语权明显提升。**

图 18：运动鞋的研发范式演进



数据来源：CMPE360 碳板技术分析、各品牌官方网站、信达证券研发中心

对运动品牌：研发自主化是中长期竞争力提升的核心驱动力。国际品牌因历史路径依赖，与巴斯夫、阿科玛等化工大厂形成深度绑定关系，国产品牌在 2020 年后直接进入品牌自主驱动阶段。这个阶段，研发范式转变利好具备以下特征的品牌商：**（1）研发投入高且持续稳定。**安踏 2025 年研发费用达 22 亿元、研发费率 2.6%，李宁 6.76 亿元、研发费用率 2.4%，特步与 361 也持续在研发费用上加码。**（2）与上游材料商形成深度战略合作关系。**特步与万华化学签署 PEBA/TPEE 联合开发协议，有望实现材料和工艺的持续领先。

图 19: 国产运动品牌研发投入 (单位: 亿元)

年度	安踏体育 (2020. HK)	李宁 (2331. HK)	特步国际 (1368. HK)	361度 (1361. HK)
2020	8.88	3.18	2.23	2.05
2021	11.35	4.06	2.5	2.49
2022	12.79	5.42	3	2.65
2023	16.14	6.18	3.95	3.13
2024	19.91	6.76	3.94	3.43
2025	21.98	7.02	4.1	3.25

资料来源: iFind、信达证券研发中心

图 20: 国产运动品牌研发费用率 (单位: %)

年度	安踏体育 (2020. HK)	李宁 (2331. HK)	特步国际 (1368. HK)	361度 (1361. HK)
2020	2.5	2.2	2.7	4
2021	2.3	1.8	2.5	4.2
2022	2.4	2.1	2.6	3.8
2023	2.6	2.2	3.1	3.7
2024	2.8	2.3	2.9	3.4
2025	2.57	2.37	2.9	3.2

资料来源: iFind、信达证券研发中心

对上游材料商: 国产替代催生结构性投资机会。超临界发泡中底的上游原材料格局正从国际化工厂寡头垄断向多元竞争演变, 这一格局变化对国产材料商构成重大利好, 万华化学是本轮材料国产化浪潮的核心受益者。2024 年万华成功量产生物基尼龙 12 弹性体 Wanelite PEBA, 成为 PEBA 全链企业。万华化学的 PEBA 产业化进展不仅意味着其在尼龙弹性体领域的技术突破, 更重要的是动摇阿科玛在高端中底材料领域的定价权, 整个行业的材料成本曲线有望下移。万华有望在跑鞋市场替代进口 PEBA 材料, 从而打开广阔的增量市场空间。

图 21: 主要 PEBA 原材料供应商对比

	细分指标	阿科玛 (Arkema)	万华化学
企业概况	总部所在地	法国	中国烟台
	市场地位	全球 PEBA 龙头	PEBA 全链企业
核心产品	主力材料	Pebax (聚醚嵌段酰胺)	Wanelite PEBA / WANTHANE TPU
	材料类型	PEBA	生物基 PEBA / 脂肪族 TPU
	技术路线	聚醚嵌段酰胺共聚	生物基尼龙 12 + TPU
合作品牌	国际品牌	Nike、On Running、Saucony、 ASICS、Decathlon	特步 (战略合作)
	国内品牌	李宁、特步	特步
	代表产品	Nike ZoomX、李宁䨻、On Cloudmonster	特步 160X 系列 (开发中)
市场策略	供应策略	开放平台, 不签独家协议	全产业链布局, 战略合作
	合作模式	与多品牌同时合作	与特步签署战略合作协议
	定价策略	高端定价, 技术溢价	成本优势, 约 PEBA 的 50%
产业化进展	关键里程碑	2025 年推出 Pebax EVA+, 降低应用门槛	2024 年成功量产 Wanelite PEBA
	市场影响	维持技术领先, 扩大应用范 围	打破国际垄断, 动摇价格体 系

数据来源: 万华化学公司官网、Run To The Finish、专塑世界、CMI、搜狐网、生物基和生物制造产品服务平台、信达证券研发中心

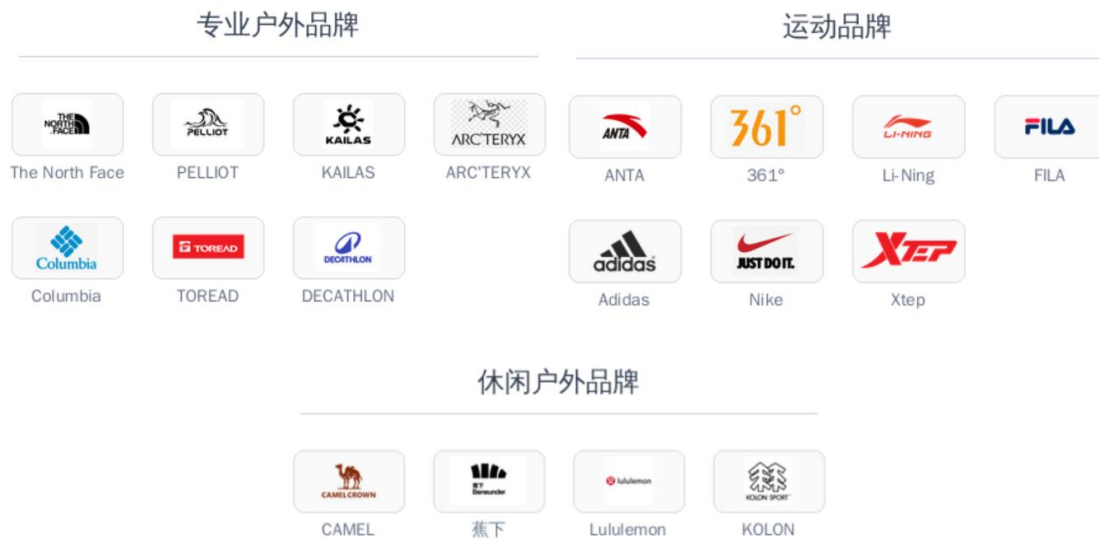
2.3 户外服装: 功能性面料决定产品力

我们认为, 冲锋衣裤作为户外服装核心品类, 防水透湿性能是其核心竞争壁垒。报告本部分主要围绕防水透湿功能性面料展开。

我国冲锋衣行业的竞争格局分为三大阵营。以始祖鸟、猛犸象及凯乐石为代表的专业户外品牌, 凭借顶尖的防护科技与专业口碑构筑了高端市场的技术壁垒。可隆及部分伯希和产品为核心的休闲户外品牌, 主导着市场最广阔的中坚地带, 它们通过

平衡功能、设计与性价比，在都市户外与日常通勤场景中展开激烈角逐。而以安踏、李宁等为代表的运动品牌，则依托其强大的大众渠道、供应链效率及品牌认知，将冲锋衣作为运动生活品类延伸，以高性价比和时尚化设计渗透大众市场。

图 22：户外品牌分为三大阵营



数据来源：前瞻产业研究院、信达证券研发中心

据统计主要户外品牌的旗舰冲锋衣大部分使用 **Gore-Tex** 面料。我们选取了始祖鸟、猛犸象和凯乐石三个具备代表性的品牌观察其旗舰产品。首先，主要户外品牌定价最高的旗舰产品均采用 GORE-TEX 面料，而同样使用 GORE-TEX 面料始祖鸟的产品定价明显高于其他品牌。其次，各家均有自研面料，自研面料的定价存在差异，国际品牌的定价明显高于国产品牌。

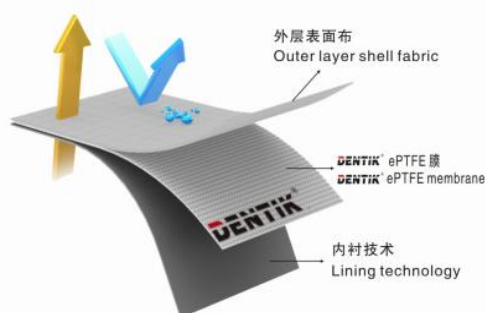
图 23：主流户外品牌技术特点和产品定价

品牌	产品型号	售价（元）	卖点统计	技术
始祖鸟	BETA-SLJACKET·轻量硬壳夹克	5400	防风、透气、耐磨、防水	GORE-TEX 面料、GORE-TEX-ePE
	GAMMA·LIGHT·WEIGHT·HOODY·软壳夹克	2400	透气、轻量、耐用、防风	Fortius 1.0 软壳面料
	GAMMA·LIGHTWEIGHT·JACKET 软壳夹克	2200	透气、轻量、防风、防泼水	Fortius-DW1.0 面料
猛犸象	Convey·男士三合一硬壳冲锋衣	3468	防风、防水、透气、保暖、三合一	GORE-TEX 面料
	Convey·男士亚版 GTX 户外徒步硬壳冲锋衣	2118	2.5 层 GORE-TEX 面料、三点可调节风帽设计等	GORE-TEX 面料
	Linard-Light 男士户外防水轻量硬壳夹克	1698	采用科技面料，防水透气、单点可调节风帽设计等	2L-MammutDIY-Tour 科技面料
凯乐石	MONT-X-PRO 全天候硬壳冲锋衣	3600	防护卓越、技术高效、技术运动剪裁、功能全面	GORE-TEX 面料
	MONT·X 全天候硬壳冲锋衣	2800	全能硬壳·性能综合持续抵御暴风雨、自主创新专利等	3L-GORE-TEX 面料
	猎风冲锋衣	1100	防水、防风、透气	FILTER-TEC 科技面料

数据来源：前瞻产业研究院、信达证券研发中心

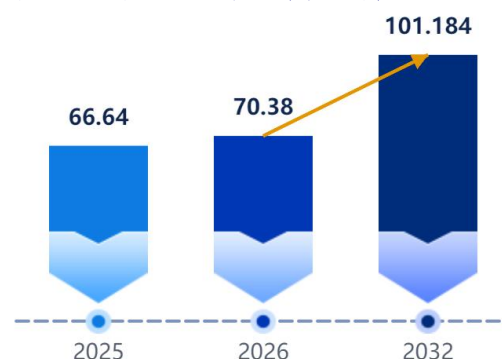
从面料格局看，全球高端户外功能性面料市场呈现一超多强格局。根据 QYResearch 报告出版商调研统计，2025 年全球 PTFE 服装面料市场销售额达到了 66.62 亿元，预计 2032 年将达到 101.2 亿元，年复合增长率（CAGR）为 6.2%（2026-2032）。PTFE 服装面料市场呈现“国际巨头主导高端，本土品牌抢占中端”的竞争格局。国际头部企业占据 75%-80% 的市场份额，其中 Gore 以 68% 的全球份额稳居行业龙头，年营收超 6 亿美元。中国本土企业凭借性价比优势和技术突破，逐步抢占中端市场。

图 24：ePTFE 微孔膜防水透湿原理与微观结构



资料来源：登越新材料官网、信达证券研发中心

图 25：全球 PTFE 服装面料市场销售额



资料来源：QYResearch 报告、信达证券研发中心

专业户外面料的核心性能指标包括三个维度：防水等级、透湿率、耐磨指数。两大龙头，**eVent** 与 **Gore-Tex** 差异化竞争：eVent 与 Gore-Tex 同属 ePTFE 微孔薄膜类型防水透湿面料，Gore-Tex 采用 ePTFE+PU 层，eVent 采用特殊疏油处理技术，薄膜不需要 PU 涂层即可抵抗油脂，实现直接透气。从性能上，Gore-Tex 防水性最好，eVent 透湿率较好。从品牌运作和包装能力上，Gore-Tex 认知度最高，eVent 的差异化策略是性能对标+成本下探，采用 eVent 的品牌产品定价明显低于 Gore-Tex。

图 26：主要防水透湿面料技术参数对比

指标	Gore-Tex Pro	eVent	凯乐石 FILTERTEC	探路者 TIEF-PRO	伯希和 STORM BREATH
膜材质	ePTFE+PU 层	ePTFE 无 PU 层	PU 基	仿生膜	PU 薄膜
防水 (mmH ₂ O)	≥28000	≥20000	≥20000	15000	≥20000
透湿率 (g/m ² /24h)	15000–25000	20000–30000	10000	8000	≥30000
透气 RET 值	<6	4–6	—	—	—
耐磨指数 (次)	≥100000	≥80000	≥15000	≥10000	≥15000
成衣布料单价 (\$/yd)	15–35	12–28	—	—	—
品牌授权费	高	中	无	无	无

数据来源：Apparel Industry Profession、信达证券研发中心

2.4 国产自研面料正在突破

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 19

国产品牌目前在面料领域呈追赶之势，典型的包括伯希和、凯乐石等户外品牌，和李宁、安踏等传统运动品牌龙头。国产品牌突围路径包括：开放授权面料、自研膜、差异化创新。

路径一：采用开放授权国际面料。高端定位品牌如凯乐石多采用 Gore-Tex，契合品牌定位，并配合自研面料向下延伸价格带。eVent 授权门槛低于 Gore-Tex，对品牌限制较少，部分国产品牌品牌如伯希会采用 eVent+自研面料的双轨策略，以突出产品定价的性价比。

路径二：自研膜材料。探路者是国内最早布局自研面料的户外品牌之一，TiEF 系列源于军工技术转化，历经 15 年迭代，并深度绑定国家极地科考、航天、深海探测等重大战略项目，形成专业背书+大众消费的独特模式。凯乐石开发 PTFE/PU 双组分微多孔薄膜，提升国产 PTFE 微多孔膜在耐静水压、耐洗涤等方面的性能。

路径三：差异化材料或工艺创新。骆驼 2025 年 4 月发布中国首款 ePE 膜无氟冲锋衣，重量较 ePTFE 减轻 10-20%。伯希和 Stormbreath 面料的核心在于其独特的微孔结构设计。

图 27：主要国产品牌自研面料款式冲锋衣

品牌	产品型号	售价（元）	卖点统计	技术（自研面料名称）
安踏	大地之壳硬壳-水壳 3.0 户外三合一冲锋衣	476.51	防暴雨升级、透湿不闷、全面防风、耐磨不易撕裂、保暖内胆	三层复合防水科技面料
	大地之壳-水壳 3.0 三合一冲锋衣	452.51	暴雨级防水、透气不闷、全面防风、保暖锁温	防风防水面料
	大地之壳-水壳 3.0 冲锋衣 PRO	536.1	防暴雨升级、透湿不闷、全面防风、耐磨不易撕裂	三层复合防水科技面料
伯希和	山色冲锋衣	569	暴雨级防水、优异透湿性、耐磨抗撕裂、多架唐防风系暖、内胆抗起球	STORM BREATH（防水透湿）+ WARMLOCK（恒温保暖）
	山行两件套冲锋衣	499	暴雨级防水、24H 持续保暖、耐穿抗撕裂、无惧大风优异透气性、抗起球	STORM BREATH（防水透湿）+ WARMLOCK（恒温保暖）
	经典系列 2.0 三合一冲锋衣	489	外壳：暴雨级防水优异透湿性、耐磨抗撕裂、多维度防风系统；内胆：24 小时持续保暖、内胆抗静电处理	STORM BREATH（防水透湿）
骆驼	王者凯甲 ICON 三合一冲锋衣	489	暴雨级防水、透湿排汗系统、防刮耐磨、专业防风面料三防科技面料	ENFO-TECH（三防）
	3514 系列三防超级冲锋衣	439	暴雨级防水、拒油防污、周全防风系统、甄选高品质鸭绒、85% 绒子含量	ENFO-TECH（三防）
	三合一冲锋衣	399	防水、防油、拒污	ENFO-TECH（三防）

数据来源：前瞻产业研究院、信达证券研发中心

四家国产户外品牌（伯希和、凯乐石、探路者、骆驼）的面料自研能力存在差异，凯乐石、伯希和取得良好的商业化成效。凯乐石：自研深度最深，专业定位最清晰。凯乐石的自研面料战略与其专业登山+越野跑的品牌定位高度协同，通过砍掉低端产品线、聚焦专业场景，在中高端户外市场建立稳固的心智壁垒。伯希和：技术路线上依赖国际供应商，其增长逻辑更多依赖 DTC 内容营销和性价比定位，而非技术壁垒，在中高端市场面临被凯乐石等具备自研能力的品牌挤压的风险。探路者：

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 20

自研历史最长，探路者的 TIEF 系列是国内最早布局的自研面料体系，探路者的独特优势在于“军工+极地科考+航天”的专业背书，但探路者的技术实力未能有效转化为商业竞争力，近几年增速低于凯乐石和伯希和。**骆驼**：性价比导向，以 399-500 元价格带覆盖最大众的户外入门人群。从动销结果看，伯希和、凯乐石在均 2023-2025 年 CAGR 远超行业增速，体现了其成功的产品策略。

图 28：国产户外品牌收入规模与增长趋势

品牌	2023 年	2024 年	2025 年
凯乐石	全渠道同比增长约 90%	收入约 40 亿元，全渠道同比增长超 90%	2025 年上半年收入近 30 亿元
伯希和	收入 9.08 亿元、同比+139.93%	收入 17.66 亿元、同比+94.49%	收入 27.93 亿元、同比+58.14%
骆驼		GMV 超 50 亿元、同比增约 33%	
探路者	收入 12.57 亿元、同比+11.21%	收入 13.69、同比+8.91%	收入 11.51 亿元、同比-15.96%

数据来源：商业头条、界面新闻、iFind、伯希和招股说明书、DONEWS、娱乐资本论坛、信达证券研发中心

图 29：国产户外品牌线上动销规模与表现

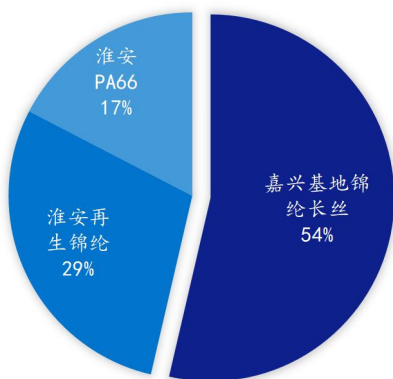
品牌	2023 年	2024 年	2025 年
凯乐石	全渠道+90%	主流电商+153%，份额 25%居品牌榜首	
伯希和	线上 DTC 5.74 亿元	线上 DTC 10.29 亿元、+79%	线上 DTC 14.72 亿元、同比+36.5%
骆驼	冲锋衣+400%		
探路者	线上 3.45 亿元、同比+7.2%	线上 3.74 亿元、同比+8.5%	线上 3.8 亿元、同比+2%

数据来源：商业头条、界面新闻、iFind、伯希和招股说明书、DONEWS、娱乐资本论坛、信达证券研发中心

功能性面料的国产替代浪潮正在催生上游供应链的投资机会。从产业链价值分布来看，面料自主化能力直接决定产品力和品牌的毛利率空间、供应链安全，是产业里的核心环节。在国产替代趋势下，可关注台华新材、登越新材料等功能面料企业。

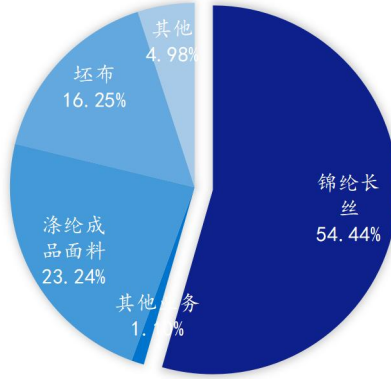
台华新材（603055.SH）：锦纶 66 一体化龙头，受益户外功能性面料需求爆发。台华有“锦纶纺丝+织造+染整”一体化产业链。公司锦纶长丝设计产能 34.5 万吨，其中 PA66 产能 6 万吨，再生锦纶 10 万吨。台华新材高性能锦纶 66 具有更高强度和更佳耐磨性，客户覆盖迪卡侬、安踏、优衣库、探路者、凯乐石、伯希和、狼爪等国内外品牌。

图 30：2025 年台华新材锦纶长丝产能布局



资料来源：台华新材公司公告、信达证券研发中心

图 31：2025 年台华新材收入拆分



资料来源：iFind、信达证券研发中心

登越新材料（未上市）：国内 **ePTFE** 微孔膜制造公司。登越新材料是国内 ePTFE 微孔膜领域的重要参与者，拥有自主品牌 DENTIK（登天）。登越的 DENTIK 面料被业内称为中国的 GORE-TEX，GORE-TEX 通过严格的授权认证体系构建品牌壁垒，登越则走同技术、更低成本路线，为国产户外品牌提供面料替代方案。目前主要服务国内中端户外品牌（慕士塔格、凯图等）。若国产户外品牌加速从 PU 基膜向 ePTFE 膜升级（即向 GORE-TEX 技术路线靠拢），登越作为国内供应商将直接受益。

图 32：登越 DENTIK 与 GORE-TEX 对比

对比维度	登越 DENTIK	GORE-TEX
核心技术	ePTFE 微孔膜（自主研发）	ePTFE 微孔膜（专利垄断）
防水指数	≥10000mmH ₂ O	≥28000mmH ₂ O（Pro 版）
透湿率	≥8000g/m ² /24h	≥17000g/m ² /24h（Pro 版）
面料成本	性价比	定位高端
品牌溢价	无品牌授权费+供应链溢价	强品牌背书，消费者愿付 30-50%溢价
环保合规	传统 PTFE 路线，PFAS 限制待跟进	已推出无氟 ePE 膜技术
供应客户	攀山鼠、凯图等中端品牌	Arc'teryx, TNF, Patagonia 等高端
量产能力	国内少数 E-PTFE 量产企业之一	全球授权工厂网络

数据来源：登越官方网站、优格网、GORE-TEX 官网、信达证券研发中心

3. 营销与品牌：精准营销与品牌心智建立

营销是技术迭代成果向品牌认知转化的关键桥梁，精准营销能力将成为品牌分化的核心变量。营销端的竞争格局重塑与产品端的技术突破互为表里，前者解决“如何让用户知道”的问题，后者解决“产品是否值得买”的问题。在产品技术激烈竞争的同时，不同营销方式（奥运赞助、NBA 球星签约、马拉松赛事、内容营销等）的投入产出效率差异，以及营销方式与目标人群的匹配精度，也将影响品牌市场份额走向。

3.1 人群画像更加细分

运动鞋服消费呈现高度的人群分化特征，精准人群定位是高效营销和品牌破圈的前提。不同人群在消费能力、决策因素和触达渠道上有差异显著，品牌应采用何种营销方式、以何种内容形态触达至关重要。

跑步人群划分：基于月跑量、配速和消费能力三个维度，可将跑步人群划分为三个层级，即精英跑者、严肃跑者、跑步爱好者。

图 33：跑步人群分层画像

维度	精英跑者	严肃跑者	跑步爱好者
月跑量	>300km	200-300km	5km-200km
平均配速	男：≤4'00"/km	男：4'01"-5'30"/km	男：≥5'30"/km
	女：≤4'25"/km	女：4'26"-6'00"/km	女：≥6'00"/km
年跑鞋预算<1000	14.80%	27.80%	38.70%
品牌偏好	均衡多品牌		
	(Nike/Adidas/特步/李宁)	特步/索康尼/Nike（性能导向）	安踏/李宁/性价比品牌
决策因素	性能/科技/竞速成绩	性能+性价比+赛事背书	价格/颜值/口碑

触达渠道	赛事精英组/训练营	马拉松赛事/跑团/专业媒体	社交媒体/KOL 种草
典型产品价位	1,500-3,000 元	800-2,000 元	300-800 元

数据来源：《中国跑者跑鞋使用年度报告》、信达证券研发中心

户外人群划分：基于消费行为和场景偏好，户外人群可划分为五个细分层级，即硬核户外党、都市通勤族、品质生活家、潮流追随者和性价比实用派五个细分层级。

图 34：户外人群细分画像

人群类型	硬核户外党 (23%)	都市户外通勤族 (31%)	品质生活家 (19%)	新生代 Z 时代 (18%)
年龄	30-45 岁	25-40 岁	30-45 岁	18-30 岁
核心特征	男性为主，年户外>50 次，高客单	男女均衡，功能+时尚双驱动	高线城市，品牌忠诚度高	Z 世代，社交驱动购买
消费增速	高客单	+45% (最快)	中高增速	中等增速
核心需求	功能性/耐用性/专业防护	通勤+周末轻户外，一衣多穿	品牌认同+品质保证	颜值/社交出片/潮流属性
适配品牌	始祖鸟/北面/凯乐石	迪桑特/可隆/骆驼	始祖鸟/迪桑特	北面/骆驼/KOL 推荐

数据来源：《2025 中国运动户外冲锋衣市场消费白皮书》、信达证券研发中心

人群细分意义在于，不同人群对应不同的营销方式与品牌溢价空间。精英跑者仅占 5%但客单价较高、品牌粘性较强，是专业跑鞋品牌（特步/索康尼）的核心阵地，需以赛事营销和专业内容触达；跑步爱好者主要是都市户外通勤族占比 50%，是户外品牌增量最大的市场，适合以生活方式内容+社媒种草渗透。**品牌选择营销方式首先要确定目标人群是谁、在哪里，再确定营销方式和扩圈方式。**接下来我们将围绕奥运赞助、球星签约、马拉松赛事和内容营销四大主流方式，评估其与不同人群的匹配效率。

3.2 主要营销方式 ROI

1、奥运赞助

奥运赞助是运动品牌最高层级的营销资产之一，兼具品牌曝光与民族品牌叙事双重属性，短期 ROI 虽难精确量化，但长期品牌认知度提升效应显著。

阶段一：2009-2012 周期（温哥华冬奥、伦敦奥运）

安踏 2009 年以 7000 万美元签约中国奥委会，这个阶段安踏处于借势国民品牌认知的起步期。2009 年签约时安踏营收仅 58.75 亿元，周期结束时即 2012 年营收增至 76.23 亿元，期间 CAGR 约 9.1%，此阶段安踏完成了对李宁的超越。广宣费用率从 2009 年的约 12.7%至 2012 年的约 10.5%，广宣费用率在 10%以上但是呈下降趋势，反映品牌投入前置、收入回报后置的典型特征。

阶段二：2013-2016 周期（索契冬奥、里约奥运）

安踏 2013 年续约该周期，该阶段安踏从国民品牌向专业运动定位升级。2013 年营收 72.81 亿元，2016 年突破 133.46 亿元，期间 CAGR 高达 22.4%。广宣费用率从 2013 年的约 11.1%至 2016 年的约 11.4%，基本维持稳定，此阶段奥运赞助的品牌资产开始产生复利效应。2016 年里约奥运年，安踏品牌随中国代表团高频曝光，当年营收同比+20.8%，验证奥运年的脉冲式拉动。

阶段三：2017-2024 周期（东京夏奥、北京冬奥、巴黎夏奥）

2017 年安踏再度续约至 2024 年，跨越三届奥运，品牌矩阵效应显现。2017 年安踏集团营收 166.93 亿元，2024 年增至 708.26 亿元，期间 CAGR 达 22.9%。这个阶段除了主品牌的持续成长，品牌矩阵的贡献度在上升。奥运赞助对安踏主品牌的边际贡献递减，对集团整体的拉动更多体现为中国品牌领导者叙事的文化赋能。

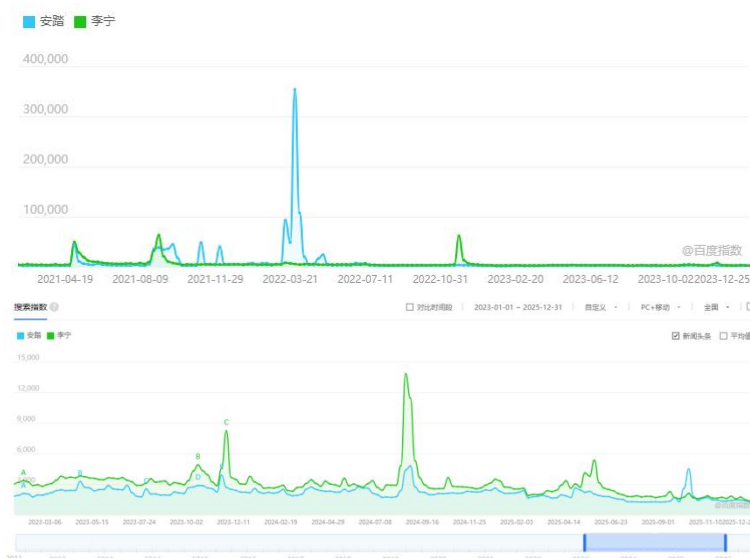
图 35：安踏体育奥运周期与经营表现时间线

阶段一 2009-2012	阶段二 2013-2016	阶段三 2017-2024
初次签约	续约签约费	续约至2024年，签约费持续投入
温哥华冬奥 广州亚运 伦敦奥运	从国民品牌向专业运动定位升级	续约至2024年，签约费持续投入
该阶段营收从58.75亿元增至76亿元	该阶段营收从72.81亿元增至133.46亿元	该阶段营收从166.93亿元增至708.26亿元
CAGR约9.1%	CAGR约22.4%	CAGR约22.9%
借势国民品牌认知，完成对李宁的超越	2016年营收同比+20.8%，奥运年脉冲式拉动明显	品牌矩阵贡献度上升，中国品牌领导者叙事增强

资料来源：iFind、安踏投资者关系网站、信达证券研发中心

复盘安踏我们发现，奥运赞助的品牌效应呈现脉冲式爆发+持续性沉淀双重特征。安踏在奥运年的热度指数平均较非奥运年明显要高，同时期热度较李宁也明显要高，在 2022 年北京冬奥会期间这种脉冲现象尤为明显，但脉冲效应后便是较长的衰减周期。除了短期热度，安踏赞助奥运的长周期里，已将奥运元素从单次曝光投入转化为品牌资产与经营复利。

图 36：安踏体育在 2022 北京冬奥会和 2024 年巴黎奥运会的热度情况

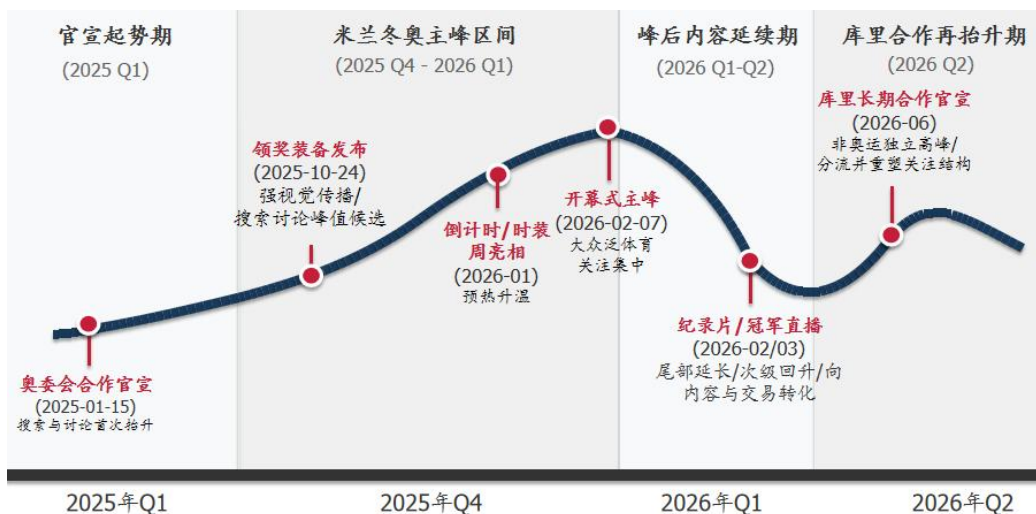


数据来源：百度指数、信达证券研发中心

李宁开启新的奥运周期，借势奥运提升品牌势能。2025 年 1 月李宁官宣拿下 2025-2028 周期中国奥委会合作伙伴权益，我们认为本轮奥运赞助周期也将助力李宁品牌力再上一个台阶。李宁签约后本轮奥运周期抖音热度呈现较清晰的演化链条：2025 年 1 月重回中国奥委会合作体系构成首轮显著抬升起点；2025 年 10 月联合发布米兰冬奥会中国体育代表团领奖装备构成第一个强峰值；2026 年 1 月至 2 月随着

米兰冬奥会倒计时、品牌国际亮相与开幕式曝光，形成奥运主峰区间；此后纪录片内容与奥运冠军直播把热度从赛事传播延伸到内容消费和交易转化；2026年6月与斯蒂芬·库里的长期合作又形成新的热度抬升。

图 37：李宁在本轮奥运周期里抖音热度趋势



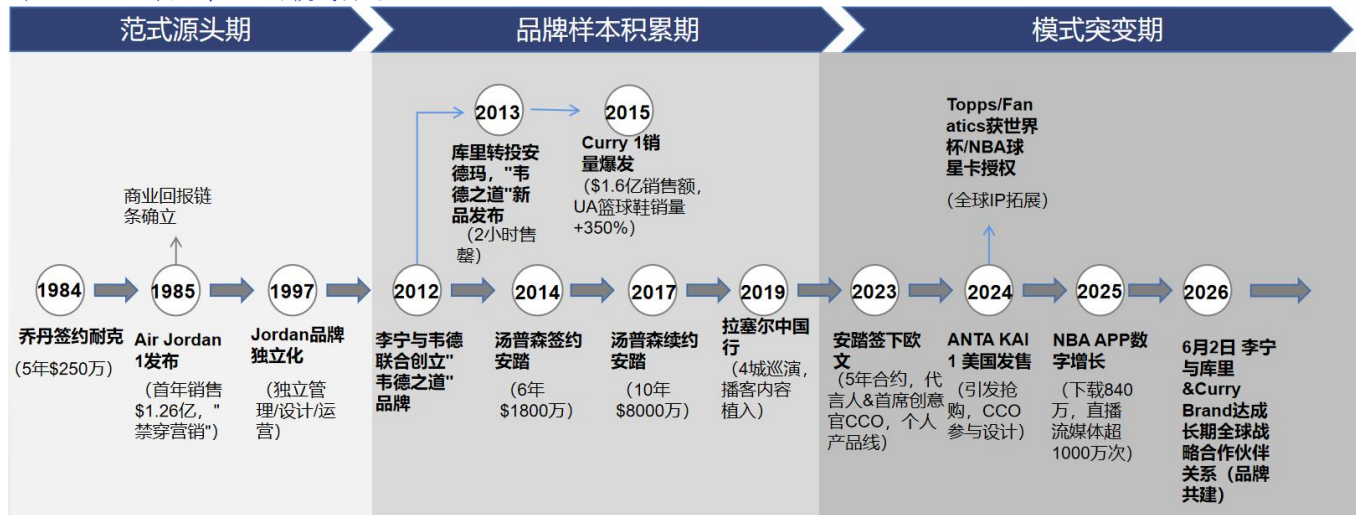
数据来源：久谦中台、信达证券研发中心

2、NBA 球星签约的商业回报

NBA 球星代言是运动鞋品牌，尤其是篮球品类最有效的营销方式之一。NBA 球星的商业回报高度依赖球星竞技状态、个人魅力与品牌运营的协同效应。NBA 球星签约的估值逻辑：顶级球星的终身合同表面上是巨额固定支出，实则构成品牌资产的期权结构。

NBA 球星商业签约模式发生演变，从签名鞋代言演进为品牌共建。从时间演变看，NBA 球星商业签约大致经历了三层结构：第一层是范式源头期，核心代表为 1984 年乔丹签约耐克、1985 年 Air Jordan 1 发布并迅速兑现销售额。第二层是品牌样本积累期，2012 年“韦德之道”、2014 年汤普森签约安踏、2013 年库里转投安德玛及 2015 年 Curry 1 销量爆发，共同证明签名鞋和长期合作能够持续放大品牌回报。第三层是近年模式突变期，尤其集中在 2023-2026 年，欧文、克莱、库里等案例显示合作已从单纯代言升级为个人产品线、品牌共建、跨品类开发等全面合作。

图 38：NBA 球星商业签约模式演变



资料来源：久谦中台、信达证券研发中心

国产品牌 **NBA 球星签约策略**仍处于驱动销量阶段，向文化资产构建升级存在明确空间。安踏签约凯里·欧文，带动欧文系列销售表现突出；李宁以韦德之道系列为核心 IP，并签约 C.J.麦科勒姆；361 度签约约基奇带动品牌热度提升。相较而言，国际品牌通过终身合同将球星转化为文化符号，而国产品牌更侧重于短期销售拉动和品类认知建设。我们认为，国产品牌在于球星合作模式中从流量变现思维转向文化资产沉淀，通过长期合约与内容运营，实现从销售工具到品牌文化基建的跃升。

图 39：国产运动品牌篮球资源对比

类别	李宁	安踏	特步	361 度
签约运动员/明星	韦德，拉塞尔，吉米巴特勒，杨瀚森，库里	克莱·汤普森，凯里·欧文	林书豪，张镇麟，马利克·比斯利	斯宾瑟·丁威迪，约基奇
签约篮球赛事	2012-2027 CBA 装备赞助商			

资料来源：网易、搜狐、李宁官网、安踏官网、澎湃新闻、虎扑、界面新闻、信达证券研发中心

3、马拉松赛事营销

马拉松赛事营销是跑鞋品牌 **ROI 最高**的专业化营销方式之一。马拉松营销的核心价值可归纳为专业背书、社交证明和品牌心智三层。第一层是专业背书，穿着率数据直接证明产品性能。第二层是社交证明，跑者间的口碑传播形成购买决策影响链。第三层是品牌心智，通过持续赛事露出建立专业跑鞋认知。我们认为，随着中国路跑市场持续增长，头部品牌的马拉松营销回报有望持续放大。

图 40：2025 年马拉松赞助统计

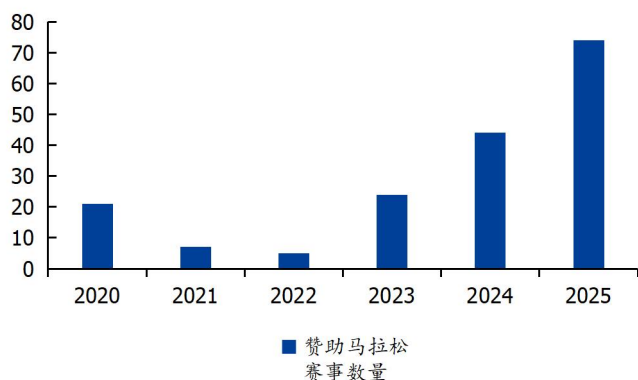
赛事名称	赛事级别	举办城市	主赞助商	特步穿着率	李宁穿着率	安踏穿着率
上海马拉松	白金标	上海	耐克	全局第一（含索康尼）	破三 22.2%（第一）	-
厦门马拉松	白金标	厦门	特步	41.8%（全局）/43.8%（破三）	进入前列	-
北京马拉松	金标	北京	阿迪达斯	22.5%（破三，第一）	进入前十	-
北京半程马拉松	标牌	北京	李宁	-	61.35%（90 分钟完赛，第一）	-
无锡马拉松	金标	无锡	特步	26.88%（破三，第一）	进入前十	-
广州马拉松	金标	广州	安踏	40.3%（含索康尼）	-	主赞助商
成都马拉松	金标	成都	特步	47.6%（含索康尼）	-	-

资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

特步以马拉松赛事营销构建跑鞋品类的专业心智壁垒，商业回报显著。截止 2025 年，特步累计赞助马拉松赛事超 1000 场，是中国赞助马拉松最多的运动品牌。2025 年赞助 74 场赛事、同比+68.2%，穿着率实现六大赛事大满贯，跑步俱乐部增至 71 家、覆盖 250 万+会员。商业回报端，特步 2025 年营收 141.51 亿元、同比+4.2%，净利润 13.72 亿元、同比+10.8%，特步主品牌收入 125.15 亿元、同比+1.5%，专业

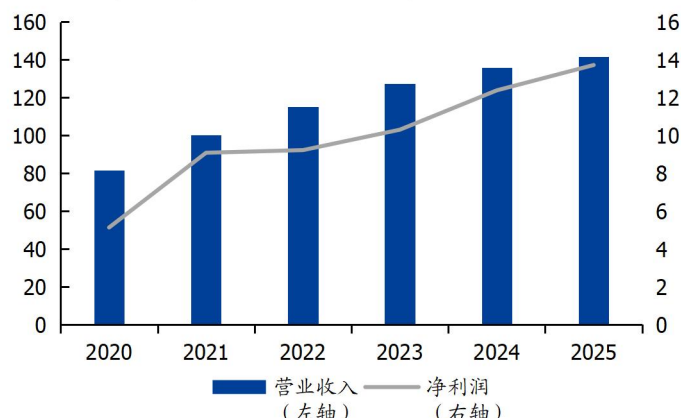
运动分部（索康尼+迈乐）收入 16.36 亿元、同比+30.8%，占总收入 11.6%。

图 41：特步赞助的马拉松赛事数量（单位：场）



资料来源：特步国际公司公告，信达证券研发中心

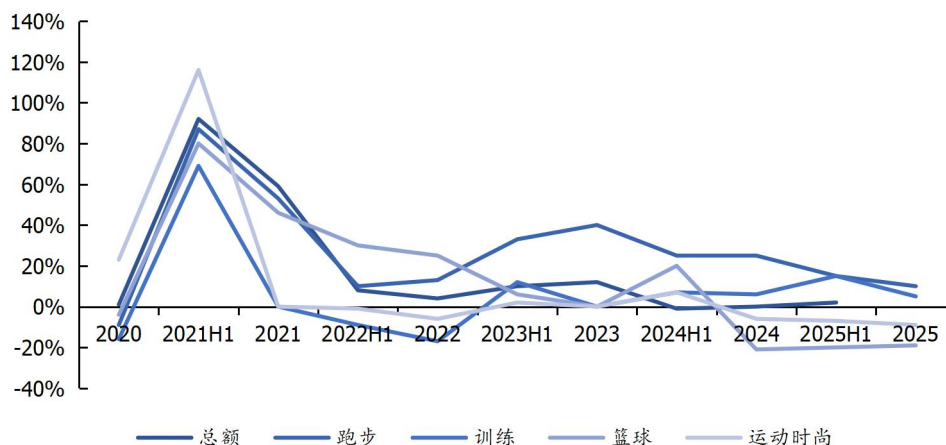
图 42：特步近几年收入、利润情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺，信达证券研发中心

李宁近年来在跑鞋领域发起攻势，战略性加码跑步赛事。在赛事赞助层面，李宁于 2025 年成功取代连续 8 年赞助的特步，成为北京半程马拉松的新赞助商；北京半马赛场上，李宁跑鞋以 61.35% 的占比成为 90 分钟内完赛跑者中穿着率最高的品牌。在精英运动员布局上，李宁 2025 年启动“龙雀计划”，年投入超 5000 万元支持精英运动员。李宁在跑步赛事上的投入，带来跑鞋品类的快速成长，2022 年以来李宁跑鞋品类增速明显优于其他品类。

图 43：李宁 2022 年以来跑鞋品类零售流水增速领跑



资料来源：李宁公司公告，信达证券研发中心

4、户外品牌善用内容营销

户外品牌在内容营销方面较传统运动品牌更为积极，与户外品牌目前仍处在消费者教育阶段有关。

分品牌看，凯乐石、伯希和、骆驼在内容营销上分别占据“专业进阶”“专业感可及”“大众轻户外转化”三种差异化位置。凯乐石、伯希和、骆驼的内容营销分别占据国产户外市场中的三个不同位置：凯乐石更偏专业硬核的能力型户外，伯希和更偏专业感可及的中间升级带，骆驼更偏大众轻户外与高性价比比生活化消费。从人群上看，凯乐石主要服务专业户外爱好者、越野跑与高海拔进阶用户，并向城市轻户外人群外溢；伯希和主要服务大学生、职场新人和进阶户外爱好者这类愿意升级装备但仍看重价格与设计的人群；骆驼则覆盖最广泛的年轻大众消费者和泛户外入

门者。从**产品表达**上看，凯乐石依赖越野跑鞋、高海拔羽绒、冲锋衣和徒步鞋构成的专业装备体系；伯希和以冲锋衣矩阵尤其是三合一和山系列为核心；骆驼则高度依赖三合一冲锋衣等大众爆款单品。从**卖点与场景**上看，凯乐石把技术参数、赛事验证和复杂地形绑定，强调“稳步变强”、“科学精进”式的专业进阶；伯希和把功能、设计与价格平衡在一起，强调“专业感可及”；骆驼则把基础功能翻译成“好看、划算、可日常穿”的大众消费语言。从**叙事与合作**上看，凯乐石偏赛事、训练营、运动员和专业达人，内容风格硬核纪实；伯希和兼顾专业发布、社媒种草、明星代言和高校/户外团体合作；骆驼则更依赖年轻化代言、短视频、直播和平台化内容电商。

图 44：凯乐石、伯希和和骆驼的内容营销方式对比

维度	凯乐石 (KAILAS)	伯希和 (PELLIOT)	骆驼 (Camel)
人群定位与身份想象	 核心：专业硬核户外、越野跑者、徒步与高海拔进阶用户（“能力型用户”） 身份：持续精进、重视科学训练与专业装备匹配 延展：吸纳城市轻户外人群	 核心：大众轻户外与专业户外之间的“升级型用户”（大学生、职场新人、进阶者） 身份：追求更专业但讲究性价比与设计	 核心：大众年轻人、价格敏感用户和泛户外入门者（25-30岁） 身份：日常生活功能服饰消费者+专业参与者
产品结构及代表单品	 结构：按场景/强度/专业等级分层的完整装备体系（鞋：徒步MT/越野FUGA；服：冲锋衣FILTERTEC/MONT，羽绒5000GT/8000GT） 单品锚点（高溢价专业资产）：FUGA DU大坡王，MT5徒步鞋，MONT X PRO冲锋衣，8000GT羽绒服	 结构：以冲锋衣矩阵为核心（基础款/专业/巅峰/经典系列），经典系列占80% 单品锚点（冲锋衣矩阵+高端拉升）：经典山系三合一，山壳/风盾系列，北极星系列	 结构：高度集中于冲锋衣（尤其是三合一），占销90%以上 单品锚点（大众爆款/高销量入口款）：经典三合一（314三合一），“小太阳”羽绒服
功能卖点与应用场景	 卖点：技术化、性能化、可验证化（GORE-TEX, Vibram, 抓地，缓震） 情绪：稳步变强、科学精进、勇士、试炼场 场景：湿滑路面，陡坡，高温，高海拔风雪，越野跑	 卖点：专业功能与大众可及之间的平衡（防水透湿+时尚设计+价格合理） 情绪：“专业感可及”、设计感十足、性价比 场景：通勤，日常高频，常规徒步，都市过渡	 卖点：基础功能够用+价格与款式有吸引力（防风/防水/保暖/防晒/大廓平替） 情绪：年轻、时尚、划算、好搭 场景：日常穿搭（线上66%），旅行，城市户外，轻户外
生活方式叙事与内容风格	 叙事：“山野进阶型生活”（训练/比赛/登山/能力成长） 风格：硬核纪实、专业复盘、参数化表达 合作：赛事IP，训练营，运动员，专业达人，门店社群	 叙事：“大众可进入的高性能户外”（专业转译为生活方式） 风格：专业发布 + 社媒种草（可读性） 合作：体育组织/登山队 + 社媒达人/明星代言（如陈奕迅）	 叙事：“日常化轻户外生活”（融入日常的年轻生活方式） 风格：年轻化、穿搭化、流量化、促销化（短视频/直播） 合作：年轻代言人，短视频，直播带货，平台化内容电商

资料来源：社媒、时代在线、久谦中台、信达证券研发中心

精准人群+社群运营+生活方式叙事，构成成功的内容营销。从投资判断的角度，内容营销的终极评估标准不是短期 GMV 或曝光量，而是品牌是否从一个被购买的产品转变为一个被认同的身份。凯乐石的模式是较好的内容营销范式，既促进销售又完成品牌叙事。

3.3 品牌：产品差异化+品牌符号化

营销投入的效率差异最终都要转化为品牌认知的沉淀深度。人群洞察定义营销的方向，营销方式决定触达的效率，而品牌认知则决定溢价的宽度与持久度。技术迭代与营销投入最终都要转化为品牌认知。**每个成功品牌的崛起都遵循清晰的演进路径：以差异化产品切入，通过精准渠道触达核心人群，沉淀品牌文化符号。我们以 On 昂跑和始祖鸟为典型案例，回溯品牌心智的建立过程。**

阶段一：产品差异化

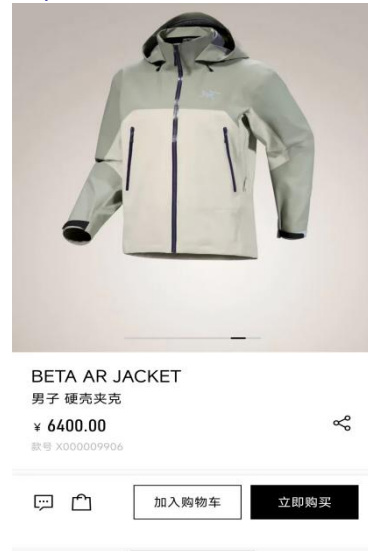
成功品牌的起点都是一款差异化产品。On 昂跑通过 CloudTec 缓震系统（结构+材料双减震），建立专业跑者口碑。始祖鸟 1998 年推出的 Alpha SV 硬壳冲锋衣（Gore-Tex Pro 面料+自主立体剪裁）成为标志性产品。产品差异化阶段具有一定的窗口期，随着供应链成熟、仿制迭代速度快，差异单品的性能优势极易被同行模仿甚至超越。

图 45: On 昂跑以 CloudTec 诠释 "Run On Clouds" 理念



资料来源: 界面新闻、信达证券研发中心

图 46: 始祖鸟 Alpha SV 男士硬壳冲锋衣



资料来源: 始祖鸟官方小程序、信达证券研发中心

阶段二: 渠道精准化

渠道策略不是简单的 **DTC vs 经销** 的抉择, 而是根据品牌定位选择匹配的渠道模式。始祖鸟门店选址对标奢侈品 (与爱马仕为邻), 坚持不降价策略, 全价销售维护品牌稀缺性。从扩张节奏上, 始祖鸟的渠道扩张速度刻意放缓, 反而强化品牌稀缺性, 应关注品牌在渠道扩张与品牌调性之间的平衡。

图 47: On (昂跑) 在成都太古里开设中国首家旗舰店



资料来源: 搜狐网、信达证券研发中心

图 48: 始祖鸟在上海开设全球最大旗舰店



资料来源: 搜狐网、信达证券研发中心

阶段三: 品牌符号化

品牌溢价的最高境界是从功能产品升级为文化符号。随着品牌的符号化完成, 价格比较、功能对比、竞品替代的逻辑链条也会被打破。以始祖鸟为例, 经过产品的硬核定位和对标奢侈牌的渠道策略, 及符合品牌调性的营销叙事, 始祖鸟从户外装备转变为中产身份标识。品牌已完成符号化后, 竞品要想再完成超越则需要在差异化产品和渠道精准化方面付出更多的成本, 即此时已经建立一定的品牌护城河。

图 49: 昂跑和始祖鸟的品牌建立过程

维度	On 昂跑 (跑鞋垂类)	始祖鸟 (户外垂类)
----	--------------	------------

创立背景	2010 年，前铁人三项世界冠军 Olivier Bernhard 在瑞士苏黎世创立 On 昂跑	1989 年，硬核登山者 Dave Lane 与 Jeremy Guard 在加拿大温哥华创立始祖鸟
阶段一：产品差异化	CloudTec 缓震系统（结构+材料双减震），第三种缓震范式区别于 Nike Air/Adidas Boost	Alpha SV 硬壳冲锋衣（Gore-Tex Pro+自主立体剪裁），产品设计符合工程化哲学
阶段二：渠道精准化	线上全价销售不折扣，线下精选高端百货和直营门店	直营 DTC 体系直接触达消费者，门店选址与爱马仕为邻，空间设计对标奢侈品旗舰；坚持不降价、全价销售
阶段三：品牌符号化	从“缓震跑鞋”到“中产生活方式符号”，On 代表的精致、健康、优雅的生活方式	从“户外装备”到“中产身份标识”

资料来源：中国经济新闻网、什么值得买、搜狐、Outdoorinov8、信达证券研发中心

4. 渠道篇：运动品牌的抉择，户外品牌的 DTC

渠道结构的差异是运动鞋服品牌竞争格局分化的核心变量，耐克 DTC 失败与安踏 DTC 成功的对比案例，揭示 DTC 转型的效率与财务表现存在跷跷板效应。

4.1 渠道模式分析

运动鞋服行业的渠道层级设计直接影响利润分配效率与终端管控能力。DTC 渠道品牌端毛利率虽可达 50%-70%，但扣除 20%-30% 的付费获客成本及履约、支付、退货等费用后，贡献利润率通常仅 20%-30%。批发渠道，品牌端毛利率仅 30%-40%，但由于省去了大部分获客支出，贡献利润率反而有可能高于 DTC 模式。但从综合效率看，DTC 模式在账期、存货占用和信息传递失效方面，要明显优于经销模式。

图 50：四种渠道模式对比

对比维度	DTC	Wholesale（传统批发）
收入确认	100%	一般 50%
品牌端毛利率	50% - 70%	30% - 40%
贡献利润率	20% - 30%	30% - 40%
EBIT 表现		较 DTC 高约 8 个百分点
核心成本项	付费获客 20% - 30%、履约、支付处理、退货	贸易推广费、扣款、账期资金成本
扣款/合规风险	较低	有一定风险
结算账期	即时结算	30 至 60 账期
库存风险承担方	品牌	经销商+品牌
信息传递时效和价格管控	品牌强管控	利用经销商资源

数据来源：eightX、信达证券研发中心

对比国产运动品牌分销结构有较大差异。安踏以 DTC 直营+电商双轮驱动实现近 90% 的渠道自控，李宁维持特许经销商+直营+电商平衡模式，特步与 361° 仍以经销批发为渠道主力，但特步正在向 DTC 转型。

图 51：2025 年主要运动鞋服品牌渠道结构对比

品牌	DTC（线下）	电商	批发/经销	门店数
安踏主品牌	DTC 直营 35.4% DTC 加盟 18.4%	37%	9%	7135（成人）+2784（儿童）
李宁	23%	31%	46%	直营 1238 家/批发 4853 家/童装 1518 家
特步		约 33%	线下以批发为主	成人 6357 家/儿童 1488 家/索康尼 175 家
361°		30%	线下以批发为主	成人 6647 家（中国内地 5394）/童装 2364 家

数据来源：安踏、李宁、特步、361 度公司公告、信达证券研发中心

直营、加盟模式各有利弊不直接决定利润率水平，运营水平决定经营利润率。从安踏体育、李宁、特步国际、361 度的销售费用率、毛利率和最终利润率看，直营渠道毛利率更高、同时费用支出也更高，最终的利润率与渠道模式没有呈现规律性相关。直营模式的特点是品牌商能够直接与终端消费者产生买卖关系，更高的销售单价带来了高毛利率水平，但同时由于铺设门店、雇佣销售人员等需求，也要承担更高的销售费用率。加盟渠道的特点是轻资产模式，可以帮助品牌商更快的完成规模扩张。

图 52：国产运动品牌的毛利率、费用率和最终利润率

公司	股票代码	营业收入（亿元）	毛利率（%）	销售费用率（%）	经营利润率（%）	净利润率（%）
安踏体育	2020.HK	802.19	53.60	35.47	20.70	19.52
李宁	2331.HK	295.98	48.95	31.05	13.20	9.92
特步国际	1368.HK	141.51	42.85	22.58	14.30	9.69
361 度	1361.HK	111.46	41.53	20.24	15.90	12.00

资料来源：iFind、信达证券研发中心（注：安踏体育的毛利率、经营利润率取安踏主品牌）

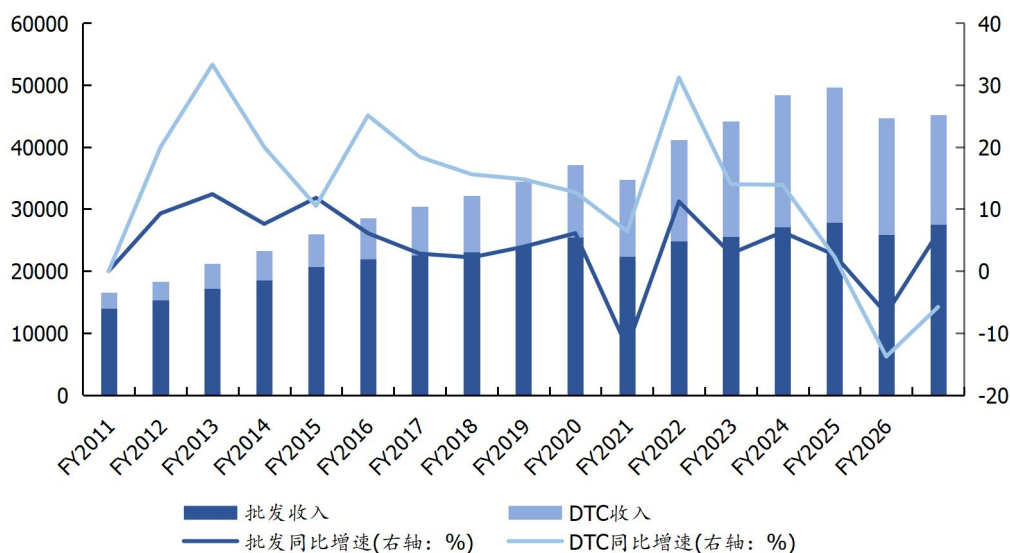
4.2 耐克转型 DTC 失败案例

历史复盘：

2017 年，Nike 推出“Consumer Direct Offense”（CDO，消费者直接进攻）战略，2020 年升级为“Consumer Direct Acceleration”（CDA，消费者直接加速）。在这一战略下，Nike 正加大对电子商务和科技的投资，公司还计划开设部分规模更小、具备数字化能力的单品牌门店，弱化经销商这一传统模式。

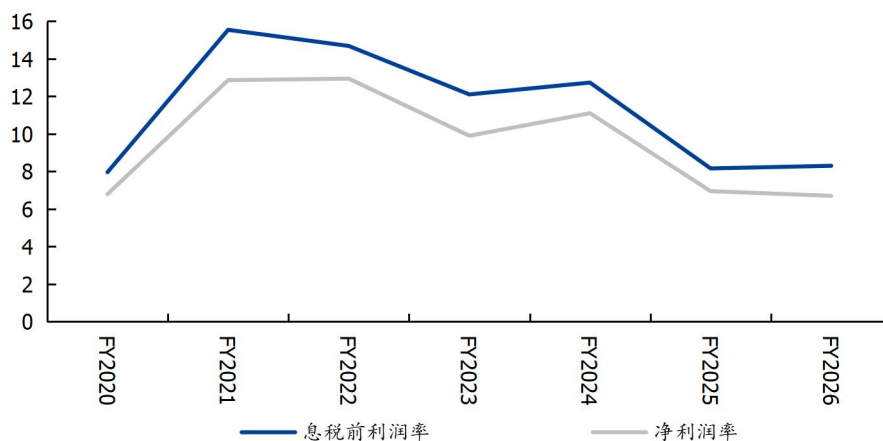
CDA 战略以失败告终，转型失败的弊端在 2024 年集中爆发。Nike DTC 业务收入增速从 FY21 峰值后逐渐放缓，Nike DTC 营收同比增速在连续 4 个财年连续向下，并自 FY24 降幅持续高于批发业务。营业利润率呈现下降趋势，DTC 占比增加后，持续的数字化投入、线下直营投入加大经营杠杆，导致营业利润率下行。

图 53：Nike 不同渠道收入增速（收入单位：百万美元）



资料来源: iFind、信达证券研发中心

图 54: Nike 利润率在 DTC 转型过程中持续下行 (单位: %)



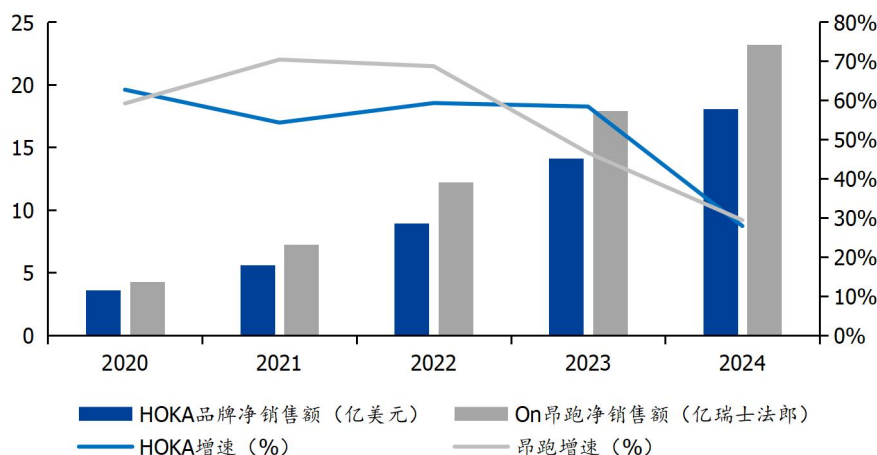
资料来源: iFind、信达证券研发中心

耐克 DTC 失败根源为零售终端的流失和库存的失控:

其一，渠道削弱导致零售终端流失。耐克削减经销商数量的同时，Hoka、On 昂跑、安踏等竞争对手迅速抢占空出的零售终端。耐克在中国下沉市场（三线及以下城市）的门店覆盖率低，经销商网络的萎缩直接削弱其市场渗透能力。滔搏作为耐克核心经销商，5 年间关闭多家相关门店，转而引入 HOKA、凯乐石等新锐品牌。

从产业链视角看，耐克 DTC 转型恰好发生在一个产品创新驱动渠道重构的行业变局期。耐克把资源和精力投入到数字化平台建设、物流系统、App 开发等 DTC 基础设施时，竞争对手们正聚焦于中底技术迭代（Hoka 的超轻泡棉、On 的结构缓震）和渠道铺设。2020-2024 年 Nike DTC 转型期间，Hoka 和 ON 的平均收入增速超过同期 Nike 以及 Adidas 老牌运动品牌增速。

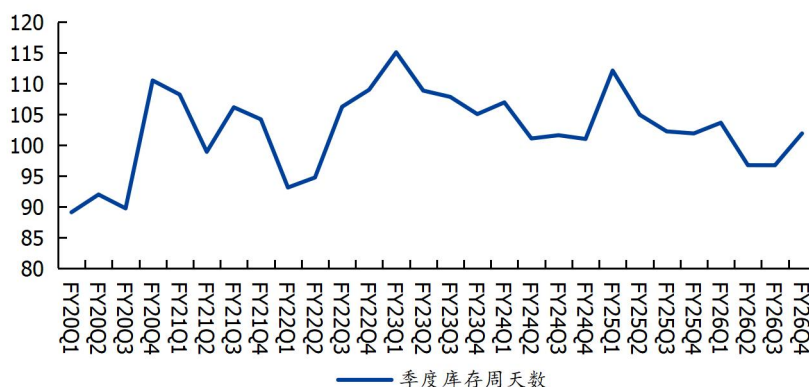
图 55: NikeDTC 转型期间 Hoka 和 ON 经历了快速发展



资料来源: iFind、信达证券研发中心

其二，DTC 模式下库存失控。品牌直接承担库存压力，自营系统内库存高企，导致库存周转变慢，进一步扰乱销售和折扣体系。2019-2023 年库存周转天数从 92 天升至 106 天。2024 年由于库存高企，公司被迫降低经销商拿货折扣，并在官网降价清库存，进一步扰乱市场价格体系。

图 56: Nike 库存周转率下行 (单位: 天数)



资料来源: iFind、信达证券研发中心

2024 年 10 月，耐克迎来新任 CEO 并启动重返批发战略。NIKE 在业绩会上致谢滔搏、宝胜等经销商合作伙伴，释放出重返批发的信号。2026 年 1 月新任命大中华区渠道负责人，继续修复渠道生态。2026 财年 Q2 批发收入 75 亿美元 (+8%)，NIKE Direct 收入 46 亿美元 (-8%)，批发渠道开始持续修复。

耐克案例表明，DTC 不是撇开经销商，而是与经销商形成新型协同关系。经销商在渠道铺设甚至消费者服务方面仍有不可替代的作用。

4.3 安踏转型 DTC 成功案例

2020 年安踏以收购+现金+职业经理人接管的模式启动 DTC 转型。2019 年起优先收购 11 家经销商，涉及 3500 家门店，快速收编 60% 门店。其中约 60% 转为品牌直营，40% 由安踏品牌管理团队的加盟商运营。

安踏 DTC 成功的核心在于三项差异化策略。第一，渐进式节奏而非激进式削藩，2020 年到 2025 年持续优化，而非耐克式的 3 年内砍半经销商。第二，“千店千面”的门

店分层体系，ARENA/PALACE/冠军店/SV/超级安踏/AES/AS/CAMPUS 八种店型覆盖从旗舰体验到社区触达的全场景。第三，利益共享的加盟 DTC 模式，保留部分优质加盟商按 DTC 标准运营，既减轻品牌运营负担，又借助加盟商本地资源实现下沉覆盖。

DTC 转型的财务影响呈现典型的跷跷板效应：毛利率上升，库存周转放缓。安踏从 2019 年的 41% 提升至 2025 年的 54.5%，驱动因素包括直营减少中间环节利润损失、产品结构中高价位段产品占比提升。反之，安踏库存周转从 2019 年的 87 天至 2025 年的 137 天，DTC 将库存风险从经销商转移至品牌端，品牌需直接承担终端滞销压力。从最终经营利润率看，安踏通过 DTC 维持行业内较为优异的经营利润率，表明了安踏的 DTC 战略取得了较为成功的效果。

图 57：DTC 转型中各品牌毛利率与库存周转天数对比

品牌	转型期	毛利率变化	DTC 占比变化	库存周转天数变化	费用率变化
安踏主品牌	2019→2024	快速提升	41.3%→54.5% (+13.2pct)	86 天→120.7 天 (+34.7 天)	销售费率 +7.6pct
安踏主品牌	2024→2025	维持	54.5%→53.6% (-0.9pct)	120.7 天→135.3 天 (+14.6 天)	销售费率 -0.7pct
李宁	2023→2025	基本维持	48.4%→48.95% (+0.55pct)	62 天→63 天 (+1 天)	基本稳定
特步	2024→2025	起步中	43.2%→42.8% (-0.4pct)	79 天→76 天 (-3 天)	销售费率 -1.7pct
耐克	2019→2025	提升	34.8%→48%→回调	92 天→106 天	费用率上升

资料来源：iFind、安踏体育业绩交流会材料、信达证券研发中心

4.4 户外品牌多采用 DTC 模式

国产户外品牌在渠道策略上呈现与传统运动鞋服品牌差异化的路径选择。伯希和、凯乐石、骆驼为代表的新势力户外品牌普遍以 DTC 模式作为核心渠道架构，但在 DTC 的实现方式上因品牌定位不同而存在分化。伯希和的 DTC 模式以线上为主，凯乐石的 DTC 以线下为主。户外品牌的 DTC 模式与户外鞋服重体验有关，而以线上还是线下为主阵地与品牌定位有关。

伯希和以线上 DTC 为核心，并向线下延伸。2023-2025 年线上 DTC 销售收入分别为 5.74 亿元、10.29 亿元和 14.72 亿元，占总收入比重分别为 63%、58% 和 53%，占比有所下降但仍然是最重要的渠道。线下部分，直营渠道收入分别为 0.47 亿元、1.69 亿元和 5.06 亿元，占总收入比重分别为 5%、10% 和 18%，是增速最快的渠道。伯希和线上占比高主要系公司以性价比产品为主打，适合线上销售，同时公司主要消费客群为都市年轻人，有线上购物习惯。

图 58：伯希和渠道结构变化（2023-2025 年）

渠道	2023 年		2024 年		2025 年	
	收入（亿元）	占比%	收入（亿元）	占比%	收入（亿元）	占比%
线上						
线上 DTC	5.74	63%	10.29	58%	14.72	53%
线上平台销售	1.78	20%	3.22	18%	4.73	17%
线下						
线下 DTC	0.47	5%	1.69	10%	5.06	18%

现在分销	1.01	11%	2.20	13%	2.63	9%
其他（团购）	0.08	1%	0.26	2%	0.78	3%

资料来源：伯希和招股说明书、信达证券研发中心

凯乐石以购物中心店作为客流触达和品牌曝光的重要据点。2019 年是品牌发展的转折点，凯乐石砍掉大量低效门店，门店数量从巅峰时期的 900 家压缩至约 400 家，并将门店选址的目光投向购物中心。2022 年，凯乐石在成都万象城开出首家概念店-登山主题体验店，提供一站式专业服务，户外元素贯穿门店陈列。此后，凯乐石系统化地进驻全国中高端购物中心，推进渠道升级。进一步细分场景，凯乐石推出了专注越野跑的 FUGA 店型，首店在 2023 年落地上海兴业太古汇。KAILAS FUGA 跑山系列，是凯乐石为超长距离跑者打造的高性能跑山装备系列，FUGA 店则就是聚焦跑山场景，专卖越野跑系列的业态。2025 年凯乐石又在上海浦东嘉里城开设全新旗舰店“磐石空间”，名字来源于凯乐石的社群活动“磐石行动”，更强调全系列产品 and 体验感。门店是重要触点，通过体验感和专业感，凯乐石在核心用户群体中强化了品牌心智。

4.5 DTC 适用边界小结

DTC 的适用性取决于品牌所处的品类属性或产品标准化程度、品牌发展阶段、目标客群等多重因素。

一是产品标准化程度。传统运动鞋品类因尺码体系成熟、功能诉求相对统一，线上转化率较高，而专业户外装备因涉及版型适配、功能体验环节，则需要线下门店的良好体验。

二是品牌发展阶段。成长期品牌需渠道扩张，经销商模式的轻资产方式可以帮助快速铺设渠道。成熟期品牌全渠道管理复杂度极高，精细分层 DTC 与经销协同是关键。

三是目标客群。客群教育程度好、客群越成熟则更依赖渠道运营效率而非品牌传达，品牌画像如果重产品及服务体验，则需要铺设直营渠道辅以品牌服务。渠道功能替代是核心约束，经销商可承担销售、库存缓冲、下沉覆盖、终端服务、信息反馈重要功能，DTC 在库存缓冲、下沉覆盖方面仍然难以做到完全替代。

我们认为，渠道模式的选择不是二元对立，而是基于品类属性、品牌阶段和资源禀赋的最优组合。

图 59：DTC 适用性从四个维度进行考量



资料来源：罗兰贝格、信达证券研发中心

5. 供应链：供应商的集中与制造基地的分散

5.1 制造定价主要采用成本加成

运动鞋服代工行业的定价体系为 **FOB+成本加成**。鞋服制造商在产品定价环节多采用成本加成定价方式，以华利集团为例，公司对客户的销售定价，主要根据产品材料成本、人工成本、制造费用及合理的利润协商确定。原材料环节，品牌客户为保证产品品质，通常会指定产品所需主要原材料的供应商，采购定价亦主要由品牌客户与供应商谈定，因此代工企业主要赚取合理的加工利润部分，而不对中间的材料环节承担成本。

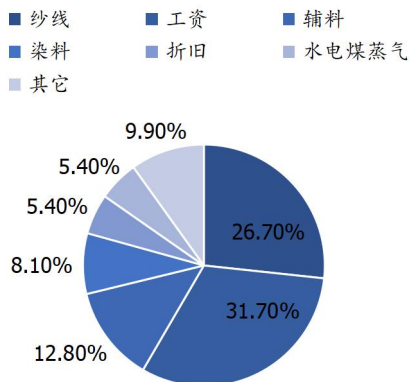
图 60：华利集团主要客户及对应主要原材料供应商是否指定情况

客户	皮料	纺织布料	包装材料	发泡类鞋材	橡胶	橡胶类鞋材	活动鞋垫	胶水	鞋底添加剂
Nike	是	是	是	是	是	是	是	是	是
VF	是	是	是	是	否	是	是	是	是
Deckers	是	是	是	是	否	是	是	是	是
Puma	是	是	是	是	否	是	是	是	是
Columbia	是	是	是	是	不涉及	是	是	是	是
Under Armour	是	是	是	是	不涉及	是	是	是	是

资料来源：华利集团招股说明书，信达证券研发中心

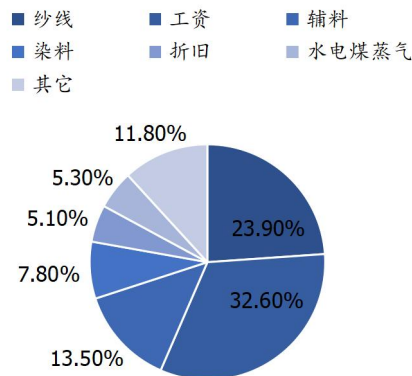
运动鞋服代工行业的定价虽以成本加成为框架，但原材料和人工成本的波动在各环节的传导并非线性均等的。以申洲国际为例，申洲的成本构成里，原材料（纱线）和工资是占比最高的两个要素，从变动来讲，2025 年成本构成里纱线成本占比下降 2.8pct，工资占比上升 0.9pct，表明了原材料和工资也是对成本进而对毛利率影响最大的两个因素。

图 61：申洲国际 2024 年成本构成



资料来源：申洲国际业绩发布会，信达证券研发中心

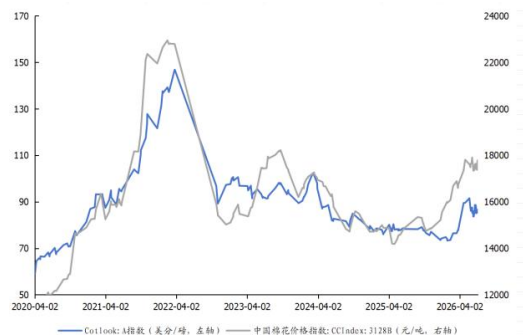
图 62：申洲国际 2025 年成本构成



资料来源：申洲国际业绩发布会，信达证券研发中心

原材料价格波动对制造商毛利率的影响较为可控。运动鞋制造方面，华利集团大部分原材料为制定采购模式，原材料成本通过实际用料结算+成本加成机制传导至品牌商。运动服制造方面，申洲国际作为纵向一体化企业，覆盖纱线-织造-染整-成衣全产业链，对原材料成本的掌控力更强。当棉花价格上涨时，申洲可以通过提前锁价、规模化采购等方式对冲成本压力。复盘棉花价格 2021 年的大幅上涨，申洲国际的毛利率有所压力，但是波动幅度较棉花的波动浮度而言仍然可控。

图 63: 2020 年以来棉花价格波动 (单位: 左轴美分/磅; 右轴: 元/吨)



资料来源: iFind、信达证券研发中心

图 64: 申洲国际 2020 年以来的毛利率波动



资料来源: iFind、信达证券研发中心

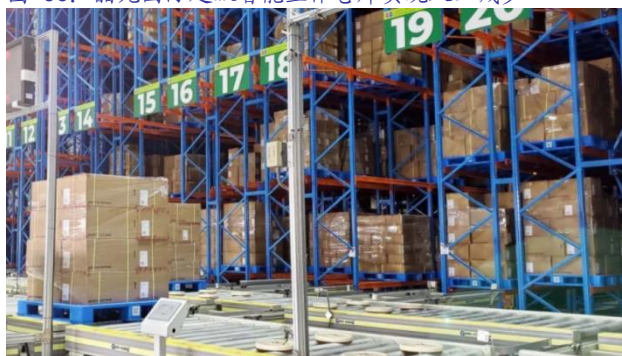
人工成本传导存在明显的时滞效应和不完全传导特征。2024 年 7 月 1 日起越南最低工资上调 6%，2026 年 1 月 1 日再上调 7.2%。各代工厂自 2024 年下半年起均表示毛利率受到人工成本上涨的压力。一方面，成本加成协议通常按年度或半年度重新谈判，短期无法完全传导；另一方面，品牌商也在压缩采购成本，制造商的提价空间受限。目前代工领域采用自动化改造+产能向更低成本地区转移策略应对人工成本上涨。

图 65: 华利集团制鞋自动化生产线



资料来源: 人民网、信达证券研发中心

图 66: 晶苑国际超级智能立体仓库实现人工减少



资料来源: 非织造网、信达证券研发中心

5.2 制造的垂直一体化趋势

纵向来看，纺织服装产业链各生产环节资源禀赋和核心竞争要素不尽相同。

纺纱: 技术密集型、劳动密集型。低端纱线依靠低人工成本，高端纱线除了依靠规模效应形成成本优势，也需要研发能力提升和技术改造。国内纱线龙头中，魏桥是规模效应典型，鲁泰是技术水平领先。

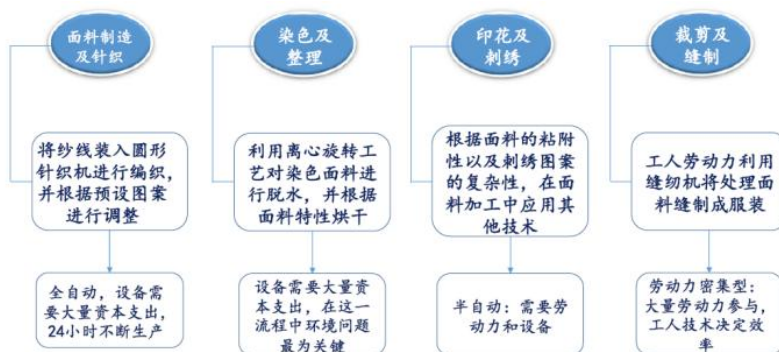
面料: 技术密集型，上下游资源影响大。面料加工是决定纺织品质、附加值的重要环节，对研发能力高。

染整: 因所需电力、排污等配套设施，产业集群优势明显，国内集中在浙江、江苏。

成衣: 劳动密集型，规模效应和品牌客户效应显著。申洲是行业内典型的一体化企业，覆盖面料、印染成衣环节。

申洲国际是垂直一体化的典范，其业务流程涵盖从面料制造到成衣的全过程。

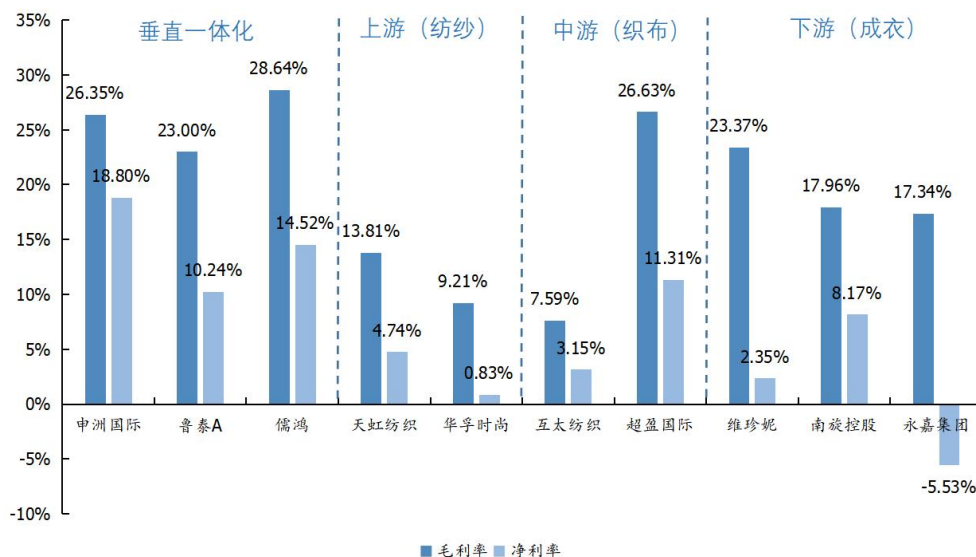
图 67：申洲国际的垂直一体化



资料来源：天下工厂、信达证券研发中心

由于纺织制造成本加成的定价方式，为了获取产业链更多的价值，制造企业倾向于向上下游进行延伸。垂直一体化对供应商和品牌商是 win-win 局面。对于品牌公司来说，垂直一体化提高品牌商采购效率，降低采购成本，提高供应链快速反应的能力。对于垂直一体化公司来说，数据显示毛利率与垂直整合程度呈正相关，主要系全产业链布局节约生产成本，赚取产业链上的更多利润。

图 68：纺织行业产业链各环节的盈利能力（2025 年）

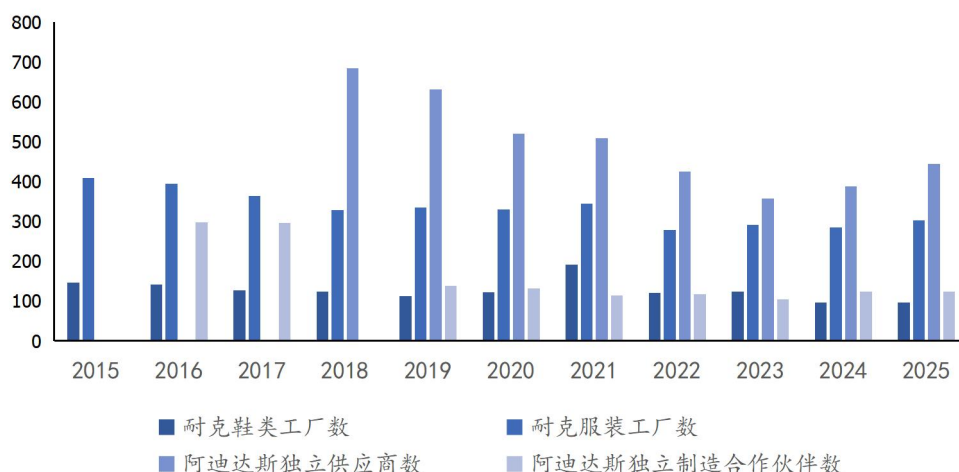


资料来源：iFind、信达证券研发中心

5.3 产能整合：品牌精简供应商趋势

Nike、Adidas 过去几年供应商数量持续在减少。Nike 鞋类供应商从 2018 年的 124 家减少至 2025 年的 97 家，Nike 服装供应商从 2018 年的 328 家减少至 2025 年的 303 家。Adidas 同样呈现精简趋势，独立制造合作伙伴从 2018 年的 684 家减少至 2025 年的 444 家。

图 69：Nike 和 Adidas 供应商数量近年来在缩减（单位：个）



资料来源：iFind、信达证券研发中心

品牌方精简供应商的底层逻辑在于管理效率与品控统一。头部运动鞋品牌为方便管理、提升效率，倾向于与经过长期验证的核心供应商深度绑定。与此同时，供应商集中度持续提升，Nike 服装前五大供应商占比从 2017 年的 43% 上升至 2025 年的 51%，前四大供应商占比超过 60%。

5.4 产能转移：从“中国+1”到“中国+N”

成本差异是推动产能从中国向东南亚转移的核心驱动力。越南制造业普通工人月薪约为中国的三分之一，叠加工业用电价格较低，构成较强的成本吸引力。

图 70：主要制造基地成本要素对比

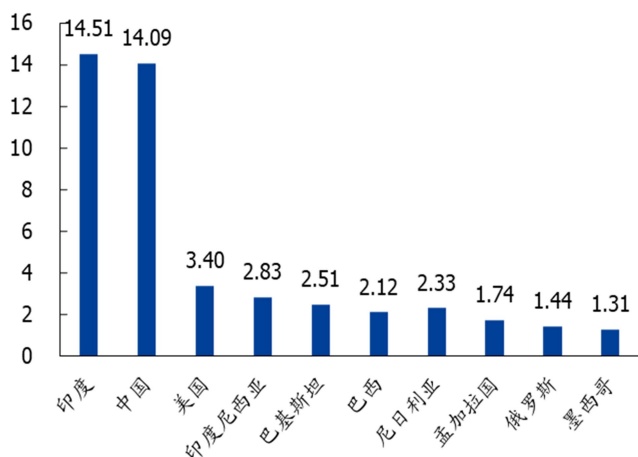
成本维度	中国	越南 (一类地区)	越南 (平均)	印尼 (中爪哇)	印尼 (雅加达)
月最低工资	¥ 339.2	\$212.4	\$178.8	\$135-150	\$310
小时平均工资	\$2.95	\$1.02	\$0.76	\$0.71-0.80	\$1.18
雇主社保负担	30%-40%	21.5%	21.5%	9.64%	9.64%
供应链整合度	完全整合	依赖进口	依赖进口	部分整合	部分整合

资料来源：人力资源保障局、玩具行、BC、Jakarta Globe、TEMPO、WXD、中国社科、信达证券研发中心

从成本要素变动看，越南红利正在递减。越南作为纺织服装行业产业集群地的优势正在衰退。一是员工工资上涨较快，越南最低工资在 2024 年、2026 年分别上涨 6% 和 7.2%，涨幅明显；二是，越南面临劳动力短缺和流失率高的结构性问题。

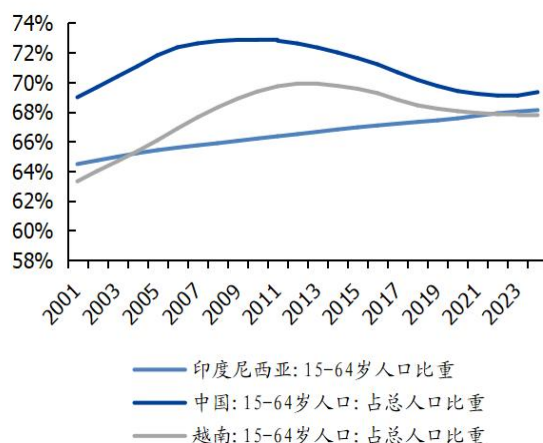
印尼正在成为产能转移承接地之一。截至 2024 年，印尼总人口达 2.83 亿人，为全球第四大人口国，15-64 岁劳动年龄人口占比达 68.11%，且该占比持续上升中，而中国与越南的 15-64 岁劳动年龄人口占比较高点已有明显回落。2023 年联合国人口司数据显示，印尼人口中位数年龄仅为 29.83 岁，而越南该指标已升至 32.43 岁，中国为 39.07 岁，印尼年轻化结构确保未来 10 年劳动力供给充足。

图 71: 印尼人口数排全球第四 (单位: 亿人)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

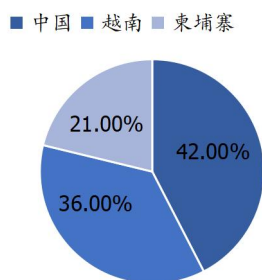
图 72: 印尼、中国、越南 15-64 岁人口比重



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

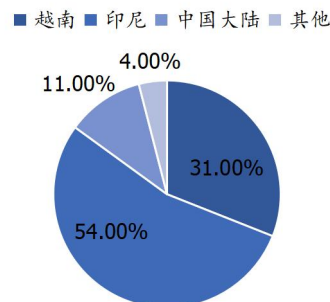
各制造商正在推进分布式网络建设。申洲国际的产能布局相对均衡: 中国 42%、越南 36%、柬埔寨 21% (2025 年数据), 海外产能持续扩张, 产业链配套进一步完善。裕元集团的布局分散度较高, 2024 年数据显示其产能分布印尼 54%、越南 31%、中国大陆 11%, 在关税分化环境下具备较强的适应性。华利集团则从越南为主的产能布局向多元化过渡, 印尼首家工厂 2024 年上半年投产、中国四川工厂 2025Q1 投产。

图 73: 2025 年申洲国际的产能分布



资料来源: 申洲国际 2025 年年报, 信达证券研发中心

图 74: 2024 年裕元集团的产能分布



资料来源: 新浪财经, 信达证券研发中心

6. 投资建议

6.1 行业观点

我们看好运动户外行业的长期投资机会, 核心逻辑在于: (1) 跑步与户外驱动行业高景气, 中国跑鞋市场受益跑步人群持续扩容, 户外服饰未来仍有望保持较高复合增速; (2) 国产品牌份额加速提升, 技术迭代与供应链自主夯实产品竞争力; (3) 精准营销与渠道红利释放。建议关注国产优质品牌和优秀制造企业。

6.2 国产品牌技术追赶

安踏体育 (2020.HK): 多品牌矩阵+DTC 转型双轮驱动。公司是中国运动鞋服行业龙头。核心看点在于: (1) 多品牌矩阵完善且协同效应凸显, 安踏主品牌 (大众专业运动) +Fila (高端时尚运动) +迪桑特/可隆 (高端户外) +亚玛芬 (全球化户外装备) 实现全价位带、全场景覆盖; (2) DTC 转型行业标杆, 验证渐进式 DTC

路径的可行性；（3）亚玛芬利润率仍有提升空间，收购的狼爪及预计收购的 PUMA 将带来业绩弹性。

李宁(2331.HK)：专业运动基因+奥运周期共振。公司核心看点在于：（1）2025-2028 新奥运周期赞助权益，奥运营销窗口期开启，品牌曝光与情感连接有望带动市占率再上新台阶；（2）中底技术持续领先，能量回馈与轻量化双重优势构筑运动鞋产品护城河。

特步国际(1368.HK)：跑步心智壁垒+专业运动第二曲线。（1）主品牌深耕大众跑步，马拉松赛事资源与冠军跑鞋矩阵构筑专业壁垒；（2）索康尼（高端专业）+迈乐（户外）第二曲线高增，客群由大众延伸至精英；（3）主品牌 DTC 改革推进，渠道效率与海外扩张打开增量空间。

361度(1361.HK)：大众质价比基本盘+多曲线共振。（1）高性价比定位契合合理性消费与下沉市场趋势，跑鞋、篮球技术升级叠加顶级赛事背书，推动品牌专业化进阶；（2）童装、电商、海外三大新增长曲线清晰，第二增长极逐步成型；（3）超品店渠道新业态放量，单店模型优异，贡献结构性增量。

三夫户外(002780.SZ)：专业户外品牌运营平台+多品牌矩阵共振。（1）自有品牌 X-BIONIC 以仿生黑科技为核心，从专业户外向泛户外破圈并持续高增；（2）HOUDINI（北欧环保美学）+CRISPI（意大利手工鞋品）+攀山鼠（瑞典山系）等品牌矩阵协同发力，独家代理与合资联营模式并行；（3）从多品牌集合零售向品牌运营平台战略转型，多品牌发展加速扩张。

6.3 制造端：垂直一体化龙头和优质原材料供应商

申洲国际(2313.HK)：纵向一体化壁垒深厚，客户矩阵优质。作为全球最大纵向一体化针织制造商，公司覆盖 Nike、Adidas、优衣库、Lululemon、安踏、李宁等头部品牌，客户结构优质且订单能见度高。核心看点在于：（1）垂直一体化模式赋予公司快反能力与成本优势，行业集中度提升趋势下龙头地位强化；（2）产能布局前瞻分散，有效对冲地缘政治风险，匹配客户“中国+N”供应链迁移需求。

华利集团(300979.SZ)：运动鞋制造龙头，印尼产能享关税优势。公司是全球第二大运动鞋制造商，客户覆盖 Nike、Converse、Vans、UGG、HOKA、On、新百伦等国际品牌。核心看点在于：（1）产能从越南集中向多元化过渡，印尼工厂已正式投产，在全球贸易环境不确定性加大的背景下战略价值凸显；（2）拓展 HOKA、On 等高成长功能性跑鞋品牌，充分受益跑步赛道高景气。

晶苑国际(2232.HK)：多品类成衣代工龙头，运动户外打开第二曲线。公司客户覆盖优衣库、Levi's、GAP、维密、Adidas、UA 等品牌，核心看点在于：（1）核心客户份额提升。（2）运动户外品类持续放量，多品类交叉销售推动增长；（2）越南、柬埔寨、孟加拉等多国产能先发优势显著，垂直一体化延伸带动盈利中枢上移。

开润股份(300577.SZ)：箱包代工龙头，服装代工构筑第二增长曲线。公司客户覆盖 Nike、Adidas、迪卡侬、VF、优衣库、PUMA 等。（1）印尼为主的海外产能布局稀缺，享零关税红利，份额提升逻辑清晰；（2）全资控股上海嘉乐后管理赋能见效，新客户放量，服装代工盈利能力提升空间大。

台华新材(603055.SH)：锦纶全产业链一体化龙头，差异化与出海双轮驱动。公司打通“聚合—纺丝—织造—染整”全链条，下游绑定迪卡侬、优衣库、安踏等品牌。核心看点在于：（1）锦纶 66、再生锦纶等差异化产品放量，结构升级驱动盈利改善；（2）淮安新产能爬坡叠加越南基地投产，匹配国际品牌配套需求。

图 75：盈利预测（单位：亿元）

股票简称	证券代码	总市值（亿元人民币）	归母净利润（亿元人民币）			PE		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
安踏体育	02020	1803.48	135.88	145.90	157.61	13.27	12.36	11.44
李宁	02331	325.10	29.36	28.25	31.75	11.07	11.51	10.24
特步国际	01368	87.84	13.72	12.36	14.09	6.40	7.11	6.23
361度	01361	86.87	13.09	14.66	16.17	6.64	5.93	5.37
三夫户外	002780	21.63	0.53	0.96	1.25	40.54	22.53	17.37
申洲国际	02313	556.91	58.25	60.30	66.07	9.56	9.24	8.43
华利集团	300979	399.46	32.07	32.63	38.23	12.46	12.24	10.45
晶苑国际	02232	164.09	15.69	16.85	18.87	10.46	9.74	8.70
开润股份	300577	44.15	3.31	4.07	4.74	13.34	10.85	9.31
台华新材	603055	73.00	5.31	7.45	8.58	13.74	9.79	8.51

资料来源：iFind、信达证券研发中心（注：盈利预测均取自 iFind 一致预期，估值日期截至 2026/8/7）

7. 风险提示

海外消费需求复苏不及预期。居民消费意愿走弱，可能导致市场对运动户外产品的需求增长放缓。

行业竞争加剧风险。运动户外赛道热度上升，国际品牌与国内新锐品牌加速布局，可能导致市场份额争夺激烈、营销费用攀升，对企业盈利能力和市占率提升形成压力。

自主品牌建设及渠道拓展不及预期。企业从代工生产向自主品牌转型过程中，可能面临品牌认知度培育缓慢、产品定位偏差或线上线下渠道整合不畅等问题，导致新品销售及品牌升级效果低于预期。

库存及供应链波动风险。户外运动产品具有季节性、潮流性特征，若需求预测失准或物流周转受阻，可能导致渠道库存积压或断货，影响经营现金流与毛利率水平。

研究团队简介

姜文锲，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，具备 3 年多消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、两轮车、跨境电商、宠物等赛道。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。