



纺织服装业

2024.04.06

评级: **增持**

上次评级: 增持

知日鉴中：中国户外真需求提升可期

——户外运动行业系列报告（二）

细分行业评级

	王佳(分析师)	曹冬青(研究助理)	赵博(研究助理)
	010-83939781	0755-23976666	010-83939831
	wangjia025750@gtjas.com	caodongqing026730@gtjas.com	zhaobo026729@gtjas.com
证书编号	S0880524010001	S0880122070070	S0880122070053

本报告导读:

户外行业发展大趋势受经济影响，渗透率天花板取决于“户外消费承受力”指标；中国户外渗透率仍偏低，预计未来真户外需求持续增长可期。

摘要:

- **投资建议：**2021年至今中国户外行业二次崛起，主要受真/伪户外需求的双重驱动。本文聚焦“真户外需求”，通过复盘日本户外行业发展，得出中国户外行业的真实需求有望持续增长的结论，我们预计未来五年中国户外行业仍将维持高景气度。推荐标的安踏体育、李宁、波司登、牧高笛、台华新材等，受益标的三夫户外、探路者等。
- **日本户外行业：国家引入-全面流行-结构分化。**1) 1945年前：日本政府为提升现代化进程引进西方体育文化，户外运动在富人与学生间传播，第一次“滑雪热”。2) 1945-1950s：日本二战后推崇竞技体育，学校层面完善体育体系。3) 1960s-1970s：东京奥运助力全民体育，高端户外向大众普及，第二次“滑雪热”与“高尔夫热”掀起。4) 1980s：泡沫经济推动消费热潮，户外运动全面鼎盛。5) 1990s至今：经济由盛转衰，滑雪、高尔夫高端户外潮流退散，慢跑、露营等平价户外顺势而起。
- **思考一：为什么相似经济环境下，日本户外总量下降+结构分化，中国户外方兴未艾+全面崛起？**1) 日本：政府早期对户外运动引进干预较多，带动户外行业发展节奏快于经济发展，高端户外渗透率在泡沫经济时期提前透支，经济放缓后渗透率回归。2) 中国：户外行业整体发展顺应经济发展趋势，节奏基本匹配，2019年人均GDP突破1万美元大关后，各类户外全面兴起，并受到疫情阶段性催化。
- **思考二：中国“真户外需求”未来能否持续增长？**我们认为户外运动需求核心取决于户外渗透率，而户外渗透率天花板大致取决于人们对其花费的承受能力，可以用“户外消费承受力”指标量化（人均可支配收入/单次户外运动消费）。以滑雪、高尔夫为例，我们判断未来中国户外运动需求仍有较大增长空间：2023年中国滑雪领域的“户外消费承受力”大致与2017年的日本接近，但中国滑雪渗透率仅为1.4%，与日本2017年4.9%的渗透率水平相比仍有较大提升空间；2022年中国高尔夫领域的“户外消费承受力”为2022年日本的一半左右，但中国户外运动渗透率（0.1%）与日本（8.4%）相差甚远。
- **风险提示：**中国经济增长不及预期，中国户外渗透率天花板不及预期

相关报告

纺织服装业《国内户外二次崛起，高景气有望延续》	2024.03.06
纺织服装业《户外热度高涨，龙头品牌新品亮相 ISPO》	2024.01.15
纺织服装业《国君轻造纸数据更新》	2023.12.12
纺织服装业《国君轻纺 20231210 一周线上数据综述》	2023.12.11
纺织服装业《制造景气回升，品牌表现分化》	2023.11.26

目录

1. 日本户外行业：国家引入-全面流行-结构分化.....	3
1.1. 1945年前：引入西方户外运动，参与者多为皇室和学生.....	3
1.2. 1945-1950s：推行竞技体育彰显国威，强化学校体育体系.....	5
1.3. 1960s-1970s：东京奥运助力全民体育，高端户外向大众普及..	6
1.4. 1980s：泡沫经济推动消费热潮，户外运动全面鼎盛.....	7
1.5. 1990s至今：高端户外潮流退散，平价户外顺势而起.....	9
2. 知日鉴中：户外需求与经济关联度较高，但核心取决于渗透率水平	11
2.1. 日本：户外发展大趋势与经济相关，早期受政策推动，目前分化	11
趋势明显.....	11
2.2. 中国：趋势受经济影响，目前渗透率偏低，户外需求增长可期	13
2.2.1. 思考一：相似经济环境下，为什么日本总量下降+结构分化，	14
中国方兴未艾+全面崛起？.....	14
2.2.2. 思考二：中国“真户外需求”未来能否持续增长？.....	15
3. 投资建议.....	16
4. 风险提示.....	17

1. 日本户外行业：国家引入全面流行-结构分化

回顾日本户外行业发展，大致可分为五个阶段，起初国家层面积极引入户外运动，后来伴随经济高速发展，各项户外运动全面流行，1990年代至今日本经济由盛转衰，户外运动行业进入结构分化的新发展阶段。

表 1：日本户外行业发展大致可分为五个阶段

时间	简介	代表性运动发展
1945 年前	政府牵头引入西方户外运动，参与者多为皇室和学生	滑雪、登山、高尔夫等运动均在这个阶段被引入日本，甚至部分运动第一次热潮掀起，如 1925 年第一次“滑雪热”
1945-1950s	推行竞技体育彰显国威，强化学校体育体系	学校体育体系下积极推行露营文化；高尔夫在日本商务交际中的影响力得到增强，出现第一次“高尔夫热”
1960s-1970s	东京奥运助力全民体育，高端户外向大众普及	大众传媒的传播和新干线的建成引发第二次“滑雪热”；“团块世代”崇尚精英运动，拉动第二次“高尔夫热”
1980s	泡沫经济推动消费热潮，户外运动全面鼎盛	高尔夫用具市场规模猛增，球场数量大幅增长；马拉松运动普及掀起慢跑热潮；非竞技类滑雪成为重要休闲方式
1990s 至今	高端户外潮流退散，平价户外顺势而起	1990 年代至今高尔夫、滑雪相关用具市场规模下降，跑步、露营等低门槛低消费运动备受青睐

数据来源：长野北海道东北滑雪俱乐部，《二战后日本体育政策的历史变迁及借鉴意义》，Japan Embassy，日本生产性本部，国泰君安证券研究

1.1. 1945 年前：引入西方户外运动，参与者多为皇室和学生

日本天皇政府为推进现代化进程引进西方文化（包括西方户外运动在内的体育项目），但本阶段大多在皇室和校园内风靡，尚未普及大众。在西方运动项目传入之前，被称为“武道”的日本传统运动项目已经有了很大的发展。日本武道起源于公元 12 世纪，包括剑道、柔道、空手道及其他运动项目，主要盛行于当时的武士阶层中。直至明治维新时期，“和魂洋才”（指江户末期日本思想界对吸取西洋文化所采取的一种态度）的思想深刻地影响了当时的社会，日本想要效仿欧美国家尽快走上现代化道路，因此西方近代的体育项目随着西方文化的渗透逐渐被引进日本，但是主要局限在校园课堂和日本皇室，并没有真正实现普及。

- **滑雪：**1902 年冬，日本陆军在暴风雪中死伤惨重，对于把“富国强兵”视作现代化重要目标的明治政府来说，这场灾难让他们认识到了向全民普及应对冰雪气候方法的重要性。1911 年，奥地利勒奇少校将单杖滑雪技术教授给日本军队。1925 年，全日本滑雪联盟（进行滑雪教学的非盈利组织）正式诞生，滑雪逐渐成为了日本人气冬季运动之一，第一次“滑雪热”兴起。1942 年，因为第二次世界大战爆发，全日本滑雪联盟被迫解散，滑雪在日本的进一步普及也受到了阻碍。

图 1: 20 世纪初正在学习滑雪的日本妇女



数据来源：长野北海道东北滑雪俱乐部

- **棒球：**1872 年，开成学园的教授霍雷斯-威尔逊将棒球带入日本。明治时代，日本文化、经济、产业都开足马力“一路向西”，由于日本具有浓厚的武士文化底蕴，同时棒球对团队精诚合作的要求又与日本集体主义高度相符，在西方运动传入日本的时候，棒球被格外青眼相加。1873 年，棒球先是在各大高校的校园流行，之后迅速风靡了整个日本。1878 年，日本成立了第一支正规的棒球队“新桥体能俱乐部”。直至二战前，棒球联赛一直是日本国民最为关注和喜爱的体育赛事之一。
- **登山运动：**1888 年，英国牧师兼传教士沃尔特·韦斯顿出于对登山的热爱，于传教期间攀登了日本境内的各大山峰。1896 年，韦斯顿出版了《日本阿尔卑斯山的登山与探险》一书，使日本阿尔卑斯山的休闲登山运动流行起来。1900 年，第一本关于喜马拉雅的书《在喜马拉雅的巴黎人》在日本出版，该书作者法国民族学家玛丽·乌伊法尔维·波登曾陪同她的丈夫到喜马拉雅和中亚进行研究探险。之后这本书的日语版本吸引了很多日本人到喜马拉雅山。1905 年，日本高山俱乐部（亚洲第一家登山俱乐部）成立，同时全国各地陆续成立了大学登山俱乐部，日本登山者逐步把目光投向国外山峰。
- **露营：**明治时期，露营文化随着其他西洋体育运动一起被引入到日本。1894 年，志贺重昂所著的《日本风景论》第一次以图解的形式，介绍了在山中露宿的方法，众多亲身实践者开始涌现，但露营尚未在民众中实现普及。
- **高尔夫：**日本的高尔夫活动最早可以追溯到 19 世纪末，英国驻日本的大使馆成员和海军官员被认为是最早在日本传播高尔夫的西方人，他们通过建造私人球场和俱乐部，将高尔夫带入了这个岛国。1903 年，日本的第一个正式高尔夫球场建于神奈川县，这标志着高尔夫在日本的正式亮相，但当时高尔夫仍然是一项相对小众的运动，通常是富有的日本人和外国外交官的娱乐选择。
- **英式橄榄球：**英式橄榄球于 19 世纪传入日本，最早只有外国人参加。1899 年，日本庆应义塾大学的教授，英格兰人爱德华·克拉克将英式橄榄球介绍给学生，成为日本国民参与这项运动的开始。

1928年，日本历史最悠久的橄榄球俱乐部神户制钢队成立，对英式橄榄球的喜爱逐渐从学生和皇室蔓延到了劳工阶层。

图 2：庆应大学橄榄球队 1901 年赛前合影



数据来源：橄榄球世界

1.2. 1945-1950s: 推行竞技体育彰显国威，强化学校体育体系

国家层面，日本在战后的体育战略优先考虑竞技体育（含游泳等户外运动）的复苏，体育核心围绕选拔目的。1949年4月，为重塑国家形象、振作民族精神、恢复社会自信、加速经济社会重建步伐，日本围绕奥运会确立了优先支持竞技体育发展的政策体系。本阶段日本构建了较为完整的高水平体育人才强化体系，引入了先进的运动训练理论，并培养了一批具有世界级水准的竞技体育人才，为日本竞技体育的繁荣打下良好基础。

教育层面，体育运动尚未完全普及，日本政府开始侧重于学校体育体系（包括户外运动）的完善。二战后，日本经济进入高速成长时期，人民生活水平也得到大幅提升。为促进全民体育的恢复与发展，日本文部省制定了体育表彰纲要、国民体育调查等政策，并以学生为中心，对小学、初中、高中不同阶段试行不同的体育教育目标，初步建立了学校体育体系。例如，20世纪60年代初，日本文部省决定开展青少年旅行的野外活动，借以锻炼年轻一代的意志，利用全国各地的寺院等场所作为旅行基地，开展青少年旅行，使这项活动掀起了热潮。以学校为主体的露营活动盛行了起来，民间团体与行政机构也开始积极推行露营文化。1965年，日本露营协会成立，并开展了一系列针对露营的启蒙活动，露营逐渐走入一般民众的视野。

社会层面，以高尔夫为代表的户外运动在日本商务交际中的影响力得到增强，第一次“高尔夫热”出现。第二次世界大战结束后，美国占领军成员将高尔夫作为一种娱乐活动引入日本，同时也传播了美国式高尔夫的规则和设施，进一步推动了高尔夫的流行。随着美军逐步把球场交还给日本人，日本高尔夫协会重开大门，在20世纪50年代重新迎来发展。1957年，全日本的高尔夫球场数量升至116座，当年造访球场的总人数达到了180万。随后五年，由于高尔夫打球费用可以计入“招待费”，

该运动成为由日本企业管理层所组成的新兴中产阶级非常热衷的运动，需求的增长使得新建球场也如雨后春笋般四处涌现，掀起了第一次“高尔夫热”。

图 3：20 世纪 50 年代末东京一个三层高尔夫球练习场人头攒动



数据来源：《LIFE》杂志

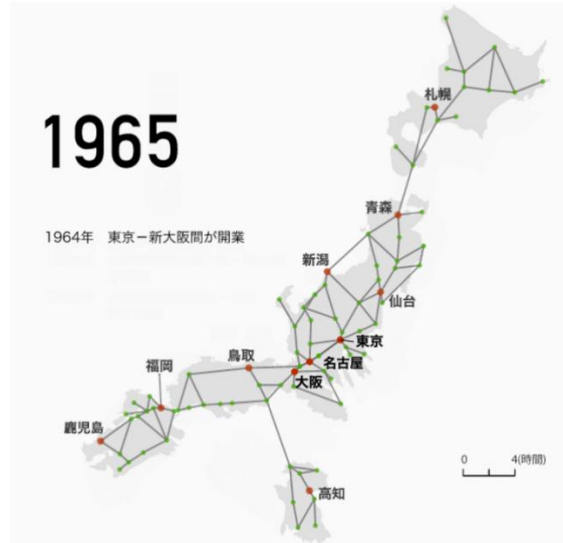
1.3. 1960s-1970s: 东京奥运助力全民体育，高端户外向大众普及

从参与人群来讲，东京奥运会激发民众体育热情，政策推动全民体育发展。1962-1964 年，由于日本东京奥运会的举办，日本大大加快了交通运输网络和体育设施的建设，推动了经济高速发展。1964 年东京奥运会举办后，国民体育运动热情被点燃，但同时 1 万亿日元的奥运投资也让日本政府背负了较大的财政压力。此后日本大幅削减了奥运经费，转而以群众体育为重点，制定了公共体育发展的法律和政策，以确保资金用于开展群众体育产业。

就户外运动而言，这一阶段伴随全民体育的发展，多元化户外运动走向大众人群。例如：

- **滑雪：大众传媒的传播和新干线的建成引发第二次“滑雪热”。**20 世纪 60 年代，一批由运动员转型的演员所拍摄的滑雪题材电影开始登上银幕，叠加 1964 年途经日本南北 11 个重要城市的东海道新干线通车，大众传媒的加成和交通的便捷性使日本“滑雪热”再次升温。滑雪人口的扩大促进了滑雪装备产业的规模效应，滑板用具价格下降 80%，大大降低了该运动所需要的入门成本，自此滑雪成为了日本民众普遍都能随时参加的大众活动。1961 年北海道 Niseko 与新瀉苗场两个大型滑雪场正式开业，1972 年日本札幌举办冬奥会（冬奥会第一次在欧美以外地区举办），1998 年日本长野又举办了冬奥会，几场国际性赛事的宣传和滑雪设施的大力建设，将日本大众滑雪热潮逐渐推向顶点

图 4: 1965 年开通的日本新干线铁路途经日本 11 个重要城市



数据来源: RT 轨道交通网

- **高尔夫：“团块世代”崇尚精英运动，拉动二次“高尔夫热”发展。**
 整个 20 世纪 60 年代，日本的高尔夫球场数量都在稳步增长，电视上也开始转播高尔夫赛事。1970 年后，日本偶像文化逐渐兴起，随着新传播技术开启新时代，年轻人希望找寻代表自己的符号，彰显自我，因此在娱乐方面更乐意消费，高尔夫运动也从一项围绕高端精英的商业社交活动逐步向上班族传播，1971-1974 年出现第二次“高尔夫热”，主要参与群体是日本战后婴儿潮一代（即 1947-1949 年出生的一代人，被称为“团块世代”），当时正是团块时代进入社会成家立业之时。

图 5: 20 世纪的日本高尔夫活动



数据来源: 轻井泽投资

1.4. 1980s: 泡沫经济推动消费热潮，户外运动全面鼎盛

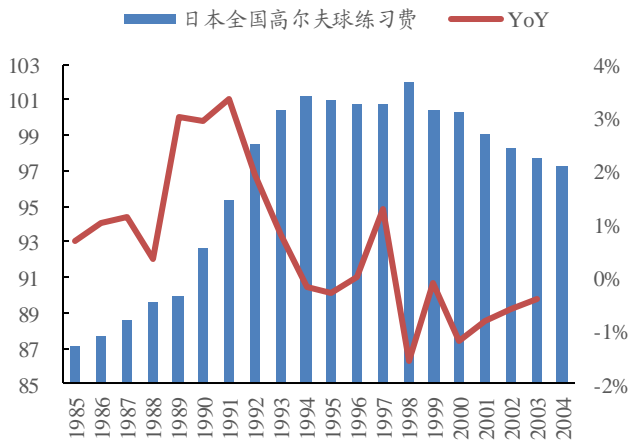
20 世纪 80 年代，在泡沫经济的推动下，包括户外在内的日本体育市场进入全面鼎盛时期

- **滑雪：**1982 年东北和上越两条新干线的开设以及 1985 年关越高速的全线开通让人们有了更多更廉价的途径抵达滑雪场。1987 年国会

通过的《度假地法》更是给类似滑雪场等大型休闲设施的修建降低了门槛，同年电影《带我去滑雪》的热映也在一定程度上促进了滑雪运动的普及。非竞技属性的滑雪消费进入主流。

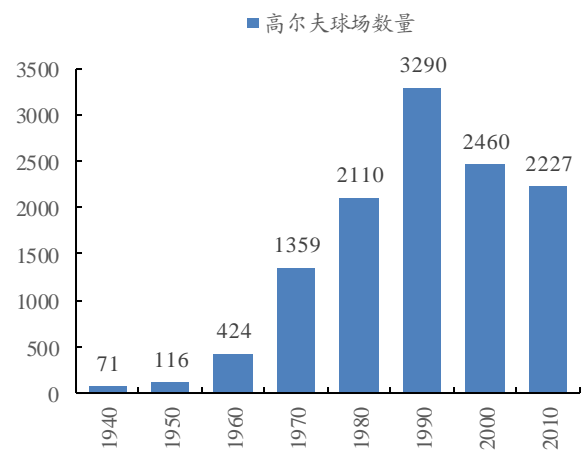
- **高尔夫：**在日本泡沫经济鼎盛时期，商业文化流行的趋势下，全社会炫耀性消费成风，然而球场建设速度无法匹配日益上涨的打球人数，球场变得供不应求。这一供需失衡的现象反而使高尔夫成为了越贵越红、越红越贵的稀缺资源，叠加高尔夫运动始终象征着上流生活方式和精英休闲运动，日本上班族纷纷涌入高尔夫行列，以示跻身上流的身份，从而再一次扩大了高尔夫在日本的影响力，高尔夫球场成为了日本企业商业洽谈和休闲娱乐的重要场所。90年代初，高尔夫球场数量陡然上升至 3000 多个，1992 年高尔夫球场使用者约达 1 亿人次。

图 6：20 世纪 90 年代日本全国高尔夫练习费大幅增长



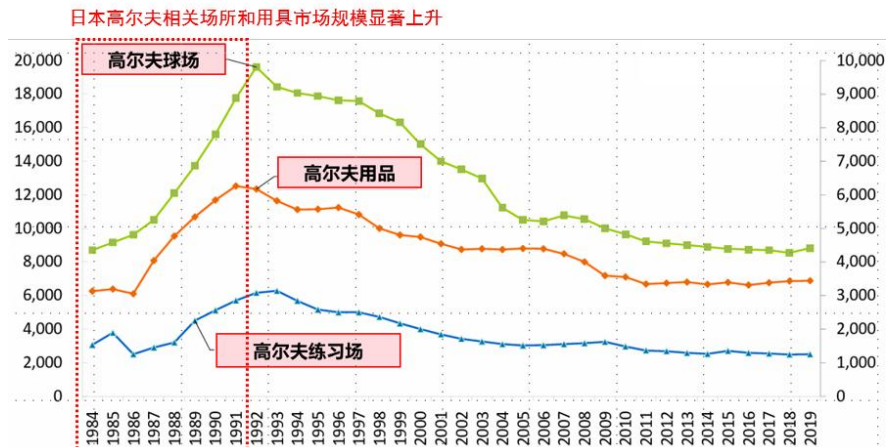
数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：图为日本高尔夫球练习费 CPI，以 2020 年=100）

图 7：泡沫经济时期日本高尔夫球场数和人数到达顶峰



数据来源：日本统计局，国泰君安证券研究

图 8：1980 年代日本高尔夫球场、练习场和用具市场规模显著上升



数据来源：日本生产性本部《休闲白皮书 2020》，国泰君安证券研究（注：单位为亿日元，高尔夫球场数据对应左轴，高尔夫用品及高尔夫练习场数据对应右轴）

- **马拉松**: 1987年正逢日本传统马拉松赛事“箱根驿传”70周年, 这项被称为日本“春晚”的运动赛事开始在电视上进行直播。由于该赛事举办时正逢日本新年, 特别适合一家人在庆祝新春到来之际团聚在一起收看, 因此在电视可以直播后, “箱根驿传”就受到了日本民众的广泛关注, 进一步带动了当时的慢跑热潮。

1.5. 1990s 至今: 高端户外潮流退散, 平价户外顺势而起

泡沫经济破灭导致国民消费能力下降, 高端户外市场收缩, 平价户外市场开始成长。1991年日本泡沫经济破灭后, 经济持续低迷, 失业率上升, 国民消费能力下降, 导致日本体育消费同步下降。高尔夫、滑雪等需要昂贵费用支持的高端户外运动潮流逐渐退散, 人们转向更平价的户外运动项目来消遣和锻炼, 例如慢跑、散步、游泳、钓鱼等。

表 2: 高消费户外运动逐渐被平价户外运动取代

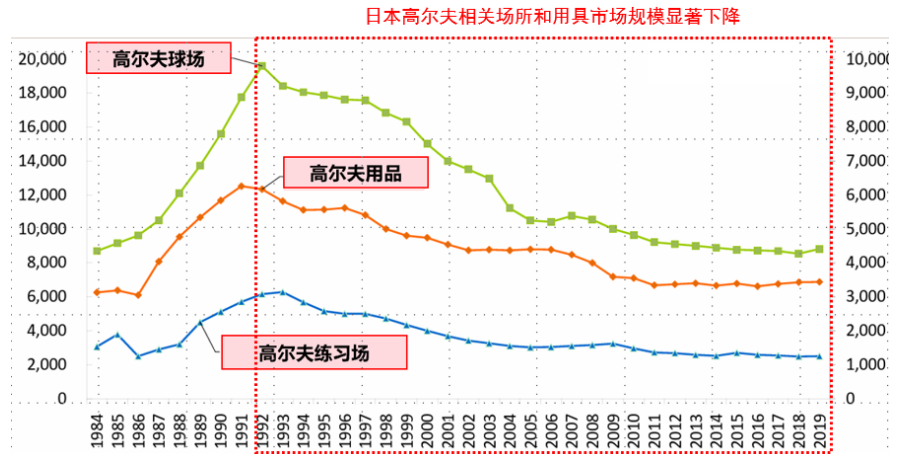
排名	1979	1982	1985	1988	1991	1994	1997	2000	2004	2006	2009	2018
NO.1	跳操	跳操	跳操	跳操	跳操	散步	散步	散步	散步	散步	散步	散步
No.2	球类	球类	球类	球类	散步	跳操	跳操	跳操	跳操	跳操	跳操	爬楼
NO.3	游泳	保龄球	海水浴	散步	球类	保龄球	保龄球	保龄球	保龄球	球类	保龄球	健身
NO.4	散步	棒球	游泳	保龄球	保龄球	球类	球类	球类	球类	保龄球	跑步	跳操
NO.5	棒球	游泳	保龄球	海水浴	游泳	海水浴	钓鱼	游泳	高尔夫	游泳	游泳	跑步 / 马拉松

数据来源: 日本文部科学省, 国泰君安证券研究 (注: 图为日本民众运动参与率排名)

- **高端户外市场收缩: 高尔夫、滑雪等高花费运动退潮**

高尔夫: 1990年代至今相关用具及场所的市场规模显著下降。在泡沫经济破灭后, 曾经高门槛、高消费的高尔夫随着日本经济的衰退迅速同步下滑。一方面, 由于日本重新对《法人税法》进行了修订, 不再将用于高尔夫交际的大部分支出视为税法层面的招待费, 因此许多企业不得不重新评估和削减预算, 减少高尔夫相关支出。另一方面, 伴随消费能力下降, 更经济实惠的活动取代高尔夫发挥社交功能, 比如更多选择在本地公园的公司聚会和团队建设活动, 或者远足径等其他相对廉价的户外运动方式。

图 9：1990 年代至今日本高尔夫球场、练习场和用具市场规模显著下降



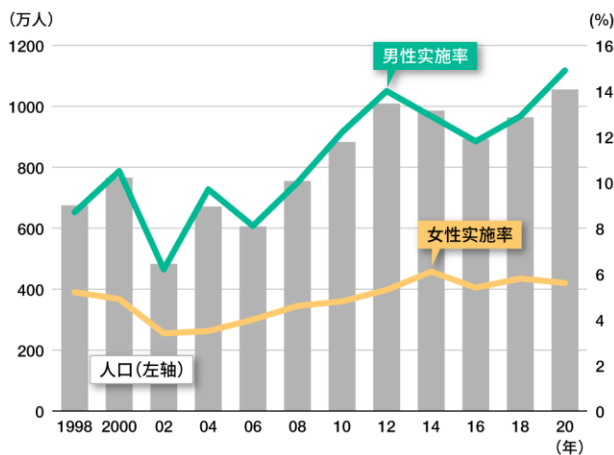
数据来源：日本生产性本部《休闲白皮书 2020》，国泰君安证券研究所（注：单位为亿日元，高尔夫球场数据对应左轴，高尔夫用品及高尔夫练习场数据对应右轴）

滑雪：1997 年至今滑雪用具市场规模缩水过半。日本经济由盛转衰后，日本民众的消费观念发生了很大转变，许多日本家庭开始重新考虑他们每月预算，体育消费金额受到削减。滑雪一般需要支付滑雪场地的入场费、培训费、用具费等，是一项支出较高的户外运动，因此其市场规模持续缩水，根据日本生产性本部《休闲白皮书 2020》，2019 年日本滑雪用具市场规模仅为 1995 年的 30% 左右。

➤ 平价户外顺势而起：跑步等低门槛低消费运动备受青睐

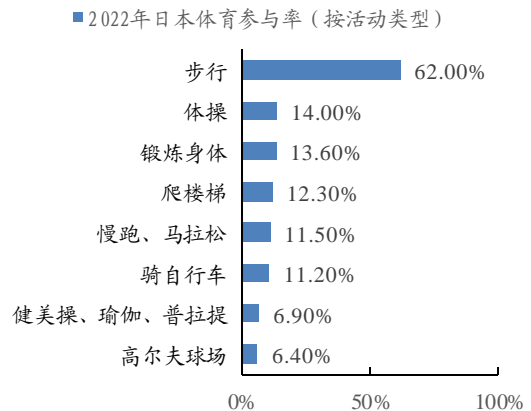
慢跑、散步：因低消费、门槛低受到日本人青睐。自从泡沫经济破灭导致了日本国民消费能力的下降后，需要高消费维持的高端户外运动逐渐黯淡，平价户外则以其便捷性和低成本的优势在日本倍受青睐。其中，慢跑和散步作为日常户外运动，参与人数不断攀升。2020 年日本 20 岁以上人口慢跑参与率达到 10.2%；2022 年步行等低消费户外运动类型更受日本国民欢迎。

图 10：2020 年日本 20 岁以上人口慢跑参与率达到 10.2%



数据来源：笹川体育财团

图 11：2022 年步行、体操等户外运动在日本国民体育运动中参与率最高



数据来源：Statista，国泰君安证券研究

2. 知日鉴中：户外需求与经济关联度较高，但核心取决于渗透率水平

根据国君轻纺团队报告《国内户外二次崛起，高景气有望延续》，中国户外鞋服行业的增长驱动力包括真户外需求与伪户外需求，其中真户外需求指的是以户外运动为目的的户外产品需求；伪户外需求指的是出于非户外运动的目的购买户外产品，并应用在非户外的场景当中。本章重点讨论在真户外需求方面，日本对于中国的借鉴意义。

2.1. 日本：户外发展大趋势与经济相关，早期受政策推动，目前分化趋势明显

通过第一章的复盘，我们认为日本户外行业的发展主要存在三大特点：

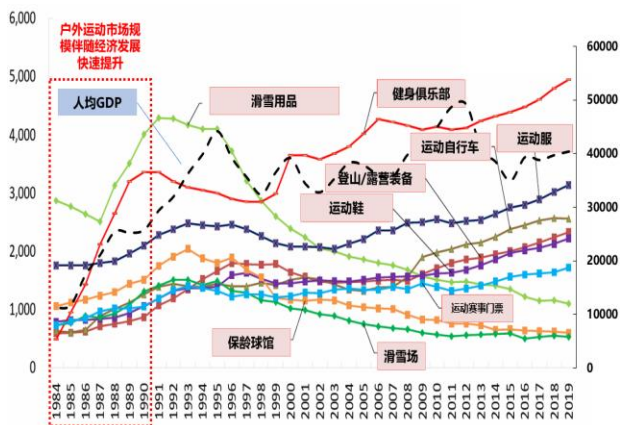
1、整体趋势：与经济相关性较强

日本户外运动发展大趋势与运动行业整体发展趋势基本相符，并且两者和日本经济相关性较强。例如：

1) 1980s: 日本进入泡沫经济时代，1980-1988 年人均 GDP 从 9669 美元增至 25500 美元，CAGR 约为 13%。在此背景下，根据日本生产性本部《休闲白皮书 2020》，高尔夫、滑雪、登山、露营等户外运动均实现快速发展。

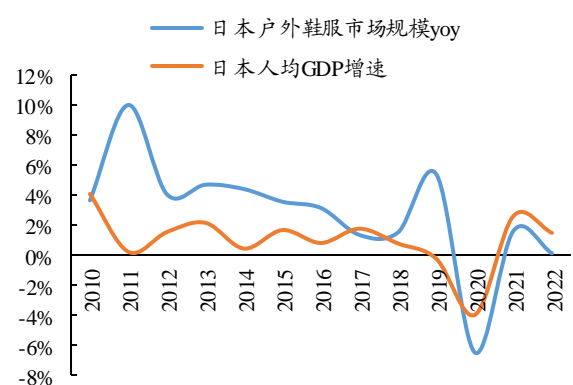
2) 1990s 至今: 由于日本实行公务员双休制度，居民闲暇时间增多，户外运动参与率提升，但随着日本经济由盛转衰，包括户外在内的消费受限，2010-2022 年日本户外鞋服市场规模增速与人均 GDP 增速趋势基本一致。

图 12: 20 世纪 80 年代日本人均 GDP 快速增长的同时各项户外运动市场规模也实现快速增长



数据来源：日本生产性本部《休闲白皮书 2020》，国泰君安

图 13: 2010-2022 年日本户外鞋服市场规模增速与人均 GDP 增速趋势基本一致



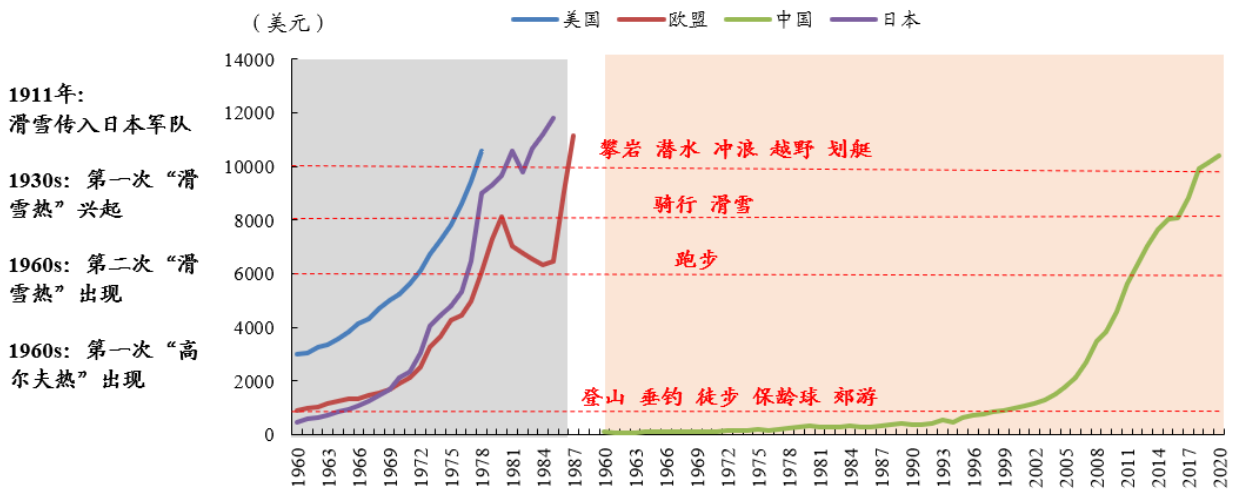
数据来源：Wind, Euromonitor, 国泰君安证券研究

证券研究（注：虚线为日本人均 GDP，对应右纵轴，单位为美元；实线为各项目市场规模，对应左纵轴，单位为亿日元）

2、前期：小众运动兴起节奏受政策催化领先于经济发展

据欧美经验测算，一国户外运动产业的发展通常与该国的人均 GDP 密切相关：当人均 GDP 为 1500-5000 美元时，人们开展的户外运动仅限于登山、垂钓、徒步等；当人均 GDP 突破 6000/8000 美元时，跑步、骑行与滑雪等运动兴起；当人均 GDP 超过 1 万美元时，攀岩、潜水、冲浪等各类小众户外运动纷纷走入人们的生活。而日本最早从国家层面引入西方运动，并非顺由经济发展推动户外运动发展，因此部分高花费的户外运动领先于经济发展实现传播。例如，20 世纪 60 年代日本出现第一次“高尔夫热”与第二次“滑雪热”，当时日本的人均 GDP 仅为 1000 美元左右，高尔夫及滑雪运动的发展远远领先于经济发展。

图 14：日本“高尔夫热”与“滑雪热”领先于经济发展出现

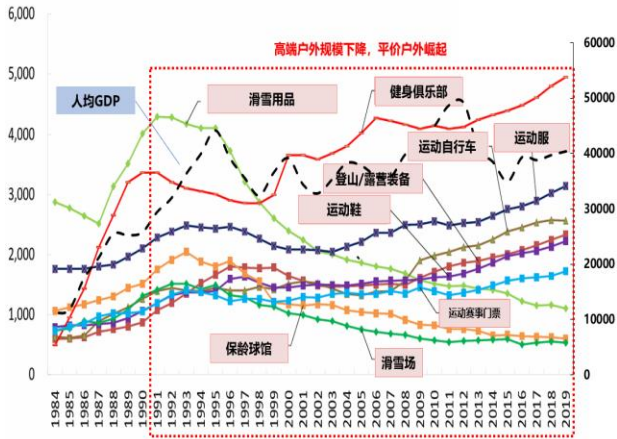


数据来源：中国产业信息网，国泰君安证券研究

3、后期：结构分化，高端户外没落，平价户外崛起

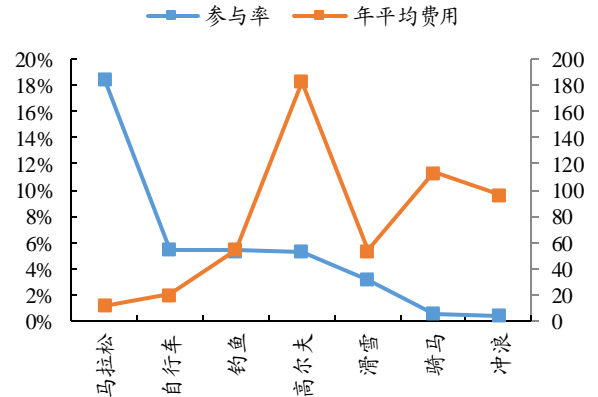
20 世纪 90 年代至今，日本经济由盛转衰，滑雪、高尔夫等高花费户外运动项目经过前期伴随经济高速增长而出现的繁荣阶段后，在这一阶段参与率承压，市场规模萎缩；而慢跑、骑行等花费相对较低的运动参与率则出现上涨，市场规模扩大。根据日本生产性本部《休闲白皮书 2023》，2022 年日本户外运动参与率与年平均费用大体呈现负相关，例如马拉松运动参与率最高（19%），人均花费仅为 1.2 万日元，而高尔夫参与率仅为 5%，人均花费约 18 万日元。

图 15: 20 世纪 90 年代至今日本高端户外市场规模下降, 平价户外崛起



数据来源: 日本生产性本部《休闲白皮书 2020》, 国泰君安证券研究 (注: 虚线为日本人均 GDP, 对应右纵轴, 单位为美元; 实线为各市场项目规模, 对应左纵轴, 单位为亿日元)

图 16: 2022 年日本户外运动参与率与年平均费用大体呈现负相关

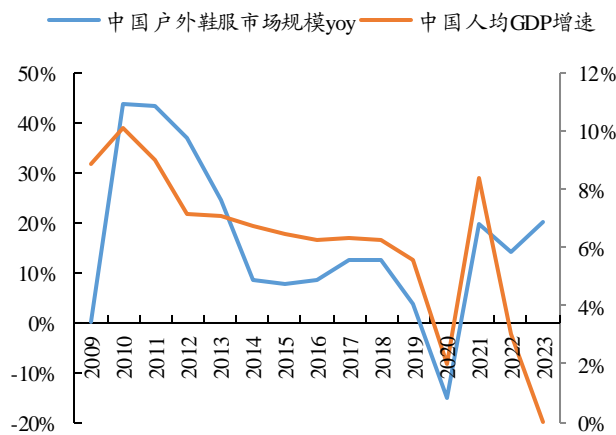


数据来源: 日本生产性本部《休闲白皮书 2023》, 国泰君安证券研究 (注: 1、左纵轴为运动参与率; 右纵轴为年平均费用, 单位为千日元。2、数据统计口径为 2022 年, 基于 3306 个样本得到)

2.2. 中国: 趋势受经济影响, 目前渗透率偏低, 户外需求增长可期

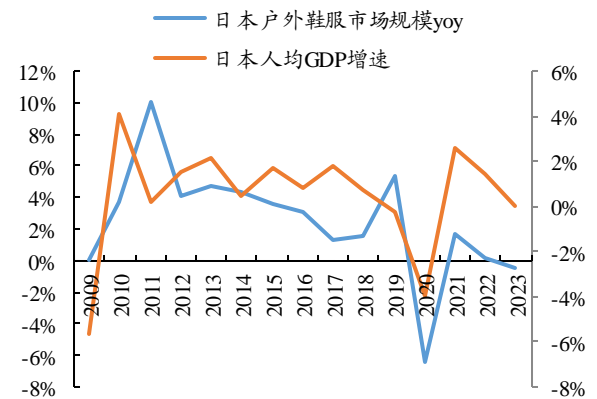
相同之处: 中日户外运动行业发展大体趋势与经济发展水平有关。中日两国户外市场发展大趋势呈现出相同的特点, 即户外鞋服市场规模增长大趋势与人均 GDP 增速显著相关。

图 17: 中国户外鞋服市场规模增长大趋势与人均 GDP 增速相关



数据来源: Euromonitor, Wind, 国泰君安证券研究 (注: 户外鞋服市场规模对应左轴, 人均 GDP 增速对应右轴)

图 18: 日本户外鞋服市场规模增长大趋势与人均 GDP 增速相关

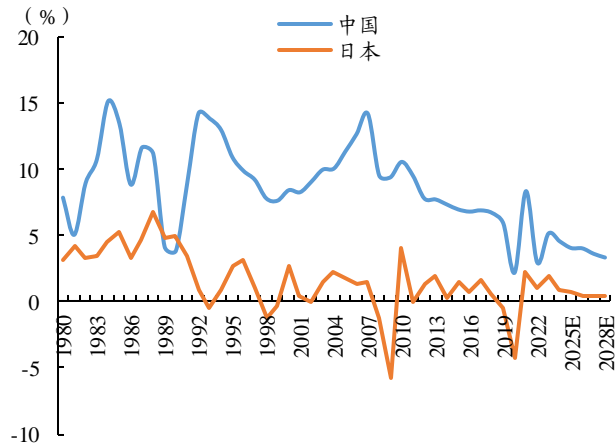


数据来源: Euromonitor, Wind, 国泰君安证券研究 (注: 户外鞋服市场规模对应左轴, 人均 GDP 增速对应右轴)

不同之处: 90 年代总量下降+结构分化, 中国目前方兴未艾+全面崛起。根据 1.5 节内容, 1990 年代至今, 日本 GDP 增速进入平稳增长阶段, CAGR 仅为低个位数, 居民体育支出下降, 户外市场呈现出结构分化的特点, 高端户外潮流退散, 平价户外逆势而起。目前中国经济也

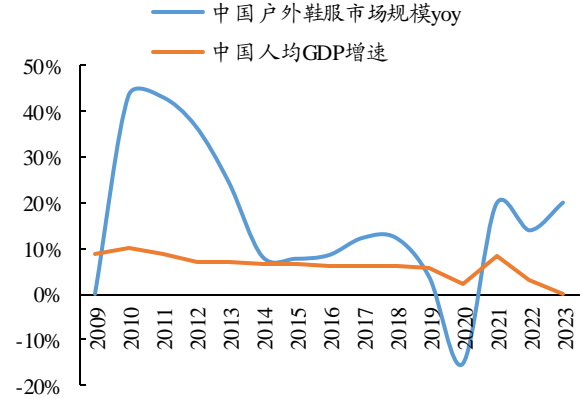
进入高质量增长阶段，但 2021 年至今户外运动行业（尤其是滑雪、高尔夫等高端户外）蓬勃发展，势头正猛，与日本呈现出截然不同的特点。

图 19: 中国经济进入高质量增长阶段



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (注: 图为 GDP 实际增长率; 2024-2028 年为 IMF 预测值)

图 20: 2021-2023 年中国户外鞋服行业增速明显高于人均 GDP



数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

针对中国户外运动行业目前呈现出的与日本户外运动行业所不同的特点，下文重点回答两个关键问题。

2.2.1. 思考一：相似经济环境下，为什么日本总量下降+结构分化，中国方兴未艾+全面崛起？

1) 日本户外发展初期受政府和学校推动，因此兴起节奏较快；中国户外发展节奏主要顺应经济发展。根据 1.1 节内容，日本政府与学校早起主动从西方国家引进小众专业户外运动，因此滑雪等高花费小众户外运动兴起较早。而中国户外行业起步受政府等外界因素的引导相对较少，因此从门槛相对较低的登山运动开始萌芽，各类户外运动的普及节奏更加与经济发展速度相关。2019 年我国人均 GDP 突破 1 万美元大关，滑雪等高花费的小众户外运动项目才逐步走向大众化。

表 3: 日本政府与学校早起主动从西方国家引进小众专业户外运动

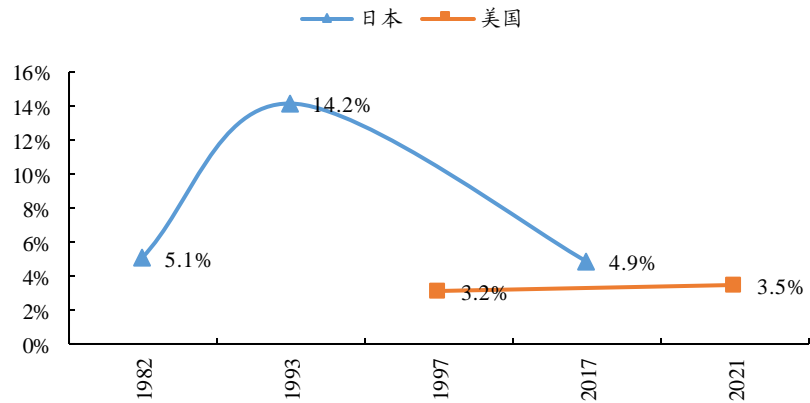
时间	运动	起源
1911	滑雪	奥地利勒奇少校将单杖滑雪技术教授给日本军队
1872	棒球	开成学园的教授霍雷斯-威尔逊将棒球带入日本
1899	英式橄榄球	日本庆应义塾大学的教授，英格兰人爱德华·克拉克将英式橄榄球介绍给学生
1945-1950s	各项竞技体育	日本出于彰显国家地位的目的，发布政策支持各类竞技体育发展

数据来源: 长野北海道东北滑雪俱乐部,《二战后日本体育政策的历史变迁及借鉴意义》, Japan Embassy, 国泰君安证券研究

2) 日本高端户外渗透率提前透支，经济放缓后渗透率回归；中国渗透率伴随 GDP 同步提升，并受到疫情催化。户外运动兴起较早，以滑雪为例，1982-1993 年滑雪渗透率从 5.1% 大幅提升至 14.2%，明显高于美国滑雪渗透率，因此我们认为户外运动渗透率在 1980s 日本泡沫经济时期存在透支的情况；截至 2017 年日本滑雪渗透率已回归至与美国接

近的 4.9%，我们认为伴随经济增速放缓，部分中等收入人群减少了高端户外运动的参与和消费。而中国 2019 年才突破 1 万美元人均 GDP 大关，目前正处于小众户外运动从专业户外运动爱好者向大众人群普及的初期，尽管经济增速放缓，但人均 GDP 的提升仍会推动越来越多的人群能够有能力尝试参与到高端户外运动当中，同时疫情的短期催化加速了这一趋势。

图 21：2017 年日本滑雪渗透率已回归至与美国接近的 4.9%



数据来源：Wind，日本生产性本部，Statista，国泰君安证券研究（图为一国滑雪运动参与人数占总人口的比例）

2.2.2. 思考二：中国“真户外需求”未来能否持续增长？

根据国君轻纺团队报告《国内户外二次崛起，高景气有望延续》，中国户外鞋服行业的增长驱动力包括真户外需求与伪户外需求。针对真户外需求，我们此前从定性角度论证其未来有望持续增长，即 1) 人均 GDP 达到各类户外运动全面崛起的水平；2) 疫后部分人群的户外习惯有望延续。下文将通过与日本对比，证明中国真户外需求仍有较大增长空间。

我们认为：1) 真户外需求：核心取决于户外渗透率，当户外渗透率仍有提升空间，真户外需求有望进一步提升；2) 户外渗透率天花板：大致取决于人们对其花费的承受能力，可以由单次户外运动花费占人均可支配收入的比例量化，我们将其倒数定义为“户外消费承受力”指标。

图 22：户外渗透率天花板大致由“户外消费承受力”指标决定



数据来源：国泰君安证券研究

针对平价户外运动：根据日本发展经验，慢跑、登山等平价户外运动长期基本处于需求持续扩张阶段。在经济增速放缓时，单次户外运动花费基本不变，而人均可支配收入增速持续增长带动“户外消费承受力”提升，进而推动渗透率与需求提升。因此，我们认为对于中国而言，未来平价户外的需求增长确定性相对较强。

针对高端户外：根据日本发展经验，高端户外花费较多，在经济增速放缓后，需求下降。我们认为其原因在于泡沫经济破灭后，部分中高产消费能力从高处回落，使这部分人群的“户外消费承受力”下降。针对中国，我们以滑雪及高尔夫运动为例：

- **滑雪：**2023年中国滑雪领域的“户外消费承受力”大致与2017年的日本接近，证明理论上中国人目前对于滑雪花费的承受能力与2017年的日本基本接近。但2023年中国滑雪渗透率仅为1.4%，与日本2017年4.9%的渗透率水平相比仍有较大提升空间，我们分析主要由于目前中国滑雪运动仍处于发展起步阶段，渗透率尚在增长通道，我们判断中国滑雪需求天花板远未达到，未来仍有较大提升空间。

表 4：中国滑雪渗透率仍有较大提升空间

	单次滑雪费用 (美元)	人均可支配 收入(美元)	户外花费承受力	滑雪渗透率
日本(2017年)	100	13863	139	4.9%
中国(2023年)	40	5536	138	1.4%
日本/中国	/	/	1.0	3.5

数据来源：Wind，日本生产性本部，Statista，美团，携程，国泰君安证券研究（注：1、单次滑雪费用为粗略估算值；2、日本人均可支配收入统计口径为两人及以上的劳动者家庭）

- **高尔夫：**2022年中国高尔夫领域的“户外消费承受力”为2022年的日本的一半左右，但中国户外运动渗透率与日本相差甚远，我们判断中国高尔夫需求天花板远未达到，未来仍有较大提升空间。

表 5：中国高尔夫渗透率仍有较大提升空间

	单次高尔夫费用 (美元)	人均可支配 收入(美元)	户外花费承受力	高尔夫渗透率
日本	170	14096	83	8.4%
中国	110	5475	50	0.1%
日本/中国	/	/	1.7	74.0

数据来源：Wind，智研咨询，Statista，美团，携程，国泰君安证券研究（注：1、数据统计区间均为2022年；2、单次高尔夫费用为粗略估算值；3、日本人均可支配收入统计口径为两人及以上的劳动者家庭）

3. 投资建议

投资建议：根据国君轻纺团队报告《国内户外二次崛起，高景气有望延续》，2021年至今中国户外鞋服行业二次崛起，增长驱动力包括真户外需求加速增长与伪户外需求出现。本文聚焦“真户外需求”，通过复盘日本户外行业发展，得出中国户外行业的真实需求有望持续增长的结论，我们预计未来五年中国户外行业仍将维持高景气度。推荐标的安踏体育、

李宁、波司登、牧高笛、台华新材等，受益标的三夫户外、探路者等。

表 6: 重点公司盈利预测及估值表

代码	公司	货币	股价	EPS			PE			评级
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
2020.HK	安踏体育	HKD	88.80	5.34	5.67	6.48	17	16	14	增持
2331.HK	李宁	HKD	20.75	1.42	1.57	1.74	15	13	12	增持
3998.HK	波司登	HKD	4.01	0.26	0.30	0.35	16	13	12	增持
603908.SH	牧高笛	CNY	34.86	2.49	2.99	-	14	12	-	增持
603055.SH	台华新材	CNY	10.05	0.5	0.76	0.92	20	13	11	增持
002780.SZ	三夫户外	CNY	12.50	0.37	0.54	-	34	23	-	-
300005.SZ	探路者	CNY	5.29	0.18	0.23	-	29	23	-	-

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (注: 1、A 股股价为 2024 年 4 月 3 日收盘价, H 股为 4 月 5 日收盘价; 2、三夫户外、探路者的盈利预测来自 Wind 一致预测)

4. 风险提示

中国经济增长不及预期: 经济增长不及预期将导致人均户外运动消费下降, 以及部分人群收入预期下降减少对于高花费户外运动的参与, 拖累中国户外鞋服市场的真实需求。

中国户外运动渗透率天花板不及预期: 户外鞋服市场的真实需求天花板核心取决于户外运动渗透率天花板, 考虑到中国国情与日本等发达国家存在差异, 因此渗透率天花板或不能达到与发达国家相对标的水平。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 栋 27 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		