

# 亚玛芬体育 (AS. N) 深度报告： 以奢以侈，运动不止

评级：买入(维持)

马川琪(证券分析师)  
S0350523050001  
macq@ghzq.com.cn

廖小慧(证券分析师)  
S0350524080002  
liaoxh@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



相对表现	1M	3M	12M
亚玛芬体育	10.27	5.99	12.16
标普500	2.08	4.56	28.57

## 市场数据

2024/09/19

当前价格 (美元)	15.03
52周价格区间 (美元)	10.11-18.23
总市值 (百万美元)	7357.18
流通市值 (百万美元)	7357.18
总股本 (百万股)	489.50
流通股本 (百万股)	489.50
日均成交额 (百万美元)	21.35
近一月换手 (%)	7.18

## 相关报告

《亚玛芬体育 (AS) 点评报告：技术服装引领增长，大中华区表现亮眼 (买入) \*海外\*杨仁文, 马川琪》——2024-05-28

- **AMER SPORTS是集合多品牌的体育用品集团，技术服饰部门营收增速领跑：**公司成立于1950年，初期靠烟草起家，后收购多个体育用品品牌，专注体育用品赛道。现旗下拥有三个部门：以Arc'teryx为主的技术服饰部门，以Salomon为主的户外性能部门以及包括Wilson在内的球类/球拍运动部门。2020年以来公司营业收入保持较快增长，2023年收入达43.68亿美元，2020-2023年CAGR 21.3%，其中技术服饰部门CAGR 32%，有望超越户外性能部门成为公司主要营收来源。
- **中国运动/户外市场增长空间可观，下沉空间依然存在：**Euromonitor数据显示，2023年全球运动鞋服市场规模3955亿美元，同比增长6.3%，预计2024-2028年增速将维持6%以上，行业景气度延续。1) **运动鞋服市场方面**，北美为全球最大运动鞋服消费市场，但增速不及大中华区和亚太地区。Euromonitor预计2022-2027年大中华区运动服市场CAGR 9.0%，领先于其他地区；同期运动鞋市场CAGR 8.8%，仅次于亚太地区。2) **户外细分赛道方面：**在全球户外市场规模增速放缓的背景下，我国户外市场在2021迎来低谷反弹。中商产业研究院发布的《2023年全球户外用品行业白皮书》显示，2022年中国户外用品行业零售额262.2亿元，同比增长3%。观研报告网2022年发布报告显示中国户外运动渗透率仅28%，与海外超50%的渗透率相比仍有较大的空间。3) **我国户外人群主要以高线城市年轻人为主，存在下沉空间：**观研报告网2022年发布报告显示，我国运动户外消费者中90后占41.6%，95后占比30.8%；据天猫统计户外消费中高线城市消费者（包括一、二线城市）以34%总人数占比贡献了总销售额的41%。
- **我国高端户外头部品牌，在奢侈品客群中渗透率较低：**1) **我国户外市场：**目前我国中高端户外市场以海外品牌为主，本土品牌主要面向大众市场。其中高端品牌主要包括始祖鸟、攀山鼠、巴塔哥尼亚和猛犸象，除始祖鸟外均处于中国市场布局早期阶段。2) **我国奢侈品市场：**据奥纬咨询《2023中国游客和奢侈品消费者的新时代报告》，2023年我国中产阶级及以上人群共9900万，其中奢侈品消费者1200万，及奢侈品在中产阶级及以上人群中渗透率为12%。3) **始祖鸟在奢侈品客群中渗透率约14.2%-20.9%：**将截至2023年9月其中国会员数与2023年我国奢侈品消费者数量进行比较，得占比约为14.2%；将截至2024年8月6日始祖鸟天猫官方旗舰店会员数与2023年我国奢侈品消费者数量进行比较，得占比20.9%；说明该品牌在目标人群中渗透率仍较低，未来仍有较大市场空间。
- **始祖鸟打造“运奢”概念，Salomon和Wilson中国直营布局较晚：**1) **安踏2019年收购始祖鸟后，专注打造“运奢”概念：**淘汰经销商并实行“收缩性增长”，关闭年销售额低于千万的门店；新店铺围绕Bigger（更大面积）、Better（更好形象）、Lower（更低楼层），专注提升客户体验；门店选址位于奢侈品店附近，售后服务对标奢侈品。2) **Salomon和Wilson中国直营布局较晚，瞄准高端商圈：**Salomon中国区主要直营门店均于2022年开店，Wilson在2023年在静安嘉里中心开出上海首店。

- **始祖鸟发展商务/女装/鞋类赛道，社媒营销吸引新客户，社群营销提升会员黏性：**1) **产品矩阵扩张：**在推动户外产品迭代同时，始祖鸟积极扩张产品矩阵，打造Veilance高端商务支线，并发力女性产品和鞋履赛道。根据公司披露数据，截至2023年女性和鞋履产品营收占比分别为20%和6%，预计未来占比提升至40%和10%。2) **社媒营销：**公司销售及推广费用率较高，保持在30%-32%之间。在海外TikTok“始祖鸟沐浴挑战”风靡；国内小红书平台“晒鸟”助力品牌热度提升，2022年始祖鸟相关笔记发布量同比+1247%，搜索量同比+742%。3) **社群营销：**面对户外运动渗透率较高的海外市场，始祖鸟开设“始祖鸟学院”，提供涉及登山、徒步、滑雪、攀岩等多领域、分级别的课程教学；对于户外渗透率较低的国内市场，始祖鸟打造“山地课堂”，以普及户外知识的线上课为主。
- **旗下各品牌中国区销售表现亮眼，较竞争对手优势突出：**1) **始祖鸟V.S.猛犸象V.S.巴塔哥尼亚：**海外巴塔哥尼亚热度最高，国内始祖鸟热度领先。在国内始祖鸟门店多，均价高，销量领先。始祖鸟硬核产品销量最佳，而猛犸象和巴塔哥尼亚标杆面料分别为软壳和摇粒绒。2) **Salomon V.S. HOKA V.S. ON：**Salomon历史悠久但收入体量偏小。HOKA热度增长最快，目前在国际和国内都是三者中热度较高品牌。在中国市场中，Salomon门店数量约为HOKA和ON的两倍；从单店角度，HOKA门店面积最大但坪效仅为Salomon的1/4左右；从电商角度，Salomon销量最高且均价最低。3) **Wilson V.S. HEAD V.S. Babolat：**目前各品牌在中国线下布局还处于早期阶段；线上平台中，Wilson销量领先且均价最低。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024-2026年实现收入50.86/57.75/64.67亿美元，同比+16%/+14%/+12%，归母净利润1.76/3.48/4.59亿美元，同比扭亏/+98%/+32%，2024年9月19日收盘价15.03美元，对应2024-2026年PE为42X/21X/16X。我们看好始祖鸟产品矩阵扩张，作为中国高端户外龙头维持较高增长；Salomon/Wilson尚处中国直营布局早期阶段，“网球热”助力Wilson热度高增，未来增长空间可观；高利润产品/部门快速发展有望带动公司盈利能力提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济环境风险，行业竞争风险，消费者偏好风险，原材料风险，市场开拓及产品推广风险，国内国际市场、不同品牌之间不可完全对比，中美股市估值体系存在差异。

预测指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万美元）	4,368	5,086	5,775	6,467
增长率(%)	23%	16%	14%	12%
归母净利润（百万美元）	-209	176	348	459
增长率(%)	17%	184%	98%	32%
摊薄每股收益（美元）	-0.54	0.36	0.71	0.94
ROE (%)	130.21	36.05	54.77	57.72
P/E	/	41.8	21.1	16.0
P/B	/	15.1	11.6	9.3
P/S	/	1.45	1.27	1.14
EV/EBITDA	/	9.13	7.52	6.74

资料来源: Wind、国海证券研究所

# 一、借“鸟”之翼，蓄势起飞

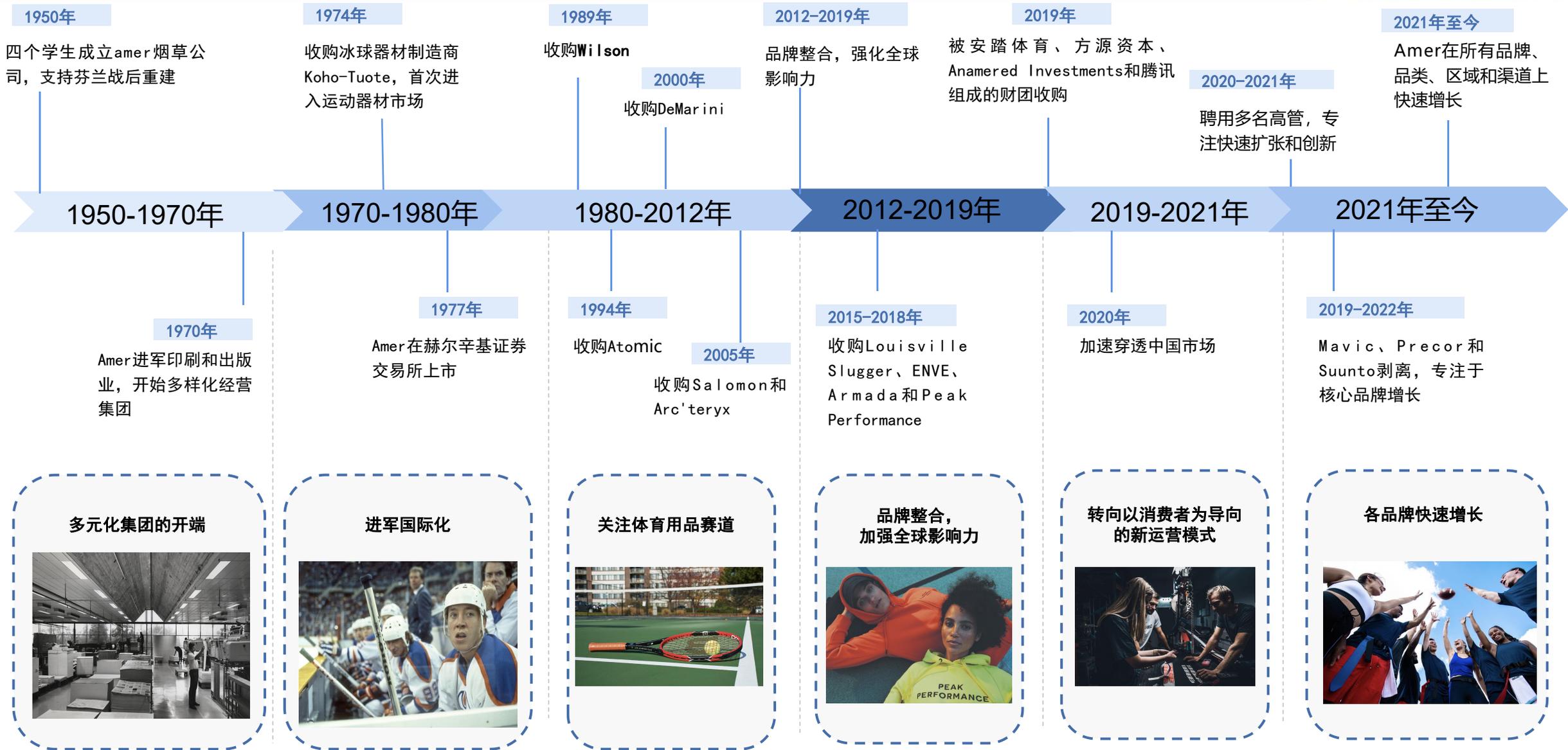
# 一、借“鸟”之翼，蓄势起飞

- 1.1 公司介绍：多品牌矩阵，专注体育用品赛道
- 1.2 发展历史：烟草起家，靠体育用品发展壮大
- 1.3 管理层：履历丰富，始祖鸟CEO为Lululemon前高管
- 1.4 股权结构：相对集中，安踏为最大股东
- 1.5 公司营收：收入规模稳步增长，技术服装部门增速领跑
- 1.6 品牌营收：始祖鸟/Salomon表现亮眼，球类部门增速放缓
- 1.7 盈利能力：净利率改善明显，毛利率处行业前列
- 1.8 营运能力：存货周转天数上升，营运能力有待提升
- 1.9 直营门店：大中华区面积坪效双增长，2023Q1-3坪效约为北美2.3倍

# 1.1 公司介绍：多品牌矩阵，专注体育用品赛道

<p>户外性能</p>	 <p><b>Salomon</b></p> <p>1947年创立于法国 户外运动领域鞋类、服装和装备 2005年被AMER收购 2023年营收13.1亿美元</p>	 <p><b>Atomic</b></p> <p>1955年创立于奥地利 生产滑雪板等冬季运动装备 1994年被AMER收购 2023年营收3.1亿美元</p>	 <p><b>Armada</b></p> <p>2002年创立于美国 以运动员为中心的滑雪品牌 2017年被AMER收购 2023年Armada和ENVE共营收0.5亿美元</p>	 <p><b>ENVE</b></p> <p>2007年创立于美国 车轮、零部件和自行车制造商 2016年被AMER收购 2024年4月30日AMER宣布将ENVE出售给PV3 Investments</p>	
<p>技术服饰</p>	 <p><b>Arc'teryx</b></p> <p>1989年创立于加拿大 户外功能性鞋类、服装及配饰 2005年被AMER收购 2023年营收14.4亿美元</p>		 <p><b>Peak Performance</b></p> <p>1986年创立于瑞典 关注滑雪和户外活动的服装和配饰品牌 2018年被AMER收购 2023年营收1.5亿美元</p>		
<p>球类/球拍运动</p>	 <p><b>Wilson</b></p> <p>1914年创立于美国 高性能运动器材和服装品牌 1989年被AMER收购 2023年Amer球类部门总营收11.1亿美元</p>	 <p><b>ATEC</b></p> <p>1971年创立于美国 生产棒球、垒球和训练机 2003年被AMER收购</p>	 <p><b>Louisville Slugger</b></p> <p>1894年创立于美国 棒球制品供应商 2015年被AMER收购</p>	 <p><b>DeMarini</b></p> <p>1989年创立于美国 生产棒球和垒球 2000年被AMER收购</p>	 <p><b>EvoShield</b></p> <p>2002年创立于美国 生产护具、护腕等运动保护装备 2016年被AMER收购</p>

# 1.2 发展历史：烟草起家，靠体育用品发展壮大



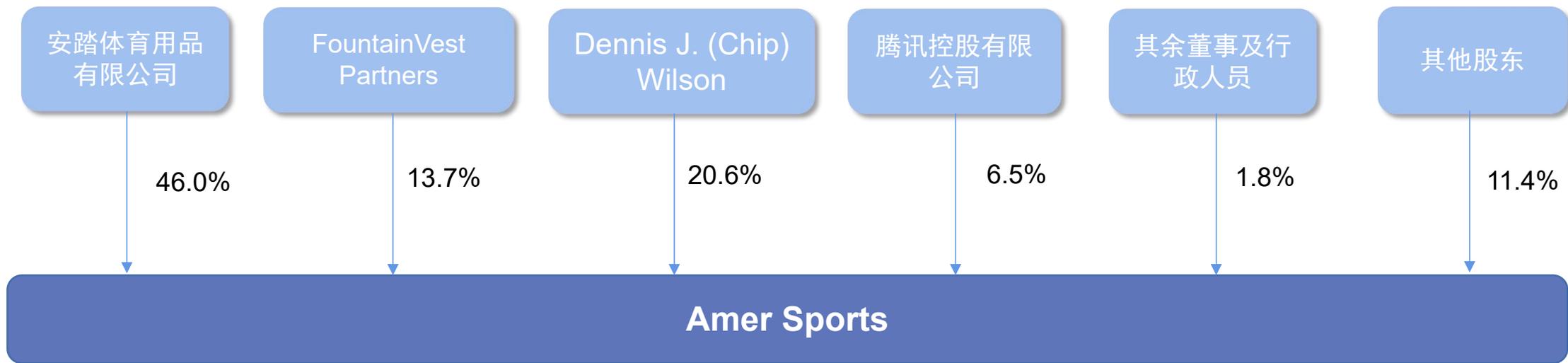
# 1.3 管理层：履历丰富，始祖鸟CEO为Lululemon前高管

姓名	职务	担任该职务起始时间	主要过往经历
Jie (James) Zheng	首席执行官兼董事会成员	2020年	2001-2008年，在阿迪达斯担任多个职务，包括锐步（中国）总经理和大中华区销售执行副总裁；2008年加入安踏体育，曾任集团总裁、执行董事和首席执行官等职务；2020-2022年担任WFSGI联合主席。
Wen-Chang (Victor) Chen	首席战略官	2020年	2002-2006年，担任营销传播公司Golin董事；2009-2020年，担任波士顿咨询集团合伙人。
Andrew E. Page	首席财务官	2023年	2011-2019年，在运动服装和鞋类公司Under Armour担任包括财务总监和首席会计官等职务；2019-2021年，任汽车零部件零售公司Advance Auto Parts首席会计官；2021-2023年，任鞋类零售公司Foot Locker首席财务官。
Michael Hauge Sørensen	首席运营官	2020年	1994-2013年，在鞋类公司ECCO担任全球销售执行副总裁和首席运营官等职务；2013-2019年，曾在多个公司董事会任职，包括Pandora Jewelry、Santa Fe Group 和 IC Group；2019年以来担任Amer董事会顾问。
Franco Fogliato	Salomon 总裁兼首席执行官	2021年	2004-2013年，担任Billabong首席执行官；2013-2021年，在Columbia Sportswear Company担任多个职务，包括EMEA区总经理和全球全渠道执行副总裁。
Stuart C. Haselden	Arc' teryx 首席执行官	2021年	2006-2015年，在全球时尚服装公司J. Crew担任过首席财务官、高级副总裁、财务主管和财务副总裁等职务；2015-2020年，在Lululemon Athletica担任过首席运营官、首席财务官、执行副总裁、国际主管等职务；2019年加入零售箱包和旅行配件公司Away董事会，2020-2021年担任首席执行官。
Joseph Dudy	Wilson 总裁兼首席执行官	2019年	1995年加入Wilson，曾任Wilson Team Sports财务总监和Wilson Sporting Goods财务副总裁等职务。

注：管理层信息根据公司2023年年度报告整理

# 1.4 股权结构：相对集中，安踏为最大股东

- 公司股权结构相对集中，安踏为最大股东。根据Amer Sports 2023年年报，截至2024年2月29日，安踏体育用品有限公司为Amer Sports 第一大股东，持股46%。



## 股权变化历程

### 收购

2019年3月，安踏体育、方源资本、Anamered Investments 和腾讯组成的财团以约46亿欧元价格，收购亚玛芬体育全部已发行股份，成为中国体育用品行业史上最大的一次跨国收购案。收购后，安踏集团持有亚玛芬57.85%股权，方源资本有21.4%股权，腾讯通过对方源资本的投资持有5.63%股权。

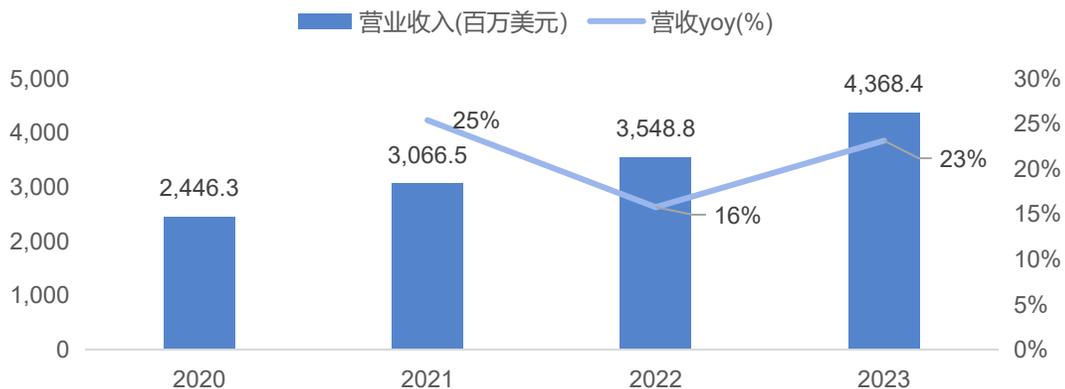
### IPO

2024年2月，亚玛芬体育正式登陆纽交所，募集13亿美元，成为自2023年9月以来全球规模最大IPO，发行市值63亿美元（约合450亿元人民币）。

# 1.5 公司营收：收入规模稳步增长，技术服装部门增速领跑

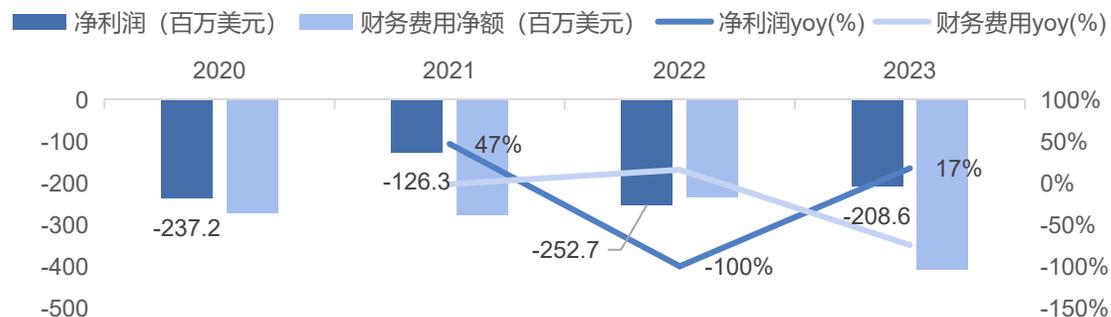
营业收入2020-2023年CAGR为21.3%

2020-2023年营业收入（百万美元）及YOY（%）



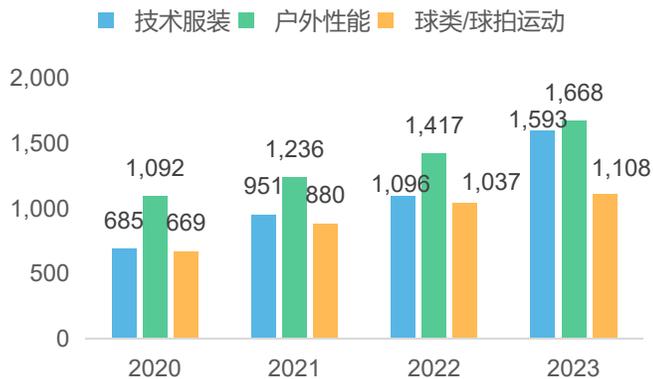
高债务及高利息费用导致净利润连年亏损

2020-2023年净利润、财务费用净额（百万美元）及对应YOY（%）



技术服装增速领跑，2023年部门营收和户外性能部门平分秋色

2020-2023年各部门营收（百万美元）

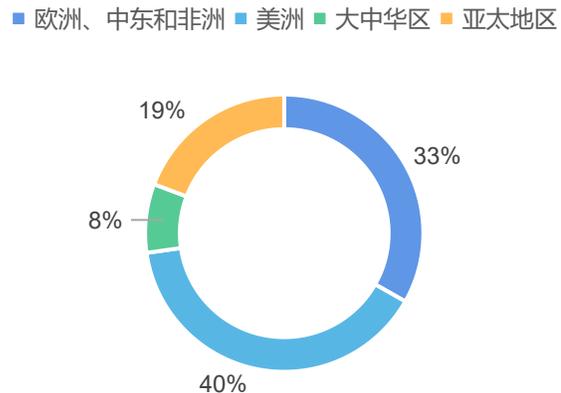


2020-2023年各部门营收CAGR

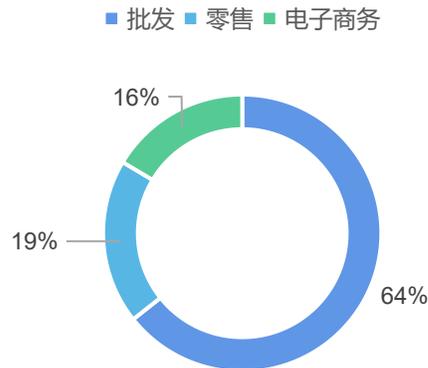
技术服装	32%
户外性能	15%
球类/球拍运动	18%

美洲为主要市场，营收占比40%，依赖批发渠道

2023年各地区营收占比（%）



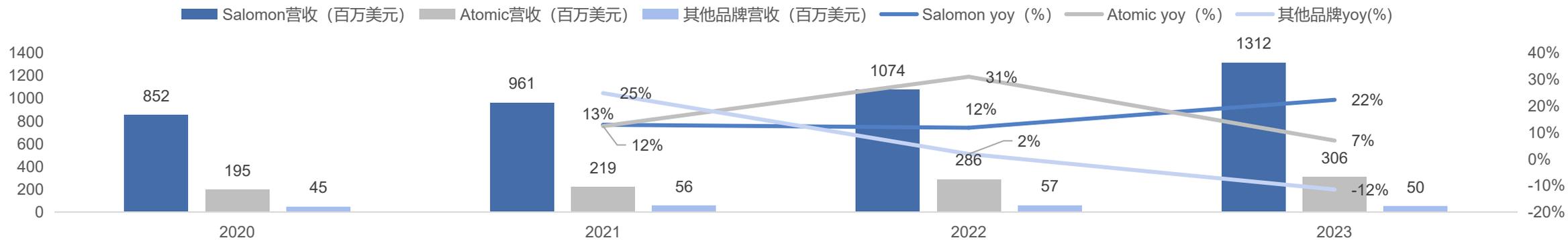
2023年各渠道营收占比（%）



# 1.6 品牌营收：始祖鸟/Salomon表现亮眼，球类部门增速放缓

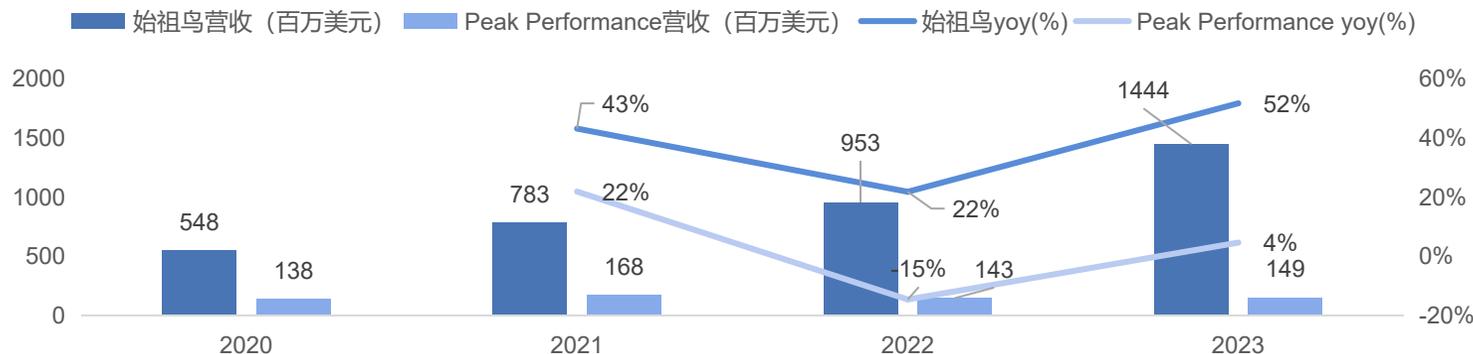
## 户外性能部门：除Salomon外其余品牌2023年营收增速均放缓

2020-2023年Salomon、Atomic及该部门其他品牌营收（百万美元）及yoy(%)



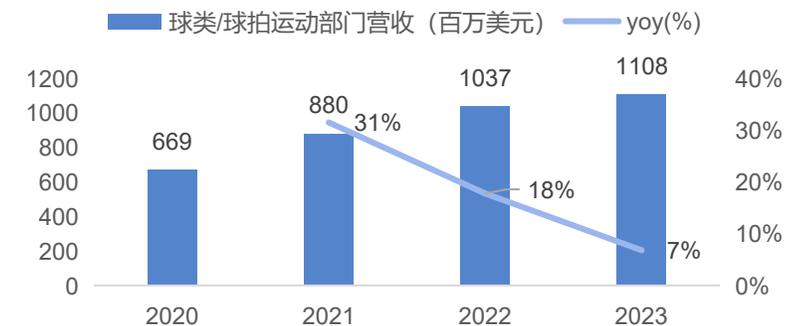
## 技术服装部门：2023年增速回升，始祖鸟表现亮眼

2020-2023年始祖鸟和Peak Performance营收（百万美元）及yoy(%)



## 球类/球拍运动部门：营收增速逐年放缓

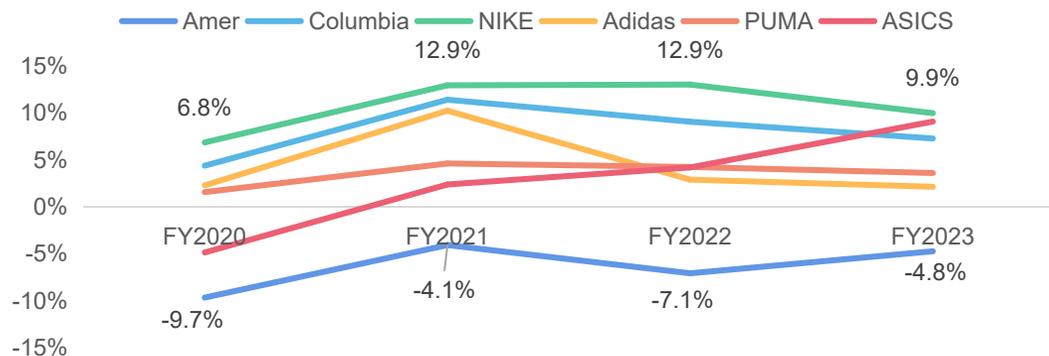
2020-2023年球类/球拍运动部门营收（百万美元）及yoy(%)



# 1.7 盈利能力：净利率改善明显，毛利率处行业前列

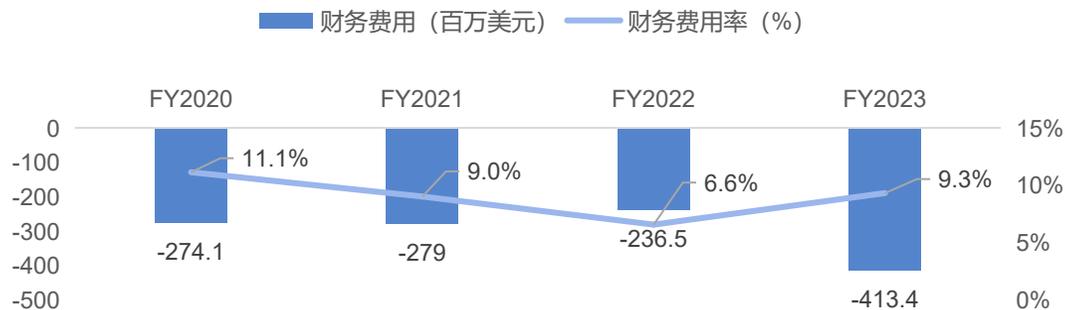
截至2023年Amer净利率仍未转正，但改善明显

FY2020-2023同业公司净利率比较 (%)



受利息费用影响2023年财务费用率增高至9.3%；2024年2月IPO融资后偿还债务，净利率有望转正

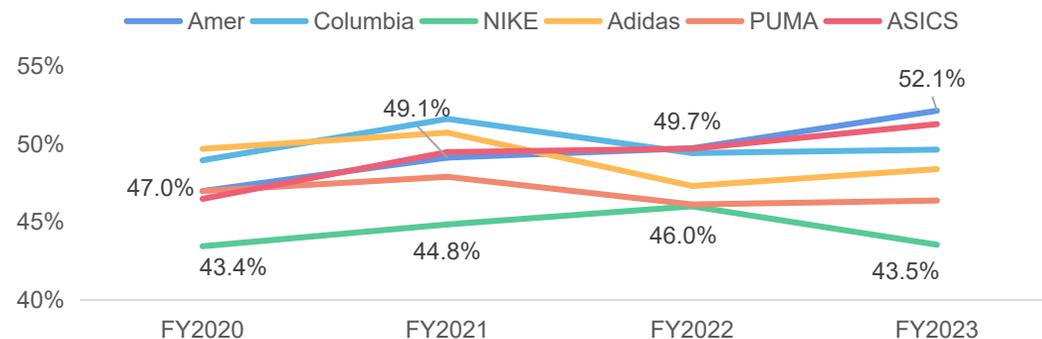
FY2020-2023公司  
财务费用 (百万美元) 和财务费用率 (%)



注：Nike财年为每年6月1日至次年5月31日，其余公司财年均为自然年。

GPM逐年提升，截至2023年已处于行业前列

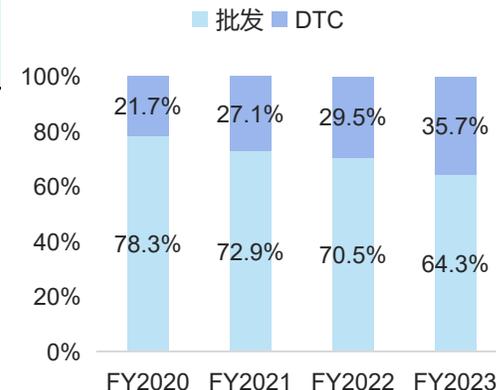
FY2020-2023同业公司毛利率比较 (%)



DTC占比提升和以始祖鸟为主的高利润部门增速较快导致公司毛利逐年升高，2024Q1业绩会披露2024年毛利率指引为54%

部门	2023年OPM	2020-2023年营收CAGR
技术服装	19.7%	32%
户外性能	9.1%	15%
球类/球拍运动	2.8%	18%

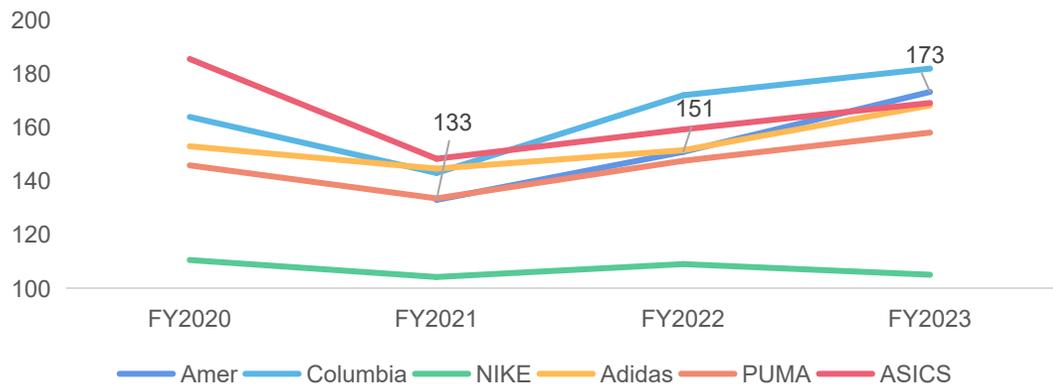
FY2020-2023各渠道营收占比 (%)



# 1.8 营运能力：存货周转天数上升，营运能力有待提升

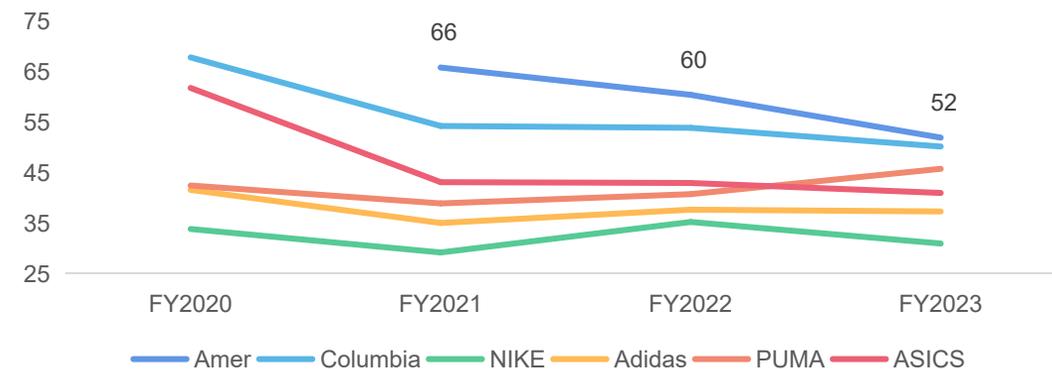
存货周转天数上升，处于行业中下游水平

FY2020-2023同业公司存货周转天数 (天)



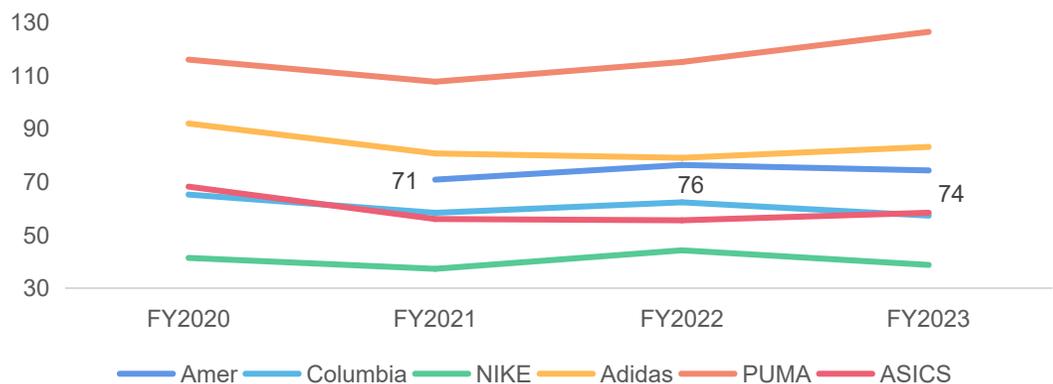
应收帐款周转天数逐年递减，但仍略逊于同业公司

FY2020-2023同业公司应收帐款周转天数 (天)



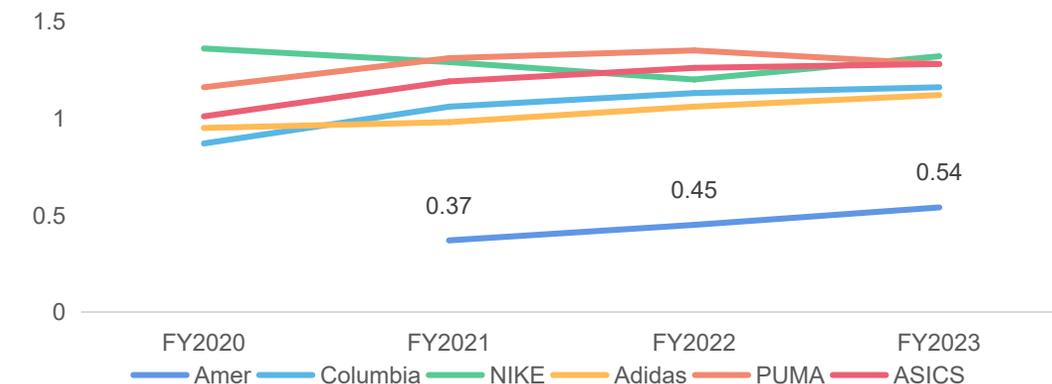
应付账款周转天数稳定，处于行业平均水平

FY2020-2023同业公司应付账款周转天数 (天)



总资产周转率显著低于同行，逐年稳步上升

FY2020-2023同业公司总资产周转率 (次)



注：Nike财年为每年6月1日至次年5月31日，其余公司财年均为自然年。

# 1.9 直营门店：大中华区面积坪效双增长，2023Q1-3坪效约为北美2.3倍

始祖鸟大中华区品牌店面积和坪效均显著增长，2023年前三季度坪效约为北美2.3倍



2023年始祖鸟全球品牌店坪效为17094美元/平方米

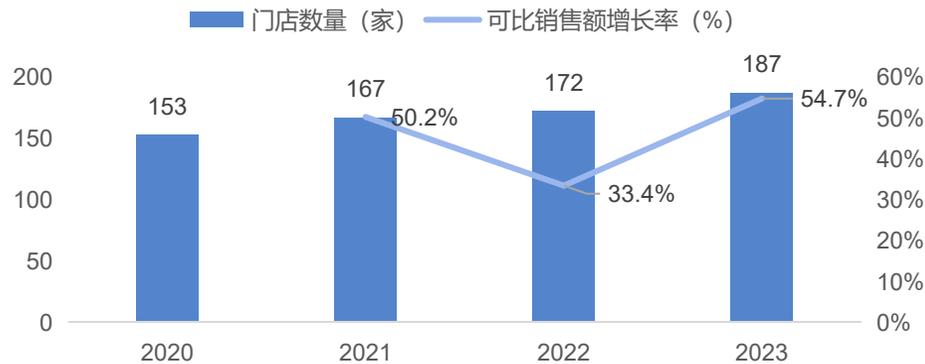
约为12.4万元人民币/平方米



注：数据来源为公司招股书和公司财报，所统计门店仅为直营品牌店，不包括奥莱工厂店。1 ft<sup>2</sup> = 0.0929m<sup>2</sup>，1美元=7.26元人民币。2021和2022为年坪效，2023Q1-3为前三季度坪效。

## 技术服装部门门店数量及可比销售额快速增长

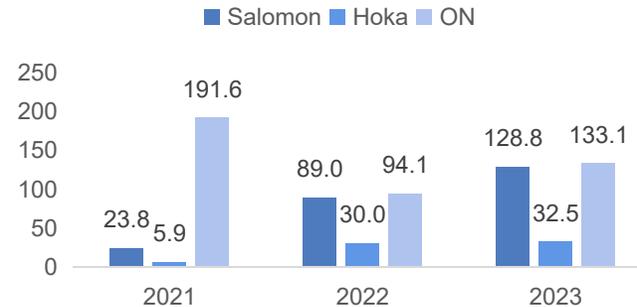
2020-2023年技术服装部门门店数和可比销售增长率



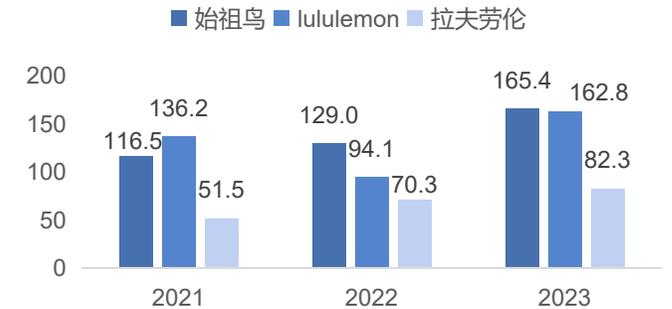
注：可比销售额反映了已开业至少13个完整会计月的自有零售店和自有电子商务网站按固定货币计算的收入。

## Salomon和始祖鸟坪效快速增长，现处领先地位

2021-2023年跑鞋品牌中国门店坪效 (千元/平方米)



2021-2023年服装品牌中国门店坪效 (千元/平方米)



注：数据来源为久谦中台，所统计门店包括直营店和经销商门店。

## 二、国内高端户外龙头，打造独特“运奢”赛道

## 二、国内高端户外龙头，打造独特“运奢”赛道

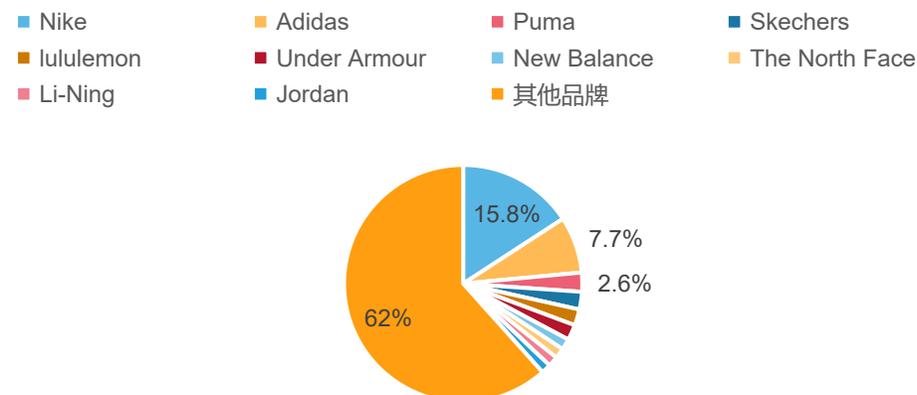
- 2.1 全球运动鞋服市场：两超多强格局，大中华区引领增长
- 2.2 户外用品市场：全球市场增速放缓，国内市场低谷反弹
- 2.3 国内户外市场驱动因素：三大因素推动国内户外热情高涨
- 2.4 中国户外消费：处高速增长期，以高线城市青中年人为主
- 2.5 中国户外格局：本土品牌快速增长，海外品牌垄断高端市场
- 2.6 中国奢侈品市场：始祖鸟渗透率约为14.2%-20.9%
- 2.7 男性“悦己”消费：年轻化趋势明显，奢侈品消费意识觉醒

# 2.1 全球运动鞋服市场：两超多强格局，大中华区引领增长

2018-2028E全球运动鞋服市场规模：Euromonitor预计2024年突破4219亿美元



2023年各品牌所占全球运动鞋服市场份额：CR10为38%



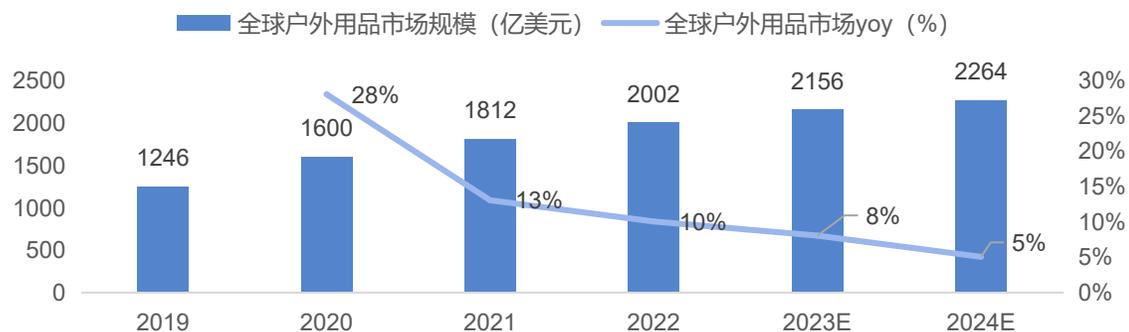
- **两超多强格局，行业规模稳步增长。**根据Euromonitor数据，2023年全球运动鞋服市场规模3955亿美元，同比增长6.3%，预计2024-2028年均增速维持在6%以上，行业景气度延续。其中NIKE和阿迪市占率分别为15.8%和7.7%，主导市场两超多强格局。
- **北美为最大市场，大中华区增速领跑。**分地区来看，北美为全球最大运动鞋服消费市场，但增速不及大中华区和亚太地区。Euromonitor预测2022-2027年大中华区运动鞋/运动服市场CAGR分别为8.8%和9.0%。

2022年各地区运动鞋/运动服市场规模（亿美元）及2022-2027年CAGR（%）

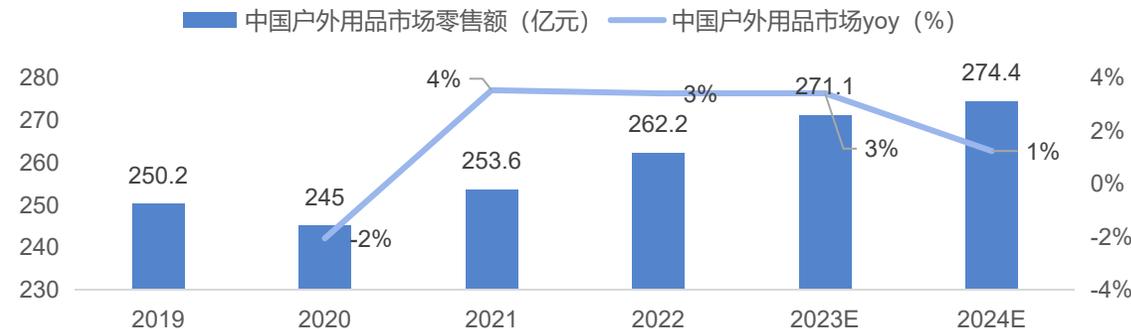
	运动服		运动鞋	
	2022年市场规模	2022-2027年CAGR	2022年市场规模	2022-2027年CAGR
北美	1045亿美元	5.5%	485亿美元	4.7%
大中华区	227亿美元	9.0%	303亿美元	8.8%
亚太地区	221亿美元	8.6%	198亿美元	9.2%
EMEA	464亿美元	4.6%	295亿美元	5.3%
其他地区	240亿美元	8.4%	240亿美元	8.2%
总计	2196亿美元	6.4%	1521亿美元	6.8%

## 2.2 户外用品市场：全球市场增速放缓，国内市场低谷反弹

2019-2024E全球户外用品市场规模及yoy

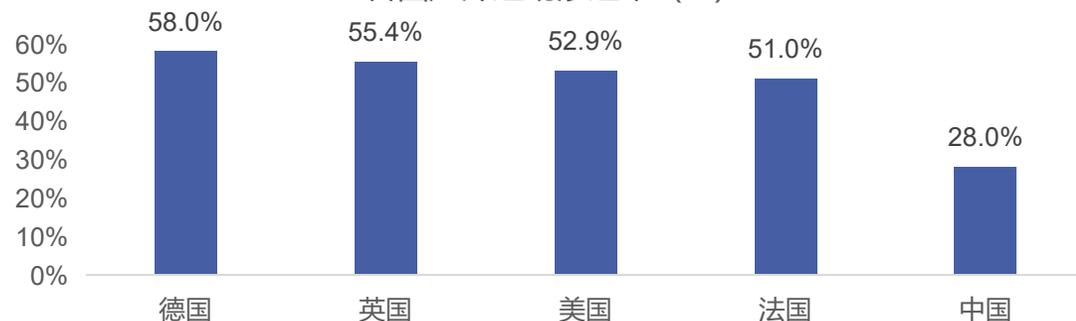


2019-2024E中国户外用品市场零售额及yoy

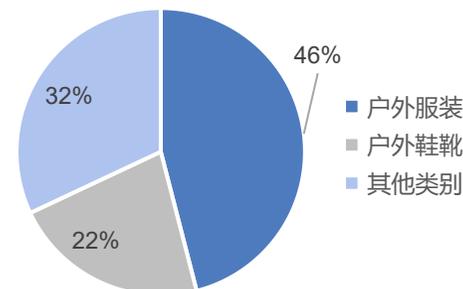


- 全球户外用品市场：**发达国家户外运动发展历史悠久，户外运动将旅游休闲、强身健体、人际交往紧密结合，逐步成为各国人民平日休闲、节日度假以及外出旅游主要的选择之一。中商产业研究院发布的《2023年全球户外用品行业白皮书》显示，2022年全球户外用品行业营收规模约2002亿美元，较上年同比增长10%。据中商产业研究院数据，2023年行业营收规模将达到2156亿美元，2024年将达到2264亿美元。
- 中国户外用品市场：**近两年，受疫情影响，大众对于户外运动的热情高涨，参与度迅速提升。中商产业研究院发布的《2023年全球户外用品行业白皮书》显示，2022年中国户外用品行业零售额约为262.2亿元，同比增长3%；目前中国的户外运动渗透率仅为28%，与海外超50%的渗透率相比仍有较大的上升空间；预计2023年中国户外用品零售额将达到271.1亿元，2024年将达到274.4亿元。

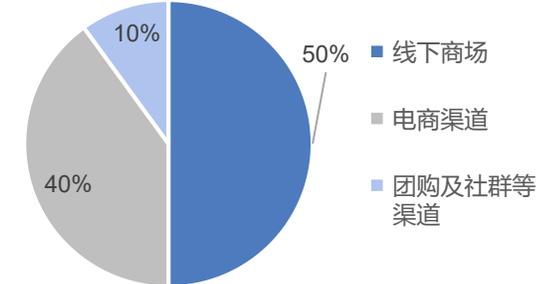
各国户外运动渗透率 (%)



中国户外用品市场品类结构 (%)



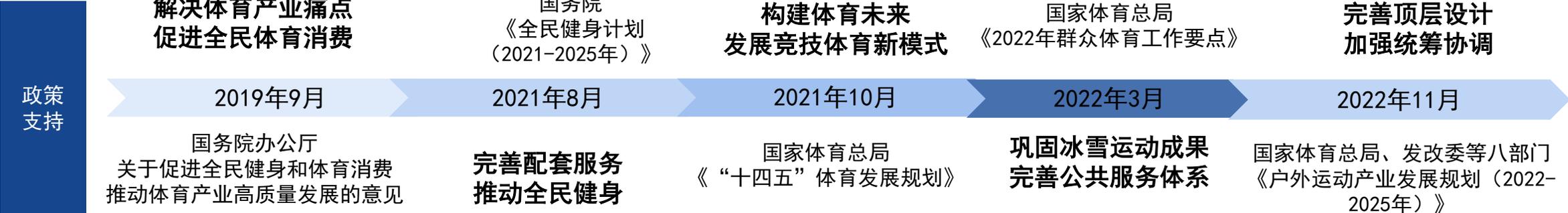
中国户外用品市场渠道结构 (%)



数据来自观研报告网2022年发布的《中国户外运动行业发展现状调研与投资趋势预测报告（2022-2029年）》。

数据来自观研报告网2024年发布的《中国户外运动用品行业发展趋势调研与未来前景研究报告（2024-2031年）》。

# 2.3 国内户外运动市场驱动因素：三大因素推动国内户外热情高涨



## 居民消费水平提升

- 户外运动是经济社会发展到一定阶段的产物，近年我国经济社会发展和生活水平提高给多样化的户外运动走进千家万户奠定了坚实的物质基础。数据显示，2023年我国居民人均可支配收入39218元，比上年名义增长6.3%；居民人均消费支出26796元，比上年名义增长9.2%。

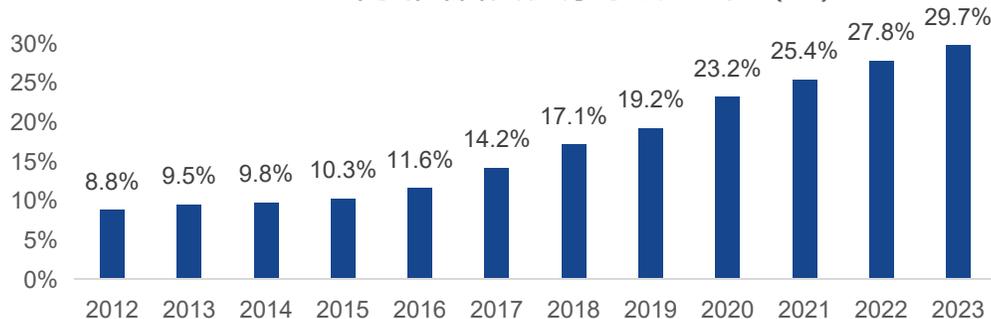
2015-2023年我国人均可支配收入与消费支出情况



## 大众健康意识增强

- 受疫情影响，中国大众对运动健康的意识进一步提升，亚健康问题受到广泛关注。大众更加注重疾病预防，在体育运动和体检保健的支出将增加。2023年我国居民健康素养水平达到29.7%，较2012年提升20.9个百分点。

2012-2023年我国居民健康素养水平 (%)

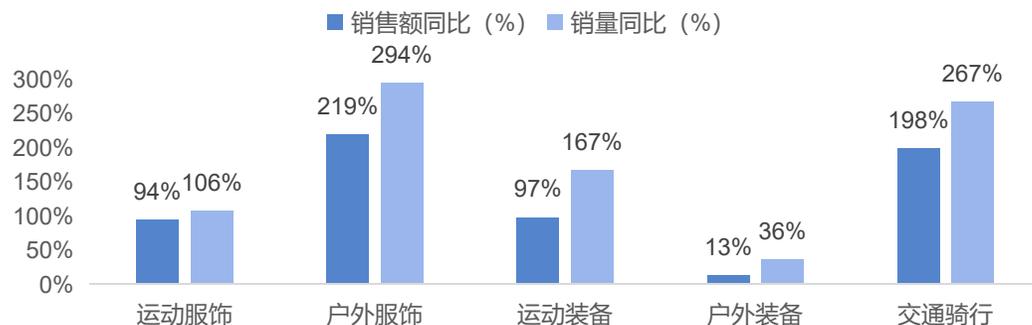


注：健康素养水平反映个人获取、理解基本健康信息以维护自身健康的能力。

## 2.4 中国户外消费：处高速增长期，以高线城市青中年人为主

➤ 中国户外消费处于高速增长期。在2022年“双11”及2023-2024年“618”期间，电商平台户外产品销量/成交额增速亮眼。

2023年天猫618运动户外行业预售阶段表现

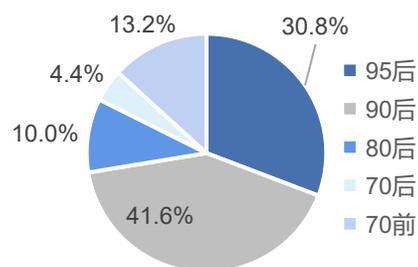


	品类	同比增长
2022年“双11” 天猫平台首小时销量	露营装备	+115%
	骑行装备	+89.7%
	登山装备	+81.2%
2022年双“11”京东尾 款支付开启10分钟成交额	斐乐、始祖鸟等 超1500个运动户外品牌	+100%
2024年“618” 京东成交额	徒步鞋、冲锋衣裤、电动滑板、 瑜伽等超70个运动户外品类	超100%

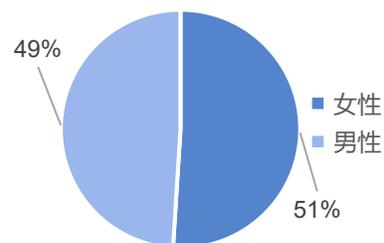
我国户外消费者画像：高线城市青中年人为主，下沉市场挖掘空间依然存在

➤ 性别分布均匀，以一二线城市90后为主。我国运动户外消费者性别分布较为平均，男、女消费者占比均约为一半。据观研报告网数据，年龄方面，90后为主要户外消费群体，占比41.6%，其次是95后，占比30.8%。以一、二线城市为代表的高线城市消费者是运动户外产业的主要消费群体，其以占34%的总人数比贡献了总销售额的41%。整体来看，高线城市消费群体的销售额增速强劲，高于运动户外整体增速。对于运动户外产业而言，消费者下沉市场的挖掘空间依然存在。

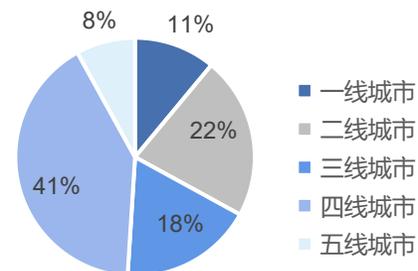
我国户外消费者年龄分布情况 (%)



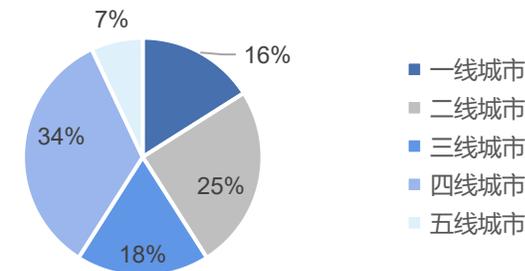
我国户外消费者性别分布情况 (%)



我国户外消费者人数地域分布情况 (%)



我国户外消费者销售额地域分布情况 (%)



左一饼图数据来自观研报告网2022年发布的《中国户外运动行业发展现状调研与投资趋势预测报告（2022-2029年）》，其余饼图数据来自科尼尔和天猫2022年发布的《打造全新“看”“玩”“买”的消费者旅程——户外运动私域洞察》。

## 2.5 中国户外格局：本土品牌快速增长，海外品牌垄断高端市场

我国户外行业竞争格局：海外品牌垄断高端市场，本土品牌主要面向大众市场

	品牌	创立国家	2024年5月中国门店人均消费(元)	截至2024年5月中国门店数(个)
高端市场 (国外品牌)	始祖鸟	加拿大	4905	132
	攀山鼠	瑞士	/	21 (含7家三夫户外店中店)
	巴塔哥尼亚	美国	2031	7
	猛犸象	瑞士	2677	19
中高端市场 (国外为主, 国内为辅)	哥伦比亚	美国	1437	240
	狼爪	德国	1295	72
	北面	美国	2240	340
	凯乐石	中国	2422	224
	诺诗兰	奥地利	/	40
大众市场 (国内品牌为主)	探路者	中国	658	323
	迪卡侬	法国	358	204
	日高	中国	/	3
	牧高笛	中国	/	35
	思凯乐	中国	503	22
	骆驼	中国	373	574

本土品牌快速增长，2022年品牌数超500家

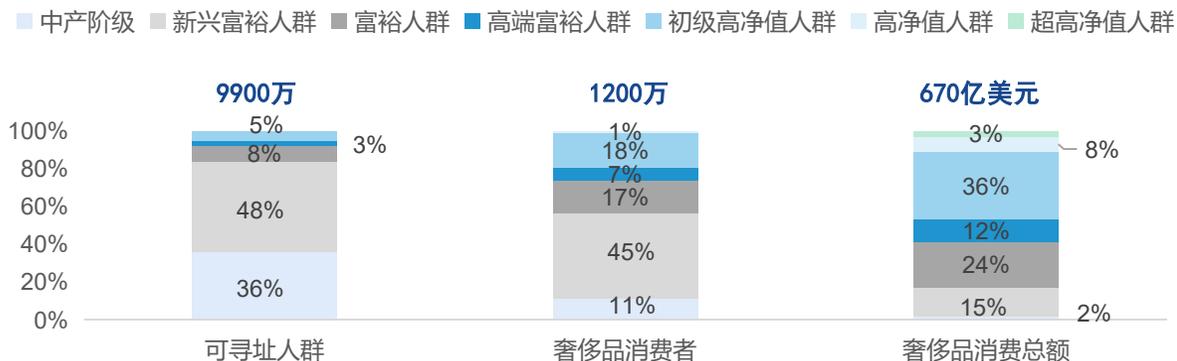
2018-2022年国内户外用品品牌数量



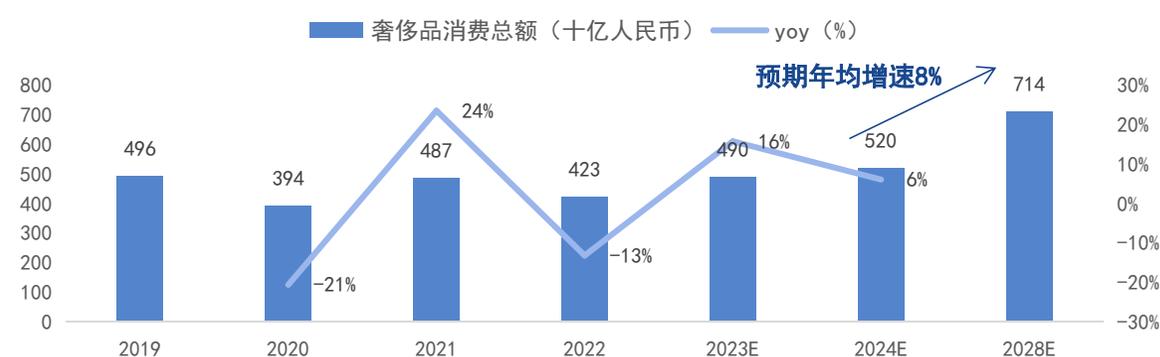
- 户外用品赛道飞速发展，国产品牌纷纷入局。随着户外运动用品市场的快速发展，除了专业户外运动用品品牌，我国许多企业开始跨界入局户外赛道。比如2023年以户外防晒品牌起家的蕉下以及专注羽绒服领域的波司登都在布局冲锋衣市场。截至2022年，我国户外用品品牌达501个，国外品牌449个。
- 目前我国户外运动用品市场品牌正逐步从“量”到“质”阶段过渡、从粗放运营到集约运营过渡。预计随着户外运动用品行业不断发展，行业集中度将逐步提高，优势品牌及企业将占据市场主导地位。
- 我国户外中高端市场以海外品牌为主，本土品牌主要面向大众市场。目前高端市场主要是始祖鸟、土拨鼠、山浩、猛犸象等国外品牌，而本土品牌凯乐石、探路者、牧高笛、思凯乐、骆驼则主要集中在中端和大众市场。

## 2.6 中国奢侈品市场：始祖鸟渗透率约为14.2%-20.9%

2023年中国奢侈品消费者和奢侈品消费总额



2019-2024E及2028E中国奢侈品年消费总额及同比增速



- 我国奢侈品渗透率约为12%。2023年，我国中产阶级及以上可寻址人群共9900万，其中奢侈品消费者1200万，即奢侈品在中产阶级及以上人群中渗透率为12%。
- 始祖鸟中国会员数量5年增长超100倍：2018年，始祖鸟在中国拥有1.4万名会员。截至2023年9月底，始祖鸟会员数量已超过170万。根据Amer Sports 招股书，会员数量高增速主要得益于始祖鸟能够利用微信等工具，来加速会员注册。
- 始祖鸟购买者在我国奢侈品消费者中的渗透率约为14.2%-20.9%。考虑到始祖鸟独特的“运奢”属性，我们假设其消费人群与奢侈品消费人群画像重叠。将截至2023年9月其中国会员数与2023年我国奢侈品消费者数量进行比较，得占比约为14.2%；将截至2024年8月6日始祖鸟天猫官方旗舰店会员数与2023年我国奢侈品消费者数量进行比较，得占比20.9%；说明该品牌在目标人群中渗透率仍较低，未来仍有较大市场空间。

	资产/收入 (美元)	2018-2021人数CAGR	2023-2028预期人数CAGR	奢侈品渗透率 (%)	奢侈品年人均花费 (千元人民币)
超高净值人群	金融资产大于5000万	6%	6%	74%	876
高净值人群	金融资产500万-5000万	6%	6%	64%	464
初级高净值人群	金融资产50-500万	8%	5%	51%	77
高端富裕人群	年可支配收入7.5-12.5万	9%	4%	30%	66
富裕人群	年可支配收入5-7.5万	22%	6%	28%	53
新兴富裕人群	年可支配收入3-5万	18%	6%	12%	12
中产阶级	年可支配收入2-3万	15%	8%	4%	8

# 2.7 男性“悦己”消费：年轻化趋势明显，奢侈品消费意识觉醒

- **男性消费意愿不断提升**：根据QuestMobile发布的《2024男性消费洞察报告》，2024年4月男性用户线上消费能力集中在1000-1999元，线上中高消费意愿比例提升至73.8%，凸显出其坚实的消费基础与不断提升的消费意愿。
- **男性消费年轻化趋势明显**：根据天猫2023年双11数据，男性用户销售额最高的品类分别是电竞、骑行和乐高，销售额增幅最快的品类分别是公路自行车、电竞产品和冲锋衣，同比分别+305%/+114%/+90%。男性美容类消费也逐渐崛起，截至2023年11月7日一周天猫男士洁面乳/香水/素颜霜的日均搜索量同比分别+128%/+87%/+38%。



## 男性消费“新三宝”

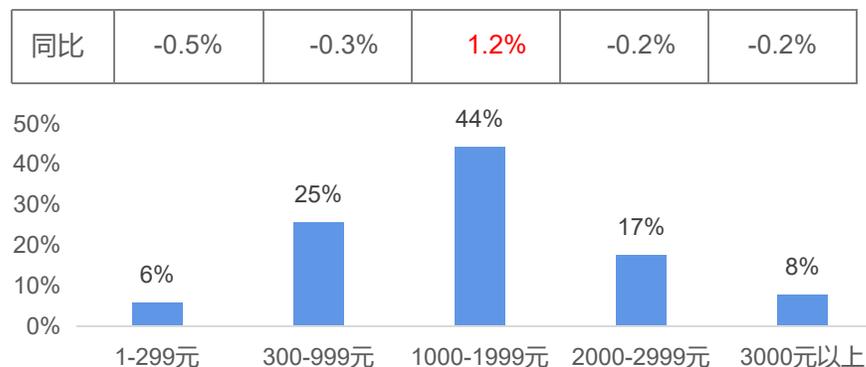
- 1.公路自行车 销售额增幅 **305%**
- 2.电竞产品 销售额增幅 **114%**
- 3.冲锋衣 销售额增幅 **90%**

双11男人的“私房钱”都花哪儿了

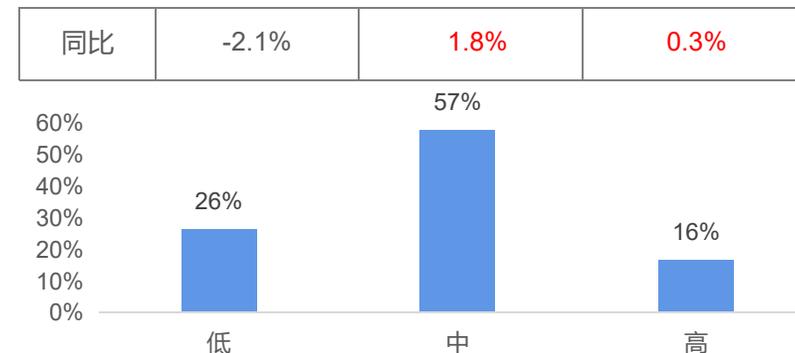


统计时间：10月31日-11月5日  
榜单综合购买人数、成交增速等指标

2024年4月男性线上消费能力分布 (%)



2024年4月男性线上消费意愿分布 (%)

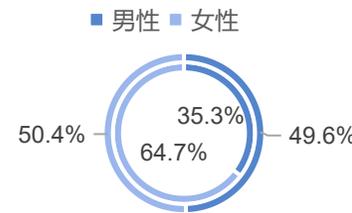


- **男性奢侈品关注意识觉醒，鞋服品类存在大量潜在用户**。根据2023年2月普华永道《中国内地及香港地区奢侈品市场洞察》报告，95后男性消费者群体在奢侈品鞋服上展现出亮眼的消费能力，成为奢侈品市场新增长极。据群邑&百度《中国奢侈品行业营销白皮书》数据，男性奢侈品鞋服消费需求增速远高于消费增速，说明尚有大量潜在用户转化空间。

2021年中国男性奢侈品消费和需求增速 (%)

	需求增速 (%)	消费增速 (%)
成衣	约60%	约10%
鞋履	约50%	约25%
包袋	10-20%	25-30%
配饰	0-10%	30-40%

Burberry精品店微信小程序用户性别分布 (%)



纪梵希精品店微信小程序用户性别分布 (%)



注：内圈为2021年3月数据，外圈为2022年3月数据。

### 三、中国市场布局完善，发力女装/鞋类赛道

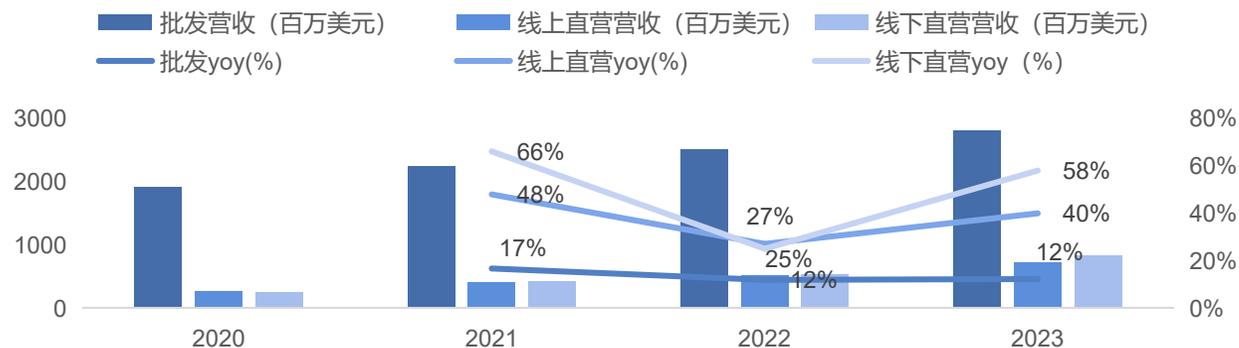
### 三、中国市场布局完善，发力女装/鞋类赛道

- 3.1 直营渠道建设：线下直营增速领跑，中国增长空间大
- 3.2 始祖鸟中国门店：一线城市门店集中，2022年门店数显著下降
- 3.3 定位高端品牌：打造“运奢”概念，瞄准核心商圈
- 3.4 重视技术研发：创新推动产品演变，保持专业内核
- 3.5 扩宽产品矩阵：打造高端商务支线，发展女装和鞋类产品
- 3.6 营销策略：社媒营销推升热度，冬奥/联名助力品牌大众化
- 3.7 社群营销：因地制宜，专业培训助力会员黏性提升
- 3.8 Salomon：2023年鞋类市占率提升，冬季运动装备市占率3.3%
- 3.9 主要消费人群：男性为主，各品牌主要市场不同
- 3.10 始祖鸟/猛犸象/巴塔哥尼亚：标杆面料各不相同，国内外热度差异大
- 3.11 Salomon/ Wilson：相比竞对均价较低，国内线上销量领先
- 3.12 始祖鸟国际扩张步伐艰难：中国策略不适用于海外
- 3.13 Salomon单店模型：投资回报周期约1.11年

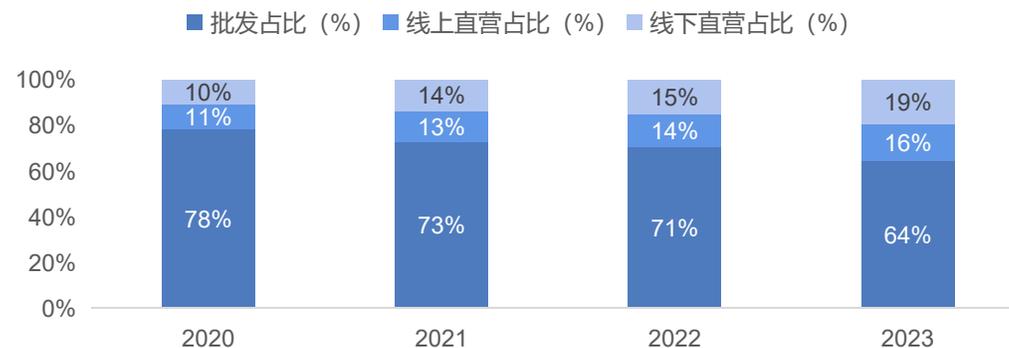
# 3.1 直营渠道建设：线下直营增速领跑，中国增长空间大

线下直营渠道占比提升，增速领跑，带动整体收入增长

2020-2023年公司各渠道营收及yoy

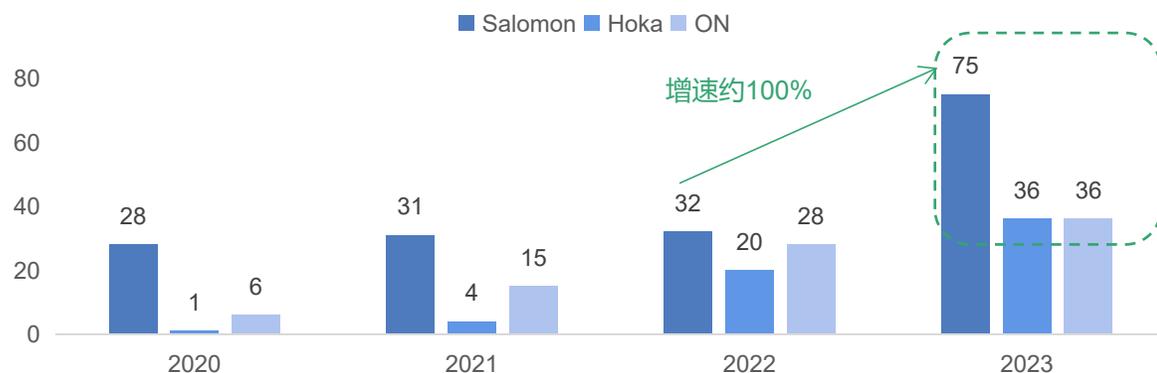


2020-2023年公司各渠道营收占比

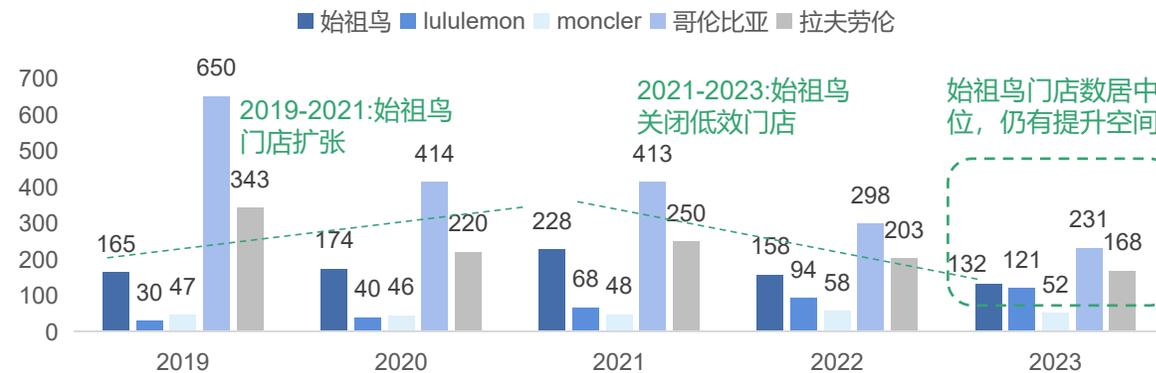


➤ Salomon 2023年中国门店数75家，约为HOKA和ON的两倍。始祖鸟2020年提出“收缩性增长”策略，关闭多家年销售额低于千万的门店，截至2023年其中国门店数132家，明显少于拉夫劳伦168家以及哥伦比亚231家。考虑到Salomon和始祖鸟中国区门店坪效领先于相似定位品牌，我们预计未来公司将在保证店效基础上重新在中国区进行门店扩张，提升线下直营占比。

2020-2023年各跑鞋品牌门店数 (家)



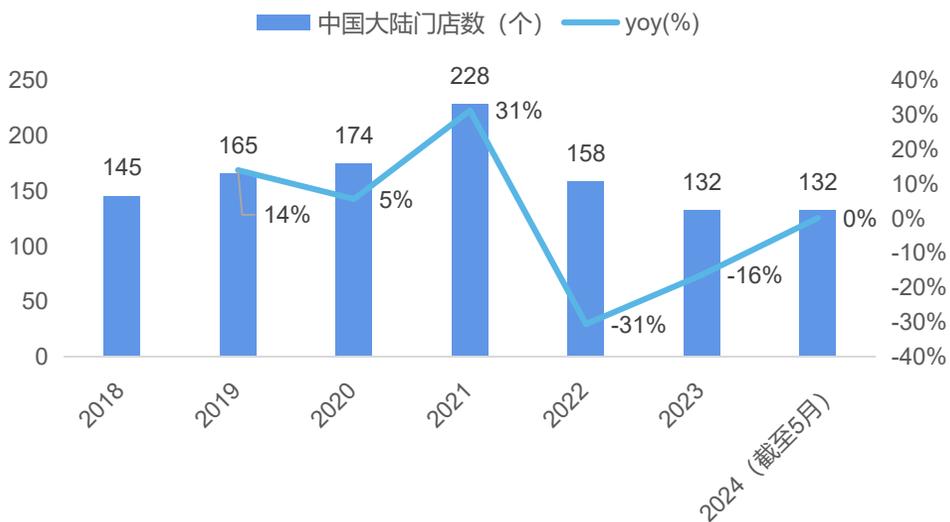
2019-2023年各服装品牌门店数 (家)



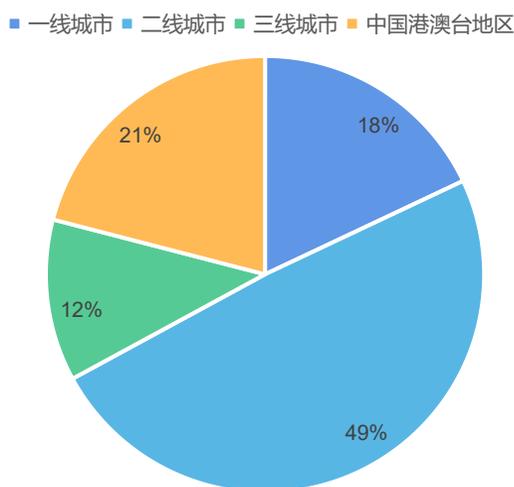
## 3.2 始祖鸟中国门店：一线城市门店集中，2022年门店数显著下降

- 截至2024年5月，久谦中台显示中国大陆共132家始祖鸟门店，品牌官网显示中国港澳台地区共有35家门店，即大中华区共167家，其中二线城市门店占比49%，中国港澳台地区占比21%，一线城市占比18%。
- 根据公司2023年年度报告，始祖鸟在大中华区（包含中国大陆和中国港澳台地区）有64家直营零售门店，包括21家奥莱工厂店，按照大中华区共167家门店计算，始祖鸟直营店门店占比约为38%，经销门店占比约为62%。
- 2022年以前始祖鸟在中国快速扩张，后根据中国市场“收缩性增长”策略，关掉部分低于千万销售额的门店，门店数量连续两年（2022年和2023年）下降。
- Amer Sports在2023年财报会议上提到，始祖鸟在每个地区都有很大发展空间，2024年将开设比以往任何一年都多的大型专卖店，因此我们预计未来直营门店占比会进一步提升。

2018-2024年5月中国大陆门店数（个）及yoy（%）



截至2024年5月我国不同城市级别门店占比（%）



省份/直辖市	2024年5月在营门店数(个)
北京	14
江苏	12
辽宁	12
上海	10
浙江	8
吉林	7
山东	7
广东	6
陕西	6
黑龙江	6
四川	5
河北	5
湖北	5
山西	4
云南	3
天津	3
河南	3
海南	3
甘肃	2
西藏	2
重庆	2
内蒙古/宁夏/安徽/广西/新疆/湖南/贵州	各1家
<b>中国大陆 (合计)</b>	<b>132</b>
香港	7
澳门	1
台湾	27
<b>中国港澳台地区 (合计)</b>	<b>35</b>

### 3.3 定位高端品牌：打造“运奢”概念，瞄准核心商圈

始祖鸟中国区主要门店：定位核心商圈奢侈品店周边，大店为主，注重提升门店体验

地点	中国重点门店	特点	面积
上海	始祖鸟阿尔法中心Arc' teryx Alpha Center (简称AAC旗舰店)	40%空间为体验/互动/展示区	736㎡
	德丰广场始祖鸟博物馆	始祖鸟全球最大原生态体验旗舰店	2400㎡
	奕欧来奥特莱斯店	精品奥莱形象店	400㎡左右
北京	王府井始祖鸟店	配有亚洲首家“重生工坊”，分享产品养护知识	288㎡
	国贸始祖鸟店	始祖鸟之家概念店	600㎡
沈阳	始祖鸟阿尔法旗舰店AAFS	定位“鸟粉社区”，开设山地课堂	500㎡+

淘汰经销商  
提升门店体验

- **整合经销渠道，提升自营比例。**一大批加盟商和经销商被淘汰，包括最重要的三夫户外。
- **收回部分经营权，统一库存管理：**2020年，始祖鸟收回了所有奥莱店铺和线上店铺的经营权，并统一了所有的库存配置。
- **实行“收缩性增长”：**关闭年销售额低于千万的门店，新店铺围绕3个关键词：**Bigger (更大面积)**、**Better (更好形象)**、**Lower (更低楼层)**。

定位“运奢”

- **安踏提出“运奢”概念：**开始以奢侈品思维运作始祖鸟，将门店开到奢侈品附近，售后服务也对标奢侈品。

Salomon和Wilson：中国直营布局较晚，瞄准高端商圈，面积相对始祖鸟门店略小

- **Salomon和Wilson直营门店布局较晚，未来发展空间大。**Salomon中国区主要直营门店均于2022年开店，Wilson在2023年才在静安嘉里中心开出上海首店。

时间	Wilson中国重点门店	面积
2023	首家上海零售店（上海静安嘉里中心）	200㎡左右

时间	Salomon中国重点门店	面积
2022	首家新概念零售店（上海静安嘉里中心）	/
2022	先锋概念店（北京三里屯太古里）	120㎡
2022	全球首家滑雪加越野跑旗舰店（成都太古里）	/

# 3.4 重视技术研发：创新推动产品演变，保持专业内核

始祖鸟：以Alpha SV为例，不断改进和创新技术使其始终处于行业领先地位



- 1. 6mm微接缝技术：**  
精密的接缝工艺提升透气性，降低衣物重量和僵硬感
- StormHood风帽：**  
可以锁定从而让头部转动时不遮挡视线，压胶帽檐能够抵御形变
- RS拉链头：**  
不需拉链仓即可完全密合，具备良好防水性能
- WATERTIGHT拉链：**  
将拉链由内向外翻转，将更紧密的内侧表面暴露于外侧，再以特殊涂层打造拒水屏障，有效阻止水分渗入
- GORE-TEX N100-PX面料：**  
透气防水面料；始祖鸟团队对GORE-TEX面料提出改进建议，促进解决产品在低温环境下的问题；并凭借专业方案成为第一个没有服饰生产记录但拿到GORE-TEX授权的户外品牌



## Gore-Tex是什么？

- Gore-Tex是一种薄膜技术，防风防水同时保持高透气性。与GORE-TEX同名的品牌，属于美国戈尔公司。
- GORE-TEX目前采用授权制的合作方式——即授权品牌可在授权期内使用面料，终端产品通过实验室检测后方能拿到GORE-TEX吊牌，然后上市销售。

Salomon：多项创新技术助力产品发展，奠定跑鞋行业地位



**Sensifit贴合技术**  
实现从鞋底到鞋带的全方位支撑，提供舒适贴合感



**Contagrip外底**  
利用不同橡胶混合物和凸纹组合，为不同地形提供高牵引力和抓地力



**Quicklace鞋带**  
拉一下即可轻松调整合脚度，在耐用性和可修复性方面保持行业领先水平



**Extended Range**  
优化中胎结构兼顾重量和平衡感，利于远距离投篮



**Blade球拍**  
出色的手感和控制力，高稳定性，增强与球的链接



**Limitless迷你裙**  
速干、透气的防异味面料，带有内衬短裤，含多个储物口袋

Wilson：2023年Wilson推出的创新产品占收入15%

# 3.5 扩宽产品矩阵：打造高端商务支线，发展女装和鞋类产品

始祖鸟旗下高端商务线Veilance：严控质量，定价高于始祖鸟

- Veilance是Arc' Teryx成立于2009年的高端商务支线，于2009年正式面世，主要面向都市精英人群。Veilance虽然采用了户外同款的高性能面料，但更聚焦都市穿着场景，在裁剪上也更简洁、流畅，且更具设计感。
- Veilance产品平均定价约为始祖鸟2-3倍。根据品牌美国官网数据，始祖鸟基础款T恤价格60美元，Veilance基础款T恤定价150美元，为始祖鸟2.5倍。始祖鸟最贵的产品为羽绒派克服，价格950美元；Veilance最贵的产品为羽绒派克大衣，价格2200美元。

始祖鸟官网最高和最低价格服装

Veilance官网最高和最低价格服装



**ARC'WORD LOGO SHIRT SS MEN'S**  
Soft, breathable tee made from premium cotton

\$60.00



**THERME SV PARKA MEN'S**  
The warmest, longest GORE-TEX Therme

\$950.00



**VEILANCE FRAME SHIRT SS MEN'S**  
Essential Merino wool-blend tee

\$150.00



**VEILANCE SORIN DOWN PARKA MEN'S**  
Exceptionally warm GORE-TEX down parka

\$2,200.00

发力女性市场：品牌CEO披露截至2024Q1女装营收占比20%，预计未来超40%

2020年9月

始祖鸟官宣全球首位代言人刘雯。此后，始祖鸟开始逐步调整产品策略，拓展女性产品线。



2021年8月

正式推出「System\_A」系列，面向Z世代群体，强调「弱化传统性别」，旨在推出兼具专业功能性和时尚感的户外服饰。



Veilance将女装单独拆分出来，正式发布「Veilance Women」系列，在原有技术上加入更多女性化元素。



发起「她主场」的山地课堂活动，邀请10位女性前往西藏攀登骆驼峰。随后在公众号记录其登顶历程，并以此作为切入点展现女性群像。

2021年5月

2022年3月

2024年3月始祖鸟发布第一款自主设计鞋类产品，鞋履产品渗透率从6%增至10%

始祖鸟首次推出鞋类产品

在俄勒冈州波特兰市开设鞋类设计中心，专注于鞋款的创新研究和产品工艺

推出首个自主设计与创造的鞋履系列

2015年

2022年

2024年

- 2024年3月推出的自主设计鞋履系列以山地运动为主轴。其推出意味着始祖鸟将持续扩展专业制造鞋类产品专家团队，开启始祖鸟鞋履领域全新里程碑。



Vertex Alpine



Sylan 越野跑鞋



Kragg

# 3.6 营销策略：社媒营销推升热度，冬奥/联名助力品牌大众化

2020-2023年公司销售推广费用及其占比



2022年始祖母在各国内平台热度和销量均显著增长

平台	相关数据
小红书	始祖鸟相关笔记发布量同比+1247%，搜索量同比+742%
天猫	“双11”始祖鸟MACAI硬壳羽绒服在第一阶段即刻售罄
京东	“双11”期间始祖鸟预售订单额同比增长长达100%
红布林	“双11”始祖鸟搜索量上涨198%

## 目标为百年历史品牌，早期拒绝进入潮流服饰界

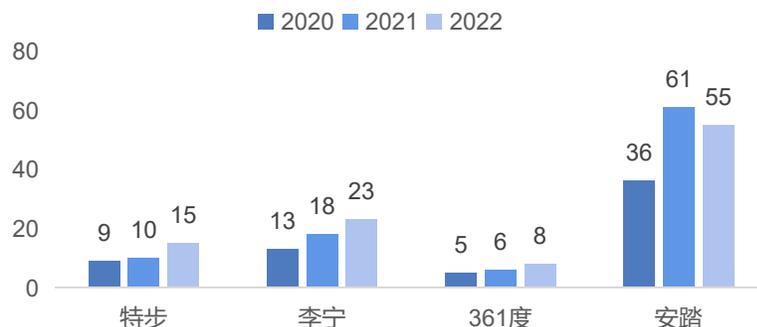
- **奢侈品牌及潮牌频伸橄榄枝：**2020年年初LV品牌创意总监Virgil Abloh身穿始祖鸟Alpha SV冲锋衣走LV大秀，并在其自创潮牌Off-White展上展示数款Alpha SV拼接礼服。
- **始祖鸟合作态度消极：**始祖鸟总部对此回应“Abloh的使用未经许可”，因为其目标是成为经典品牌并为专业人群提供产品，与潮流服饰理念背道而驰。



## 新管理层运动品牌从业经验丰富，安踏营销态度积极

- **安踏重视营销：**2019年安踏所在投资者财团完成对Amer收购。安踏注重营销投入，**广宣费用领先于众多头部运动品牌**，费用率约为10%。
- **新任CEO为Lululemon前CEO：**2021年初始祖鸟总部管理层放开招聘，新任CEO Stuart C. Haselden曾任Lululemon CEO；新任营销副总裁曾在Adidas任职超12年。

2020-2022部分头部运动品牌广宣支出 (亿元人民币)



## 社媒营销推动热度高增，冬奥会/多样化联名助力“鸟学”大众化

- **社媒营销：**2021年5月，TikTok“始祖鸟淋浴挑战”引发模仿热潮。2022年小红书“晒鸟”风靡，始祖鸟相关笔记发布量同比+1247%，搜索量同比+742%。
- **潮流品牌联名：**与日本潮流品牌BEAMS、英国滑板品牌Palace、德国时尚品牌ILSANDER、英国设计师品牌Greater Goods等推出联名系列，**将专业户外与街头潮流进一步融合。**
- **艺术联名：**发起“Artist Series 社区活动”，筛选艺术家和机构，并与他们推出客制联名。
- **电影联名：**2023年4月26日，始祖鸟与法国艺术家Ivan Le Pays合作，**上线实验电影《A Line Alone》。**
- **赞助冬奥：**2022年安踏成为北京冬奥会官方合作伙伴中唯一的运动服饰品牌，再次推动始祖鸟热度高增，逐步渗透体制内人群。

# 3.7 社群营销：因地制宜，专业培训助力会员黏性提升

## 运动员项目 Arc' teryx athlete program

- 始祖鸟已经邀请80位顶级运动员加入其运动员项目。其运动员和大使团队致力于一系列山地活动，包括攀岩、登山、越野跑、滑雪。
- 运动员参与产品设计并帮助进行产品户外测验，始祖鸟为运动员拍摄纪录片、发布博文，利用品牌的影响力提高运动员知名度。通过与运动员的合作，始祖鸟正在全世界推广攀岩等山地运动的普及教育。



攀冰世界冠军、“冰雪女王” Ines Papert

## 中国：户外运动渗透率较低，特别打造以入门内容为主的山地课堂

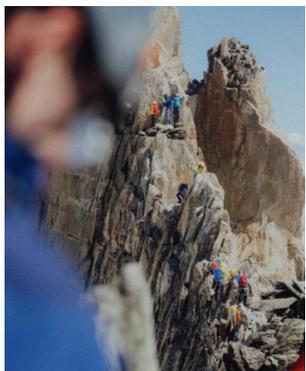
### 中国会员等级与对应权益：ALPHA会员可受邀参加始祖鸟学院

等级	一年内累计消费	获取最新产品及活动信息	售后维修清洗	积分商城专属兑换	社区活动	定制生日礼品	VIP专属活动	会员专属品购买资格	全球邀请活动
ALPHA	100000元	√	√	√	√	√	√	√	√
BETA	30000元	√	√	√	√	√	√		
GAMMA	6000元	√	√	√	√	√			
ZETA	任意	√	√	√	√				

## 西方国家：始祖鸟学院——推广攀岩等山地活动

- 始祖鸟学院为全球范围内的户外爱好者们，提供涉及登山、徒步、滑雪、攀岩等多领域、分级别的课程教学，属于户外界年度盛事。学院由最顶尖的全球运动员来授课或与当地专业的户外向导合作，每年开放注册后数百个名额都会被一抢而空。

霞慕尼高山学院



斯阔米什攀岩学院



始祖鸟滑雪学院



- 2019年，始祖鸟在中国市场引入“山地课堂”。以普及户外知识的线上课为主，并请专业向导带领用户开展户外活动。在始祖鸟阿尔法中心，每周都会有专业户外人士前来与品牌会员交流。课堂内容在始祖鸟天猫旗舰店直播。
- 设立远离城市“目的地”门店，打造探险者专属营地。据华丽志2021年11月报道，始祖鸟50%以上消费者在户外运动目的地，因此品牌方在松赞香格里拉、北大湖滑雪圣地等地开设门店。为了匹配始祖鸟“高端户外”定位，这些门店配有行程规划、装备租赁、产品关怀等一系列服务，提高用户体验感。



上图为始祖鸟香格里拉“山地课堂门店”

# 3.8 Salomon：2023年鞋类市占率提升，冬季运动装备市占率3.3%

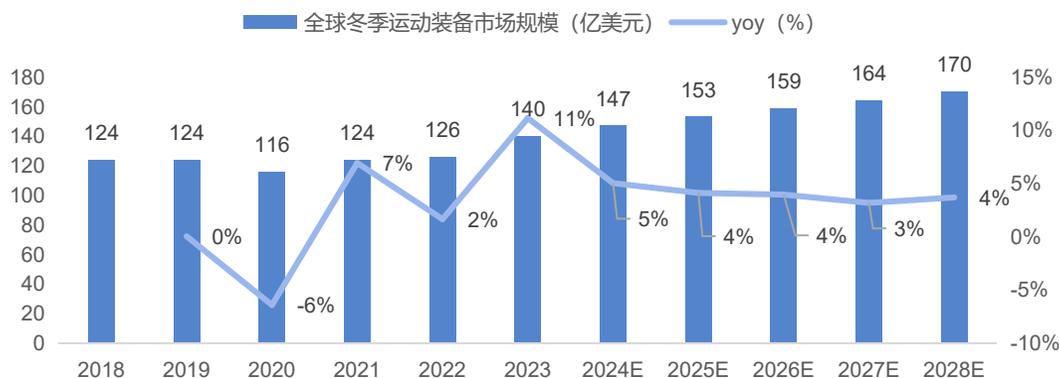
- **滑雪产品起家，向鞋类发展：**萨洛蒙于1947年创建于法国，最早生产金属滑雪板边，并将业务扩展到可释放滑雪板固定器，推出改变行业的后入式滑雪靴和单板滑雪板。该品牌在冬季运动领域的领先地位有助于推动其向包括鞋类和服装在内的多样化运动和产品组合发展。
- **美国排名第二的户外鞋类品牌：**Salomon营收主要来自欧洲市场，其在美国也具有较高市场份额。根据Circana/Retail Tracking Service的数据，截至2023年9月30日的九个月内，按美元销售额计算，萨洛蒙是美国排名第二的户外鞋类品牌。
- **2023年鞋类销量约322万双：**若按照均价265美元/双计算，2022年Salomon营收10.74亿美元，鞋类营收超6.44亿美元，年均销量约233万双；2023年品牌营收13.12亿美元，鞋类营收超8.53亿美元，年均销量约322万双。

2022-2023年各类别占Salomon营收比重 (%)

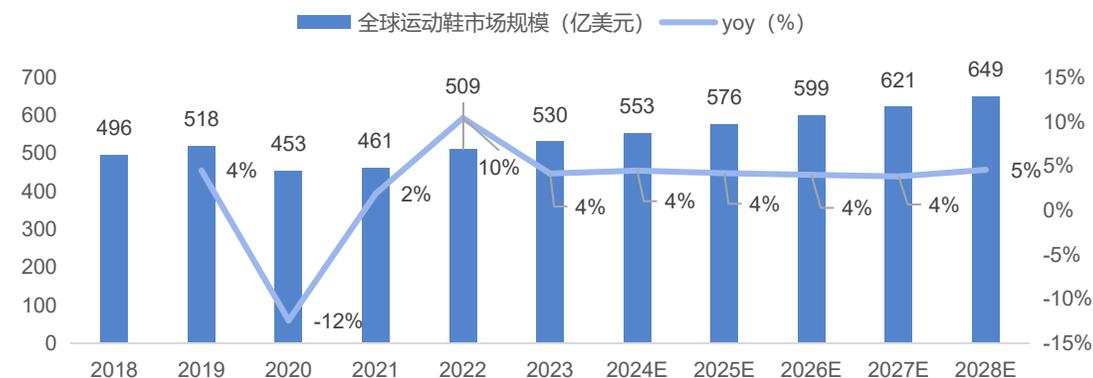


	2022营收 (亿美元)	2022市占率 (%)	2023营收 (亿美元)	2023市占率 (%)
鞋类	6.44	1.3%	8.53	1.6%
冬季运动装备	4.30	3.4%	4.59	3.3%

2018-2028E全球冬季运动装备市场规模及yoy



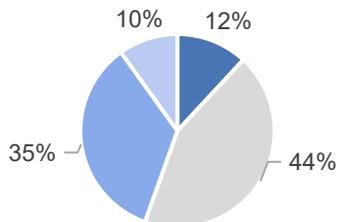
2018-2028E全球运动鞋市场规模及yoy



# 3.9 主要消费人群：男性为主，各品牌主要市场不同

始祖鸟2023年营收地区分布 (%)

■ EMEA ■ 大中华区 ■ 美洲 ■ 亚太 (不包含大中华区)



始祖鸟：亚太为主，成功破圈

资深户外爱好者

户外潮流  
圈层营销

以往较高收入金领人群

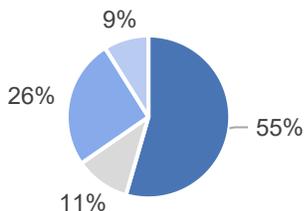
公务员/商务人士

追求潮流年轻人

收入可观中老年人群

Salomon 2023年营收地区分布 (%)

■ EMEA ■ 大中华区 ■ 美洲 ■ 亚太 (不包含大中华区)

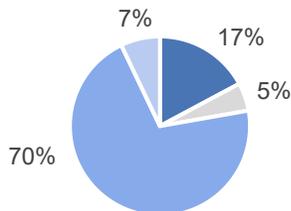


Salomon：EMEA地区为主要营收来源

- **滑雪和户外运动爱好者**：Salomon最初以滑雪产品闻名，后扩展至越野跑、徒步等山地运动装备，拥有多项专利。
- **潮流/时尚人士**：联名和明星带货为产品增加潮流属性，歌手蕾哈娜在2023年超级碗穿着Salomon使其在美国搜索引擎上搜索量飙涨800%。

Wilson 2023年营收地区分布 (%)

■ EMEA ■ 大中华区 ■ 美洲 ■ 亚太 (不包含大中华区)



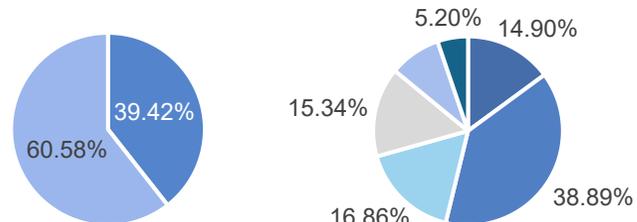
Wilson：2023年美洲营收占70%

- **球类运动爱好者**：Wilson是全球三大网球设备制造商之一，还拥有高尔夫、篮球、壁球和羽毛球等产品线。
- **追赶潮流的年轻人**：2018年开始Wilson在时尚生活领域持续投入，通过前卫设计和潮牌联名得到年轻消费市场的关注。

均以青中年男性为主要消费者

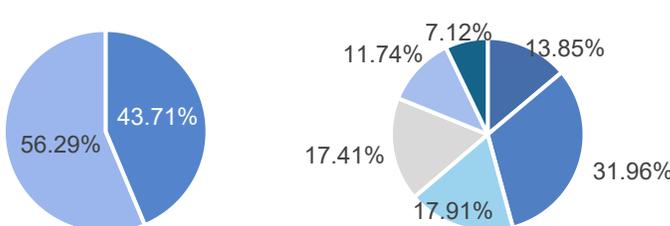
2024/6 始祖鸟官网网站流量分布 (%) :

■ 女性 ■ 男性 ■ 18-24 ■ 25-34 ■ 35-44 ■ 45-54 ■ 55-64 ■ 65+



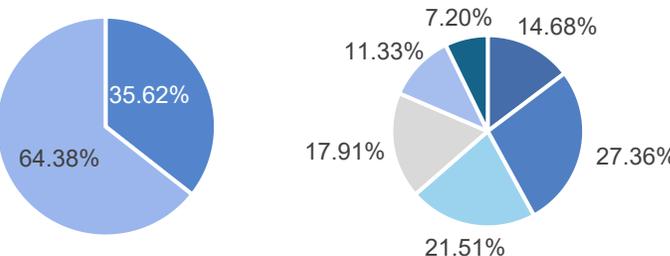
2024/6 Salomon官网网站流量分布 (%)

■ 女性 ■ 男性 ■ 18-24 ■ 25-34 ■ 35-44 ■ 45-54 ■ 55-64 ■ 65+



2024/6 Wilson官网网站流量分布 (%)

■ 女性 ■ 男性 ■ 18-24 ■ 25-34 ■ 35-44 ■ 45-54 ■ 55-64 ■ 65+



### 3.10 始祖鸟/猛犸象/巴塔哥尼亚：标杆面料各不相同，国内外热度差异大

猛犸象历史悠久但规模最小，始祖鸟价格高，标杆产品面料不同

品牌	创建时间	收入体量	标杆产品	标杆产品价格
始祖鸟	1989	9.5亿美元（2022年）	BETA AR硬壳夹克	600美元
猛犸象	1862	2.18亿瑞士法郎（2020年）	Ultimate VII软壳夹克	289美元
巴塔哥尼亚	1973	约15亿美元（2022年）	Retro-X摇粒绒夹克	229美元

中国销售情况：始祖鸟门店多，均价高，销量领先

注：门店数、年坪效、平均面积和人均消费来自久谦统计线下门店情况，2023年销量、产品均价来自久谦天猫数据，货币单位为人民币。

品牌	2023年在营门店数	2023年年坪效（元/平方米）	2023年平均面积（平方米）	2024年5月人均消费（元）	2023年销量（件）	2023年产品均价（元）
始祖鸟	132	166503	275	4,905	238703	1691
猛犸象	20	48724	174	2,677	17030	1660
巴塔哥尼亚	7	/	/	2,031	58192	993

巴塔哥尼亚Retro-X摇粒绒夹克

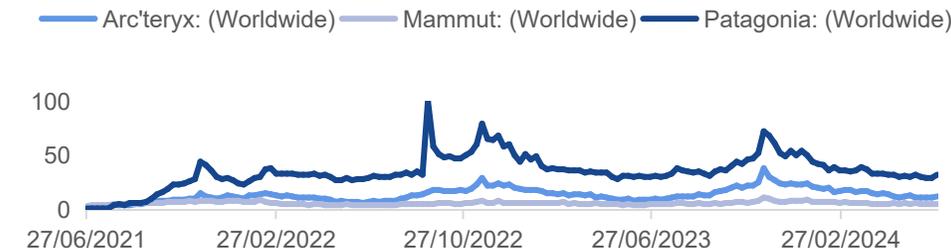
猛犸象Ultimate VII软壳夹克

始祖鸟BETA AR硬壳夹克



海外Patagonia热度最高，国内始祖鸟热度领先

2021/6-2024/6各品牌国际谷歌热度



2021/6-2024/6各品牌国内百度指数



- **猛犸象是软壳的发明者。**猛犸象的产品线全面，其中软壳衣裤最为畅销。1984年发明全球首条软壳裤，赢得了许多户外爱好者的钟爱。其中，软壳外套Ultimate是猛犸象户外服装系列的经典款，拥有众多忠实的用户。
- **巴塔哥尼亚是抓绒面料鼻祖。**1979，美国Malden Mills和巴塔哥尼亚合作开发了一款以聚酯纤维起绒后仿羊毛的纺织面料，直接开辟出了保暖面料的新生态——Fleece（抓绒/摇粒绒），后来被《时代周刊》及《福布斯》杂志誉为世上100种最佳发明之一。
- **始祖鸟硬壳产品最为畅销。**包括Alpha、Beta、Zeta三大系列。标志性特点就是其功能性的外壳能够起到应对多变极端的天气环境，经常被用于攀冰、攀岩、专业探险。

# 3.11 Salomon/ Wilson: 相比竞对均价较低, 国内线上销量领先

- **Salomon V.S. HOKA V.S. ON:** Salomon历史悠久但收入体量偏小。HOKA热度增长最快, 目前在国际和国内都是三者中热度较高品牌。在中国市场中, Salomon门店数量约为HOKA和ON的两倍; 从单店角度, HOKA门店面积最大但坪效仅为Salomon的1/4左右; 从电商角度, Salomon销量最高且均价最低。
- **Wilson V.S. HEAD V.S. Babolat:** Babolat历史悠久但热度最低。在国内市场HEAD热度领先, 主要得益于海澜之家在2021年成为HEAD SPORT GMBH服饰品类在中国大陆和港澳台地区独家授权商。目前各品牌在中国线下布局还处于早期阶段; 线上平台中, Wilson销量领先且均价最低。

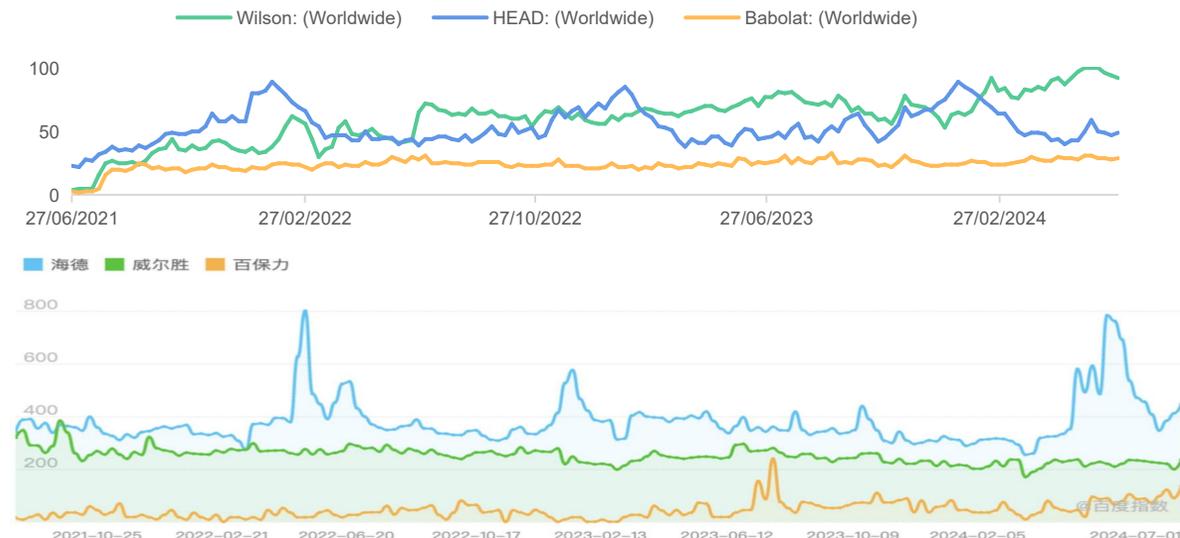
品牌	创建时间	收入体量	门店数	年坪效 (元人民币/平方米)	门店平均面积 (平方米)	线上销量 (件)	线上均价 (元人民币)
Salomon	1947年	13.12亿美元 (2023年)	76	143025	95	182480	1060
HOKA	2009年	18.07亿美元 (2024年3月期财年)	36	37183	160	124340	1156
ON	2010年	17.9亿瑞士法郎 (2023年)	36	126386	82	99530	1116
Wilson	1914年	11.08亿美元 (2023年)	55	/	/	736975	279
Head	1950年	6.16亿美元 (2020年)	90	/	/	249326	758
Babolat	1875年	1.8亿美元 (2020年)	46	/	/	56957	452

注: Salomon/ HOKA/ ON门店和线上数据为久谦中台2023年中国大陆数据, Wilson/ HEAD/ Babolat门店数为根据各品牌公众号及小程序统计的中国大陆数据, 线上数据为久谦中台2023年中国大陆数据。

2021/6-2024/6 Salomon、HOKA和ON国际谷歌热度和国内百度指数

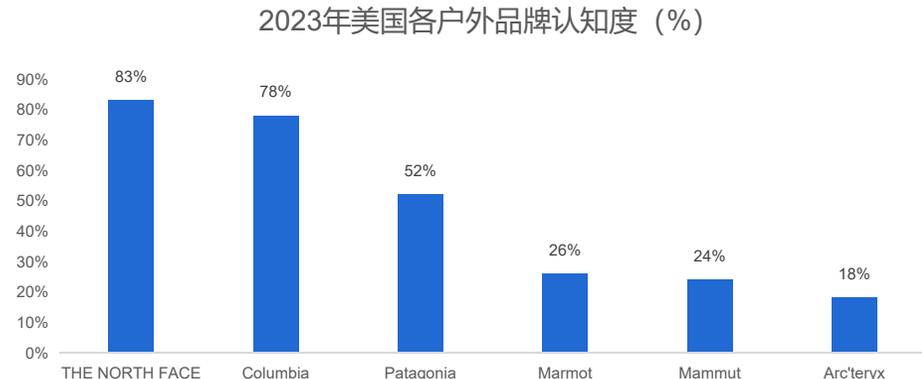
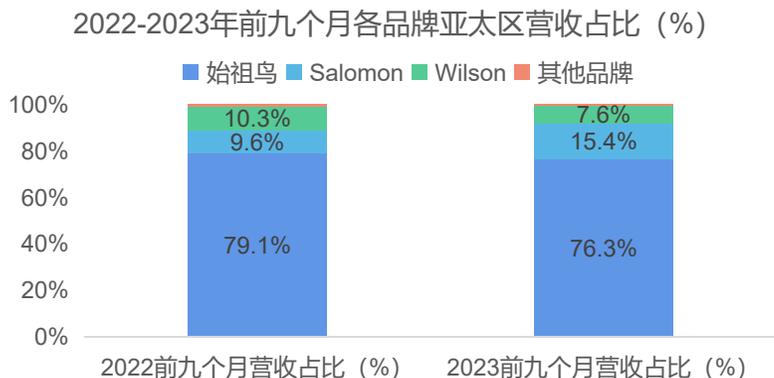
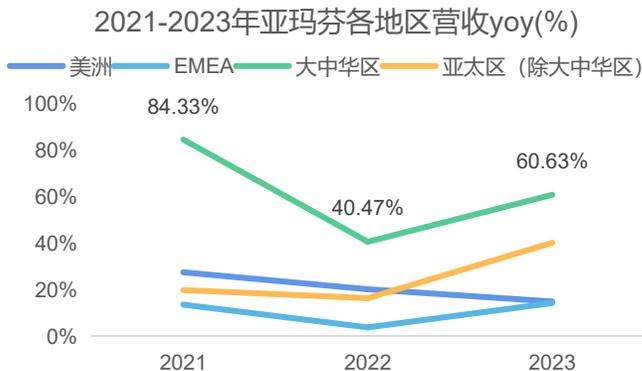


2021/6-2024/6 Wilson、HEAD和Bbolat国际谷歌热度和国内百度指数



# 3.12 始祖鸟国际扩张步伐艰难：中国策略不适用于海外

➤ **亚玛芬增长点为大中华区，始祖鸟海外认知度低：**被安踏收购后，亚玛芬业绩增长点主要集中在大中华区，2021-2023年大中华区营收增速均在40%以上，显著高于其他地区，大中华区营收主要由始祖鸟贡献。但是在海外始祖鸟却反响平平，根据Statista 2023年的统计数据，在美国始祖鸟的认知率仅为18%。



## 渠道端

➤ **海外户外品牌竞争激烈，淘汰经销商模式不适用：**2019年被安踏收购后，始祖鸟在国内陆续淘汰原有经销商，收回所有奥莱渠道和线上店铺经营权，同时加快开店速度，让品牌直接面向消费者。但在国外市场，淘汰经销商的策略并不适用。海外户外品牌竞争激烈，对经销商依赖性较强，比如北美最大运动装备零售商REI，据北京商报2024年5月报道，其所合作户外品牌高达1037个。

## 产品端

- **调整全球尺码表，增加“身材焦虑”：**2022年秋季系列开始，始祖鸟为了迎合国内市场在全球尺码中新增了XS、2XS，同时调整已有码数——如将S码的腰围从之前的28 (1/2)，改成27 (1/2)，这对身材更加高大的海外消费者而言增加了“身材焦虑”。Lululemon 2018年曾做过类似的调整，上线Asia Fit系列，但该系列仅针对亚洲用户，因此反响良好。
- **产品逐渐偏休闲化，远离海外主力消费人群：**始祖鸟为迎合哈尔滨冬天极寒天气，将多款曾专为户外而创的产品增加充绒量，虽保暖但使得产品透气性降低；始祖鸟还推出多款适合城市通勤的浅色系产品，这些产品调整使其户外特性逐渐减弱。
- **海外价格管控难度大，难以维持高端定位：**海外始祖鸟目前仍主要依赖批发渠道，面对户外品牌激烈竞争，始祖鸟价格管控难度较大。

### 3.13 Salomon单店模型：投资回报周期约1.11年

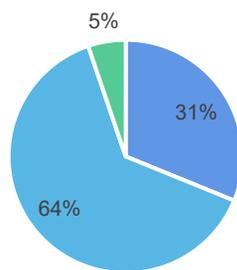
➢ 根据久谦中台2021-2023年数据，Salomon中国门店平均面积96平方米，租金145.4万元人民币/年，门店年销售额747.3万元/年。

➢ 截至2023年，Salomon在中国大陆有77家门店，二线城市门店数量最多但一线城市门店密度最大。根据Amer Sports 2023年财报，Salomon在大中华区共有47家直营门店。

➢ 我们估算Salomon在中国大陆单店前期投资约为111.8万元人民币，营业利润率约为18%，投资回报周期约为1.11年。

2023年不同城市级别门店占比 (%)

■ 一线城市 ■ 二线城市 ■ 三线城市



中国单店运营情况主要假设（参考上海市门店情况）

员工相关假设	数量	月base	年base
店长	1	15000	195000
店员	4	12000	156000
总	5	63000	819000

杂费（包装/运费/绿植等）	折旧率	活动费用	装修费用	首次囤货
4万元/年	3%	5万元/年	3000元/m <sup>2</sup>	80万元

前期杂费（开业宣传等）	用电量	电费	奖金提成比例	毛利率
3万元	150kWh/m <sup>2</sup> /年	1.8元/kWh	2%	55%

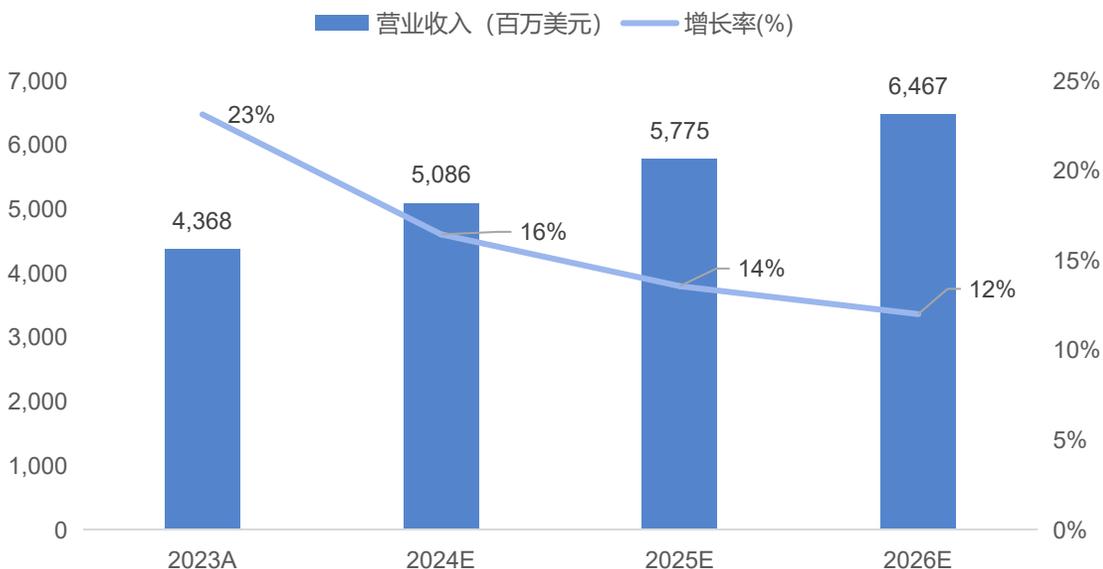
Salomon单店信息	
门店平均面积（平方米）	96
前期投资（单位：千元人民币）	
装修	288
货品	800
杂费（开业宣传等）	30
总前期投资	1118
单店模型	
单位：千元人民币	基于2021-2023年度数据测算
单店销售额	7473
销售成本	3363
毛利	4110
毛利率（%）	55.0%
租金	1454
占比（%）	19.5%
人工费用	968
占比（%）	13.0%
水电费用	26
占比（%）	0.3%
杂费（包装/运费/绿植等）	40.0
占比（%）	0.5%
折旧摊销	224
占比（%）	3.0%
活动费用	50
占比（%）	0.7%
营业利润	1347
营业利润率（%）	18.0%
投资回报周期（年）	1.11

## 四、盈利预测与投资评级

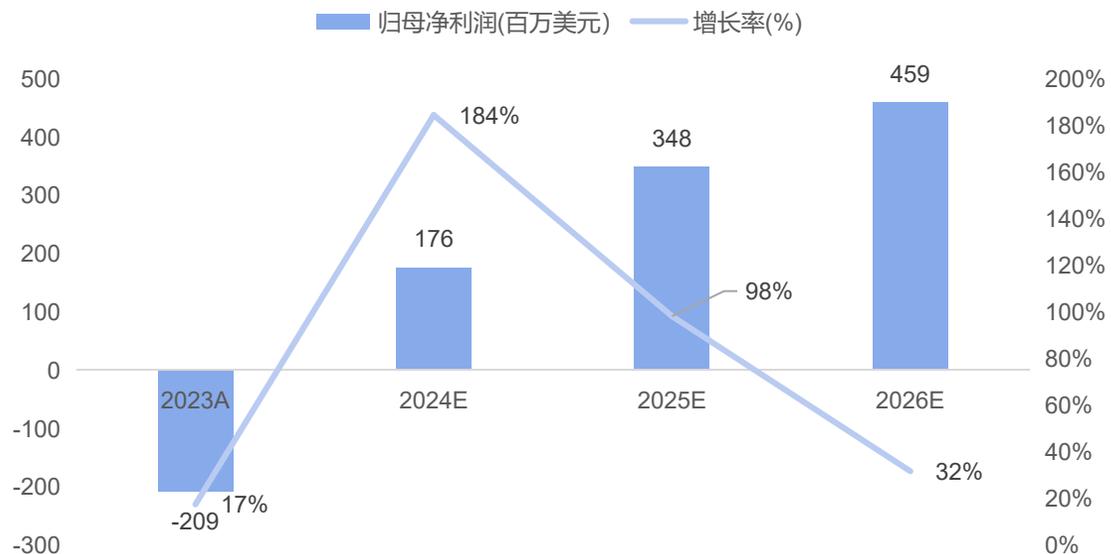
# 4.1 盈利预测与估值

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024-2026年实现收入50.86/57.75/64.67亿美元，同比+16%/+14%/+12%，归母净利润1.76/3.48/4.59亿美元，同比扭亏/+98%/+32%，2024年9月19日收盘价15.03美元，对应2024-2026年PE为42X/21X/16X。我们看好始祖鸟产品矩阵扩张，作为中国高端户外龙头维持较高增长；Salomon/Wilson尚处中国直营布局早期阶段，“网球热”助力Wilson热度高增，未来增长空间可观；高利润产品/部门快速发展有望带动公司盈利能力提升，维持“买入”评级。
- ✓ **技术服饰部门：**我们预计技术服饰部门2024-2026年营收同比+33%/+18%/+15%至21.2/25.1/28.8亿美元，其中Arc' teryx营收同比+35%/+20%/16%至19.5/23.5/27.1亿美元，Peak Performance营收同比+10%/-3%/+2%至1.64/1.60/1.63亿美元。
- ✓ **户外性能部门：**我们预计户外性能部门2024-2026年营收同比+9%/+12%/+11%至18.2/20.4/22.6亿美元，其中Salomon营收同比+13%/+12%/+11%至14.8/16.7/18.5亿美元，Atomic营收同比-3%/+6%/+7%至3.0/3.1/3.4亿美元，其他品牌营收同比-18%/+49%/+29%。
- ✓ **球类/球拍运动部门：**我们预计球类/球拍运动部门2024-2026年营收同比+4%/+7%/+8%至11.5/12.3/13.3亿美元。

2023A-2026E公司营业收入及增长率 (yoy)



2023A-2026E公司归母净利润及增长率 (yoy)



## 4.2 盈利预测表

公司： 亚玛芬体育[AS.N] 股价： 15.03美元 投资评级： 买入 日期： 20240919

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				财务指标					
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2352	3116	3424	3733	<b>营业收入</b>	4368	5086	5775	6467	<b>盈利能力</b>				
货币资金	483	1034	1099	1188	营业成本	-2092	-2327	-2618	-2888	ROE	130%	36%	55%	58%
应收账款	769	851	940	1018	毛利	2276	2759	3157	3580	毛利率	52%	54%	55%	55%
预付及其他流动资产	1100	1231	1385	1528	销售和营销费用	-1382	-1640	-1822	-2070	期间费率	45%	45%	44%	44%
<b>非流动资产</b>	6022	5947	5886	5815	其他业务及管理费用	-601	-657	-713	-789	销售净利率	-5%	3%	6%	7%
固定资产	442	656	849	1019	营业利润	294	462	622	721	<b>成长能力</b>				
无形资产净值	5336	5069	4816	4575	净财务费用	-407	-208	-160	-121	收入增长率	23%	16%	14%	12%
其他非流动资产	244	221	221	221	<b>除税前利润</b>	-105	262	469	607	利润增长率	17%	184%	98%	32%
<b>资产总计</b>	8374	9063	9309	9549	所得税	-104	-86	-121	-149	<b>营运能力</b>				
<b>流动负债</b>	1574	1712	1810	1891	<b>净利润 (含少数股东损益)</b>	-209	176	348	459	总资产周转率	0.54	0.59	0.64	0.70
应付账款	427	517	574	624	<b>归母净利润</b>	-209	176	348	459	应收账款周转率	5.44	6.37	6.54	6.70
其他	687	737	780	808	<b>现金流量表 (百万元)</b>					存货周转率	2.11	2.02	2.03	2.01
<b>非流动负债</b>	6957	6860	6860	6860	<b>经营活动现金流</b>	199	372	465	569	<b>偿债能力</b>				
<b>负债合计</b>	8531	8572	8670	8751	净利润	-209	176	348	459	资产负债率	102%	95%	93%	92%
普通股	642	17	17	17	折旧摊销	221	272	261	250	流动比	1.49	1.82	1.89	1.97
库存股	0	0	0	0	营运资金变动	0	-76	-145	-140	速动比	0.80	1.10	1.13	1.17
储备	-802	3179	3328	3486	其它	187	0	0	0	<b>每股指标与估值</b>				
<b>归属母公司股东权益</b>	-160	488	636	794	<b>投资活动现金流</b>	-155	-294	-200	-180	<b>每股指标</b>				
少数股东权益	3	3	3	3	资本支出	-136	-220	-200	-180	EPS	-0.54	0.36	0.71	0.94
<b>负债和股东权益</b>	8374	9063	9309	9549	<b>筹资活动现金流</b>	35	472	-200	-300	BVPS	/	1.00	1.31	1.63
					股本增加	0	1472	0	0	<b>估值</b>				
					<b>现金净增加额</b>	81	551	65	89	P/E	/	41.85	21.13	16.05
										P/B	/	15.09	11.57	9.26
										P/S	/	1.45	1.27	1.14

注：货币单位为“美元”。

## 五、风险提示

- 经济环境风险：全球性经济波动或者不稳定风险；
- 行业竞争风险：行业竞争加剧，竞争格局恶化风险；
- 消费者偏好风险：消费者喜好改变，产品销量不及预期风险；
- 原材料风险：原材料成本变动带来的风险；
- 市场开拓及产品推广风险：开拓新市场、新客户、推广新产品带来的不确定性风险；
- 国内国际市场、不同品牌之间不可完全对比；
- 中美股市估值体系存在差异。

## 海外消费&纺织服装小组介绍

马川琪：海外消费负责人，资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：分析师，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

刘毅：研究助理，香港中文大学硕士，西南财经大学学士，主要覆盖美股消费，全球视角。

## 分析师承诺

马川琪，廖小慧，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 海外消费&纺织服装研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号  
腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597