

可选消费

行业评级 强于大市 (维持评级)

2024年05月29日



户外行业深度： 健康与情绪价值，开启内需新篇章

证券分析师：

谢丽媛 执业证书编号：S0210524040004

- **户外发展历程，经济发展为支撑，从专业走向大众，我国户外渗透率向上空间大。**户外运动始于18世纪末的欧美，随后经济发展以及优渥的自然条件与政策支持为户外行业助力，从而促进户外运动从以科考为需求的小众运动泛化为全民可参与的社交、休闲疗愈活动方式。21年全球运动用品市场规模已经达到687亿美元。中国拥有全球最大的户外用品市场、规模达到228亿美元，其次美国户外市场规模达到181亿美元；而当前中国户外参与率仅28%，相较于欧美国家（50%以上）仍有较大提升空间。
- **细分赛道孕育结构性机会：**当前户外市场可以细分为山地户外（包括徒步、登山、露营、越野跑等）、水系户外（溯溪、桨板、潜水等）、滑雪等，参与类型众多。其中山地户外凭借较低参与门槛景气度攀升，滑雪亦在“冰雪经济”支持下取得空前增长。分赛道来看，当前海外高端品牌份额居前，但随着更多参与者入局，高性价比成为重点考量因素。在当前国内户外发展阶段，我们可以看到三大趋势：
 - 1) **“泛户外”盛行，运动服饰卡位转型：**随着户外服饰进入日常场景并衍生出时尚属性，我们看到一方面更多传统运动品牌如安踏、李宁选择增加户外品类占比，另一方面其他功能性服饰如波司登推出户外场景羽绒服。
 - 2) **政策&配套&品牌升级驱动供给侧改善，国产份额提升可期：**供给侧（政策端、配套设备、以及户外品牌升级）良性改善，叠加疫情后消费者生活模式发生变化，带动中长期户外产业发展。
 - 3) **面料工艺仍然把握户外服饰及装备的核心壁垒：**当前国产品牌逐渐开启与国际知名面料商的合作，而部分国产品牌亦加速自主面料研发来实现突围。

■ 投资建议：

考虑到我国当前户外发展仍处于渗透率较低阶段，当前衍生出泛户外生活方式，这也为传统运动服饰以及其他功能性服饰带来新的成长动能。建议关注布局高端户外品牌矩阵的**安踏体育**，延伸至户外场景打造户外羽绒爆品的**波司登**。

专业户外品牌仍具备一定的技术壁垒，建议关注国产露营龙头**牧高笛**、深耕户外服饰及装备多年的**探路者**、以及拥有X-bionic以及高端户外品牌攀山鼠的**三夫户外**。

国内户外需求端景气度提升有望带动户外产业链整体受益，建议关注功能性锦纶长丝龙头**台华新材**、拥有产业链一体化优势且新品逐渐贡献业绩的**浙江自然**、气密材料龙头**华生科技**、以及高端帐篷制造商**扬州金泉**。

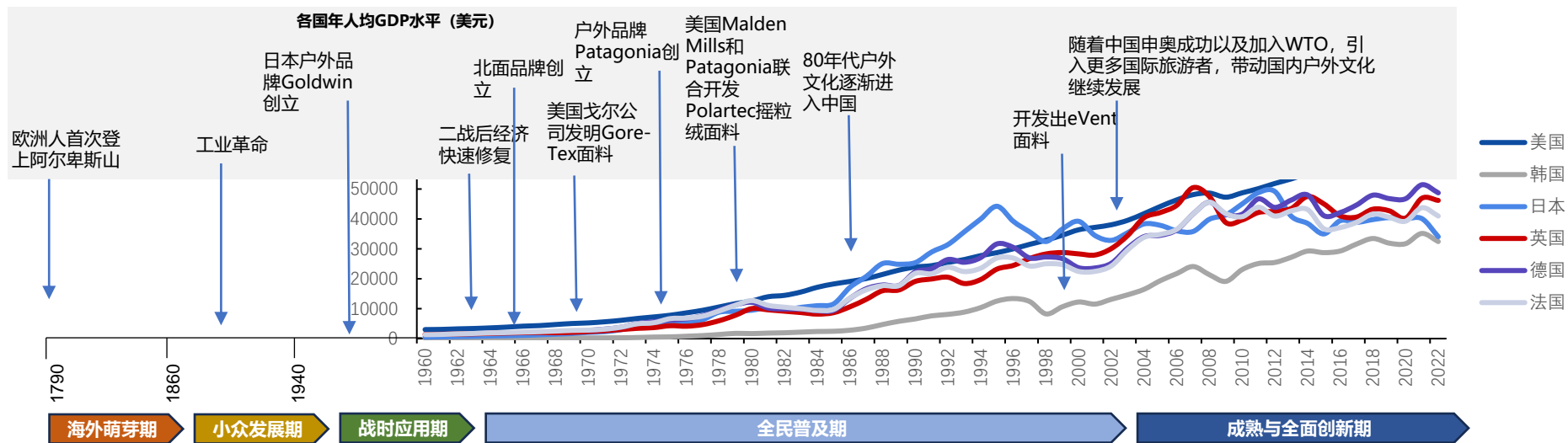
风险提示：

户外市场内需市场竞争加剧；海外户外品牌库存压力；原材料价格变动

目 录

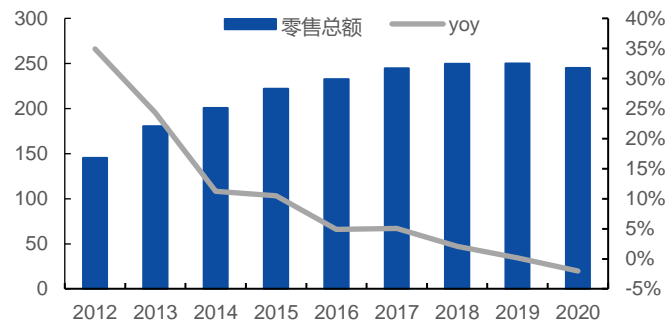
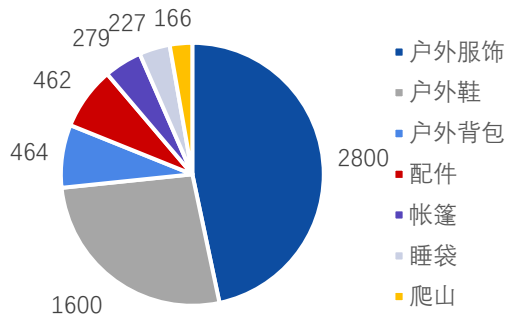
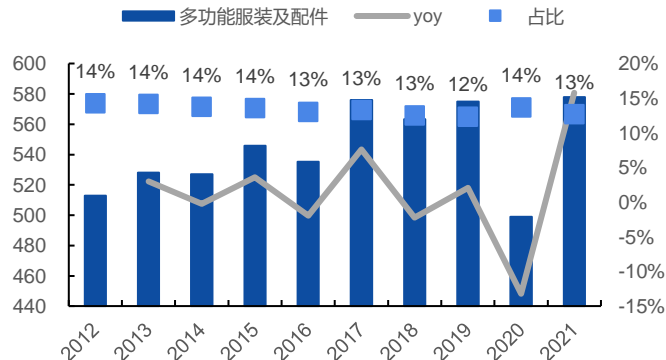
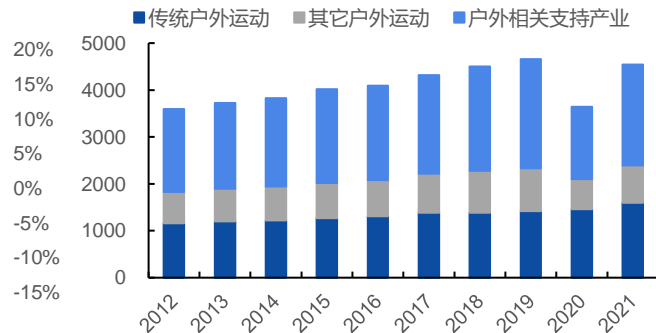
- 如何理解当前国内外户外市场
- 新趋势：泛户外风起，国产份额提升可期
- 相关标的
- 投资建议&风险提示

- ▶ 户外运动消费赛道在20世纪70年代后开始在欧美国家高速增长，与我们在报告《消费社会模型2.0：从四次工业革命说起——以美国为例》中所定义的美国的消费Ⅲ阶段相对应，基础的大众消费品在消费Ⅰ阶段和Ⅱ阶段完成普及后，消费Ⅲ阶段的内需主要普及满足情绪价值和健康相关的消费品，而户外运动也符合这一特征，**中国正处于消费Ⅲ阶段初期，因此户外运动赛道的潜力非常值得关注**。随着经济发展以及优渥的自然条件与政策支持为户外行业助力，户外运动从以科考为需求的小众运动泛化为全民可参与的社交、休闲疗愈活动方式。随后，户外活动逐渐向着多元化发展，根据环境可分为山地、水上、冰雪、空中、城市户外等方式。
- ▶ 经过多年发展，当前欧美地区户外运动普及率达到50%以上。



资料来源: iFinD, 华福证券研究所

- 根据Statista，20年之后在疫情反复、居家时间延长背景下，人们对于户外需求攀升，其中20/21年全球运动用品市场规模同比分别增25%/17%、增速有明显提升，21年全球运动用品市场规模已经达到687亿美元。中国拥有全球最大的户外用品市场、规模达到228亿美元，其次美国户外市场规模达到181亿美元，英国、德国、韩国分别3-5名，规模较中国、美国差距较大。
- 从欧洲户外批发商销售占比情况来看，户外服饰以28亿欧元的规模占比达到47%，其次户外鞋销售额16亿欧元，占比27%；户外背包、配件、帐篷分别占比8%、8%、5%、4%。
- 根据COCA，2012年以后我国户外行业步入精细化调整阶段，2012-2020年期间复合增速放缓至7%，至20年户外用品零售总额达245.2亿元。参考全球户外行业疫情后增长提速，我们认为国内户外行业有望加速扩容。另外，据OIA调查显示，**美国户外参与率基本都在50%以上，而中国户外运动参与率仅28%，渗透率仍有较大提升空间。**

我国户外市场发展规模及增速（亿元，%）

欧洲户外批发商销售额分类别（百万欧元）

美国户外运动服饰及配件在户外总产值中保持稳定（亿美元，%）

美国户外运动产值（亿美元）


- 凭借更低的参与门槛以及更多样化的场景，山地户外成为户外第一大分支赛道。同时；并与户外时尚接轨，衍生出urban outdoor、山系风格。

- 山地户外运动以自然山地环境为载体，包括登山、徒步、露营、骑行、越野跑、自然岩壁攀登等项目。相较于滑雪、潜水等具有地域或技术限制，山地户外的参与门槛较低且形式广泛，基于山地户外逐渐衍生出Urban Outdoor等时尚风格。而依托于一定运动功能性作为支撑，该赛道也为运动品牌目前参与度最高的户外类别。
- 在发展成熟的美国户外市场，其Top5户外运动包括户外跑、徒步、钓鱼、骑行、露营，均属于山地户外大类，每个分项参与人数达到4kw以上，且渗透率在14~19%之间。在装备方面，徒步需要用到登山帽、登山包、户外服饰与鞋靴。
- 据“什么值得买”发布的春季消费趋势显示，2023年3月该平台徒步和登山热度呈现爆发式增长，其中以“徒步”关键词的商品GMV同比增长86.7%，“登山”相关商品GMV增长63.3%。

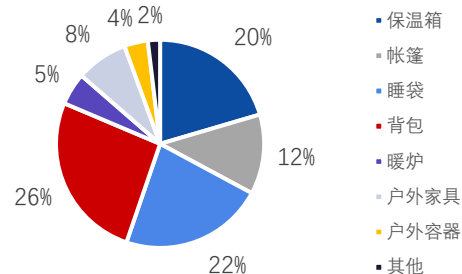
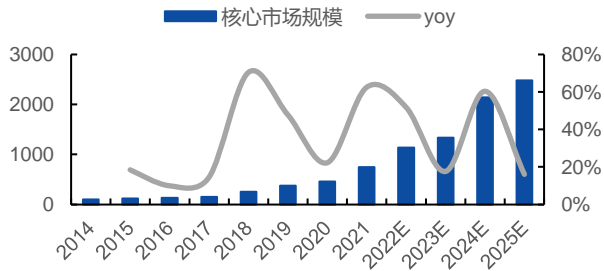
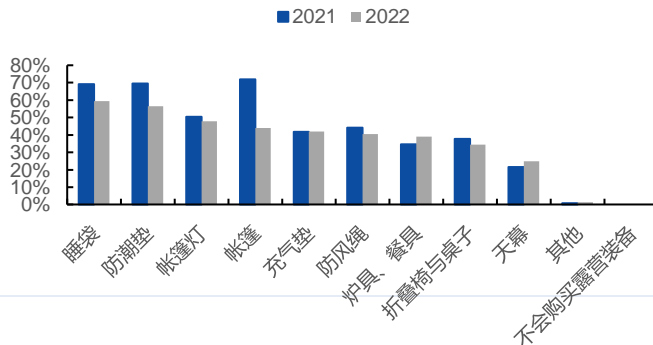
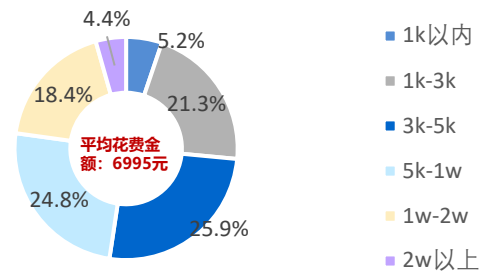
山地户外场景下户外服饰&鞋靴分类细致，且分场景功能各异，海外、国内传统运动品牌亦有所入局

	分类	特点	使用场景	主要品牌及产品
户外服饰	硬壳冲锋衣 (hard shell)	一般采用防水、透气型复合面料，具有极强的防护能力，触感偏硬，舒适度较差，几乎没有拉伸力	适用于高原、极端户外天气；根据重量有轻量级、重型之分	海外：始祖鸟、Norona、Mammut、Patagonia、Montbell、Marmot、攀山鼠、北面、Columbia、火柴棍、Mountain Hardwear、Outdoor Research、可隆、houdini、Black diamond、迪卡侬、乐飞叶 国产：凯乐石、伯希和他、探路者、牧高笛、安踏、挪客、极星、骆驼、波司登
	软壳冲锋衣 (soft shell)	有弹性，材料大多使用聚酯纤维和尼龙，柔韧耐磨，舒适度较高；接缝处没有周密的防水压胶处理，以保证透气性；只能防泼水；延展性好	1) 寒冷场景作为叠层，透气； 2) 攀岩、绳降等半静止户外运动； 3) 其他非极端户外活动	
	风壳 (wind shell)	总量100g以下，防泼水，轻薄柔软，收纳方便，	适用于重装徒步或连续有氧运动（长距离骑行、长跑等）	
	三合一冲锋衣	由一件冲锋衣外壳+内胆组成	适用于温度较低、或温差较大的户外活动	
	户外羽绒	由防水面料+羽绒内胆组成	极寒、低温天气，高原户外	
户外鞋	徒步	注重防水透气性，脚踝保护性，吸震、抓地力等	登山、户外徒步	Salomon、Merrell、Hoka、La Sportiva、Altra、北面、Nike、Saucony、Topo、Adidas
	越野跑	脚踝支撑力更低，但较徒步鞋更加轻便	越野跑、登山	

- **我国露营市场发展高速增长，高客单，且品类选择日趋多元化，趋势向好。**参考美国批发商出货情况，帐篷、户外家具等大件损耗率较低反而需求度略低于保温箱、睡袋、背包等品类。

- 露营为美国最受欢迎的户外活动之一，发展历史悠久，2023~2030年预计取得11.2%复合增长；其中批发商市场规模于2023年达到37.4亿美元。分品类看，美国批发商销售top3品类为背包、睡袋、保温箱。
- 2021年我国露营核心市场规模达到747.5亿元，同比取得63%高增；预计到2025年将达到2483亿元，CAGR达到35%。而从露营消费者购置偏好看，22年露营Top3分别为睡袋、防潮垫、帐篷灯；由于户外用品偏耐用，2021年在经历户外露营市场快速增长后帐篷单品购置偏好从Top1降至第四，露营用品趋向多元化发展；我国露营消费者人均消费金额在近7k。

美国露营批发市场规模及增速 (百万美元, %)

美国露营批发市场各品类占比 (%)

我国露营市场规模及增速 (%)

2021&22年我国露营消费者购置偏好 (%)

我国露营消费者购买露营器材平均消费金额占比 (%)


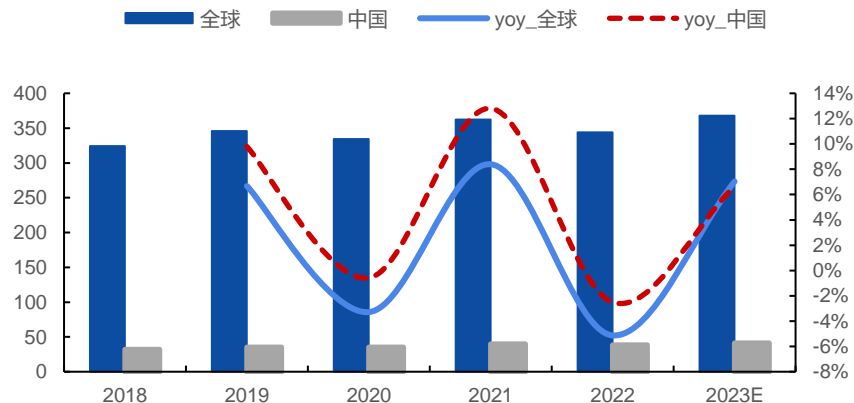
■ **水系户外赛道发展晚于山地，当前仍在市场教育阶段，细分板块扩容空间巨大。相关产品技术壁垒高，导致我国供应商格局更为集中。**

➢ 2016年国家体育总局等九部委联合出台《水上运动产业发展规划（2016-2020年）》，提出3000亿元规模的产业发展目标。水系户外项目包括溯溪、桨板、潜水、冲浪等，而对应的水上用品市场，如皮划艇、橡皮艇、救生衣、潜水服等需求也日益提升。2022年全球/我国水上运动市场规模在344/39亿美元。

➢ **水上细分赛道增速高于户外赛道整体。**据国家体育总局，2018-22年全球潜水设备市场复合增长率超过9%，2016-22年全球冲浪板市场年复合增速超过11%。国内的水上用品注册数量亦极速增长，据天眼查，近1年注册公司达到9887家，占可统计数据25%。

➢ **中国是全球水上用品制造和出口最大的国家之一，出口份额占全球的30%。**水上运动产业链上游包括气密材料、塑料、橡胶等原材料供应商，由于水上运动装备对气密材料有抗撕裂、抗剥离、高耐候性等多个指标要求高，因此具有较强的技术壁垒，行业集中度较高，国内供应商主要来自华生科技、龙天集团和明士达。产业链中游制造商较为集中，例如我国桨板生产主要在广东惠州、浙江及山东威海等，当前以外销为主，据皮划艇生产商渡户外此前招股书申报稿中披露，其外销占比达到约80%。

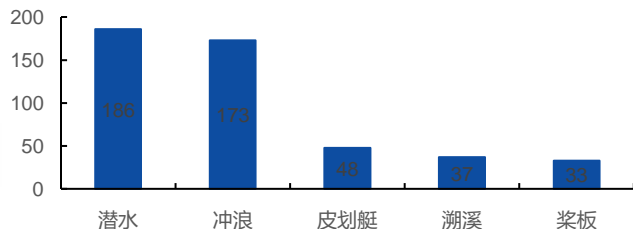
全球及我国户外水上用品市场 (亿元, %)



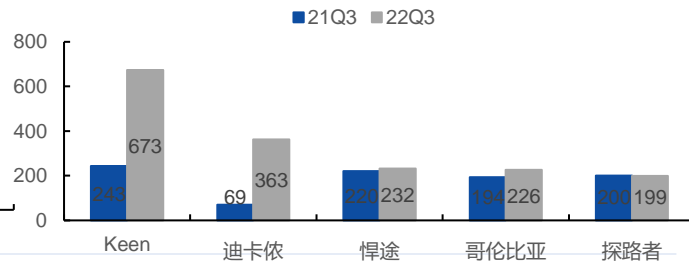
2021年eBay上销售领先的水上户外用品类型



水系运动小红书相关笔记数量 (万条)



溯溪鞋重点品牌淘宝+天猫季度销售表现 (万元)



报告搜一搜

更多金融干货下载

800000+份行业研究报告

长按识别关注公众号



ID: reportsys

➤ **国家政策支持冰雪经济发展，带动户外滑雪产业链快速增长；**滑雪装备需求同样快速增长。2023年10月以来滑雪板销售明显增长，至12月达到较高水平，单月销售额达到1.25亿元，增速达到179.2%。据《中国滑雪产业》，中国滑雪市场人口渗透率仅1%，随着四季滑雪经营模式推广、室内滑雪场的建设进一步打破滑雪的时间、空间限制，且供给侧在政策刺激下不断扩容，渗透率仍有较大提升空间。

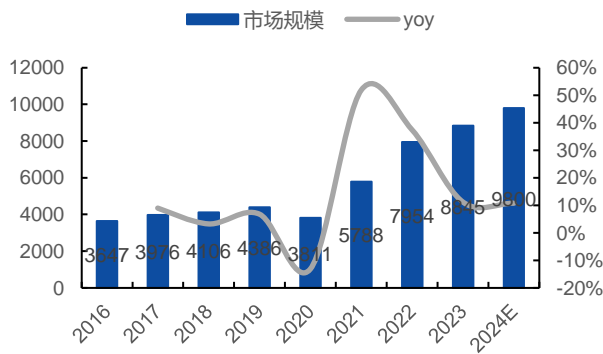
➤ **滑雪装备赛道格局持续演变，新锐国产品牌份额提升。**据魔镜市场情报，普通滑雪服均价在1500-2000元，滑雪板均价在1000-2000元，滑雪鞋均价1000元左右，价格整体较高。而滑雪板赛道集中度较高，滑者对Burton、Fischer等传统品牌忠诚度较高，但随着更多国产品牌以低价切入市场，并通过社媒、代言等提高品牌知名度，份额逐渐提升。而Amer旗下Salomon、Atomic亦排名靠前。

➤ 我国冰雪装备品牌集中度不高，但生产比重在全球居于前列。

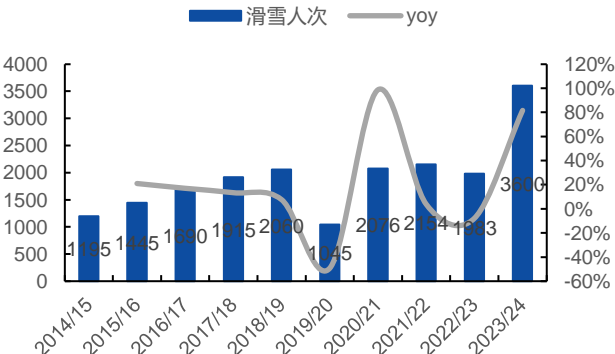
2023年1~12月主流电商平台滑雪板Top8品牌销售表现及份额

	销量 (件)	销售额 (万元)	市场份额	品牌背景
探锐	46463	8277.8	23.7%	2009年由酷动体育和俄罗斯、奥地利、芬兰等欧洲职业极限运动滑手联合创立的高端极限运动品牌
burton	7537	3073.5	8.8%	1977年由美国单板滑雪运动员Jake Burton Carpenter创立，销售单板、固定器、头盔等滑雪配件以及滑雪服饰等
nobaday	7870	1337.5	3.8%	2015年由奥雪文化创立于美国西雅图，是个中国品牌，主打高性价比
salomon	3844	1227.8	3.5%	1947年创立于法国阿尔卑斯山脉，设计制造滑雪系列器材以及户外越野跑等鞋履；2005年被Amer收购
snowboard ws	5218	1171.8	3.4%	国产滑雪品牌，主要生产滑雪鞋、滑雪包、固定器、头盔等，性价比相对较高
Nitro	2559	1134.2	3.2%	于1990年创立于美国，从事滑雪板研发、生产、销售
atomic	1284	657.2	1.9%	1955年创立于奥地利，主要从事雪靴、雪板等滑雪，后加入Amer
fischer	1222	616.4	1.8%	1924年创立于奥地利，1978年重组后成立高山滑雪、越野滑雪、网球三个分部

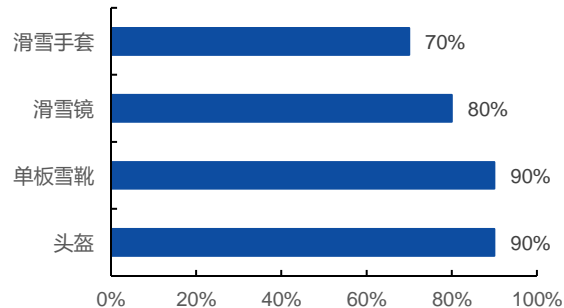
我国冰雪产业市场规模 (亿元, %)



滑雪人次及增速 (万人, %)



中国生产的冰雪装备占全球份额



目 录

- 如何理解当前国内外户外运动市场
- **新趋势：泛户外风起，国产份额提升可期**
- 相关标的
- 投资建议&风险提示

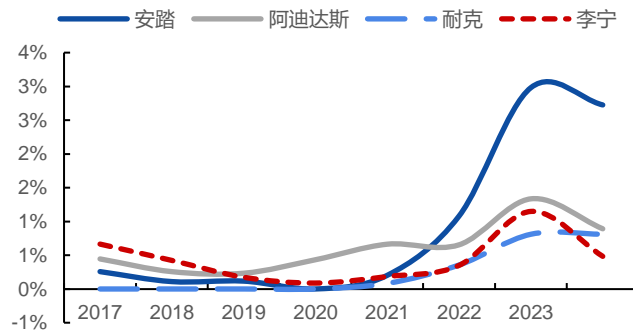
- **泛户外、轻户外方式盛行带动户外服饰进入日常场景，户外服饰规模空间进一步打开。该趋势下，一方面运动服饰向户外转型，相关类别销售占比逐渐提升；另一方面部分其他服饰品牌增加功能性开发。**
- 据久谦数据统计，2017~23年天猫渠道户外服饰销售额从82亿提升至161亿元，年复合增长12%，快于运动服饰（10%）及服装配饰（0%）；2020~23年疫情发生以来户外与服装大盘分化更为凸显。
- **泛户外、轻户外概念持续升温，户外服饰进入日常工作生活场景，并衍生出urban outdoor、山系风格。**在此背景下：1) 一方面传统运动品牌逐渐破局，增加户外品类占比，例如2017~23年期间国产品牌中安踏/李宁天猫平台户外类别销售占比分别提升2.7/0.5Pct至3%/1.2%，而海外品牌Nike/Adidas户外占比也分别提升了0.8/0.9Pct。2) 其他服饰品牌入局户外赛道，例如波司登推出三合一冲锋衣、高端户外系列羽绒服、防晒服等功能性产品，2022年进入天猫户外品类销售Top50榜单后，至2023年份额提升至0.7%；蕉下、蕉内等轻户外品牌也从防晒领域逐步向其他轻户外延伸。

安踏、波司登推出应用于户外场景的单品，搭载核心面料科技研发

户外单品案例	单价	性能优势
安踏 风暴甲三合一冲锋衣	1499元	搭载中国首款自主研发的高性能防水透湿材料“安踏膜Aerovent”，并选用优质尼龙塔丝隆面料，兼具耐磨性和防水性
安踏 冰甲羽绒	1099元	采用RDS认证的95绒，蓬松度达到800，能适应-40℃极限环境；可防7级强风，同时采用生物基防泼水面料，适用于户外极端场景
波司登 高鹅绒三合一冲锋羽绒服	2699元	三重科技防护面料，并自主研发专利热湿力平衡，舒适防护，锁温透气；鹅绒含量90%
波司登 2024款夏季防晒服	299元	与法国高奢设计师Christelle Kocher联名，四大设计塑性，加入纳米级别的TiO2颗粒，抵御各波段紫外线，有效防止晒黑晒伤

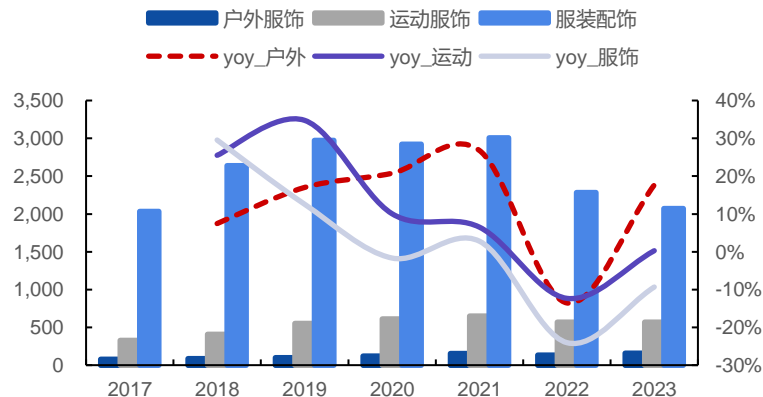
资料来源：各品牌天猫旗舰店，华福证券研究所

传统运动服饰户外类别销售占比提高（%）



资料来源：久谦中台，华福证券研究所

户外服饰天猫渠道销售增速好于服饰整体及运动（亿元，%）

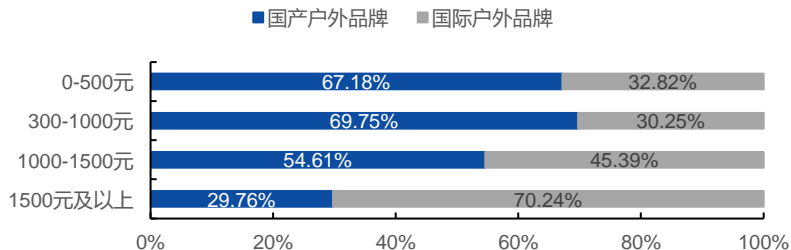


资料来源：久谦中台，华福证券研究所

■ **供给侧良性改善，叠加疫情后消费者生活模式发生变化，带动中长期户外产业发展。我们认为供给侧的改善主要可以分为三个方面：政策端、配套设备、以及户外品牌。**

- **政策端：**近年来，国家发布一系列支持及规范户外运动的产业发展政策。2022年11月，国家体育总局、发改委等八部门印发《户外运动产业发展规划（2022—2025年）》，提出了我国户外运动产业发展目标——到2025年，户外运动场地设施持续增加，普及程度大幅提升，参与人数不断增长，产业总规模超过3万亿元。
- **配套设备：**一方面疫情后露营地、室内滑雪场等户外基地快速增长，户外场所的数量增长以及配套设施完善为中长期需求的释放奠定基础。另一方面，随着我国人均汽车保有量不断提升，叠加新能源车的普及为车内充气床垫、车尾配套帐篷等打开发展空间。
- **品牌升级：**过去户外服饰及装备市场以北面、Columbia、迪卡侬等海外品牌为主。随着户外市场需求不断扩张，国产品牌通过产品升级、科技研发与多渠道渗透快速追赶，例如骆驼、凯乐石等国产品牌2017~23年份额分别提升6.3/0.7Pct，与此同时始祖鸟、可隆等安踏集团旗下品牌依托于线下开店及营销推广，份额也有所提升。国产品牌在科技不断升级，以及挖掘消费者需求的基础上进行产品不断的迭代和创新，注重性价比的国产品牌的市场份额有望进一步提升。

2023年中国国内外户外品牌单品线上价格区间占比



资料来源：艾瑞咨询，知衣科技，华福证券研究所

头部及部分重点品牌户外服饰板块市占率变动 (%)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
骆驼	6.3%	4.5%	3.4%	3.0%	2.9%	6.1%	12.6%
蕉下	-	-	0.4%	1.8%	4.4%	6.2%	6.2%
北面	3.4%	3.3%	3.7%	3.8%	3.6%	5.3%	6.0%
伯希和	3.5%	2.6%	1.4%	1.1%	0.9%	1.0%	2.5%
始祖鸟	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.7%	2.3%	2.2%
可隆	0.6%	0.5%	0.5%	0.7%	1.1%	1.7%	1.9%
Columbia	2.5%	2.2%	2.3%	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%
蕉内	-	-	-	-	0.3%	1.3%	1.8%
迪卡侬	2.0%	2.0%	2.1%	1.8%	1.3%	1.4%	1.7%
凯乐石	0.9%	1.0%	0.6%	0.8%	1.2%	1.5%	1.6%
加拿大鹅	0.0%	1.2%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%	1.3%
探路者	5.0%	3.6%	2.4%	1.9%	1.2%	1.3%	1.0%
Timberland	2.9%	2.9%	2.3%	1.8%	1.0%	1.2%	0.9%
安踏	0.1%	-	-	-	0.1%	0.4%	0.9%
波司登	-	-	-	-	-	0.2%	0.7%
三夫户外	-	-	-	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%
迪桑特	-	-	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
Hoka One One	-	-	-	-	0.1%	0.2%	0.3%
李宁	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%
迈乐	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%

资料来源：有谦中台，华福证券研究所（注：品牌陈列按照2023年户外服饰Top10全部品牌及Top20中重点关注品牌进行陈列；2017~23年市占率提升/下滑分别采用蓝色/黄色标注）

- 户外服饰及装备的核心科技主要来自上游面料及原材料技术，国内外领先运动户外品牌选择与戈尔、杜邦莱卡等国际知名面料企业合作进行产品开发与面料生产。除此之外，户外品牌公司亦自主研发功能面料，例如在防水面料领域，北面（DryVent™）；哥伦比亚（Omni-Tech™、OUTDRY™ EXTREME）；Mammut 猛犸象（DRYtechnology™）；Marmot 土拨鼠（MemBrain® Eco）；Patagonia 巴塔哥尼亚（H2No）。而国内品牌中，Kailas 凯乐石拥有Filtertec自研面料，以及安踏在户外新品风暴甲中采用自研“安踏膜Aerovent”防水透气材料。而作为我国的尼龙纺织龙头，台华新材拥有pruyoung等品牌，其PA66强度、防风性、耐磨性好于其他材料，并与探路者、迪卡侬、安踏、李宁等运动户外品牌达成合作。

部分国际先进面料科技梳理

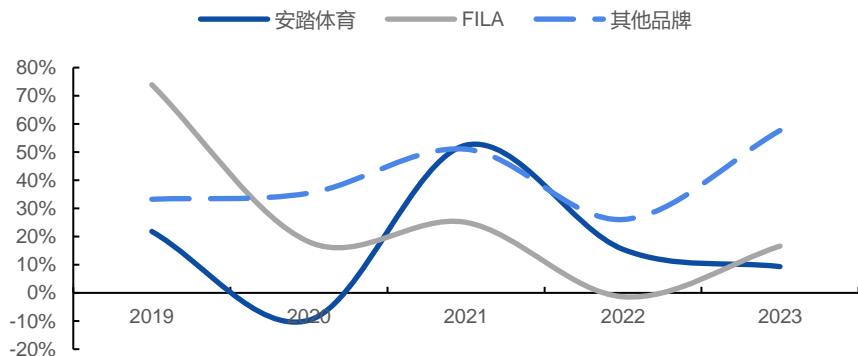
面料名称	面料背景	面料分类	合作品牌
Gore-Tex	1969年由美国戈尔公司发明，ePTFE微孔薄膜类型的防水透湿面料，是高防水透湿性能的代表性面料	Gore-Tex、Gore-Tex PRO、Gore-Tex PERFORMANCE、Gore-Tex PACLITE、Gore-Tex PACLITE PLUS、Gore-Tex ACTIVE	Terrex、Aigle、始祖鸟、Burton、迪桑特、Ecco、FILA、凯乐石、可隆、李宁、Nike、Peak Performance、Salomon、北面、X-bionic等
eVent	ePTFE微孔薄膜类型的防水透湿面料，1999年开发，防水性略差于GTX但透气性表现好	分为了Waterproof防水、Bio环保、Windproof防风、Professional专业这四大系列7种面料技术	NEWS Hiking、伯希和Pelliot、拓路者、Mont-bell等
Dermizax	日本东丽旗下的无孔型聚氨酯薄膜面料，主要用于滑雪服市场		安踏、迪桑特等
Polartec	1979年美国Malden Mills和Patagonia合作开发的以聚酯纤维起绒后仿羊毛的纺织面料，开发Fleece（摇粒绒）保暖新面料	如今Polartec拥有400多种面料，从贴身层、中层保暖到外防护层均有涉猎	始祖鸟、猛犸象、北面、山浩、Burton、and wander、巴塔哥尼亚
Coolmax	杜邦-莱卡公司旗下的子品牌，于1986年开发，主要是聚酯纤维面料，可与氨纶、羊毛等面料混合，以特殊工艺的编织手法，提高主吸湿排汗的效率。		

目 录

- 如何理解当前国内外户外运动市场
- 新趋势：泛户外风起，国产份额提升可期
- 相关标的
- 投资建议&风险提示

- **前瞻性布局高端户外市场，2017年获得迪桑特、可隆在华运营权，即使在疫情背景下依然展示高于同业的营收增长；2019年联合多家机构收购Amer Sports集团，进一步夯实户外版图，2024年初Amer Sports登陆纽交所上市。**
- **安踏体育：**公司其他品牌包括高端滑雪品牌迪桑特以及高端户外品牌可隆，2019~23年两个品牌保持营收快速增长，门店方面，截至2023年末，迪桑特、可隆门店数分别达到187家、164家，主要位于一二线城市；至2024年末，迪桑特/迪桑特门店数有望分别达到220~230/180~190家。
- **Amer Sports：**亚玛芬集团主要业务包括专业服饰（始祖鸟、Peak Performance）、户外性能（salomon、Atomic等）、球类运动（wilson等），共有11个子品牌。2023年专业服饰/户外性能/球类运动分别同比+45%/+18%/+7%，占比37%/38%/25%。分地区，EMEA/美洲/大中华区/亚太2023年分别贡献33%/40%/19%/8%的营收。

安踏体育其他品牌（迪桑特+可隆）营收增速领先（%）



资料来源：安踏体育公司公告，华福证券研究所

Amer Sports分品牌、分地区收入结构（百万美元，%）

	2020	2021	2022	2023	24Q1
营业收入	2446	3067	3549	4369	1183
yoy		25.4%	15.7%	23.1%	13%
分品类					
专业服饰	685	951	1096	1593	510
yoy		38.7%	15.2%	45.4%	44%
占比	28.0%	31.0%	30.9%	36.5%	43.1%
户外性能	1092	1236	1417	1668	400
yoy		13.2%	14.6%	17.8%	6%
占比	44.6%	40.3%	39.9%	38.2%	33.8%
球类运动	669	880	1037	1108	273
yoy		31.5%	17.8%	6.9%	14%
占比	27.4%	28.7%	29.2%	25.4%	23.1%
分地区					
EMEA	1080	1226	1271	1450.3	359
yoy		13.4%	3.7%	14.1%	1%
占比	44.2%	40.0%	35.8%	33.2%	30.3%
美洲	984	1253	1504	1726.8	410
yoy		27.3%	20.1%	14.8%	0%
占比	40.2%	40.9%	42.4%	39.5%	34.7%
大中华区	202	373	524	841.4	310
yoy		84.3%	40.5%	60.6%	51%
占比	8.3%	12.2%	14.8%	19.3%	26.2%
亚太	180	215	250	350	104
yoy		19.7%	16.2%	40.1%	34%
占比	7.3%	7.0%	7.0%	8.0%	8.8%

资料来源：Amer Sports公司公告，Amer Sports业绩PPT，公司招股说明书，华福证券研究所 5

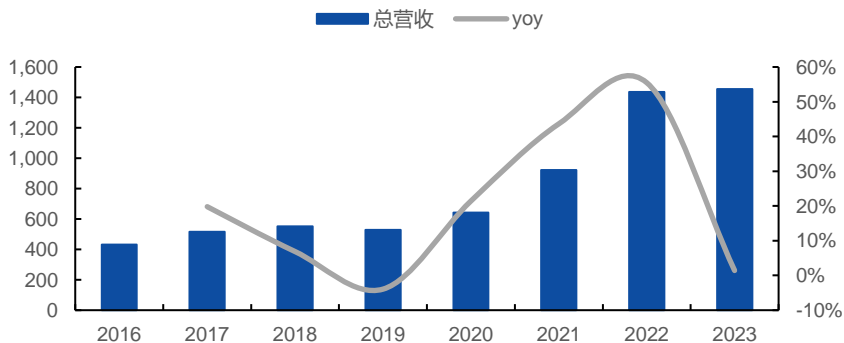
- 公司主要业务包括自有品牌运营、露营帐篷OEM/ODM两大板块。品牌端大牧、小牧快速放量，一方面在线上持续通过扩充品类、核心卖点聚焦等不断优化店铺流量结构，另一方面大牧积极拓展新渠道。代工方面积极跟踪响应客户需求，研发能力、服务质量逐步提升促进订单增长。2020~22年随着户外行业强劲增长，公司业绩表现靓丽，2023年全球户外增长疲软，导致公司23年收入、净利分别同比+1.4%/-24%。

公司分业务营收 (百万元, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
分业务营收 (百万元, %)								
ODM/OEM	265	323	391	372	481	615	716	529
yoy		22.0%	21.1%	-4.7%	29.1%	28.0%	16.4%	-26.1%
占比	61%	63%	71%	70%	75%	67%	50%	36%
品牌	165	192	159	155	161	306	705	926
yoy		16.8%	-17.2%	-2.5%	3.8%	90.0%	130.4%	31.3%
占比	38%	37%	29%	29%	25%	33%	49%	64%
其中: 大牧	76	84	51	58	86	220	632	840
yoy		10.6%	-39.5%	14.6%	48.2%	155.7%	187.5%	33.0%
其中: 小牧	89	109	109	97	75	86	73	86
yoy		21.3%	0.0%	-10.5%	-22.7%	14.9%	-14.9%	17.0%

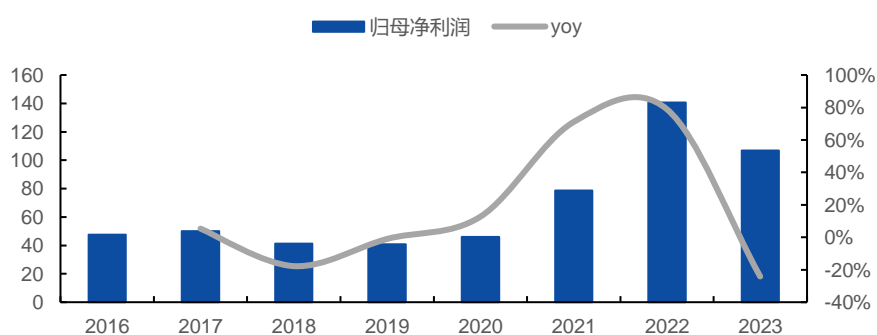
资料来源: 牧高笛公司公告, 华福证券研究所

公司营收及增速 (百万元, %)



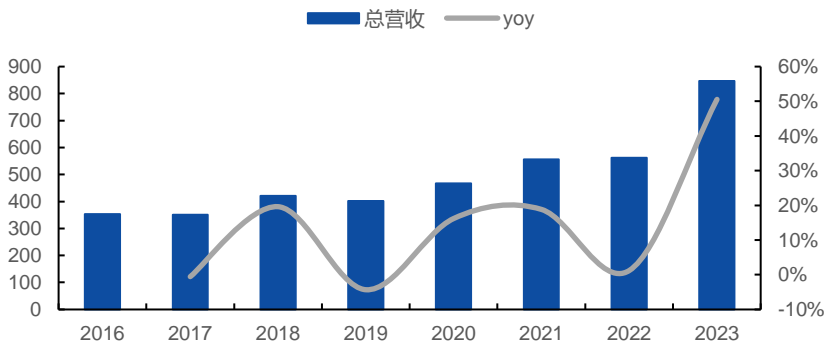
资料来源: iFind, 华福证券研究所

公司归母净利润及增速 (百万元, %)



资料来源: iFind, 华福证券研究所

- 公司为户外服饰及装备的渠道运营商，代理、经销国内外300+中高端专业户外运动品牌。自有品牌方面，公司针对国内户外细分市场相继推出Anemaqen、Sanfo、KidSanfo等品牌，并于21年完成瑞士黑科技功能运动品牌“X-Bionic”、“X-Socks”的收购，自有品牌占比有所提升。除此之外，公司致力于打造赛事活动、亲子户外乐园运营，打造户外行业生态圈平台。2023年末，公司与瑞典登山装备品牌攀山鼠母公司Klattermusen AB成立合资公司，共同经营中国市场，户外品牌矩阵进一步充实。

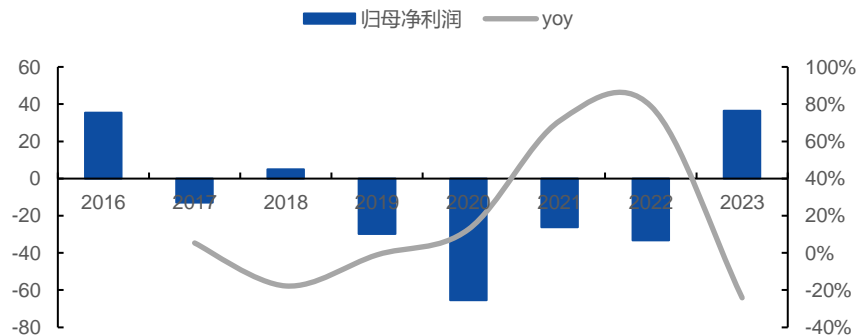
公司营收及增速 (百万元, %)


资料来源: iFind, 华福证券研究所

公司分业务营收 (百万元, %)

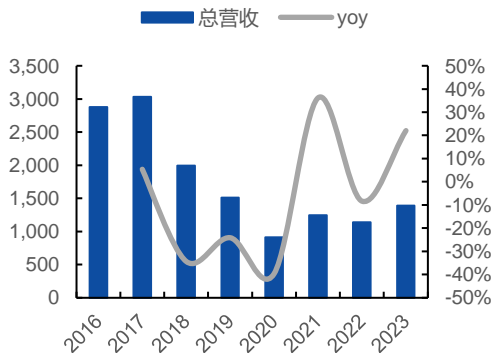
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
分业务营收 (百万元, %)								
主营业务收入								
户外服装	210	210	247	222	252	321	321	489
yoy		0.1%	17.4%	-10.1%	13.6%	27.3%	0.1%	52.1%
占比	60%	60%	59%	55%	54%	58%	57%	58%
户外鞋袜	65	60	77	64	74	98	112	188
yoy		-8.7%	28.4%	-16.2%	15.7%	31.9%	15.0%	67.3%
占比	18%	17%	18%	16%	16%	18%	20%	22%
户外装备	64	64	69	54	50	62	72	97
yoy		-0.2%	7.8%	-21.1%	-8.4%	25.3%	15.6%	34.7%
占比	18%	18%	16%	14%	11%	11%	13%	11%
其他业务收入								
户外服务	14	17	28	62	48	64	56	72
yoy		28.2%	60.0%	121.1%	-22.7%	34.9%	-13.3%	29.9%
占比	4%	5%	7%	15%	10%	12%	10%	9%
口罩类					44	10	1	
yoy						-77.3%	-93.2%	
占比					9%	2%	0%	

资料来源: 三夫户外公司公告, 华福证券研究所

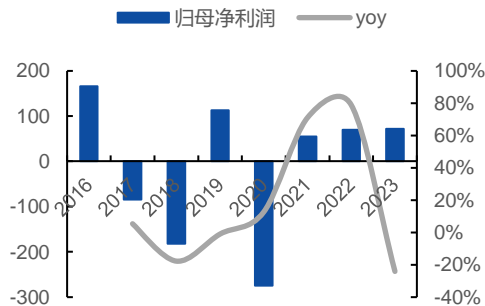
公司归母净利润及增速 (百万元, %)


资料来源: iFind, 华福证券研究所

- 公司主要从事探路者（Toread）、Toreadkids、DiscoveryExpedition等多品牌户外用品的研发设计、运营管理及销售，产品覆盖包括户外服装、鞋、背包、帐篷、睡袋、登山装备等上百个品类。疫情后公司户外主业快速恢复，一方面将销售终端需求与研发、供应链资源进行有效链接，另一方面完善线上销售、促进品牌力提升。

公司营收及增速 (百万元, %)


资料来源: iFind, 华福证券研究所

公司归母净利润及增速 (百万元, %)


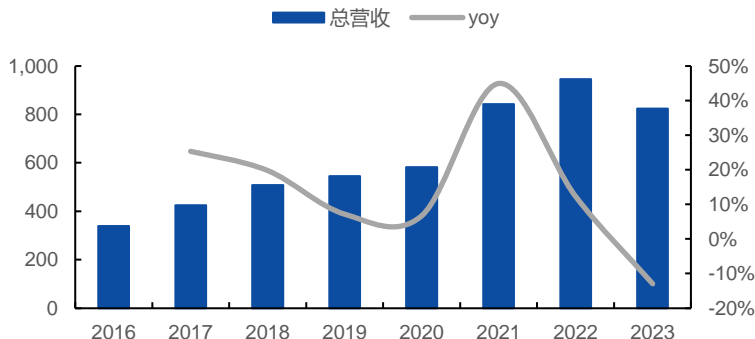
资料来源: iFind, 华福证券研究所

分业务营收 (百万元, %)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
分业务营收 (百万元, %)						
户外服装	1,041	1,021	681	908	873	979
yoy	-1.8%	-2.0%	-33.3%	33.3%	-3.8%	12.2%
占比	52%	68%	75%	73%	77%	70%
户外鞋品	220	193	130	197	161	200
yoy	-16.7%	-12.5%	-32.8%	52.1%	-18.6%	24.7%
占比	11%	13%	14%	16%	14%	14%
户外装备	60	46	86	117	87	72
yoy	-29.0%	-23.4%	86.2%	35.6%	-25.8%	-17.3%
占比	3%	3%	9%	9%	8%	5%
旅行服务	653	227	2	0		
yoy	-59.3%	-65.2%	-99.0%	-99.7%		
占比	33%	15%	0%	0%		
滑雪场 (体育)	2.14	3.81	0.68	0.94		
yoy		78.1%	-82.2%	39.0%		
占比	0%	0%	0%	0%		
芯片业务					8.43	133.35
yoy						1482.4%
占比					1%	10%
其他业务服务	14.60	19.89	12.29	19.70	10.20	6.23
yoy	-24.3%	36.2%	-38.2%	60.3%	-48.2%	-38.9%
占比	1%	1%	1%	2%	1%	0%

资料来源: 探路者公司公告, 华福证券研究所

- 公司主要从事充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外运动用品的设计、生产及销售。公司掌握TPU薄膜生产及面料复合技术、聚氨酯发泡技术等多项核心技术，研发实力构筑核心壁垒、产业链一体化促进按期高质量交付。另一方面，公司与迪卡侬、SEA TO SUMMIT、REI、厉德超市、牧高笛等品牌保持稳定合作、客户资源优质。

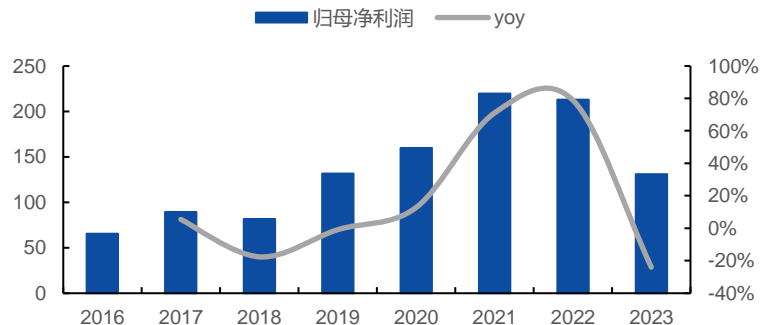
图：公司营收及增速（百万元，%）


资料来源：iFind，华福证券研究所

分业务营收（百万元，%）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
分业务营收（百万元，%）								
气床	239	313	370	377	432	636	688	515
yoy		31.0%	18.2%	1.7%	14.7%	47.1%	8.3%	-25.2%
占比	71%	74%	73%	69%	74%	75%	73%	63%
箱包	57	55	65	70	69	111	127	156
yoy		-3.8%	19.0%	7.0%	-0.8%	59.6%	15.2%	22.5%
占比	17%	13%	13%	13%	12%	13%	13%	19%
枕头坐垫	28	42	45	64	41	56	75	60
yoy		48.4%	7.8%	41.5%	-36.8%	37.4%	33.8%	-19.3%
占比	8%	10%	9%	12%	7%	7%	8%	7%
其他	13	13	28	34	38	40	55	90
yoy		0.4%	107.0%	24.1%	12.2%	4.7%	36.9%	64.3%
占比	4%	3%	5%	6%	7%	5%	6%	11%

资料来源：浙江自然公司公告，华福证券研究所

公司归母净利润及增速（百万元，%）


资料来源：iFind，华福证券研究所

- 公司主要从事塑胶复合材料的研发、生产及销售，生产的气密材料包括拉丝气垫材料和充气游艇材料，主要应用于划水板、瑜伽垫、充气游艇等。气密材料的直接下游客户主要为国内休闲、运动器材生产商。
- 公司掌握生产核心环节技术、研发实力深厚，截至23年末获得自主知识产权26项；公司主营的气密材料生产技术难度大，加工工艺复杂，拥有一定的研发壁垒，其售价及毛利率维持较高水平。

分业务营收 (百万元, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
分业务营收 (百万元, %)								
气密材料	101	148	205	222	299	544	176	150
yoy		46.3%	38.1%	8.3%	34.7%	82.3%	-67.6%	-14.8%
占比	49%	56%	64%	70%	81%	85%	64%	63%
柔性材料	99	107	106	87	60	90	87	72
yoy		7.5%	-0.5%	-18.6%	-30.2%	49.5%	-3.2%	-17.1%
占比	48%	41%	33%	27%	16%	14%	32%	30%
其他	3	4	4	7	7	2	10	14
yoy		26.3%	-6.8%	75.6%	-3.4%	-71.7%	419.9%	37.8%
占比	2%	2%	1%	2%	2%	0%	4%	6%

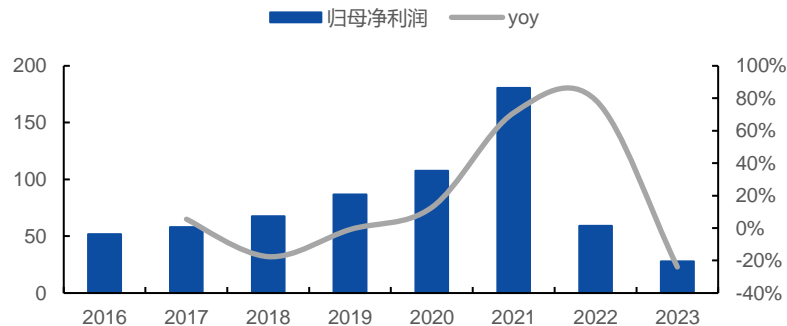
资料来源：华生科技公司公告，华福证券研究所

公司营收及增速 (百万元, %)



资料来源：iFind，华福证券研究所

公司归母净利润及增速 (百万元, %)



资料来源：iFind，华福证券研究所

目 录

- 如何理解当前国内外户外市场
- 新趋势：泛户外风起，国产份额提升可期
- 相关标的
- 投资建议&风险提示

我国户外市场正处于行业快速扩容阶段，年复合增速达到双位数，且露营、滑雪、徒步等细分赛道在政策&配套设施推进、供给侧改善趋势下形成良性循环，带动需求高增。海外专业户外品牌发展历史悠久、面料科技及工艺技术完善，占据国内核心的高端户外市场；但随着国产品牌持续发力，加大研发投入的同时深挖消费者需求痛点，且注重性价比优势，当前国产份额已经出现明显的提升趋势。基于当前户外赛道高景气度现状，我们推荐三条主线：

- 1) 考虑到我国当前户外发展仍处于渗透率较低阶段，当前衍生出泛户外生活方式，这也为传统运动服饰以及其他功能性服饰带来新的成长动能。建议关注布局高端户外品牌矩阵的**安踏体育**，延伸至户外场景打造户外羽绒爆品的**波司登**。
- 2) 专业户外品牌仍具备一定的技术壁垒，建议关注国产露营龙头**牧高笛**、深耕户外服饰及装备多年的**探路者**、以及拥有X-bionic以及高端户外品牌攀山鼠的**三夫户外**。
- 3) 国内户外需求端景气度提升有望带动户外产业链整体受益，建议关注功能性锦纶长丝龙头**台华新材**、拥有产业链一体化优势且新品逐渐贡献业绩的**浙江自然**、气密材料龙头**华生科技**、以及高端帐篷制造商**扬州金泉**。

- **户外市场内需市场竞争加剧：**随着户外行业需求快速增长，国内外品牌竞争加剧，且海外品牌发展历史较长，拥有较强的面料及工艺技术，消费者忠诚度较高。
- **海外户外品牌库存压力：**2023年欧美国家受制于消费需求疲软叠加供应链不畅导致的出货延迟，海外户外品牌库存承压，若去库不及时，将对国产户外代工企业带来不利影响。
- **原材料价格变动：**户外上游企业原材料来自涤纶工业长丝、PVC树脂粉等，若原材料价格波动将导致户外上游企业盈利能力承压。

分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

