

ON: 持续创新+品类丰富+运动时尚定位驱动高增长

纺织服装海外龙头研究系列报告（二）

复盘 ON 发展历史，2010 年建立之后，公司持续发掘市场需求，从小众铁人三项定位出发，在保持高端定位的同时逐步拓展多品类赛道，优化渠道结构，并利用社媒营销快速触达消费者，抢夺更多市场份额，目前公司积极拓展运动时尚风格产品，在市场风口上快速崛起，后续发展过程中要注意产品拓展情况及潜在竞争对手。

□ **ON 历史复盘：**On Holding 于 2010 年由世界冠军奥利维尔·伯恩哈德及其两位好友在瑞士设立，并在同年推出应用 CloudTec 缓震技术，陆续推出 Speedboard、Helion Superfoam 等材料，升级产品在缓震、保护、支撑、竞速方面的表现能力。不断拓展产品矩阵，将应用场景从跑步逐步延伸至户外运动和网球等领域。公司成功于 2021 年 9 月上市，上市后，公司加大力度拓展泛运动跑鞋，并持续丰富运动生活及运动时尚产品矩阵，配合 DTC 渠道持续拓展，公司持续保持高增长，进一步拉高市值。

□ **ON 高增长分析：**小众高端定位另辟蹊径，产品拓展符合市场需求。

1) **定位优势：**品牌定位高端（小众赛道+起源地瑞士），从品类看更多的是泛运动类，随后拓展到运动时尚品类，更符合日常穿着和搭配。

2) **产品拓展优势：**a) **功能性：**公司创立以来主要以结构缓震知名——cloud 技术，2019 年推出 Helion 泡棉（peba 材料）强化缓震效果。2024 年公司推出 Lightspray 技术一步式喷织高性能鞋面，在轻量化方面更进一步；b) **品类拓展：**从跑鞋、网球鞋、户外鞋、运动生活类型全拓展。从 2023 年末开始，昂跑的产品风格逐步从运动转向至运动时尚，公司采用与时尚品牌及设计师品牌合作的方式强化品牌的时尚属性，包括罗意威 LOEWE、POST ARCHIVE FACTION、Bureau Borsche 等品牌，迎着市场风口，快速增长。

3) **渠道发展优势：**初期在中低线城市拓展经销渠道，在体量和名气提升的过程中，逐步拓展一线经销商和线上 DTC，同时拓展中国市场，加速发展，公司依靠品类矩阵广泛优势，坪效水平高于同行（hoka、Nike 等）。

4) **营销策略优势：**利用社媒放大品牌声量，利用 koi 来扩大影响力，通过自己小众高端的定位+明星网红推荐，强化品牌热度，口碑好且传播范围广。

□ **投资建议：**ON 持续优化供应链，优质供应商份额持续提升，同时提升在运动时尚市场份额及优势。重点推荐在 ON 内部提份额的华利集团及在运动时尚产品供应链具备较强优势的九兴控股。

□ **风险提示：**海外需求不及预期，库存积压风险，竞争格局恶化风险。

推荐（维持）

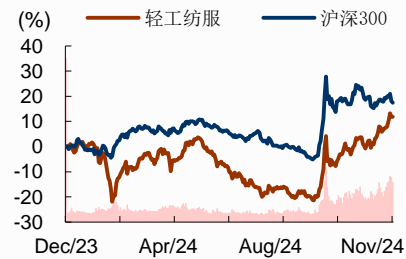
消费品/轻工纺服

行业规模

		占比%
股票家数（只）	304	6.0
总市值（十亿元）	1997.1	2.3
流通市值（十亿元）	1762.1	2.2

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	10.5	20.4	10.6
相对表现	12.0	9.9	-6.4



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《纺织服装出口形势跟踪（2024 年 12 月）—外需稳健，推荐符合市场需求变化的制造龙头》2024-12-12
- 《纺织服装海外龙头研究系列报告（一）—Nike：产品及渠道失衡陷低谷，重创新&扩品类&拓经销是关键》2024-11-14

刘丽 S1090517080006

✉ liuli14@cmschina.com.cn

王梓旭 S1090524070009

✉ wangzixu@cmschina.com.cn

正文目录

一、 ON 发展历史复盘：小众高端定位，深耕跑步细分赛道.....	4
二、 ON 保持高增长原因：定位精准+持续创新+矩阵丰富+社媒营销	5
1、 定位：泛运动+运动时尚风格定位持续拓客	5
2、 产品：功能性持续升级，持续拓展运动时尚	5
3、 渠道：农村包围城市，品类丰富+DTC 战略提升店效.....	6
4、 营销：社媒营销更贴近潮流、青少年	7
5、 供应链：引入优质供应商，华利份额持续提升	8
三、 投资机会：符合市场需求变化的优质制造龙头.....	9
四、 风险提示	9

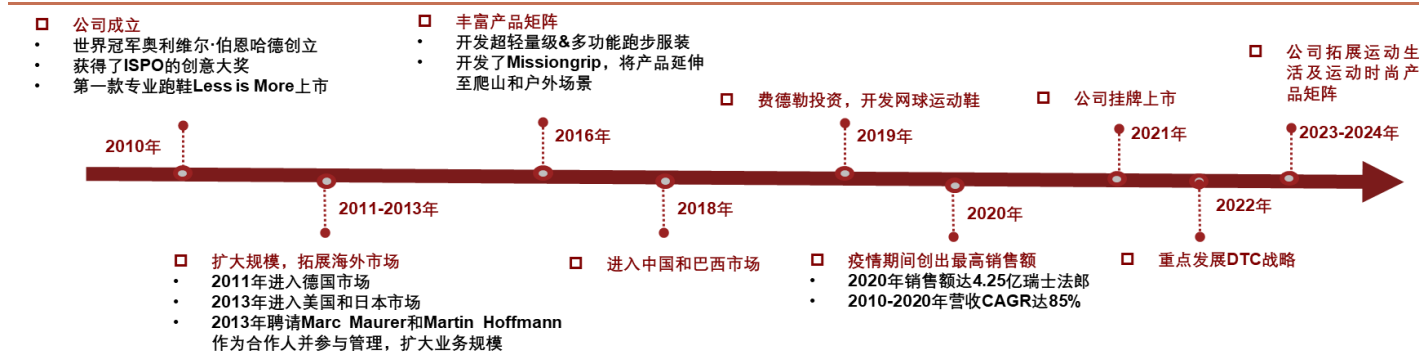
图表目录

图 1: 昂跑发展历史复盘	4
图 2: 昂跑定位高端市场	4
图 3: 昂跑市值复盘	4
图 4: 昂跑和其他运动品牌定位对比	5
图 5: 昂跑功能性持续提升	5
图 6: 昂跑产品矩阵丰富	6
图 7: 昂跑持续推出联名款增强时尚型	6
图 8: 与三大经销商合作推进	7
图 9: DTC 战略持续推进	7
图 10: ON 中国区坪效在运动品牌领先地位 (单位: 万元/平米)	7
图 11: On 与 Nike Instagram 主页对比	8
图 12: 与 Loewe 联名跑鞋被评为 24Q2 最热单品	8
图 13: 头部运动品牌主要签约 KOL 对比	8
图 14: 昂跑服装供应链情况	9
图 15: 昂跑鞋类供应链情况	9

一、ON 发展历史复盘：小众高端定位，深耕跑步细分赛道

发展历史复盘：On Holding 于 2010 年由世界冠军奥利维尔·伯恩哈德及其两位好友在瑞士设立，并在同年推出应用 CloudTec 缓震技术的第一款专业运动跑鞋。随后公司不断升级跑鞋技术，陆续推出 Speedboard、Helion Superfoam 等材料，升级产品在缓震、保护、支撑、竞速方面的表现能力。不断拓展产品矩阵，将应用场景从跑步逐步延伸至户外运动和网球等领域，产品均价处于中高价格带。从品牌创立的第二年即 2011 年开始开拓海外市场，逐步进入德国、美国、日本、中国等地区，目前品牌已经成功进入 60 多个国家。公司成功于 2021 年 9 月上市，上市后，公司加大力度拓展泛运动跑鞋，并持续丰富运动生活及运动时尚产品矩阵，配合 DTC 渠道持续拓展，公司持续保持高增长。

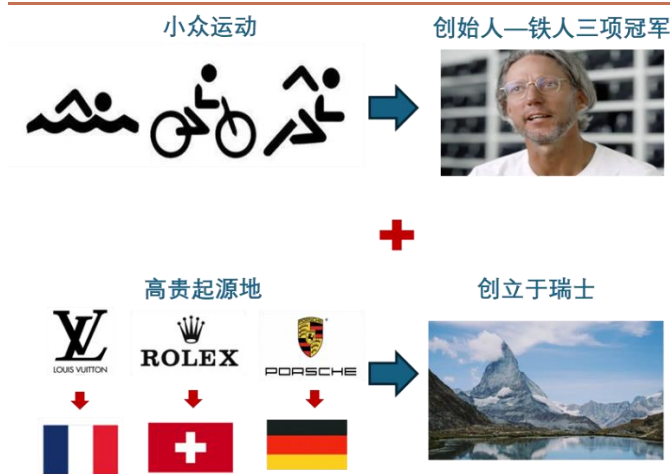
图 1：昂跑发展历史复盘



资料来源：wind、ON 官网、招商证券

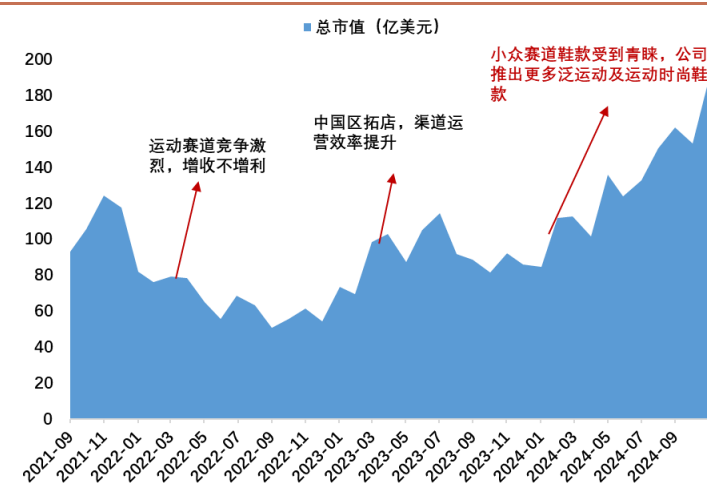
上市后复盘：公司在上市之后，凭借自身高端定位，逐步推进品类拓展，开发跑步、户外、网球、训练、日常五大系列，疫情期间推出更多的运动生活类鞋款，2022 年之后公司发现运动时尚风格逐步兴起，2023 年开始推出更多的运动时尚鞋款，在当前运动时尚风格产品市场需求提升的过程中，ON 获得了更多的红利。

图 2：昂跑定位高端市场



资料来源：wind、ON 官网、招商证券

图 3：昂跑市值复盘



资料来源：wind、ON 官网、招商证券

二、ON 保持高增长原因：定位精准+持续创新+矩阵丰富+社媒营销

1、定位：泛运动+运动时尚风格定位持续拓客

品牌定位：品牌定位高端（小众赛道+起源地瑞士），从品类看更多的是泛运动类，随后拓展到运动时尚品类，更符合日常穿着和搭配。

市场红利：当前运动时尚风格产品需求提升，同时大家更注重日常穿着鞋款的功能性与设计性的平衡，ON 走在行业前列，获得更多份额。

图 4：昂跑和其他运动品牌定位对比

	ON	HOKA	Nike
定位	高端泛运动+运动时尚	高端户外运动+运动休闲	中高端专业运动+日常运动
品类	跑鞋、网球鞋、户外鞋、运动时尚鞋等	跑鞋、户外鞋、运动生活鞋等	跑鞋、篮球鞋、综合训练鞋等
价格	1200RMB	1200RMB	700-900RMB
营销	社媒营销+联名款+线下社群	社媒营销+线下社群	签约明星+线下社群

资料来源：wind、ON 官网、HOKA 官网、NIKE 官网、招商证券

2、产品：功能性持续升级，持续拓展运动时尚

功能性升级：公司创立以来主要以结构缓震知名——cloud 技术，但是随着规模扩大及跑鞋科技持续革新，单独依靠结构科技难以获得更强的功能性（包括亚瑟士），公司 2019 年推出 Helion 泡棉（peba 材料）强化缓震效果，材料+结构缓震持续提升昂跑的功能性。随后 2022 年公司提升 Cloud Tec 中底厚度，2023 年利用 FEA 有限元分析优化中底模组进一步提升缓震性。2024 年公司推出 Lightspray 技术一步式喷织高性能鞋面，在轻量化方面更进一步；纵观昂跑几次功能性的升级，均符合市场需求变化，也保证了昂跑产品的顺利更迭。

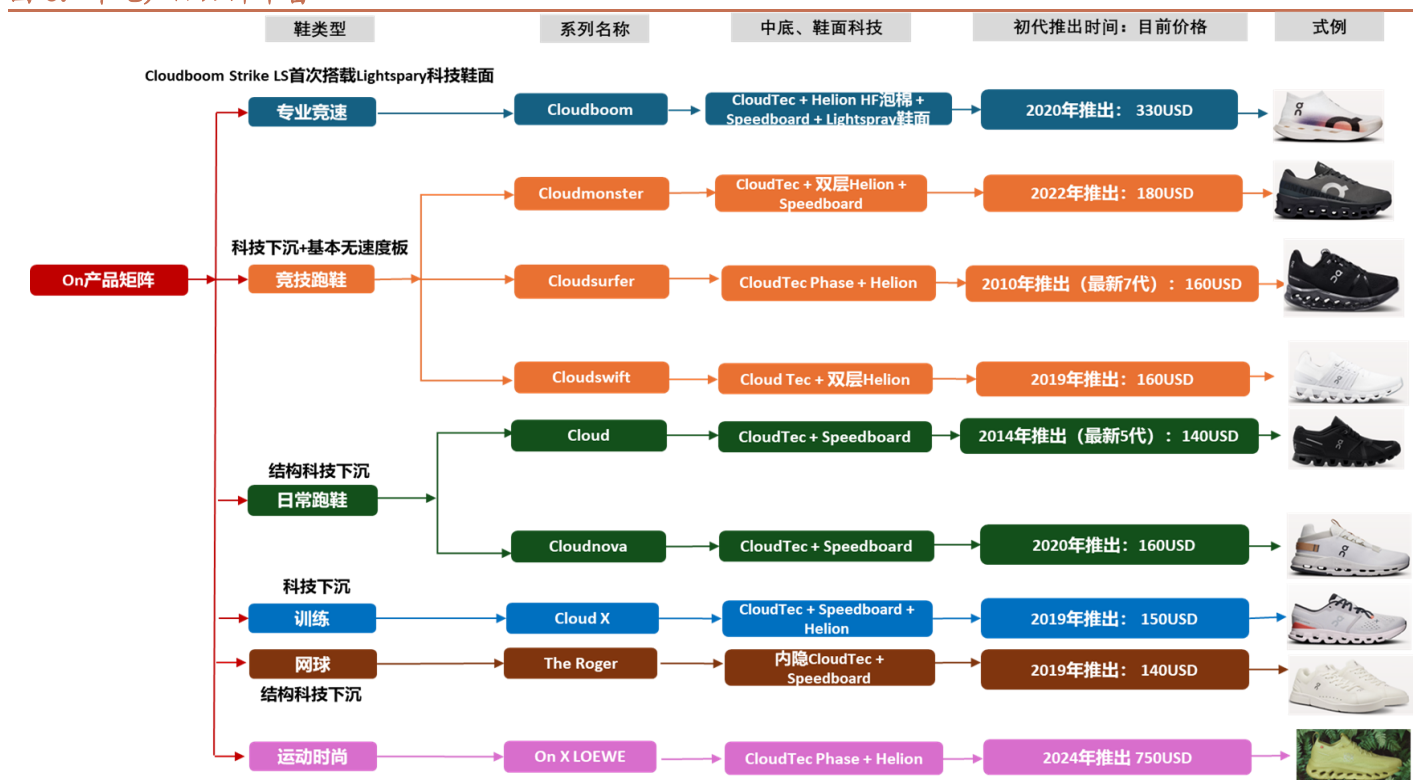
图 5：昂跑功能性持续提升

产品名	Cloud x	Cloud boom Echo	Cloud mosnter	Cloud boom echo 3	Cloud boom strike LS
推出年份	2017	2020	2022	2023	2024
图例					
核心技术	工程网+CloudTec®中底+橡胶大底	工程网+双层Helion™ Superfoam+U型橡胶大底	可再生材料+Helion™ Superfoam泡棉+橡胶大底	一体编织工程网+PEBAX泡棉+加大橡胶大底	Lightspray技术超轻鞋面+双层Helion™ HF泡棉+40%生物基原材料的Pebax® 聚合物

资料来源：wind、ON 官网、招商证券

品类持续拓展：从跑鞋、网球鞋、户外鞋、运动生活类型全拓展。

图 6：昂跑产品矩阵丰富



资料来源：wind、ON 官网、招商证券

大力发展运动时尚：从 2023 年末开始，昂跑的产品风格逐步从运动转向至运动时尚，持续提升产品设计感和时尚元素。公司采用与时尚品牌及设计师品牌合作的方式强化品牌的时尚属性，包括罗意威 LOEWE、POST ARCHIVE FACTION、Bureau Borsche 等品牌，同时拓展服装品类，完善产品矩阵。2023 年以来市场需求从运动转为运动时尚，即要求产品功能性同时要求设计感，目前运动市场革新正在进行中，从鞋的角度看真正意义的运动时尚品牌并不存在，当前 on 在运动时尚领域已经占据一定领先地位，在社交媒体平台的声量高于其他传统运动品牌和小众，有望延续市场红利。

图 7：昂跑持续推出联名款增强时尚型



资料来源：wind、ON 官网、招商证券

3、渠道：农村包围城市，品类丰富+DTC 战略提升店效

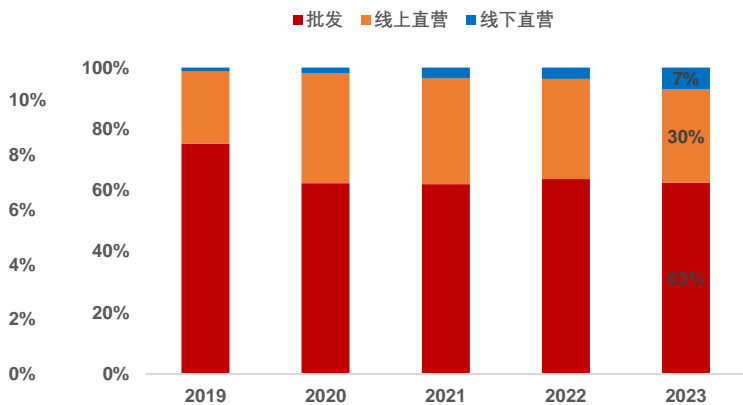
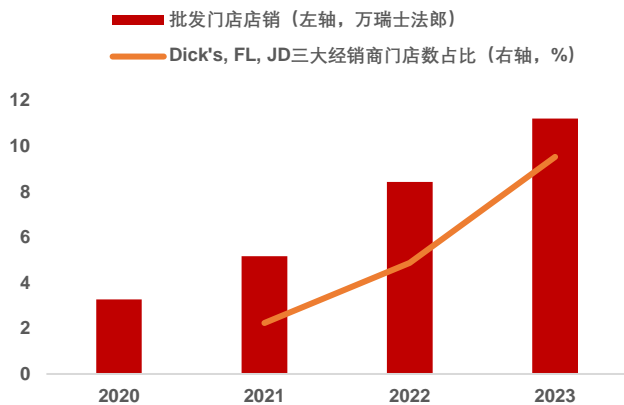
批发早期从跑鞋专卖店起步，农村包围城市：公司零售商合作从跑鞋专卖店合作，推动低成本获客和品牌认知。早期合作的大经销商仅有高端的 Fleet Fleet，确保较好的库存管理和全价销售。直到 2021 年才开始和 FL、JD、Dick’s Sport 合

作，在大零售商上仍有较大的拓店空间（三大零售商 23 年门店渗透率均在 20% 左右），同时带来结构上的店销提升。

DTC 战略持续优化：欧美线上销售占 DTC 收入 80%+，旗舰店主要作用为建立品牌和吸引客流（伦敦旗舰店开业后线上客流增长两倍）。近几年也逐步在控制体量，加大线下直营开设。

图 8：与三大经销商合作推进

图 9：DTC 战略持续推进

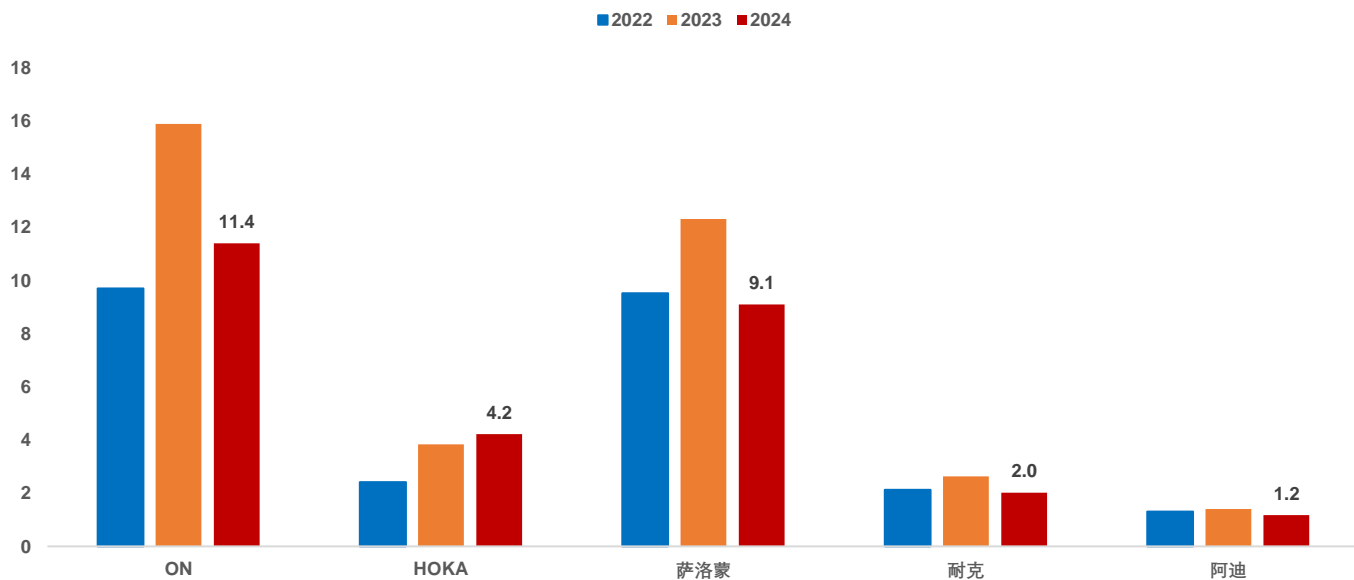


资料来源：wind、ON 官网、招商证券

资料来源：wind、ON 官网、招商证券

直营店店效持续提升：线下直营门店主要在中国区（32 家线下店中有 22 家在中国）：主要由于 1）市场缺少高端零售商 2）客户对于 On 品牌认知较低。公司产品类丰富，且刚好迎合当前运动时尚风潮，中国门店店坪效在行业高水平。

图 10：ON 中国区坪效在运动品牌领先地位（单位：万元/平米）



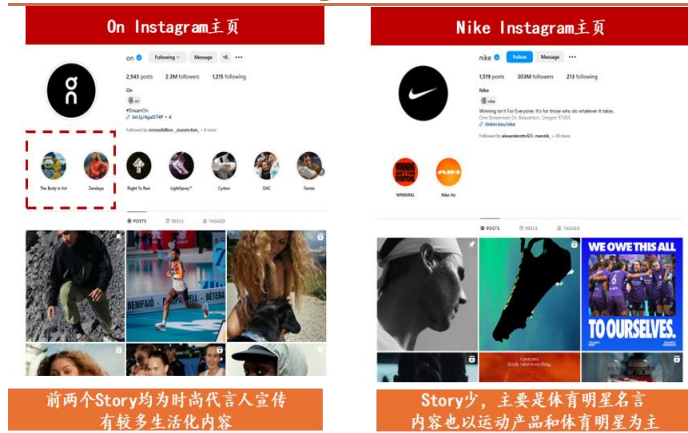
资料来源：久谦、招商证券

4、营销：社媒营销更贴近潮流、青少年

体育明星签约侧重小众赛道，非体育明星签约打破联名传统框架。在体育明星签约上，On 专注在网球、中长跑、铁人三项三个较为小众但中产认知高的赛道。

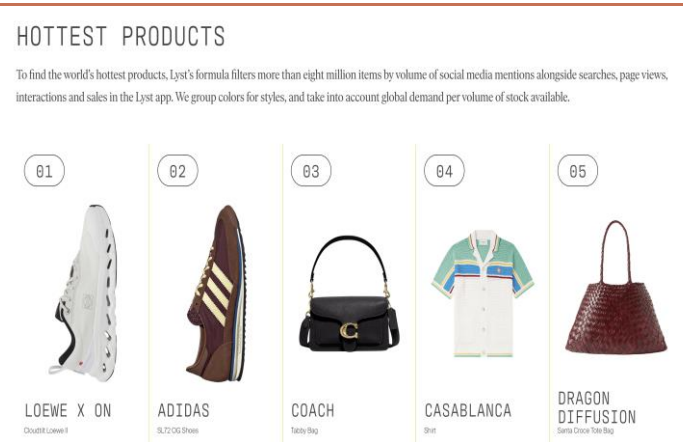
公司今年4月与英国歌手 FKA Twigs 签约，6月与赞达亚签约，加强对 Z 时代客群营销。根据 Piper Sandler 调查，在美国高青少年中，On 为第五大运动鞋类品牌，心智份额同比提升 1.2pcts。

图 11: On 与 Nike Instagram 主页对比



资料来源: wind、ON 官网、招商证券

图 12: 与 Loewe 联名跑鞋被评为 24Q2 最热单品



资料来源: wind、ON 官网、招商证券

社交媒体营销潮流属性更强，贴近青少年生活。在社媒宣传时注重讲明星的娱乐、生活体验，与青少年的社媒内容接近，能够提升公司时尚性认知，同时加速客群年轻化。Nike、Adidas 社媒宣传以体育明星为主，Hoka 则主要宣传其各城市社群活动。

图 13: 头部运动品牌主要签约 KOL 对比

品牌	KOL 领域	官网展示形式	部分签约明星及对应赛道、产品
Nike	全部体育赛道 + 娱乐明星联名	每个领域展示 1-2 个明星	美国男篮、基普乔格 (马拉松)、英厄布里格森 (中长跑)、刘翔 (跨栏)、苏炳添 (短跑) 等、Travis Scott (说唱、AJ 联名)、BTS (Kpop、Airforce 联名) 等
On	网球、中长跑、铁人三项 + 娱乐明星长约	主要介绍 8 位明星	斯瓦泰克 (网球)、罗莫 (中长跑)、亚雷德·努古瑟 (中长跑)、布鲁门菲尔特 (铁人三项)、奥比里 (马拉松) 等赞达亚 (演员)、FKA Twigs、(歌手)
Hoka	中国区外仅合作体育明星	30 位路跑、山地跑、铁人三项运动员	安德鲁斯 (越野跑)、肯代 (越野跑)、科斯特尔尼克 (超级马拉松)、卡努特 (铁人三项)

资料来源: wind、ON 官网、HOKA 官网、NIKE 官网、招商证券

5、供应链：引入优质供应商，华利份额持续提升

鞋类供应链：持续优化供应链，优质供应商份额持续提升。昂跑在规模扩大过程中，逐步将订单份额转移到东南亚（目前产能都在越南和印尼），尤其是以华利为首的优质供应商。截至 24.07，华利在 on 内部分额占比为 18%，其中 24 年华利有一家新工厂和 on 合作，持续扩大自己份额。

服装供应链：公司目前服装占比仍较小，供应链结构仍在持续优化中，随着公司服装规模扩大，将持续引入优质供应商。

图 14: 昂跑服装供应链情况

供应商	占比
维珍妮	27%
Youngone Nam Dinh .Co., Ltd	19%
Maxport Limited	12%
Pungkook Saigon Two Corporation	10%
VIET PAN PACIFIC WORLD CO.,LTD	9%
Regina Miracle International Hung Yen Company Limited	7%
Viet Thuan Joint Stock Company	6%
Viet Nadia Clothing	5%
GELAL ÇORAP SAN. ve Tic. A.Ş - Cankiri facility	3%
SLN Tekstil Ve Moda San. Tic. A.S	3%
PETRATEX CONFECÇÕES SA	1%

资料来源: wind、ON 官网、招商证券

图 15: 昂跑鞋类供应链情况

供应商	占比
Freeview Industrial	27%
华利	18%
Pro Well Vietnam Co., Ltd	10%
PT Long Rich Indonesia	10%
GLOBAL RUNNING COMPANY LIMITED	9%
Diamond Vietnam Co., Ltd	8%
福建和诚	8%
EVERSUN FOOTWEAR CO., LTD	5%
Vinh Yen Footwear Joint Stock Company-Tam Duong Branch	3%
Vinh Yen Shoes Joint Stock Company	3%

资料来源: wind、ON 官网、招商证券

三、投资机会: 符合市场需求变化的优质制造龙头

总结: 符合市场需求变化的制造商将获得更多份额。重点拓展跑步、运动时尚、户外产品的方向将是增长核心。

华利集团: 在 ON 内部份额持续提升。25 年阿迪将逐步放量, NB 有望保持高增长。预计 2024-2026 年公司收入规模为 238.9 亿元、275.7 亿元、317.9 亿元, 同比增速为 19%、15%、15%; 归母净利润规模为 39.0 亿元、45.3 亿元、52.4 亿元, 同比增速为 22%、16%、16%。当前市值对应 24PE22X、25PE19X, 维持强烈推荐评级。

九兴控股: 重点开发运动时尚品类, 合作客户包括运动、时尚、奢侈品, 客户结构优势明显, 在高端运动时尚产品开发能力方面占据领先地位, 持续拓展产能稳步提升产能利用率, 目前赛道景气度稳健, 公司有望在保持订单增长稳定性的同时提升盈利能力, 考虑到公司持续优化客户及订单结构, 预计 2024-2026 年公司营收为 15.4 亿美元、16.0 亿美元、16.7 亿美元, 同比增速为 3%、4%、4%。净利润为 1.62 亿美元、1.80 亿美元、2.01 亿美元, 同比增速为 15%、12%、12%。当前市值对应 24PE9X, 25PE8.5X, 维持强烈推荐评级。

四、风险提示

- 海外需求不及预期:** 当前外部宏观环境不确定性及地缘风险较高, 注意欧美终端对于鞋服产品需求下滑风险;
- 库存积压风险:** 当前补单需求较高, 注意终端需求放缓后品牌库存风险;
- 竞争格局恶化风险:** 运动赛道玩家众多, 且有较多潜在进入者, 注意细分赛道竞争加剧风险。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。