

2024.05.13

户外行业集中度提升，关注品牌端投资机会

——户外运动行业系列报告（三）

	刘佳昆(分析师)	曹冬青(研究助理)	赵博(研究助理)
	021-38038184	0755-23976666	010-83939831
	liujiakun029641@gtjas.com	caodongqing026730@gtjas.com	zhaobo026729@gtjas.com
证书编号	S0880524040004	S0880122070070	S0880122070053

本报告导读：

国内户外行业景气度高，看好1)专业户外品牌中，满足伪户外需求的高端品牌及产品力突出的中端品牌；2)泛户外品牌中，羽绒服品牌及质价比突出的运动品牌。

摘要：

- **投资建议：**本文将户外赛道参与者划分为专业户外品牌、泛户外品牌，看好：1)专业户外品牌中，能够满足伪户外需求的高端品牌及产品力突出的中端品牌；2)泛户外品牌中，羽绒服品牌及质价比突出的运动品牌。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。
- **国内户外行业竞争格局：**近年集中度提升，专业户外品牌占主导。根据天猫户外鞋服行业数据，2017-2019年户外行业CR50由41.3%下降至38.7%，2020-2023年CR50由39.2%提升至64.0%。1) **专业户外品牌：**指从户外领域起家的品牌（探路者、迪桑特、X-Bionic等），2020-2023年行业前50名品牌中，专业户外品牌市占率提升23.8pct，主要得益于传统户外品牌升级及新兴户外品牌加速发展。2) **泛户外品牌：**指不是从户外领域起家、但通过设立户外产品系列进入户外领域的品牌（安踏、李宁、波司登等），2020-2023年行业前50名品牌中，泛户外品牌市占率提升1.0pct，主要原因为非专业户外品牌越来越重视户外赛道布局，加强户外产品系列宣发。
- **专业户外品牌：高端品牌自发迎合伪户外需求，中端品牌产品力是竞争关键。**1) **高端品牌：**据欧美户外品牌经验，专注于满足真户外需求的品牌天花板有限，高端专业户外品牌需通过满足彰显身份的伪户外需求来打开天花板。其关键在于开发满足高端人群非户外场景需求的产品，以及品牌声量的提升与圈层认可度的形成。2) **中端品牌：**中端市场进入壁垒低，参与者较多，消费者通常真/伪户外需求并存，产品力为品牌竞争关键，需兼顾产品功能性、时尚性与性价比。
- **泛户外品牌：运动类进入难度小，羽绒服类销售增量。**1) **行业层面：**户外系列为泛户外品牌带来销售增量的同时，也对原有品类带来转移效应（户外系列抢占原有品类需求）、溢出效应（户外系列带动原有品类销售）。根据我们测算，户外系列能够为泛户外品牌带来净销售增量。2) **品牌层面：**从客群重叠度、品类相似度、户外需求满足度三大维度分析，我们认为①运动品牌进入户外领域难度小，但销售净增量因品牌而异，核心取决于产品质价比；②羽绒服品牌进入户外领域难度适中，销售净增量；③男女装品牌进入户外领域难度大，销售净增量。
- **风险提示：**高端专业户外品牌破圈不及预期，消费者接受度不及预期

评级：**增持**

上次评级：**增持**

细分行业评级

相关报告

纺织服装业《制造反转确立，运动前低后高》	2024.05.04
纺织服装业《纺织服装行业2024年春季投资策略》	2024.04.11
纺织服装业《知日鉴中：中国户外真需求提升可期》	2024.04.07
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

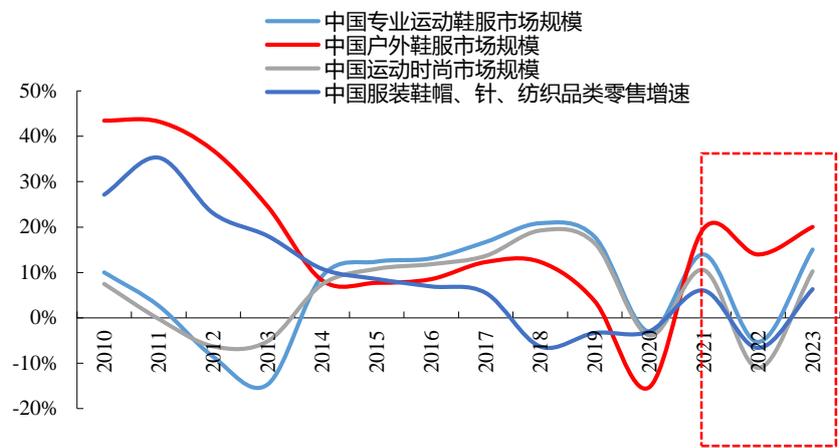
目 录

1. 国内户外行业竞争格局：近年集中度提升，专业户外品牌占主导	3
2. 专业户外品牌：高端品牌自发迎合伪户外需求，中端品牌产品力是竞争关键	4
2.1. 高端品牌：主动满足伪户外需求是打开成长天花板的必经之路	4
2.2. 中端品牌：消费者真/伪户外需求并存，产品力是竞争关键	6
3. 泛户外品牌：运动类进入难度小，羽绒服类销售增量	8
4. 投资建议	11
5. 风险提示	11

1. 国内户外行业竞争格局：近年集中度提升，专业户外品牌占主导

国内户外行业高景气，中国品牌争相抢占。2021-2023 年国内户外鞋服行业 CAGR 约为 17%，明显高于专业运动鞋服行业（4%）及服装零售整体（1%）。根据国君轻纺团队《国内户外二次崛起，高景气有望延续——户外运动行业系列报告（一）》、《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）》，我们判断国内户外运动行业高景气有望延续，中性情况下 2023-2028 年中国户外鞋服市场规模 CAGR 约为中双位数。因此，目前户外赛道是众多服装品牌争相布局、抢占的高景气赛道。

图 1：2021-2023 年中国户外鞋服行业景气度明显高于服装行业整体



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

我们认为目前国内户外鞋服行业参与者大致可分为两类：**1) 专业户外鞋服品牌**：指从户外领域起家的品牌，如探路者、迪桑特、X-Bionic 等。**2) 泛户外品牌**：指不是从户外领域起家、但通过设立户外产品系列进入户外领域的品牌，如安踏、李宁、波司登等。

具体来看天猫渠道户外鞋服行业竞争格局，呈现以下几个特点：

1) 户外鞋服行业整体：2017-2019 年集中度下降，2020-2023 年集中度提升。我们将天猫户外服饰行业中销售额排名前五的品牌分为专业户外品牌与泛户外品牌两大类。2017-2019 年天猫平台户外服饰 CR50 由 41.3% 下降至 38.7%，主要由于专业户外品牌集中度下降，我们分析主要原因为 2017-2019 年国内户外行业整体增长较为一般，传统专业户外品牌老化，自身竞争力也出现下降，如骆驼市占率由 2017 年的 6.3% 下降至 2019 年的 3.4%。2020-2023 年天猫平台户外服饰 CR50 由 39.2% 提升至 64.0%，专业户外品牌、泛户外品牌集中度均明显提升。

2) 专业户外品牌：2020-2023 年集中度提升主要得益于传统户外品牌升级及新兴户外品牌加速发展。2020-2023 年行业前 50 名品牌中，专业户

外品牌市占率提升 23.8pct，我们认为主要原因为：a) 传统户外品牌在户外行业二次崛起的背景下，配合进行品牌升级与产品升级，市占率得到显著提升，如骆驼 2020-2023 年市占率由 3.0% 提升至 13.0%。b) 国内户外赛道出现众多发展迅速的新兴户外品牌，如蕉下（2020-2023 年市占率由 1.8% 提升至 6.2%）、始祖鸟（2020-2023 年市占率由 1.0% 提升至 2.2%）、可隆（2020-2023 年市占率由 0.7% 提升至 1.9%）等。

3) 泛户外品牌：2020-2023 年集中度提升主要体现出泛户外品牌对于户外赛道布局的重视程度提升。2020-2023 年行业前 50 名品牌中，泛户外品牌市占率提升 1.0pct，我们认为主要原因为户外行业二次崛起，非专业户外品牌越来越重视户外赛道布局，加强户外产品系列开发。如波司登作为国内羽绒服行业龙头，2023 年新品冲锋衣羽绒服销售火爆，2020-2023 年天猫户外服饰行业市占率由 0% 提升至 0.7%。

表 1：2020-2023 年天猫平台户外服饰 CR50 由 40.2% 提升至 64.0%

单位：%	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
CR50	41.3	40.7	38.7	39.2	40.2	54.3	64.0
同比变动		-0.6	-2.0	0.5	1.0	14.1	9.7
其中：							
1) 专业户外品牌							
专业户外品牌合计数量	33	39	44	44	32	44	34
专业户外品牌合计市占率	35.8	32.9	30.3	29.7	30.8	43.4	53.5
同比变动	/	-2.9	-2.6	-0.6	1.1	12.6	10.1
平均市占率	1.1	0.8	0.7	0.7	1.0	1.0	1.6
同比变动	/	-0.2	-0.2	0.0	0.3	0.0	0.6
2) 泛户外品牌							
泛户外品牌合计数量	17	15	23	32	21	26	18
泛户外品牌合计市占率	5.5	7.8	8.4	9.5	9.4	10.9	10.5
同比变动	/	2.3	0.6	1.1	-0.1	1.5	-0.4
平均市占率	0.3	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.6
同比变动	/	0.2	-0.2	-0.1	0.2	0.0	0.2

数据来源：久谦，国泰君安证券研究（注：表中数据为久谦天猫渠道“户外服饰”品类分品牌市占率统计）

2. 专业户外品牌：高端品牌自发迎合伪户外需求，中

端品牌产品力是竞争关键

2.1. 高端品牌：主动满足伪户外需求是打开成长天花板的必经之路

高端专业户外品牌如果聚焦“真户外需求”，天花板有限，主动拓展“伪户外需求”是打开成长天花板的必经之路。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》，国内户外行业近年来加速发展主要得益于“真户外需求”的加速提升及“伪户外需求”的出现。专业户外品牌的发展起步于满足消费者的“真户外需求”，但从美国、日本专注于“真户外需求”的高端品牌情况来看，该策略的发展天花板较为有限，

如 Patagonia 近年来在日本的收入增速仅为中单位数左右。因此对于高端专业户外品牌而言，如果想要打开成长天花板，满足除户外运动之外的其他需求至关重要，即应当主动满足消费者的“伪户外需求”。

图 2：Patagonia 近年来在日本的收入增速仅为中单位数左右



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

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》，高端户外品牌主要满足的是消费者身份彰显的伪户外需求，因此对于品牌而言，成功拓展“伪户外需求”的关键在于：

- **品牌声量的提升与圈层认可度的形成。**传统高端专业户外品牌由于定位相对狭窄，因此受众群体比较小，品牌知名度相对局限。凡是能够实现身份象征需求的品牌，必须要具备充分的知名度，尤其是在高端人群当中。因此品牌声量的提升（即破圈）与圈层认可度的形成至关重要。例如，始祖鸟采用邀请非运动员代言人（如国际超模刘雯）、跨界联名（如与 Off-White 联名完成大秀）、Tiktok 防水测试等方法实现破圈，品牌声量得到显著提升；迪桑特采用类似于奢侈品牌的会员制度，着重为顶级客户提供私享服务、创造交际机会，以点及面辐射精英群体。

图 3：刘雯为始祖鸟品牌代言



数据来源：精练 GymSquare

图 4：始祖鸟与 Off-White 联名完成大秀



数据来源：户外装备党

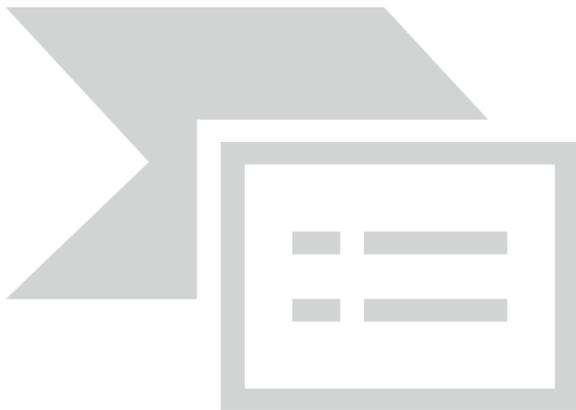
表 2：始祖鸟会员分为四档

会员等级	消费门槛	消费积分	有效期	生日礼遇	会员活动
ZETA	任意金额		永久	生日祝福	/
GAMMA	一年累计消费满 6000 元		升级后一年内消费≥2 次		可使用积分兑换山地课堂活
BETA	一年累计消费满 30000 元		升级后一年内消费≥2 次		动名额
		每消费 1 元=1 积分		生日定制礼品	可使用积分兑换山地课堂活
ALPHA	一年累计消费满 100000 元		升级后一年内消费≥1 次；一年累计消费满 200000 元即可成为永久 ALPHA 会员		动名额；可参与 ALPHA 会员专属活动：霞慕尼高山学院；斯阔米什攀岩学院；始祖鸟野雪学院

数据来源：始祖鸟官方微信小程序，国泰君安证券研究

- **拥有满足高端人群非户外场景需求的产品。**“伪户外需求”即消费者穿着产品在非户外场景，高端人群更多是穿着在商务通勤场合，适用于该类场景的产品与户外场景的产品有所不同，如：**1) 裁剪方面：**户外场景下更多需要考虑是否适合运动，商务通勤场景下更多需要考虑版型是否美观得体。**2) 色彩方面：**户外场景下不乏一些高饱和度颜色的产品，而商务通勤场景下服装更多是偏正式的低饱和度颜色。**3) 功能性方面：**商务通勤场景下，消费者对于服装功能性的要求没有专业户外场景高，如果过于功能性，消费者可能并不愿意为这部分支付高价，因此在面料科技等方面两类产品也往往存在不同。因此，对于想要开拓“伪户外需求”的品牌而言，也需要配合推出新的适合于非户外场景的产品系列。例如，迪桑特推出 ALLTERRAIN 高端机能全地形系列等；始祖鸟推出 24 城市系列、Veilance 高端商务系列等。

图 5：迪桑特推出 DESCENTE GOLF 子品牌



数据来源：迪桑特官方微博

图 6：始祖鸟推出 24 城市系列、Veilance 高端商务系列



24 城市系列
(都市生活)

Veilance 系列
(职场商务)

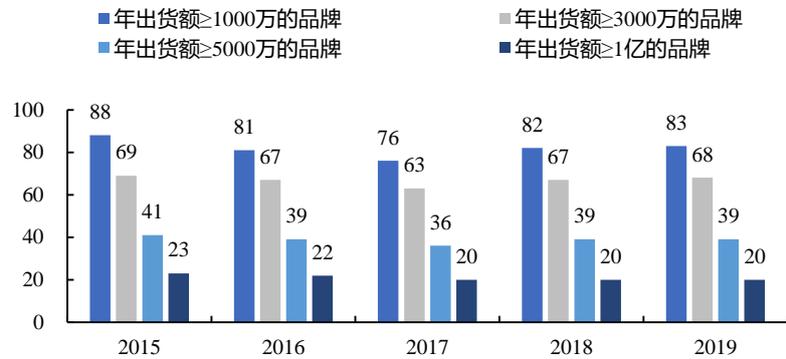
数据来源：始祖鸟官方微博，始祖鸟天猫官方旗舰店

2.2. 中端品牌：消费者真/伪户外需求并存，产品力是竞争关键

中端户外领域进入壁垒低，参与者较多。通常而言，中端专业户外运动品牌的消费者多为业余户外运动参与者，对于产品功能性的要求相对适

中，因此中端户外领域的进入壁垒并不高，参与者较多且集中度相对分散，2015-2019 年国内年出货额在 5000 万以下的品牌占比超过 70%。

图 7：中端户外领域的参与者众多

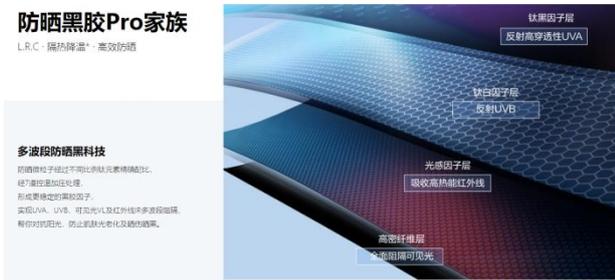


数据来源：历年 COCA 中国户外用品年度市场调查报告，国泰君安证券研究

消费者真/伪户外需求通常并存，产品力为品牌竞争关键。由于中端消费者通常偏业余，他们在出于“真户外需求”购买功能性产品同时，也会自发考虑到产品是否能够满足自身“伪户外需求”（区别于高端专业户外品牌需要主动拓展“伪户外需求”，中端专业户外品牌的“伪户外需求”通常是消费者自发去追求），包括是否好看时尚、是否能多场景使用提高使用频率及性价比。因此，对于中端户外品牌而言，通常大部分品牌需要同时兼顾产品功能性、时尚性与性价比，产品力成为品牌竞争的关键。

典型案例：蕉下产品功能性、美观实用性突出，成为国内防晒领域龙头。近年来新兴的户外品牌蕉下于 2013 年推出了旗下第一款防晒产品“小黑伞”，其所使用的 L.R.C 涂层，可以阻隔 99% 的紫外线，隔热和遮阳效果比市面上的普通黑胶涂层好上数倍，成功打造了第一款明星单品，满足了消费者的功能性需求。但“小黑伞”只是蕉下探索户外的起点，在“小黑伞”爆火后，蕉下沿着户外场景，对西方户外的皮肤风衣/防风夹克进行了本土化改造，聚焦在中国人更在乎的“防晒”功能，用更贴近大众需求的功能、更人性时尚的设计打造出了又一爆品“防晒衣”，并借此成为中国防晒衣市占率第一的品牌。2023 年，蕉下首次提出“轻量化户外”这一新概念，在以防晒衣为代表的海量防晒经典品之上做加法，在保证防晒产品优势的同时，满足消费者更多户外场景需求，在专业户外与生活方式中间寻求到平衡。

图 8：蕉下 L.R.C 涂层隔热降温、高效防晒



数据来源：蕉下官网

图 9：除基础功能性外，蕉下采用更时尚的产品裁剪设计



数据来源：蕉下天猫旗舰店

3. 泛户外品牌：运动类进入难度小，羽绒服类销售增量

代表性泛户外品牌 2021-2023 年户外服饰销售占比逐年提升。我们筛选出 10 个具备代表性的泛户外品牌，包括运动品牌（如李宁、安踏等）、羽绒服品牌（如波司登）等，这些品牌通过开拓户外产品系列进入户外领域，2021-2023 年天猫官方旗舰店的户外服饰品类销售占比逐年提升。

图 10：2021-2023 年泛户外品牌中户外服饰品类销售占比逐年提升

品牌	图表	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024YTD
Nike		-	-	-	-	0.09%	0.47%	1.01%	1.93%
安踏		0.13%	0.03%	0.02%	0.00%	0.25%	1.35%	3.65%	4.29%
李宁		0.80%	0.50%	0.20%	0.08%	0.07%	0.15%	0.94%	1.12%
Adidas		0.15%	0.09%	0.02%	0.04%	0.08%	0.27%	1.15%	1.54%
FILA		0.09%	0.06%	0.05%	0.03%	0.03%	0.06%	0.28%	0.73%
特步		0.11%	0.05%	0.04%	0.02%	0.08%	0.23%	0.58%	0.45%
斯凯奇		0.43%	0.76%	2.80%	1.79%	0.77%	0.84%	2.38%	5.00%
361度		2.27%	1.42%	0.58%	0.36%	0.38%	0.49%	1.43%	1.58%
Puma		-	-	-	-	0.05%	0.10%	0.17%	1.03%
波司登		0.01%	0.01%	-	0.01%	0.12%	0.60%	2.48%	1.58%

数据来源：久谦，国泰君安证券研究（注：图为各个品牌天猫官方旗舰店中“户外服饰”品类销售收入占比；2024YTD 数据为 2024 年初至 4 月中旬数据）

我们认为，针对泛户外品牌而言，户外系列在为品牌带来销售增量的同时，也会影响其原有产品系列的销售：1) 转移效应：户外系列的出现或抢占部分原有购买其他产品系列的消费需求；2) 溢出效应：户外系列的出现吸引部分新客群对品牌的关注或加强老客群对品牌的购买粘性，带动其他产品系列销售。

行业层面来看，户外系列能够为泛户外品牌带来净销售增量。综合考虑转移效应、溢出效应，新增户外系列为品牌带来的净销售增量是否为正

并不一定。针对这一问题，我们将上表中的 10 个品牌根据天猫官方旗舰店的户外品类销售增速划分为“高增速组”（包括安踏、波司登、Nike、李宁、FILA）与“低增速组”（包括斯凯奇、Adidas、特步、Puma、361 度），分别计算出两组品牌的户外系列平均销售增速与非户外系列平均销售增速，发现“高增速组”在户外品类销售增速明显高于“低增速组”，同时，非户外品类销售增速并未出现低于“低增速组”的情况，这从一定程度上说明在多数品牌中，户外系列为品牌带来的净销售增量为正。

表 3：户外系列为泛户外品牌带来净销售增量

	2021	2022	2023
户外系列增速：高增速组	2252%	298%	286%
户外系列增速：低增速组	100%	74%	190%
非户外系列增速：高增速组	12%	-9%	9%
非户外系列增速：低增速组	11%	-9%	-6%
户外系列增速：高增速组-低增速组	1%	0%	14%
非户外系列增速：高增速组-低增速组	2152%	224%	97%

数据来源：久谦，国泰君安证券研究（注：“高增速组”包括安踏、波司登、Nike、李宁、FILA；“低增速组”包括斯凯奇、Adidas、特步、Puma、361 度）

具体到品牌层面来看，市场担忧在激烈的行业竞争下，泛户外品牌新进入户外行业的难度较大、带来的销售增量有限。关于上述问题，我们定义以下指标进行分析：

1) 客群重叠度：指泛户外品牌原有客群与户外鞋服消费者的重叠度，可用来衡量品牌进入户外行业的难度。如果客群重叠度高，则品牌进入户外行业的难度相对更小，如安踏、李宁等运动品牌的客群与户外鞋服消费者客群重叠度相对高。

2) 品类相似度：指泛户外品牌原有产品与户外产品的相似度，可用来衡量户外系列为品牌带来的销售增量。如果品类相似度高，则品牌新增户外品类带来的销售增量大概率更低一些。如安踏、李宁等运动品牌的原有品类与户外产品的相似度较高，波司登的羽绒服产品与户外产品的相似度较低。

3) 户外需求满足度：根据国君轻纺团队《国内户外二次崛起，高景气有望延续——户外运动行业系列报告（一）》，我们将户外需求分为真户外需求与伪户外需求两种。户外需求满足度指的是品牌对于消费者真/伪户外需求的满足情况，如果户外需求满足度高，则我们认为户外品类能够带来的销售增量越多。如安踏、李宁等运动品牌主要满足消费者真户外需求，户外产品在设计开发等方面与原有产品协同效应较强，因此我们认为运动品牌的户外需求满足度较高。

综合上述三大指标，我们将目前泛户外品牌分为三大类进行分析：

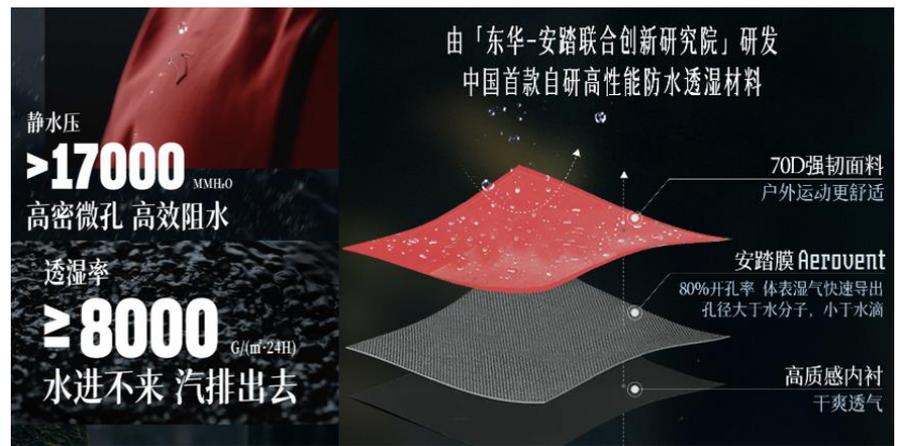
表 4：泛户外品牌大致可分为三大类

	代表品牌	客群重叠度	品类相似度	户外需求满足度	结论
运动品牌	李宁、安踏、特步、361 度等	高	高	高（真户外需求）	难度低，增量不一定
羽绒服品牌	波司登、加拿大鹅、盟可睐、鸭鸭等	中	低	中（真/伪户外需求）	难度中等，增量较大
男/女装品牌	杰克琼斯、花花公子、啄木鸟男装等	低	低	低（真/伪户外需求）	难度大，增量较大

数据来源：国泰君安证券研究

1) 运动品牌：难度低，增量因品牌而异。客群重叠度高，品类相似度高，真/伪户外需求满足度高。因此我们认为运动品牌进入户外领域的难度低，但是由于品类相似度高，户外产品带来的增量因品牌而异，产品质价比是竞争关键。如安踏推出的风暴甲冲锋衣，搭载了与东华大学联合研发的中国首款自主研发高性能防水透湿材料“安踏膜”，其静水压 > 17000mmH₂O，透湿率 > 8000g/(m²·24h)，防水透湿性能比肩国际品牌，达到世界顶尖科技水准，但是产品售价仅 1000 元左右，质价比领先。

图 11：安踏风暴甲性能优异质价比高



数据来源：安踏官方网店

2) 羽绒服品牌：难度适中，增量较大。客群重叠度中等，品类相似度高；考虑到羽绒服产品与户外产品在部分防风防水面料上具备协同效应，我们认为羽绒服品牌真户外需求满足度相对较高；高端羽绒服品牌可满足身份象征的伪户外需求，中低端羽绒服品牌可满足好看时尚、多场景使用、高性价比的伪户外需求。因此，我们认为羽绒服品牌进入户外领域的难度适中，由于品类相似度高，户外产品带来的销售增量相对较大。

3) 男/女装品牌：难度大，增量较大。客群重叠度低，品类相似度高；考虑到男女装品牌在功能性产品方面的经验相对欠缺，因此我们认为真户外需求满足度较低，仅部分高端男/女装品牌可满足身份象征的伪户外需求。整体来看，男/女装品牌进入户外领域的难度大，但是由于品类相似度高，户外产品带来的销售增量相对较大。

4. 投资建议

投资建议：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。本文将户外赛道参与者划分为专业户外品牌与泛户外品牌两大类，认为：

1) 专业户外品牌：高端品牌主动满足伪户外需求是打开成长天花板的必经之路，中端品牌竞争激烈，产品力是决胜关键。

2) 泛户外品牌：运动品牌进入户外领域难度低，销售增量取决于产品性价比；羽绒服品牌进入户外领域难度适中，销售增量较大；男女装品牌进入户外领域难度大，销售增量较大。

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 5：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	92.20	5.34	5.67	6.48	17	16	14	增持
2331.HK	李宁	HKD	22.30	1.42	1.57	1.74	16	14	13	增持
3998.HK	波司登	HKD	4.58	0.28	0.33	0.39	16	14	12	增持
603908.SH	牧高笛	CNY	34.12	1.89	2.20	2.55	18	16	13	增持
603055.SH	台华新材	CNY	11.53	0.71	0.89	1.05	16	13	11	增持
002780.SZ	三夫户外	CNY	11.16	0.37	0.55	0.81	30	20	14	-
300005.SZ	探路者	CNY	5.63	0.21	0.26	0.30	26	22	18	-

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：1、股价为 2024 年 5 月 10 日收盘价；2、三夫户外、探路者的盈利预测来自 Wind 一致预测）

5. 风险提示

高端专业户外品牌破圈不及预期。若破圈不及预期，高端专业户外品牌始终聚焦小众户外赛道，增长天花板预计将受限。

中端专业户外市场竞争加剧。中端专业户外市场竞争激烈，新进入者较多，伴随竞争加剧，后续存在打价格战等可能。

泛户外品牌户外系列消费者接受度不及预期。泛户外品牌开拓户外系列属于一次跨界尝试，若品牌固有定位导致消费者对泛户外品牌的户外系列接受度不及预期，将影响销售增量。

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		