

全球顶尖体育用品集团，二次上市加速发展

亚玛芬体育(AS.N)

纺织服装业

——Amer Sports 首次覆盖报告

评级:

增持



刘佳昆(分析师)

曹冬青(分析师)



021-38038184

0755-23976666



liujiakun029641@gtjas.com

caodongqing026730@gtjas.com

登记编号 S0880524040004

S0880524080001

本报告导读:

Amer 在安踏集团带领下二次上市，乘户外东风有望加速发展，始祖鸟及中国市场为主要增长动力。

投资要点:

- 投资建议: Amer 被安踏集团收购后在渠道、产品、管理层等方面做出有效调整，目前以始祖鸟为代表的品牌乘户外行业二次崛起的东风快速壮大，且以中国市场为代表的新兴市场增长潜力较大，我们预计未来 Amer 有望持续释放增长潜力，并改善盈利能力，预计归母净利润分别为 2.0/3.5/4.5 亿美元，首次覆盖给予“增持”评级。
- Amer Sports: 全球领先的体育用品集团，品牌矩阵丰富覆盖多元。Amer 成立于 1950 年，通过持续外延并购发展成为全球顶尖的户外用品集团，目前旗下拥有 11 个品牌，覆盖多个户外运动场景，2020-2023 年收入 CAGR 为 21%，上市后利用募集资金偿还债务，2024 年净利润实现转正。
- 品牌角度: 拥有三大主力品牌，始祖鸟为核心增长动力。集团目前拥有技术服装/户外运动/球类三大分部，三大主力品牌分别为始祖鸟、Salomon、Wilson。在占比方面，2023 年技术服装/户外运动/球类分部的收入占比分别为 36%/38%/25%，其中以始祖鸟为代表的技术服装分部占比从 2020 年的 28%提升至 2023 年的 36%。在增速方面，2020-2023 年始祖鸟所在的技术服装分部收入 CAGR 高达 32.4%。技术服装分部目前为集团主要增长动力，主要得益于始祖鸟一方面具备硬核的专业户外性能，满足专业户外爱好者需求，另一方面凭借高端定位破圈至泛户外人群。
- 市场角度: 立足欧美拓展大中华，DTC 渠道占比持续提升。1) 分地区来看: 2023 年集团 EMEA/美洲/大中华区/亚太其他地区收入占比分别为 33%/40%/19%/8%，增速分别达到 14%/15%/61%/40%。其中欧美地区为集团核心市场，收入增速稳健；大中华区近三年表现亮眼，增长势头强劲，如始祖鸟品牌目前 50%收入来自大中华区。2) 分渠道来看: 2023 年集团批发渠道和 DTC 收入占比分别为 64.3%/35.7%，公司逐渐加强 DTC 渠道的建设，2020-2023 年提高 14pct，截至 2023 年末集团在全球拥有 326 家直营店铺。
- 风险提示: 全球经济增长不及预期，行业竞争加剧

当前价格(美元):

16.51

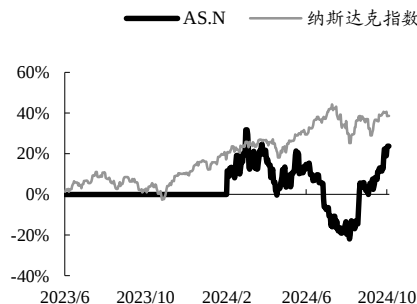
交易数据

52 周内股价区间 (美元) 10.11-18.23

当前股本 (百万股) 489

当前市值 (百万美元) 8111

52周股价走势图



财务摘要 (百万美元)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,067	3,549	4,368	5,025	5,785	6,453
(+/-)%	25.4%	15.7%	23.1%	15.0%	15.1%	11.5%
毛利润	1,506	1,764	2,276	2,736	3,199	3,588
净利润	-126	-253	-209	199	349	454
(+/-)%	46.8%	-100.1%	17.5%	195.3%	75.4%	30.3%
PE				51	29	22
PB				261	26	12

目录

1. Amer Sports: 全球领先体育用品集团	3
1.1. 发展历程: 多品牌全球化布局, 二次上市加速成长	3
1.2. 管理层运动行业经验丰富, 安踏集团为第一大股东	7
1.3. 增长动力拆解	8
1.3.1. 品牌角度: 矩阵丰富覆盖多元, 始祖鸟为核心增长动力	8
1.3.2. 市场角度: 立足欧美拓展大中华, DTC 渠道占比持续提升	8
2. 户外运动分部	9
2.1. Salomon: 顶级滑雪及越野装备品牌, 中国市场加速成长	10
2.2. 其他品牌: Atomic、Armada 主营滑雪装备	12
3. 球类分部	13
3.1. Wilson: 顶级球类运动品牌, 美国营收占比 70%	14
3.2. 其他品牌: 棒球领域龙头, 体量相对较小	17
4. 技术服装分部	19
4.1. 始祖鸟: 顶级户外运动品牌, 引领集团增长	20
4.2. Peak Performance: 定位时尚专业户外品牌	26
5. 盈利预测	31
6. 投资建议	31
7. 风险提示	31

1. Amer Sports: 全球领先体育用品集团

全球户外用品龙头，多品牌矩阵覆盖广泛。Amer Sports 于 1950 年在芬兰诞生，以烟草为主营业务，随后开展多元化经营，1896 年后聚焦运动赛道，通过持续外延并购发展成为全球顶尖的户外用品集团，2024 年 Amer 于美股上市。目前 Amer 旗下拥有 11 个品牌，覆盖多个户外运动场景，划分为技术服装/户外运动/球类三大分部，主力品牌分别为 Arc'teryx、Salomon、Wilson。

表1: Amer 旗下品牌覆盖户外运动用品、球类运动用品及健身应用等领域

品牌名称	logo	成立时间	成立地点	核心产品/功能	所属行业	市场排名
Arc' teryx (始祖鸟)		1989	加拿大	适用于攀登、徒步及 冰雪等运动的专业 户外用品	户外用品 行业	高端户外服饰市场第二
Salomon (萨洛蒙)		1947	法国	专业户外鞋服、滑雪 器材等户外产品		越野跑及装备市场第一； 高山滑雪器具市场第一； 滑雪板市场第一
Peak Performance	PeakPerformance	1986	瑞典	适用于高尔夫、滑雪 等运动的户外时装		/
Atomic (阿托米克)		1955	奥地利	高山滑雪板、越野板 等滑雪产品		高山滑雪器具市场第一； 滑雪板市场第三
Aromada		2002	美国	滑雪器材等	球类运动	/
Enve		2007	美国	高端自行车碳纤维 配件等		/
Wilson (威尔逊)		1913	美国	篮球、网球拍等运动 器材		网球/棒球/足球市场第 一；篮球市场第二
DeMarini		1989	美国	棒球棍等棒球器材		/
Louisville Slugger		1884	美国	棒球、垒球棍等器材		/

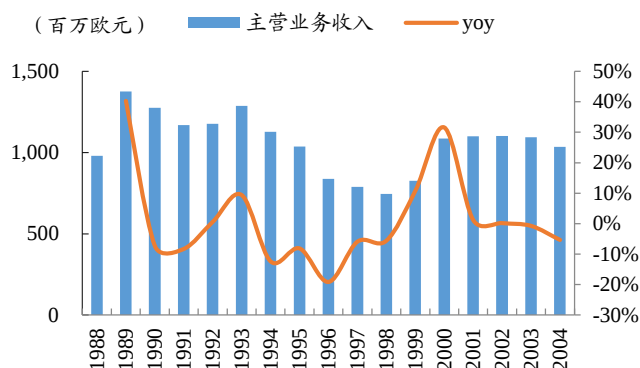
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

1.1. 发展历程：多品牌全球化布局，二次上市加速成长

1950-1985 年：开展多元化经营，涉足烟草、印刷出版、体育用品等多领域。1950 年，出于战后重建和支持社会的愿望，四个学生组织在芬兰赫尔辛基成立一家名为 Amer 的烟草公司。Amer 在成立后展开多元化经营，20 世纪 60 年代中期将业务扩展至航运行业，1970 年收购芬兰印刷和出版公司 Weilin+Göös。同时，Amer 成立出版和印刷部门，该部门隶属于 Amer 超过 25 年，Amer 自此成为一家具备多元化业务的综合集团。1974 年，Amer 收购 Koho-Tuote，这是一家为世界上最好的球员提供冰球杆和防护设备的制造商，标志着 Amer 进军体育用品业务。随着业务版图由烟草行业向航运、印刷、纺织和体育行业扩张，Amer 在 1977 年和 1984 年分别于芬兰赫尔辛基和英国伦敦上市，并成为有史以来第二家在伦敦证券交易所上市的芬兰公司。1985 年，通过收购全球知名的芬兰设计和纺织公司 Marimekko，Amer 进入室内装饰和成衣领域。

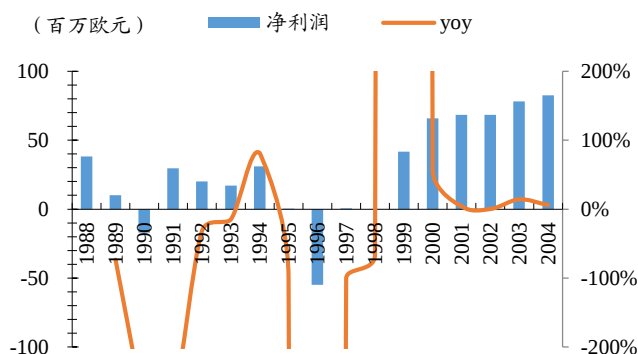
1986-2004 年：聚焦运动赛道，剥离非核心业务。1986 年，Amer 收购以高质量高尔夫设备和服装而闻名的 MacGregor Golf Company。同年，通过在集团内部正式成立运动用品部门，Amer 开始将运动业务作为其核心业务着重发展，并陆续收购全球领先的运动品牌，逐渐剥离其他非核心业务部门，例如在 20 世纪 90 年代集团剥离纸张、印刷等非核心部门。1989 年，Amer 收购网球运动设备龙头品牌 Wilson。1991 年，Amer 剥离芬兰设计和纺织公司 Marimekko 的业务。1994 年，Amer 收购生产高性能滑雪板、滑雪靴和配件的滑雪运动品牌 ATOMIC。1997 年，Amer 剥离高尔夫行业知名品牌 MacGregor Golf 的业务。1999 年，Amer 收购制造运动手表、导航设备和潜水仪器的芬兰品牌 Suunto。2000 年，Amer 收购棒球和垒球装备制造制造商 DeMarini。2002 年，Amer 收购健身运动器械制造商 Precor。自此，Amer 成为球类和冬季运动器材、运动手表、潜水电脑和健身器材的专家。2004 年，Amer 剥离烟草业务，集团更名为 Amer Sports，确立聚焦运动行业的发展战略。

图1: Amer 在剥离非核心业务过程中经历营收波动



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

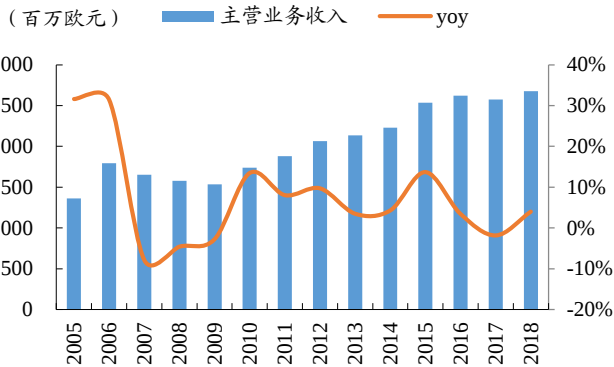
图2: Amer 在剥离非核心业务过程中经历利润波动



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

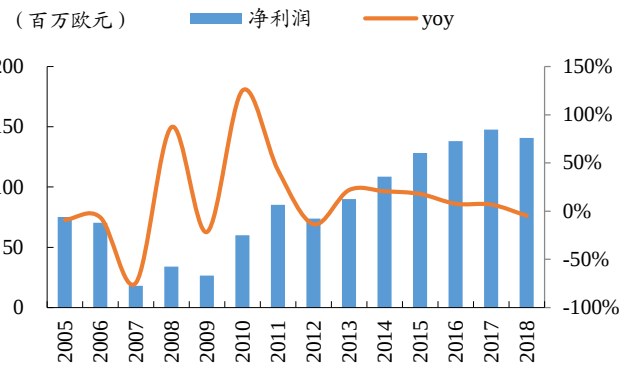
2005-2018 年：完善多品牌矩阵，增强全球影响力。2005 年，Amer Sports 收购户外越野品牌 Salomon、自行车装备及配件制造商 Mavic、顶级户外装备品牌始祖鸟，扩充其产品矩阵。2007-2009 年，房价下跌、消费衰退和金融危机爆发让经销商更加谨慎，过剩的库存也导致了较低的订单水平，尤其是高尔夫和冬季运动设备品类。面对疲软的全球经济形势和对金融市场表现的不确定性，全球体育用品部门的整体表现不佳，Amer Sports 的分销渠道亦面临巨大挑战，集团营收下滑，净利润出现大幅波动。2008 年，Amer Sports 设立冬季和户外、球类运动、健身三个独立部门，优化业务运营效率，通过整合品牌组合扩大集团在业内的影响力，并继续在全球广泛内寻找收购优质运动品牌的机会。2015 年，Amer Sports 收购美国领先棒球品牌 Louisville Slugger，加强了其在球类运动中的影响力。2017 年，Amer Sports 收购美国滑雪装备品牌 Armada。2018 年，Amer Sports 收购瑞典标志性外套和街头服饰品牌 Peak Performance，不断扩充业务组合，完善多品牌矩阵，增强其在运动行业的全球影响力。

图3: Amer Sports 聚焦三大细分市场后营收稳步提升



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

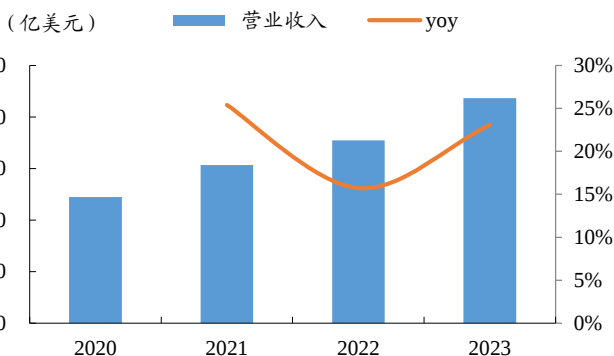
图4: 2010 年起 Amer Sports 净利润显著恢复



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

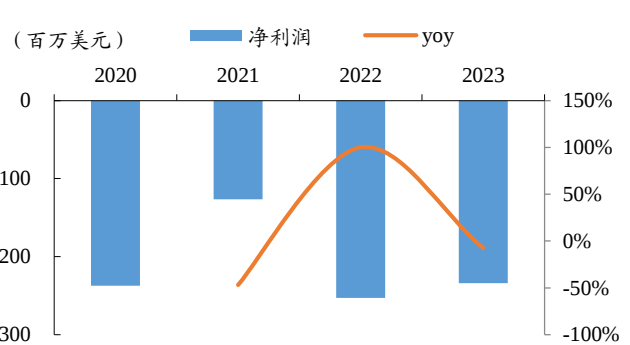
2019-2024 年: 战略转型带来高速增长, 纽约证交所再上市。2019 年, 安踏体育、方源资本、Anamered Investments 和腾讯组成的财团全资收购 Amer Sports, 对价为 46 亿欧元。Amer Sports 于 2019 年 9 月 5 日从纳斯达克赫尔辛基私有化退市, 新的所有权直接推动了 Amer Sports 的增长。同时, Amer Sports 被收购后重组并简化了公司结构, 开启精简品牌组合, 聚焦始祖鸟、Salomon 和 Wilson 三大核心品牌的战略转型, 同年剥离骑行品牌 Mavic。2020 年, 借助安踏集团在中国市场零售策略方面的丰富经验, Amer Sports 在中国市场的渗透率开始加速提升。此外, 集团聘任多名重要高管, 如任命前安踏体育总裁郑捷为集团首席执行官等, 专注于公司的快速扩张以及创新。2021 年, Amer Sports 剥离健康器材品牌 Precor。新的增长战略开始取得成效, Amer Sports 在各品牌、各细分部门、各地区和各渠道均实现快速增长, 迎来了高速发展时期。2022 年, Amer Sports 剥离运动手表品牌 Suunto。2024 年, Amer Sports 剥离自行车配件品牌 ENVE Composites。2024 年 2 月 1 日, Amer Sports 在纽约证券交易所上市, 作为全球标志性运动和户外品牌集团不断释放品牌潜力。

图5: Amer Sports 营收 2020-2023 年 CAGR 达 21.3%



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图6: Amer Sports 净利润尚未显著修复



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表2: Amer Sports 发展历程四大阶段

阶段	日期	事件类型			
		成立/上市/退市	战略调整	业务扩张	业务剥离
开展多元化经营, 开启国际化进程	1950	名为 Amer 的烟草公司在芬兰赫尔辛基成立	/	/	/
	1960 年代中期	/	/	业务扩展至航运行业	/

	1970	/	/	收购芬兰印刷和出版公司 Weilin+Göös	/
	1974	/	/	收购冰球杆和防护设备制造商 Koho-Tuote	/
	1977	纳斯达克北欧 市场上市	/	/	/
	1984	伦敦证券交易 所上市	/	/	/
	1985	/	/	收购芬兰设计和纺织公司 Marimekko	/
	1986	/	/	收购高尔夫设备和服装制造商 MacGregor Golf，正式成立运动用品部门，确立聚焦运动行业的发展战略	/
	1989	/	/	收购网球运动设备龙头品牌 Wilson	/
	1991	/	/	/	剥离芬兰设计和纺织公司 Marimekko
聚焦运动赛道，剥离非核心业务	1994	/	/	收购滑雪运动品牌 ATOMIC	/
	1997	/	/	/	剥离高尔夫品牌 MacGregor Golf
	1999	/	/	收购制造运动手表、导航设备和潜水仪器的芬兰品牌 Suunto	/
	20 世纪 90 年代	/	/	/	剥离纸张、印刷等非核心部门
	2000	/	/	收购棒球和垒球装备制造制造商 DeMarini	/
	2002	/	/	收购健身运动器械制造商 Precor	/
	2004	/	集团更名为 Amer Sports	/	剥离烟草业务
	2005	/	/	收购户外越野品牌 Salomon、自行车装备及配件制造商 Mavic、顶级户外装备品牌始祖鸟	/
完善多品牌矩阵，增强全球影响力	2008	/	设立冬季和户外、球类运动、健身三个独立部门	/	/
	2015	/	/	收购棒球品牌 Louisville Slugger	/
	2016	/	/	收购碳纤维自行车轮辋和组件制造商 ENVE Composites	/
	2017	/	/	收购美国滑雪装备品牌 Armada	/
	2018	/	/	收购瑞典标志性外套和街头服饰品牌 Peak Performance	/
	2019	从纳斯达克赫尔辛基私有化退市	被安踏体育牵头的财团全资收购，开启战略转型	/	剥离骑行品牌 Mavic
战略转型带来高速增长，纽约证交所再次上市	2020	/	聘任多名重要高管，中国市场的渗透率加速提升	/	/
	2021	/	/	/	剥离健康器材品牌 Precor
	2022	/	/	/	剥离运动手表品牌 Suunto

数据来源：招股说明书，公司官网，国泰君安证券研究

1.2. 管理层运动行业经验丰富，安踏集团为第一大股东

管理团队具备丰富全球头部运动公司任职经验，引领公司快速发展。2019 年被以安踏体育为首的投资者财团收购后，公司聘请多位优秀的管理人才，开启战略转型，进入增长发展新阶段。公司高管均具备丰富行业经验，曾在业内知名头部企业任职（如 Adidas、Foot Locker、安踏集团等），其中：首席执行官郑捷先生在运动用品行业深耕 20 余年，担任过安踏集团首席执行官；三大主力品牌首席执行官均具备深厚的行业背景和从业经验（如始祖鸟 CEO 曾任职 Lululemon，Salomon CEO 曾任职 Columbia）。

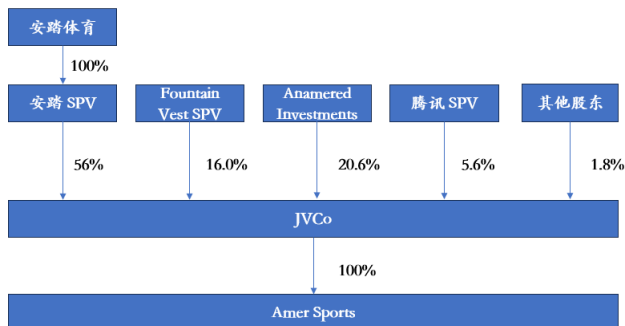
表3: Amer Sports 核心管理层具备丰富的行业经验

姓名	职位	出生年份	履历
郑捷	首席执行官兼提名董事	1969	自 2020 年起担任公司的首席执行官。2001 年-2008 年，在阿迪达斯担任过锐步(中国)总经理和阿迪达斯大中华区销售执行副总裁。2008 年加入安踏体育，担任过集团总裁兼执行董事、首席执行官。2020 年-2022 年担任世界体育用品联合会联合主席。上海复旦大学管理学学士学位。
Andrew E. Page	首席财务官	1970	自 2023 年起担任公司的首席财务官。2011 年-2019 年，担任 Under Armour 财务总监、首席会计官。2019 年-2021 年，担任 Advance Auto Parts 的首席会计官。2021 年-2023 年，任职 Foot Locker 首席财务官。东肯塔基大学会计专业工商管理学士学位和乔治城大学国际商务专业工商管理硕士学位。
Michael Hauge Sørensen	首席运营官	1974	自 2020 年起担任公司的首席运营官。1994 年-2013 年，在 ECCO 担任过全球销售执行副总裁、首席运营官。2013 年-2019 年，曾任职于潘多拉珠宝、圣达菲集团和 IC 集团等上市公司董事会。
Wen-Chang (Victor) Chen	首席战略官	1979	自 2020 年起担任公司的首席战略官。2002 年-2006 年，担任 Golin 董事。2009 年-2020 年，担任波士顿咨询集团合伙人。国立政治大学学士学位和芝加哥大学工商管理硕士学位。
Stuart C. Haselden	始祖鸟首席执行官	1970	自 2021 年起担任始祖鸟首席执行官。2006 年-2015 年，在 J.Crew 担任过首席财务官、高级副总裁、财务副总裁。2015 年-2020 年，在 Lululemon Athletica 担任过首席运营官、首席财务官和执行副总裁、国际主管。2019 年任职 Away 董事会，于 2020 年-2021 年担任其首席执行官。奥本大学学士学位和杜兰大学工商管理硕士学位。
Franco Fogliato	Salomon 总裁兼首席执行官	1970	自 2021 年起担任 Salomon 总裁兼首席执行官。2004 年-2013 年担任 Billabong 首席执行官。2013 年-2021 年，在 Columbia 担任过欧洲、中东和非洲地区总经理和全球全渠道执行副总裁。威尼斯卡福尔奇大学工商管理学士学位和开放大学商学院工商管理硕士学位。
Joseph Dudy	Wilson 总裁兼首席执行官	1971	自 2019 年担任 Wilson 总裁兼首席执行官。于 1995 年加入 Wilson，担任过 Wilson Team Sports 财务总监和 Wilson Sporting Goods 财务副总裁。普渡大学会计和金融学士学位，以及印第安纳大学工商管理硕士学位。

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

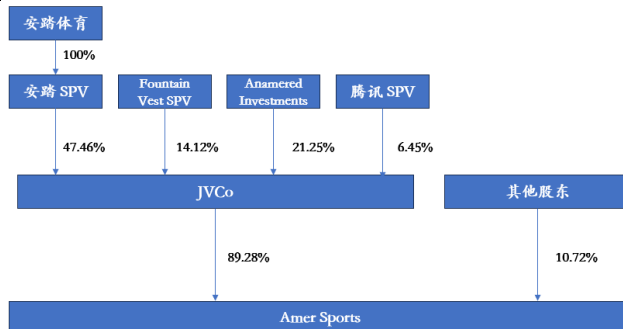
股权比例集中，安踏体育在上市前后保持第一大股东地位。Amer Sports 在上市前股权比例集中，安踏体育为第一大股东，持有 56% 的股份，亚洲私募基金 Fountain Vest SPV、Lululemon 创始人 Chip Wilson 的 Anamerred Investments 和腾讯 SPV 分别持有 16%、20.6% 和 5.6% 的股份，其他股东持有 1.8%。公司在 IPO 中共发行了 1.05 亿股普通股，以每股 13.0 美元的发行价募集了 13.65 亿美元。安踏体育在 IPO 中增持了 1692 万股股份，总额为 2.2 亿美元，目前仍为公司第一大股东。

图7: IPO 前安踏体育持有 Amer 56%股权



数据来源: 公司招股书, 国泰君安证券研究

图8: IPO 前安踏体育持有 Amer 47%股权



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

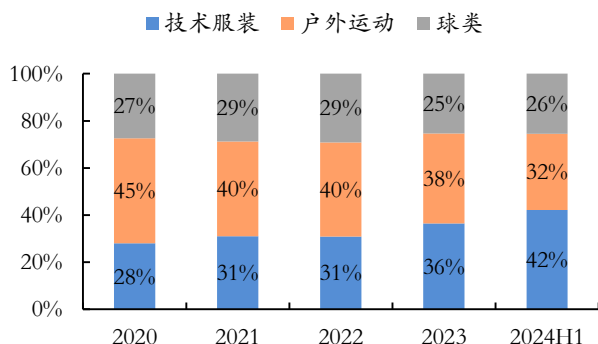
1.3. 增长动力拆解

1.3.1. 品牌角度: 矩阵丰富覆盖多元, 始祖鸟为核心增长动力

多元化品牌组合, 市场覆盖面广泛。Amer Sports 拥有多个知名运动品牌, 覆盖户外运动、滑雪、球类运动等多个细分市场, 形成功能丰富、季节互补、场景多元的品牌矩阵。旗下品牌被划分为三大分部: 技术服装、户外运动和球类, 核心品牌分别为 Arc'teryx、Salomon、Wilson, 在专业领域均为市场龙头。

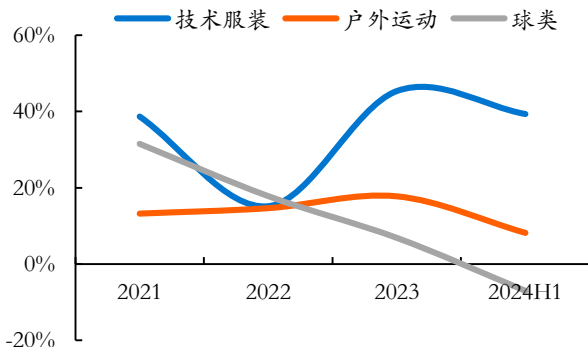
始祖鸟收入占比逐年提升, 成为重要增长引擎。2023 年技术服装/户外运动/球类分部的收入占比分别为 36%/38%/25%, 其中以始祖鸟为部门主要品牌的技术服装分部占比从 2020 年的 28% 提升至 2023 年的 36%, 在 2024H1 占比达 42%, 强劲表现成为营收重要贡献力量。技术服装分部的收入增速同样领先, 2024H1 技术服装/户外运动/球类分部收入同比分别+39.4%/+8.1%/-7.0%, 始祖鸟以高端专业户外品牌的定位实现高速增长, 从而带动公司快速发展。

图9: 技术服装分部营收占比逐年提升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图10: 技术服装分部收入增速领先

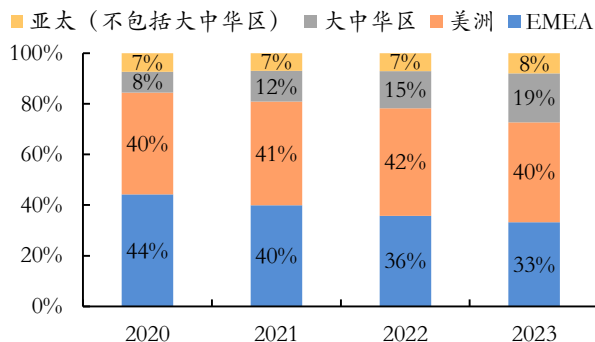


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

1.3.2. 市场角度: 立足欧美拓展大中华, DTC 渠道占比持续提升

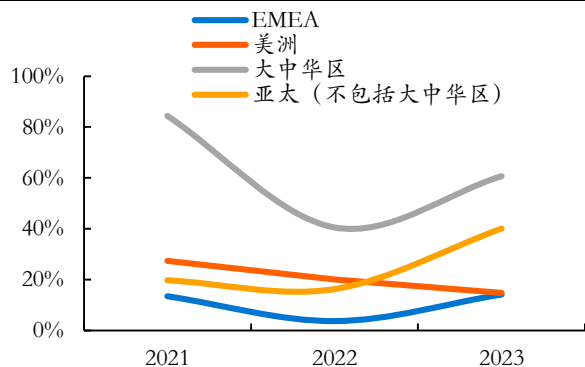
北美洲与欧洲为核心市场, 大中华区增长显著。2023 年 Amer Sports 在 EMEA/美洲/大中华区/亚太其他地区收入占比分别为 33%/40%/19%/8%, 增速分别达到 14%/15%/61%/40%。其中: 2020-2023 年, 核心市场北美洲和欧洲收入占比合计超 70%, 公司在保持当地原有品类较高市占率的同时进一步拓展新品市场份额, 收入增速稳定; 大中华区近三年表现亮眼, 占比由 2020 年的 8% 增长至 2023 年的 19%, 收入贡献显著提升, 增长势头强劲。

图11: 近四年北美洲与欧洲的收入占比合计超 70%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

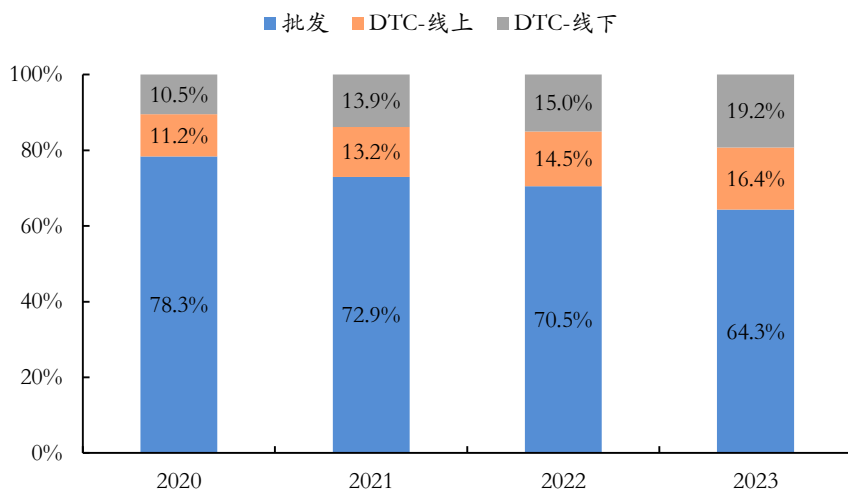
图12: 大中华区收入增长显著



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

DTC 渠道发展迅速，增强与消费者间的互动。Amer Sports 2023 年批发渠道和 DTC 收入占比分别为 64.3%/35.7%，DTC 渠道发展迅速，2020-2023 年占比提高 14pct。随着品牌矩阵的不断丰富，公司逐渐加强 DTC 渠道的建设，有助于增强与消费者的互动，加深消费者的品牌认知。截至 2023 年 12 月 31 日，Amer Sports 全球共有 326 家直营店铺，为近年来旗下品牌的鞋服类新产品（如始祖鸟 2021 年新增的女装产品线、Salomon 丰富的 Sportstyle 鞋类系列、Wilson2021 年推出的鞋服系列）提供了展示环境，以高品质吸引消费群体。

图13: DTC 渠道占比持续提升

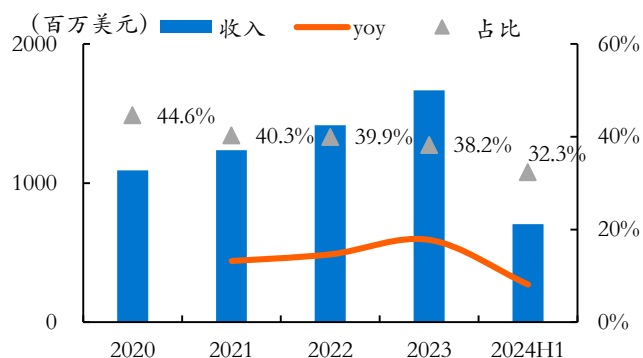


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2. 户外运动分部

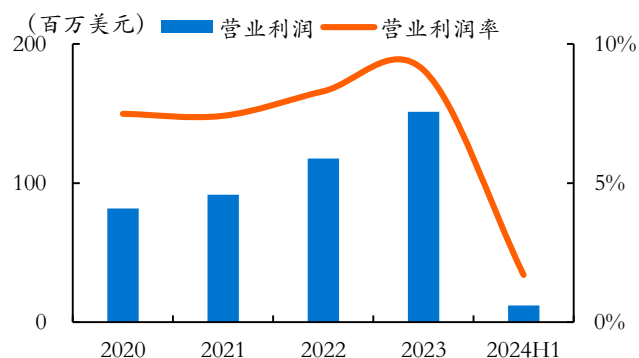
户外运动分部增速稳健增长，贡献集团 30% 收入。户外运动分部包括 Salomon、Atomic、Armada 三个品牌，产品主要为冬季运动装备和户外运动装备。收入方面，2020-2023 年收入稳定增长，由 10.92 亿美元增长至 16.68 亿美元，CAGR 为 15.2%；2024H1 收入同比增长 8.1%至 7.04 亿美元，Salomon 鞋服类的强劲增长部分被冬季运动装备市场疲软所抵消。利润方面，2020-2023 年营业利润率稳步上升，得益于收入增加、渠道和产品组合变化、物流成本降低带动毛利率提升，其中物流成本下降部分因运营费用增加而抵消；2024H1 营业利润率 1.7%，同比-0.6pct，较全年利润率低主要因季节影响导致费用增加。我们预计 2024 年户外运动分部收入有望实现中高单位数增长，利润率达到高单位数。

图14: 户外运动分部收入增长稳定



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图15: 营业利润率 2020-2023 年稳步上升

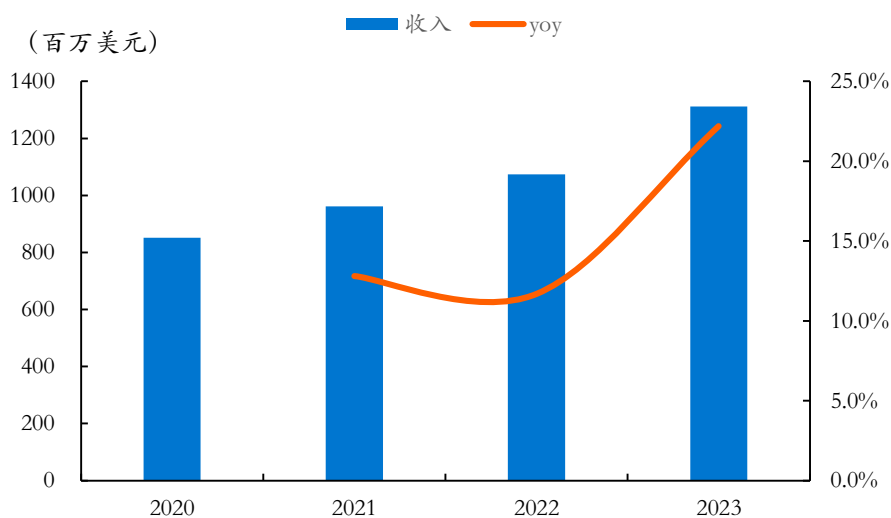


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2.1. Salomon: 顶级滑雪及越野装备品牌, 中国市场加速成长

以生产滑雪装备起家, 逐步扩展至越野跑、徒步、登山等户外运动领域。1947 年, Salomon 在法国阿尔卑斯山下的安纳西镇成立, 生产木锯和板刃, 此后专注于制造创新性滑雪板固定器, 1972 年成为世界上生产滑雪板固定器最多的厂商。1979 年, Salomon 推出品牌首款滑雪靴 SX90, 1990 年推出品牌首款滑雪板 S9000, 正式进入冬季运动装备生产领域。后续逐步进军远足、越野、登山等户外运动市场, 1992 年推出品牌首个探险远足靴 Adventure 系列, 2002 年推出 XA Pro 越野跑鞋。1997 年, Salomon 被阿迪达斯收购, 后因阿迪达斯退出滑雪装备领域, 于 2005 年被出售给 Amer Sports。

图16: Salmon 2023 年发展加速



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表4: Salomon 多年来深耕户外运动领域

年份	发展历程
1947 年	品牌创始人 Francois Salomon 在法国安纳西镇的城区建立了 Salomon 家族的工厂, 生产木锯和板刃。
1952 年	创始人的儿子 George Salomon 发明了自动化机械, 使得板刃产量日益增多。同年, 第一款 Salomon 生产的滑雪板金属固定器问世。
1955 年	George Salomon 发明了滑雪板上的前端固定器 “Skade”, 降低了双脚在脱离雪板时膝盖受损的概率。
1957 年	Salomon 制造了第一款滑雪板固定器 “LE LIFT”, 代替了原先一直使用的皮革固定带。
1966 年	推出了第一款后部自动脱落固定器。
1972 年	Salomon 成为世界上生产滑雪板固定器最多的厂商, 1972 年生产了超过 100 万对的固定器。
1979 年	推出 Salomon 首款滑雪鞋 SX90, 是第一款后入式和后跟固定的滑雪鞋。
1980 年	推出革命性的滑雪鞋和绑带固定系统——SNS; 成立日本子公司。
1990 年	推出了品牌首款滑雪板 S9000, 采用玻璃纤维设计的单体结构, 可提供更优秀的附着力。
1992 年	推出探险远足靴 Adventure 系列; 成为阿尔贝维尔奥运会最成功的制造商, 为 Edgar Grosirpon 等传奇人物提供装备。

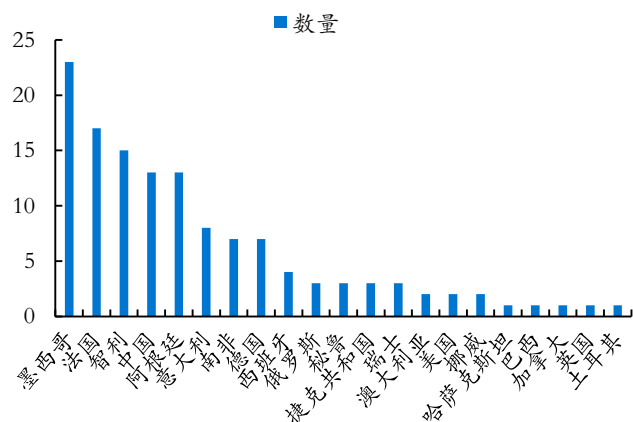
1997 年	推出首款用于新派自由式滑雪的双板滑雪板 Teneighty。
2002 年	推出越野跑鞋 XA Pro。
2013 年	推出长距离越野跑鞋 XT-6；推出新一代的鞋脚一体技术“Custom Fit 3D”。
2015 年	与法国先锋潮流买手店 The Broken Arm 合作，推出了 Salomon Snowcross x The Broken Arm 联名鞋款，标志着 Salomon 开始进入时尚领域
2021 年	与专门从事技术纺织品的供应商中小企业 Chamatex 合作，共同建造法国先进制鞋工厂 4.0。

数据来源：公司官网，网易体育，国泰君安证券研究

市场地位：于户外鞋和冬季运动装备类别均领先。1) **户外鞋领域：**品牌于 20 世纪 90 年代开始涉足登山靴、越野跑鞋等户外鞋，因优质的性能和时尚的设计成为市场上的热门品牌。根据 Circana/Retail Tracking Service, 2023Q1-3 期间按美元销售额计算，Salomon 是美国排名第二的户外鞋类品牌。2) **冬季运动装备类别：**Salomon 因高性能和专业设计成为全球冬季运动爱好者的首选品牌之一。在 2022 年北京冬奥会期间，使用 Salomon 产品的运动员赢得了 28 枚奥运奖牌，突显了产品的卓越技术力和认可度。

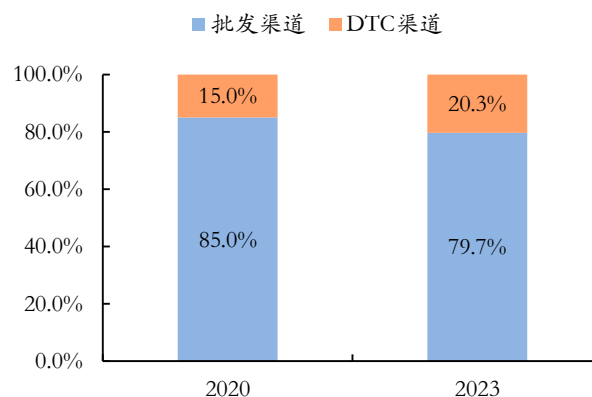
渠道：由传统的批发模式转变为以 DTC 和批发兼顾。2023 年批发渠道/DTC 收入占比分别为 79.7%/20.3%，DTC 渠道占比较 2020 年上升 5.3pct。1) **批发渠道：**因早期以滑雪装备起家，Salomon 批发业务占比较高，现阶段计划巩固零售商基础同时提高经营效率。在如西欧等品牌渗透率较低的地区，Salomon 计划进一步增加批发商数量。2) **DTC 渠道：**随着产品矩阵的丰富，能够直接触达消费群体的 DTC 渠道重要性逐渐增加，Salomon 于 21 个国家开设了自有零售店，截至目前，全球合计有 130 家。在前景广阔的大中华区，Salomon 计划增加主推 Sportstyle 鞋类系列的店铺数量，在 2024 年底自有和授权门店合计达到 200 家。

图17: Salomon 共在 21 个国家开设自有零售店



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

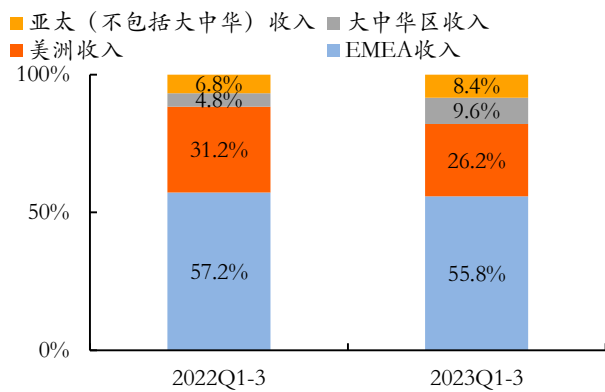
图18: DTC 渠道占比逐步提升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

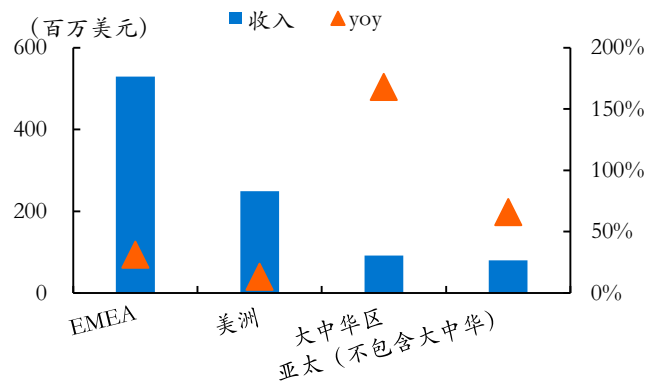
市场：知名度于欧洲较高，大中华区和美国增长机遇强劲。1) **欧洲：**Salomon 在欧洲享有较高的知名度，得益于其与欧洲的滑雪文化和户外运动时尚风潮的紧密结合。2) **美国和大中华区：**两地区品牌的知名度相较欧洲偏低，但品牌产品，特别是鞋类产品的创新设计和高端品质恰合两地市场消费者的偏好，增长机遇强劲，大中华区 2023Q1-3 同比呈三位数增长。传统的冬季运动在大中华区的普及推动了 Salomon 冬季装备的销售，截至 2023 年 12 月 31 日，Salomon 已于大中华区开设了 37 家自有零售店，并计划加快在该市场的零售推广。

图19: Salomon 收入欧洲地区占比较高



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究（注：2022Q1-3 和 2023Q1-3 期间）

图20: 美洲和大中华区具有增长潜力



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究（注：2023Q1-3）

产品：以冬季运动装备闻名，户外运动装备同样备受推崇。1) **冬季运动装备：**涵盖滑雪板、滑雪鞋、滑雪板固定器、滑雪板、滑雪鞋和固定器。Salomon 计划继续创新，改进现有产品线并开发新产品以推动增长。2) **户外运动装备：**产品线涵盖了越野跑鞋、徒步鞋、登山鞋，Salomon 在制造户外越野及登山鞋方面具有丰富经验，拥有多项专利，如 Contagrip 鞋底技术、VIBE 缓震系统，产品力卓越。其中，结合了独特的时尚外观和高技术特性的 Sportstyle 是 Salomon 中增长最快的系列，2023 年收入超 2.19 亿欧元。

表5: Salomon 户外运动和冬季运动装备产品丰富

产品品类	产品图片	主要系列	行业地位	价格带 (rmb)
越野鞋		S/LAB、Speedcross 等	以其卓越的抓地性能、耐用性和舒适性被专业运动员和户外运动爱好者所选择。	700-1900
徒步登山鞋		X Ultra、Outpath 等	注重保护性和舒适性，多种针对不同地形和季节的产品能够满足从轻量级远足到专业登山的不同需求。	800-1800
户外服装		OUTERPATH、Essential Light 等	包括背心、T恤、棉服、功能长裤等，在专业运动和日常户外活动中均表现优异，注重功能性与时尚性的结合，使用快干、防水透气等高科技面料。	400-3300
滑雪板		ASSASSIN、The Villain 等	包含单板和双板，在自由式滑雪板和全能型滑雪板方面拥有广泛的消费群体，产品线覆盖从初学到专业运动员的不同需求。	2800-8000
滑雪板固定器		DISTRICT、HOLOGRAM 等	以高度的安全性和可靠性享有盛名，还具备易于调整的特点，可以根据不同用户的需要进行个性化设置。	1600-4200
滑雪鞋		FACTION、DIALOGUE DU 等	包括单板雪鞋和双板雪鞋，注重舒适性和保暖性，使用如 Heat-Moldable 技术，确保长时间穿戴的舒适性。	800-5000

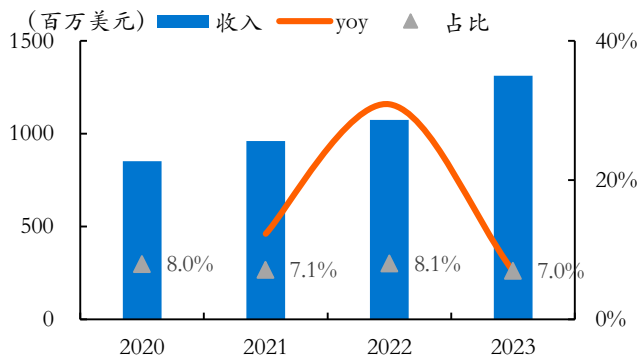
数据来源：京东 Salomon 官方旗舰店，国泰君安证券研究

2.2. 其他品牌: Atomic、Armada 主营滑雪装备

➤ Atomic: 滑雪板领域龙头，产品线多样

全球最大的滑雪板制造商,广泛应用于各大赛事。Atomic 由 Alois Rohrmoser 于 1955 年在奥地利阿尔卑斯山创立,1994 年被 Amer Sports 收购。作为全球最大的滑雪板制造商,Atomic 每年生产超 40 万双滑雪板,产品线包括高山滑雪板、滑雪鞋、固定器等,涵盖竞技、越野、旅游登山等多种场景,以滑雪双板装备闻名。品牌的受众群体是中高等收入消费者,产品细分为新手入门、初学或滑雪爱好者、高档专业级别三类。Atomic 的滑雪装备被广泛应用于各大滑雪赛事,其赞助了世界上接近 40% 的顶尖双板滑手,1996-2012 年 Atomic 包揽了其中 14 个滑雪世界杯冠军。

图21: Atomic 收入稳步增长



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图22: Atomic 滑雪板产品线丰富



数据来源: 公司官网

➤ Armada: 由运动员创立, 首个为自由式滑雪者创建的品牌

专注于自由式滑雪装备, 产品设计兼具时尚与功能性。Armada 由 JP 和 Tanner Hall 等人于 2002 年创立, 是滑雪界最早的由运动员拥有和经营的品牌之一。2017 年, Armada 被 Amer Sports 收购。作为首个为自由式滑雪者创建的品牌, Armada 以自由式滑雪装备闻名, 产品涵盖滑雪板、固定器、滑雪鞋、滑雪服等装备, 场景包括公园、野雪和全地域滑行, 而且品牌的产品设计兼具时尚与功能性, 尤其受到年轻滑雪爱好者的喜爱。

图23: Armada 的产品设计兼具时尚与功能性



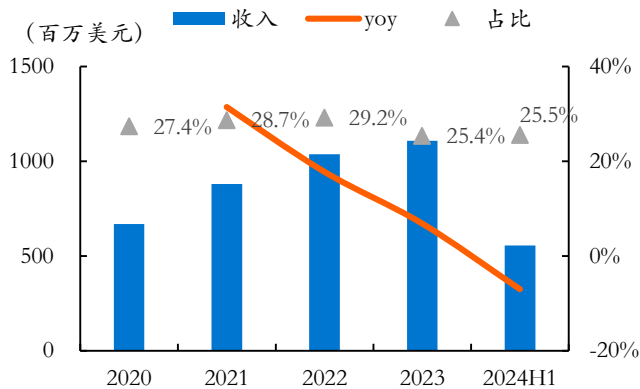
数据来源: 公司官网

3. 球类分部

球类分部收入占比 25%, 2024H1 略有压力。球类分部包括 Wilson、Louisville Slugger、DeMarini、EvoShield 和 ATEC 品牌。收入方面, 球类分部占集团营收稳定于 25% 左右, 2020-2023 年部门收入由 6.69 亿美元增长至 11.08 亿

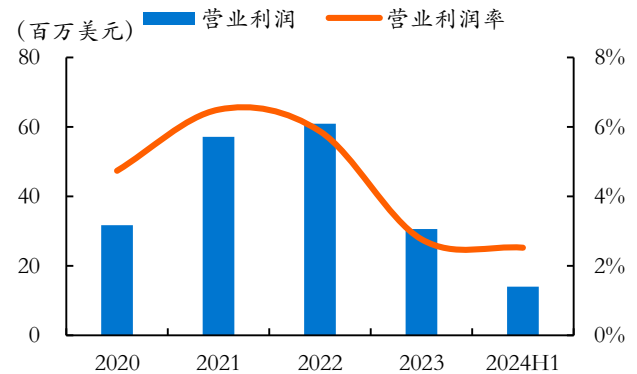
美元，CAGR 为 18.3%，得益于 Wilson 与 NBA 重新建立合作关系，全球知名度上升；2024H1 收入 5.56 亿美元，同比减少 7.0%，主要系棒球和高尔夫球的销售疲软抵消了篮球、排球等充气球的的增长，另外因 2023 年库存流量改善，零售商和消费者提前囤货导致的收入确认提前。利润方面，2020-2022 年利润率稳定在 5% 左右，2023 年利润率下滑至 2.8%，主要系球拍类业务毛利率下降，且 2023Q4 因库存过剩开展促销，费用增加；2024H1 利润率 2.5%，同比-6.3pct，主要系收入下降，附加折扣增加和产品组合不利的负面影响。我们预计 2024 年分部收入实现低中单位数增长，利润率达到低中单位数。

图24：球类分部收入占比稳定



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图25：球类分部营业利润率有所下滑

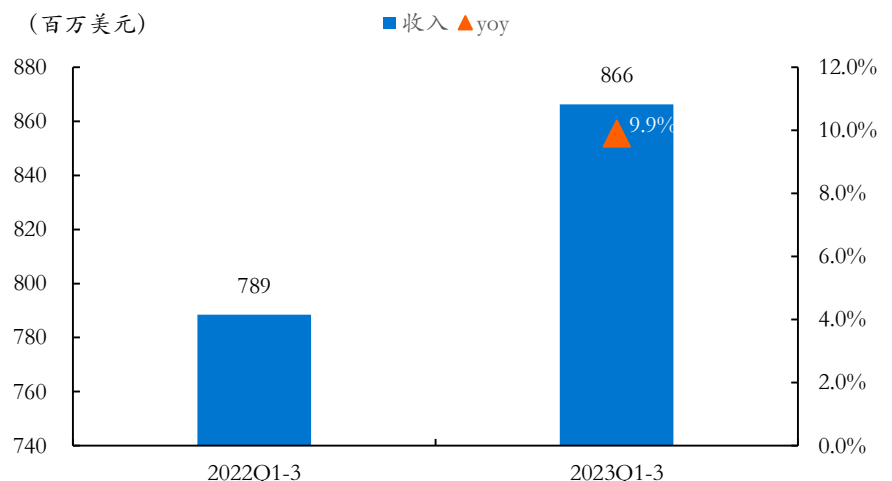


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.1. Wilson: 顶级球类运动品牌，美国营收占比 70%

Wilson 具有百余年历史，是高性能运动装备、服装、鞋类的制造商。Wilson 于 1914 年在芝加哥成立，创始人 Thomas E. Wilson 接手了 Ashland 制造公司并更名，将生产重心由动物副产品加工集中到制作体育用品上。1916-1964 年，Wilson 陆续收购生产运动服的公司 Hetzinger Knitting Mills、Chicago Sporting Goods Company，生产儿童玩具的公司 Wonder Products Company（后成为 Wilson 橄榄球与棒球等运动护具的生产线），业务面逐步扩大。1970 年，Wilson 被百事可乐公司收购，并在爱尔兰开设工厂，开始向海外扩张。1989 年，被 Amer Sports 收购。2021 年，在品牌总部芝加哥开设了全球首家自有零售店。

图26：2023Q1-3 Wilson 收入同比增长 9.9%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表6: Wilson 有百余年发展历史

年份	发展历程
1914 年	Wilson 公司的前身艾士朗 (Ashland) 制造公司成立, 公司最早期生产外科用的缝线、低档的网球拍、网球线及两款棒球鞋。
1927 年	第一次引进密封罐装网球。
1933 年	设计出能在沙坑上轻松击球的杆头, 即“爆炸射手”K-90, 当年卖出 5 万支, 是当时高球界最受欢迎的沙杆。
1935 年	Ellsworth Vines 球拍正式开创了职业网球运动定制球拍的先河, 运动员第一次可以根据需求定制球拍的重量和平衡点; 发行了首款皮质包裹手柄的球拍, 即 Mahogany Leather Grip 球拍。
1953 年	使用高级皮革以及 4 片加厚的骨架材料制成的 KP-4 篮球, 也就是后来的“慧星”篮球 (Comet), 在 NBA 比赛中使用了 30 年。
1957 年	推出第一个双开口的棒球捕手套 A2000。
1967 年	木制球拍开始退出历史舞台, Wilson T2000 球拍作为首款商业金属球拍正式问世, 其高硬度和轻重量的特点仍然深刻影响着如今网球拍的发展趋势。
1970 年	百事可乐公司收购 Wilson 体育用品公司, 在爱尔兰开设工厂, 开始向海外扩张。
1975 年	Wilson 历史上第一次网球产品销售量超过高尔夫产品。
1980 年	推出 Pro Staff 球拍, 采用了石墨和芳纶纤维, 成为专业球员极为青睐的球拍。
1985 年	被 WestrayCapital Corporation 收购。
1989 年	被 Amer Sports 收购。
1992 年	连续 9 年 Wilson 共卖出了 100 万个乔丹签名篮球, 其中 1992 年推出的乔丹“MVP”透明球是 Wilson 当年销售最佳的单项产品。
1996 年	针对球技普通的球员推出了改善球技的产品, 即 Staff Titanium /钛球。
2002 年	推出 TRIAD “三件式”网球拍, 根据 TIA (运动行销市场调查) 显示, 在美国高级网球拍的销售中, 7 支当中就有 4 支是 TRIAD “三件式”网球拍。
2003 年	Wilson 与在美国拥有巨大影响力的 NCAA (美国大学生体育协会) 签约, 旗下的篮球、排球、足球等相继成为 NCAA 锦标赛指定用球。
2006 年	研发出世界上第一款非圆弧篮球 WAVE 提供给美国街球 Ball Up。
2012 年	成为中国国家男子篮球队和女子篮球队的官方用球, 国家队专用篮球采用了多项 Wilson 专利科技, 手感优异。
2015 年	与知名儿童多品牌集合终端——好孩子集团携手, 在其平台上独家发售少儿球类产品。
2020 年	成为 NBA 官方用球的合作伙伴, 也将成为 WNBA、发展联盟、2K 联赛和非洲篮球联赛 (BAL) 的官方用球。
2021 年	在品牌总部芝加哥开设了全球首家零售店, 拥有 2247 平方英尺的超大购物空间。

数据来源: 值得买科技, 楚天运动, 国泰君安证券研究

市场地位: 球及球拍领域龙头, 网球与篮球见长。Wilson 以网球起家, 后陆续涉及篮球、棒球、橄榄球等球类, 其中在网球和篮球领域更为知名。得益于领先的行业地位, Wilson 成为多个国际赛事的赞助商, 如美国、法国、澳大利亚网球公开赛、NBA、MLB (美国职业棒球大联盟)、NFL (美国国家橄榄球联盟) 等。截至 2023 年 9 月 1 日, 27%的世界前 100 名男子网球运动员使用 Wilson 球拍, 42%的世界前 100 名女子网球运动员使用 Wilson 球拍。

表7: Wilson 是多个国际赛事的赞助商

赛事	时间	赞助项目
NFL (美国国家橄榄球联盟)	1941 年至今	比赛用橄榄球
NBA	1946-1983 年、2020 年至今	比赛用篮球
美国网球公开赛	1979 年至今	比赛用网球
	2005 年	专业网球穿线服务赞助
MLB (美国职业棒球大联盟)	1991 年	棒球手套
NCAA (美国大学生篮球联赛)	2005 年	比赛用篮球
澳大利亚网球公开赛	2005 年	比赛用网球
中国国家男子篮球队、女子篮球队	2012 年	指定用球
法国网球公开赛	2019 年	官方用网球和穿线合作伙伴
WTA 韩国公开赛	2024 年	指定网球和服装

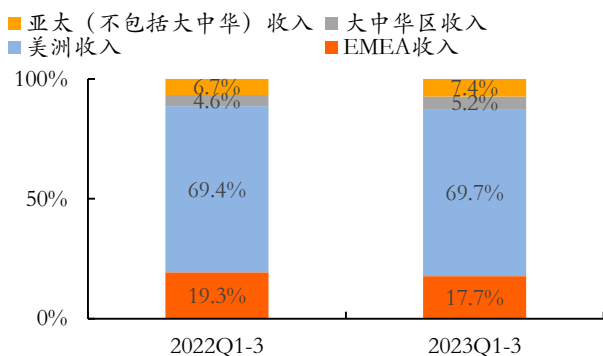
数据来源: 楚天运动, 每日经济, 国泰君安证券研究

渠道: 批发渠道为主, DTC 为辅。Wilson 目前渠道形式包括批发渠道和 DTC 渠道 (自有零售店及电商平台)。针对批发渠道, 截至 2023 年 12 月 31 日全球共有 15000 多家批发合作伙伴, 包括传统零售商、规模较小的专业商店和乡村俱乐部。针对 DTC 渠道, 截至目前 Wilson 官网显示共有 12 家自

有零售店，以高品质、身临其境的环境直接触达消费者，助推 DTC 和批发渠道的流量和转化率。

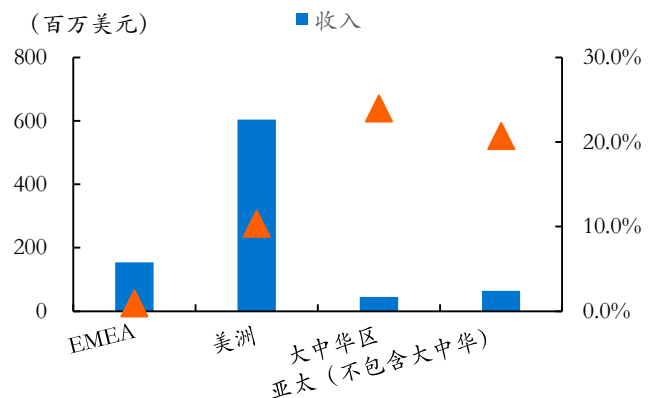
市场：美洲收入占比较高，大中华区增长迅速，未来计划巩固北美市场的领先地位，同时推动大中华区和欧洲增长。**1）美国：**Wilson 是美国许多赛事的官方合作伙伴，于美国市场知名度高，2022Q1-3/2023Q1-3 美洲收入占比分别为 69.4%/69.7%，处于稳健增长阶段。**2）中国：**自被安踏集团收购后，Wilson 大中华区市场潜力逐步释放，2023Q1-3 收入同比增长 24.0%。大中华区消费群体庞大，儿童、年轻人和女性运动水平逐步增强，除优势球类产品外，鞋服类产品的增长值得期待。**3）欧洲：**当前欧洲匹克球和笼式网球运动兴起，Wilson 计划凭借在球拍领域的产品权威性，提高该地区笼式网球的份额，随着需求释放增长空间可观。

图27: Wilson 美洲收入占比较高



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究（注：2022Q1-3 和 2023Q1-3 期间）

图28: 大中华区收入增长迅速



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究（注：2023Q1-3）

产品：球及球拍类产品矩阵丰富且价格带宽广，布局鞋服类蓄势待发。**1）传统球及球拍类领域：**Wilson 拥有多元的产品矩阵，涵盖网球、篮球、高尔夫球、足球等球类，以及网球、匹克球拍和各种球类的相关配件。产品价格带宽广，如网球拍价格覆盖 200-2000 元，以高端产品见长，但同时能够满足各层次消费者需求。**2）鞋服：**Wilson 积极拓展鞋服类产品，2021 年的 Tennis 360 Softgoods 战略通过推出 Wilson Sportswear 运动服装系列（包括专为女性网球运动员设计的 Intrigue 网球鞋），强化了其在鞋服领域的布局，推动鞋服知名度上升，鞋服类销售额占 Wilson 总销售额的比例由 2022 年的 3.7% 上升至 2023 年的 5.0%。

表8: Wilson 产品矩阵丰富且价格带宽广

产品品类	产品图片	主要系列	行业地位	赞助赛事	价格带 (rmb)
网球拍		Hammer、Prostaff、ROLLERS、TRIAD 等	是职业选手和业余爱好者首选的品牌之一，以其高性能材料和先进的制造工艺著称。	美网、澳网、法网、WTA 韩国公开赛	200-2000
篮球		Evolution、EVO NXT 等	以其耐用性和优秀的性能受到广泛认可，篮球设计注重手感和控球体验，适合各种级别的比赛和训练。	NBA、NCAA	100-1700
高尔夫球杆		Staff Model、D9 等	采用了轻质高强度材料和精密的平衡设计，以提升挥杆速度和击球距离。	-	1000-8000

其他球类		NFL FLAG、SHORELINE 等	包括橄榄球、足球、排球、壁球、匹克球，使用优质材料和设计。	NFL	100-1300
男女装		MIDTOWN、TIMELESS 等	采用高科技面料以适应各种运动需求，设计上强调功能性与时尚性的结合，适合日常训练和比赛穿着。	WTA 韩国公开赛	300-2800
网球鞋		KAOS DEVO、RUSH PRO 等	注重提供良好的支撑性和舒适性，采用耐磨橡胶外底和透气网面材料。	-	400-1200

数据来源：京东 Wilson 官方旗舰店，国泰君安证券研究

3.2. 其他品牌：棒球领域龙头，体量相对较小

➤ Louisville Slugger：标志性棒球棒品牌，以高品质球棒闻名

Louisville Slugger 是目前世界棒球装备领域最具标志性的品牌之一。Louisville Slugger 于 1884 年在肯塔基州路易斯维尔成立，Bud Hillerich 为路易斯维尔大联盟球队的巨星 Pete Browning 制造了品牌的第一支职业球棒。1894 年，“Louisville Slugger”成为注册商标。1970 年，推出铝制球棒，提供了传统木材的替代品，重量更轻且更耐用。2015 年，被 Amer Sports 收购。

图29：Louisville Slugger 标志性球棒品牌



数据来源：公司官网

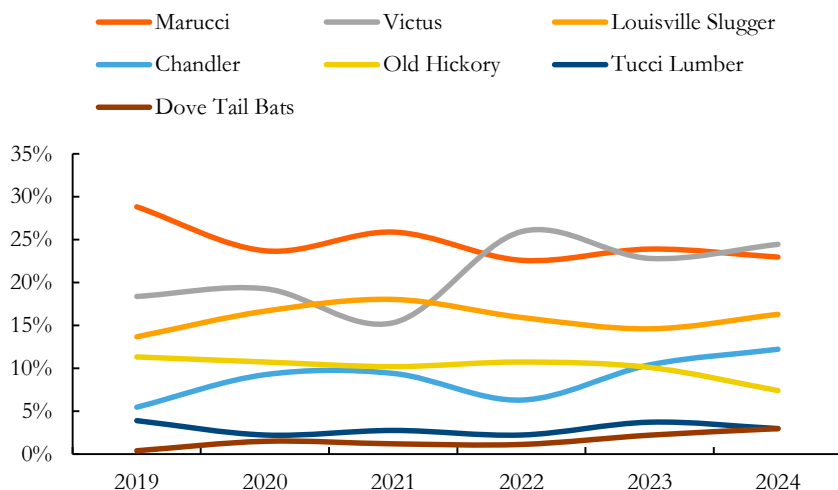
图30：Louisville Slugger 的产品还包括击球手套



数据来源：公司官网

品牌产品以球棒为主，是高品质棒球棒的代名词。Louisville Slugger 产品包括铝制及复合球棒、木棒和击球手套，许多美国棒球名人堂成员都使用过品牌球棒，如 Babe Ruth（714 个本垒打）、Hank Aaron（755 个本垒打）、Derek Jeter（3465 次点击）。2019-2024 年，Louisville Slugger 是 MLB（美国职业棒球大联盟）球员使用前三大球棒品牌。

图31: Louisville Slugger 是 2019-2024 年 MLB 球员使用前三大球棒品牌



数据来源: Bat Digest, 国泰君安证券研究

➤ DeMarini: 铝制球棒技术先锋, 垒球棒球皆卓越

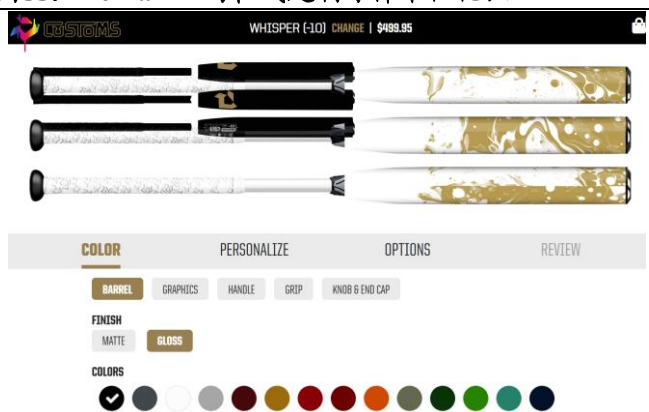
DeMarini 是世界知名铝制球棒品牌, 以增强击球性能著称。Ray DeMarini 于 1989 年创立位于俄勒冈州的 DeMarini Sports, 聚焦于棒球和垒球球棒领域发展。1993 年推出第一款双壁复合球棒 “Double-wall”, 彻底改变了慢速垒球的球棒性能。2000 年被 Amer Sports 收购, 2002 年推出首款两件式球棒 F2, 2007 年推出首款也是唯一一款钢制慢速球棒, 2016 年推出行业首创在线定制球棒生成器。DeMarini 拥有 60000 多平方英尺的工厂用于研发和制造, 拥有 CF、VOODOO 等系列球棒。

图32: DeMarini 的 CF 系列球棒设计独特



数据来源: 公司官网

图33: DeMarini 的在线定制球棒个性化强



数据来源: 公司官网

➤ EvoShield: 以 Gel-to-Shell 技术闻名, 致力制造防护装备

EvoShield 是专注于棒球、垒球、橄榄球和长曲棍球运动提供防护装备的品牌。EvoShield 成立于 2002 年, 2016 年被 Amer Sports 收购。EvoShield 采用 “Gel-to-Shell” 的独家材质技术, 由多孔复合材料制成, 且经强化冲击变形测试后 EvoShield 产品比传统 EVA 泡棉、硬塑料更能分散冲击力。EvoShield 的棒垒防护装备以打者护肘、护脚、护腕为主, 还包括捕手拇指护垫、打击手套、打击头盔、服饰等多样产品, 共赞助了 30 多名职业运动员, 是 MLB 官方防护装备。

图34: EvoShield 棒球滑动手套色彩丰富



数据来源: 公司官网

图35: EvoShield 护具种类众多



数据来源: 公司官网

➤ ATEC: 棒球训练设备佼佼者, 赛事官方训练设备供应商

ATEC 是知名棒球训练设备制造商。ATEC 于 1971 年在美国内华达州成立, 2003 年被 Wilson 收购, 是 MLB 的官方训练设备供应商。ATEC 主要生产棒球投球机和击球机, 投球机 M1-3 售价 1500-3500 美元, 分别为 15 岁以下儿童、大学级别球员、专业球员提供训练; 内场-外场击球机 R2 售价 2500 美元, 为提高球员的防守技能而设计。

图36: ATEC 的棒球投球机具有专业性



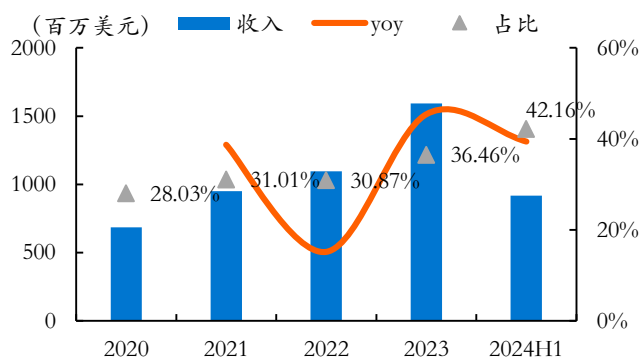
数据来源: 公司官网

4. 技术服装分部

技术服装分部收入占比持续提升, 营业利润迅速增长。技术服装分部包括始祖鸟和 Peak Performance 两个品牌, 产品主要为户外服装、鞋类和配饰。收入方面, 2020-2023 年分部收入迅速增长, 由 6.86 亿美元增长至 15.93 亿美元, CAGR 达到 32.4%; 2024H1 收入同比增长 39%至 7.18 亿美元, 迅猛的增速主要得益于始祖鸟在 DTC 渠道的收入增长, 包括现有零售店和电子商务平台的销量增长以及零售店网络的扩大。此外, 从地区来看, 亚太地区和大中华区对 2024H1 的收入增长起到主要的带动作用。利润方面, 营业利润率在 2022 年有所下滑, 随后在 2023 年迅速提升。2024H1 营业利润率 19%, 同比增长 0.4pct。其中 2024Q1 营业利润率的增长是由于有利的渠道和地域组合导致毛利率上升, 以及销售、总务和管理费用占收入百分比下降;

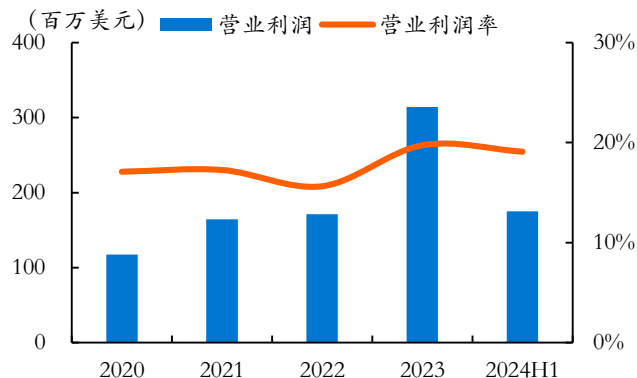
2024H1 营业利润率的增长是由于大中华区政府补贴增加导致其他营业收入增长。我们预计 2024 年技术服装分部收入同比增长超过 30%，营业利润率略微超过 20%。

图37：技术服装分部收入占比持续提升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图38：技术服装分部营业利润率 2023 年迅速增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.1. 始祖鸟：顶级户外运动品牌，引领集团增长

全球顶级户外运动装备品牌，专注科技研发和性能突破。1989 年，始祖鸟前身 Rock Solid 在加拿大温哥华成立，最早制造的产品是攀登装备。1990 年，品牌名称更换为始祖鸟，灵感来自于人类所知最早的鸟类生物 Archaeopteryx。始祖鸟定位技术性户外服饰品牌，自成立以来专注于科技研发和性能突破，通过不断创新满足探险者在登山、远足、滑雪等活动领域的极端需求：1992 年采用全方位热压合技术生产攀岩安全带；1996 年成为首个将 GORE-TEX 面料运用到户外服装中的品牌；2001 年研发增强户外服装功能性和透气性的 Microseams 技术；2003 年研发防水拉链等防水设备及配件，产品质量大幅领先行业标准；2006 年研发用于背包的 AC²科技面料；2009 年研发用于攀登安全带的经编强度技术 Warp Strength；2013 年研发 Down Composite Mapping 分区填充技术；2015 年将 GORE-TEX 面料应用至鞋类产品，大幅提升鞋面耐久度；2020 年应用 GORE-TEX Pro Most Rugged 面料。从材料到设计的每个细节，始祖鸟的产品质量都体现了其高端定位和溢价定价的合理性，逐渐成长为全球顶级户外运动装备品牌。

表9：始祖鸟通过不断创新满足探险者在户外领域的极端需求

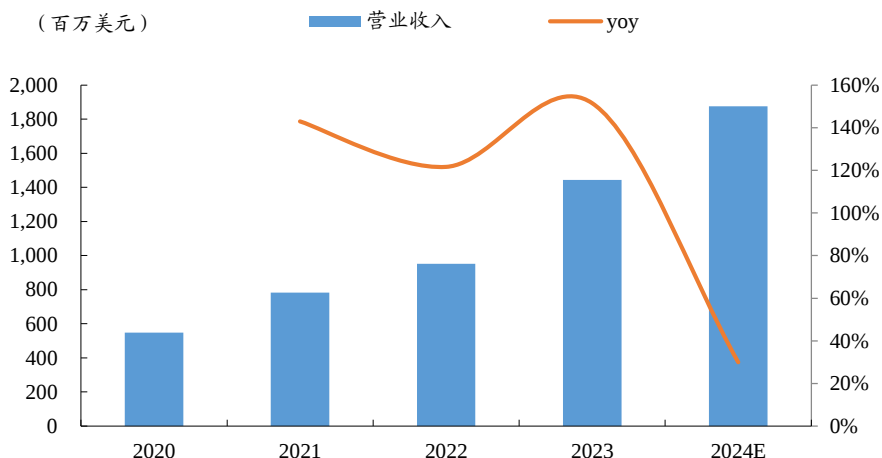
时间	事件
1989	Dave Lane 和 Jeremy Guard 于加拿大温哥华创立始祖鸟前身 Rock Solid，最早制造的产品是攀登装备。
1991	更名为始祖鸟，来自于人类所知最早的鸟类生物 Archaeopteryx；品牌图标则基于 1880 年前后于德国柏林发现的迄今最完整的始祖鸟化石。
1992	使用全方位热压合技术设计和生产 Vapor 攀岩安全带，并推出采用同样 Vapor 技术的 Bora 系列背包。
1996	获得 WLGore 公司使用 GORE-TEX 织物的授权，开始生产户外技术服装系列，成为第一个将 Gore-Tex 运用到户外产品中的品牌。
1997	基于 Polartec 面料进行研发，推出全新的产品类型 Shoftshell。
1998	推出 Alpha SV 硬壳冲锋衣，这款标志性产品对户外服装行业带来深远影响。
2001	研发并应用 Microseams 技术，该技术利用极窄的接缝胶增强户外服装的功能性和透气性。
2002	始祖鸟公司被 Adidas-Salomon 集团收购。
2003	研发出防水拉链等防水设备，产品质量大幅领先行业标准，并率先应用微缝技术和层压技术。
2005	伴随 Salomon 从 Adidas-Salomon 集团拆分，始祖鸟被售予芬兰 Amer Sports 集团。
2006	研发用于背包的 AC ² 科技面料，在面料的内外两层都进行防水处理，防风雨、耐磨性能优异。

2009	研发用于攀登安全带的经编强度技术 Warp Strength；发布轻薄便携的 Atom LT Hoody 连帽衣，大面积采用 Coreloft 保暖面料；发布都市男装产品线 Veilance。
2013	研发 Down Composite Mapping 分区填充技术，在羽绒产品易潮湿区域使用 Coreloft 合成保暖材料，实现潮湿环境下的高效保暖。
2015	设立位于加拿大温哥华的自有制造工厂 ARC'One，负责研发和测试产品；将 GORE-TEX 面料应用至鞋类产品，大幅提升鞋面耐久度。
2018	发明原液预染色工艺，在制造产品前就通过添加颜色原粒提前染色，100%利用染料的同时几乎不消耗水资源，最大程度的降低产环境的污染和碳排放。
2019	推出回购和转售平台 Rock Solid Used Gear；母公司 Amer Sports 被安踏体育牵头的财团全资收购。
2020	应用 GORE-TEX Pro Most Rugged 面料并发布相关产品系列，更轻、更透气、更耐用。
2022	在上海顶级商圈淮海中路力宝广场开设始祖鸟阿尔法中心；在北京国贸 CBD 开设始祖鸟之家，打造全国首个会员小屋；与高山酒店代表松赞集团达成合作，开设始祖鸟山地课堂香格里拉中心。
2024	母公司 Amer Sports 在纽交所挂牌上市；在上海南京西路开设始祖鸟博物馆。

数据来源：招股说明书，公司官网，公司官微，国泰君安证券研究

始祖鸟 2020-2024 年营业收入高速增长。始祖鸟 2002 年被 Adidas-Salomon 集团收购，2005 年伴随 Salomon 从 Adidas-Salomon 集团拆分被售予芬兰 Amer Sports 集团，2019 年母公司 Amer Sports 被安踏体育牵头的财团全资收购。始祖鸟 2020-2023 年营业收入的 CAGR 达到 38.13%，2023 年营业收入达到 14.4 亿美元，同比增速超 150%。2024Q1 始祖鸟增速超过 Amer Sports 其他品牌，各区域、渠道均实现全面增长，尤其在北美和中国业绩表现突出。2024Q2 始祖鸟继续保持强劲势头，主要地区的增长超过预期，中国区营收同比增长超 54%，并且持续领跑其他品牌。根据 Amer Sports 指引，预计始祖鸟 2024 全年营收同比增长 30%。

图39：始祖鸟 2020-2023 年营业收入 CAGR 达 38.13%



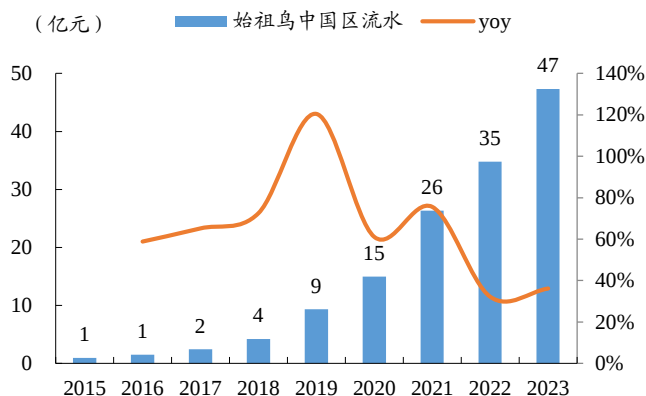
数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

➤ 市场：大中华区中高端市场龙头地位稳固，海外市场竞争压力大

大中华区：覆盖客群广泛拓宽，大中华区引领运动行业增长。始祖鸟填补了传统户外品牌对于高山极限攀岩等运动功能性覆盖存在的空缺，不断研发和推出专业高质量的原材料和户外装备，在专业顶级户外品牌建设方向实现逐步积累突破。此外，始祖鸟还推动户外时尚风潮破圈，并通过高规格的消费场景设计和互动服务，覆盖客群从追求高端户外体验、高端专业领域的人群、小众登山客扩展到追求品质生活的一线、新一线城市都市人群，市场竞争力强劲提升。在 2019 年亚玛芬体育被收购后，始祖鸟针对中国消费者推出的本地化策略成果斐然。根据 Euromonitor 的数据，2019-2023 年始祖鸟

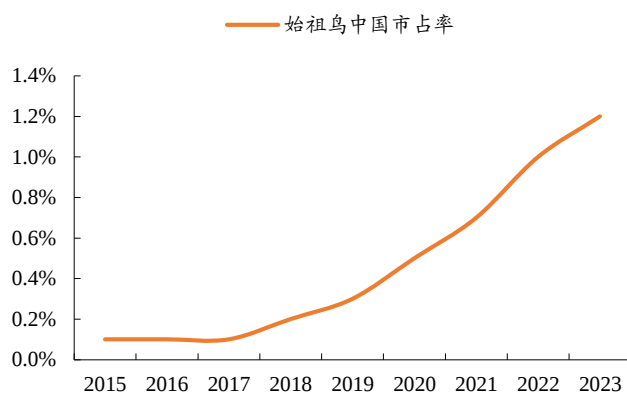
中国区流水 CAGR 高达 50%。始祖鸟在中国运动服市场的占有率也随之迅猛增长，从 2019 年的 0.3% 上升至 2023 年的 1.2%。在 2024Q2 业绩会上，亚玛芬体育首席执行官郑捷表示，始祖鸟凭借全球户外行业高端市场的独特定位，在各地都表现出强大的潜力。在中国，始祖鸟不仅在户外细分市场处于领先地位，还引领整个运动行业的增长，是目前市场上的英雄品牌。

图40: 2019-2023 年始祖鸟中国区流水 CAGR 约为 50%



数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

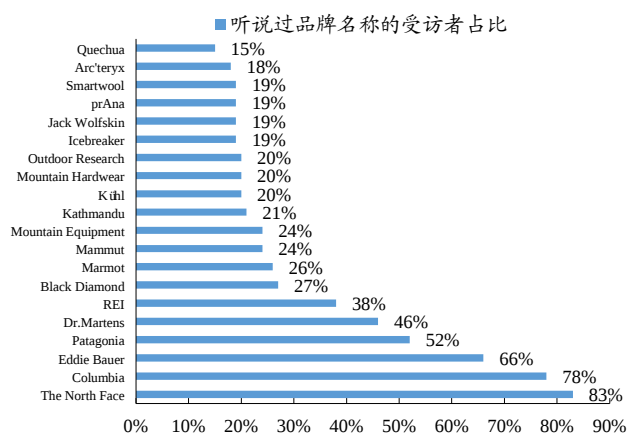
图41: 始祖鸟在中国运动服市场的市占率迅速提升



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

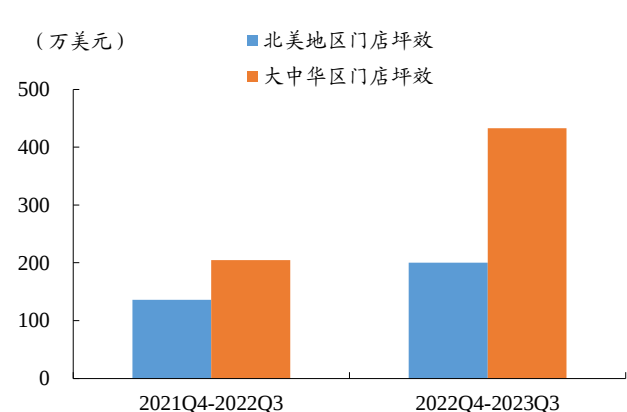
海外市场: 户外市场竞争压力大, 北美地区坪效显著低于大中华区。由于欧美户外运动起源较早, 广阔的市场催生了许多各具特色、个性鲜明的户外品牌, 因此始祖鸟在海外面临的竞争相对激烈。例如美国顶级户外品牌巴塔哥尼亚相比始祖鸟具有更高的性价比, 并且拥有先进的环保理念, 深受美国政商各界和明星的喜爱。根据 Statista 的 2023 年美国户外时尚品牌知名度排名, 始祖鸟仅排名第十九位。此外, 始祖鸟的国内外购买体验也差异巨大——国内排队进店, 基础款一衣难求, 限定款溢价极高; 北美市场则拥有同款更低价, 折扣繁多, 并未贯彻国内“决不轻易妥协折扣”的定价策略。数据显示, 始祖鸟北美地区坪效显著低于大中华区。

图42: 始祖鸟在 2023 年美国户外时尚品牌知名度排名中表现不佳



数据来源: Statista, 国泰君安证券研究

图43: 始祖鸟北美地区坪效显著低于大中华区



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

➤ 渠道: 严格控价强化专业品牌形象, 海内外直营策略执行存在差异

大中华区: 直营模式严格控价, 线上渠道大力投入主流电商平台。2019 年以前, 始祖鸟更多依靠经销商渠道成长, 受限于运营方管理能力等问题。2019 年被收购后, 拥有丰富 DTC 运营经验的安踏集团弥补始祖鸟这一短板, 帮助品牌开始向直营模式转型, 并借此进一步提升产品价格。始祖鸟所

在的技术服装部门 2000-2003 年 DTC 渠道收入占比持续提升, 从 45% 提升至 67%。始祖鸟在大中华区通过收回经销商的奥特莱斯渠道和进驻顶级商圈的核心地带、店铺选址临近奢侈品牌来强化线下直营。同时, 始祖鸟收回中国线上经销商经营权, 只在国内几大主流电商如天猫、京东、抖音等平台开设旗舰店, 线上销售额增速迅猛。例如, 始祖鸟在天猫进行较大力度的品牌投入, 2023 年天猫销售额超 9 亿元, 是 2020 年的 4 倍。

海外市场: 打造新型门店丰富形象, 但对经销商依赖程度仍较高。直营模式在大中华区取得成功后, 始祖鸟开始收缩海外经销渠道, 并计划开设大量自营零售店铺, 打造新型门店丰富形象和高端品牌体验, 试图复制大中华区的奢侈化改造。1) **北美:** 始祖鸟在北美陆续开出多家生活方式概念门店, 目的在强化心智的同时提高对品牌的掌控能力——始祖鸟加拿大多伦多的旗舰店在 2024 年 3 月开业; 纽约新店选址位于百老汇大道和洛克菲勒中心, 其中百老汇店为始祖鸟全球最大旗舰店。2) **欧洲:** 在巴黎, 始祖鸟开进莎玛丽丹百货和玛黑区; 在伦敦, 最新开业的考文特花园门店是始祖鸟欧洲规模最大的店铺。2024Q2 的业绩会透露, 始祖鸟 2024Q2 全球净开店 13 家, 全球直营店数量达到 125 家; 始祖鸟的巴黎门店经营状况超出预期, 预计将继续扩张欧洲门店规模。2022 年初, 始祖鸟产品从多个北美户外用品折扣网站上下架, 其中加拿大体育电商 Altitude Sports 解释这是因为“始祖鸟方面决定直接向客户销售产品”。然而, 在海外品牌选择丰富、竞争激烈的户外赛道上, 始祖鸟的知名度在一定程度上依赖于经销商的促销与集合作用, 因此直营模式在海外市场的开拓预计存在一定挑战。始祖鸟海外零售副总裁曾透露: “虽然我们打算发力直营建设, 但目前的销售大部分仍来自批发渠道”, 而北美最大的运动装备零售商 REI 目前未被收回始祖鸟的经销权, 仍在线上线下售卖打折产品。

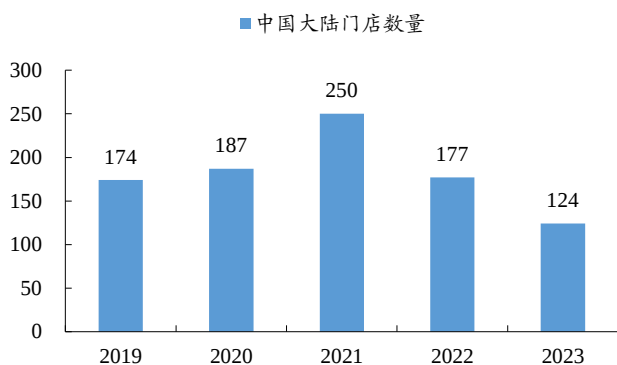
表10: 始祖鸟在全球开设大量自营零售店铺

地区	大中华区	北美	欧洲	亚太其他地区
自有零售店数量	42	41	4	16
工厂直营店数量	21	/	2	5

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

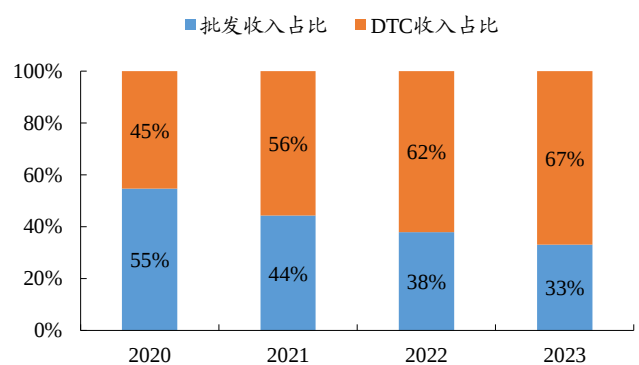
注: 数据截至 2023 年 9 月 30 日

图44: 始祖鸟中国大陆门店规模历经扩张和精简



数据来源: 中商数据, 国泰君安证券研究

图45: 始祖鸟所在的技术服装部门 DTC 收入占比提升



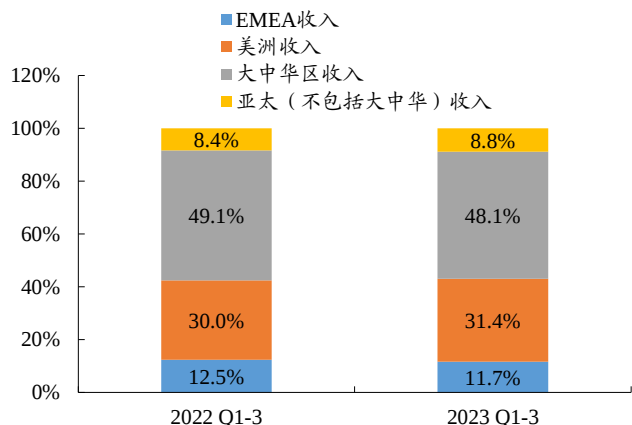
数据来源: 公司公告, 招股说明书, 国泰君安证券研究

➤ 市场: 大中华区和美洲为主, 2023Q1-3 各地区增速迅猛

始祖鸟整体市场结构较为稳定, 美洲、亚太地区领跑增速。2023Q1-3 始祖鸟大中华/美洲/EMEA/亚太地区收入占比分别为 48.1%/31.4%/11.7%/8.8%, 分别同比增长 61.8%/72.6%/55.2%/72%。其中, 始祖鸟大中华区收入占比接近 50% 居于首位, 美洲市场收入稳居第二, 整体市场结构较为稳定。2024Q2 始祖鸟亚太地区由于中国市场的强劲增长而增速最快; 北美地区增速势头

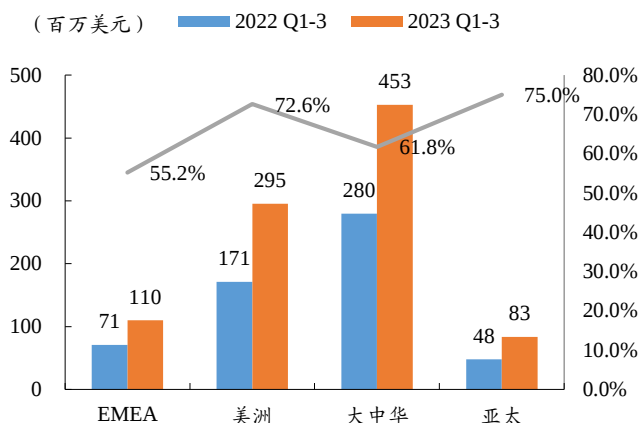
不错；欧洲市场增速较慢，但新开门店的激励和巴黎门店超预期的表现为始祖鸟在欧洲的扩张提供信心。始祖鸟未来将继续依托美洲和大中华区市场实现业绩增长，并逐步在其他地区寻找机会，有信心在每个地区提升市场占有率。预计 2024 年末美国将有 60 家始祖鸟门店，未来有潜力扩张至 200 家；始祖鸟在欧洲市场基数很小，处于增长早期阶段，预期 2024H2 收入显著增长；始祖鸟 2024 年在中国延续增长趋势，保持行业领先，流水增长远超其他运动品牌。

图46：始祖鸟市场集中大中华区和美洲地区



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

图47：始祖鸟各地区收入增长强劲



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

➤ 产品：覆盖户外服装、鞋类和配件，产品策略守正出奇

守正：成立至今打造多个爆品，持续迭代经久不衰。始祖鸟的产品包括技术性户外服装、鞋类和配件。其中，技术性户外服装包括冲锋衣（硬/软壳）、滑雪服、羽绒服等品类。始祖鸟爆品包括 1998 年推出的传奇产品 Alpha SV 防水透气硬壳夹克、1992 年推出的首创运用全方位热压合技术的 Vapor 安全带、2017 年推出的 Norvan SL 轻量越野鞋。这些产品始终跻身始祖鸟最畅销的产品之列，巩固其在户外技术服装领域的领导地位，并推动营收持续增长。其中，Alpha SV 在发布后成为始祖鸟最知名的产品，成为首个获得 GORE-TEX 服装领域授权的产品，并且在七次迭代过程中不断轻量化、提升防水耐磨性能，获大奖无数，多年来受消费者追捧经久不衰。此外，始祖鸟注重面料和产品的技术创新。始祖鸟迭代创新产品的开发流程从北温哥华设计中心的构思开始，在附近的 ARC'One 工厂进行现场原型设计。此后，始祖鸟团队在加拿大海岸山区与世界级山地运动员一起严格测试新产品性能，保证符合高质量标准。

表11：始祖鸟三大爆品巩固其在户外技术服装领域的领导地位

产品名称	Alpha SV 传奇硬壳	Vapor 安全带	Norvan SL 越野鞋
产品介绍	1998 年首次推出，设计为轻量精简的流线型，防水耐用性能强大，并且可以与安全带一起穿着，能够很好地满足登山者需求。Alpha SV 面世后很快成为始祖鸟的标志，并彻底改变户外服装行业，目前已更新到第七代产品。	1992 年首次使用全方位热压合技术设计和生产 Vapor 攀岩安全带，解决原先经纬编织技术的受力减少问题，并且所有针脚和接缝处都采用高温密封处理，杜绝渗水。	2017 年首次推出越野跑鞋系列，其中 Norvan SL 拥有 GORE-TEX 防水、防风、透气面料的加持，是市场上最轻的越野鞋之一，以其轻量化设计、防水透气性能、卓越抓地力以及精心的细节处理成为越野跑领域的佼佼者。
官方旗舰店 价格(¥)	8200	1698	1800

产品图片



数据来源：始祖鸟天猫旗舰店，招股说明书，国泰君安证券研究

出奇：产品矩阵不断扩充，时尚休闲性质渐强。始祖鸟将产品矩阵根据使用场景分为 6 个系列，并且在此基础上不断扩展产品组合，为户外消费者提供更全面的产品，并且丰富产品线的季节性和时尚休闲性。2024 年，始祖鸟将鞋类产品 and 女装产品确立为优先发展的业务。

1) 鞋类产品：2015 年，始祖鸟开始将鞋类纳入常规产品组合，但随后近十年内鞋类产品的设计和生 产都依赖于 Salomon。2024 年，始祖鸟在俄勒冈州波特兰开设鞋类开发办公室，并于 3 月 6 日正式推出首个由品牌自主研发运作的鞋履系列。该系列以山地运动为主轴，包括 Syllan、Vertex Alpine、Kragg 三种不同鞋款。该系列推出后 10 周内，始祖鸟鞋类产品收入同比增长 100%+。2024Q2 始祖鸟鞋类收入占比 10%，未来目标达到 15-20%。

2) 商务休闲生活：2009 年，始祖鸟通过当代城市生活方式系列 Veilance 扩展其产品组合，进军高端商务领域，最顶级的都市功能性产品线，将始祖鸟核心科技与知识体系应用于更多场景。此外，2015 年设计师 Taka Kasuga 的加入后为 Veilance 产品线高机能元素。Veilance 系列几乎每年与世界各国的艺术家推出联名系列，并计划与更多具有共同愿景与态度的品牌或艺术工作室展开合作，特别强调环保与可持续发展的理念。2023 年，始祖鸟增加 Veilance 系列产品推新频次，与其推动伪户外时尚风潮破圈的营销策略相符。

3) 女装产品：2021 年，始祖鸟首次发布女装线。同年秋季，始祖鸟首个性别融合系列 SYSTEM_A 进入中国市场，不仅颜色多样，还在设计上更符合女性消费者需求，打造女性独立爆款。2021 年 5 月，Veilance 全新女子产品问世，整个系列简洁有型，以利落美感和科技面料让女性美和机能风得以平衡。2024Q2 始祖鸟女装收入占比 20%+，未来预期达到 40%+。始祖鸟计划继续大力发展女性品类，包括扩大产品矩阵、调色板和更新版型，并且与女性运动员进行密切合作，以进一步扩大女性消费者的市场份额。

表12：始祖鸟根据使用场景分为 6 条产品线

产品系列	基础系列	徒步&穿越	登山攀岩系列	野外跑步	日常系列	专业产品
系列图标						
使用场景	多用途高性能服装，适合多种活动和环境穿着。	在进行技术性徒步和远足时，持久保护性设计最适合偏远地区的多种环境。	高山专用攀岩装备，活动便捷、保护周全。	越野跑步科技服装，注重行动上的灵活度和吸湿排汗。	将高科技户外功能、舒适性和持久性完美融入日常装束。	高度专业而专用的设计，专注于高山专业人员实现产品的最大效用。
产品特点	也称为 Essentials 全天候系列，构成始祖鸟产品线的基础，是多用途、高	也称为 Traverse 系列，以轻便、快干、保暖等性能为	也被称为 Asecent 系列，专为登山和攀岩运动设计，轻	也称为 Endorphin 系列，专为山地越野跑等高强度有氧	结合户外机能和都市风格，定位城市/商务	也称 Whiteline 雪线系列，用于单板和双板滑雪。

	性能、高耐度的代表。	主，保证长时徒步的舒适性。	量、安全，适合高山环境。	运动设计，轻便贴身、吸湿排汗。	出行，颜色好搭。	
代表产品		防雨夹克 BETA		中强度越野跑服装		
	GAMMA 软壳、	SL、未来之壳、		Incendo Hoody，最	THERME	多次获得大奖的
	CERIUM 羽绒服、	轻量 GTX 夹克	经典的向导级冲	轻的越野跑鞋	PARKA 男款	MACAI
	ATOM 轻量棉服、	ZETA LT、经典徒	锋衣 ALPHA SV	NORVAN SL、多	GTX 羽绒大衣	滑雪夹克
	BETA 高山夹克	步背包 BORA AR		用途轻薄训练长裤		
		50		STRADIUM PANT		

数据来源：始祖鸟官微，什么值得买社区，国泰君安证券研究

4.2. Peak Performance: 定位时尚专业户外品牌

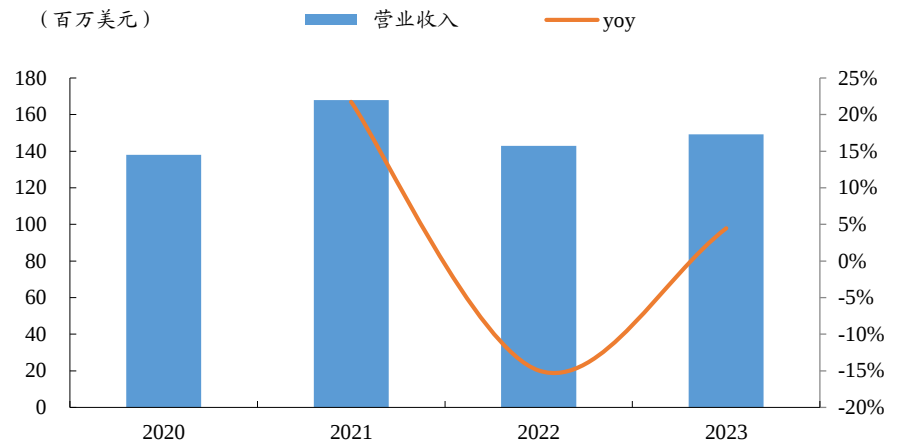
结合专业功能和北欧风格设计，定位时尚专业户外品牌。Peak Performance 由三名滑雪爱好者于 1986 年在瑞典斯堪的纳维亚半岛的 Åre 村庄创立，目前总部位于斯德哥尔摩，是一个优质的户外和运动服饰品牌，宗旨是把自由滑雪的冒险精神带给世界。在 Peak Performance 创立之初，三位创始人认为当时户外滑雪专业装备普遍缺乏设计感。因此，为了打造具备实用美学的专业滑雪装备，创始团队从运动专业、北欧生活方式和视觉设计等方面赋能新品牌。如今，Peak Performance 将出色的功能与简单、有吸引力的设计相结合，为多项运动提供产品，包括双板滑雪、单板滑雪、高尔夫和其他户外活动。Peak Performance 在 1998 年被后来属于丹麦欧时企业集团的欧洲时尚零售服装公司收购，在 2018 年被 Amer 收购。Peak Performance 营业收入在 2020-2023 年持续波动，CAGR 仅为 2.66%，Amer 在 2024Q2 业绩会透露，Peak Performance 仍处于品牌重塑阶段。

表13: Peak Performance 定位时尚专业户外品牌

时间	事件
1986	三位滑雪爱好者创立 Peak Performance，它们分别是世界级猫跳滑雪运动员 Stefan Engström、瑞典发行量最大滑雪杂志 Åka Skidor 的前主编 Peter Blom 和某企业前艺术总监和设计师 Christer Mårtensson。
1991	Peak Performance 在斯德哥尔摩开出第一家门店。
1998	Peak Performance 被欧洲时尚零售服装公司（丹麦欧时企业集团有限公司的前身）收购。
2018	亚玛芬体育以 3.09 亿美元从欧时收购 Peak Performance。
2019	母公司 Amer Sports 被安踏体育牵头的财团全资收购。
2020	PeakPerformance 与自我定位为“现代欧洲奢侈品牌”的瑞典香氛品牌百瑞德的创始人合作，推出系列户外潮流服装，联名产品名为“拥我魂魄”（Possessions of My Soul），主打科技剪裁、无性别、多功能。
2021	Peak Performance 推出 WearAgains 官方二手回收再购业务，并在斯德哥尔摩品牌旗舰店试水，后续缓慢扩张。

数据来源：公司官网，公司公告，国泰君安证券研究

图48: Peak Performance 2020-2023 年营业收入 CAGR 仅为 2.66%

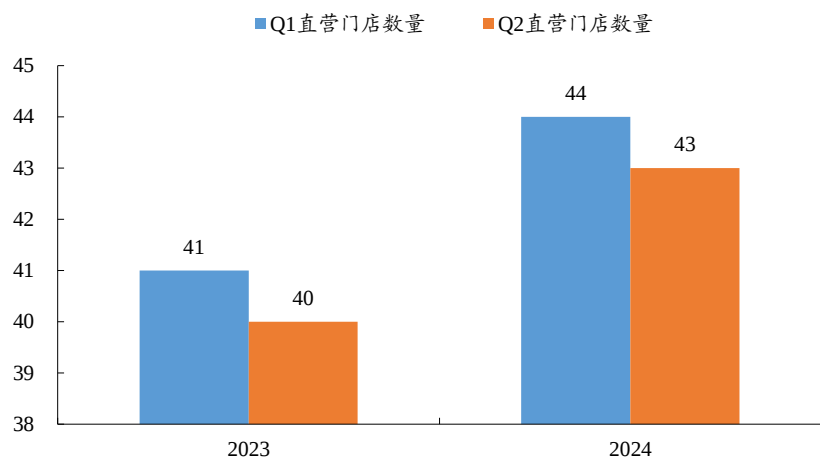


数据来源：公司公告，招股说明书，国泰君安证券研究

➤ 渠道：贯彻品牌直营的核心策略，中国市场线下渠道逐渐发力

布局全球 25 个市场，贯彻品牌直营的核心策略。Peak Performance 在 1991 年于瑞典斯德哥尔摩开出全球第一家门店，如今在全球 25 个市场布局线上和线下业务。2018 年 Amer 发布的收购公告显示,Peak Performance 大约 45% 的销售收入由直营渠道贡献。伴随 2019 年 Amer 被安踏集团收购, Peak Performance 亦贯彻品牌直营的核心策略, 尤其体现在对中国市场的开拓和运营上。根据 Amer 季报, Peak Performance 2024Q1 和 2024Q2 的直营门店数量均同比增长, 截至 2024Q2, Peak Performance 在全球共运营 43 家直营店铺。

图49: Peak Performance 2024Q1/Q2 直营门店数量均同比增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究（注：图中门店数量单位为家）

中国市场加速扩张步伐，有望成为下个营收增长点。自从 2013 年通过经销商渠道进入中国市场后, Peak Performance 时隔八年才以直营形式正式入驻中国。目前, 线下门店已贡献 Peak Performance 在中国的绝大部分销售额, 这是由于门店已获得较高复购率, 以及越来越快的开店速度带来增长。未来 Peak Performance 将仍通过直营在中国一线城市开店, 但借助代理商来拓展新一线市场。这是由于 Amer 提供的代理商具有相当多的渠道资源, 能够帮助品牌在城市中快速发展。沈阳中兴大厦店是 Peak Performance 首次选择代理商来负责运营, 但店铺经营方式均依据自营店标准, 由品牌内部团队直接

管理。Peak Performance 计划在 3-5 年内将中国门店总数提升至 50-100 家，重点布局供暖线以北城市。

表14: Peak Performance 在中国市场加速扩张步伐

时间	事件
2013	通过三夫户外等经销商渠道进入中国市场，在雪季和其他户外品牌一起入驻崇礼等地的滑雪场集合店。
2021	推出官方天猫旗舰店。
2022	在北京三里屯太古里开设快闪店，这是其正式进入中国市场后首次以直营形式进入线下渠道销售；Peak Performance 推出微信小程序商城，成为在中国其唯一官方线上渠道。
2023	在上海南京西路的芮欧百货、深圳罗湖万象城分别开店。
2024	入驻北京朝阳大悦城、沈阳中兴大厦、西安赛格国际购物中心。

数据来源：国泰君安证券研究

线下渠道选址年轻化，短期聚焦搭建盈利模型。 Peak Performance 线下渠道的选址集中在年轻人密集、有网红特质的商圈。借助安踏集团和 Amer 的支持，往往能够在一线和新一线城市核心地段谈判到好的位置，且因在同类品牌中的售价较低，具备更快打开市场的潜力。Peak Performance 计划先搭建起盈利模型，然后扩大线下渠道的布局规模。2024 年开设的朝阳大悦城店和沈阳中兴大厦店均运用最新门店模型，两家店零售面积分别为 150 平方米和 180 平方米。根据界面新闻的采访，Peak Performance 中国品牌负责人钮逸姝认为该模型投资回报率较好，在不会支付过高租金的同时密集展现主力产品、输出品牌形象。

图50: Peak Performance 在北京开设朝阳大悦城店



数据来源：公司官微

图51: 沈阳中兴大厦店由代理商负责运营

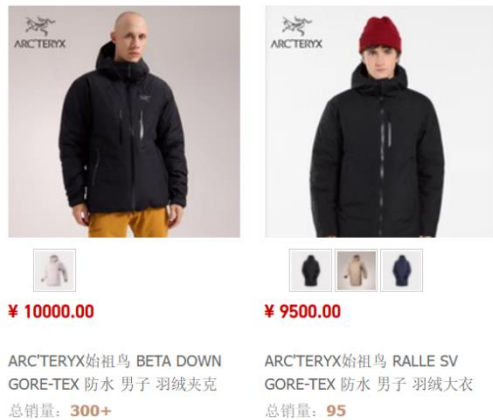


数据来源：公司官微

➤ 定位：凭借年轻潮流特质与始祖鸟等高端专业户外品牌错位竞争

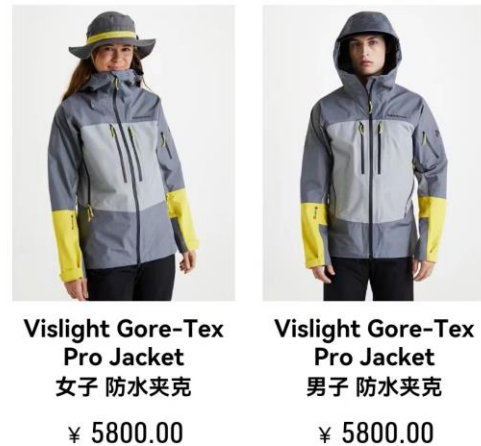
与高端专业户外品牌差异化定位，用时尚潮流俘获更多年轻消费者。 相较于同属于 Amer 技术服装部门的始祖鸟强调的功能性、耐久性和实用度以及注重直观和简洁的美学风格，Peak Performance 则以 Fun & Joy & Togetherness 为品牌精神，强调设计逻辑的比列拼接、切线和用色大胆明亮，客群更多会是在户外冒险中悦享野趣、享受和亲友在一起运动时的群体。在社交媒体的营销上，Peak Performance 突出运动群体的“户外冒险家”身份，用户视觉呈现相较于其他高端户外品牌更显年轻化、潮流化。此外，Peak Performance 各品类定价略低于始祖鸟，始祖鸟天猫官方旗舰店不乏售价近万元的单品，而 Peak Performance 微信官方小程序中价格较高的产品也多为 6000 元左右，在保证高端户外用品的专业性同时，用相对较低的价位迎合更追求潮流设计感的户外消费群体。

图52: 始祖鸟不乏售价近万元的单品



数据来源: 始祖鸟天猫官方旗舰店

图53: Peak Performance 较贵单品价格在 6000 元左右

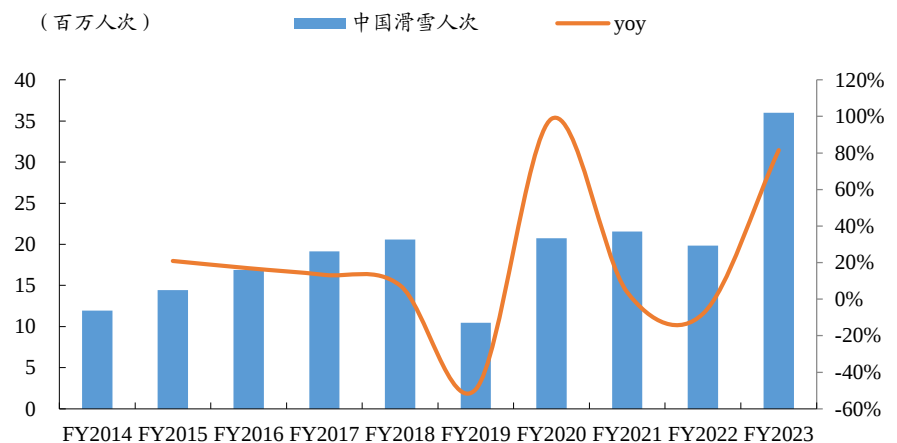


数据来源: Peak Performance 微信小程序

➤ 市场: 欧洲滑雪大国营收强劲, 中国市场有望成为下个营收增长点

以北欧、中欧地区为主, 聚焦开拓中国市场。1991 年, Peak Performance 在瑞典斯德哥尔摩开出第一家门店, 至今在全球超过 25 个市场拥有线上和线下业务。根据 Amer 2018 年的收购公告, 北欧和中欧地区是其两大主要市场, 营收表现强劲的地区包括瑞典、挪威和瑞士等传统滑雪大国。2013 年, Peak Performance 通过分销商渠道进入中国市场, 时任母公司丹麦时尚集团 IC Group 的首席执行官 Niels Mikkelsen 表示: “从某种意义上讲, Peak Performance 已经是一个国际化品牌, 因为我们在欧洲绝大部分的滑雪场都有名。我们目前拓展了日本市场, 也在中国内地和香港签署了分销协议”。从滑雪再到高端运动品牌, 这两个当下火热的领域在中国还远未及发展上限。《2023 年度滑雪行业白皮书》显示, 2014-2022 雪季财年中国滑雪人次上升 65.9%, 易观分析则初步估算 2023 雪季财年中国滑雪人次达到 3600 万, 同比增长 81.5%。因此我们认为中国市场有望成为 Peak Performance 下一个营收增长点。

图54: 2014-2023 雪季财年中国滑雪人次迅速上升



数据来源: 易观分析, 2023 年度滑雪行业白皮书, 国泰君安证券研究

注: 雪季财年指当年 5 月 1 日至次年 4 月 30 日, 如 2014 雪季财年指 2014 年 5 月 1 日至 2015 年 4 月 30 日

➤ 产品: 户外审美天花板, 重视女性消费市场

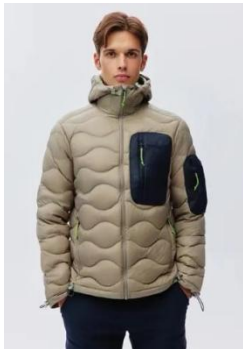
自然+功能为基础视觉户外风格, 以色块拼接和切线细节为代表。背靠北欧最大、最完善的冬季运动胜地, Peak Performance 在产品研发上拥有独特的户外环境优势。其产品线主打滑雪服, 涉及徒步、骑行、高尔夫和城市休闲

等领域，以野雪雪域最广阔、极端天气最恶劣的高山滑雪胜地 Åre 小镇为灵感，以“制造设计师中意且实用的产品”为理念，在视觉设计上和适应极端环境的防护功能上取得平衡。相比其他颜色较单一、版型较传统的高端户外运动品牌，Peak Performance 产品最用色大胆、设计前卫，明亮拼色设计是其主要风格。此外，Peak Performance 还追求 1/3 黄金美学比例拼接和切线的独特设计逻辑，被年轻雪友称为“拼接雪服美学天花板”。Peak Performance 强调时尚属性，不仅得到了时尚 KOL 们的青睐，也在尖端时尚杂志中频繁亮相。

重视女性消费市场，持续迭代产品细节。2018 年，Amer 的收购公告提到 Peak Performance 约 40% 的营收来自于女性产品。实际上，Peak Performance 产品对明亮的色彩搭配拼接设计，以及营销中对适应都市生活场景的强调，都让 Peak Performance 更容易吸引女性消费者的关注，也让其更加重视女性消费市场。例如，VISLIGHT 系列推出女性胶囊系列，包含两款经典产品——VISLIGHT 硬壳和 VISLIGHT 防风夹克，用明亮色块呼应探险情绪，诠释女性的盎然力量。Peak Performance 未来将不断优化迭代产品廓形等细节，继续为女性滑雪户外爱好者提供更多时尚户外产品选择，目标成为女性滑雪及户外装备领域中的重要引领者。

明星系列性能强大，矩阵覆盖多个领域。明星产品矩阵覆盖滑雪、徒步、越野跑等多个户外运动领域，展现出品牌产品的专业性与多样性。Peak Performance 的 HELIUM 系列羽绒服、VISLIGHT 系列夹克和 VERTICAL 系列滑雪服深受消费者喜爱，均以性能著称。其中，HELIUM 系列诞生十余年仍旧畅销，时尚经典，愈久弥新；VISLIGHT 系列夹克兼具时尚与舒适，轻便易携，近期发售全新中国地区限定配色彩壳广受好评；VERTICAL 系列滑雪服与专业滑雪运动员协作打造，是品牌的经典王牌产品和明星系列，采用先进科研创新设计，帮助 Peak Performance 成为野雪领域代表性品牌、世界最高级别的野雪赛事 FWT 多年滑雪服装合作伙伴。

表15: Peak Performance 明星系列性能强大

产品名称	HELIUM 系列羽绒服	VISLIGHT 系列夹克	VERTICAL 系列滑雪服
产品介绍	轻便羽绒产品，收纳仅 1 个橙子大小、18 个氦气球就可以带着一件 HELIUM 系列羽绒单品飞向天空；具有高辨识度的波浪绗缝格纹，兼顾锁住内在温度、抵御外界寒冷、保证透气性三大看似矛盾的需求。	系列名称来自 Visibility（视觉性）+ Light（轻量化）两个单词，兼具时尚与舒适，轻便易携；延续色彩拼接美学，完美结合高饱和与低饱和色彩，采用 Gore-Tex 高科技面料，全防水全压胶式设计。	使用 Gore-Tex 材料，透气性和流动性一流；搭载特殊防风面罩、YKK AquaGuard 拉链、RECCO 救援功能；帮助 Peak Performance 成为野雪领域代表性品牌、世界最高级别的野雪赛事 FWT 多年滑雪服装合作伙伴。
价格带(¥)	2200-2800	1800-5800	4800-7800
产品图片			

数据来源：始祖鸟天猫官方旗舰店，国泰君安证券研究

5. 盈利预测

根据公司指引：2024 年公司整体:收入同比增长 15-17%，毛利率为 54.5%，经调整营业利润率 10.5-11.0%高段，EPS 0.40-0.44 美元高段。其中：**1）技术服装部门：**2024 年收入预计同比增长 30%，营业利润率略高于 20%。**2）户外部门：**2024 年收入预计同比增长中到高单位数，营业利润率高单位数。**3）球类部门：**2024 年收入预计同比增长低到中单位数，营业利润率低到中单。

盈利预测：预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 50.3/57.9/64.5 亿美元，分别同比增长 15%/15%/12%；归母净利润分别为 2.0/3.5/4.6 亿美元。

表16：公司盈利预测

	2023	2024E	2025E	2026E
收入	4368	5025	5785	6453
yoy	23%	15%	15%	12%
毛利率	52%	54%	55%	56%
同比变动	2%	3%	1%	0%
技术服装部门收入	1593	2084	2664	3167
yoy	45%	31%	28%	19%
球类部门收入	1108	1141	1175	1211
yoy	7%	3%	3%	3%
户外部门收入	1668	1800	1946	2075
yoy	18%	8%	8%	7%
归母净利	-209	199	349	454
yoy	/	/	75%	30%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

6. 投资建议

Amer 为全球顶级体育用品集团，被安踏集团收购后在渠道、产品、管理层等方面做出诸多有效调整，目前以始祖鸟为代表的品牌乘户外行业二次崛起的东风快速壮大，且以中国市场为代表的新兴市场增长潜力较大，我们预计未来 Amer 有望持续释放增长潜力，并改善盈利能力，首次覆盖给予“增持”评级。

7. 风险提示

全球经济增长不及预期。Amer 业务遍布全球，若全球经济增长不及预期，将直接影响终端销售。

行业竞争加剧。Amer 大部分品牌定位户外赛道，目前户外赛道景气度较高，服装品牌纷纷进军，若后续竞争恶化，可能会影响集团旗下品牌的销售表现。

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

投资建议的比较标准	评级	说明
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当地市场指数涨跌幅为基准。	增持	相对当地市场指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对当地市场指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对当地市场指数涨幅介于 -5% ~ 5%
	减持	相对当地市场指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于当地市场指数
	中性	基本与当地市场指数持平
	减持	明显弱于当地市场指数

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		

附：海外当地市场指数

亚洲指数名称	美洲指数名称	欧洲指数名称	澳洲指数名称
沪深 300	标普 500	希腊雅典 ASE	澳大利亚标普 200
恒生指数	加拿大 S&P/TSX	奥地利 ATX	新西兰 50
日经 225	墨西哥 BOLSA	冰岛 ICEX	
韩国 KOSPI	巴西 BOVESPA	挪威 OSEBX	
富时新加坡海峡时报		布拉格指数	
台湾加权		西班牙 IBEX35	
印度孟买 SENSEX		俄罗斯 RTS	
印尼雅加达综合		富时意大利 MIB	
越南胡志明		波兰 WIG	
富时马来西亚 KLCI		比利时 BFX	
泰国 SET		英国富时 100	
巴基斯坦卡拉奇		德国 DAX30	
斯里兰卡科伦坡		葡萄牙 PSI20	
		芬兰赫尔辛基	
		瑞士 SMI	
		法国 CAC40	
		英国富时 250	
		欧洲斯托克 50	
		OMX 哥本哈根 20	
		瑞典 OMXSPI	
		爱尔兰综合	
		荷兰 AEX	
		富时 AIM 全股	