

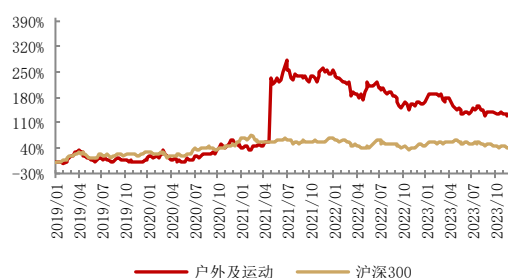
2023 年 12 月 15 日

户外行业深度报告：高端搭台，00 后崛起

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：唐奕奕

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SACNO: S1120519090002

联系电话：0105977-5330

23 年户外行业再爆发：高端化、年轻化、性价比

户外行业上一轮高增长在 2011 年前后，但随后则由于产品缺乏研发投入导致同质化明显、消费群体演变为以老龄化和低收入群体为主、行业进入去库存调整期；2023 年再度火爆，我们分析，和上一轮爆发的相似之处在于：每一轮户外的兴起，均发生在运动行业后期、行业价格战叠加去库存、消费者开始寻求新的个性化需求，而不同之处在于：高端品牌扩圈引领流行、00 后崛起构成新的消费群增量、叠加羽绒服近年提价背景下冲锋衣“一衣三穿”的性价比优势更加凸显。根据 wind 数据，2022 年户外行业规模为 256 亿元，对比欧美展望行业长期空间，我们认为受渗透率、客单价以及高净值人群增长，2030 年行业有望突破 1000 亿元，对应 7 年 CAGR12%。

行业竞争格局变化：22、23 年品牌集中度快速提升

国内户外品牌集中度 14-18 年下滑，18 年后回升，特别是 22、23 年迅速提升至 82%，但本轮受益者主要为国外品牌。我们分析，近 10 年品牌竞争格局变化中值得注意的主要包括：（1）早期龙头哥伦比亚和北面走势分化，我们分析哥伦比亚下滑主要由于产品线相对狭窄且设计老化、新兴渠道即电商、购物中心进驻均较慢，而传统渠道百货客流下滑明显，以及缺乏营销投入；北面则成功通过扩产品线、将羽绒服打造成爆品，结合营销投入实现年轻化。（2）“安踏系”的火爆：始祖鸟、迪桑特、可隆的火爆均得益于安踏的运营，包括渠道追随奢侈品开大店、产品拓展商务和女性系列和跨界营销等投入加大。（3）始祖鸟收回加盟转直营后，也为新兴户外品牌 XBIONIC、攀山鼠等带来渠道拓展机会。

风险提示：政策落地不及预期风险；户外运动市场渗透率不及预期；流行趋势变化风险；行业竞争加剧风险；系统性风险。

盈利预测与估值

重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
2020.HK	安踏	74.90 港元	买入	2.80	3.34	4.02	4.66	24.37	20.41	16.97	14.64
002780.SZ	三夫户外	13.57	增持	-0.21	0.20	0.39	0.57	-64.45	69.26	34.92	23.65
300005.SZ	探路者	6.92	买入	0.08	0.14	0.18	0.22	87.46	50.03	37.63	31.59
603908.SH	牧高笛	37.32	买入	2.11	1.96	2.43	2.96	17.69	19.03	15.38	12.62

资料来源：，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

1. 户外行业再爆发：10 年轮回，每轮兴起均在运动之后	4
1.1. 国内户外行业历史回顾：22 年户外行业 250 亿元，近 20 年 CAGR25%	4
1.2. 23 年户外行业再兴起：高端化、年轻化、性价比共振	5
1.3. 展望未来空间：预计国内长期空间在 1000 亿元，对应 2023-2030 年 CAGR12%	8
2. 行业竞争格局变化：22、23 年为品牌集中度快速提升期，但主要为国外品牌抢夺	11
2.1. 国内户外行业竞争格局：14-18 年竞争格局恶化，18 年后集中度回升	11
2.2. 主要品牌的竞争格局变化：北面+安踏系	15
2.2.1 哥伦比亚和北面最早进入中国市场，后期哥伦比亚下滑、北面成功年轻化	16
2.2.2 探路者早期爆发得益于“泛户外”定位，多元化调整后再出发	18
2.2.3 “安踏系”的火爆：始祖鸟、迪桑特、可隆	18
3. 投资建议	20
3.1. 探路者：产品功能化，渠道联营化，营销年轻化	20
3.2. 三夫户外：XBIONIC、攀山鼠均处高增阶段	20
3.3. 牧高笛：外销仍处去库阶段，大牧价格战趋缓，小牧推出山系户外服装	20
3.4. 安踏：户外多品牌运营对冲运动去库存下行风险	20
4. 风险提示	21

图表目录

图 1 历年国内户外用品零售额及增速（亿元）	4
图 2 国内户外鞋服零售额及增速（亿美元）	4
图 3 国内运动行业与户外运动行业增速	5
图 4 人均 GDP（美元）与户外运动发展规律	5
图 5 各电商平台户外运动销售额同比增速	5
图 6 疫情后 3 天以内的户外旅游占比升至 70%	6
图 7 2021 年运动参与意愿比例中户外位列第一	6
图 8 年轻人成为户外运动新主力军	7
图 9 代际间对产品特征关注点差异	7
图 10 国内滑雪人次及滑雪场数量及增速	7
图 11 国内越野跑赛事数量	7
图 12 美国户外运动渗透率	8
图 13 美国户外鞋服零售额（亿美元）及增速	8
图 14 欧洲户外用品批发额（亿欧元）及增速（%）	9
图 15 欧洲户外行业发展高峰期市场规模增速 CAGR	9
图 16 个人可投资资产超过 1 千万的人数（万人）	11
图 17 国内户外运动人均消费分布情况	11
图 18 美国户外品牌市占率	12
图 19 欧洲户外品牌 CR10	12
图 20 VFC 户外产品收入及增速（亿美元）	12
图 21 哥伦比亚收入及增速（亿美元）	12
图 22 国内/国际品牌数量及国内品牌占比	13
图 23 各品牌店数店效对比	15
图 24 各品牌净利率毛利率对比	15
图 25 应用 GORE-Tex 产品技术的国内品牌	15
图 26 哥伦比亚在国内门店数量	17
图 27 哥伦比亚 PE BANDS	17
图 28 北面收入及增速（亿美元）	17

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 29 VFC PEBANDS.....	17
图 30 探路者收入/净利（亿元）及增速	18
图 31 探路者门店数量及增速	18
图 32 始祖鸟国内区收入及增速（亿元）	19
图 33 天猫淘宝始祖鸟销售额同比增速.....	19
图 34 迪桑特国内区收入及增速（亿元）	19
图 35 可隆国内区收入及增速（亿元）	19
表 1 各品牌羽绒服与三合一冲锋衣价格带对比	7
表 2 国内外运动、户外市场容量及渗透率比较.....	9
表 3 国内户外用品市场规模测算.....	10
表 4 户外品牌市场份额（%）	11
表 5 户外服装行业竞争格局分化.....	13
表 6 早期哥伦比亚和 TNF 在国内市场发展历程.....	16
表 7 各公司盈利预测.....	21

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

1. 户外行业再爆发：10 年轮回，每轮兴起均在运动之后

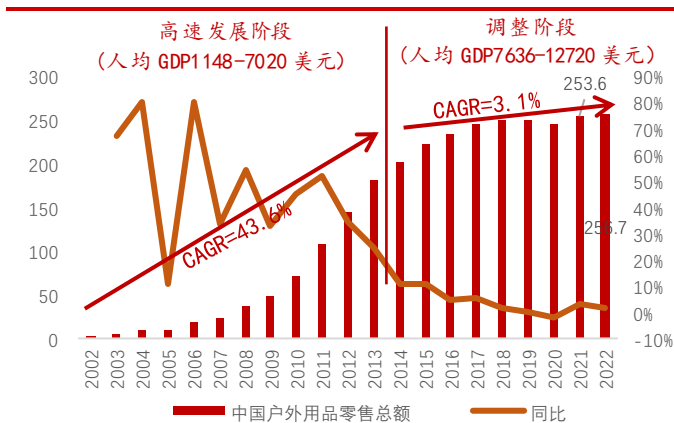
我们分析，户外行业本质上根源于经济、城市化发展到一定程度后对回归自然的需求，因此“有钱”和“有闲”对于行业的发展缺一不可。而在“有闲”要求的假期时间未放开下，专业户外始终是小众群体，而大众群体的“泛户外”流行趋势是否可持续，则取决于产品、营销和消费群体的变化。就国内而言，户外行业并不是一个新兴产物，上一轮高增长在 2011 年前后，但随后则由于产品缺乏研发投入导致同质化明显、消费群体演变为以老龄化和低收入群体为主、行业进入去库存调整期；2023 年再度火爆，我们分析，和上一轮爆发的相似之处在于：每一轮户外的兴起，均发生在运动行业后期、行业价格战叠加去库存、消费者开始寻求新的个性化需求，而不同之处在于：高端品牌扩圈引领流行、00 后崛起构成新的消费群增量、叠加羽绒服近年提价背景下冲锋衣“一衣三穿”的性价比优势更加凸显。

1.1. 国内户外行业历史回顾：22 年户外行业 250 亿元，近 20 年 CAGR25%

2003-2013 年，高速增长阶段（CAGR43.6%）：90 年代，国内户外仅为小众专业群体参与，2003 年后进入高速发展期，驱动因素在于：经济高速发展（人均 GDP CAGR18.5%）、2003 年非典后，在“泛户外”流行趋势的推动下，行业开始从专业走向大众。2008 年受北京奥运会推动，国产运动品牌跑马圈地扩张到达高峰；运动流行趋势持续了 7 年、而国内品牌持续提价、与国外品牌价差收窄、性价比优势不再突出后，消费者存在个性化服装需求，开始往户外转变。2011 年运动行业开始关店、去库存，户外开始爆发，2011-2014 年行业规模仅 3 年从 100 亿增至 200 亿元。

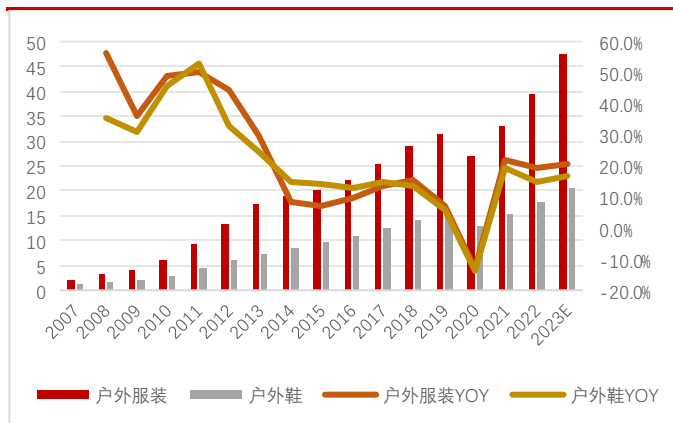
2013-2022 年，调整阶段（CAGR4.5%）：在经历 10 年高增长后，行业开始进入调整期，主要由于：（1）产品同质化：龙头品牌投入下降，品牌数量增多而产品同质化明显，设计老化；（2）消费群体变化：户外冲锋衣耐用、颜色鲜艳、易于识别等特点使其成为如快递、物流、加油站等行业的工装，也为老年群体偏好，从而很大程度影响了消费者对户外产品的形象认知、特别是高消费群体和年轻群体。

图 1 历年国内户外用品零售额及增速（亿元）



资料来源：COCA、华西证券研究所（统计口径主要包括专业品牌和渠道，包括山地、徒步、露营等传统户外领域，不包括滑雪、垂钓、空中户外、水上户外、极限户外等板块）

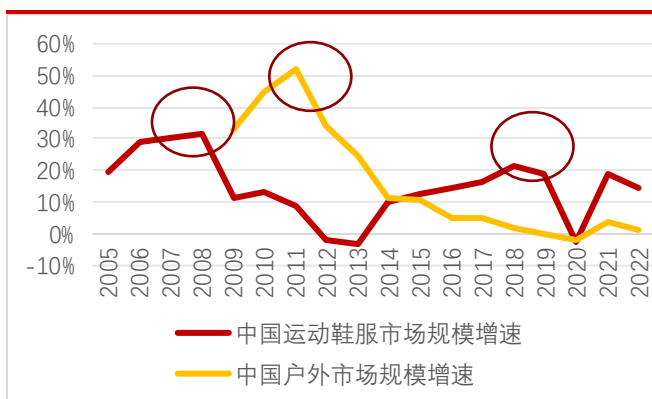
图 2 国内户外鞋服零售额及增速（亿美元）



资料来源：欧睿，华西证券研究所（包含徒步、登山、滑雪相关、自行车、越野跑以及水上户外运动等）

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 3 国内运动行业与户外运动行业增速



资料来源：COCA，欧睿，华西证券研究所

图 4 人均 GDP（美元）与户外运动发展规律

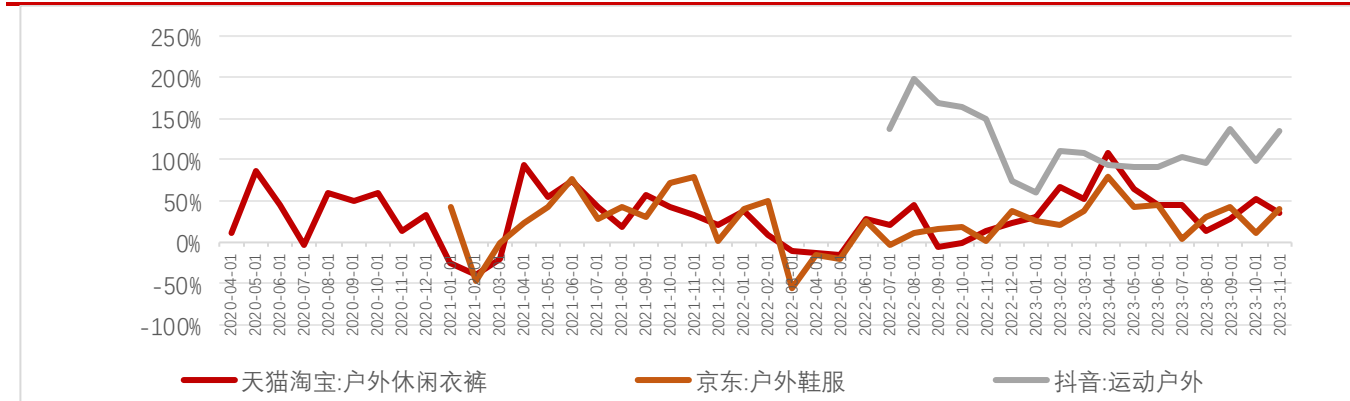


资料来源：，中国产业信息网，华西证券研究所

1.2.23 年户外行业再兴起：高端化、年轻化、性价比共振

2023 年至今，继 22 年露营火爆后，23 年冲锋衣销售火爆：1) 户外露营、飞盘、骑行等轻户外运动点燃第一波热度：2020-2022 年疫情期间，出国等长途旅行受限，露营及周边游迅速升温：根据《国内体育旅游消费大数据报告》，2019-2021 年选择 3 天以内体育旅游占比从 33% 增长至 71%，户外运动成为参与意愿比例最高选项。2) 2022 年冬奥会后滑雪热度上升。根据头豹研究院数据，22 年国内滑雪行业市场规模同比增长 35% 达 774 亿元。3) 2023 年冲锋衣销量激增，京东和唯品会数据，双十一期间冲锋衣销量均同比翻倍，抖音数据显示今年前 7 月冲锋衣销量同比大涨 336.57%，全年销售额有望突破 25 亿元。2023 年 1-10 月抖音/天猫/京东户外运动销售额累计同比增长分别为 100.2%/30.2%/50.4%，其中天猫/京东户外运动销售额较 21 年增长 33%/62%。

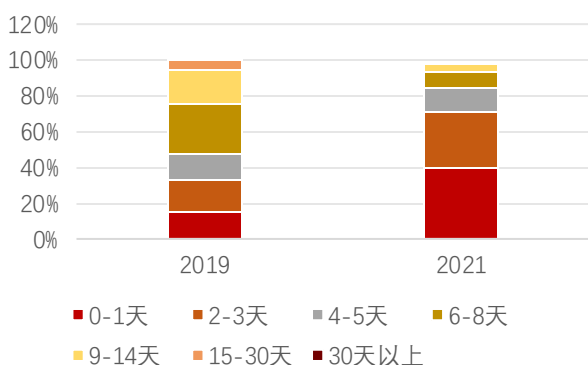
图 5 各电商平台户外运动销售额同比增速



资料来源：datayes，华西证券研究所

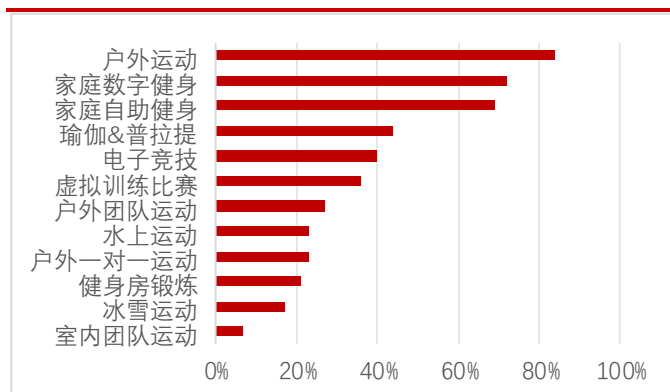
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 6 疫情后 3 天以内的户外旅游占比升至 71%



资料来源：中陆文旅，华西证券研究所

图 7 2021 年运动参与意愿比例中户外位列第一



资料来源：嘉世咨询，华西证券研究所

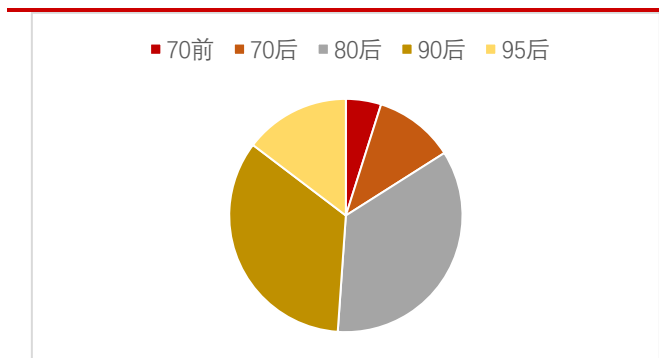
我们分析，背后的驱动因素在于：高端人群不断寻求身份区隔引领流行趋势，中产阶级“保级”的身份认同，年轻群体的颜值需求和性价比需求，共同构成了本轮“泛户外”群体，即对户外“虽不能至、心向往之”的非专业伪户外群体。

(1) 高端化：高端品牌扩圈至商务和互联网人群，“山系穿搭”（Gorpcore）使得冲锋衣再次走向办公室，引领流行趋势。2017 年开始，海外金融圈、硅谷圈兴起“山系穿搭”潮流，即将户外元素加入日常服装（如衬衫+户外背心），崇尚更为自由宽松的户外和运动休闲风格。2019 年后，户外顶级品牌始祖鸟被安踏收购后加大营销投入：2020 年签约刘雯、巴黎时装周 LV 秋冬男装闭幕式上与 Off-white 跨界联名，打破了消费者对于冲锋衣的刻板印象；2022 年春夏推出 VEILANCE 商务系列，叠加 22 年冬奥会，成功扩圈至商务群体。此前加拿大鹅、MONCLER、始祖鸟的兴起、以及今年的 Patagonia，高端人群在不断寻求身份区隔的促动下带动一个个顶奢品牌的火爆。

(2) 年轻化：00 后一代开始偏好户外，构成增量消费群体。年轻人成为户外运动新主力军，根据马蜂窝数据，90 后参与户外休闲人群比例已达 44%。近年冲锋衣强化休闲、通勤、时尚定位，逐渐演变为多场景的百搭单品，在版型款式、颜色搭配上不断提升，过去冲锋衣颜色较为鲜艳，近两年颜色更加柔和，以咖色、白色、灰色、浅粉色为主，更加贴合年轻人审美及日常需求。百度指数显示，10 月，在搜索冲锋衣的消费者中，40 岁以下消费者占比达 75%；唯品会数据显示，从年龄分层上看，00 后消费者购买冲锋衣的数量涨幅最快，同比增长超过 140%。

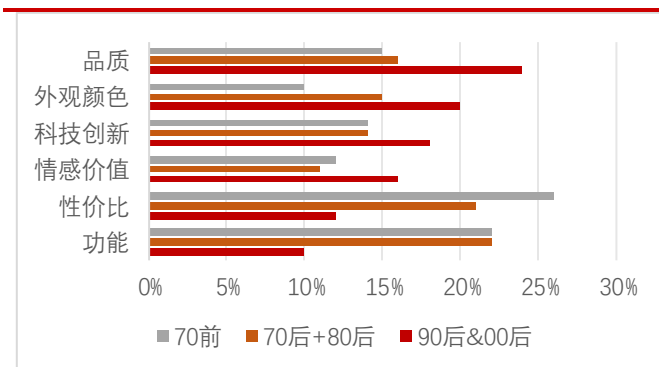
(3) 性价比：较持续提价的羽绒服相比，冲锋衣“一件三穿”更具性价比。根据魔镜洞察，受鸭绒、鹅绒涨价以及品牌升级等影响，目前羽绒服的均价达到 1200 元，而国产冲锋衣的平均客单价为 488 元。据抖音统计，300-500 元是冲锋衣主流价格区间，占市场规模的 33.72%，更具性价比优势。对比各品牌羽绒服与三合一冲锋衣，冲锋衣兼具多功能性（防水、防风、透气）、多季节性（一件三穿，适合多种季节）、以及耐用性，同时价格更低，逐渐成为羽绒服平替产品，且羽绒服在潮湿场景下不及冲锋衣、需搭配防水外层。

图 8 年轻人成为户外运动新主力军



资料来源：马蜂窝《户外休闲风行报告》，华西证券研究所

图 9 代际间对产品特征关注点差异



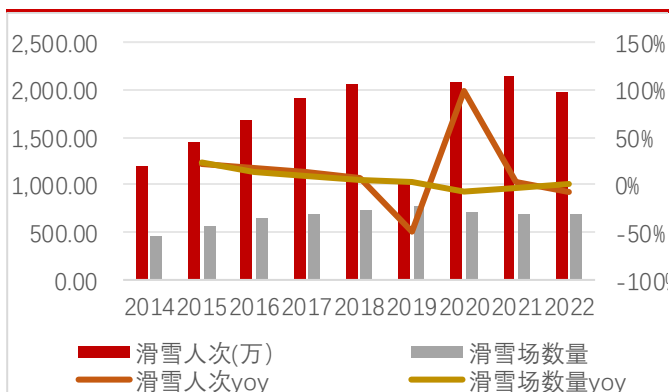
资料来源：得物 APP，新华网，华西证券研究所

表 1 各品牌羽绒服与三合一冲锋衣价格带对比

	羽绒服	三合一冲锋衣
骆驼	539-1099 元	439-819 元
波司登	299-7800	799-3999
安踏	349-2249 元	599-1199 元
迪卡侬	290-1450 元	430-1250 元
探路者	350-2588 元	500-1400 元
Columbia	660-2879 元	968-3909 元
THE NORTH FACE	1196-6498 元	1468-3823 元

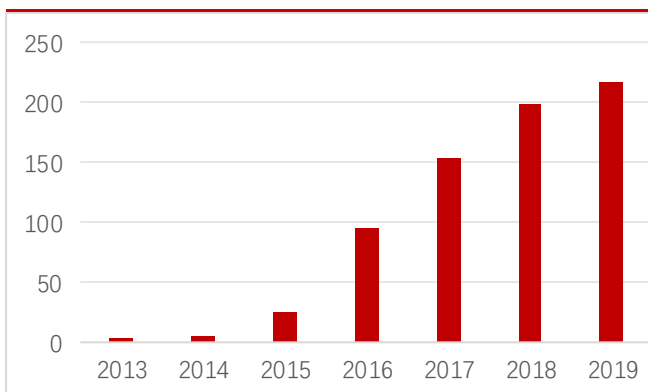
资料来源：淘宝，华西证券研究所

图 10 国内滑雪人次及滑雪场数量及增速



资料来源：《国内滑雪产业白皮书》，华西证券研究所

图 11 国内越野跑赛事数量



资料来源：ITRA，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

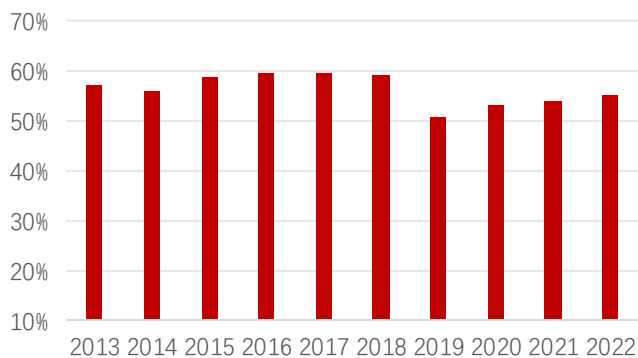
1.3. 展望未来空间：预计国内长期空间在 1000 亿元，对应 2023-2030 年 CAGR12%

我们从国内户外行业渗透率提升、及对比欧美成熟市场两个角度去展望国内户外行业未来空间。户外行业发源于欧美，同样经历了从小众探险到大众扩散、产品从军用拓展至民用的过程。欧美户外行业均在 21 世纪初进入成熟阶段。

1) 美国稳态行业渗透率/增速/市场容量为 55%/6%/195 亿\$（户外服装/鞋分别为 85/46 亿\$）。根据 Statista 数据，美国户外运动参与率在疫情前稳定在 58% 左右，疫情前后降至 51%/55%。疫情前 2007-2019 年美国户外服饰/户外鞋市场规模 CAGR 为 6%/3%，呈稳定增长态势，21 年受疫情恢复影响增速回弹到 23%，22 年增速回落至 5%。

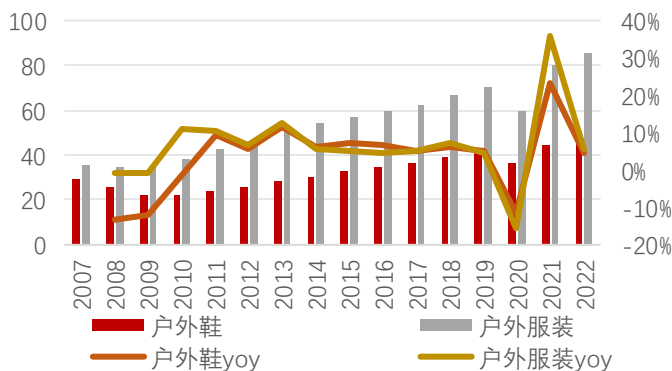
2) 欧洲稳态行业渗透率/增速/市场容量为 62%/5%/122 亿欧元（户外服装/鞋分别为 56/32 亿欧元）。欧洲户外行业发展高峰期增速及持续时间对我们研究国内有一定参考意义：欧洲户外用品行业 1980-1990 年平均增长率为 15%，1991-2000 年平均增长率为 10%，稳健增长期近 20 年；2001-2006 年平均增长率为 7%。行业的总体规模，从 1980 年的 3.41 亿欧元增长到 2011 年的 100 亿欧元，增长近 29 倍。根据 European Outdoor Group 调查，2020 年欧洲户外运动参与率为 62%（每月至少进行一次户外运动），整体保持较高水平。从市场规模来看，近年来欧洲户外用品行业整体保持稳定，2014-2022 年欧洲户外用品批发额 CAGR 为 5%，2020 年受疫情爆发影响，市场规模下降约 10%。2021 年市场开始回暖，同比增长 17.7%，2022 年持续复苏态势同比增长 11.5%至 61 亿欧元，其中户外服饰/户外鞋类批发额分别为 28/16 亿欧元，同比增长 6.8%/20.4%。

图 12 美国户外运动渗透率



资料来源：Statista，华西证券研究所

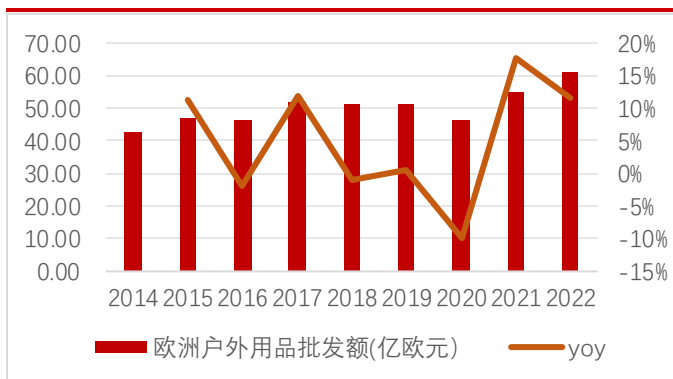
图 13 美国户外鞋服零售额（亿美元）及增速



资料来源：欧睿，华西证券研究所

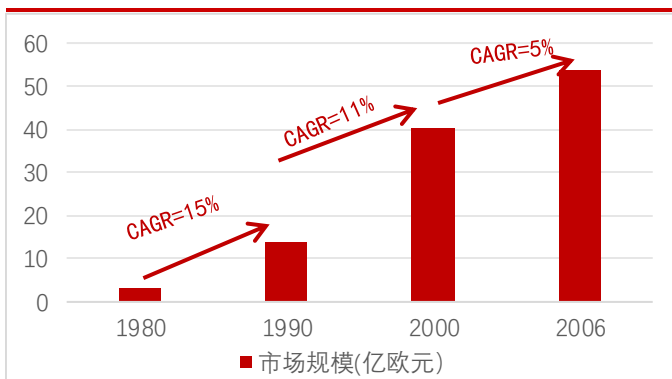
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 14 欧洲户外用品批发额（亿欧元）及增速（%）



资料来源：European Outdoor Group，华西证券研究所

图 15 欧洲户外行业发展高峰期市场规模增速 CAGR



资料来源：Respect Marketing Research，华西证券研究所

表 2 国内外运动、户外市场容量及渗透率比较

	美国	欧洲	国内
运动市场规模	7405 亿元（1029 亿美元）	3068 亿元（425 亿美元）	1617 亿元
行业渗透率	34%	-	12%
户外市场规模	1403 亿元（195 亿美元）	1104 亿元（122 亿欧元）	257 亿元
行业渗透率	55%	62%	2%

资料来源：欧睿，MCR，华西证券研究所

我们将国内人口分为高净值人群、中产阶级、大众人群三类，并分别给予了不同的客单价和户外渗透率假设：

1) 人口基数：目前高消费小众户外运动消费群体主要分布在高收入人群中，根据《2023 年国内私人财富报告》显示，国内高净值人群（指可投资资产位于 1000 万人民币以上的人群）的规模在 2008 年至 2022 年间增长超过 10 倍，从 30 万人增长至 316 万人，对应 CAGR 达到 18%。我们假设至 2030 年国内人口数量不变，根据《2023 年国内私人财富报告》及《经济学人》数据，2022 年高净值人口数/中产人口分别为 316 万/4.7 亿人，分别占总人口数的 0.2%/33%；假设 2023-2025 年每年增长 0.02/0.3PCT，2030 年高净值人口/中产人口/大众人口数量在中性假设下分别为 683 万/5.25 亿/8.80 亿。

2) 渗透率：假设 22 年高净值人口/中产人口/大众人口户外运动渗透率分别为 5%/2.5%/1%，2023-2025 年高净值人口/中产人口/大众人口户外运动渗透率每年增长 0.3/0.15/0.1PCT，2030 年在中性假设下渗透率分别达 8.9%/4.5%/1.8%。

3) 人均消费，参考华经产业研究院统计的 21 年国内户外运动人均消费额分布，假设 22 年高净值人口/中产人口/大众人口户外运动人均消费分别为 15000/1600/500 元，假设 2023—2025 年高净值人口/中产人口/大众人口人均消费增速分别为 8%/5%/3%，2030 年在中性假设下户外运动人均消费分别达 40794/2742/734 元。

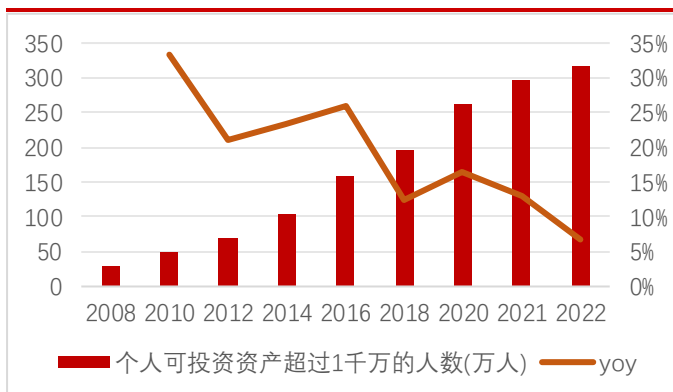
以上述假设为基础，我们测算在中性假设下 2030 年我国户外运动市场空间有望超 1000 亿元，对应 2023-2030CAGR 为 12%。

表 3 国内户外用品市场规模测算

	2022	2023	2024	2025	2030		
					悲观	中性	乐观
国内人口基数 (亿人)	14.12	14.12	14.12	14.12	14.12	14.12	14.12
高净值人口 (万)	316	344	372	401	542	683	824
户外运动渗透率	5.0%	5.3%	5.6%	5.9%	7.9%	8.9%	9.9%
高净值人口户外参与人数 (万)	15.80	18.24	20.86	23.64	42.81	60.79	81.60
人均消费 (元)	15000.00	16200.00	17496.00	18895.68	33839.29	40794.36	49010.53
高净值户外运动市场规模 (亿元)	23.70	29.56	36.49	44.67	144.86	248.00	399.92
中产人口 (亿人)	4.70	4.74	4.78	4.83	5.11	5.25	5.39
户外运动渗透率	2.5%	2.7%	2.8%	3.0%	4.0%	4.5%	5.0%
中产户外参与人数 (亿人)	0.12	0.13	0.13	0.14	0.20	0.23	0.27
人均消费 (元)	1600.00	1680.00	1764.00	1852.20	2489.20	2741.71	3017.04
中产户外运动市场规模 (亿元)	188.00	211.13	236.33	263.75	502.37	640.60	805.22
大众人数 (亿人)	9.39	9.34	9.30	9.25	8.95	8.80	8.64
户外运动渗透率	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.6%	1.8%	2.1%
大众户外参与人数 (亿人)	0.09	0.10	0.11	0.12	0.14	0.16	0.18
人均消费 (元)	500.00	515.00	530.45	546.36	666.01	734.27	808.75
大众户外运动市场规模 (万人)	46.94	52.92	59.17	65.70	92.43	116.29	143.30
户外运动市场规模 (亿元)	258.64	293.60	331.99	374.13	739.67	1004.89	1348.44

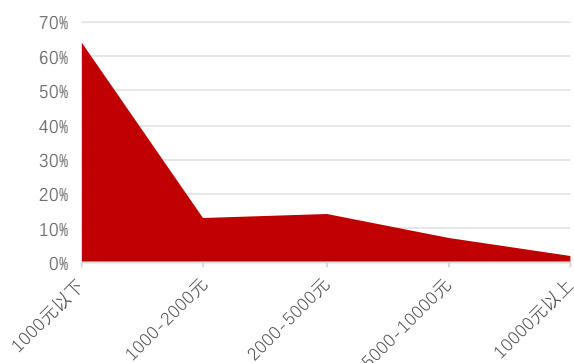
资料来源: COCA, 华西证券研究所

图 16 个人可投资资产超过 1 千万的人数(万人)



资料来源：《2023 年国内私人财富报告》，华西证券研究所

图 17 国内户外运动人均消费分布情况



资料来源：华经产业研究院，华西证券研究所

2. 行业竞争格局变化：22、23 年为品牌集中度快速提升期，但主要为国外品牌抢夺

2.1. 国内户外行业竞争格局：14-18 年竞争格局恶化，18 年后集中度回升

回顾国内户外行业竞争格局的变化，整体品牌集中度处于提升趋势，CR10 从 2010 年 49% 提升至 2023 年 82%，但国内品牌整体份额下降。我们分析，近 10 年的品牌竞争格局演变中值得关注的变化在于：（1）2014-2018 年 CR10 从 32% 降至 29%，主要由于前期国内龙头品牌开始布局户外多元化生态、对主业鞋服投入度下降；（2）2018 年后品牌集中度回升，特别是在 22/23 年 CR10 迅速提升至 61%/82%，主要提升来自北面、始祖鸟、迪桑特，2018-2022 北面/始祖鸟/迪桑特中国区收入 CAGR 分别为 16%/71%/73%；而前期龙头探路者（从高峰期 2006-2016 年收入 CAGR 55% 降至 2017-2022 年收入 CAGR -5%）、哥伦比亚则市场份额下降（2017-2022 中国区收入 CAGR -6%）。

欧洲户外品牌 CR10 为 34%，龙头品牌哥伦比亚/迪卡侬市占率分别为 2%/16%；美国户外品牌 CR7 为 34%，哥伦比亚在美国市占率达 11%。与其他服装细分行业不同，户外的国外品牌集中度低于国内，主要由于国内户外行业仍处于发展早期。

表 4 户外品牌市场份额 (%)

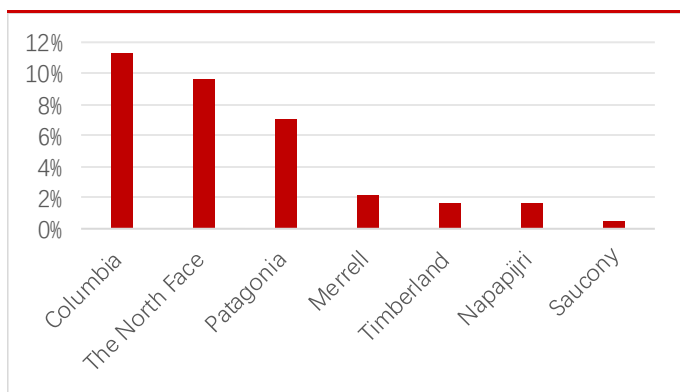
品牌名称	2010	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
北面 (VF Corp)	14%	11%	9%	8%	7%	7%	7%	8%	8%	9%	12%	17%
始祖鸟	-	-	0%	0%	1%	1%	1%	3%	5%	9%	12%	16%
迪桑特	-	-	0%	0%	0%	1%	1%	3%	6%	10%	12%	16%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

骆驼	3%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	7%	11%
可隆	-	-	0%	0%	0%	0%	2%	3%	3%	4%	6%	8%
Columbia	17%	13%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%
探路者	9%	12%	12%	11%	9%	7%	6%	5%	3%	3%	3%	4%
狼爪	6%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	3%	3%	3%	3%
凯乐石	-	-	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
Timberland	-	-	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
CR 10	49%	47%	32%	29%	27%	26%	29%	35%	37%	49%	61%	82%

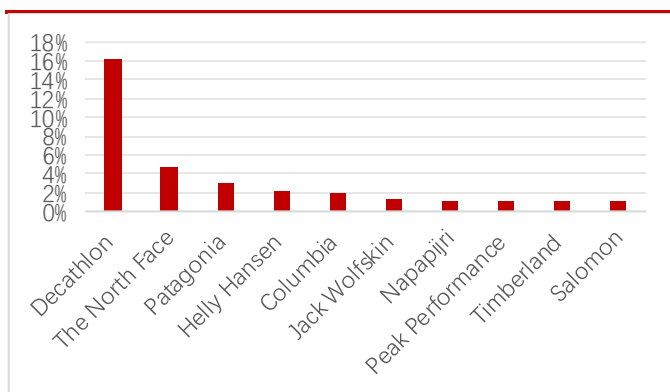
资料来源：欧睿，国内商业联合会，华西证券研究所（由于14年后未统计户外用品市场份额，14-23年市场份额=各品牌国内区零售额/国内户外用品市场规模）

图 18 美国户外品牌市占率



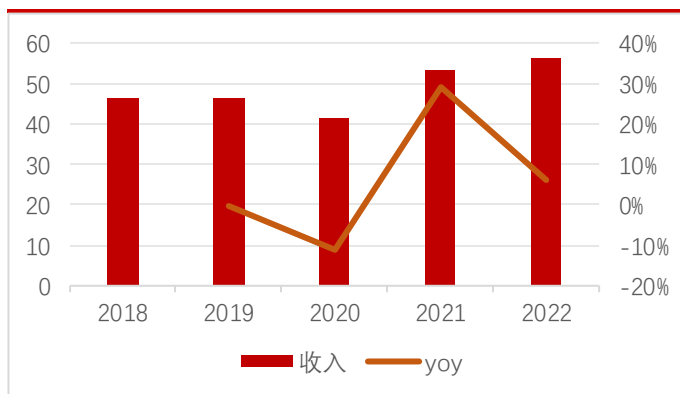
资料来源：欧睿，华西证券研究所

图 19 欧洲户外品牌 CR10



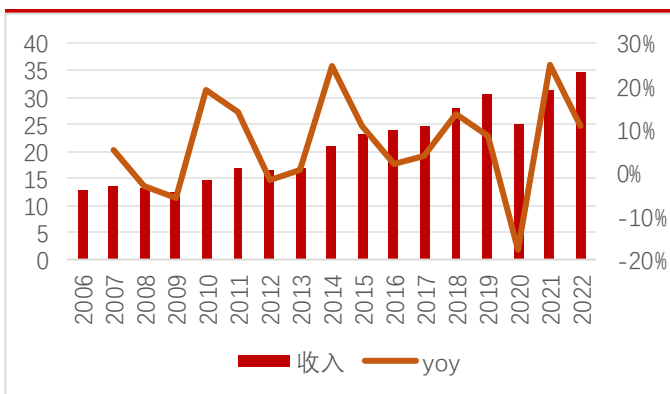
资料来源：欧睿，华西证券研究所

图 20 VFC 户外产品收入及增速 (亿美元)



资料来源：wind，华西证券研究所

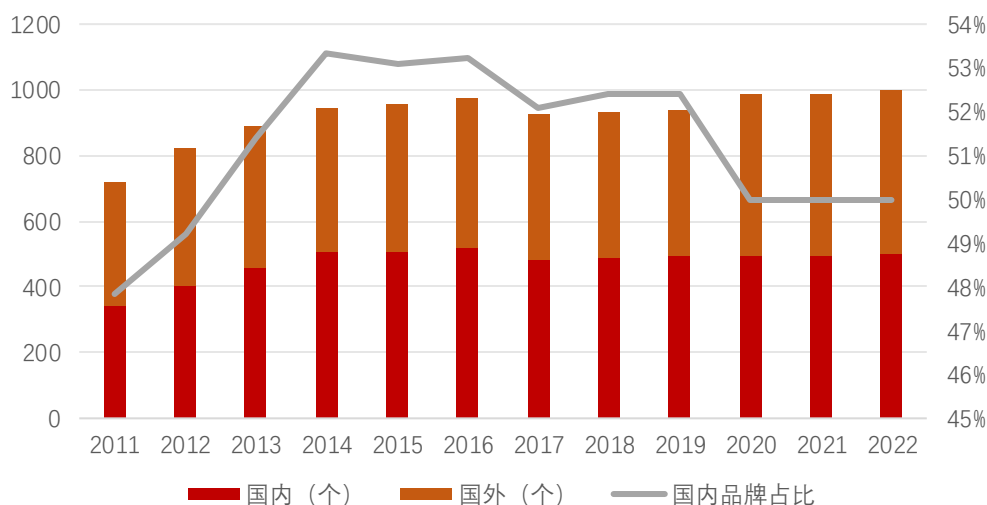
图 21 哥伦比亚收入及增速 (亿美元)



资料来源：wind，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 22 国内/国际品牌数量及国内品牌占比



资料来源: wind, 华西证券研究所

表 5 户外服装行业竞争格局分化

	品牌	创立国家	代表产品	防水面料	重量	净利率	毛利率	22 年收入 (亿元) /增速	店数/店 效 (万 元)	价位带 (元)
高端品 牌 (国 外品牌 为主)	始祖 鸟	加拿大	Beta AR	3L GTX PRO	460g	-	-	中国区 32.4 亿元 /31.2%	-	1000- 10000
	土拨 鼠	美国	Precip Eco	NanoPro Eco	301g	-	-	-	-	1000- 20000
	山浩	美国	Mountain Hardwear Exposure	Gore-Tex Paclite 2.5L	345g	-	-	-	-	1000- 15000
	攀山 鼠	瑞典	Asynja	Stre tch 防风 弹力面料	347g	-	-	中国 0.24 亿元	4 家 (600 万)	1000- 10000
	XBION IC	瑞士	聚能加强 4.0	skin nodor	340g	-	60%	中国区 1.2 亿元 /36.9%	15 家直营 +三夫集 合店中店 +线上	3000- 10000
	猛犸 象	瑞士	Crater IV	3L GTX	500g	-	-	-	-	1000- 10000
中高端 市场 (国外	哥伦 比亚	美国	金点 800	OMNI- TECH 03		9%	49%	35 亿美元 /11%	直营 449/ 经销 116 (国内直	400-4000

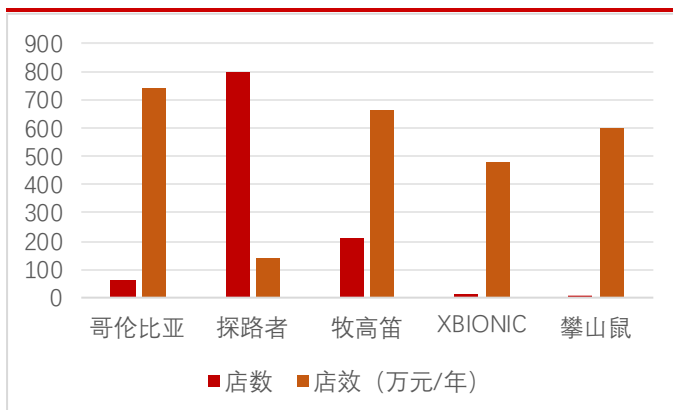
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

品牌为主，国内品牌为辅)								(国内 10 亿元/-6%)	营 62 家) (国内店效 743 万元)	
	狼爪	德国	JASPER 3IN1 JKT M	TEXAPORE CORE	1085g	-	-	7.1 亿元 /-6%	-	600-7000
	北面	美国	UE	2L GTX	420g	1% (VF)	53% (VF)	36 亿美元 /11% (国内 31.5 亿元 /38%)	-	1500-7000
	凯乐石	国内	MONT X	3L GTX	613g	-	-	2.9 亿元 /88%	-	900-6000
	诺诗兰	奥地利	GORE-TEX 三合一冲锋衣 PRO200	GORE-TEX Products	100g	-	-	-	-	600-4000
	探路者	国内	极光 c23	TiEF GUARD-X2		9%	52%	11 亿元/-10% (户外业务)	直营 145/加盟 651 (直营店效 125.52/加盟店效 73.89)	500-4000
大众市场 (国内品牌为主)	迪卡侬	法国	Travel100 3in1 jkt	H2O 涂层 (Schmerbers)	1.2kg	-	-	154 亿欧元/12%	1747 (中国 267 家)	100-2000
	牧高笛	国内	男款三合一冲锋衣	Aquadry		10%	28%	14 亿元 /55%	直营店 25/加盟店 185 (直营店效 84 万元/加盟店效 34 万元)	60-5000
	思凯乐	国内				-	-	-	300+	80-3600
	骆驼	国内	极地系列	Cordura	275g	-	-	中国区 18.6 亿元 /75%	-	1000-10000

资料来源：公司公告，小红书，欧睿，wind，体育大生意，华西证券研究所（数据为 2022 年，海外品牌中国收入根据欧睿数据进行测算）

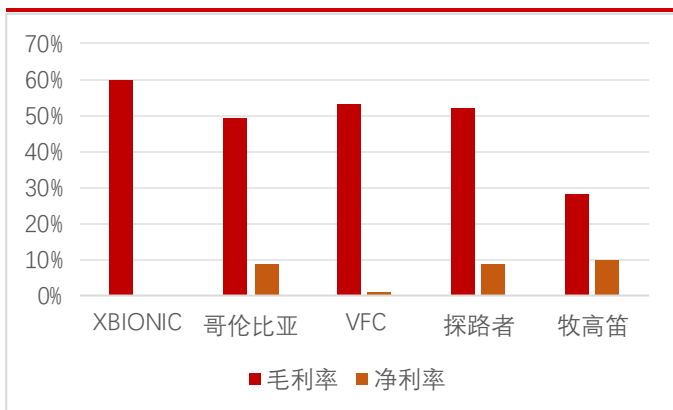
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 23 各品牌店数店效对比



资料来源: wind, 欧睿, 华西证券研究所

图 24 各品牌净利率毛利率对比



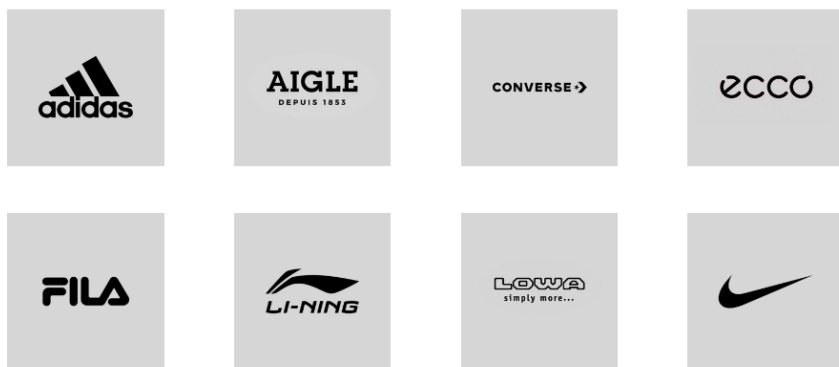
资料来源: wind, 公司公告, 华西证券研究所

国外品牌拥有基因优势及高技术壁垒: 1) 户外运动发源于欧美地区, 大多欧美国际品牌历史悠久、品牌力强, 在专业性属性较高的户外运动行业更受认可。2) 高技术壁垒。冲锋衣分为硬壳和软壳, 硬壳主要技术来自 GORE-TEX 面料。根据钛媒体资讯, 国际户外顶级面料 GORE-TEX 的授权壁垒较高, 必须通过戈尔验厂认证, 且戈尔不只是直接将薄膜卖给授权品牌, 而是先在自己的工厂将外层面料、GORE-TEX 薄膜以及内层面料复合为防水透气面料后再提供给品牌商, 进而再在经过认证的工厂进行服装、鞋类生产。目前通过 GORE-TEX 认证的品牌全球约有 300 家, 其中欧/美/亚洲各 150/60/80 家。此外, 其他重要面料厂商包括 Polartec、Pertex、PrimaLoft、Allied 等, 主要区别在于防风、防水、透气、重量等性能指数。

对比来看, 国内品牌则具备供应链快反优势、线上渠道优势和价格优势, 通过更符合年轻人喜好的产品颜值设计等贴近需求。

图 25 应用 GORE-Tex 产品技术的国内品牌

应用GORE-TEX产品技术的品牌



资料来源: 公司官网, 华西证券研究所

2.2.主要品牌的竞争格局变化: 北面+安踏系

2.2.1 哥伦比亚和北面最早进入中国市场，后期哥伦比亚下滑、北面成功年轻化

哥伦比亚和北面分别于 2001 和 2000 年进入中国市场，当时国内户外本土品牌稀缺，哥伦比亚和北面在国内市场份额快速提升。哥伦比亚在国内开店速度较慢、店铺较少，根据界面新闻，公司主要通过中国香港太古集团总代、开加盟店。

我们分析，后期哥伦比亚份额持续下滑主要由于：1) 从产品线上来看，哥伦比亚主要产品为休闲户外服装、鞋、帽子等；而北面产品线更广，面向登山运动员、滑雪运动员、耐力跑运动员和探险人员。2) 从店铺数量来看，2015 年起公司开始减少在国内的门店数量，根据公司年报，2015-2018 年在国内区的分销门店数量从 800 家减少至 630 家，2016-2022 年直营门店数量从 92 家降至 62 家。3) 从营销投入来看，北面经过与 Supreme、MM6 Maison Margiela、Sacai、渡边纯弥、仓石一树、川久保玲等潮流品牌不断推出联名款，已成功转型为大众时尚品牌、成功融入街头文化，甚至在国内成为年轻人的“冬季校服”，而哥伦比亚则缺少破圈营销投入。

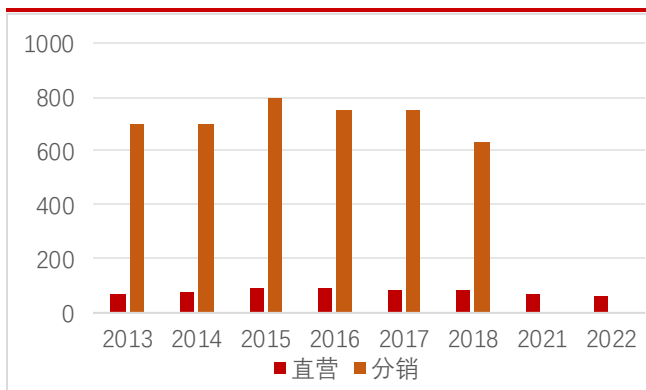
哥伦比亚估值最低时期为 2007-2008 受金融危机影响收入增长缓慢的时期，最低 PE 为 2007 年 10.40 倍；而此后几年随着经济环境的好转和公司海外市场的加速拓展，2018 年实现 40% 非北美销售，2018 估值恢复最高增至 63X；20 年受疫情影响造成关店及供应链断裂，估值最低跌至 11.5X；21 年疫后复苏，最高 PE 为 2021 年 70X。

表 6 早期哥伦比亚和 TNF 在国内市场发展历程

阶段	哥伦比亚	TNF (THE NORTH FACE)
起步阶段	2001 年，进入中国香港市场并于 2003 年成为中国香港第一户外品牌； 2003 年，太古资源作为哥伦比亚在中国港澳和内地的独家经销商，把哥伦比亚引进内地； 2004 年，哥伦比亚进驻北京、上海及杭州。	2000 年 9 月，进入国内市场，第一年销售金额为 12.3 万美元。 2004 年销售额达到 360 万美元，四年间增长了 30 倍。
发展阶段	2010 年和 2011 年，国内户外用品市场占有率第一。	2007 年，VFC 自永元收购 TNF 在亚洲的业务； 2007 年，威富服装（深圳）有限公司成立，负责 TNF 在国内地区的经营业务； 2008 年，大陆首家 TNF 旗舰店在北京揭幕。

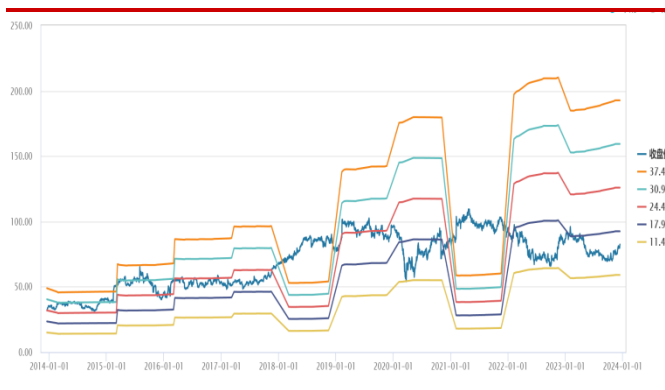
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 26 哥伦比亚在国内门店数量



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 27 哥伦比亚 PE BANDS



资料来源：wind，公司公告，华西证券研究所

回顾本轮北面在国内市场市占率迅速提升，我们分析主要由于：1) 加拿大鹅、MONCLER 打开高端羽绒服定价天花板，中高端羽绒服的消费需求增加。北面在羽绒服的功能性方面具有天然优势，根据 DT 财经，目前市面上大多数羽绒服采用的是鸭绒，而北面羽绒服热销产品 TOP20 的鹅绒使用率达到 100%，含绒量以 85% 居多；几乎所有羽绒服都采用功能性面料，如 DWR 防泼水织物“偶遇小雨也能抵挡片刻”，WALL 防风科技令“风力无法穿透夹克”。2) 从小众市场向大众市场发展，北面通过与潮牌合作，迅速打开潮流服饰市场，同时通过设立支线产品，将户外概念融入大众日常穿着，推动品牌从小众圈走向大众市场。3) 北面经典款羽绒服 NUPTSE 经久不衰，该款式 1992 年问世，1996 年版型升级，直到今天，NUPTE1996 羽绒服仍备受年轻人青睐。而 NUPTE 之所以流行 30 年不衰，很大程度上归功于明星的推助以及时尚潮牌的联名。21 世纪 10 年代后期以来，在 Kendall Jenner、Bella Hadid、Jennie 等名人带动下，NUPTE 羽绒外套在时尚界掀起风潮。倪妮、鹿晗、邓紫棋等国内艺人也穿上北面羽绒服外套，为北面打开国民度。

北面母公司 VFC 估值波动范围在 4.8-82 倍，最低 PE 为 1987 年 4.79 倍，最高 PE 为 2021 年 81.29 倍。公司估值主要分为 3 阶段，2006—2011 年公司 PE 在 15X 附近稳定波动；2012—2015 年公司开始放慢收购进度，全球业务快速扩张，PE 中位数升至 20X；2016—2019 年，公司剥离多个低增速业务，建立户外核心基调，公司估值呈上升趋势；21 年公告业绩得到弹性复苏估值最高增长至 81X。

图 28 北面收入及增速（亿美元）

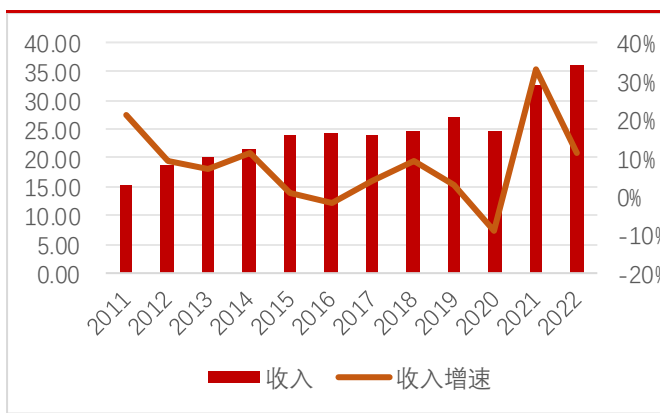
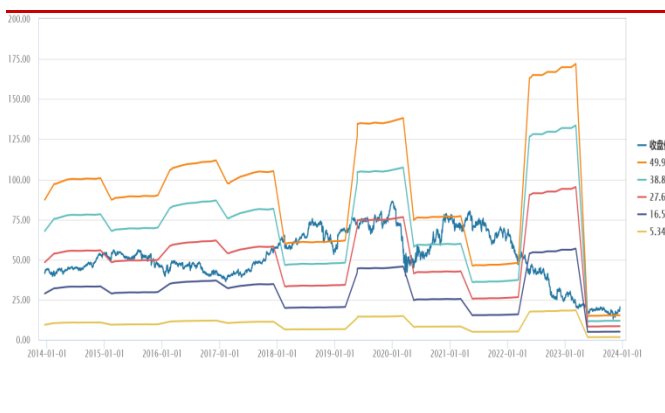


图 29 VFC PEBANDS

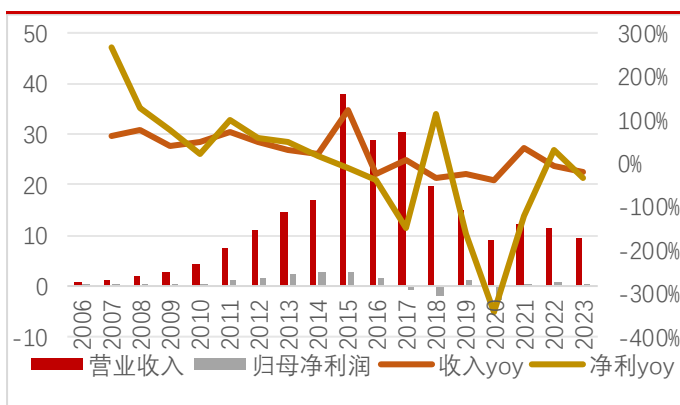


请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2.2.2 探路者早期爆发得益于“泛户外”定位，多元化调整后再出发

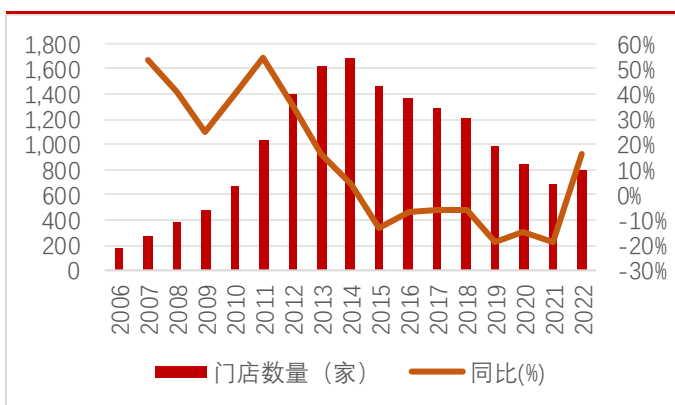
探路者早期爆发，得益于产品的时尚特色迎合了大众需求，同时结合了公司自身的 TIEF 面料优势、引入运动高管快速拓展加盟；但 2015-22 年公司份额持续下降，主要和 2014 年后公司收购绿野网、易游天下旅行社等一系列户外生态圈布局而分散了主业精力有关。2019 年公司剥离易游天下，2021 年 9 月公司收购北京芯能 60% 股权、2023 年收购 G2 TOUCH，目前形成“户外+芯片”双主业格局，但主要收入利润贡献仍来自户外。目前公司对于户外业务的策略在于，从公司品牌策略来看，主要思路在于通过赋能产品高科技化，打造适合在不同环境下使用的、满足不同需求的产品线形象，提升产品功能性。

图 30 探路者收入/净利（亿元）及增速



资料来源：wind，华西证券研究所

图 31 探路者门店数量及增速

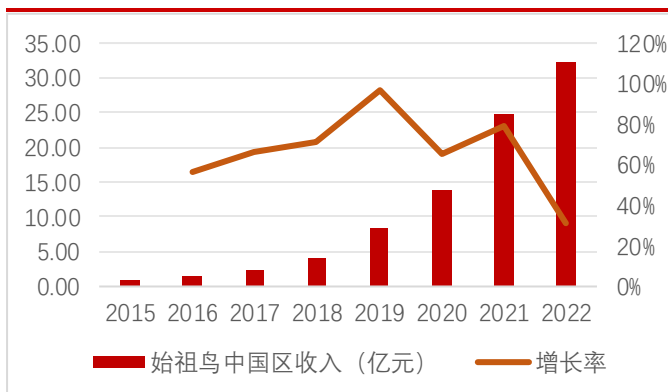


资料来源：公司年报，华西证券研究所

2.2.3 “安踏系”的火爆：始祖鸟、迪桑特、可隆

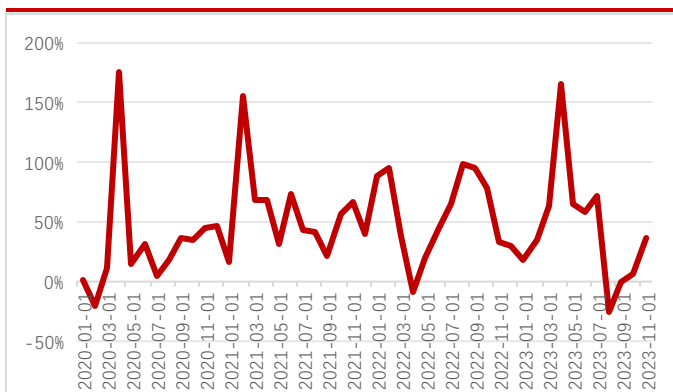
我们分析，此轮始祖鸟爆火主要来自安踏赋能：1）在品牌端，提升始祖鸟的品牌调性，安踏为其创造了“运奢”概念。参照奢侈品运营手法，将门店开到爱马仕、蒂芙尼对面，且售后服务也对标奢侈品，从产品售后、消费体验、用户活动等方面入手。2）在产品端，拓展商务品类，且注重吸引女性群体。21 年 5 月始祖鸟 Veilance 系列首次推出女子产品，增强日常通勤属性；22 年春夏推出商务系列，吸引高端客群，且在设计中加入国内元素；始祖鸟与日本潮流品牌 beams、服装品牌 JIL SANDER 等联名，靠拼接剪裁和丰富的颜色，让产品时尚属性升级。3）在营销端，签约刘雯、李现等明星，加大海外走秀，并通过 TIKTOK 视频演示始祖鸟防水功能，获得了超过 2 亿的点击量，始祖鸟话题在小红书已累计 26 万+笔记分享。

图 32 始祖鸟国内区收入及增速（亿元）



资料来源：欧睿，华西证券研究所

图 33 天猫淘宝始祖鸟销售额同比增速

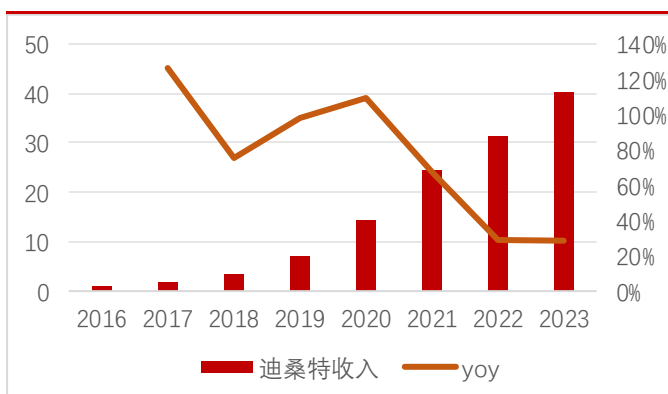


资料来源：datayes，华西证券研究所

迪桑特为日本滑雪品牌，2016 年被安踏收购，根据东方财富网及快消八谈援引的“安踏 2023 年投资人大会”纪要，公司目前 183 家门店，高尔夫、滑雪和铁人三项为迪桑特的三大重要板块。未来依托高端专业运动如滑雪、户外、高尔夫等渗透率的快速提升及中产以上人群数量增长，公司预计 23 年收入突破 50 亿元。我们分析，迪桑特成功运营优势在于：（1）定位高端人群，与雪场和滑雪教练、高端健身房进行深度合作，根据搜狐网援引的公司发布信息目前迪桑特 60% 收入来自高级会员，年消费 6000 元以上；（2）供应链快反，品牌此前供应链较慢，安踏收购后做了供应链本土化；（3）营销端以冬奥会为契机，为来自 6 个国家的 14 支参赛国家队成员提供服装及比赛竞速服；签约吴彦祖、彭于晏、陈伟霆，辐射 70、80、90 后人群。

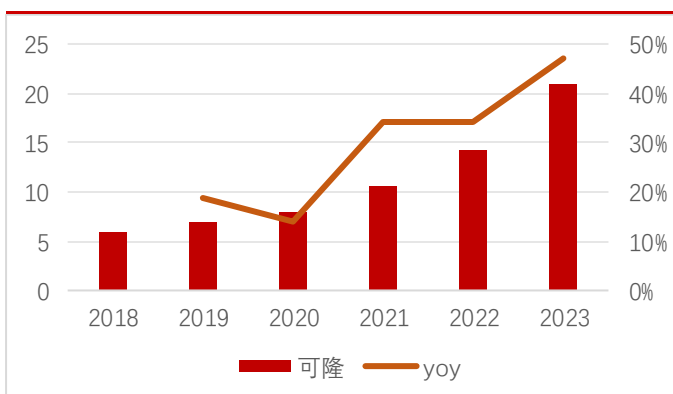
可隆为韩国户外品牌，2017 年被安踏收购，根据快消八谈援引的“安踏 2023 年投资人大会”纪要，目前公司共 160 家店。品牌定位 30-40 岁都市中产，人群更年轻。随着可隆在中国市场受年轻消费者欢迎，市场份额逐步提升。我们分析，可隆成功运营优势在于：（1）定位调整，此前产品线弱、以休闲户外为主，安踏收购后提升功能性、提升品牌调性；（2）增加女性产品线。

图 34 迪桑特国内区收入及增速（亿元）



资料来源：欧睿，华西证券研究所

图 35 可隆国内区收入及增速（亿元）



资料来源：欧睿，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

3.投资建议

3.1.探路者：产品功能化，渠道联营化，营销年轻化

公司目前定位为户外及显示芯片双主业，23H1 公司户外业务/芯片收入占比分别为 97%/3%。主品牌户外历史高峰期时收入为 2014 年 16.5 亿元，2022 年为 6.87 亿元。我们分析，公司 23 年以来户外主业恢复增长，主要得益于：（1）产品端，从公司品牌策略来看，主要思路在于通过赋能产品高科技化，打造适合在不同环境下使用的、满足不同需求的产品线形象，提升产品功能性；（2）渠道端，由此前的加盟模式为主提升联营占比，带动利润弹性提升，同时升级 9 代店、带动店效改善；（3）营销端，22 年聘请新代言人刘昊然，注重年轻化打造。从芯片业务来看，G2 Touch 的并购较为成功、车载是主要成长驱动。我们维持盈利预测，我们预计 23-25 年收入 13.46/15.65/18.08 亿元，净利为 1.22/1.63/1.94 亿元，2023 年 12 月 15 日收盘价 6.92 元对应 23/24/25 年 PE 分别为 50/38/32X，维持“买入”评级。

3.2.三夫户外：XBIONIC、攀山鼠均处高增阶段

公司于 2019 年收购 XBIONIC 品牌，但 20-22 年均受疫情影响，23 年为品牌发展元年。23H1 公司 XBIONIC/主业集合店/松鼠乐园收入占比为 71%/22%/7%。此前市场主要担心公司的品牌运营能力，我们分析，XBIONIC 产品端有所改善，根据松鼠财经，23 上半年外装占比已超过内装。展望未来：（1）X-BIONICQ4 迎来旺季，特别是滑雪店 22Q4 受到疫情影响，今年有望贡献增量；（2）期待天气正常后“松鼠部落亲子户外乐园+三夫小勇士+鹰极安全教育基地”迎来客流恢复并带来利润改善；（3）公司品牌矩阵中，攀山鼠、CRISPI、HOUDINI 均具备成长性，23H1 攀山鼠实现销售 4000 万元+，同比增长 300%；CRISPI 实现批发销售 2800 元万+，同比增长超 50%。公司 23 年 5 月公告拟向董事长张恒先生定增不超过 1.8 亿元，认购价格为 9.39 元，提振信心。我们维持盈利预测，我们预计 23-25 年收入预测 7.31/9.15/11.64 亿元，归母净利预测 0.31/0.61/0.90 亿元，EPS 预测 0.20/0.39/0.57 元，2023 年 12 月 15 日收盘价 13.57 元对应 23/24/25 年 PE 估值为 69/35/24X，维持“增持”评级。

3.3.牧高笛：外销仍处去库阶段，大牧线下保持高增长

23Q3 公司大牧/小牧/代工收入占比分别为 73%/9%/15%。我们分析，（1）根据我们测算，内销净利率仍承压，预计 Q4 在双十一大促下也难有较大改善，但长期来看内销渗透率仍有提升空间，且大牧线下渠道仍有望贡献增长；（2）预计外销明年仍有压力，帐篷品类去库存慢于其他品类。（3）小牧目前 210 家店，前三季度收入 6000 多万，增长 16%、利润改善。我们维持盈利预测，我们预计 23-25 年收入 14.97/17.19/20.83 亿元，23-25E 年归母净利预测 1.31/1.62/1.97 亿元，对应 23-25 年 EPS 1.96/2.43/2.96 元，2023 年 12 月 15 日收盘价 37.32 元对应 23-25 年 PE 分别为 21/17/14X，维持“买入”评级。

3.4.安踏：户外多品牌运营对冲运动去库存下行风险

安踏是国内多品牌运营、特别是高端品牌运营最为成功的集团之一，在运动行业去库存阶段，成功布局户外、滑雪等多个细分领域分散风险，并成功使得被收购品牌得以困境反转。目前公司在户外领域中包括始祖鸟、迪桑特、可隆、Salomon 等品牌，这些品牌的成功经验我们概括为：产品拓品类、渠道高端化、营销年轻化。23H1 公司主品牌/FILA/其他品牌收入占比为 48%/41%/11%。展望未来，我们分析：

(1) 主品牌 DTC 下高经营杠杆的利润弹性；(2) FILA 在高店效、拓品类较为充分下，童装和潮牌仍有提升空间；(3) KOLON 和迪桑特有望保持高增长。根据公司三年战略，24-26 年主品牌流水将保持双位数增长；FILA 将实现 400 亿-500 亿元目标；DESCENT 与 KOLON SPORT 将力争打造集团的第 3 个百亿品牌。我们维持盈利预测，我们预计 23/24/25 年营业收入为 619/721/820 亿元，23/24/25 年归母净利润为 94.6/113.8/131.9 亿元，2023 年 12 月 15 日收盘价 74.90 港元对应 23/24/25 年 PE 为 19/15/13 倍（1 港元=0.91 元人民币），维持“买入”评级。

表 7 各公司盈利预测

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	EPS (元)				P/E			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
2020.HK	安踏	74.90 港元	买入	2.80	3.34	4.02	4.66	24.37	20.41	16.97	14.64
002780.SZ	三夫户外	13.57	增持	-0.21	0.20	0.39	0.57	-64.45	69.26	34.92	23.65
300005.SZ	探路者	6.92	买入	0.08	0.14	0.18	0.22	87.46	50.03	37.63	31.59
603908.SH	牧高笛	37.32	买入	2.11	1.96	2.43	2.96	17.69	19.03	15.38	12.62

资料来源：wind，华西证券研究所

4. 风险提示

- 1) 政策落地不及预期风险：若相关户外运动产业规划政策推进和落地不及预期，则有可能拖累产业整体发展规模，对行业内相关企业业绩造成波动；
- 2) 户外运动市场渗透率不及预期；
- 3) 流行趋势变化风险，户外可能被其他流行趋势代替或分散；
- 4) 行业竞争加剧风险，若行业内公司竞争加剧，可能会造成行业内公司盈利水平下降；
- 5) 系统性风险。

分析师与研究助理简介

唐爽爽：国内中国人民大学经济学硕士、学士，13年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012—2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013—2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年 金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年“ 金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者具有国内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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。