



2020 年 6 月 4 日

## 户外用品：调整进入尾声，把握优质赛道

纺织服装

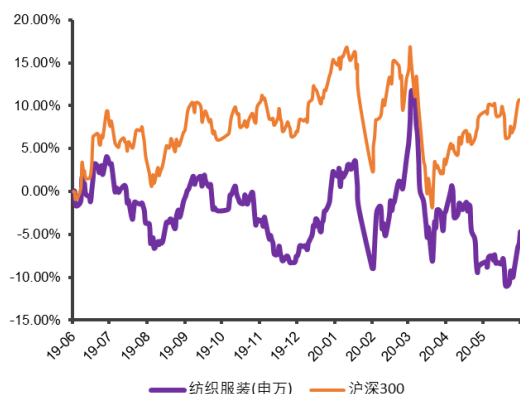
行业评级：中性

### 市场表现

指数/板块	过去一周 涨跌幅 (%)	过去一月 涨跌幅 (%)	年初至今涨 跌幅 (%)
上证综指	3.90	2.49	-4.16
深证成指	4.75	3.37	6.50
创业板指	4.46	2.69	19.08
沪深300	4.17	3.02	-2.76
SW纺织服装	7.06	4.86	-4.66

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

### 指数表现（最近一年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：姚嘉杰

执业证书编号：S1050520020002

电话：(86 21) 64967860

邮箱：yaojj@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

网址：http://www.cfsc.com.cn

● 我国户外运动起步较晚，经历了萌芽阶段、初创阶段、培育阶段，实现了行政化主导到商业化、大众化转变。有 6000 万人参与登山、攀岩、徒步 等运动，但仍与美国 50%的户外运动参与率差距较大。在我国徒步/健走、休闲健身登山及露营类运动类型最为流行，低端户外用品仍是大多数人的选择。户外用品行业零售额持续放缓，使得行业进入调整期，与此同时，滑雪等小众运动开始崭露头角，或成为下一轮增长的驱动力。

● 北京市联合张家口市获得了 2022 年冬季奥运会的主办权，冰雪产业迎来重大发展机遇。国家政策的大力扶持，逐步加速产业发展。通过全国范围的冰雪运动宣传、重点省市的雪场兴建和改造，使得冰雪运动人口大幅上升，从而改善下游冰雪装备器械的需求。分布广泛的雪场，加上赛事数量日渐丰富，赛事体系开始完善，给冰雪消费者带来良好体验的同时，也使行业更快更全面地发展。同时，民众参与滑雪运动地热情高涨，无论冰雪资源多稀缺、路途多遥远，都有更多的消费者愿意为这项运动买单，而这其中南方人的增速更高，消费更多，而年轻人在这方面参与度更高。

● 冰雪装备市场挑战与机遇并存。与其他运动相比，个人滑雪用品具有专业性强、售价高等特点。高额的滑雪装备价格让大部分轻度滑雪参与者选择雪具租赁，各个地区滑雪装备租赁价格各不相同，不同时间段滑雪板产品的租赁价格也不相同。雪板的一线品牌和二线品牌格局清晰，彼此之间的竞争已非常激烈，中国雪板想挤入市场很困难，雪场经营者和消费者不敢贸然选择国内知名度还不高的雪板。我国厂商主要在滑雪镜、滑雪手套等占有较高市场份额，但品牌知名度普遍不高。

● 国内冰雪产业相关上市公司。探路者：国内户外用品领军企业，并打造滑雪赛事 IP；三夫户外：户外用品新零售，代理品牌涵盖海外高端滑雪品牌；安踏体育：多元化品牌的体育用品航母，收购亚玛芬体育，提升冰雪用品领域市场地位。

● 风险提示：新冠疫情可能反复使得户外及旅游产业发展受阻的风险，经济增速下滑对户外用品消费产生不利影响的风险，市场系统性风险等。



## 目录

<b>1.国内户外产业现状 .....</b>	<b>4</b>
1.1 我国户外运动发展历程 .....	4
1.2 国内户外用品消费者基本属性 .....	4
1.3 我国户外用品市场进入调整阶段 .....	6
1.4 小众运动逐渐崭露头角 .....	8
<b>2. 冰雪户外产业的发展机遇 .....</b>	<b>9</b>
2.1 我国冰雪户外产业概况 .....	9
2.2 把握“天时”，响应政策 .....	9
2.3 场地赛事齐头并进，展现“地利”优势 .....	11
2.4 大众参与，贵在“人和” .....	14
<b>3. 冰雪装备市场挑战与机遇并存 .....</b>	<b>15</b>
3.1 高端品牌昂贵，租赁是主要选择 .....	15
3.2 雪板市场相对固化，本土雪服品牌知名度低 .....	16
<b>4. 国内冰雪装备相关上市公司 .....</b>	<b>17</b>
4.1 探路者：国内户外用品领军企业 .....	17
4.2 三夫户外：户外用品新零售 .....	18
4.3 安踏体育：多元化品牌构建体育用品航母 .....	20
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图表 1 我国户外运动发展阶段.....	4
图表 2 国内户外用户年龄分布.....	5
图表 3 国内户外用户月收入平均分布.....	5
图表 4 我国户外项目青睐度.....	5
图表 5 部分户外用品低、高端价格大致区间（元）.....	6
图表 6 我国户外核心户外用品市场规模.....	6
图表 7 我国户外核心户外用品市场规模.....	7
图表 8 中国前十大户外用品品牌市场占有率（%）.....	7
图表 9 2016.04-2018.03 女性运动方式热度提升 top10 .....	8
图表 10 2016.04-2018.03 女性户外装备消费额同比增速 top5 .....	8
图表 11 冰雪产业链图示.....	9
图表 12 国家出台相关冰雪产业政策.....	10
图表 13 全国重要省市地区冰雪产业现状和发展目标.....	10
图表 14 2008-2018 年我国滑雪场个数与增速 .....	11
图表 15 2008-2018 年我国滑雪人次与增速 .....	11
图表 16 2018 年中国滑雪场馆区域分布 .....	12
图表 17 雪季中国举办冰雪类赛事数量.....	13
图表 18 2014-2025 年中国冰雪赛事规模及发展空间（亿元）.....	13
图表 19 2018 年全国各地滑雪人次增速（万人次） .....	14
图表 20 2018 年全国各地滑雪人次增速（万人次） .....	14
图表 21 2019 冰雪旅游年龄占比分布 .....	15
图表 22 滑雪装备参考价格及代表品牌.....	15
图表 23 国产雪板品牌 IS CREATIVE .....	17
图表 24 探路者主营收入构成.....	18
图表 25 公司近五年年营收（百万元）与增速（%） .....	18
图表 26 公司近五年归母净利润（百万元）与增速（%） .....	18
图表 27 公司代理品牌一览.....	19
图表 28 安踏与 AMERSPORTS 旗下品牌一览 .....	20

## 1.国内户外产业现状

### 1.1 我国户外运动发展历程

户外运动是在自然地举行的集体运动项目，一直以来是人们休闲娱乐的主要方式，具备较为广泛的群众基础，包括登山、攀岩、自行车、露营、滑雪、漂流、钓鱼等多种形式。户外运动最早起源于欧美的传教、探险和科学考察。世界上最早的户外运动俱乐部 1857 年诞生于德国，以登山、徒步为主要运动项目，是现代户外运动俱乐部的雏形。随着经济发展和社会进步，户外探险活动逐渐演变成时尚的休闲运动方式，在欧美已经从萌芽期发展到高速成长阶段，逐渐形成相对成熟的产业。

图表 1 我国户外运动发展阶段

萌芽阶段	20世纪50年代-90年代初	1956年组成首支国家级登山队，1960年首次从北坡登上珠穆朗玛峰，1988年中日尼三国联合登山队珠峰会师。
初创阶段	20世纪90年代-2000年	部分大学效仿国外组建登山队，随后社会上众多户外俱乐部成立，户外休闲成为时尚的都市运动，各种户外运动门户网站和论坛相继兴起
培育阶段	2000-2005年	国内本土户外用品品牌涌现，行业实现规模化、规范化发展
发展阶段	2005年至今	2005年山地户外运动被正式设立为我国正式开展的体育项目，大众户外休闲概念被广泛接受，国内户外品牌快速发展

资料来源：中国产业信息网、华鑫证券研发部

我国户外运动起步较晚，经历了萌芽阶段、初创阶段、培育阶段，实现了行政化主导到商业化、大众化转变。据中国户外联盟（COA）统计，目前我国每年有 1.3 亿人参与徒步旅行、休闲户外等泛户外运动（占总人口的 9.5%），有 6000 万人参与登山、攀岩、徒步等运动（占总人口的 4.38%），但仍与美国 50%的户外运动参与率差距较大。2016 年美国户外休闲消费市场规模达到 8870 亿美元，其中购买户外设备、服装鞋帽、设备、服务和交通工具方面共支出 1845 亿美元，大约是我国的 20 倍左右，因此，我国户外用品市场仍具有广阔的发展空间。

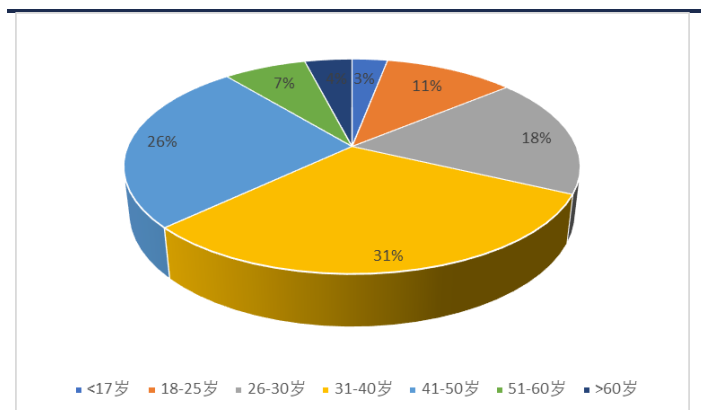
### 1.2 国内户外用品消费者基本属性

根据 2018 年中国户外用品市场报告的数据显示，我国户外用品消费者中，62.1% 为男性，37.9% 为女性，男性消费者积极性强，同时从年龄分布来看，户外用品消费者主要集中在 26 至 40 岁的区间内，从月收入来看，户外用品消费者主要集中在 5000-10000 元的收入水平。也就是说我国户外用品消费者大多年龄适中，且可自由支配的闲暇时间相比青少年群体更多，体力和运动能力相比老年人群体更强，可以适应较多户外运动项目。

在我国徒步/健走、休闲健身登山及露营类运动类型最为流行，这三类运动项目都有着共同的特性：强度适中、对场地和器械要求较低、运动时间和成本较低。许多在

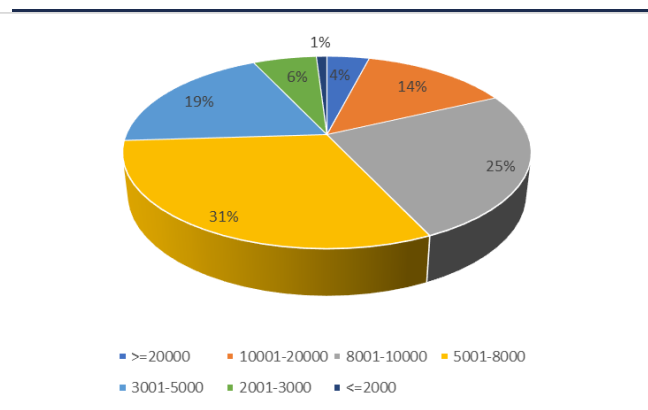
国外较为流行的户外运动如滑雪、潜水、滑板等运动在我国受众较少。

图表 2 国内户外用户年龄分布



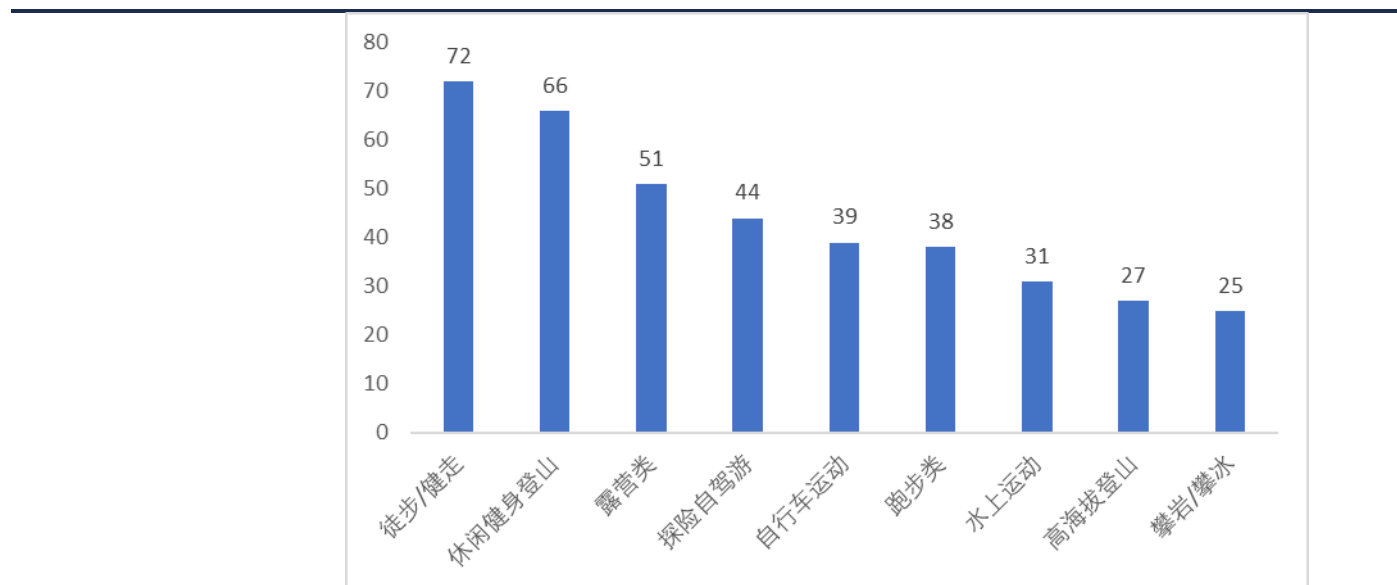
资料来源：2018 年中国户外用品市场报告，华鑫证券研发部

图表 3 国内户外用户月收入平均分布



资料来源：2018 年中国户外用品市场报告，华鑫证券研发部

图表 4 我国户外项目青睐度



资料来源：品橙旅游

我国人均户外用品消费占比较低。2018 年中国一、二线城市的人均年户外用品消费达 160 美元，人均可支配收入大约为 5800 美元（大约是人均收入的 60%），户外用品消费大约占可支配收入的 2.76%，约占总收入的 1.6%。若以 2% 的收入占比来测算大部分户外用户每年的户外用品消费，那么每年国内户外用户的户外用品消费额集中在 1200-2400 元的区间。

低端户外用品仍是大多数人的选择。以我国户外消费者最青睐的三个项目——徒步、登山和露营为例，除了徒步以外，1200-2400 元的年消费水平较难支付得起高端的户外用品，全套的高端休闲登山装备和服装至少在 3000 元左右，而高端露营设备加起

来至少在 3500 元以上。因此我们判断现阶段大多数的户外用户还是以购买低端户外用品为主。目前国内户外用品品牌，包括探路者、三夫户外、牧高迪在内，产品价格基

图表 5 部分户外用品低、高端价格大致区间（元）

项目	品类	低端	高端
健步/徒步	鞋	250-500	500-1000
	速干裤	200-300	500-700
	冲锋衣	100-200	700+
休闲登山	鞋	200-300	800-3000
	登山杖	50-100	200-400
	登山包	100-200	700-4000
露营	帐篷	200-700	2000-10000
	睡袋	150-700	1500-4000

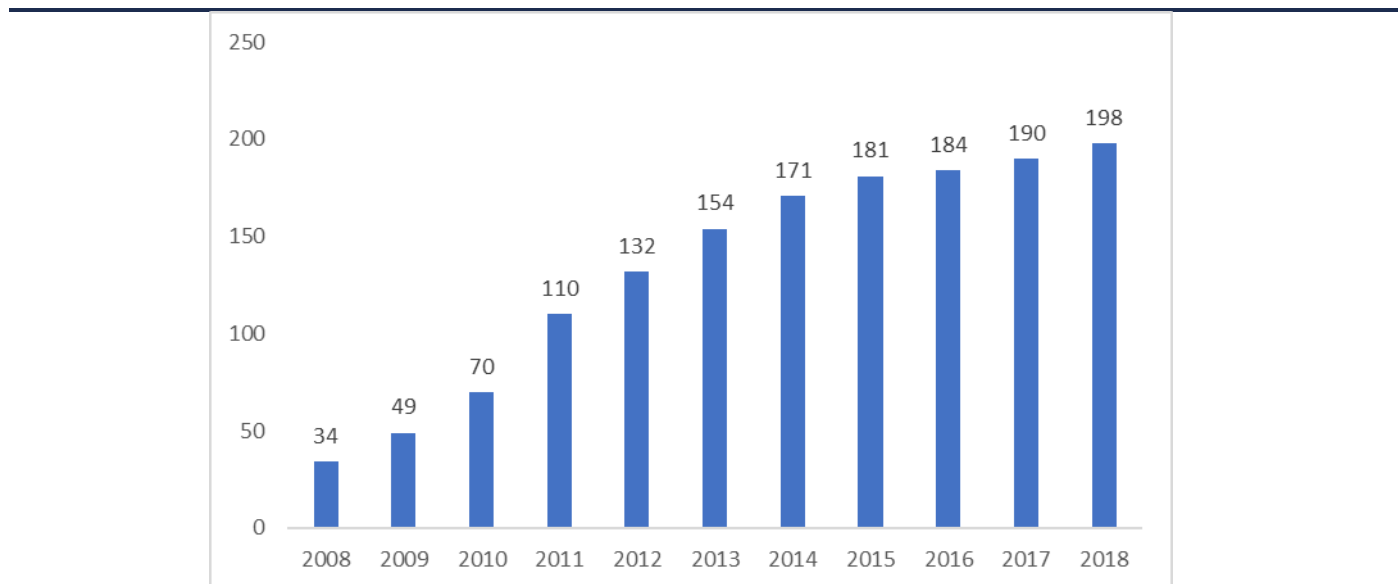
资料来源：天猫，华鑫证券研发部

本在低端区间，相对更符合我国消费者的支付能力。

### 1.3 我国户外用品市场进入调整阶段

**核心户外用品市场规模增速放缓。**我国户外核心户外市场规模在 2018 年有 198 亿元，相比 2008 年时的 34 亿元，增长近 6 倍，年复合增速达到 19%。随着徒步、登山和露营等领域的市场不断被开发，我国户外核心户外市场规模增速逐渐降低至 5% 以内，核心用户市场已过井喷式发展阶段。

图表 6 我国户外核心户外用品市场规模



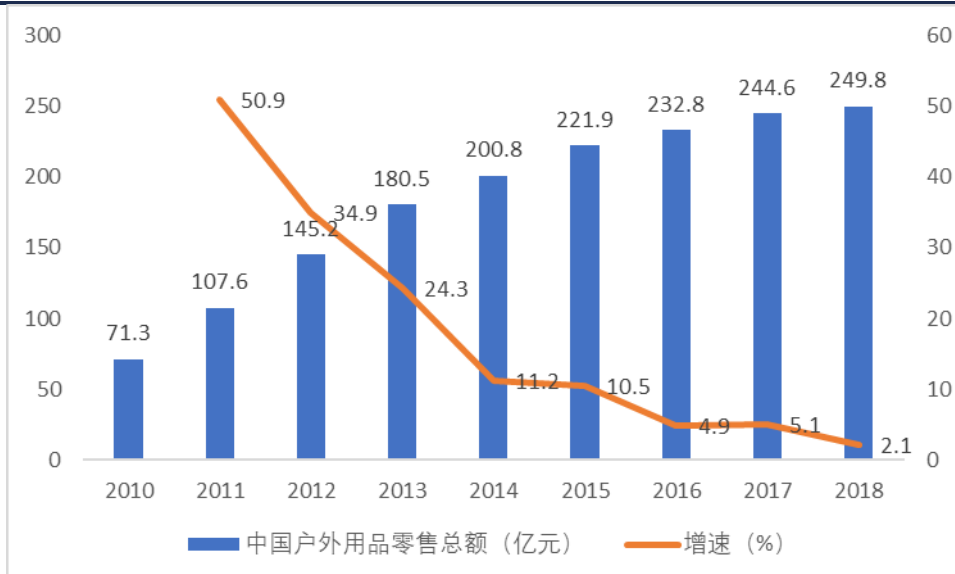
资料来源：2018 年中国户外用品市场报告、华鑫证券研发部

**户外用品行业零售额持续放缓，行业进入调整期。**根据中纺协户外分会 (COCA) 数据显示，2018 年，中国户外用品零售总额为 249.8 亿元，同比增长 2.1%，是 2002 年以来行业最低增速。而根据国家统计局数据显示，2018 年 12 月底我国服装鞋帽类商品零售值同比增长为 7.4% 左右，远高于户外用品增速，这也充分说明户外用品零售端表现逐渐走弱，甚至已经不如行业的平均水平。我们认为 2016 至 2018 年，我国户外用



品行业都处于调整阶段，行业的变化也使得相关公司业务受到极大影响，进而反映到业绩端。

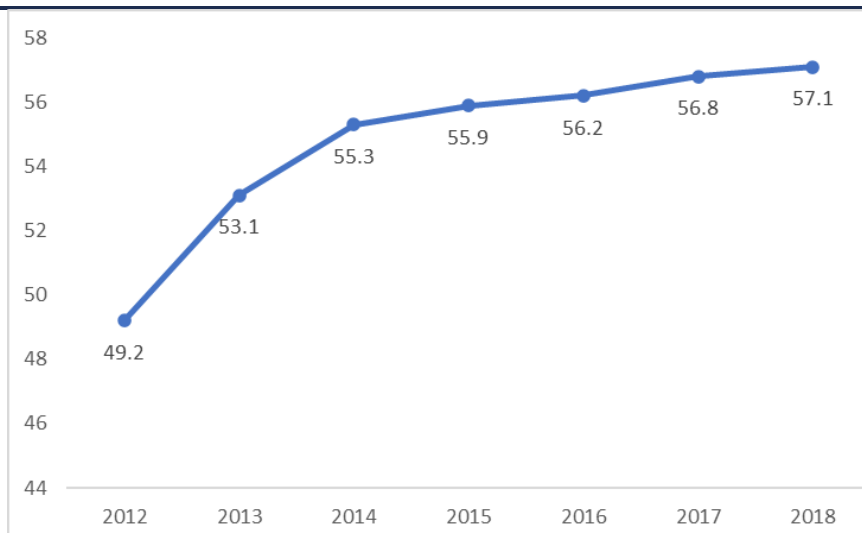
图表 7 我国户外核心户外用品市场规模



资料来源：前瞻产业研究院、华鑫证券研发部

市场集中度提升缓慢，国内户外龙头品牌仍有较大提升空间。根据中纺协户外分会数据，2015-2017 年，中国户外用品品牌数量整体呈下滑趋势，2017 年中国年出货额超过 1000 万品牌数量为 76 个，较 2016 年减少 5 个；年出货量超过 3000 万的品牌为 63 个，较 2016 年减少 4 个；年出货量超过 5000 万的仅为 36 个。随着户外用品行业持续洗牌，市场集中度总体呈上升趋势，2018 年，前十大户外用品品牌市场占有率合计为 57.1%，较上年提升 0.3 个百分点，提升幅度不大，龙头品牌集中度仍有较大提升空间。

图表 8 中国前十大户外用品品牌市场占有率 (%)



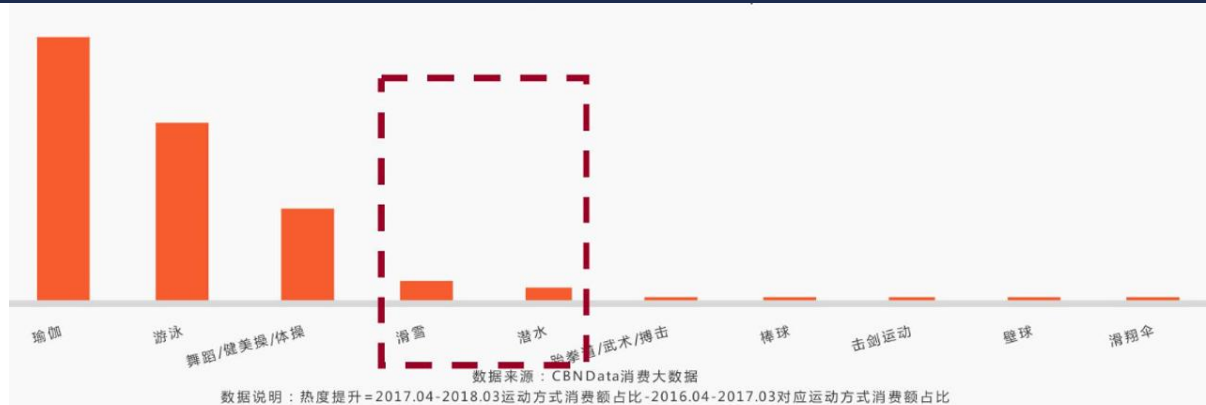
资料来源：前瞻产业研究院、华鑫证券研发部

## 1.4 小众运动逐渐崭露头角

根据《2018 年线上运动消费趋势大数据报告》显示，年轻人运动健身意识提高，运动方式不再受性别限制，女性户外用户开始热爱上滑雪、潜水，而瑜伽、舞蹈也成为了男性消费者的新宠。运动的多元化使得户外用品消费的选择增多，不再局限于徒步、登山、露营。女性消费者的购物车中，开始出现滑雪板、水下推进器等专业户外运动装备，这对户外用品市场的格局有深远影响。

我们认为小众运动的流行，一方面预示了国内户外用品消费市场与海外的差距将逐渐缩小，国内户外专业品牌将会在服装鞋帽品类的基础上不断拓展新的户外装备细分品类，从而改变原有的业务格局。另一方面，新的品类也会使得国内户外用品行业规模不断提升，市场也会不断涌现出新的细分品类龙头，从而改变现有单一的竞争格局，使竞争更多元化，从而在各个细分领域提升市场集中度。而冰雪运动作为小众的户外运动，在政策的驱动和冬奥会的筹办背景下，或将成为户外行业新一轮增长的驱动力。

图表 92016.04-2018.03 女性运动方式热度提升 top10



资料来源：CBNDATA、华鑫证券研发部

图表 102016.04-2018.03 女性户外装备消费额同比增速 top5



资料来源：CBNDATA、华鑫证券研发部

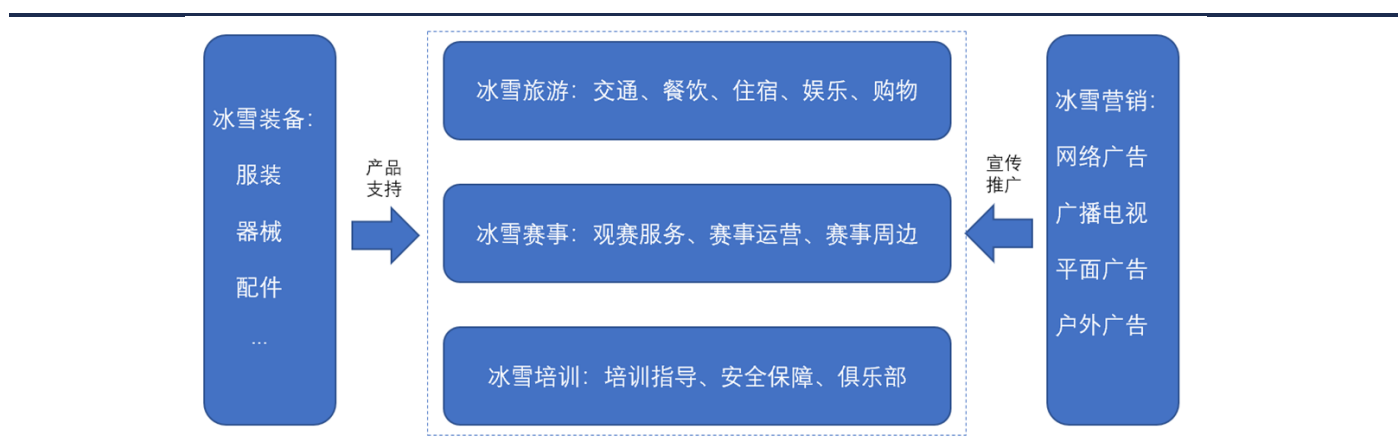


## 2. 冰雪户外产业的发展机遇

### 2.1 我国冰雪户外产业概况

中国滑雪运动历史悠久，但在漫长历史长河中发展缓慢。直至 20 世纪 90 年代滑雪运动才走向大众并开始快速发展。近代滑雪从俄罗斯与日本传入中国东北，冰雪旅游从以冰雕雪塑为主题的冰雪观光，迅速向以滑雪运动为主题的冬季旅游转化，并渐渐向冰雪观光、滑雪运动相结合的方向发展，而我国滑雪旅游发展只有不到 20 年的历史，相对欧洲国家上百年的历史来说，起步晚、基础差但发展快。

图表 11 冰雪产业链图示



资料来源：易观，华鑫证券研发部

**冰雪旅游方面：**2016 年冰雪观光游客占我国国内冰雪旅游总人数的 72.4%，滑雪休闲度假游客占我国国内冰雪旅游总人数的 27.6%，在冰雪旅游者中，同时选择冰雪与温泉的游客占到总游客人数的 13.4%。我国形成了以内蒙古、新疆、北京、河北、四川等地为首的全国冰雪体育旅游发展形势。

**冰雪赛事方面：**国内举办的冰雪赛事分为专业运动竞技类和大众娱乐表演类两种。其中，专业竞技赛事以冰上、雪上竞技项目为主，目标在于培养专业运动人才；娱乐表演赛事以群众性冰雪运动为主，目标是扩大冰雪人群，培养群众基础。2017 年国内举办的冰雪赛事中，共有竞技类赛事 76 项，大众娱乐类赛事 120 项以上。

### 2.2 把握“天时”，响应政策

2015 年 7 月 31 日，北京市联合张家口市获得了 2022 年冬季奥运会的主办权，为中国冰雪产业的发展注入一针强心剂，冰雪产业迎来重大发展机遇。国家政策的大力扶持，逐步加速产业发展：从“以冬奥会为契机，推进全民健身”，到“大力推进冰雪运动推广”、“京津冀重点建设引领”，再到“开发崇礼雪场”和“重点开发大众冰雪装备器材”，国务院和国际体育总局等部门颁布一系列政策层层深入、一步一个脚印，使得“三亿人上冰雪”，“冰雪产业总规模达到 10000 亿元”成为未来几年冰雪产业的核心



心词汇。

图表 12 国家出台相关冰雪产业政策

颁布时间	发布单位	文件名称	重点内容
2016.1	国务院	《国务院办公厅关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	以举办2022年冬奥会为契机，结合京津冀协同发展战略，围绕“三亿人上冰雪”的目标，全面发展冰雪产业
2016.6	国务院	《全民健身计划（2016-2020年）》	到2020年，群众体育意识普遍增强，全民健身的教育、经济和社会等功能充分发挥，全民健身成为促进体育产业发展、拉动内需和形成新的经济增长点的动力源
2016.11	国家体育总局	《群众冬季运动推广普及计划》	大力发展群众冰雪运动，推动冬季群众体育运动开展，夯实冬季运动群众基础，传播积极健康的生活方式，引领全民健身新时尚，实现“带动三亿人参与冰雪运动”的目标
2016.11	国家体育总局、发改委、国家旅游局、教育部	《冰雪运动发展规划（2016-2025年）》	以筹办2022年冬奥会为契机，在京津冀地区建设综合性国际大型滑雪场
2016.12	国家体育总局	《全国冰雪场地设施建设规划（2016-2022年）》	以京津冀重点建设为引领，以东北地区稳步建设为基础，以西北华北为支撑，以南方地区合理建设为扩展
2017.9	国家体育总局、发改委、国家旅游局	《京津冀健身休闲运动协同发展规划（2016-2025年）》	对以崇礼为核心区域的雪场进行扩建，建立崇礼冰雪户外运动休闲示范区，打造京张冰雪运动休闲带示范区
2019.6	工信部、国家体育总局等	《冰雪装备器材产业发展行动计划（2019-2022年）》	重点开发大众冰雪装备器材，开展“南展西扩东进”冰雪装备器材示范应用；组织实施冰雪装备器材标准领航项目

资料来源：国家体育总局，华鑫证券研发部

图表 13 全国重要省市地区冰雪产业现状和发展目标

省/市/地区	市场规模	冰雪运动人口	场馆设施数量	主导冰雪产业
黑龙江	2022年冰雪产业市场规模达到40亿元以上	/	2018年共有滑雪场124个，占全国数量首位	冰雪运动装备产业
河北	2022年全省冰雪产业市场规模达到1000亿元	2022年全省达到3000万人次参与	2022年全省滑雪场达到80个，滑冰场达到200个	冰雪体育休闲旅游/健身休闲
北京	2022年全市冰雪体育产业收入规模达到400亿元	2022年将扩大到800万人	新建室内滑冰场16座，室外滑冰场50片，嬉雪场地30片	冰雪体育产业
内蒙古	/	2020年呼伦贝尔参与冰雪运动人口达到60万	呼伦贝尔市计划建5块滑雪场、7个滑冰馆，全市各旗市区所在地学校冰场覆盖面积达到50%	冰雪竞赛表演
青海	2025年冰雪产业总规模达到20亿元	到2025年带动100万人参与冰雪运动	全省滑冰场数量不少于10座，滑雪场数量达到40座，雪道面积达到100万平方米	冰雪旅游
吉林	2020年冰雪旅游总收入达到2300亿元	2020年冰雪旅游人数达到1亿人次	2020年建成1-3个世界级滑雪场，全省滑雪场总数达到60座以上	冰雪旅游、冰雪体育、冰雪文化为核心的3+X冰雪产业链

资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研发部整理

各省市积极响应号召，加速冰雪产业建设：在国家设立总目标并出台相关政策后，

各省市也积极响应。河北省设立目标，到 2022 年，全省冰雪产业市场规模达到 1000 亿元，占全国总目标的 1/8，力争全省有 3000 万人次参与冰雪运动。北京市也力争到 2022 年全市冰雪产业收入规模达 400 亿元，冰雪运动人口扩展到 800 万，新建室内滑冰场 16 座，室外滑冰场 50 片、嬉雪场地 30 片。

这些政策主要针对我国冰雪产业的两大核心问题：

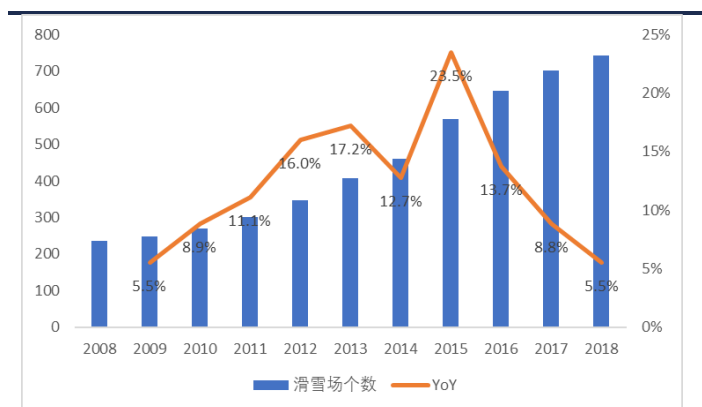
**一是群众普及程度不高，场地不多。**我国滑雪用户目前还不足总人口的 1%，其中真正的滑雪核心用户所占比例更是微乎其微，发展空间巨大。目前雪场配置与经营存在以下现象：1）优质雪场少，我国滑雪场规模都不大，高级、中级、初级滑雪场比例为 5:15:80，2）高级雪道主要集中在北方。城市周边低档次雪场林立。

**二是冰雪装备制造低端徘徊。**国内滑雪板生产经营企业主要分布在广东东莞、浙江宁波、北京、黑龙江哈尔滨和吉林临江等地区，我国滑雪运动装备制造企业主要经营形式为外商加工和贴牌生产，缺乏知名品牌和核心技术，造成我国冰雪装备自主知识产权品牌过少且竞争力不足。从市场份额来看，国内冰雪运动装备产品市场划分为：滑雪服占市场份额的 50%、滑雪手套占 75%、滑雪眼镜占 73%、滑雪帽占 25%。由于缺乏技术竞争力，利润率最高的“滑雪板”、“滑雪鞋”以及“滑雪手杖”市场几乎大部分被国外品牌占领。

我们认为，通过全国范围的冰雪运动宣传、重点省市的雪场兴建和改造，将会使得冰雪运动人口大幅上升，从而改善下游冰雪装备器械的需求，调动我国冰雪装备制造供给端的积极性。此为“天时”。

在政策条件驱动下，我国滑雪场个数近年来有明显提升，2015 年达到 23.5% 的增速，随着基数增加，上升速度有所放缓。滑雪人次也随着冰雪旅游概念的盛行逐渐走高，增速维持在 10% 以上。

图表 14 2008–2018 年我国滑雪场个数与增速



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

图表 15 2008–2018 年我国滑雪人次与增速



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

## 2.3 场地赛事齐头并进，展现“地利”优势

国内雪场分布广泛，冰雪旅游体验不断完善。随着国内滑雪行业飞速发展，不断有新的滑雪场投入运营。我国滑雪区域分布主要集中在北方，分为四大区域。亚布力

**区域**，在纬度 44-45 度之间。作为中国现代滑雪的发源地，亚布力是国内普通民众中知名度最高的滑雪场。亚布力及周边滑雪场大大小小的有数十家，最著名的是亚布力阳光度假区、亚布力新体委滑雪场。**吉林区域**，北纬 42-43 度。将长白山脉作为依托，地处所谓的“黄金纬度——北纬 43”，吉林区域诞生了新中国第一家滑雪场——松花湖滑雪场（万科松花湖度假区的前身）。由于得天独厚的山体、降雪、气温优势，区域内拥有北大壶、万科松花湖、万达长白山 3 家大型滑雪度假区，此外还有长白山西坡的“长白山天池雪”滑雪场。**崇礼-北京区域**，北纬 40-41 度。是 2022 年冬奥会的举办地区和全中国最大的滑雪消费市场。崇礼和北京是当下中国最受瞩目的滑雪区域，该区域内有万龙、南山、军都山这样的老牌滑雪场，也有密苑云顶、太舞等大型资本投资的新兴滑雪度假村，此外还有万科石京龙滑雪场。**新疆区域**，北纬 43-44 度。是目前可考证的人类滑雪发源地之一。新疆的山体条件、降雪条件俱佳，区域内拥有丝绸之路、阿尔泰将军山、天山天池等滑雪场，以及的 2016 年正式开工的阿勒泰阿依海滑雪场。广泛的雪场分布让滑雪旅游有了更多的目的地选择，也让滑雪运动的普及有了最基本的设施条件。

不同的雪场拥有不同的优势，从**山地落差**来看，最大的是长白山，其次是亚布力和北大壶；从**自然降雪量**来看，长白山和吉林的北大壶是国内少有的自然雪丰富的雪场；从**气候舒适程度**来看，北京周边雪场温度最为适宜，而冬季的亚布力极寒温度甚至超过了零下 30 度；从**交通便利性**来看，北京周边雪场最为便利，其次是崇礼地区，万科松花湖距离吉林市区仅 16 公里，是全世界距离人口超过百万的城市中最近的大型滑雪场。不同的雪场特点能够满足全国各地的滑雪爱好者不同的滑雪体验需求，同时也能促进滑雪旅游产业链全面发展。

图表 16 2018 年中国滑雪场区域分布



资料来源：前瞻产业研究

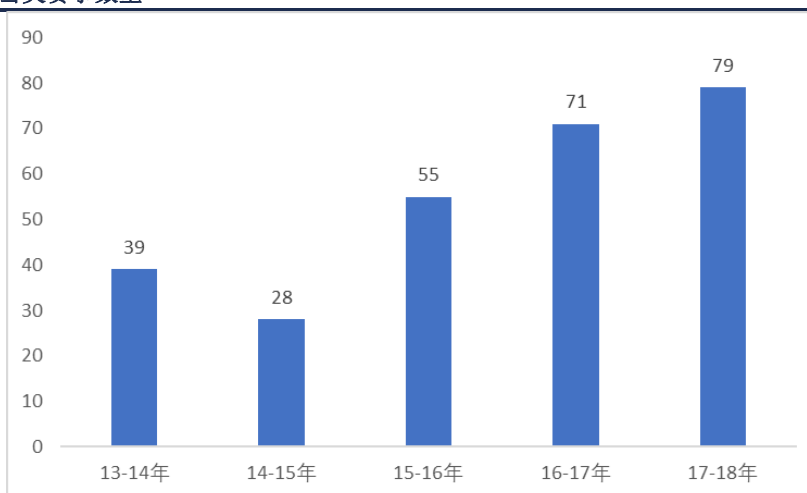
**冰雪赛事增多，关注度提升。**继 2015 年北京、张家口获得 2022 年冬奥会主办资格后，我国冰雪产业赛事就进入了发展的快车道，从 2015 年起，中国举办的冰雪竞技类赛事数量日渐丰富，赛事体系开始完善。从赛事数量上来看，目前大众娱乐赛事比

经济类赛事更多，并且参与的人群更广，2017 年全国竞技类赛事共有 71 项，大众娱乐类赛事数量达到 120 项以上。就关注度而言，专业竞技类冰雪赛事更受关注。

就目前而言，国内冰雪赛事的主要收入来源与国家财政拨款赛事经费、滑雪场地承办、赛事报名以及门票收入、赛事版权费用和商业赞助等几大部分。虽然受冬奥会的影响，我国冰雪赛事产业快速发展，但市场规模相较于国外依然很小。未来国际性大型赛事的增多，观众的关注度提升，赛事版权和商业赞助或将会成为提升冰雪赛事商业价值的主要突破口。

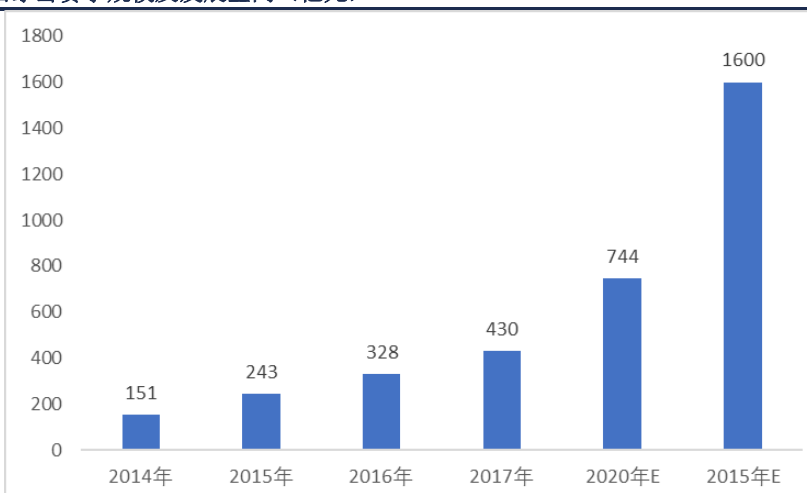
另一方面，我国冰雪相关职业联赛逐渐完善。随着中国冰球职业联赛的举办，我国职业冰球俱乐部的赞助收入不断增加，如今已经突破亿元大关，未来职业联赛的商业价值巨大。随着腾讯体育代理速滑世界杯，网络直播拓宽了观赛渠道，逐渐放大冰雪赛事的影响力，推动冰雪赛事的快速发展。

图表 17 雪季中国举办冰雪类赛事数量



资料来源：中国产业信息网，华鑫证券研发部

图表 18 2014-2025 年中国冰雪赛事规模及发展空间（亿元）



资料来源：中国产业信息网，华鑫证券研发部



## 2.4 大众参与，贵在“人和”

冰雪罕至的南方地区，人们逐渐热爱上冰雪运动。在全国 28 个有滑雪场馆的地区中，增速最高的为广东省，受到新兴室内滑雪场馆的影响，室内滑雪场馆所占市场份额正在逐渐提升，而由于冰雪相关资源在南方依然属于相当稀少的资源，以广东省为代表的南方人群反而更加向往参与到冰雪运动中。2018 年，广东省滑雪人次增速为 166.67%，位居全国榜首；云南省滑雪人次增速为 100.00%，仅次于广东省。

图表 192018 年全国各地滑雪人次增速（万人次）

省份	2018年	2017年	增速（%）
广东	8	3	166.67
云南	8	4	100
福建	4	3	33.33
吉林	184	147	25.17
青海	12.5	10	25
四川	72	58	24.14
重庆	40	33	21.21
陕西	82	68	20.59
河北	210	176	19.32
湖南	39.3	33	19.09
内蒙古	97.8	84	16.43
甘肃	65	56	16.07
湖北	24	21	14.29
黑龙江	221	196	12.76
新疆	96	86	11.63

资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

**南方冰雪旅游人均消费更高。**根据携程跟团游和自由行数据，2018 年 11 月至 2019 年 4 月，冰雪旅游二十大客源城市分别为上海、广州、北京、深圳、南京、杭州、武汉、南昌、贵阳、厦门、长沙、合肥、重庆、西安、南宁、成都、天津、济南、郑州和西宁。冰雪旅游对南方游客有着巨大的吸引力，每年冬季前往北方观雪滑雪已经成为近年来的潮流。在冰雪旅游人均消费中，南方城市客群消费总体要高于北方人群消费，其中桂林以人均消费 7069 元登上榜首，前二十名城市的单次人均消费达到了 3827 元，远高于我们之前测算的大多数户外用户的户外用品年消费额。由于冰雪目的地主要集中在北方，交通成本使得南方城市游客的旅游成本较高。

图表 202018 年全国各地滑雪人次增速（万人次）

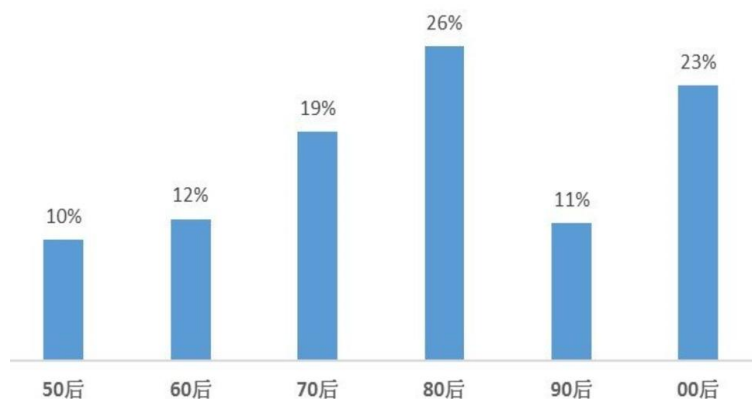
排名	城市	人均消费
1	桂林	7069
2	烟台	5029
3	珠海	4634
4	深圳	4512
5	温州	4159
6	广州	4112
7	上海	3996
8	厦门	3821
9	福州	3764
10	西安	3713
11	杭州	3606
12	宁波	3530
13	昆明	3486
14	南京	3060
15	合肥	3042

资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研发部



冰雪运动普适性强，年轻人是冰雪旅游主力军。冰雪运动作为一个全身性的运动，对改善自身手、腿、腰、腹力量和平衡协调能力有很大的帮助，其运动量适中，难度也可以根据自身情况调整，因此冰雪运动适合各个年龄段的人群参与。冰雪旅游更强调游客的参与度、互动度，所以一直受到年轻人的青睐。根据携程跟团游和自由行预订数据，2018年12月至2019年4月，冰雪旅游的游客中80后占比最高达到了26%，年轻人是出行主力，00后以23%的占比位居其次。

图表 21 2019 冰雪旅游年龄占比分布



资料来源：品橙旅游

## 3. 冰雪装备市场挑战与机遇并存

### 3.1 高端品牌昂贵，租赁是主要选择

滑雪用品产业是滑雪产业链的上游。按品类主要分为滑雪服、滑雪配件（包括手套、头盔、围脖等）、滑雪工具（滑板、滑雪杖等）三大类。与其他运动相比，个人滑雪用品具有专业性强、售价高等特点。以滑雪服为例，如芬兰品牌“Halti”哈迪、法国品牌“Lafuma”等，一套雪服的价格要在2000元到6000元，而加拿大品牌“Arc'teryx（始祖鸟）”，挪威品牌“Kjus”等进口高端品牌，价格是一般滑雪品牌产品的2倍以上。因此对于专业级滑雪用品，全套滑雪装备普遍要在2万元以上。

图表 22 滑雪装备参考价格及代表品牌

主要类别	普遍售价区间	代表品牌
滑雪服	300-10000	迪卡侬、北面、探路者
滑雪手套	50-2000	迪卡侬、北面、凯乐石
滑雪鞋（单板）	500-5000	海德、伯顿、NorthWave
滑雪头盔	10-1500	迪卡侬、UVEX、Giro
滑雪镜	100-3000	欧克利、沸鱼、Vobcover
滑雪杖	100-1000	Leki、K2、骆驼
滑雪板（单板）	1000-20000	伯顿、海德、K2
滑雪板（双板）	1000-6000	海德、迪卡侬、Salomon
固定器	500-5000	迪卡侬、Marker、Union

资料来源：华鑫证券研发部整理



高额的滑雪装备价格让大部分轻度滑雪参与者选择雪具租赁，目前各个地区滑雪装备租赁价格各不相同，如北京地区滑雪板的租赁价格在 30-60 元/副/小时，国内一些大型的滑雪场主要采用伊兰(Elan)、诺迪卡(Nordica)、阿托米克(Atomic)、费舍(Fischer)、海德(Head)、伯顿(Burton)、凯图(K2)等全球知名的滑雪板品牌，这些品牌采购及租赁价格昂贵。为降低成本，国内中小型滑雪场一般采用二手滑雪板、国产或国内代工滑雪板用于租赁和教学，这些滑雪板产品的采购及租赁价格相对较为便宜。另外，不同时间段滑雪板产品的租赁价格也不相同，周末和节假日的租赁价格要高于平时的价格。比如北京地区滑雪板周末的租赁价格要比平时高 40-100 元，元旦和春节又要比周末高 20-60 元。

整体来看，雪具租赁业务是目前我国滑雪装备市场的重要组成部分，假设一家滑雪场开设的雪具租赁站储备的雪具在 2000-3000 套左右，而全套雪具的单价在 1 万元左右的话，那么雪具租赁站的雪具采购额就高达 2 千至 3 千万元，这已经比很多南方城市每年的雪具零售额要高。因此从短期来看，占据国内租赁业务市场的品牌更容易站稳脚跟，获得更大的市场份额。

### 3.2 雪板市场相对固化，本土雪服品牌知名度低

雪板的一线品牌和二线品牌格局清晰，彼此之间的竞争已非常激烈，中国雪板想挤入市场很困难。雪板对材质和技术要求都很高，很多滑雪爱好者不敢贸然选择国内知名度还不高的雪板，大的滑雪场也同样如此。从雪板质量来说，国产货并不比进口货差多少，但是滑雪爱好者还是更青睐国外高端品牌，否则在圈内会显得“不合群”。因为国外滑雪历史较长，相关装备也更精良，所以国内消费者形成目前的消费习惯在情理中，这种局面难以在短期改变。

以国内滑雪板市场上为数不多的被业内记住的品牌 IS 为例，国外进口的滑雪板在设计上基本上都是按照西方人的体型设计，中国人使用起来非常的不方便。基于这样的考虑，从事滑雪运动的 IS 创始人李德智萌发了要做符合中国人自己的产品。从长期来看，符合中国大众的国产雪板需求量会随着冰雪运动的逐渐流行而增多，价廉物美的国产雪板有可能取代昂贵的进口雪板，成为滑雪装备购买和租赁市场的焦点。与中国相邻的日本是亚洲地区为数不多可以设计滑雪板的国家，相对日本本土滑雪装备品牌占本国市场 50%以上份额的市场格局，中国本土品牌仍有很大的市场潜力等待挖掘。

滑雪服市场来看，雪服一半为国外采购。我国厂商主要在滑雪镜、滑雪手套等占有较高市场份额，但品牌知名度普遍不高。大部分滑雪场储备的租赁滑雪装备也是以国外高端品牌为主。

我们认为，短期内滑雪装备市场格局相对稳固，无论是租赁还是零售端，国内品牌想要超越并取代国际高端滑雪装备品牌的可能性不大，目前尚存的突破口是零售端高性价比的中低端品类，而未来几年国外高端品牌在国内的发展速度会非常迅速。

图表 23 国产雪板品牌 IS CREATIVE



资料来源：ISPO 官网

## 4. 国内冰雪装备相关上市公司

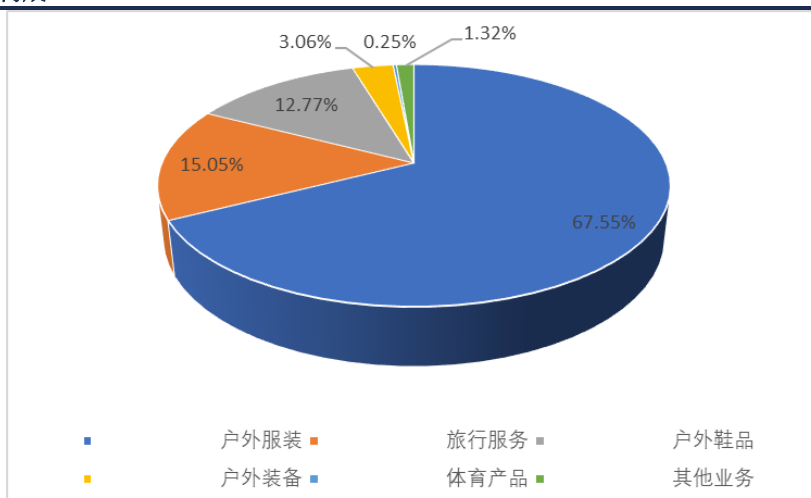
### 4.1 探路者：国内户外用品领军企业

探路者联合创始人、登山探险家王静出任集团董事长兼总裁，确立“聚焦户外产业，围绕主业进行资源整合和布局”的战略方向。目前探路者公司的主营业务包含户外品牌探路者、探路者童装、美国户外品牌 Discovery Expedition 及户外运动社区绿野网。

探路者品牌产品涵盖了户外运动的登山、滑雪、跑步、徒步等品类。其中滑雪产品涵盖了滑雪服、冲锋裤、滑雪手套这几大品类。探路者滑雪服采用公司自主研发 TiEF-WARM 仿生中空发热纤维,可吸收太阳光中的红紫外线,增加 30%热能。从主营业务占比来看,公司户外服装收入达到 67.55%,其次是旅行服务和户外鞋品,户外装备只占主营业务收入的 3.06%。我们认为公司研发和产品优势集中在户外服饰领域,滑雪服科技含量高,价格适中,相较于国外高端品牌,探路者的滑雪服饰性价比很高。

“SNOW ONE”品牌 IP 是探路者重力打造的品牌赛事 IP,是目前全国专业的、项目多样,参与选手众多的大众滑雪赛事,2017 年 12 月 09 日-17 日于张家口富龙滑雪场,历时 4 个比赛日,涵盖 3 大项目高山回转、公园公开赛、障碍追逐赛,共 12 场比赛,全国男女单双板滑手同场竞技。目前我国滑雪赛事还不多,举办这样的大型比赛有助于推广这项运动,同时也能增加品牌曝光度

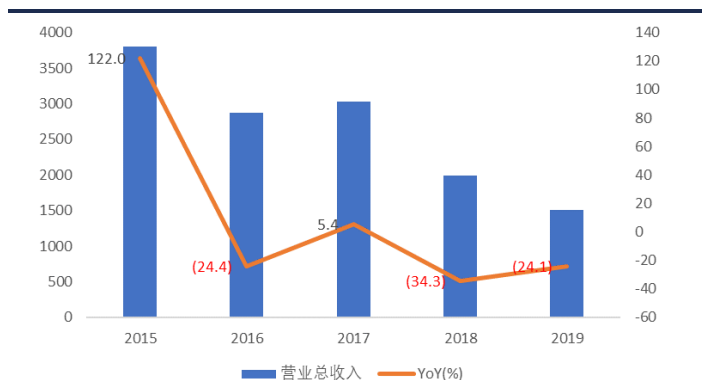
图表 24 探路者主营收入构成



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

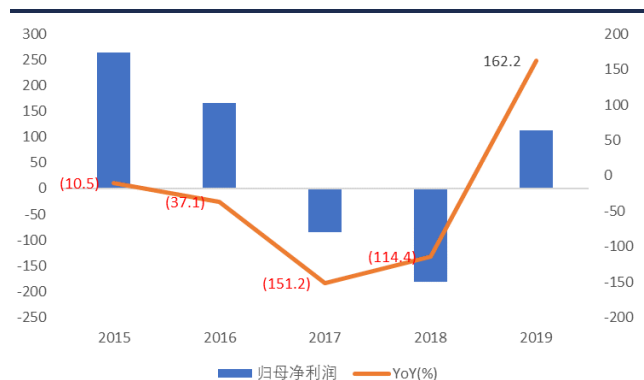
**旅游服务板块比重逐渐降低，业绩实现扭亏为盈。**由于探路者 2013 年起开始实施新战略，欲构建“户外用品、旅行服务和大体育三大业务”协同发展的社群生态，在 2015 年，探路者以股权受让和增资相结合的方式，合计作价 2.31 亿元取得易游天下 74.56% 的股权。当时探路者与易游天下还签署了一份业绩对赌协议。但并表后的易游天下的业绩表现却始终不如人意，因此这份对赌协议未能顺利完成。剥离易游天下的部分股权后，2019 年公司业绩实现扭亏为盈，重新回归主业。

图表 25 公司近五年营收（百万元）与增速（%）



资料来源：wind，华鑫证券研发部

图表 26 公司近五年归母净利润（百万元）与增速（%）



资料来源：wind，华鑫证券研发部

## 4.2 三夫户外：户外用品新零售

**零售网络覆盖全国 17 座城市，滑雪布局有条不紊。**公司代理、经销国内外 400 多个中高端专业户外用品，涵盖户外服装、户外鞋袜与户外装备三大类别，涵盖登山、露营、徒步、跑步、滑雪、自驾、骑行、攀岩等众多户外场景。随着北京冬奥会的临近及京张高铁的开通，公司在继崇礼万龙滑雪店和北京南山滑雪店后，又在崇礼富龙滑雪场开设三夫滑雪店。

推出众多自有品牌，同时打造滑雪品牌矩阵。公司针对中国户外细分市场相继推出 ANEMAQEN、SANFO、KIDSANFO、SANFOPLUS、LYSO 等多个自有品牌，适用于运动、日常、休闲、旅行等多场景服装，同时建立了全品类滑雪产品的品牌矩阵，最大限度满足冰雪爱好者从头盔、雪镜、滑雪服、滑雪手套、滑雪袜、雪板的全套装备需求，如独家代理的瑞典知名雪具品牌 POC，意大利顶级雪服品牌 DAINESE，德国专业滑雪手套品牌 REUSCH，雪杖品牌 KOMPERDELL、MASTERS，滑雪袜子品牌 XSOCKS 等。另外，公司重点合作品牌 X-BIONIC 创立于 1998 年，是瑞士黑科技运动奢侈品牌，适用于跑步、滑雪、骑行、都市休闲等多环境穿用，是专业运动员、追求专业精神的运动爱好者和注重运动质量和品味的高端人群的极佳选择。公司已成为 X-BIONIC 中国区唯一战略合作伙伴，其全部的科技、专利、品牌、产品和其它资源将唯一通过三夫户外落地中国市场，双方将共同设计、研发户外运动用品，服务中国以及全球户外爱好者。

图表 27 公司代理品牌一览



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

产品、赛事、亲子三大板块发力冰雪市场，实现从客流到收入的转化。三夫户外不断在冰雪赛事方面布局，已经成功举办两届的阿尔山冰雪三项赛、踏雪板竞速赛等赛事，同时公司拥有的松鼠部落亲子户外乐园，短短几年间在成都、武汉、郑州三地积累了大量的亲子粉丝群体，已经成为亲子户外出行的首选目的地之一。公司在冰雪赛事活动和亲子户外冰雪类项目的持续推进，有助于与公司产品零售形成强大的协同效应，从而更易使大量客源变现，实现业绩上的突破。



### 4.3 安踏体育：多元化品牌的体育用品航母

**收购 FILA，开启多品牌之路。**安踏 2007 年于香港交易所主板上市，主要从事体育用品的设计、开发、制造和销售。2009 年安踏收购 FILA，开启了多品牌战略。经过五年的发展，FILA 已经成为安踏集团新的利润增长点，并与安踏品牌形成差异互补。在这期间，FILA 也逐渐进军新的领域，FILA KIDS、FILA FUSION 分别在童装和潮流运动两大领域崭露头角，获得外界的好评。

**成立合资公司，布局冰雪户外。**2016 年 2 月，安踏体育宣布，将斥资 1.5 亿元与东京上市公司迪桑特日本的子公司 Descente Global Retail Limited 以及东京上市公司 ITOCHU Corporation 的子公司伊藤忠成立合资公司，借助冬奥会契机，将日本知名运动品牌带入国内。迪桑特的品牌名「DESCENTE」取自法语词汇，意为“滑降”，作为瑞士高山滑雪队、西班牙高山滑雪队、加拿大追逐滑雪队、德国雪车雪橇队等国家队的官方赞助商，迪桑特 DESCENTE 赢得了国际众多滑雪运动员及团队的信赖。

图表 28 安踏与 AMERSPORTS 旗下品牌一览



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

**收购 AMER SPORTS，进一步强化冰雪产业市场地位。**AMER SPORTS（亚玛芬体育）于 1950 年在芬兰创立，并于 1977 年在纳斯达克北欧市场 NASDAQ OMX 上市。旗下的品牌产品线覆盖网球、羽毛球、高尔夫、高山滑雪、越野滑雪、滑板、健身器材、自行车、越野跑装备、徒步装备及潜水等多种运动项目。其中 SALOMON 萨洛蒙以生产滑雪系列产品而闻名世界。安踏为首的财团于 2018 年年底联合收购亚玛芬体育，一方面强化了安踏在体育用品各个细分领域的市场地位，尤其是冰雪户外领域，Salomon、Atomic 等知名品牌可以弥补 Descente 品牌在滑雪板等器械品类上的不足；另一方面，与腾讯的合作也能进一步扩展公司线上营销的渠道，加快国外高端品牌在中国扎根的成长速度，在北京冬奥来临前占领市场高地。





## 5. 风险提示

- 1、新冠疫情可能反复使得户外及旅游产业发展受阻的风险。
- 2、经济增速下滑对户外用品消费产生不利影响的风险。
- 3、市场系统性风险等。



## 分析师简介

姚嘉杰：华鑫证券分析师，工商管理硕士，2020 年 1 月加入华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



## 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>