

**第一创业证券研究所**

分析师：刘笑瑜

证书编号：S1080525070001

电话：0755-23838239

邮箱：[liuxiaoyu@fcsc.com](mailto:liuxiaoyu@fcsc.com)

## 行业龙头上调业绩指引，户外行业景气度不减

### 核心观点：

- 户外品牌龙头亚玛芬体育与昂跑 2025 年以来业绩表现亮眼，均多次上调财年业绩指引。亚玛芬体育凭借“多品牌、跨区域、DTC 驱动”战略，2025 及 3Q25 调整后毛利率与 EBIT 率均超市场预期，收入指引持续上调，萨洛蒙、始祖鸟等核心品牌及亚太、中国区域增速尤为突出；昂跑 3Q25 亚太地区净销售额增速高达 109.2%。龙头企业的高增长与盈利扩张，印证了户外行业的高景气度。
- 国内户外市场正处于高速成长期，2019-2024 年高性能户外服饰市场 CAGR 达 13.8%，2025 年前三季度线上增速持续优于服装大盘。尽管中国户外运动参与人数超 4 亿，但参与率仍低于欧美成熟市场，增长潜力充足。行业竞争格局分散，高端市场由国际品牌主导，专业国产品牌凭借功能优势、高性价比或渠道创新在中端市场突围，大众及电商品牌占据千元内价格带，多元竞争推动行业创新与品牌迭代。
- 户外板块作为服装行业高景气细分赛道，2025 年前三季度增长显著跑赢其他纺织服饰品类，10 月增速进一步升高。长期来看，户外服饰渗透率低于运动鞋服，2025-2029 年高性能户外细分市场 CAGR 有望继续提升，增长基础坚实。短期而言，2025 年冬季气温偏冷、2026 年春节窗口期延长，叠加户外服饰的羽绒、滑雪等功能属性，将直接利好终端动销，预计 2025Q4-2026Q1 行业景气度将继续维持高位。

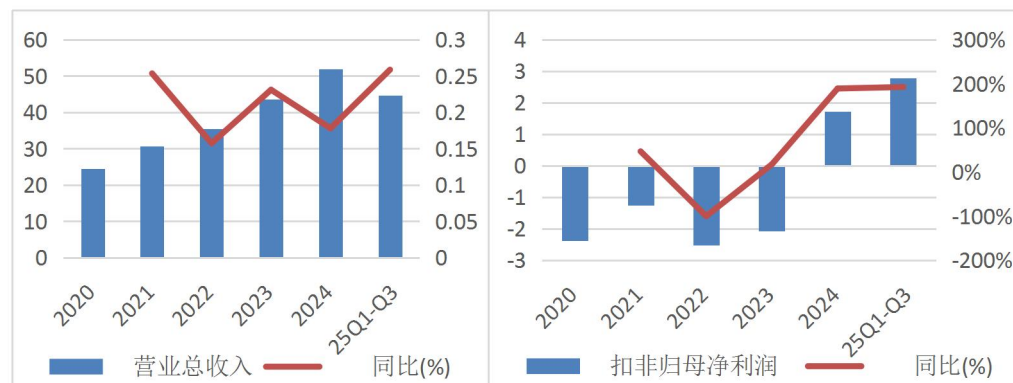
### 风险提示：

上述观点主要根据过去数据分析得出，可能因为后续行业竞争格局变化、产品价格下降、新品推广不如预期等原因，而出现最终结果与分析预测结论相背离的情况。仅供投资分析时参考。

## 一、龙头公司持续上调收入指引

户外品牌龙头亚玛芬体育正在从“多品牌、跨区域、DTC 驱动”的结构性升级中持续兑现高增长与稳健盈利扩张，2025 财年公司已两次上调收入与利润指引、3Q25 显著超预期。2025 收入同比+23.5%，显著优于市场一致预期，调整后毛利率 58.7%，调整后 EBIT 率 5.5%，均优于预期；分板块看，以萨洛蒙为主的户外板块+35%、以始祖鸟为主的科技服饰+23%、球类球拍业务保持双位数；从地区上看，APAC 区域+45%、大中国地区+42%、欧洲+中东+非洲地区+18%、美洲+6%。公司上调 FY25 收入与 EPS，并给出 3Q25 强劲指引。3Q25 业绩再次超出市场预期，调整后 EPS\$0.33，而此前市场一致预期为\$0.25，收入+29.7%，调整后毛利率 57.9%、调整后 EBIT 率 15.7%，显著超预期；分板块同店/增速加速，其中始祖鸟+27%，萨洛蒙+33%；区域上看亚太+54%、中国+47%、欧洲+中东+非洲地区+23%、美洲+18%，且公司再度上调 FY25 收入与 EPS 区间。持续的收入指引上调印证了亚玛芬体育“成长+盈利扩张”中期逻辑的可靠性。

图 1 亚玛芬体育营收/归母净利润及同比增速（亿美元，%）



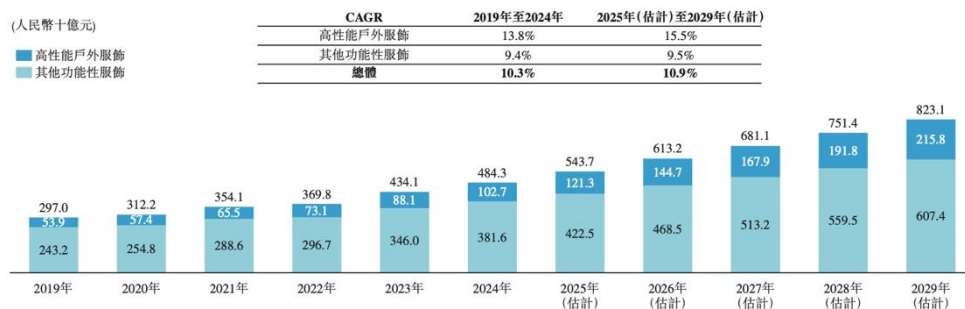
资料来源：wind、第一创业证券研究所整理

昂跑业绩同样超预期，公司 3Q25 净销售额 CHF794.4 百万，同比+24.9%；毛利率 65.7%，同比+5.10%；调整后 EBITDA 为 CHF179.9 百万，利润率 22.6%，同比+3.80%。区域上亚太地区+109.2%，远超其他区域。公司同样对 FY25 业绩给出上调指引。龙头公司高增的收入增长预期是对户外行业景气度的有效确认。

## 二、行业高增速+低渗透率，潜在市场空间充足

从市场规模上也可以看出国内户外市场正处于高景气周期。2019-2024 年高性能户外服饰市场规模 CAGR 达 13.8%。25 年 Q1/Q2/Q3 线上增速分别为 56%/8%/14%，持续优于服装大盘。另外从消费群体上看，中国户外运动参与人数超 4 亿，但参与率仅约 28%，远低于欧美成熟市场 50%以上的水平，增长潜力巨大。

图 2 中国内地功能性户外服饰市场规模（按零售额）



资料来源：国家统计局、伯希和招股书、wind、第一创业证券研究所整理

中国户外服饰市场竞争激烈但格局分散，尚未出现绝对龙头。2024 年，行业前十大品牌合计市占率仅为 27.2%。第一梯队主要为高端国际品牌始祖鸟(Arc'teryx)、北面(TheNorthFace)、迪桑特(Descente)、可隆(KolonSport)、萨洛蒙(Salomon)。这些品牌凭借强大的技术壁垒、悠久的历史 and 全球影响力，主导数千元以上的高端市场。第二梯队主要为专业国产品牌和国际中端品牌，包括凯乐石(Kailas)、伯希和(Pelliot)、探路者(Toread)、哥伦比亚(Columbia)等。该梯队竞争最为胶着。凯乐石深耕攀登、越野跑等专业领域，以硬核功能性树立口碑。伯希和则以“高质价比”和线上渠道为突破口，在 500-1000 元价格带快速崛起。探路者作为老牌国产龙头，正努力重回主业、恢复增长。第三梯队主要是大众及电商品牌，其中最主要的是骆驼(Camel)。主打性价比，价格多在千元以内，核心销售渠道为天猫、抖音等线上平台。户外品牌分散的竞争格局意味着行业机会极大、创新活跃、品牌更迭加快，行业处于高速的成长期。

### 三、预计 25Q4 至 26Q1 整体景气度继续维持高位

户外板块被市场普遍认为是当前服装行业中的高景气度细分赛道。2025 年前三季度，户外鞋服板块分别实现 56%、8%、14% 的增长，从 Q3 来看增长显著高于其他纺织服饰类，2025 年 10 月增速再升至 20%，大幅优于服装大盘。长期看，户外服饰未来空间充足，对比运动鞋服而言渗透率仍低，具备持续高增长基础。高性能户外细分市场 2024 年规模 1027 亿元，同比增长 17%，2019-2024 年 CAGR 为 14%，2025-2029 年 CAGR 有望提升至 16%。

天气及春节周期在短期内影响显著。官方预测冬季气温较去年更冷，且 2026 年春节晚至 2 月中旬，使 2025 年底至 2026 年初的旺季窗口期同比延长，叠加户外服饰主打羽绒与滑雪等功能，冷冬对动销形成直接利好。冷冬与更长销售周期将推动户外动销爆发，因此我们预计 2025Q4-2026Q1 户外行业将继续维持高景气区间。

## 重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易，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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级:

| 评级类别   | 具体评级 | 评级定义                        |
|--------|------|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上   |
|        | 审慎推荐 | 预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
|        | 中性   | 预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间  |
|        | 回避   | 预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上     |
| 行业投资评级 | 推荐   | 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数         |
|        | 中性   | 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数          |
|        | 回避   | 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数         |

## 联系方式:

| 公司总部                                                                                                          | 北京办事处                                                                               |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼<br>TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718<br>P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn | 北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层<br>TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777<br>P. R. China: 100140 |