

比音勒芬 (002832.SZ)

布局高端运动户外赛道，规模成长，利润释放

基本面向上逻辑清晰，靓丽业绩预计持续释放。此前公司坚持投入品牌升级与渠道建设，短期费用增加拖累 2024、2025 年利润表现。2026 年以来公司经营情况向上改善，品牌及产品力沉淀有成效、广宣费用优化控制、渠道效率预计提升，收入端提速增长+盈利端修复预期带动股价震荡上行。1) 2026Q1 公司收入为 15.2 亿元，同比+18%；归母净利润为 3.9 亿元，同比+17%，初步验证业绩释放逻辑。2) 2026 年 2 月、3 月公司先后发布总经理、首席战略官增持计划，分别计划增持 1~2 亿/0.5~1 亿，彰显管理层对长期业绩增长信心。目前公司总市值超过 110 亿元，2026 年 2 月以来涨幅 30%+。

产品：增加运动及户外占比，主品牌质价比提升，K&C 等副品牌逐步成熟。

1) **主品牌：**挖掘核心客群需求，把握消费趋势，围绕“三高一新”理念持续提升产品力。①与中国国家地理、故宫宫廷文化、哈佛大学、Hattie 等 IP 联名实现文化破圈，注重运用新技术、新工艺和高科技面料；②增加户外 (MOTION) 及高尔夫运动 (GOLF) 产品比例，如推出“果岭”系列冲锋衣，基于老客群拓展新的消费场景、同时吸引年轻新客群。2022 年高尔夫系列产品线开始独立开店，2025 年户外系列尝试独立开店。③调整优化产品定价策略，针对年轻消费群体及电商平台推出高质价比产品，受到青年客群欢迎。

2) **副品牌：**其他品牌阶梯矩阵清晰，中长期有望为集团打开第二增长曲线。K&C 孵化有成效，目前有近 20 家线下门店，初步完成全渠道布局；威尼斯赞助路亚赛事及社群活动，增加品牌露出；2025 年内公司取得 OOFOS 中国内地独家代理权。

渠道：电商高速发展，线下大力拓店，2026 年收入预计增长 15%+。2025 年线上/直营/加盟销售收入分别 4.5/27.4/10.9 亿元，同比分别+71%/+7%/-4%，占比分别 10.5%/63.6%/25.2%。1) 分渠道来看：公司直营渠道开设标杆性旗舰店，如 BIEMLOFEN 品牌在深圳太子湾开设全球先锋旗舰店，品牌形象升级，抢占市场份额；加盟渠道择优开店、梳理调整低效店铺，2025 年加盟门店平均面积达到 222 平方米/家 (2022 年为 164 平方米/家)；电商全力布局淘系、抖音、京东等多个平台，持续实现高速增长。2) 2025 年末公司线下门店合计 1400 家，其中直营/加盟门店分别 761/639 家，我们预计 2026 年店数有望净增超过 100 家 (增幅高单位数)，新店增量+次新店爬坡+电商规模扩张有望带动 2026 年公司收入同增 15%+，后期效率提升有望带动门店盈利能力优化。

盈利预测：收入预计快速增长，费用控制+效率提升有望带动利润释放。1) 考虑电商渠道快速增长、线下有望持续拓店，我们预计 2026~2028 年公司收入分别为 50.6/56.4/62.4 亿元，同比分别+17.4%/+11.3%/+10.8%；2) 考虑 2026 年降本控费、2027~2028 年渠道提效，我们预计 2026~2028 年公司归母净利润分别为 6.9/8.0/9.1 亿元，同比分别 +25.9%/14.9%/14.1%，净利率分别为 13.7%/14.1%/14.6%。

投资建议。公司主品牌卡位运动时尚优质赛道，其他品牌为长期发展上拓天花板，业绩有望持续释放，估值具备提升空间，目前股价对应 2026 年 PE 为 16.6 倍/对应 2027 年 PE 为 14.4 倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动风险；渠道扩张不及预期；新品牌孵化效果不达预期；运动时尚景气度回落。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	4,004	4,314	5,063	5,636	6,243
增长率 yoy (%)	13.2	7.7	17.4	11.3	10.8
归母净利润 (百万元)	781	551	693	797	909
增长率 yoy (%)	-14.3	-29.5	25.9	14.9	14.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.37	0.96	1.21	1.40	1.59
净资产收益率 (%)	15.4	10.2	12.6	13.9	15.3
P/E (倍)	14.7	20.9	16.6	14.4	12.7
P/B (倍)	2.3	2.1	2.1	2.0	1.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 05 月 22 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
05 月 22 日收盘价 (元)	20.17
总市值 (百万元)	11,511.16
总股本 (百万股)	570.71
其中自由流通股 (%)	68.23
30 日日均成交量 (百万股)	12.77

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《比音勒芬 (002832.SZ)：2026Q1 业绩亮眼，期待利润持续释放》 2026-04-29
- 《比音勒芬 (002832.SZ)：总经理拟增持股份，彰显长期发展信心》 2026-02-28
- 《比音勒芬 (002832.SZ)：坚定投入品牌建设，彰显长期发展信心》 2025-10-31

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4275	4261	4992	5760	6360
现金	1547	1379	1970	2667	3184
应收票据及应收账款	363	370	432	478	528
其他应收款	104	131	154	172	190
预付账款	70	62	72	81	89
存货	951	1152	1273	1346	1428
其他流动资产	1241	1166	1091	1016	941
非流动资产	2927	3372	2974	2556	2343
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	730	682	631	579	526
无形资产	994	1005	944	883	821
其他非流动资产	1203	1684	1398	1094	996
资产总计	7202	7632	7966	8316	8703
流动负债	1714	1744	1936	2084	2241
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	438	385	451	502	557
其他流动负债	1276	1359	1485	1582	1684
非流动负债	408	512	511	511	511
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	408	512	511	511	511
负债合计	2121	2256	2448	2596	2752
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	571	571	571	571	571
资本公积	894	894	894	894	894
留存收益	3610	3864	4038	4241	4471
归属母公司股东权益	5080	5375	5517	5719	5950
负债和股东权益	7202	7632	7966	8316	8703

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	750	691	787	934	835
净利润	781	551	693	797	909
折旧摊销	445	538	468	482	278
财务费用	0	2	9	9	9
投资损失	-7	-14	-16	-18	-20
营运资金变动	-482	-414	-432	-408	-412
其他经营现金流	14	28	65	72	71
投资活动现金流	-447	-399	366	367	370
资本支出	-557	-612	-55	-54	-53
长期投资	0	0	403	403	403
其他投资现金流	110	213	18	18	20
筹资活动现金流	-713	-376	-561	-604	-688
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-713	-376	-561	-604	-688
现金净增加额	-419	-83	591	697	517

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4004	4314	5063	5636	6243
营业成本	921	1075	1261	1404	1555
营业税金及附加	36	43	50	56	62
营业费用	1613	2019	2319	2570	2835
管理费用	371	368	432	481	533
研发费用	126	138	162	180	199
财务费用	-13	4	-18	-30	-44
资产减值损失	-56	-80	-80	-80	-80
其他收益	33	39	41	45	50
公允价值变动收益	5	8	0	0	0
投资净收益	7	14	16	18	20
资产处置收益	4	8	10	11	12
营业利润	943	654	841	966	1103
营业外收入	5	4	0	0	0
营业外支出	1	10	0	0	0
利润总额	947	648	841	966	1103
所得税	166	98	148	170	194
净利润	781	551	693	797	909
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	781	551	693	797	909
EBITDA	1359	1166	1291	1419	1337
EPS (元/股)	1.37	0.96	1.21	1.40	1.59

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	13.2	7.7	17.4	11.3	10.8
营业利润(%)	-11.3	-30.7	28.6	14.9	14.1
归属母公司净利润(%)	-14.3	-29.5	25.9	14.9	14.1
获利能力					
毛利率(%)	77.0	75.1	75.1	75.1	75.1
净利率(%)	19.5	12.8	13.7	14.1	14.6
ROE(%)	15.4	10.2	12.6	13.9	15.3
ROIC(%)	13.2	8.6	10.7	11.9	12.9
偿债能力					
资产负债率(%)	29.5	29.6	30.7	31.2	31.6
净负债比率(%)	-17.8	-10.9	-21.3	-32.8	-40.2
流动比率	2.5	2.4	2.6	2.8	2.8
速动比率	1.7	1.4	1.4	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	11.7	11.8	12.6	12.3	12.3
应付账款周转率	4.0	3.9	3.8	3.7	3.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.37	0.96	1.21	1.40	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	1.21	1.38	1.64	1.46
每股净资产(最新摊薄)	8.90	9.42	9.67	10.02	10.43
估值比率					
P/E	14.7	20.9	16.6	14.4	12.7
P/B	2.3	2.1	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	8.3	6.8	8.0	6.8	6.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 05 月 22 日收盘价

内容目录

1. 近期经营跟踪及股价表现	4
2. 中长期：基本面向上改善，期待利润持续释放	5
2.1 品牌：主品牌稳扎稳打，以 K&C 为代表的副品牌形成第二成长曲线	5
2.2 产品：拓宽价格带，增加户外、运动产品占比	6
2.3 渠道：电商高速增长，直营快速拓店，加盟质量优化	8
3. 盈利预测与投资建议	12
风险提示	15

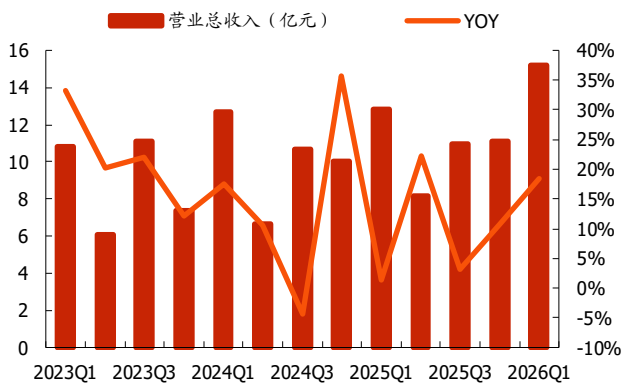
图表目录

图表 1: 2023Q1-2026Q1 营业总收入及 YOY (亿元)	4
图表 2: 2023Q1-2026Q1 归母净利润及归母净利率 (亿元)	4
图表 3: 2025 年以来公司总市值 (亿元)	4
图表 4: 公司多品牌战略示意图	5
图表 5: 比音勒芬品牌先锋代言人 (丁禹兮)、品牌大使 (李兰迪)	5
图表 6: 2022-2025 年公司销售费用中广告与宣传费 (亿元)	6
图表 7: 2025 年公司部分品牌营销活动	6
图表 8: 比音勒芬品牌部分产品科技	7
图表 9: 比音勒芬品牌部分联名产品示例	7
图表 10: 比音勒芬品牌高尔夫 (GOLF) 系列	8
图表 11: 比音勒芬品牌 MOTION 系列	8
图表 12: 比音勒芬品牌天猫旗舰店部分畅销产品示例及吊牌价 (元/件)	8
图表 13: 2019~2025 年公司线上渠道收入 (百万元)	9
图表 14: 天猫/京东/抖音平台比音勒芬官方旗舰店	9
图表 15: 公司部分线下旗舰店示例	9
图表 16: 2022-2025 年公司销售费用中商场费用、职工薪酬金额 (亿元)	9
图表 17: 2022-2025 年公司直营门店新开/关闭情况 (家)	10
图表 18: 2022-2025 年公司直营门店平均面积 (平方米/家)	10
图表 19: 2022-2025 年公司加盟门店新开/关闭情况 (家)	10
图表 20: 2022-2025 年公司加盟门店平均面积 (平方米/家)	10
图表 21: 公司营业收入拆分预测 (亿元)	11
图表 22: 2013-2028E 公司直营/加盟门店数量及预测 (家)	11
图表 23: 2013-2028E 公司门店数量及预测 (家)	11
图表 24: 2017-2025 年公司营业总收入及 YOY (亿元)	12
图表 25: 2017-2025 年公司归母净利润及 YOY (亿元)	12
图表 26: 2019-2025 年公司毛利率及净利率	12
图表 27: 2019-2025 年公司销售/管理/研发费用率	12
图表 28: 2022-2025 年公司销售费用细分项目 (亿元)	13
图表 29: 公司归母净利润及盈利质量预测 (亿元)	13
图表 30: 2019-2025 年公司存货周转天数 (天)	14
图表 31: 2017-2025 年公司资产减值损失及占收入比例 (亿元)	14
图表 32: 2019-2025 年公司经营性净现金流及与归母净利润比值 (亿元)	14
图表 33: 2019-2025 年公司货币资金 (亿元)	14

1. 近期经营跟踪及股价表现

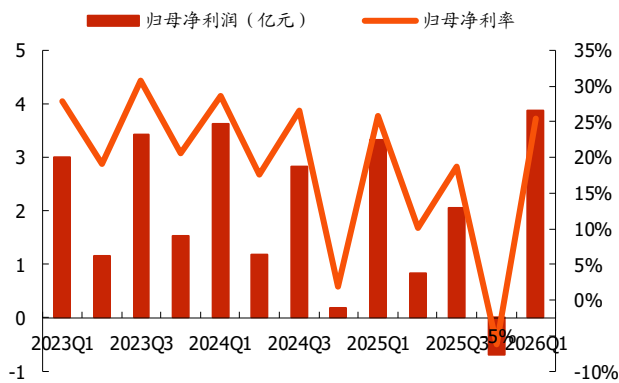
公司目前基本面处于改善通道，盈利修复预期带动股价持续上行。1) 过去数年内公司建设完善品牌矩阵，主品牌年轻化、高端化、专业化，积极投入孵化 K&C 等新品牌；产品端把握潮流趋势，增加户外及运动产品比例，基于老客群拓展新的消费场景，同时吸引年轻新客群；渠道端大力布局电商，直营持续开店，加盟梳理优化，我们预计 2026 年门店有望净拓 100 家以上，综合预计带动 2026 年收入提速增长，后续盈利有望逐步释放。2) 2026Q1 公司收入为 15.2 亿元，同比+18%；归母净利润为 3.9 亿元，同比+17%，初步验证业绩释放逻辑。3) 2026 年 2 月、3 月公司先后发布总经理、首席战略官增持计划，彰显管理层对公司长期业绩增长信心。公司目前（2026/5/26 收盘）总市值超过 110 亿元，2026 年 2 月以来涨幅 30%+。

图表1: 2023Q1-2026Q1 营业总收入及 YOY (亿元)



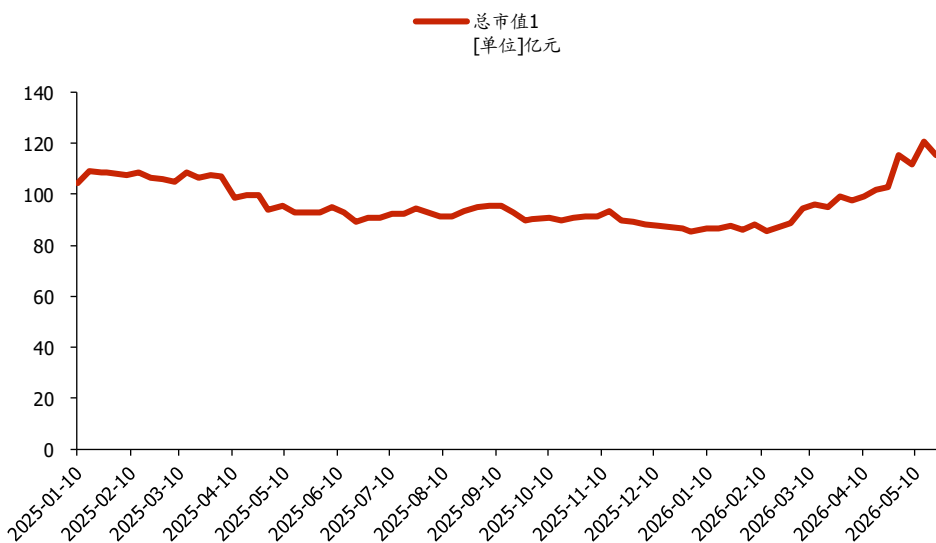
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 2023Q1-2026Q1 归母净利润及归母净利率 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 2025 年以来公司总市值 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 中长期：基本面向上改善，期待利润持续释放

2.1 品牌：主品牌稳扎稳打，以 K&C 为代表的副品牌形成第二成长曲线

公司 2023 年以前核心业务为经营主品牌比音勒芬的研发设计、品牌运营、产品销售，2023 年 4 月公司公告收购“CERRUTI 1881”和“KENT&CURWEN”的全球商标所有权，初步形成了多品牌矩阵的雏形；后续公司逐步取得 Snow Peak、OOFOS 的经营代理权。目前公司核心品牌矩阵如下：

- **BIEMLOFEN(自有)**: 公司主品牌, 以高尔夫为差异化品牌基因, 通过生活 PREMIUM、户外 MOTION、高尔夫 GOLF 三大系列满足商务精英群体全场景着装需求。2022 年以来高尔夫系列开始独立开店, 强调年轻化、专业化; 2025 年公司首次开设比音勒芬户外专卖店, 深挖高端运动休闲市场消费潜力。
- **KENT&CURWEN (收购)**: 英伦运动时尚设计师品牌, 以三狮徽章、玫瑰图案作为产品设计常用元素及品牌标志, 设计充满复古调性、同时具备运动色彩。目前品牌线下门店已达近 20 家, 陆续入驻中国香港海港城、中国澳门伦敦人、中国澳门威尼斯人、北京国贸、深圳万象天地、南京德基、沈阳万象城等高端购物中心, 线上线下的零售网络初步成型。
- **CERRUTI 1881 (收购)**: 拥有意大利血统的法国奢侈品成衣品牌, 以顶级面料、创新版型、精湛工艺为理念, 男装为主, 同时拓展女装、运动系列、香水及皮具等领域。
- **OOFOS (中国内地独家代理)**: 全球运动恢复鞋领导品牌, 拥有美国足病医学协会认证, 产品借助 OOfoam 缓震科技与人机工学设计, 帮助运动员缓解赛后或训练后的疲劳。2025 年将产品延伸至跑步、竞走、出行等日常场景。

图表4: 公司多品牌战略示意图



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表5: 比音勒芬品牌先锋代言人（丁禹兮）、品牌大使（李兰迪）

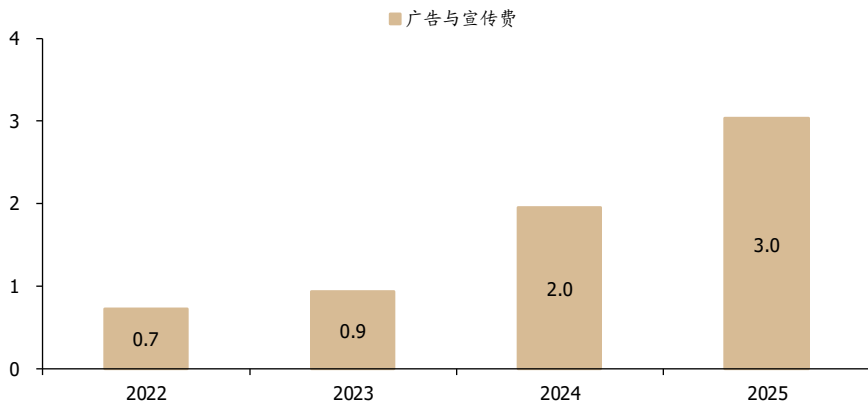


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司过去数年内坚持品牌建设: 主品牌 **BIEMLOFEN** 投入年轻化、高端化转型; 副品牌中 **K&C** 知名度逐渐扩大。1) 主品牌 2024 年 12 月官宣丁禹兮作为先锋代言人, 积极触达年轻客群。2025 年内公司为主品牌、K&C 举办数场品宣活动, 引发市场火热反响: 2 月 KENT&CURWEN 伦敦时装周大秀, 再次亮相国际舞台; 5 月在重庆解放碑举办大秀; 9 月联合《中国国家地理》举办赛里木湖户外发布会, 扩大比音勒芬户外系列知名度;

10 月在广州举办比音勒芬“广州之夜”活动。2) 费用支出方面，2022~2023 年公司广告与宣传费不超过 1 亿元，2024 年大幅增长至 2.0 亿元，2025 年继续增长至 3.0 亿元。我们认为公司过去坚持投入品牌建设、主动加大广宣力度，后续品宣活动回归正常节奏有望带动相关费用节约及盈利能力修复。

图表6：2022-2025 年公司销售费用中广告与宣传费（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表7：2025 年公司部分品牌营销活动

2025 年 2 月 KENT & CURWEN 伦敦时装周大秀

2025 年 5 月重庆解放碑大秀

2025 年 9 月联合《中国国家地理》举办赛里木湖户外发布会

2025 年 10 月比音勒芬“广州之夜”



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

2.2 产品：拓宽价格带，增加户外、运动产品占比

公司始终坚持“三高一新”（高品质、高品位、高科技、不断创新）的产品理念，持续创新迭代，推出兼具设计感与功能性的产品。

- 产品科技上：与 GORE-TEX、POLARTEC、PrimaLoft 等国际知名科技材料公司携手共创优质产品，使用科技面料包括防晒凉感、科技棉、cordura、弹力三合一科技面料等，例如推出“果岭”三防轻量夹克，吊牌价 1380 元，可选颜色丰富，聚焦休闲户外通勤场景，具备防水性能（静水压 > 160kPa）、高效透湿（透湿率 > 6500g/(m²*24h)）、油污防护功能。
- 产品设计上：与中国国家地理、故宫宫廷文化、哈佛大学、Hattie 等 IP 联名实现文化破圈。如马年携手故宫宫廷文化联名×艺术家蚂蚁，创作《一马当先》图案并推出相关系列产品，持续受到消费者欢迎。

图表8: 比音勒芬品牌部分产品科技



资料来源: 手机天猫, 国盛证券研究所

图表9: 比音勒芬品牌部分联名产品示例

故宫宫廷文化联名	海蒂联名	哈佛大学联名
携手故宫宫廷文化联名 × 艺术家蚂蚁, 创作《一马当先》图案	Hattie Stewart 艺术家联名系列, 口袋处饰有联名图案, 增添趣味性	丁禹兮同款, 比音勒芬高尔夫哈佛联名夹克外套
		

资料来源: 手机天猫, 国盛证券研究所

从产品风格上来看, 近年来公司把握潮流趋势, 增加户外及运动产品占比, 提升连带、拓宽消费场景。1) 当下户外运动持续高景气, 截至 2025 年 4 月初我国户外运动参与人数已突破 4 亿人, 一线及新一线城市消费者为主, 二线城市渗透率也在快速提升。2) 公司积极挖掘消费客群需求变化, 把握高净值人群, 发挥产品设计与研发优势, 通过生活 PREMIUM 系列满足客群日常商务及休闲穿着的同时, 通过户外 MOTION 系列、高尔夫 GOLF 系列满足商务精英群体在运动及户外场景着装需求, 2022 年高尔夫系列开始尝试独立开店, 2025 年首次开设比音勒芬户外系列专卖店。

图表10: 比音勒芬品牌高尔夫 (GOLF) 系列



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表11: 比音勒芬品牌户外 (MOTION) 系列



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

从品牌定位上来看，加价倍率适当调整，提升产品质价比，匹配主品牌年轻化动作。在坚持产品科技感、设计感的同时，公司优化产品策略，推出部分电商专供款，通过拉宽产品价格带扩充消费客群。以天猫旗舰店当前销量前列的产品示例，男款轻商务休闲 polo 衫（吊牌价 680 元，具备冰氧凉感等功能）、防晒凉感薄外套（吊牌价 1080 元，UPF > 40）、女款休闲 polo 衫（吊牌价 780 元，UPF > 40）、休闲直筒裤（吊牌价 1380 元），我们判断公司调整优化产品定价策略，针对年轻消费群体及电商平台推出高质价比产品，销售表现良好。

图表12: 比音勒芬品牌天猫旗舰店部分畅销产品示例及吊牌价（元/件）

轻商务休闲 polo 衫	防晒凉感薄外套	女款休闲 polo 衫	休闲直筒裤
680 元	1080 元	780 元	1380 元
			

资料来源: 手机天猫, 国盛证券研究所

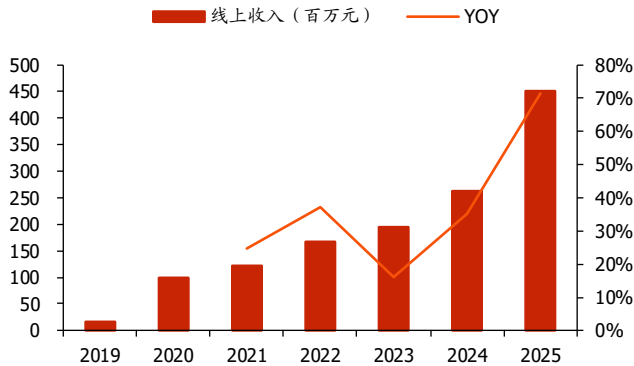
2.3 渠道: 电商高速增长，直营快速拓店，加盟质量优化

渠道端: 公司直营渠道开设标杆性旗舰店，助力品牌形象升级市场份额；加盟渠道择优开店、梳理调整低效店铺；电商全力布局多平台，持续实现高速增长。分渠道来看: 2025 年线上/直营/加盟销售收入分别 4.5/27.4/10.9 亿元，同比分别+71%/+7%/-4%。

1、电商高速度、高质量增长，目前渠道占比已经超过 10%: 2019 年起公司开始开拓线上渠道，根据品牌定位我们判断此前以消化老款库存为主。近年来公司全力布局电商业务，完善线上全平台销售体系建设，布局淘系、京东、唯品会、抖音等等，低成本、

高效率触达消费客群，同时助力产品销售、品牌传播、用户运营，截至目前比音勒芬天猫、抖音、京东会员数量合计接近 130 万人次。2023~2025 年公司电商营收分别为 1.95/2.63/4.52 亿元，同比分别+16%/+35%/+71%，考虑目前公司电商渠道渗透率仍有提升空间，我们预计 **2026 年线上销售有望继续高速增长**。

图表13: 2019~2025 年公司线上渠道收入（百万元）



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表14: 天猫/京东/抖音平台比音勒芬官方旗舰店



资料来源: 手机天猫, 手机京东, 手机抖音, 国盛证券研究所

2、直营进驻高质量渠道，主品牌、K&C 开设标杆旗舰店，匹配品牌形象。公司积极抢占优质渠道资源，打造标杆门店，例如比音勒芬主品牌在深圳太子湾开设全球先锋旗舰店，品牌形象及影响力持续提升；KENT & CURWEN 在中国澳门威尼斯人购物中心、深圳万象天地等地开设门店，品牌店数规模已达 20 家左右。

➤ 渠道数量方面，过去公司直营门店基本持续处于快速扩张阶段，2023-2025 年公司直营渠道分别新开门店 69/94/158 家，关闭门店 41/57/41 家，至 2025 年底达到 761 家，高质量大店的开设带动直营门店平均面积增加，从 2022 年的 149 平方米/家增长至 2025 年的 174 平方米/家。

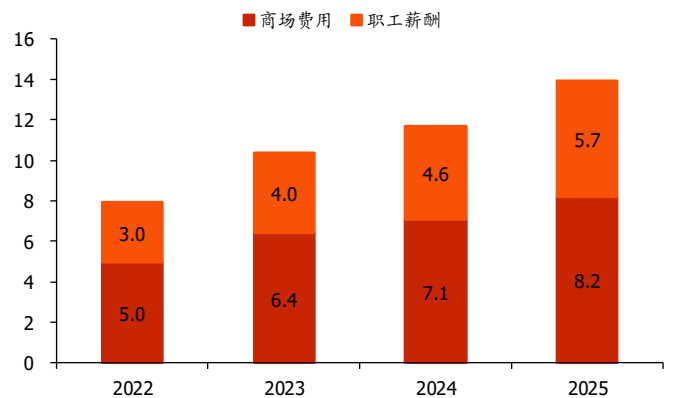
➤ 渠道费用方面，2023~2025 年商场费用分别为 6.4/7.1/8.2 亿元，同比分别+28%/+11%/+16%。考虑公司未来继续新开高质量直营门店，我们预计 2026~2027 年对应商场费用及销售费用金额将持续增长，同时次新店效率爬坡有望带动门店盈利表现优化。

图表15: 公司部分线下旗舰店示例



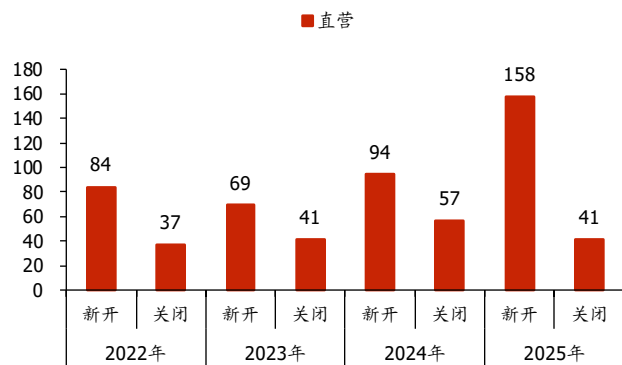
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表16: 2022-2025 年公司销售费用中商场费用、职工薪酬金额(亿元)



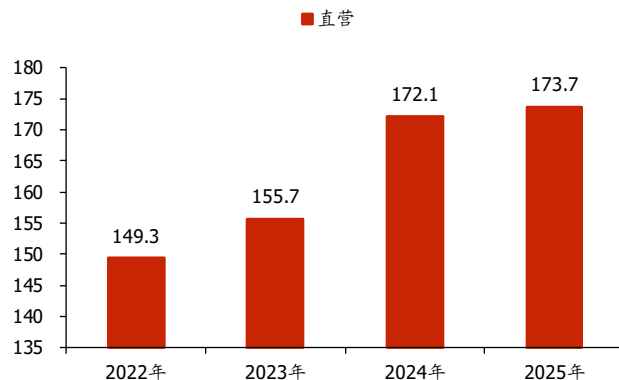
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表17: 2022-2025 年公司直营门店新开/关闭情况 (家)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

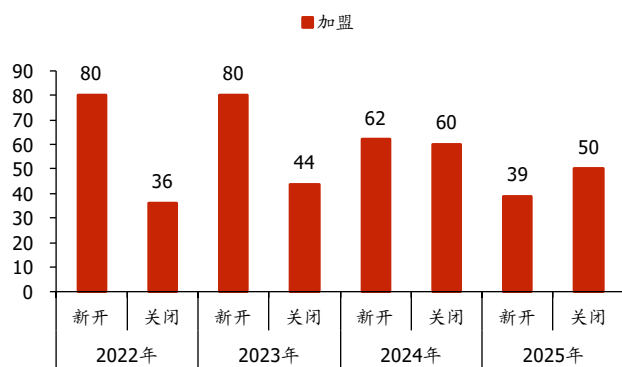
图表18: 2022-2025 年公司直营门店平均面积 (平方米/家)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

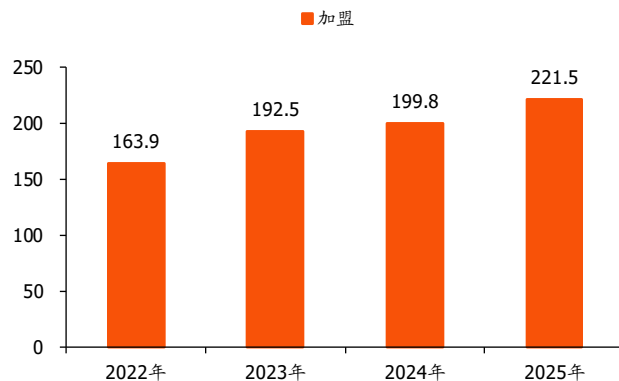
加盟门店优化进入尾声，择优开拓高质量店铺，加大区域覆盖。1) 渠道数量方面，2023-2025 年公司加盟渠道分别新开门店 80/62/39 家，关闭门店 44/60/50 家，至 2025 年底达到 639 家，我们认为过去几年内公司主动优化调整低效门店，优中选优开设高质量店铺，根据行业景气及公司终端经营情况我们预计 **2026 年开始公司加盟渠道店数有望呈现净增加态势**。2) 分区域来看，公司加大全国各地覆盖的渗透，2025 年华北地区、东北地区销售同比增长 12%、7%。3) 考虑过去终端表现健康增长，渠道库存管控合理，我们认为目前加盟商拿货意愿良好，**2026 年加盟订货及发货有望同比增长双位数**。

图表19: 2022-2025 年公司加盟门店新开/关闭情况 (家)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表20: 2022-2025 年公司加盟门店平均面积 (平方米/家)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

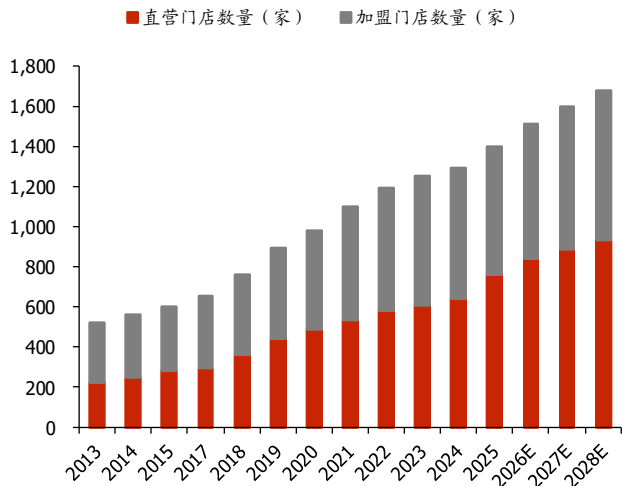
综合以上直营、加盟及电商情况，我们预计 2026~2027 年公司直营及加盟渠道均有望稳步拓店，2025 年末公司门店合计 1400 家，根据经营趋势我们预计 2026 年公司店数有望净增超过 100 家，新店增量+次新店爬坡有望带动线下业务规模稳健增长，效率提升有望带动盈利能力优化，同时电商在多平台发力带动下预计持续高速增长，综合来看我们预计 2026~2028 年公司收入分别为 50.6/56.4/62.4 亿元，同比分别 +17.4%/+11.3%/+10.8%。

图表21: 公司营业收入拆分预测 (亿元)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	40.0	43.1	50.6	56.4	62.4
YOY	13.2%	7.7%	17.4%	11.3%	10.8%
直营收入(百万元)	25.7	27.4	31.6	34.3	37.1
直营收入 YOY	7.2%	6.9%	15.0%	8.6%	8.3%
直营门店 (个)	644	761	841	886	931
门店变动 (个)	37	117	80	45	45
加盟收入(百万元)	11.4	10.9	12.3	13.3	14.3
加盟收入 YOY	24.1%	-4.4%	13.1%	8.1%	7.8%
加盟门店 (个)	650	639	669	709	749
门店变动 (个)	2	-11	30	40	40
线上收入(百万元)	2.6	4.5	6.8	8.8	11.0
YOY	35.0%	71.5%	50.0%	30.0%	25.0%

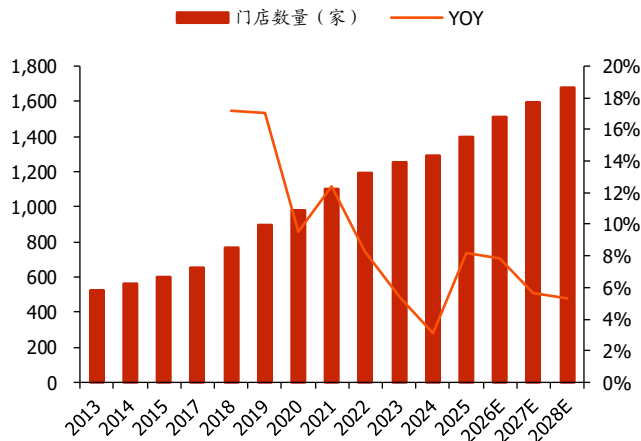
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测

图表22: 2013-2028E 公司直营/加盟门店数量及预测 (家)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测

图表23: 2013-2028E 公司门店数量及预测 (家)

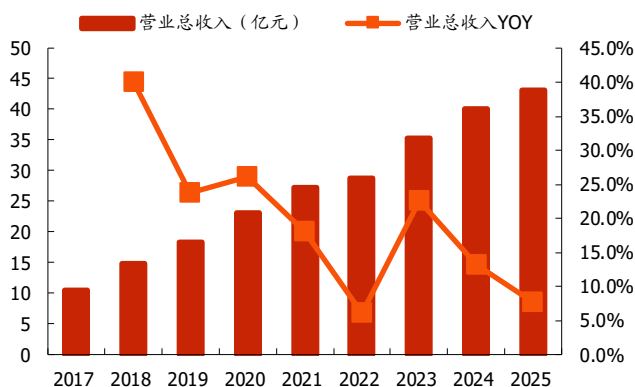


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测

3. 盈利预测与投资建议

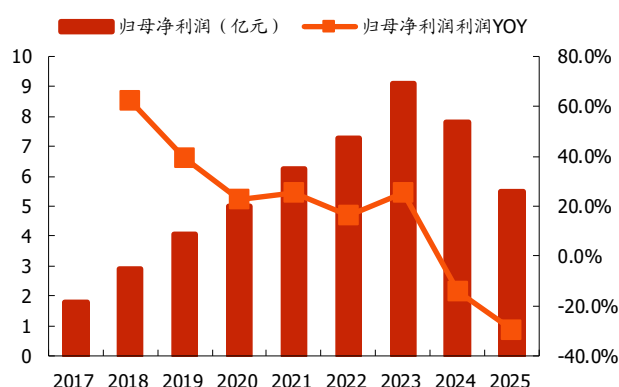
从财务角度来看：1)考虑电商渠道快速增长、线下有望持续拓店，我们预计 2026~2028 年公司收入分别为 50.6/56.4/62.4 亿元，同比分别+17.4%/+11.3%/+10.8%；2)考虑费用管控及渠道提效，我们预计 2026~2028 年公司归母净利润分别为 6.9/8.0/9.1 亿元，同比分别+25.9%/14.9%/14.1%，净利率分别为 13.7%/14.1%/14.6%。

图表24：2017-2025 年公司营业总收入及 YOY (亿元)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

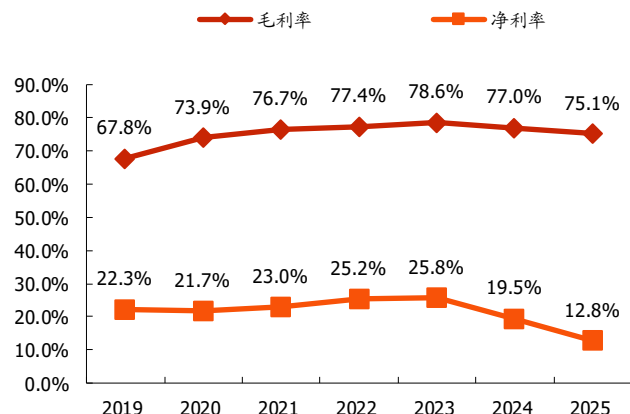
图表25：2017-2025 年公司归母净利润及 YOY (亿元)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

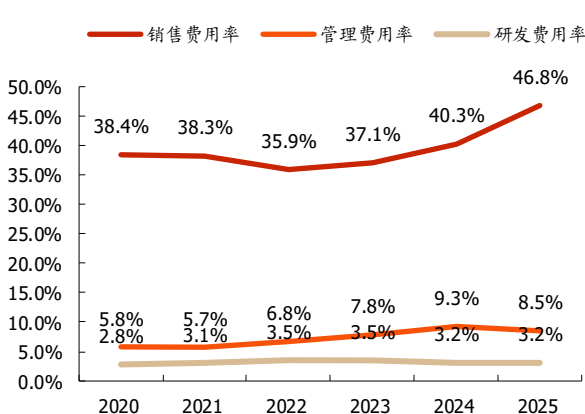
- **毛利率：**2023-2025 年公司毛利率分别为 78.6%/77.0%/75.1%，我们根据公司品牌定位及运营情况判断主品牌折扣管理良好，公司优化调整产品价格策略，通过高质价比产品发力电商并触达年轻客群，短期毛利率同比下降，我们预计未来有望稳定在相对高位水平，预计 2026-2028 年公司毛利率稳定在 75.1%左右。
- **管理费用率：**2023-2025 年公司管理费用率分别为 7.8%/9.3%/8.5%，我们预计未来公司管理费用率同比平稳为主。

图表26：2019-2025 年公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表27：2019-2025 年公司销售/管理/研发费用率

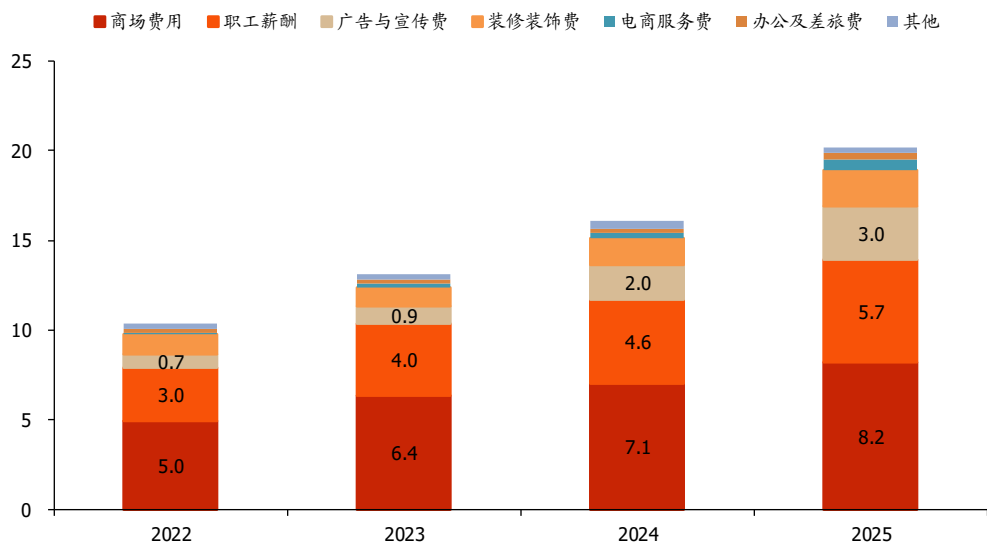


资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **销售费用率：**2023-2025 年公司销售费用率分别为 37.1%/40.3%/46.8%，我们判断主要系：①公司坚持投入品牌建设，广宣费用同比大幅增加（2023-2025 年广宣费用分别为 0.9/2.0/3.0 亿元），考虑公司积极控制费用、优化投入产出比，我们预

计 2026 年公司品牌宣传活动有望恢复正常节奏、带动相关费用同比节约；②直营渠道过去持续新开大店，相关渠道费用同比持续增长（2023-2025 年商场费用分别为 6.4/7.1/8.2 亿元），考虑未来公司店铺扩张规划预计稳步推进，我们预计 2026-2028 年相关渠道费用金额将继续稳步增长，次新店铺效率爬坡有望带来对应门店盈利质量优化。综合来看，我们预计 2026 年公司销售费用率有望同比下降 1.0pct 至 45.8%、2027 及 2028 年预计同比略有降低。

图表28: 2022-2025 年公司销售费用细分项目（亿元）



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

➤ **净利率:** 综合毛利率及费用率表现，2023-2025 年公司净利率分别为 25.8%/19.5%/12.8%，逐年下降主要系销售费用率增加、管理费用金额增加共同带动。考虑未来公司费用趋势，我们预计 2026 年降本控费、2027~2028 年渠道提效有望带动公司净利率持续改善，预计 2026-2028 年公司净利率分别为 13.7%/14.1%/14.6%。

图表29: 公司归母净利润及盈利质量预测（亿元）

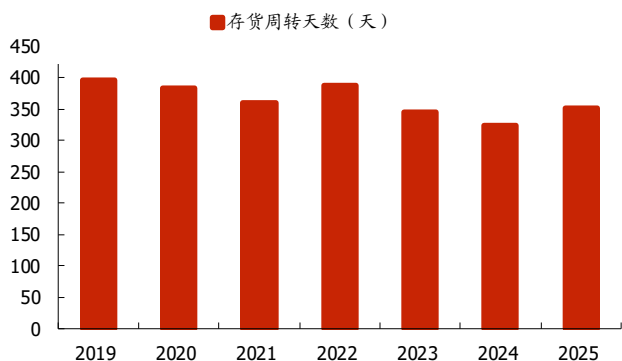
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	77.0%	75.1%	75.1%	75.1%	75.1%
销售费用率	40.3%	46.8%	45.8%	45.6%	45.4%
管理费用率	9.3%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
研发费用率	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
净利率	19.5%	12.8%	13.7%	14.1%	14.6%
归母净利润	7.8	5.5	6.9	8.0	9.1
YOY	-14.3%	-29.5%	25.9%	14.9%	14.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

营运质量方面: 公司库存周转天数在 300 天以上，我们根据品牌属性判断主要系：1) 公司直营+电商占比相对较高；2) 主品牌定位中高端男装，我们认为产品设计更迭相对较慢，公司合理管控库存去化进度、维护品牌力，2025 年末存货同比+21.2%至 11.5 亿元（其中 1 年以内货品占比 67%）。由于存货管控情况合理，2023-2025 年公司资产减值

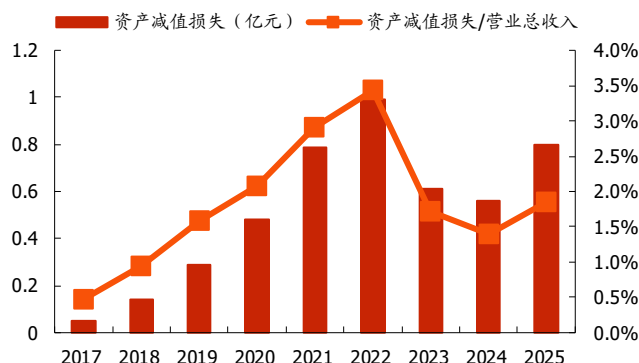
损失分别为 0.61/0.56/0.80 亿元，占收入比例分别为 1.7%/1.4%/1.9%，我们认为处于合理水平。

图表30: 2019-2025 年公司存货周转天数 (天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

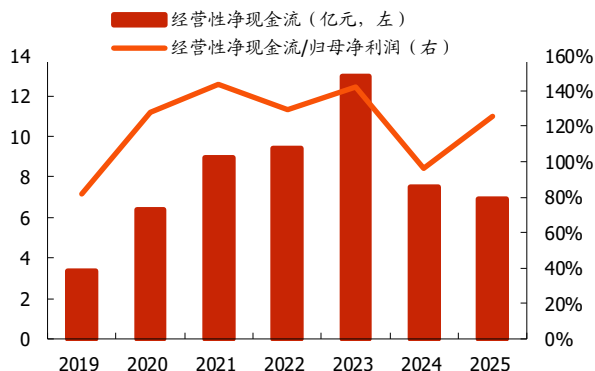
图表31: 2017-2025 年公司资产减值损失及占收入比例 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

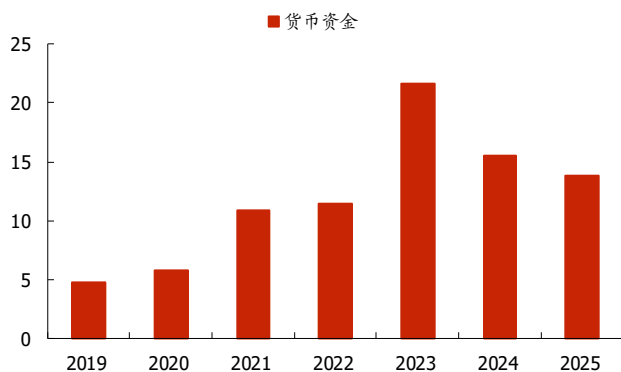
现金流方面: 公司账上现金充沛, 2026Q1 末货币资金+交易性金融资产 24.2 亿元, 2023-2025 年经营性现金流量净额分别为 13.0/7.0/6.9 亿元, 约为同期归母净利润的 1.4/1.0/1.3 倍, 现金回款情况良好, 为中长期业务良性发展奠定基础。

图表32: 2019-2025 年公司经营性净现金流及与归母净利润比值 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表33: 2019-2025 年公司货币资金 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资建议。 公司主品牌卡位运动时尚优质赛道, 其他品牌为长期发展上拓天花板。2026 年快速拓店预计带动收入提速增长, 费用管控驱动利润持续释放, 估值具备提升空间, 我们预计 2026~2028 年归母净利润分别为 6.9/8.0/9.1 亿元, 同比分别 +25.9%/14.9%/14.1%, 对应 2026 年 PE 为 16.6 倍/对应 2027 年 PE 为 14.4 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

消费环境波动风险。消费大环境的波动有可能会给公司终端销售情况带来一定不确定性。

渠道扩张不及预期。过去公司渠道规模持续扩张、叠加店效稳步提升，共同驱动业务规模扩张，若未来公司渠道扩张不及预期，可能会给公司报表表现带来影响。

新品牌孵化效果不达预期。倘若新品牌发展不及预期，或给公司业务带来一定经营风险。

运动休闲消费场景景气度回落。公司是运动休闲市场细分领域龙头，若所处优质赛道高景气度回落，或影响公司终端业务扩张速度。



免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；中国香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com