

投资评级:买入（首次）

基本数据

2026-05-28

收盘价（元）	19.54
流通股本（亿股）	3.89
每股净资产（元）	10.04
总股本（亿股）	5.71

最近 12 月市场表现



分析师 赵嘉宁

SAC 证书编号: S0160525120004

zhaojn@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **公司概况：龙头筑基、多牌协同，盈利韧性凸显。**比音勒芬作为中国高尔夫服饰龙头，T恤品类连续八年、高尔夫服装连续九年综合占有率居首，构建起覆盖生活、户外及奢品的多品牌矩阵。股权稳定，管理层经验丰富，营收稳健增长（2022-2025 年 CAGR 约 14.35%），2026 年一季度盈利回升。产品聚焦上装、外套核心品类，渠道端直营为核心、线上高速增长。
- ❖ **行业：赛道扩容+多品牌延伸，打开长期成长空间。**近年来公司从高尔夫服饰龙头升级为多品牌高端服饰集团，打破单一赛道局限，通过收并购&授权等方式拓展至高端商务、户外、运动恢复等多高景气赛道。依托行业扩容、政策支持及户外经济红利，叠加国产品牌份额反超优势，有望打开从百亿小众赛道到千亿高端服饰市场的成长空间。
- ❖ **公司：深耕高端领域，电商+新渠道+AI 驱动增长。**我们认为公司经营层面具备四大核心亮点：1) 构建多元品牌矩阵，内生延展与外延并购结合，各品牌精准卡位不同赛道，协同效应突出；2) 依托 MOTION 和 SNOW PEAK 战略布局户外高景气赛道，加快线下新渠道建设，双品牌互补发力；3) 全渠道融合发展，线下高端化升级、线上高速增长，推动盈利持续优化；4) 积极拥抱 AI 全链路赋能运营，覆盖研发、营销等核心场景，助力盈利改善。
- ❖ **投资建议：**公司是中国高端服饰稀缺壁垒龙头：主品牌“高尔夫专业+高净值圈层”双壁垒稳固，盈利质量突出；多品牌场景化补位、协同无内耗；渠道高端化重构+线上爆发，支撑长期增长；海外收购战略价值突出、资金足、定力强。核心看点在于主品牌稳健+渠道提质+海外品牌具备增长潜力，看好中长期估值修复与业绩释放。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 7.3/8.5/9.9 亿元，EPS 分别为 1.27/1.49/1.73 元，对应 PE 分别为 15.4/13.1/11.3 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- ❖ **风险提示：**多品牌战略整合与成效不确定性、存货管理及运营效率的优化压力、品牌与渠道升级带来的费用管控挑战。

盈利预测

币种（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4,004	4,314	4,976	5,582	6,231
收入增长率（%）	13.2	7.7	15.4	12.2	11.6
归母净利润（百万元）	781	551	726	853	988
净利润增长率（%）	-14.3	-29.5	31.8	17.5	15.8
EPS（元）	1.37	0.96	1.27	1.49	1.73
PE	15.6	15.6	15.4	13.1	11.3
ROE（%）	15.4	10.2	13.0	14.5	15.8
PB	2.4	1.6	2.0	1.9	1.8

数据来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 05 月 28 日收盘价计算）

内容目录

1 公司概况：龙头筑基、多牌协同，盈利韧性凸显.....	6
1.1 中国高尔夫服饰龙头，构建生活+户外+奢品的多元化品牌矩阵.....	6
1.2 发展历程：中国高尔夫服饰赛道龙头向多品牌集团发展.....	6
1.3 股权结构：股权结构稳定，核心管理团队具备深厚的行业积淀.....	7
1.4 营收&利润：营收稳健增长，1Q2026 盈利水平回升.....	8
1.5 营收结构：产品聚焦核心品类，全渠道协同发力.....	9
2 行业：赛道扩容+多品牌延伸，打开长期成长空间.....	10
2.1 规模：从百亿小众细分赛道，迈向千亿级高端服饰大市场.....	10
2.2 竞争格局：国际高端主导，本土细分突破.....	14
2.2.1 高尔夫服饰：专业与圈层双轨并行，本土品牌强势崛起.....	14
2.2.2 户外服饰：海外品牌入局+本土品牌崛起共振，格局有望进一步集中.....	16
2.3 用户画像：专业需求驱动，高净值客群构筑消费底座.....	19
3 公司：深耕高端领域，电商+新渠道+AI 驱动增长.....	21
3.1 多元品牌精准卡位，协同大于竞争.....	21
3.2 战略布局户外赛道，加快户外新渠道建设.....	27
3.3 线下高端化重构，线上渠道拓展优化盈利.....	29
3.4 AI 全链路赋能，有望释放盈利改善动能.....	31
4 财务分析：盈利质量领先，营运与现金流持续优化.....	32
4.1 营收&盈利：高端化品牌调性，增长韧性较强、盈利质量突出.....	32
4.2 费用率：品牌升级&渠道扩张，销售费率阶段性投入.....	33
4.3 现金流：现金流修复+营运提效，筑牢盈利质量基础.....	35
5 盈利预测.....	37
6 投资建议.....	39
7 风险提示.....	40

图表目录

图 1：中国高尔夫服饰赛道龙头，单一品牌到多品牌集团发展路径清晰.....	6
图 2：股权结构稳定（截至 2026 年一季报）.....	7
图 3：1Q2026 营收恢复双位数增长.....	8
图 4：1Q2026 归母净利率水平回升至 25.4%.....	8

图 5: 2025 年上装类贡献核心收入，上装&外套领跑.....	9
图 6: 公司核心服饰品类毛利率均处 70% 以上水平	9
图 7: 近两年线上销售提振明显，占比升至 10.5%	10
图 8: 公司直营毛利率近 80%，线上毛利率改善明显	10
图 9: 中国高尔夫服装行业产业链	11
图 10: 公司从“高尔夫第一联想品牌”发展至今，已实现多品牌战略	11
图 11: 2026 以来社零总额、服装/鞋帽/针纺织品类零售额分别同比+1.9%/+8.1%	12
图 12: 今年 5 月多部委联合出台《纺织服装卓越品牌培育行动方案（2026-2028 年）》	13
图 13: 2024 年起中国内地户外服饰行业的市场规模逾 2 万亿元	13
图 14: 近年来众多贴近大众市场的 POLO 系本土品牌通过下沉渠道铺开	15
图 15: 综合运动巨头携旗下高尔夫系列强势入局 Golf 赛道	15
图 16: 当前高尔夫专用服饰消费者中选择国产品牌的比例已高达 58%	16
图 17: 2025M1-M10 抖音平台高尔夫专用服饰中高&高价位（643 元以上）产品销额占比达 45% ..	16
图 18: 中国户外服饰行业品牌矩阵	17
图 19: 线上渠道户外运动品牌销售额份额 CR5、CR10 逐年提升	17
图 20: 2024 年国内高性能户外服饰人均支出对比日本、美国有提升空间（元）	18
图 21: 线上渠道 TOP10 户外运动品牌销售额份额	18
图 22: 当前高尔夫专用服饰消费者中男性群体占据主导，占比高达 68%	19
图 23: 当前高尔夫专用服饰消费者中 26 至 45 岁的中青年人群占比达到 63%	19
图 24: 当前高尔夫专用服饰消费者中月入 8 万元以上的消费者占比高达六成，具备极强购买力	19
图 25: 当前高尔夫专用服饰消费者大部分有运动习惯，而非仅满足观看或社交需求	19
图 26: 高尔夫服饰消费高度贴合实际运动需求，赛事/活动准备、日常练习两大场景合计占 55% ..	20
图 27: 高尔夫服饰消费对大促节点的依赖度较低，日常场景化需求更稳定	20
图 28: 当前高尔夫专用服饰消费者将服饰的舒适度与功能性列为第一购买因素	20
图 29: 当前高尔夫专用服饰主要功能包括提升运动表现、专业场合需求及个人形象塑造等	20
图 30: 公司多品类产品矩阵扩张，中高端休闲、商务及户外产品线均有布局	21
图 31: 比音勒芬 5·16T 恤节单日销售破亿	22
图 32: 主品牌以四大核心产品为载体	22
图 33: CERRUTI1881 品牌承接追求高品质人群的消费需求	22
图 34: KENT&CURWEN 沈阳万象城新店	23
图 35: KENT&CURWEN 2025 秋冬系列走秀	23
图 36: 威尼斯狂欢节主打户外旅游服饰	23

图 37: Snow Peak Active Apparel 系列强调品牌“日常中的自然”核心理念	24
图 38: OOFOS 核心产品图	24
图 39: OOFOS 构建了“恢复鞋”的专业形象	24
图 40: 公司与国际知名科技面辅料供应商合作	25
图 41: 公司旗下品牌全面布局高端运动与生活方式交叉地带	25
图 42: 丁禹兮为比音勒芬先锋代言人，演员李兰迪为品牌大使	26
图 43: 安踏集团形成覆盖专业运动、时尚运动、户外运动及高端功能消费的多品牌矩阵.....	27
图 44: 比音勒芬户外产品风格图	28
图 45: SNOW PEAK 服饰线产品图	28
图 46: 首家比音勒芬户外店落户深圳海岸城	28
图 47: SNOW PEAK 广州首家旗舰店正式开业	28
图 48: 2025 年 6 月于深圳太子湾花园城 VILLA 落地 857 m ² 全球先锋旗舰店	30
图 49: 公司直营门店数占比始终稳定在 50% 左右	30
图 50: 公司直营、加盟门店年收入呈优化态势	30
图 51: OOFOS × 比音勒芬线下精品集合店陆续布局	31
图 52: 2025 年公司线上收入同比+71.5% 至 4.5 亿元	31
图 53: 2025 年公司线上销售占总收入比重为 10.5%	31
图 54: 公司近三年收入增速位居可比公司前列	33
图 55: 公司产品定位中高端，高毛利优势突出	33
图 56: 销售费用率下降，研发及管理费用率保持稳定	34
图 57: 近年来公司销售费率处行业较高水平	35
图 58: 除 2024-2025 年外，公司销售净利率处于可比公司最优水平	35
图 59: 2026Q1 经营现金流同比提升近 46%	36
图 60: 存货、应收账款周转效率改善	36
图 61: 公司存货周转天数处于行业较长水平	36
图 62: 公司应收账款天数处于行业中位水平	36
图 63: 资产负债率维持低位，财务结构稳健 (%)	37
表 1: 管理层经验丰富	8
表 2: 国际专业高尔夫巨头凭借深厚的赛事底蕴牢牢占据高端专业制高点	14
表 3: 截止 2026 年 4 月年公司门店呈现“核心城市树形象、区域市场贡献规模”特征.....	29
表 4: 分渠道收入与毛利率拆分与预测	38
表 5: 公司三费费率与所得税率预测	39

表 6: 可比公司估值对比（2026-2028 年取 iFinD 30 天预测值；市盈率更新至 2026/5/28）	39
--	----

1 公司概况：龙头筑基、多牌协同，盈利韧性凸显

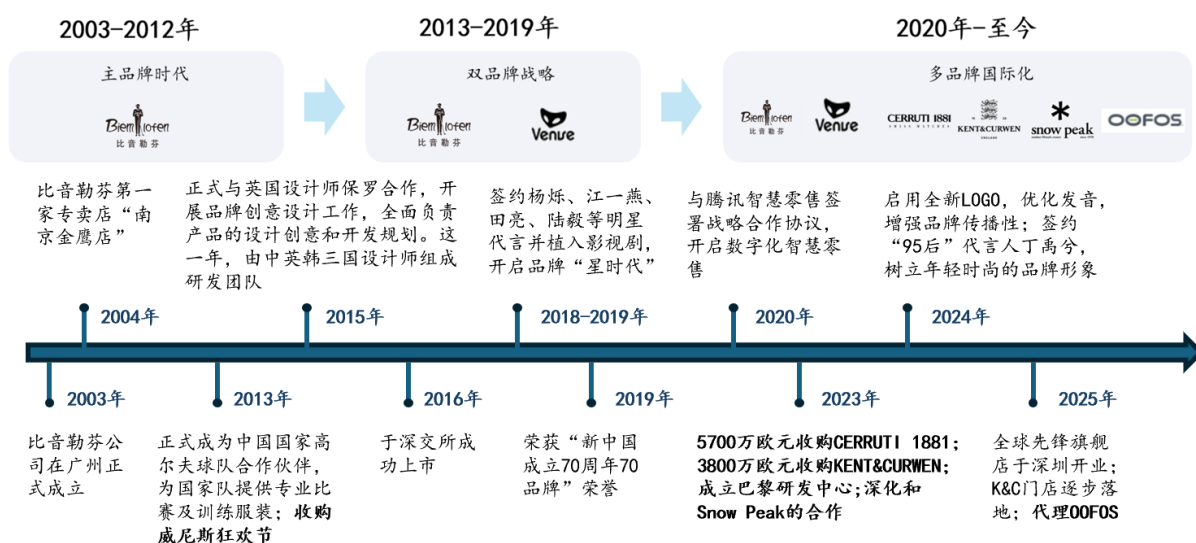
1.1 中国高尔夫服饰龙头，构建生活+户外+奢品的多元化品牌矩阵

公司作为中国高尔夫服饰龙头，市占率连续八年第一。公司依托“高端运动生活方式”定位，由单一品牌向多品牌高端服饰集团跃迁：以高尔夫基本盘为基石，凭借深厚的中高端运营能力与高粘性客群，成功孵化并整合了比音勒芬（含比音勒芬生活、比音勒芬户外、比音勒芬高尔夫三大系列）、意大利品牌 VENISE 威尼斯以及英国品牌 KENT& CURWEN、法国品牌 CERRUTI 1881 等高端服饰品牌，并于 2025 年拿下美国专业恢复鞋品牌 OOFOS 中国独家代理权，深化与全球知名户外生活方式品牌 SNOW PEAK 的合作。通过“多品牌、多渠道”战略，公司持续整合全球资源，构建覆盖生活、户外及奢品的多元化品牌矩阵，平台化优势显著。

1.2 发展历程：中国高尔夫服饰赛道龙头向多品牌集团发展

公司坚定实施多品牌发展与品类深耕战略，凭借“三高一新”的研发理念精准覆盖中产及精英人群的细分需求。回顾发展历史，公司于 2003 年在广州成立，以比音勒芬主品牌切入高端运动时尚赛道；随后通过渠道扩张夯实基础，线下网点精准卡位高端百货、购物中心、机场高铁交通枢纽、高尔夫球场及奥特莱斯等核心商圈，线上则全面覆盖天猫、京东、抖音、唯品会等主流电商及社交平台，形成高粘性、高复购率的销售闭环；2023 年公司进一步收购 CERRUTI 1881 与 KENT&CURWEN 国际品牌，布局轻奢与英伦经典市场，近期深化与 SNOW PEAK 的合作并开启拓店，并获得美国专业运动恢复鞋品牌 OOFOS 的中国内地独家代理权，最终构建出多品牌矩阵，驱动逻辑升级为国际化协同。在产品端，公司坚持高品质、高品位、高科技和创新的“三高一新”设计理念，严选 GORE-TEX、POLARTEC 等国际知名科技面料辅料，打造差异化的高附加值产品，对产品力的坚持铸就了公司核心品类的显著优势，比音勒芬 T 恤连续八年（2018-2025）综合占有率第一，比音勒芬高尔夫服装连续九年（2017-2025）综合占有率第一，且公司自 2013 年起持续作为中国国家高尔夫球队的合作伙伴，成就了深厚的品牌护城河。

图1: 中国高尔夫服饰赛道龙头，单一品牌到多品牌集团发展路径清晰



数据来源：公司官网，公司公告，新浪网等，财通证券研究所

谨请参阅尾页重要声明及财通证券股票和行业评级标准

1.3 股权结构：股权结构稳定，核心管理团队具备深厚的行业积淀

公司股权结构集中且保持稳定，创始人夫妇作为实控人拥有绝对控制权。创始人谢秉政直接持有 37.88% 股份，与其配偶冯玲玲及一致行动人谢邕合计控制约 42.47% 股权，形成稳固的控制权基础，为公司长期战略的稳步推进奠定了坚实基础。在日常经营中，谢秉政先生担任公司董事长，谢邕担任总经理，所有权与核心管理权的统一有助于保障公司战略决策的高效执行。

机构投资者尤其是长线资金在公司前十大股东中占据重要席位，彰显出资本市场对公司基本面及长期投资价值的充分认可。在截至 2026 年一季报的前十大股东名单中，全国社保基金等稳健型长线资金积极布局，其中全国社保基金一零三组合、全国社保基金四零三组合分别持有公司 3.40% 和 1.33% 的股份。此外，公募基金及境外资金也保持较高关注度，中国建设银行股份有限公司-嘉实新消费股票型证券投资基金持股 0.94%，代表外资动向的香港中央结算有限公司持股 0.94%。

核心管理层及重要自然人股东持股，管理团队与公司长期发展利益高度绑定。在 2025 年末的前十大股东中，除了控股股东外，自然人刘步松持有公司 3.03% 的股份，位居第四大股东。同时，公司多位核心管理人员也持有较大比例股份，申金冬（现任首席战略官）持有公司 2.58% 的股份，唐新乔（现任董事、副总经理和财务总监）持有公司 1.03% 的股份。这种核心骨干持股的结构，有望激发管理层的积极性与责任感，为公司经营业绩的稳定增长提供内在动力。

图2: 股权结构稳定（截至 2026 年一季报）



数据来源：iFinD，财通证券研究所

核心管理团队具备深厚的行业积淀，管理层的新老交替正在稳步推进。创始人谢秉政先生自 2012 年起正式担任董事长，凭借其在纺织服装与高尔夫领域的丰富资源与极高话语权，把控公司的高端化发展路径与产品设计方向。在组织架构迭代方面，公司稳步推进管理层的新老交替，具有海外名校背景及扎实一线业务经验的二代接班人谢邕先生已于 2025 年 4 月 28 日正式履新总经理，为公司全面注入年轻化与数字化的发展新动能；同时，原总经理申金冬先生顺利转任首席战略官及职工代表董事，确保了管理体系的平稳过渡与战略经验的传承。此外，公司汇聚了一支高学历、高专业度的核心高管队伍，包括副总经理兼财务总监唐新乔女士、副总经理兼董事会秘书陈阳先生，以及副总经理金芬林女士等，这支长期服务公司且专注执着的资深团队，对高端服饰市场具备深入透彻的理解，为公司的长期健康发展提供了强有力的组织保障。

表1: 管理层经验丰富

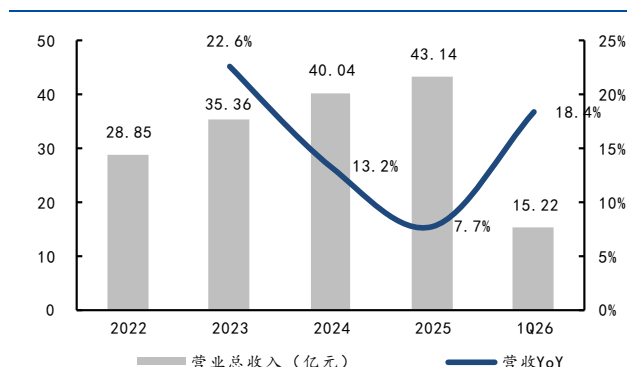
姓名	出生年份	任职情况	简介
谢秉政	1969	董事长	2007年10月起担任公司执行董事（法定代表人），2012年2月至今任公司董事长。中国国籍，暨南大学高级管理人员工商管理硕士（EMBA）。全国纺织工业劳动模范、中国高尔夫球协会副主席、中国服装协会副会长、中国流行色协会副会长、中国纺织规划研究会副会长、广州市总商会副会长。
申金冬	1975	首席战略官	现任公司职工董事、首席战略官。中国国籍，暨南大学EMBA。曾任广东省服装服饰行业协会副会长，2003年3月至2012年2月任公司常务副总经理，2012年2月至2025年4月任公司总经理，2012年2月至2025年10月任公司董事。
谢邕	1994	总经理	现任公司总经理。中国国籍，迈阿密大学学士、日本中央大学硕士。曾任职于伊藤忠（上海）纤维贸易有限公司、公司高尔夫事业部总监。
唐新乔	1973	副总经理、财务总监	现任公司董事、副总经理、财务总监。中国国籍，研究生学历，高级会计师。曾任广州市富华制衣有限公司财务总监、广州市腾龙电脑有限公司财务总监。
陈阳	1980	副总经理、董事会秘书	现任公司董事、副总经理、董事会秘书。中国国籍，硕士。曾任华南理工大学工商管理学院校友会办公室主任、江山帝景高尔夫俱乐部总经理。
金芬林	1979	副总经理	现任公司副总经理。中国国籍，硕士研究生学历。曾任中国流行色协会常务理事，2008年起任职于公司。

数据来源：iFinD，财通证券研究所

1.4 营收&利润：营收稳健增长，1Q2026 盈利水平回升

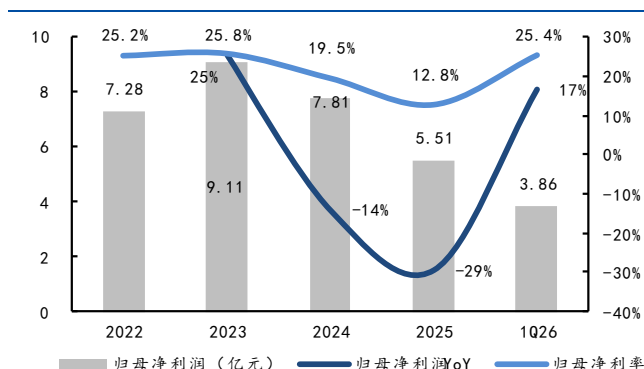
营收稳健增长，1Q2026 净利率水平回升。公司营收从2022年的28.85亿元增长至2025年的43.14亿元，CAGR约为14.35%，在复杂的市场环境下，公司通过整合全球资源和强化多品牌矩阵，在高端服饰细分赛道表现出充足的品牌韧性与扩张能力。1Q2026 营收同比增长18%至15.22亿元，整体增速提升。业绩端，2024-2025年则因终端零售环境波动及品牌升级的费用投入规划略有承压，而在2026年一季度迎来显著修复，归母净利率回升至25.4%，展现出良好的盈利韧性与反转动能。

图3: 1Q2026 营收恢复双位数增长



数据来源：iFinD，财通证券研究所

图4: 1Q2026 归母净利率水平回升至25.4%

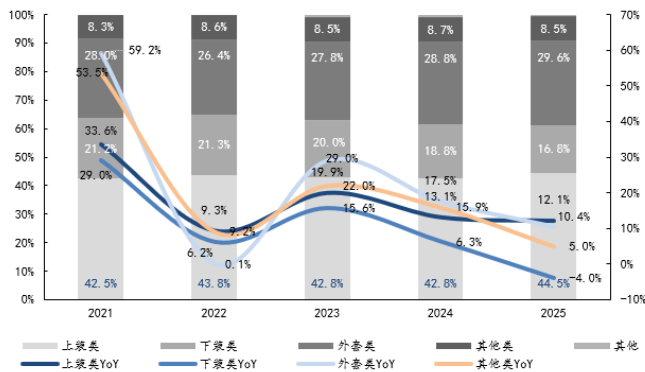


数据来源：iFinD，财通证券研究所

1.5 营收结构：产品聚焦核心品类，全渠道协同发力

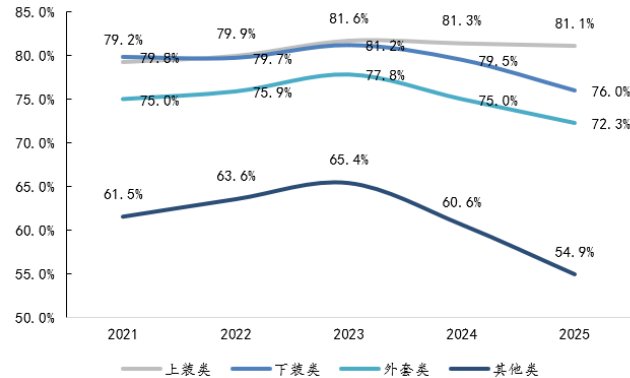
产品端，聚焦核心品类打造超级大单品，上装、外套类构筑坚实的营收基本盘。2020-2025 年间，公司上装类收入占公司总营收的比例维持在 40%以上，据 2025 年年报上装类实现营收 19.2 亿元，占总营收比重达 44.5%，不仅是占比最高的核心品类，且保持了 12.1%稳健增长；外套类同样表现亮眼，2025 年实现营收 12.7 亿元，占比为 29.6%，同比+10.4%；下装类、其他类则在 2025 年分别贡献了 7.2 亿元（占比 16.8%）与 3.7 亿元（占比 8.5%）的营收。我们认为，这种高度聚焦的产品结构，得益于公司坚定深耕高尔夫服饰与 T 恤战略，通过将运动功能注入日常设计，成功打造了极具竞争力的爆品矩阵。毛利率方面，2025 年上装类、下装类和外套类的毛利率分别高达 81.1%、76.0%和 72.3%，核心品类享有较好的品牌溢价，以超 80%的毛利率水平持续领跑盈利贡献，在高端细分市场中具备定价权。

图5: 2025 年上装类贡献核心收入，上装&外套领跑



数据来源：iFinD，财通证券研究所

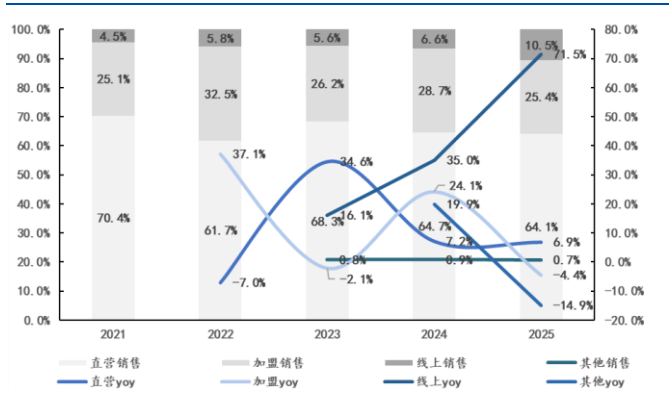
图6: 公司核心服饰品类毛利率均处 70% 以上水平



数据来源：iFinD，财通证券研究所

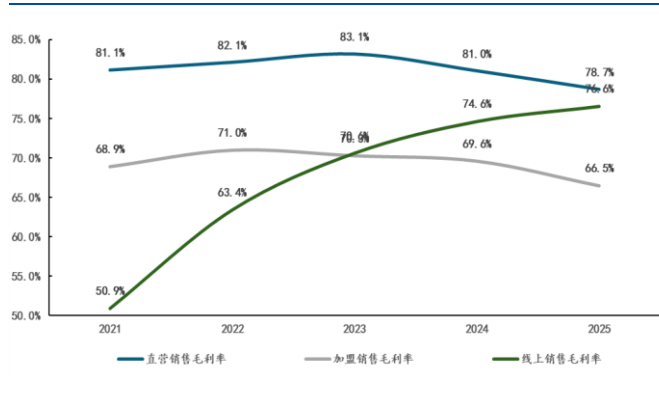
渠道端，深入贯彻全渠道融合战略，线下直营渠道发挥中流砥柱的稳盘作用，而线上渠道则释放出第二增长曲线势能。从销售模式来看，直营销销售依然是公司最核心的收入来源，2025 年实现营收 27.4 亿元，营收总占比高达 64.1%；加盟销售作为重要补充，贡献了 10.9 亿元营收，占比为 25.4%；值得关注的是，公司近年来全力加码线上渠道布局，通过多平台覆盖及新零售数字化的深度打通，2025 年线上电商渠道实现营收 4.5 亿元，同比增速高达 71.5%，其营收占比也由 2021 年的 4.5%显著提升至 10.5%。这一结构的演变，印证了公司在巩固线下高端核心商圈优势的同时，线上线下一体化运营成效正加速兑现。毛利率方面，线下直营毛利率由 2021 年的 81.1%小幅下滑至 2025 年的 78.7%，作为品牌形象与盈利的双重基石稳居各渠道盈利能力之首；加盟销售毛利率较稳定，2025 年约为 66.5%；线上销售毛利率增幅较大，由 2021 年的 50.9%提升至 2025 年的 76.6%。

图7: 近两年线上销售提振明显, 占比升至 10.5%



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图8: 公司直营毛利率近 80%, 线上毛利率改善明显



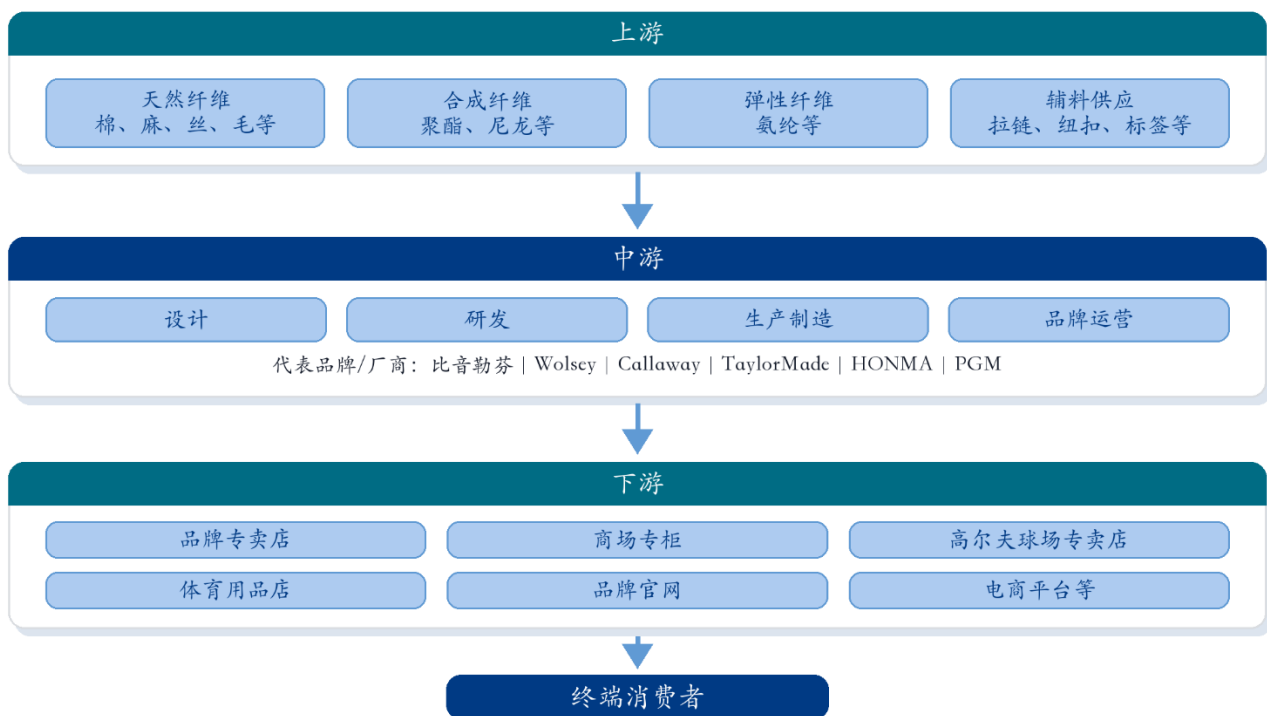
数据来源: iFinD, 财通证券研究所

2 行业：赛道扩容+多品牌延伸，打开长期成长空间

2.1 规模：从百亿小众细分赛道，迈向千亿级高端服饰大市场

高尔夫服饰产业链呈现清晰的上中下游分工体系，各环节协同支撑行业高质量发展。高尔夫服饰作为兼具运动功能性、礼仪规范性与场景延伸性的细分赛道，核心特征在于功能与文化的双重绑定：一方面，其面料与版型设计围绕挥杆动作的舒展性、运动中的透气排汗/防晒保暖需求打造，同时需契合高尔夫运动的着装礼仪与传统审美；另一方面，随着消费场景的拓展，产品正从球场向商务社交、日常穿搭延伸，成为兼具身份标识与实用属性的高端服饰品类。产业链看，高尔夫服饰上游以天然纤维（棉、麻、丝、毛）、合成纤维（聚酯、尼龙）、弹性纤维（氨纶）等功能性面料及拉链、纽扣等辅料供应为核心，面料性能直接决定产品的速干、防晒、透气等核心功能，是品牌构建差异化竞争优势的关键支撑；中游为行业价值创造的核心环节，聚焦高尔夫服饰的设计研发、生产制造与品牌运营，国内市场呈现比音勒芬等本土品牌与 Callaway、TaylorMade 等国际品牌同台竞争的格局，头部企业通过技术迭代与场景化产品矩阵巩固市场地位。下游渠道呈现多元化布局，以品牌专卖店、商场专柜、高尔夫球场专卖店、体育用品店等线下渠道为核心，同步拓展品牌官网、电商平台等线上渠道，通过线上线下协同触达终端消费者，其中线下专业渠道在品牌形象塑造与用户体验方面具备天然优势。整体来看，高尔夫服饰的产业链各环节的技术升级与渠道创新，正推动行业从单一运动场景向商务休闲、日常穿搭等多元场景延伸，打开长期成长空间。

图9: 中国高尔夫服装行业产业链



数据来源：智研咨询，财通证券研究所

公司已从高尔夫服饰龙头升级为多品牌高端服饰集团，覆盖领域由高尔夫服饰向高端服饰、户外用品、露营经济、功能性服饰和运动恢复等多个消费池延展。公司起家于高端高尔夫运动服饰赛道，归属于体育服饰及高端运动休闲服饰细分领域，目前为国内高尔夫服饰绝对龙头，根据中国商业联合会、中华全国商业信息中心发布的权威统计结果，比音勒芬高尔夫服装凭借深厚的行业积淀，已连续九年（2017-2025 年）取得“同类产品市场综合占有率第一位”。随着多品牌战略落地，公司业务已从单一高尔夫品类，延伸覆盖四大核心细分赛道：一是以主品牌比音勒芬为核心的高端生活方式品牌，筑牢基本盘，同时随着国内功能性服饰及户外运动市场的蓬勃发展，为高效承接这一赛道扩容带来的庞大增量，公司战略性地将主营品牌比音勒芬由高尔夫延伸至生活（PREMIUM）与户外（MOTION）系列，打破了专业运动与商务通勤的场景壁垒；二是威尼斯狂欢节（CARNAVAL DE VENISE）主导的轻奢度假/户外休闲服饰，深度锚定路亚、露营等高潜力的轻户外与度假旅游细分赛道进行布局；三是 KENT&CURWEN、CERRUTI 1881 两大海外收购品牌布局的英伦学院、国际高端商务服饰；四是 OOFOS、SNOW PEAK 授权运营的专业运动恢复/机能户外赛道，前瞻性填补了运动鞋履生态的空白并加深户外领域综合竞争力。

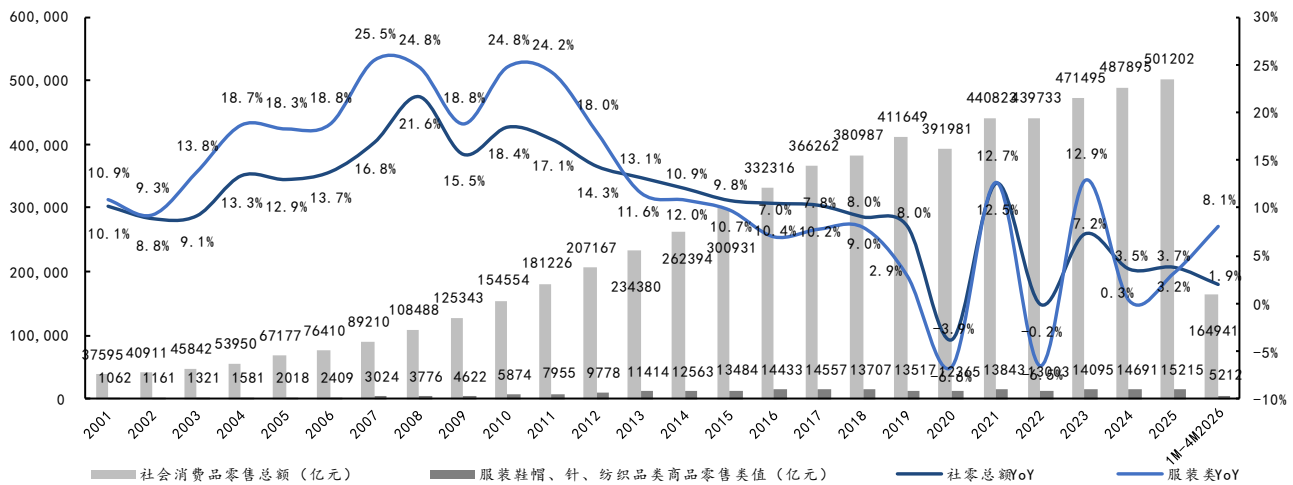
图10: 公司从“高尔夫第一联想品牌”发展至今，已实现多品牌战略



数据来源：公司公告，财通证券研究所

宏观经济的稳健向好为大消费板块奠定坚实基础，近年来国内服装零售市场整体呈现出平稳扩容的良好态势。2025 年随着国家提振消费专项行动的扎实推进，全年社会消费品零售总额提升至 50.12 万亿元，同比增长 3.7%；2026 年 1-4 月增速略有放缓至 1.9%。在限额以上单位商品零售额中，服装、鞋帽、针纺织品类表现亮眼，2025 全年零售额同比增长 3.2%至 1.52 万亿元，2026 年 1-4 月增速提升至 8.1%，表明我国居民衣着消费需求处稳步增长阶段。同时，消费理念的变迁正驱动服装行业迎来深刻的结构性升级，高端化与品质化已成为行业长期确定的核心发展逻辑，随着居民可支配收入的提升与消费观念的转变，消费者对服装在品质、设计工艺以及品牌故事等维度的要求日益严苛，中高收入群体对高端服饰的整体需求呈现持续增长态势。在这一演变过程中，消费者的购买决策已逐渐从单纯的“符号崇拜”转向深层次的“价值共鸣”，不仅不再单纯为品牌标签买单，而是更偏向于选择具备高品质、高品位的产品，并愿意为品质认同、情感联结与生活方式支付相应的品牌溢价。为深度赋能并承接纺服板块高端化消费趋势，2026 年 5 月多部委联合出台的《纺织服装卓越品牌培育行动方案（2026-2028 年）》为国内高端品牌构筑了坚实的政策底座，该方案明确提出到 2028 年培育不少于 25 个纺织服装卓越品牌，通过指导发布“人工智能+纺织”在全产业链的创新应用，深度契合比音勒芬等头部品牌全面启动 AI 战略及深耕高科技功能面料的产业布局，进一步夯实头部品牌产品研发的科技护城河，有望拓宽国内头部服饰集团的长远增长天花板。

图 11: 2026 以来社零总额、服装/鞋帽/针纺织品类零售额分别同比+1.9%/+8.1%



数据来源：iFinD，国家统计局，财通证券研究所

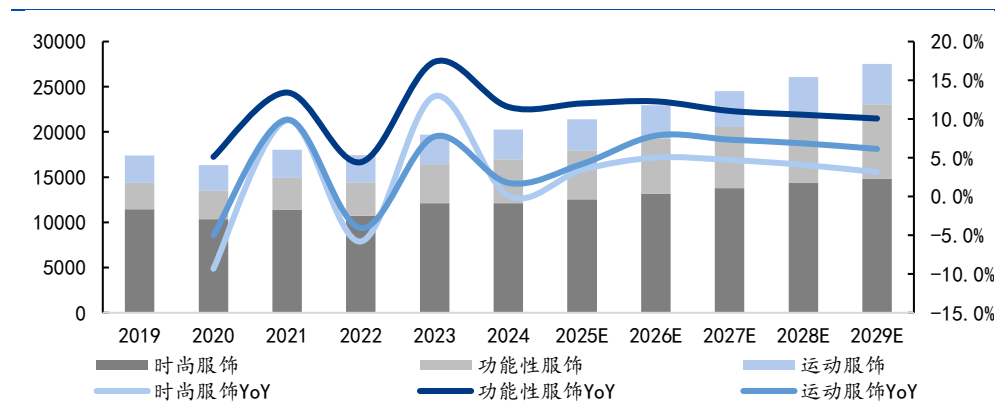
图12: 今年5月多部委联合出台《纺织服装卓越品牌培育行动方案(2026-2028年)》



数据来源：中华人民共和国工业和信息化部，财通证券研究所

户外经济的蓬勃发展正加速重构体育消费格局，功能性服饰、户外运动细分赛道展现出结构性增长红利与广阔市场空间。据奔赴自然招股说明书，中国内地户外服饰行业的市场规模已从2019年的1.74万亿元平稳增长至2024年的2.03万亿元，随着相关消费需求的持续释放，预计2029年该市场规模将进一步攀升至2.75万亿元（2025-2029年预期CAGR将达到6.5%）。功能性服饰作为户外服饰的核心高成长细分领域，凭借其不可替代的专业防护属性，正迎来远超行业整体的高增表现，作为户外服饰行业的细分品类，功能性服装在2024年的零售额已占到中国内地户外服饰行业总规模的23.9%，并且其市场规模从2019年的2970亿元大幅扩张至2024年的4843亿元，并预计将在2029年达8231亿元（2025年至2029年预期CAGR达10.9%）。根据《户外运动产业发展规划（2022-2025年）》等政策指引，2025年我国户外运动产业总规模预计突破3万亿元，随着相关产业政策的持续加码与消费习惯的休闲化深化，预计到2030年中国体育产业总规模将超过7万亿元，户外运动从小众走向大众化、常态化的趋势愈发显著，为高端功能性服饰品牌提供了长期发展的增长引擎。

图13: 2024年起中国内地户外服饰行业的市场规模逾2万亿元

数据来源：奔赴自然招股书，财通证券研究所
单位：亿元

我们认为，发展初期公司布局高尔夫服饰对应国内百亿元级别窄赛道，业务增长空间有限；而当前公司采用“横向衍生多品类、多场景”的品牌矩阵拓展逻辑，不仅精准卡位了各个处于高景气周期的增量赛道，更有效打破了单一品牌、单一品类的增长天花板，有望为集团持续获取高端消费升级红利构筑了坚实的底层支撑。

2.2 竞争格局：国际高端主导，本土细分突破

2.2.1 高尔夫服饰：专业与圈层双轨并行，本土品牌强势崛起

国际专业高尔夫巨头凭借深厚的赛事底蕴牢牢占据高端专业制高点，而主打社交属性的“老钱风”品牌则精准契合了高尔夫运动泛化与商务圈层的核心需求。在专业高尔夫细分赛道，以 Titleist、TaylorMade（泰勒梅）和 Callaway（卡拉威）为代表的国际三巨头，高度依赖国际顶级赛事的持续曝光，通过牢牢控制顶尖优质的体育赛事资源来不断强化其品牌权威地位与专业技术护城河。另一方面，随着高尔夫逐渐延伸为高尔夫穿搭（Golf core）等相关生活方式，该运动在展现健康活力的同时，亦被赋予了优雅、高智的强社交属性。以拉夫劳伦（Ralph Lauren）为代表的国际大牌，凭借经典的“老钱风”与商务休闲定位，深度绑定了中高收入人群的社交场景与身份表达诉求。在这一细分市场中，亦有 POLOWALK、POLO VILLAE 等本土品牌通过渠道下沉与“高标低折”策略抢占大众市场，致力于为下沉市场中年男性提供商务与休闲场景下的“面子愉悦”。而本土龙头比音勒芬则坚定贯彻“生活高尔夫”理念，精准锚定具备较强购买力的中年核心客群，成功构筑了极深的差异化护城河，高尔夫服装已连续九年稳居同类产品市场综合占有率第一位。

表2: 国际专业高尔夫巨头凭借深厚的赛事底蕴牢牢占据高端专业制高点

品牌	定位	规模和市场份额	核心产品/技术
 卡拉威	全球巨头	2023 年营收超 41 亿美元，占全球 18% 市场份额；通过收购 Odyssey（推杆）和 Topgolf 等强化业务；中国市场与 Jack Wolfskin 合作，每年超 7000 万前往圆石滩度假村的游客，彰显影响力。	产品涵盖涵盖球杆、高尔夫球、服装和模拟器；EpicFlash 和 Paradym 一号木系列、OdysseyAI 设计推杆。
 泰勒梅	创新领导者	2023 年营收 21 亿美元，市场份额为 15%。	Qi10 和 Qi35 系列（金属木杆发球杆+碳复合材料设计）、TP5/TP5x 高尔夫球（五层“SpeedWrap”核心，已助品牌赢得 600 多场巡回赛冠军）、SIM2Max 铁杆。
 泰特利斯特	专业人士的选择	隶属于 AcushnetHoldings，占据 12% 市场份额，年营收达 16 亿美元。	ProV1/V1x 高尔夫球（职业比赛中占主导地位，70% 的美巡赛球员使用，自 2000 年以来已帮助超过 2180 场巡回赛夺冠）、T 系列铁杆和 Vokey 挖起杆。

数据来源：YOUSEEGSM 官网，各公司官网，财通证券研究所

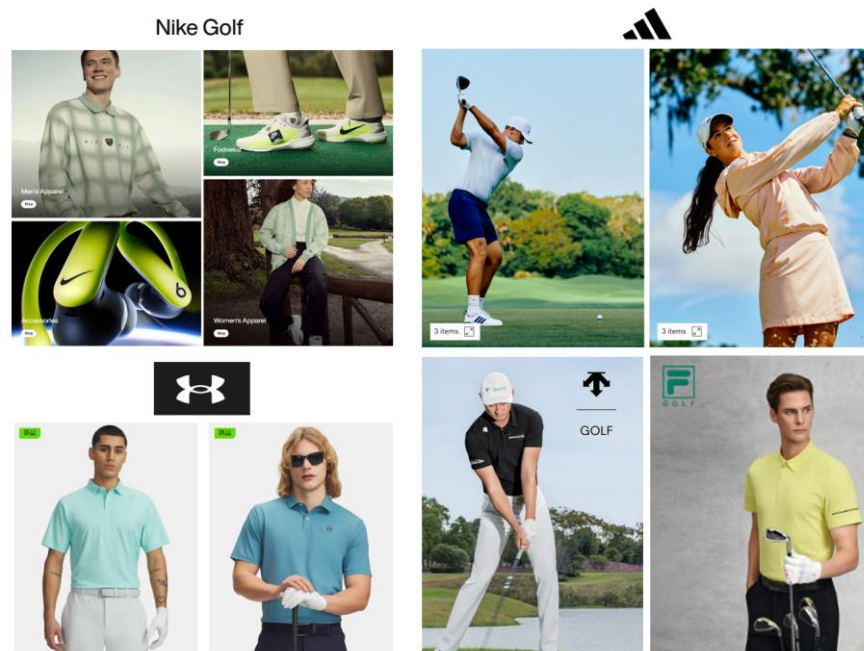
图14: 近年来众多贴近大众市场的 POLO 系本土品牌通过下沉渠道铺开



数据来源：新浪财经，财通证券研究所

综合运动巨头携旗下高尔夫系列强势入局，进一步加剧细分赛道的竞争烈度，倒逼本土龙头加速多品牌矩阵的高端化升维与生态扩容。面对不断扩容的高端服饰与运动市场，耐克、阿迪达斯、安德玛及迪桑特等综合运动巨头纷纷依托自身强大的运动科技研发基础与综合品牌势能，携旗下高尔夫系列入局，带动行业呈现出多强并立的复杂角逐格局。为应对国际运动巨头的跨界渗透并迎合消费品质化的长期方向，本土头部企业加速战略迭代。以比音勒芬为例，公司不仅孵化出比音勒芬高尔夫线，采用国际领先功能面料深挖高端专业运动市场潜力，更通过外延并购持续夯实其中高端市场统治力（收购了拥有超百年历史的法国奢侈品牌 CERRUTI 1881 与英伦学院风鼻祖 KENT&CURWEN），打破单一品牌的增长天花板，在对抗运动巨头跨界竞争的同时，全方位拓宽了高端服饰集团的全球化业务版图与溢价空间。

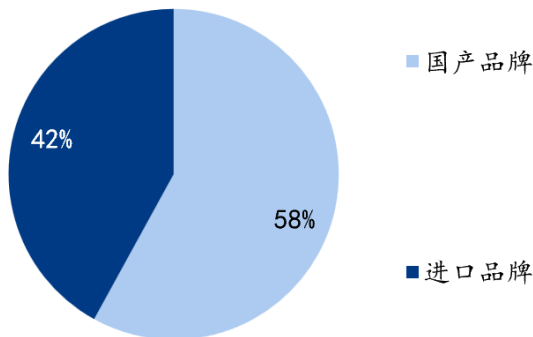
图15: 综合运动巨头携旗下高尔夫系列强势入局 Golf 赛道



数据来源：各公司官网，财通证券研究所

国产高尔夫服饰品牌凭借“**专业科技+高性价比**”的复合优势已成功实现对海外品牌的份额反超，行业竞争格局向本土化主导的结构性演变转型。据《2025 年中国高尔夫专用服饰市场洞察报告》，在消费者最近一次购买决策中，选择国产品牌的比例已高达 58%，而进口品牌的市场份额则首次被压缩至 42%。这一标志性的逆转表明，本土品牌已成功摆脱早期的廉价标签，凭借高度敏捷的柔性供应链（如“小单快返”模式）与持续的研发投入，将“专业性能与性价比”转化为直击中端市场的核心利器。然而，从细分价格带的竞争维度来看，国际品牌在千元以上的高端高溢价区间（如 1398 元以上价格带）依然保持着绝对的统治力，本土品牌若要全面打破外资在高端“果岭”区域的垄断，仍需在核心科技面料研发与高端品牌心智建设上持续攻坚克难突破。

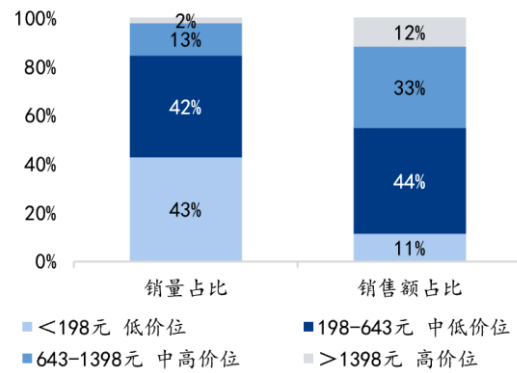
图16: 当前高尔夫专用服饰消费者中选择国产品牌的比例已高达 58%



数据来源：华信人咨询，财通证券研究所

注：样本量 N=1354，数据来源为 2025 年 11 月华信人咨询行业调研，下同。

图17: 2025M1-M10 抖音平台高尔夫专用服饰中高&高价位（643 元以上）产品销额占比达 45%



数据来源：华信人咨询，财通证券研究所

2.2.2 户外服饰：海外品牌入局+本土品牌崛起共振，格局有望进一步集中

国内功能性户外服饰行业的竞争呈现双轨演进特征，海外品牌入局与本土品牌崛起形成共振，共同推动行业从培育期向成长期进阶。一方面，伴随国内户外运动渗透率提升及消费需求扩容，海外功能性户外服饰品牌顺势进入中国市场，其中部分品牌通过本土企业收购的商业化路径完成本土化落地，快速实现品牌认知度下沉与市场覆盖拓展。另一方面，本土功能性户外服饰品牌崛起构成行业发展另一核心主线，早于户外运动广泛触达大众圈层前本土品牌已开启布局，形成先发优势，典型如 1999 年创立的探路者、2003 年创立的凯乐石、2005 年创立的骆驼、2012 年创立的伯希和等，此类品牌早期深耕户外场景需求，逐步积累技术、渠道及用户基础，成为推动行业本土化发展的核心力量。

截至目前，高性能户外服饰市场形成三层竞争格局：1) 国际高端专业品牌，以始祖鸟为代表，定位金字塔顶端，占据高端专业市场，国内线上渠道销售均价约 1.5k-2k 元/件（久谦中台 2025M1-M11 数据，下同）；2) 国际大众户外品牌，The North Face、Columbia 为代表，凭借品牌力与渠道优势，在大众市场份额领先，国内线上渠道销售均价约 700-1.5k 元/件；3) 国内品牌，以安踏集团（含迪桑特、萨洛蒙等）、骆驼、凯乐石、伯希和、探路者等构成市场中坚，依托本土化运营覆盖主流消费群体，国内线上渠道销售均价约 300-500 元/件。

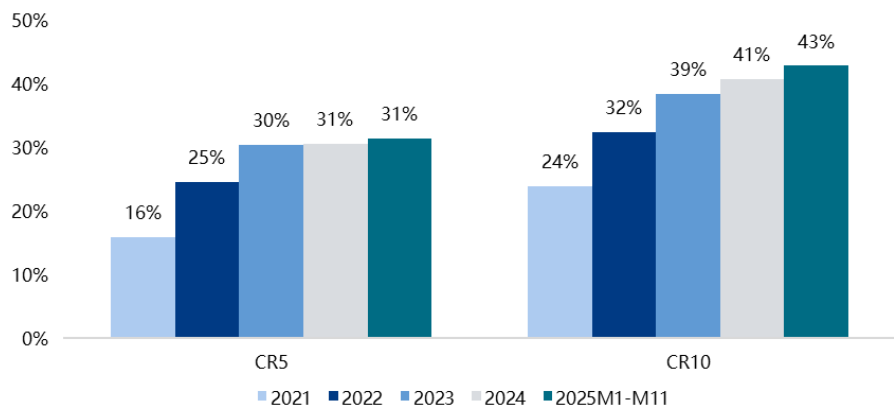
图18: 中国户外服饰行业品牌矩阵



数据来源：江苏省工商联纺织服装商会，财通证券研究所

据久谦中台数据，2025 年 1-11 月国内户外服饰行业集中度虽已持续提升（CR5/CR10 分别达 31%/43%），但较运动服饰领域（CR5/CR10 为 40%/53%）仍存显著差距，体现出户外服饰行业当前市场格局仍相对分散、头部品牌份额尚未充分集中。后续伴随行业成熟度提升、资源向龙头集聚，户外服饰行业集中度具备提升空间。

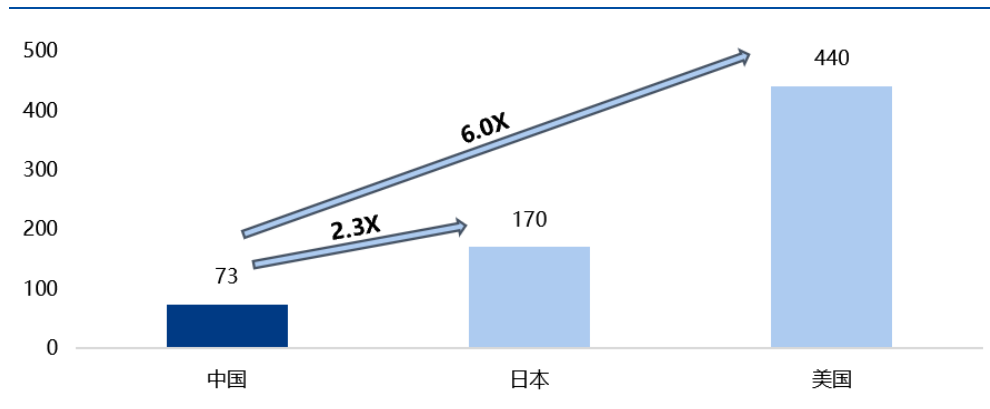
图19: 线上渠道户外运动品牌销售份额 CR5、CR10 逐年提升



数据来源：久谦中台，财通证券研究所

我们认为，国内高性能户外服饰行业后续发展具备四个机遇：

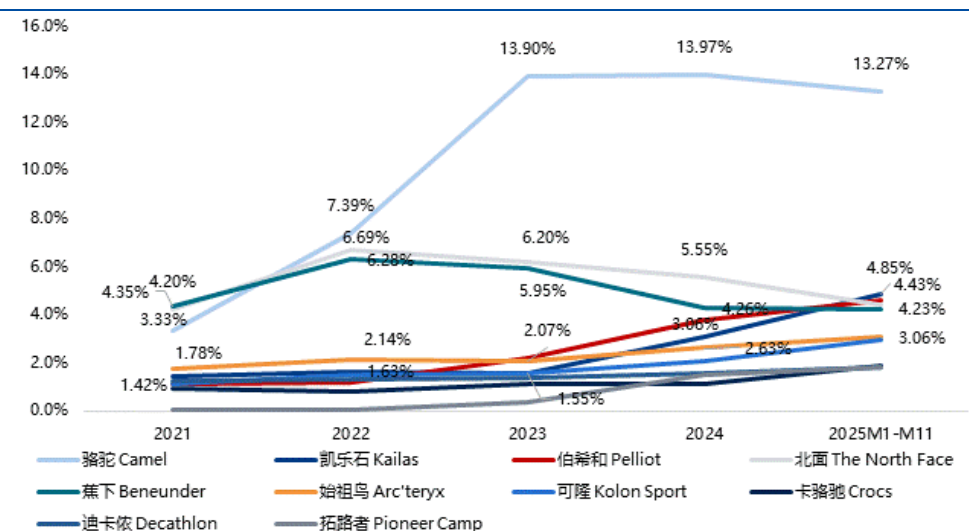
- 户外运动渗透率提升构成最大行业红利。**当前国内参与人口及人均消费与发达国家仍存显著差距，从费用支出角度看，2024 年中国内地高性能户外服饰人均支出达 73 元，占 2024 年中国居民人均衣着消费支出比重不足 5%，受益于户外运动参与率提升、人均可支配收入增长有望实现持续扩容；横向对比 2024 年美国/日本高性能户外服饰人均支出分别 440/170 元亦有大幅提升空间，伴随基础设施完善与户外文化普及，国内市场后续增长潜力充足。

图20: 2024 年国内高性能户外服饰人均支出对比日本、美国有提升空间（元）

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

2) 细分场景&服饰休闲化打开蓝海空间。在徒步、露营等大众市场趋于饱和的背景下，飞盘、陆冲等新兴品类为新品牌及产品创新提供差异化切入点，精准布局细分领域有望孵化隐形冠军。同时，高性能服饰的边界正在模糊，产品设计正从极境专业防护向日常都市通勤延伸，消费者需要既能应对山野险境又适合街头穿搭的“多用途”服装，为户外服饰市场打开空间。

3) 国潮崛起推动国产品牌替代。Z世代对本土品牌的文化认同度提升，国产品牌若能将东方文化元素与户外科技、设计美学融合，有望在国际竞争中实现从“平替”到“引领”的跨越。据久谦中台统计，2025 年 1-11 月国内户外服饰品牌展现出显著的增长活力与竞争力提升态势：以骆驼、凯乐石、伯希和等为代表的本土品牌，增速普遍大幅跑赢国际品牌，同期国际品牌中北面增速转负，仅始祖鸟、可隆保持较高增长，表明近期国内品牌整体增长动能显著强于国际阵营，反映出本土品牌在产品本土化适配、渠道精细化运营等维度的竞争力持续增强，也印证了“国潮”崛起与消费心智向本土品牌倾斜的趋势。

图21: 线上渠道 TOP10 户外运动品牌销售额份额

数据来源：久谦中台，财通证券研究所

注：天猫/京东/抖音线上商品的销售数据，已计算优惠券等促销对价格的影响；非官方数据，仅供参考。

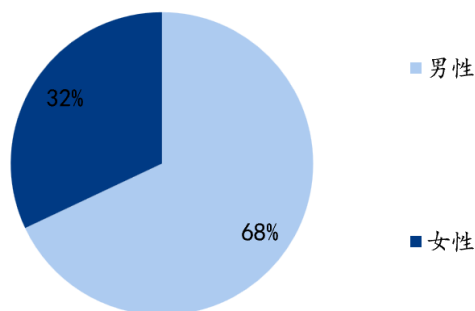
4) 数字化转型、DTC 模式提升运营效率。户外运动品牌通过数字化工具精准洞

察需求、优化库存与营销，并依托线上社群实现低成本用户运营，数字化已成为品牌强化核心竞争力的必由之路。通过渠道掌控、数据驱动与效率优化，精细化运营有望放大头部品牌的综合优势，加速中小品牌出清，推动份额向龙头集中。

2.3 用户画像：专业需求驱动，高净值客群构筑消费底座

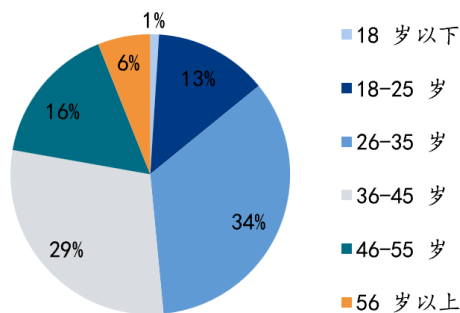
高尔夫服饰核心客群呈现出显著的高净值与中青年男性主导特征，构筑了行业坚实的购买力底座。根据华信人咨询《2025 年中国高尔夫专用服饰市场洞察报告》，当前高尔夫专用服饰消费者中男性群体占据绝对主导，占比高达 68%，且年龄结构高度集中，26 至 45 岁的中青年人群占比达到 63%。在收入圈层方面，该群体表现出极强的绝对购买力，月入 8 万元以上的消费者占比高达六成。这一高净值特征也与比音勒芬等头部品牌锚定中产及以上收入人群、满足其对休闲时尚与低调奢华追求的品牌定位高度契合。

图22: 当前高尔夫专用服饰消费者中男性群体占据主导，占比高达 68%



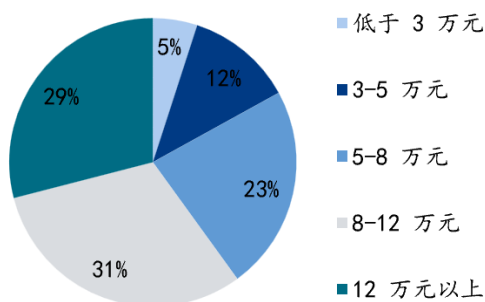
数据来源：华信人咨询，财通证券研究所

图23: 当前高尔夫专用服饰消费者中 26 至 45 岁的中青年人群占比达到 63%



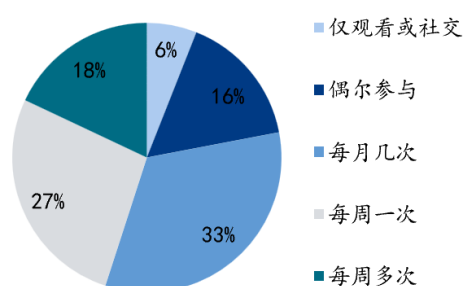
数据来源：华信人咨询，财通证券研究所

图24: 当前高尔夫专用服饰消费者中月入 8 万元以上的消费者占比高达六成，具备极强购买力



数据来源：华信人咨询，财通证券研究所

图25: 当前高尔夫专用服饰消费者大部分有运动习惯，而非仅满足观看或社交需求

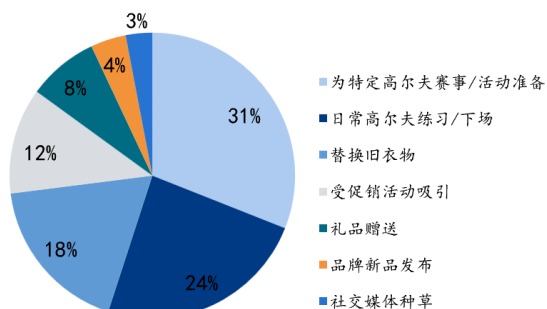


数据来源：华信人咨询，财通证券研究所

消费者展现出极高的品牌黏性与纯粹的实战使用诉求，高频复购已成为维系高端品牌生命线的核心驱动力。高尔夫服饰领域具有极强的专业装备属性，消费者一旦形成穿着习惯便极具品牌忠诚度，根据华信人咨询《2025 年中国高尔夫专用服饰市场洞察报告》调研结果，每年至少购买一次的成熟用户占比达 62%，而首次

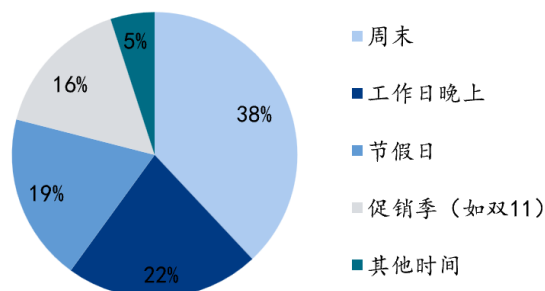
购买用户仅占4%。此外，该群体的购买动机高度务实，73%的购买场景是为了实际下场打球或在练习场练球，而非为了社交拍照。

图26: 高尔夫服饰消费高度贴合实际运动需求，赛事/活动准备、日常练习两大场景合计占55%



数据来源：华信人咨询，财通证券研究所

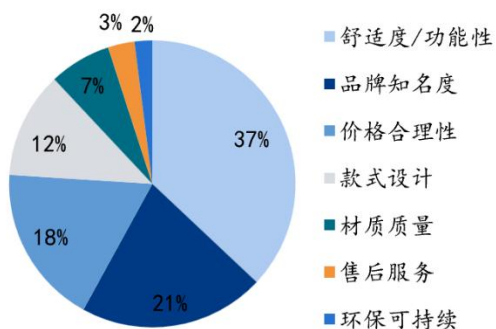
图27: 高尔夫服饰消费对大促节点的依赖度较低，日常场景化需求更稳定



数据来源：华信人咨询，财通证券研究所

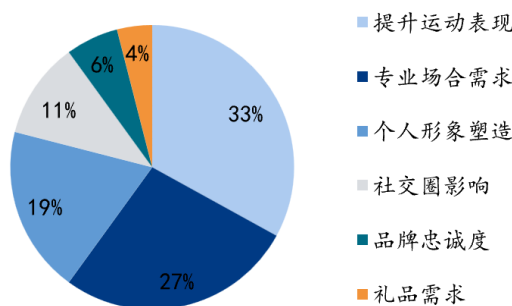
科技面料与专业功能是触发消费者决策的核心权重，实用主义与性价比并重的消费理念日益凸显。据华信人咨询《2025 年中国高尔夫专用服饰市场洞察报告》，在终端消费决策中，高达 37% 的用户属于典型的“专业功能导向型”，他们将服饰的舒适度与功能性（如透气排汗、防晒、弹力等）列为第一购买因素，远超“社交圈影响型”人群。

图28: 当前高尔夫专用服饰消费者将服饰的舒适度与功能性列为第一购买因素



数据来源：华信人咨询，财通证券研究所

图29: 当前高尔夫专用服饰主要功能包括提升运动表现、专业场合需求及个人形象塑造等



数据来源：华信人咨询，财通证券研究所

展望后续，市场渗透呈现出跨越城市层级的均衡分布态势，且女性高尔夫消费市场正孕育着庞大的蓝海增量潜力。从地域结构来看，高尔夫服饰的销量在一线、二线、三线及以下城市几乎呈现“三分天下”的格局，下沉市场同样积蓄了大量具备高消费能力的隐形富裕群体。在性别潜力方面，目前女性消费者占比约为 32%，但市场上仍普遍存在女装款式仅为男款缩小版、缺乏专业功能剪裁的痛点。随着女性打球频率的提升，兼顾专业功能与时尚审美的女性裙装等细分品类将成为品牌破局的下一个增量引擎。高尔夫服饰消费显示出较强的付费意愿与消费升级潜力，随着城市练习场、迷你 3 洞、室内模拟器遍地开花，“轻高尔夫”场景有望打开行业长期发展空间。

3 公司：深耕高端领域，电商+新渠道+AI 驱动增长

3.1 多元品牌精准卡位，协同大于竞争

公司前瞻性卡位高尔夫高景气赛道，凭借绝对领先的市场占有率与极强的品牌溢价能力，稳固确立了自身的高端服饰龙头地位。公司自 2003 年创立伊始便专注深耕高尔夫户外运动领域，凭借在细分赛道的长期统治力，公司高尔夫服装已连续多年稳居同类产品市场综合占有率第一。得益于这种赛道独占性与差异化的高端定位，公司展现出卓越的盈利质地，近年来服装服饰业务的毛利率长期维持在 75% 以上的高位区间。

公司坚定推进“内生延展与外延并购”的双轮驱动战略，成功构筑覆盖多圈层、多场景的高端多品牌生态矩阵。在主品牌延展方面，比音勒芬主标在深耕高尔夫服饰基本盘的基础上，以“生活高尔夫”为核心理念，成功裂变出生活（PREMIUM）、户外（MOTION）及高尔夫（GOLF）三大核心系列，实现了从专业运动向精英群体通勤社交与户外旅行全场景的纵深覆盖。同时，公司独立运营威尼斯狂欢节（CARNAVAL DE VENISE）品牌，精准切入度假旅游与路亚等轻户外运动细分赛道。在外延并购与合作方面，公司精准发力高端国际时尚与专业细分领域，通过收购拥有超百年历史的法国奢侈品牌 CERRUTI 1881、英伦学院风鼻祖 KENT&CURWEN，实现国际高奢与轻奢设计师品牌市场业务拓展。此外，公司还成功取得了美国专业运动恢复鞋领导品牌 OOFOS 的中国内地独家代理权，前瞻性地完善了高端运动鞋履品类的完整生态。这种主品牌圈层深耕与国际并购品牌互补的立体化布局，不仅在品牌影响力和产品力上形成了强烈的协同效应，更全面夯实了其向中高端多品牌、国际化平台跨越的核心竞争力。

图30: 公司多品类产品矩阵扩张，中高端休闲、商务及户外产品线均有布局



注：产品图片来自比音勒芬产品矩阵表，仅展示代表性产品。

数据来源：各品牌天猫旗舰店，寺库，财通证券研究所

公司主标及高尔夫系列占据高端价格生态位，通过高溢价策略有效夯实其在高端商务与专业运动赛道的龙头壁垒。主标品牌比音勒芬精准锚定中产及以上收入人

群，切中精英群体从通勤社交到户外运动的全场景需求，其核心产品价格带稳定在 1500 元至 8000 元区间。为夯实主品牌核心竞争力，公司以小领 T、冰爽 T、环保 T、超轻 T 四大核心产品为载体，并成功将“小领 T”打造为驱动核心增长的超级大单品，该爆款系列采用公司自研的 BT_Gritty 黑科技面料，大幅提升纤维韧性的同时，兼具防晒、抗皱、透气吸湿及抗静电等硬核功能，适配精英客群在商务通勤、轻社交以及户外休闲等多维度的多元化需求。凭借该爆款单品的强势拉动，公司持续强化了“T 恤小专家”的品牌心智，其 T 恤品类更是连续多年稳居同类产品市场综合占有率第一位。与此同时，比音勒芬高尔夫则深耕高端运动时尚领域，注重运动的功能性与舒适度，主要产品价格带稳定在 1500 元至 5000 元，两者协同发力，利于夯实品牌在高端市场地位与盈利能力。

图31: 比音勒芬 5·16T 恤节单日销售破亿



数据来源：新经济报，财通证券研究所

图32: 主品牌以四大核心产品为载体



数据来源：新经济报，财通证券研究所

外延并购的国际品牌精准卡位高奢与轻奢价格区间，持续向上突破集团整体的客群受众与品牌溢价天花板。公司收购的法国品牌 CERRUTI 1881 定位于奢侈成衣品牌，其主要产品价格带高达 2500 元至 20000 元，承接追求高品质人群的消费需求。英伦品牌 KENT&CURWEN 则主打时尚、国际化的英伦风格，面向追求时尚有品位的人群，其产品价格带在 2000 元至 15000 元区间。

图33: CERRUTI1881 品牌承接追求高品质人群的消费需求



数据来源：网易新闻，财通证券研究所

图34: KENT&CURWEN 沈阳万象城新店



数据来源: LADYMAX, 财通证券研究所

图35: KENT&CURWEN 2025 秋冬系列走秀



数据来源: LADYMAX, 财通证券研究所

细分户外运动、专业鞋履领域的品牌定价呈现出较强的大众渗透力与多元化特征，有效拓宽了更广泛的中产休闲与专业防护需求。公司旗下威尼斯狂欢节（CARNAVAL DE VENISE）主打户外旅游服饰，产品价格带相对大众化，集中在 500 元至 2000 元。公司取得授权的国际品牌 Snow Peak 主要面向户外休闲爱好消费人群，价格带为 600 元至 3000 元。此外，公司独家代理的美国专业运动恢复鞋品牌 OOFOS，以专利 OOfoam 缓震泡棉科技 构筑核心竞争力，相比传统泡棉可多吸收 37% 的地面冲击力，大幅削减对足部、膝盖及腰背的连锁应力，显著缓解运动后或久站带来的酸痛，鞋床采用人体工学设计，能有效包裹并支撑足弓，优化步态轨迹，实现更自然的行走体验，同时品牌全系列产品均获得美国足病医学协会（APMA）认证，兼具专业性与权威性，精准切入运动恢复、健康护理及日常舒适等多元场景，对应产品价格带为 500 元至 1800 元。

图36: 威尼斯狂欢节主打户外旅游服饰



数据来源: 公司官网, 财通证券研究所

图37: Snow Peak Active Apparel 系列强调品牌“日常中的自然”核心理念



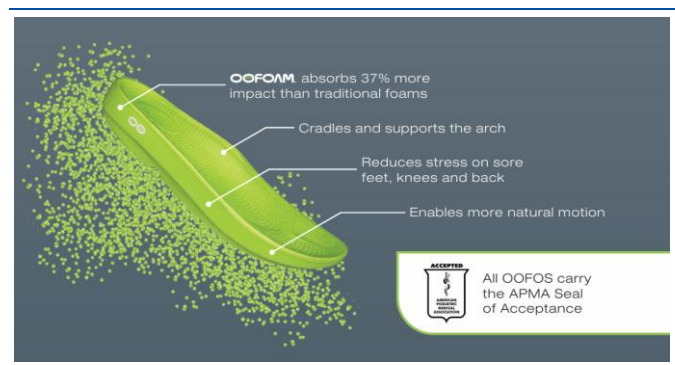
数据来源: Snow Peak 雪诺必克公众号, 财通证券研究所

图38: OOFOS 核心产品图



数据来源: OOFOS 公众号, 财通证券研究所

图39: OOFOS 构建了“恢复鞋”的专业形象



数据来源: OOFOS 官网, 财通证券研究所

深厚的专业积淀与国家级顶级赛事资源的深度绑定，共同构筑了公司难以复制的专业竞技护城河。在产品端，公司坚持“三高一新”的核心研发理念，严选 GORE-TEX、POLARTEC 等国际知名科技面料辅料以保障产品的高品质与专业防护性能。更为关键的是，公司连续十三年作为中国国家高尔夫球队合作伙伴，不仅陪伴国家队征战多届奥运会与亚运会，更联合启动了“国家队优才计划”深度参与奥运人才梯队建设，这一国家级背书为其提供了极其强有力的专业验证，持续夯实了其“高尔夫第一联想品牌”的绝对心智。

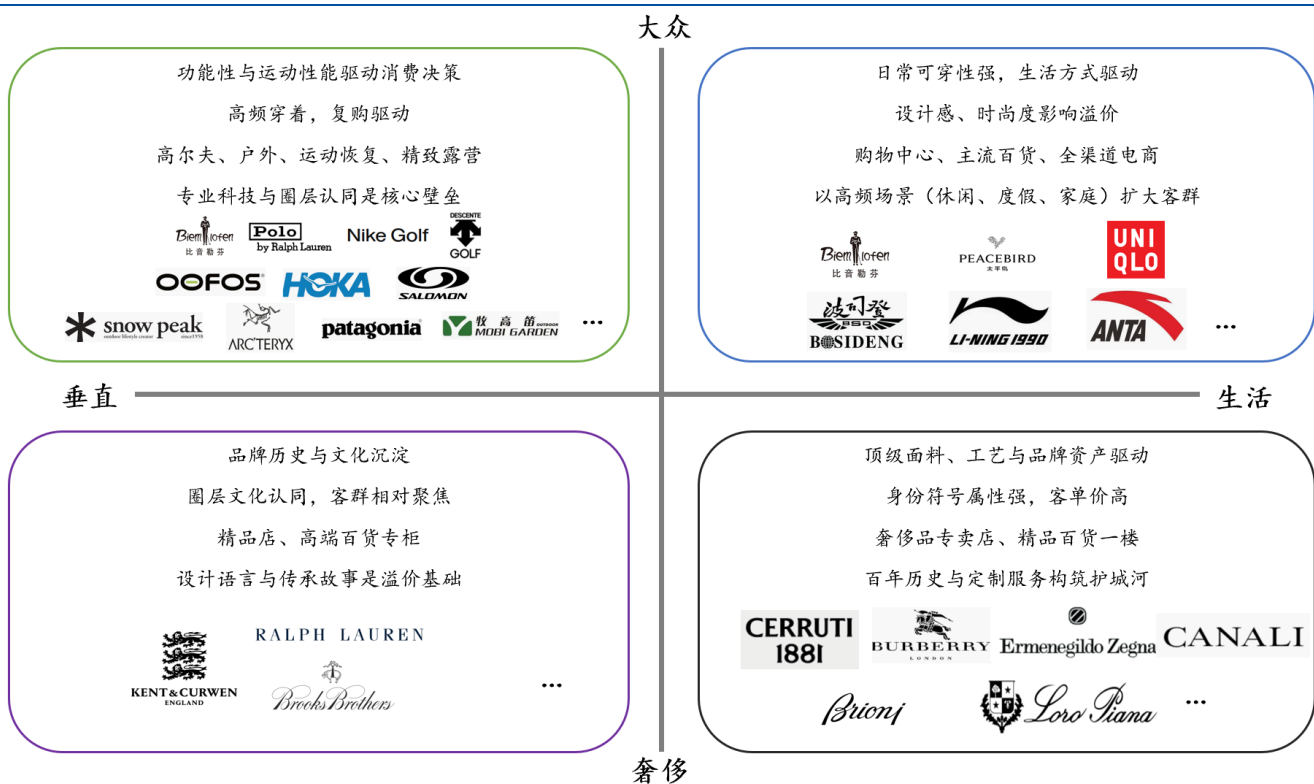
图40: 公司与国际知名科技面料供应商合作



数据来源：公司官网，财通证券研究所

公司旗下品牌全面布局高端运动与生活方式交叉地带。专业运动赛道，比音勒芬主品牌及高尔夫系列对标 NIKE GOLF、FILA GOLF、迪桑特高尔夫线，核心竞争壁垒在于功能性面料科技与专业运动场景适配度，威尼斯狂欢节则聚焦户外度假休闲，对标可隆、北面生活方式线。中高端生活方式赛道，比音勒芬生活系列、KENT&CURWEN 分占两大价格带，直面李宁 1990、拉夫劳伦紫标等竞品，争夺日常通勤、轻商务及轻奢场景的市场份额。高端生活方式赛道，CERRUTI 1881 对标博柏利、杰尼亚等奢侈成衣品牌。大众垂直细分赛道，SNOW PEAK 与 OOFOS 分别切入高端精致露营、专业运动恢复两大高增长垂直赛道，实现差异化布局。

图41: 公司旗下品牌全面布局高端运动与生活方式交叉地带



数据来源：各品牌天猫旗舰店，财通证券研究所

在品牌运营层面实现国际创意与本土流量运营双线并举。对于收购的国际品牌，公司在巴黎设立创意中心，并任命拥有顶级奢侈品基因的设计师 Daniel Kearns 同

时执掌 CERRUTI1881 与 KENT&CURWEN 的创意方向，旨在进行高端重塑。同时，主品牌方面于 2024 年 12 月签约丁禹兮作为先锋代言人，2025 年同步官宣演员李兰迪为品牌大使，有望推动品牌形象年轻化，以触达更广泛的潜力客群，刷新品牌认知。

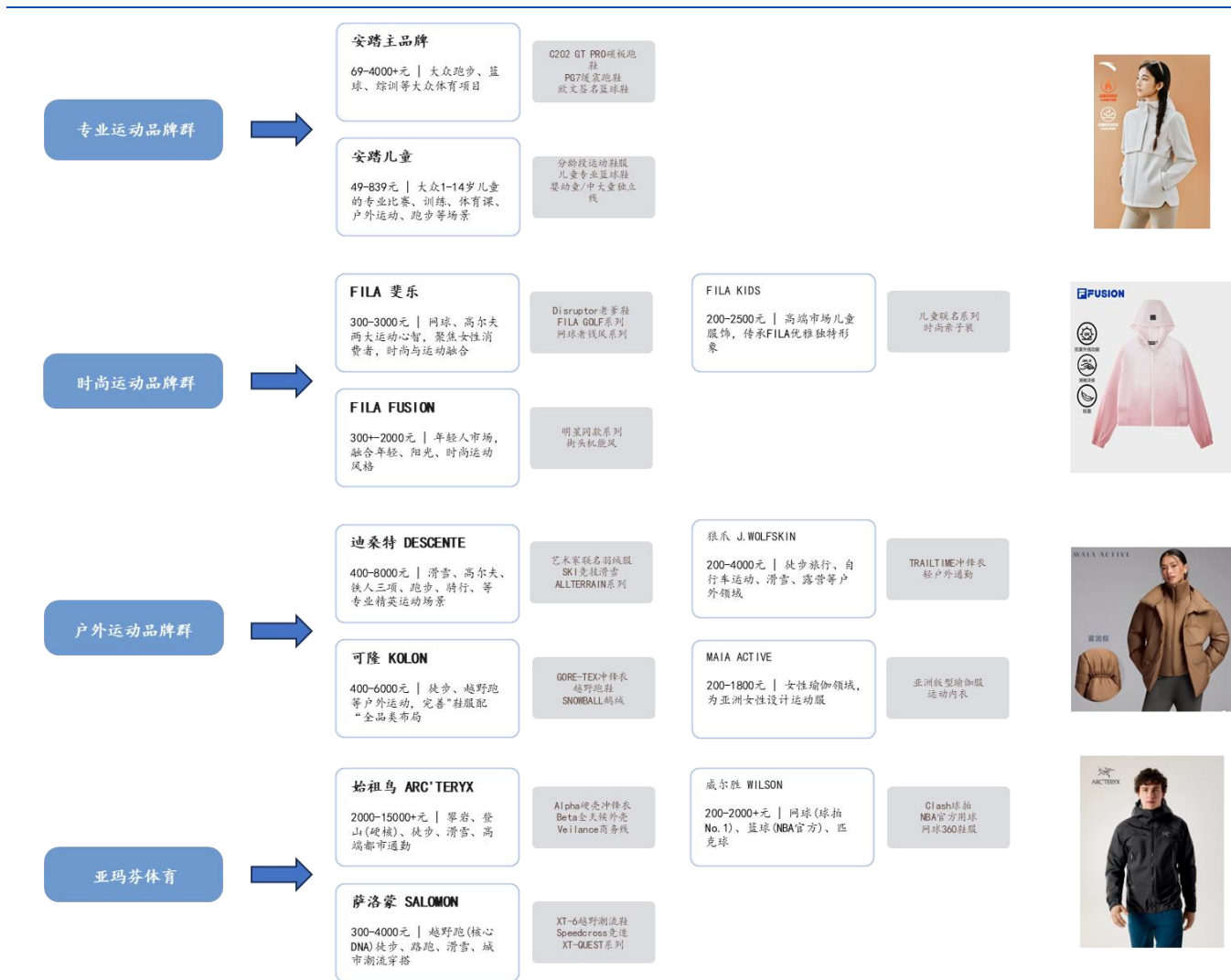
图42: 丁禹兮为比音勒芬先锋代言人，演员李兰迪为品牌大使



数据来源：公司官网，财通证券研究所

我们认为，公司多品牌并非盲目扩张，而是围绕“高端生活方式”的场景化补位。与安踏集团通过“全资收购+强运营+全场景金字塔矩阵”所构筑的运动帝国不同，公司走的是“窄而深”的场景化、多品牌路径——每个品牌都有清晰客群与场景，做的是精英生活方式延伸，核心目的是补健康与户外场景、留住主品牌高净值客群，且可以实现渠道共享（会员与门店）、设计协同（多国研发），是本土服饰中少有的“多品牌 1+1>2”案例。因此，公司核心竞争力可总结为三大不可复制的基因：1) 圈层基因，中心群体为 30 岁~40 岁懂得享受商品高质量、理解时尚的干练品味的拥有者。2) 文化基因，前期以“生活高尔夫”差异化定位精准切入，避开国际品牌正面竞争。据此我们认为，市场对公司“专业+圈层”双重护城河认知不足，其稀缺性与防御能力被单一“高端男装”标签所掩盖，而授权品牌与主品牌同场、同客群、渠道成本低，后续协同效应值得期待。

图43: 安踏集团形成覆盖专业运动、时尚运动、户外运动及高端功能消费的多品牌矩阵



数据来源：各品牌天猫旗舰店，财通证券研究所

3.2 战略布局户外赛道，加快户外新渠道建设

战略性构建“自有高端户外+国际知名品牌”的双轮驱动矩阵，精准卡位高景气赛道并全面完善高端运动品类的完整生态。公司坚定锚定高端运动户外战略，致力于为精英人群提供兼具专业性能与时尚设计的户外服饰。主标旗下比音勒芬户外(MOTION)系列延续了高尔夫绿色氧气、优雅活力的特点，以“Passion for Nature”为核心理念，深度覆盖徒步、登山等多种场景，全力打造高性能、多场景的户外着装；与此同时深化与国际知名户外休闲品牌 Snow Peak 合作，其产品线涵盖帐篷、炉具、服装等全套露营装备，凭借高工艺水准和品牌溢价在高净值消费群体中具备一定号召力。我们认为，比音勒芬户外(MOTION)系列依托自有品牌在高端服饰领域的深厚积淀，相继推出鹅绒系列、先锋夹克等高端户外产品，持续强化高端运动户外品牌形象，有望切中高净值精英群体对专业防护与高端审美的双重需求，Snow Peak 服饰线则明确主打户外时尚定位，其主要产品价格带卡位在 300 元至 3000 元区间，核心受众更为聚焦广泛的户外休闲爱好消费人群，两者在品牌调性与价格矩阵上形成优势互补，有望同时收割专业高端户外、大众休闲

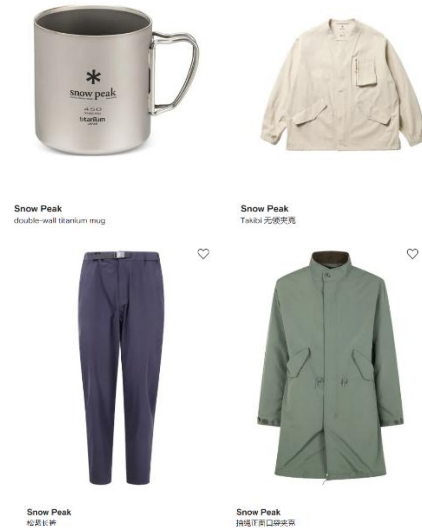
户外双重红利，有望增强集团在细分市场中的渗透率。

图44: 比音勒芬户外产品风格图



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图45: SNOW PEAK 服饰线产品图



数据来源：Farfetch，财通证券研究所

在商业化落地与渠道拓展方面，公司正加快推进比音勒芬户外店、SNOW PEAK 门店布局。公司全国首家户外店 MOTION 已于 2025 年 11 月在深圳海岸城开业，围绕“比音勒芬×中国国家地理”主题，将其优雅活力的高尔夫基因延伸至性能、舒适与多场景适配的户外系列，标志品牌从服饰零售向户外运动生活方式场景运营的升级。同时，公司不断深化与全球知名户外生活方式品牌 SNOW PEAK 的深度合作，以上海等一线城市作为其主要销售区域进行精准突破，SNOW PEAK 广州首店于 2026 年 4 月 19 日在聚龙湾太古里开业，打造“露营人会客厅”，以天幕咖啡、滨水徒步等内容连接装备、服饰与城市日常，强化“城野共生”据点属性，截至目前 SNOW PEAK 全国已有 14 家门店。我们认为，双品牌入局户外赛道的策略不仅能够有效复用集团庞大的高粘性 VIP 客群与全渠道运营经验，更能够通过 SNOW PEAK 的国际品牌势能打开新的增量空间，为公司缔造出强劲的新增长曲线，持续夯实其高端服饰集团的头部地位。

图46: 首家比音勒芬户外店落户深圳海岸城



数据来源：南山海岸城购物中心，公众号财通证券研究所

图47: SNOW PEAK 广州首家旗舰店正式开业



数据来源：SNOW PEAK 公众号，财通证券研究所

3.3 线下高端化重构，线上渠道拓展优化盈利

坚定推进线上线下高度融合的全渠道布局，线下门店规模保持稳健扩张，且渠道结构持续向高端商业综合体焕新升级。在整体渠道策略上，公司依托“轻资产模式”，采取直营与特许加盟相结合的线下销售模式，渠道网络精准卡位全国高端百货、购物中心、机场高铁交通枢纽、高尔夫球场及奥特莱斯等高净值人群核心消费场景。

公司门店覆盖呈现“核心城市树形象、区域市场贡献规模”的多层级布局特征。据公司官网，截止2026年4月公司三线及以下城市门店数量为495家，占比48.8%，反映公司在区域高净值精英客群中已形成较强渗透；二线城市门店347家，占比34.2%，为公司线下收入的重要规模市场；一线城市及机场/高铁等交通枢纽门店分别占比9.9%和7.1%，更多承担品牌展示、高净值客群触达和流量入口功能。整体来看，公司并非单纯下沉扩张，而是在保持高端品牌定位的基础上进行多层级市场覆盖。后续随着门店规模提升，公司拓店节奏预计将趋于稳健，更加注重核心商圈布局、单店店效和品牌形象提升。

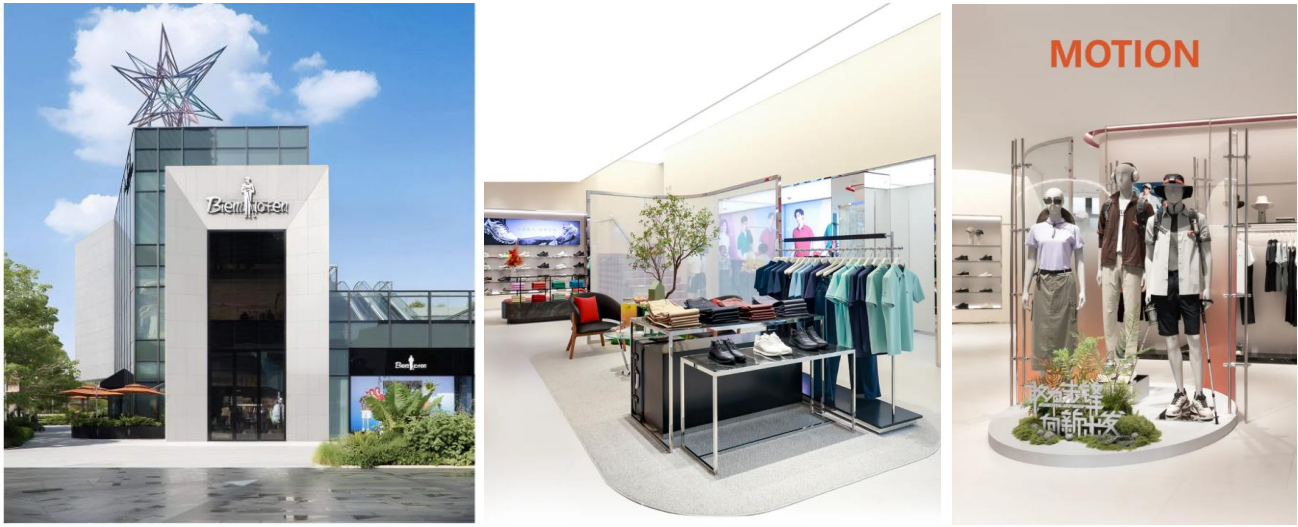
表3: 截止2026年4月年公司门店呈现“核心城市树形象、区域市场贡献规模”特征

城市级别	门店数量（家）	占比
一线城市	100	9.9%
二线城市	347	34.2%
三线及以下	495	48.8%
机场/高铁店	72	7.1%

数据来源：公司官网，财通证券研究所

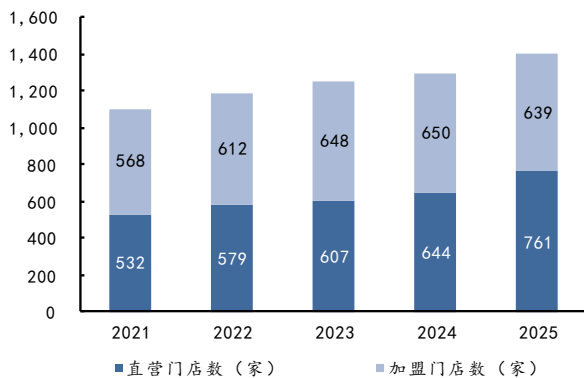
公司持续优化线下渠道布局结构，直营渠道扩张节奏快于加盟，门店高端化、大型化转型趋势明确。近年来，公司线下门店规模呈现稳步增长态势，终端门店总数从2021年末的1100家（其中直营532家，加盟568家）稳步扩张至2025年末的1400家（其中直营761家，加盟639家），2025年全年新开门店达197家。在稳步拓店的同时，公司系统性推进渠道形象与业态升级，持续落地大店、独栋旗舰店战略，2025年6月于深圳太子湾花园城VILLA落地857㎡全球先锋旗舰店，采用三层独立建筑形态，分层打造高尔夫新品、高端PREMIUM系列、潮流TRENDY系列专属体验空间，并融入咖啡休闲、高尔夫文化展示与VIP尊享服务功能，以现代极简设计与场景化陈列打造精英生活方式体验场。公司同步通过“调位置、拓面积”策略进一步提升核心购物中心渠道占比，深化与头部百货商场战略合作，落地多楼层、大面积门店合作模式，持续输出形象更优、动线更合理、体验感更强的可复制高流水单店模型，稳步抬高核心渠道单店收入与品牌高端心智。

图48: 2025 年 6 月于深圳太子湾花园城 VILLA 落地 857 m²全球先锋旗舰店



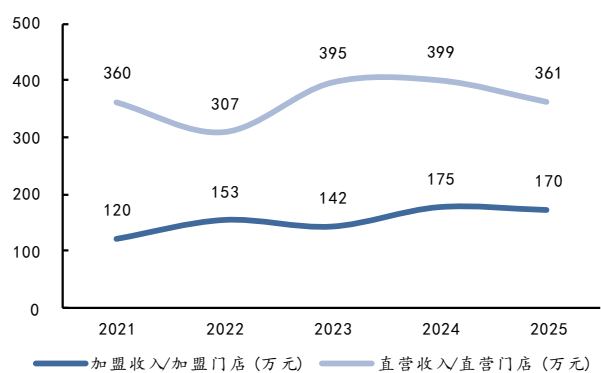
数据来源：公司官网，比音勒芬公众号，财通证券研究所

图49: 公司直营门店数占比始终稳定在 50%左右



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图50: 公司直营、加盟门店年收入呈优化态势



数据来源：公司公告，财通证券研究所

依托 OOFOS 品牌，围绕高端运动恢复赛道加速布局线下精品集合店。公司依托自身高端商场渠道资源，在重庆、长沙、广州、深圳、北京、天津、西安等核心城市标杆商圈，打造 OOFOS 与主品牌的集合店，形成“核心城市+高端商场”的差异化渠道网络。搭载 OOFOS 专利 OO foam 缓震科技的运动恢复鞋履，与比音勒芬高尔夫、户外场景形成协同，有望补齐运动后恢复品类空白，完善高端运动生活方式生态，伴随 OOFOS 品牌认知与销售规模稳步提升，有望成为公司多品牌矩阵中重要的增长补充。

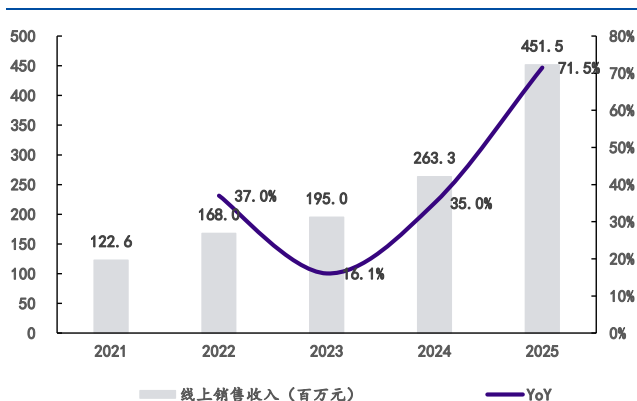
图51: OOFOS X 比音勒芬线下精品集合店陆续布局

南部 (SOUTH)	北部 (NORTH)	中部 (MIDDLE)
重庆新世纪瑞成店	北京世纪金源店	西安赛格小寨店
长沙招商花园店	北京翠微公主坟店	合肥银泰长江中路店
中山世纪广场东区店	北京王府井大街店	成都环球购物中心 B 馆店
东莞君尚百货东纵店	哈尔滨红博会展旗舰店	绵阳百盛上马购物中心店
广州友谊国金店	天津海信解放北路店	成都仁恒置地广场店
佛山顺联季华五路店	天津万象城河西店	青岛万象城店
广州广百北京路店	石家庄北国商场店	南京金鹰新街口店
深圳深业上城店	太原茂业亲贤街店	
深圳招商花园太子湾店	太原王府井亲贤街店	
深圳宝能太古城后海店		

数据来源: OOFOS 公众号, 财通证券研究所

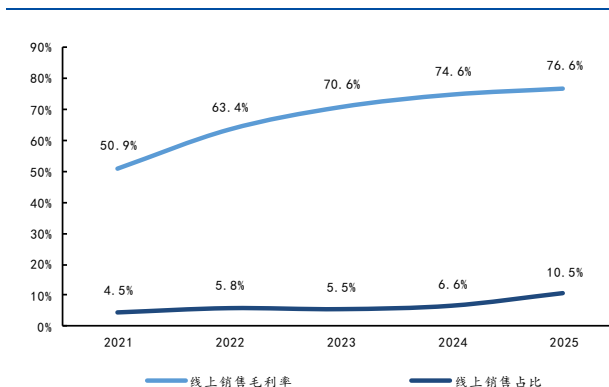
线上数字化新零售渠道正加速释放增量红利, 凭借货架电商、内容电商的双轮驱动, 线上业务体量与盈利能力快速提升。公司近年来不断深化与天猫、京东、唯品会等传统货架电商的战略合作, 同时强势发力抖音、快手、小红书、得物及微信视频号等新兴内容与社交电商生态, 成功构建了多维度、广覆盖的线上流量矩阵。得益于全域营销的精细化运作, 2025 年公司线上销售额强势攀升至 4.5 亿元, 同比增速高达 71.5%, 线上收入占总营收的比例亦由 2024 年的 6.6% 跃升至 10.5%, 成为拉动集团业绩增长的重要引擎。盈利能力方面, 近年来公司电商渠道毛利率近年显著改善, 2025 年线上毛利率已抬升至 76.6%, 处于行业高位且接近线下直营水平, 我们认为主要依托公司坚持线上线下同价、维护品牌高端定价体系, 同时对电商平台进行结构性调整, 一方面弱化低毛利促销型平台占比, 另一方面重点布局天猫、京东等高毛利传统货架电商, 并发力抖音、小红书、微信商城、得物等内容与私域渠道, 该类平台以品牌自营、正价销售与内容种草为主, 折扣力度小、品牌溢价保留度高, 可以减少低价走量对毛利的侵蚀。

图52: 2025 年公司线上收入同比+71.5%至 4.5 亿元



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图53: 2025 年公司线上销售占总收入比重为 10.5%



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

3.4 AI 全链路赋能, 有望释放盈利改善动能

公司正逐步将人工智能技术引入日常内部管理与培训流程, 以支持工作效率的提升与数据可视化的实现。公司成立了由总经理牵头的“全面拥抱 AI”项目组, 致力于调动全员参与并构建 AI 技能。在内部管理方面, 公司于 2025 年相继发布了

智能运营助手、AI 数据看板、AI 中台和 AI 画图等工具，将其初步应用于公司管理工作、数据分析以及决策辅助等环节。此外，在赋能终端管理与销售人员的培训体系中，公司也纳入了 AI 数字化平台建设，以配合线下与线上混合式培训生态的发展。

后续公司将继续推进 AI 技术对经营管理的全面赋能。公司持续推进 AI 技术赋能全链路数字化转型，已在研发设计、商品管理与营销推广三大核心场景实现深度落地与应用，构建起 AI 驱动的高效运营体系。公司继续推进 AI 技术对经营管理的全面赋能，推动人工智能技术与业务场景深度融合：在研发设计端，AI 工具可实现款式快速生成、面料替换、配色方案优化、改款设计及爆款延伸，显著提升设计效率与新品开发速度；在商品管理环节，通过 AI 智能体对销售数据、流行趋势进行深度分析与爆款预测，以数据驱动选品、订货、补货、调拨及库存优化，助力爆品快速反应、降低库存风险；在营销推广端，数字人直播、内容一键生成与视频投放、GEO 全链路营销等 AI 应用，有效提升了营销触达效率与精准度，为品牌线上渠道增长注入新动能。

我们认为，后续公司 AI 技术的规模化应用有望释放盈利改善动能，为公司在渠道扩张与品牌升级进程中维持盈利韧性提供了关键支撑。随着后续 AI 应用场景的持续深化与数据模型的迭代优化，其对公司运营效率与盈利质量的边际贡献有望进一步放大，成为支撑公司长期盈利能力稳步提升的重要驱动因素。

4 财务分析：盈利质量领先，营运与现金流持续优化

本次报告选取报喜鸟、太平鸟、海澜之家、安踏体育、李宁作为比音勒芬的可比公司，覆盖中高端商务、大众时尚、大众商务及专业运动服饰领域，与公司在品牌定位、客群结构、渠道运营及数字化转型等维度具备较强可比性，具体如下：

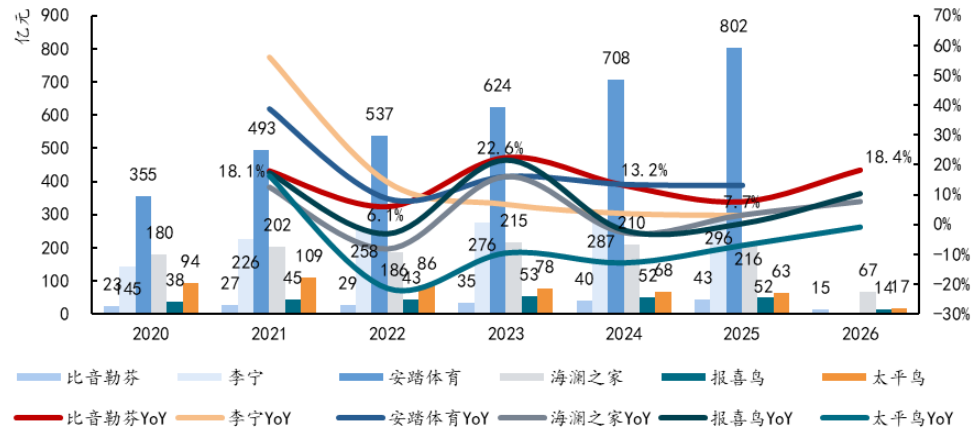
- 1) 报喜鸟：国内中高端男装核心标的，旗下拥有报喜鸟、哈吉斯等成熟品牌矩阵，产品覆盖商务正装、休闲服饰等多元场景，深耕高净值男性客群，具备扎实的品牌运营能力与精细化渠道管理经验。
- 2) 太平鸟：国内大众时尚服饰龙头，业务涵盖男装、女装、童装等全品类，聚焦年轻消费群体，持续推进品牌年轻化升级、全渠道优化及零售数字化转型，柔性供应链与快反能力突出。
- 3) 海澜之家：国内大众商务男装龙头，主品牌定位高性价比商务男装，线下渠道网络覆盖广泛且下沉充分，加盟体系成熟，供应链管理效率领先，具备强规模效应与成本控制能力。
- 4) 安踏体育：国内运动服饰行业头部标杆，采用“单聚焦、多品牌、全球化”战略，构建安踏、FILA、DESCENTE 等多品牌矩阵，覆盖大众运动、高端时尚、专业户外等细分赛道，全球化布局与全产业链运营能力行业领先。
- 5) 李宁：国产运动品牌领军者，坚持“单品牌、多品类、多渠道”战略，聚焦专业运动核心赛道，依托科技创新、国潮品牌势能及奥运周期资源，持续推进产品升级与渠道效率优化，品牌溢价与盈利能力稳步提升。

4.1 营收&盈利：高端化品牌调性，增长韧性较强、盈利质量突出

近三年营收增速显著跑赢可比公司，展现出强劲的成长韧性。2021-2025 年，公司营收规模持续稳步扩张，增速始终位居可比公司前列，尤其在 2024-2025 年行业整体增速放缓背景下，公司仍保持稳健增长，表现优于多数同行，彰显高端男

装赛道的抗周期属性与公司自身的成长动能。相比之下，安踏体育、李宁等运动服饰龙头规模领先；报喜鸟、太平鸟、海澜之家等大众品牌的收入波动性更大。表明公司凭借高端服饰的差异化定位、高净值客群壁垒与多品牌矩阵的协同效应，成长质量在可比公司中表现突出。

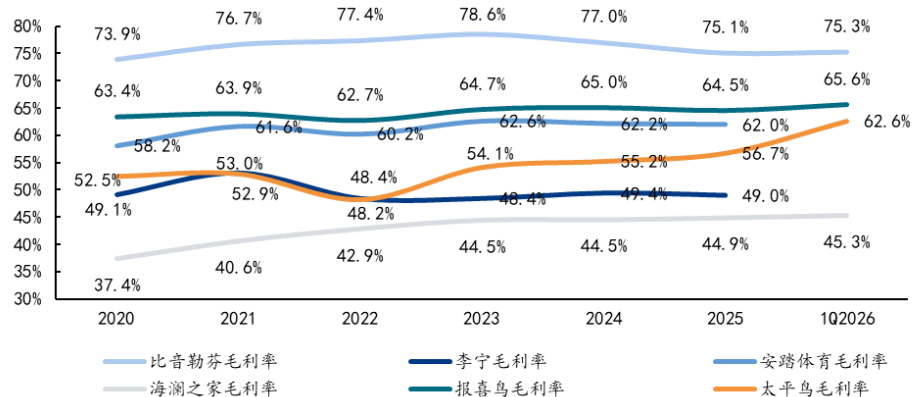
图54: 公司近三年收入增速位居可比公司前列



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

凭借中高端定位与强品牌溢价，公司毛利率显著领先可比公司，盈利优势突出。2020-2025 年，公司毛利率始终维持在 73%以上的高位，2023 年峰值达 78.6%，2025 年仍保持 75.1%的水平，显著高于报喜鸟(63%-65%)、安踏体育(60%-63%)、太平鸟(48%-63%)、李宁(48%-50%)及海澜之家(37%-45%)等同行。这一高毛利优势，一方面源于公司主品牌高端高尔夫服饰的差异化定位，客群对价格敏感度低，品牌溢价能力强；另一方面，公司坚持线上线下同价策略，严控折扣率，同时推进渠道效率提升，共同支撑毛利率长期领跑行业。相比之下，大众定位的海澜之家、太平鸟受竞争与渠道折扣影响，毛利率水平显著偏低；李宁、安踏体育虽具备品牌力，但受大众运动赛道竞争激烈等因素影响毛利率亦低于公司。公司稳定且领先的毛利率水平，体现其在高端服饰赛道的品牌壁垒与盈利质量优势。

图55: 公司产品定位中高端，高毛利优势突出

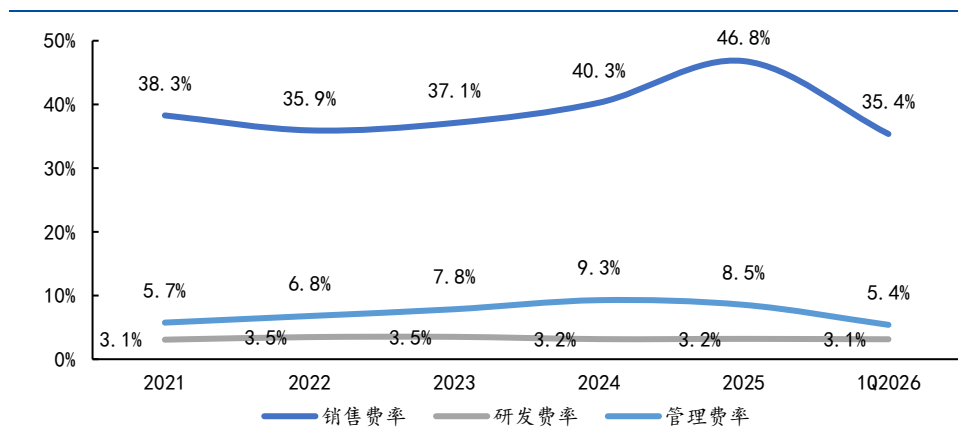


数据来源: iFinD, 财通证券研究所

4.2 费用率：品牌升级&渠道扩张，销售费率阶段性投入

三费结构呈现“销售费用率阶段性上行、研发与管理费用率保持稳定”的特征，费用管控整体具备韧性。2021-2025 年，公司销售费用率从 38.3% 阶段性抬升至 2025 年峰值 46.8%，主要系品牌年轻化战略下营销投放、渠道拓展及高端门店运营投入增加所致；进入 2026 年一季度，销售费用率已回落至 35.4%，前期投入效应逐步显现，费用率呈现优化趋势；研发费用率长期维持在 3.0%-3.5% 的区间，稳定支撑产品设计与面料技术升级，保障高端产品力；管理费用率则控制在 5%-10% 区间波动，2026 年一季度降至 5.4%，我们预计主要得益于数字化管理与组织效率提升。整体来看，公司销售费用率上行属于战略投入期的阶段性特征，随着品牌势能释放与渠道规模效应显现，全年销售费用率有望延续优化，而稳定的研发与管理费用率则为公司长期盈利能力筑牢基础，三费结构的动态优化将持续支撑盈利质量改善。

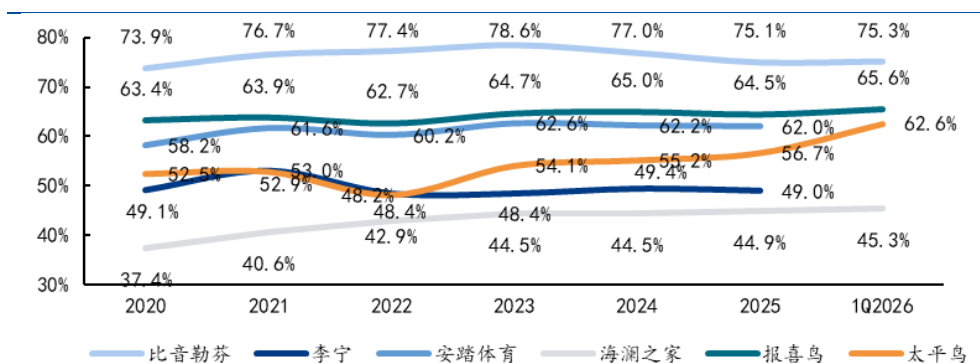
图56: 销售费用率下降，研发及管理费用率保持稳定



数据来源：iFinD，财通证券研究所

近年销售费用率逆势上行，主要系收购海外品牌后的战略投入所致，后续有望回归合理区间。2020-2025 年公司销售费用率从 38.4% 攀升至 46.8%，显著高于报喜鸟、安踏体育、李宁等可比公司，主要系品牌升级、渠道扩张及多品牌培育带来的阶段性投入（2023 年，公司完成 KENT&CURWEN、CERRUTI 1881 收购后，新增品牌推广、渠道铺设及团队搭建费用；同时主品牌加速高端商场店拓展，威尼斯狂欢节等副品牌推进度假/户外场景门店布局，租金、装修及销售人员薪酬支出有所增加）。相比之下，同行销售费用率更多受行业景气度与常规渠道投入影响，未出现类似的一次性品牌孵化投入。随着前期海外品牌布局进入收获期，规模效应逐步显现，公司已开始优化费用投放结构，2026 年一季度销售费用率回落至 35.4%，预计全年有望恢复至历史中枢水平，高毛利与费用率的错配将逐步修复，净利率弹性可期。

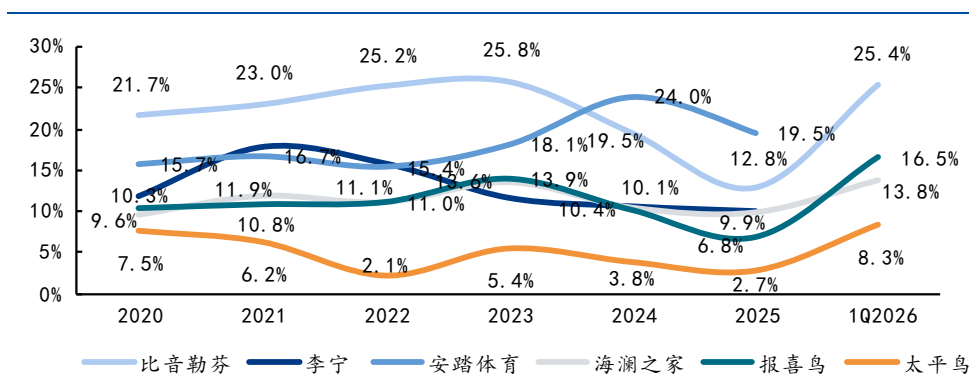
图57: 近年来公司销售费率处行业较高水平



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

凭借行业领先的高毛利率支撑, 销售净利率长期显著高于可比公司, 盈利质量优势突出。2020-2023 年, 公司销售净利率稳定维持在 21.7%-25.8% 区间且逐年提升, 显著高于可比公司; 2024-2025 年受品牌年轻化与海外品牌孵化的阶段性费用投入影响, 净利率阶段性回落至 19.5%、12.8%, 但仍显著高于多数大众服饰品牌。随着前期战略投入效应逐步释放, 2026 年一季度公司净利率已回升至 25.4%, 重回行业高位。相比之下, 可比公司受价格竞争、渠道折扣及规模效应不足等因素影响, 净利率水平普遍偏低且波动较大: 安踏体育净利率在 15%-24% 区间波动, 李宁、海澜之家净利率长期低于 20%, 太平鸟净利率则受行业周期影响持续承压。公司净利率的阶段性调整主要系主动投入而非盈利恶化, 随着费用率优化与规模效应显现, 净利率弹性有望持续释放, 进一步巩固行业领先的盈利质量。

图58: 除 2024-2025 年外, 公司销售净利率处于可比公司最优水平



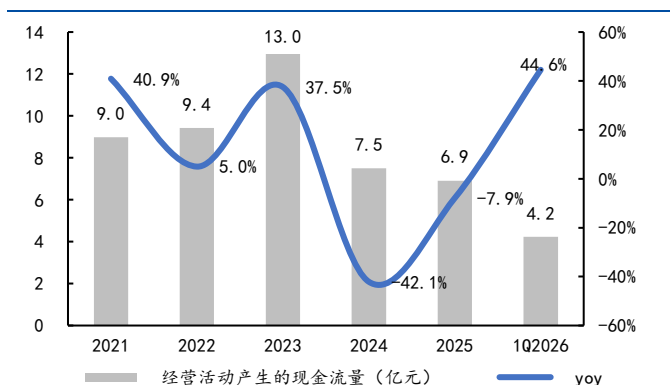
数据来源: iFinD, 财通证券研究所

4.3 现金流: 现金流修复+营运提效, 筑牢盈利质量基础

经营性现金流与营运效率同步改善。现金流层面, 公司 2021-2023 年经营活动现金流持续保持高位, 2024-2025 年虽受多品牌业务投入阶段性影响出现短期波动, 但 2026 年一季度同比大幅增长 44.6%, 重回高增通道, 验证了主品牌业务强劲的现金造血能力。营运效率层面, 公司持续优化库存与应收账款管理, 存货周转天数从 2021 年的 360 天优化至 2026 年一季度的 275 天, 应收账款周转天数由 38 天降至 24 天, 周转效率显著改善。我们认为, 这一变化主要得益于公司通过 AI 智能选品、爆品快反体系优化商品结构, 减少滞销库存; 同时依托以直营为主的渠道模式与高净值会员体系, 持续降低应收账款占比与回收周期。整体来看, 经

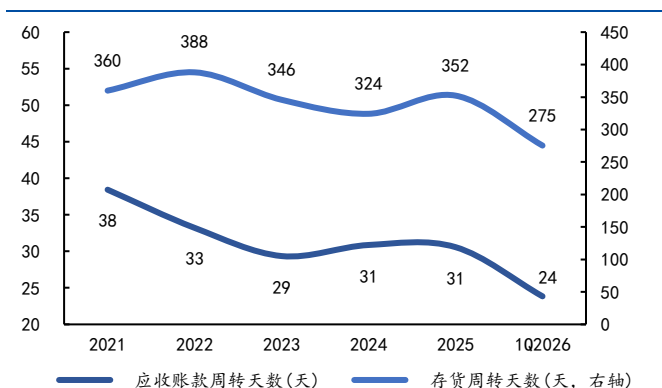
营性现金流的显著修复与营运效率的持续优化，共同彰显了公司在品牌扩张期依然具备的稳健运营能力，为后续费用率优化与净利率弹性释放提供了坚实支撑。

图59: 2026Q1 经营现金流同比提升近 46%



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图60: 存货、应收账款周转效率改善



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

存货周转天数处行业较高水平、呈持续优化趋势，应收账款管理则保持稳健。存货端，公司 2020-2025 年存货周转天数从 384 天降至 352 天，虽仍高于李宁、安踏、海澜之家等可比公司，我们认为主要系高端服饰品牌 SKU 丰富度低、单款生命周期长、直营渠道占比高的模式特性所致；但通过 AI 智能选品、爆品快反体系及多渠道清库存策略，周转效率已实现稳步提升。应收账款端，公司周转天数从 2020 年的 35 天优化至 2025 年的 31 天，处于行业健康水平，这得益于以直营为主的渠道模式，终端回款直接可控，加盟占比低且信用政策严格，大幅降低坏账风险与资金占用。整体来看，公司营运指标的优化体现了精细化管理成效，随着库存结构持续改善与渠道运营效率提升，未来存货周转效率有望进一步向行业中枢靠拢，为现金流与盈利质量提供更强支撑。

图61: 公司存货周转天数处于行业较长水平

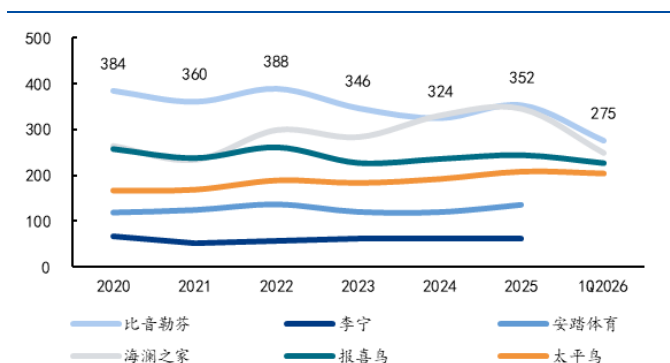
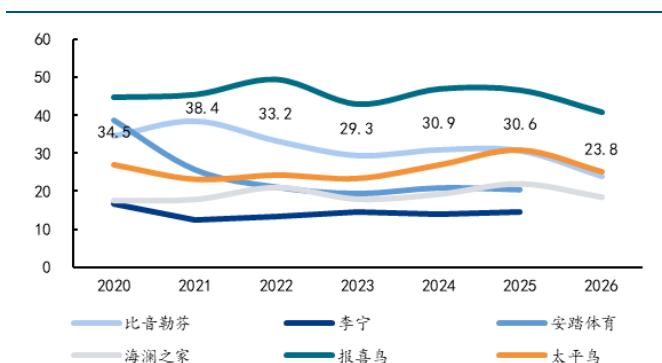
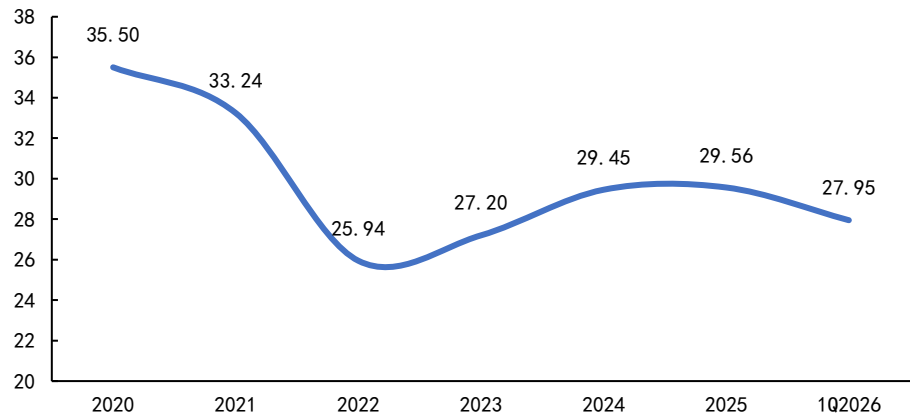
数据来源: iFinD, 财通证券研究所
单位: 天

图62: 公司应收账款天数处于行业中位水平

数据来源: iFinD, 财通证券研究所
单位: 天

资产负债率呈下行趋势。2020-2026 年一季度，公司资产负债率从 35.50% 稳步优化至 27.95%，整体呈下行趋势，2022 年一季度降至 25.94% 的阶段低点，后续虽随渠道扩张与多品牌业务布局小幅回升，但始终保持在 30% 以下的健康区间。我们认为，低负债水平主要得益于公司采用的轻资产经营模式以及审慎的财务策略，无大规模有息负债压力。公司稳健的资产负债结构有效降低了财务风险与利息支出，为后续品牌升级、渠道拓展及品牌孵化提供了充足的财务安全垫。

图63: 资产负债率维持低位，财务结构稳健 (%)

数据来源: iFinD, 财通证券研究所

5 盈利预测

收入端: 2025 年公司营业总收入 43.1 亿元, 同比增速 7.7%, 受线下渠道拓店放缓与加盟业务短期调整影响。我们预计, 2026 年公司线上渠道高增、直营渠道单店店效提升以及加盟渠道增速改善, 总收入增速有望回升至 15.4%, 2027-2028 年随基数扩大与行业增速放缓, 逐步回落至 12.2%、11.6%。具体分渠道看:

1) 线上销售高增趋势延续: 2025 年公司线上收入 4.5 亿元, 同比+71.5%, 受益于抖音直播、内容电商与私域运营的爆发式增长。2026-2028 年, 公司持续加码线上渠道布局, 通过数字人直播、精准投放与爆款打造, 维持线上渠道高增态势, 但随基数扩大增速逐步回落, 我们预计 2026-2028 年线上销售增速分别为 60.0%、40.0%、35.0%, 收入规模从 7.2 亿元增长至 13.7 亿元, 收入占比从 14.5% 提升至 21.9%, 成为第二增长曲线。

2) 直营销售稳健增长+单店提效: 2025 年公司直营收入 27.4 亿元, 同比+6.9%, 增速放缓主要系拓店节奏阶段性调整。2026-2028 年公司推进大店、独栋旗舰店战略, 同时通过“调位置、拓面积”优化门店结构, 叠加新品牌逐步起量, 我们预计 2026-2028 年直营收入增速有望回升至 11.0%、8.0%、7.0%, 收入规模从 30.5 亿元增至 35.2 亿元, 收入占比虽随线上渠道扩张有所下降但仍维持 55% 以上, 为核心收入来源。

3) 加盟销售修复性增长: 2025 年加盟收入 10.9 亿元, 同比增速-4.4%, 主要系部分低效益门店调整与渠道优化。2026-2028 年, 公司优化加盟管理体系, 筛选优质加盟商并推行精细化运营, 我们预计 2026-2028 年加盟收入增速修复至 8.0%、6.0%、5.0%, 收入规模从 11.8 亿元增长至 13.1 亿元, 收入占比逐步回落至 21.0%。

4) 其他销售小幅稳定增长: 2025 年其他收入 0.3 亿元, 同比增速-14.9%, 我们预计 2026-2028 年其他辅助渠道收入增速有所恢复, 收入规模小幅增长至 0.4 亿元, 占比维持在 0.6%, 对整体影响有限。

毛利率端: 2025 年公司综合毛利率 75.1%, 受加盟渠道毛利率下滑与促销活动影响, 略低于 2024 年的 77.0%。我们预计, 2026-2028 年随着线上渠道占比提升 (高毛利)、直营渠道产品结构优化 (高端线占比提升), 综合毛利率稳步回升至 75.2%-75.6%, 长期维持在 75% 以上的行业高位。

表4: 分渠道收入与毛利率拆分与预测

单位:亿元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入与毛利率					
总收入	40.0	43.1	49.8	55.8	62.3
同比增速	13.2%	7.7%	15.4%	12.2%	11.6%
综合毛利率	77.0%	75.1%	75.2%	75.4%	75.6%
分渠道收入					
线上销售	2.6	4.5	7.2	10.1	13.7
线上 YoY	35.0%	71.5%	60.0%	40.0%	35.0%
直营销售	25.7	27.4	30.5	32.9	35.2
直营 YoY	7.2%	6.9%	11.0%	8.0%	7.0%
加盟销售	11.4	10.9	11.8	12.5	13.1
外套 YoY	24.1%	-4.4%	8.0%	6.0%	5.0%
其他销售	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
其他 YoY	19.9%	-14.9%	8.0%	8.0%	8.0%
毛利率					
线上销售	74.6%	76.6%	77.0%	77.2%	77.3%
直营销售	81.0%	78.7%	78.7%	78.8%	78.9%
加盟销售	69.6%	66.5%	66.2%	66.1%	66.0%
其他销售	41.4%	37.2%	33.2%	33.2%	33.2%
收入占比					
线上销售	6.6%	10.5%	14.5%	18.1%	21.9%
直营销售	64.1%	63.6%	61.2%	58.9%	56.5%
加盟销售	28.4%	25.2%	23.6%	22.3%	21.0%
其他销售	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%

数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

费用率: 我们预计 2026-2028 年公司有望呈现销售费用率回落、管理费用率小幅下行、研发费用率平稳的优化趋势。

1) **销售费用率:** 2024-2025 年公司受品牌年轻化营销、高端大店扩张及海外品牌孵化的阶段性投入影响, 费用率从 40.3%攀升至 46.8%; 2026 年起, 随着前期投入效应逐步显现、收入增速回升摊薄固定费用, 叠加 AI 营销工具优化投放效率、海外品牌渠道搭建进入收获期, 费用率预计回落至 45.0%, 并于 2027-2028 年进一步优化至 44.5%、44.2%。

2) **管理费用率:** 2025 年回落至 8.5%, 我们预计 2026-2028 年将受益于数字化管理工具应用与组织效率提升, 在收入规模持续扩张的摊薄效应下, 维持小幅下行趋势, 预计稳定在 8.5%、8.4%、8.3%的健康区间。

3) **研发费用率:** 公司为支撑高端化战略与产品力升级, 持续加大面料技术、功能性设计投入, 同时 AI 工具赋能研发提效, 费用率有望维持在约 3.3%水平并保持稳定, 为品牌溢价提供坚实支撑。

整体来看, 三费率的动态优化将持续推动公司盈利质量改善, 净利率弹性有望随规模效应释放进一步提升。

表5: 公司三费率与所得税率预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费率	40.3%	46.8%	45.0%	44.5%	44.2%
管理费率	9.3%	8.5%	8.5%	8.4%	8.3%
研发费率	3.2%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%
所得税率	17.6%	15.1%	15.5%	15.5%	15.5%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

6 投资建议

❖ 公司是中国高端服饰稀缺壁垒龙头：主品牌“高尔夫专业+高净值圈层”双壁垒稳固，盈利质量突出；多品牌场景化补位、协同无内耗；渠道高端化重构+线上爆发，支撑长期增长；海外收购战略价值突出、资金足、定力强。核心看点在于主品牌稳健+渠道提质+海外品牌具备增长潜力，看好中长期估值修复与业绩释放。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 7.3/8.5/9.9 亿元，EPS 分别为 1.27/1.49/1.73 元，对应 PE 分别为 15.4/13.1/11.3 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

❖ 可比公司：

报喜鸟：主营品牌服装的研发、生产和销售，核心运营“报喜鸟”男装、“哈吉斯”等品牌，并从事“宝鸟”职业装团购定制业务，产品涵盖西服、衬衫、夹克等。

太平鸟：主营时尚品牌服饰零售，通过多品牌矩阵（如太平鸟男女装、乐町女装、Mini Peace 童装）销售外套、T 恤、裙装、裤类等时尚成衣。

海澜之家：主营品牌服装运营，以“海澜之家”男装为核心，同时开展团购定制、国际品牌代理（如阿迪达斯 FCC）及城市奥莱业务，覆盖男装、女装、童装及配饰。

表6: 可比公司估值对比（2026-2028 年取 iFinD 30 天预测值；市盈率更新至 2026/5/28）

代码	公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS					PE				
				2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
002154.SZ	报喜鸟	61.4	4.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	13.0	16.4	14.1	12.3	10.7
603877.SH	太平鸟	60.0	12.7	0.6	0.4	0.5	0.7	0.8	27.1	39.3	23.4	19.0	17.0
600398.SH	海澜之家	273.3	5.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	16.7	13.4	11.8	10.8	10.0
平均值									18.9	23.0	16.4	14.0	12.6
002832.SZ	比音勒芬	111.5	19.5	1.4	1.0	1.3	1.5	1.7	14.3	20.4	15.4	13.1	11.3

数据来源：iFinD，财通证券研究所

备注：可比公司预测来自 iFinD 一致预期

7 风险提示

多品牌战略整合与成效不确定性：公司通过收购与授权快速构建多元化品牌矩阵，旨在覆盖更广消费场景。然而，新品牌在国内市场的认知度培育、渠道独立拓展及品牌形象重塑均需大量资源与时间投入。不同品牌在定位、运营模式与目标客群上存在差异，对公司的集团化管理、供应链协同及渠道资源共享能力提出了较高挑战。若新品牌市场表现不及预期，将可能拖累集团整体盈利水平与资源使用效率。

存货管理及运营效率的优化压力：由于产品定位高端、备货周期及多品牌 SKU 增加，公司存货规模相对较高，存货周转效率面临持续优化压力。较高的库存水平不仅会占用较多营运资金，增加仓储管理成本，还可能因时尚潮流变化或产品过季而面临减值风险，从而对公司盈利能力和资产运营效率产生潜在影响。如何精准预测需求、优化供应链响应速度、提升库存周转，是公司实现高质量增长的关键一环。

品牌与渠道升级带来的费用管控挑战：为巩固主品牌高端形象、推动副品牌渠道布局及拓展线上新营销，公司在品牌营销、门店形象升级及内容电商等领域的投入持续处于高位。尽管这些战略性投入对长期品牌建设与市场拓展至关重要，但在行业竞争加剧及消费复苏节奏不确定的背景下，高企的销售费用率短期内将对公司利润空间形成持续挤压，考验公司在增长投入与盈利平衡之间的精细化管理能力。

公司财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4004.46	4313.91	4976.12	5581.85	6231.15	成长性					
减:营业成本	920.62	1074.70	1233.52	1373.35	1522.25	营业收入增长率	13.2%	7.7%	15.4%	12.2%	11.6%
营业税费	35.70	42.58	49.76	55.82	62.31	营业利润增长率	-11.3%	-30.7%	31.7%	17.5%	15.7%
销售费用	1612.66	2019.06	2239.26	2483.92	2754.17	净利润增长率	-14.3%	-29.5%	31.8%	17.5%	15.8%
管理费用	371.21	368.44	422.97	468.88	517.19	EBITDA 增长率	-2.1%	-14.2%	21.6%	14.8%	-7.0%
研发费用	126.34	137.73	163.51	183.41	204.75	EBIT 增长率	-9.2%	-31.3%	39.3%	18.1%	15.8%
财务费用	-12.54	3.97	15.08	22.89	27.25	NOPLAT 增长率	-13.0%	-29.3%	38.5%	18.1%	15.8%
资产减值损失	-56.28	-79.78	-65.59	-65.59	-65.59	投资资本增长率	6.7%	7.9%	5.3%	6.3%	6.6%
加:公允价值变动收益	5.40	7.69	5.06	5.06	5.06	净资产增长率	3.7%	5.8%	4.1%	5.3%	5.9%
投资和汇兑收益	6.70	13.92	17.37	19.48	21.75	利润率					
营业利润	942.77	653.80	861.12	1011.62	1170.88	毛利率	77.0%	75.1%	75.2%	75.4%	75.6%
加:营业外净收支	4.00	-5.36	-1.70	-1.70	-1.70	营业利润率	23.5%	15.2%	17.3%	18.1%	18.8%
利润总额	946.76	648.43	859.41	1009.91	1169.17	净利率	19.5%	12.8%	14.6%	15.3%	15.8%
减:所得税	166.19	97.70	133.49	156.87	181.61	EBITDA/营业收入	33.9%	27.0%	28.5%	29.2%	24.3%
净利润	780.69	550.69	725.94	853.06	987.59	EBIT/营业收入	22.8%	14.6%	17.6%	18.5%	19.2%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	运营效率					
货币资金	1546.58	1379.21	1279.37	1467.12	1470.86	固定资产周转天数	59	59	57	63	64
交易性金融资产	905.38	502.68	607.74	692.81	757.87	流动营业资本周转天数	74	90	96	104	105
应收账款	362.63	370.04	409.08	447.66	493.25	流动资产周转天数	387	356	322	317	308
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	31	31	28	28	27
预付账款	69.71	61.71	75.33	83.87	92.97	存货周转天数	324	352	368	375	366
存货	950.62	1152.37	1370.58	1487.80	1606.82	总资产周转天数	626	619	568	538	514
其他流动资产	335.96	663.53	763.53	843.53	893.53	投资资本周转天数	498	496	458	432	412
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	15.4%	10.2%	13.0%	14.5%	15.8%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.2%	7.4%	9.2%	10.2%	11.1%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	13.2%	8.6%	11.4%	12.6%	13.7%
固定资产	730.06	681.74	891.33	1054.13	1177.49	费用率					
在建工程	241.76	471.09	404.17	357.33	324.55	销售费用率	40.3%	46.8%	45.0%	44.5%	44.2%
无形资产	993.88	1005.36	1038.97	1067.58	1091.19	管理费用率	9.3%	8.5%	8.5%	8.4%	8.3%
其他非流动资产	1.03	3.64	1.53	1.53	1.53	财务费用率	-0.3%	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%
资产总额	7201.77	7632.45	8071.17	8606.15	9195.12	三费/营业收入	49.2%	55.4%	53.8%	53.3%	52.9%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付账款	249.40	302.98	343.49	382.42	423.88	资产负债率	29.5%	29.6%	30.7%	31.5%	32.1%
应付票据	188.22	81.62	119.93	133.52	148.00	负债权益比	41.8%	42.0%	44.2%	46.0%	47.3%
其他流动负债	312.07	312.42	312.42	312.42	312.42	流动比率	2.49	2.44	2.50	2.61	2.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.70	1.37	1.31	1.39	1.37
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	35.26	20.58	27.65	27.01	26.67
负债总额	2121.21	2256.49	2474.84	2711.27	2954.61	分红指标					
少数股东权益	0.93	1.05	1.03	1.00	0.98	DPS(元)	0.50	0.72	0.83	0.97	1.12
股本	570.71	570.71	570.71	570.71	570.71	分红比率	0.37	0.75	0.65	0.65	0.65
留存收益	3609.60	3863.52	4116.57	4415.14	4760.80	股息收益率	2.3%	4.8%	4.2%	5.0%	5.8%
股东权益	5080.56	5375.96	5596.33	5894.88	6240.51	业绩和估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金流量表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	EPS(元)	1.37	0.96	1.27	1.49	1.73
净利润	780.69	550.69	725.94	853.06	987.59	BVPS(元)	8.90	9.42	9.80	10.33	10.93
加:折旧和摊销	444.78	538.11	543.80	595.52	318.06	PE(X)	15.6	15.6	15.4	13.1	11.3
资产减值准备	56.69	13.88	69.53	69.53	69.53	PB(X)	2.4	1.6	2.0	1.9	1.8
公允价值变动损失	-5.40	-7.69	-5.06	-5.06	-5.06	P/FCF					
财务费用	-0.11	2.29	31.63	38.24	44.86	P/S	3.1	2.0	2.2	2.0	1.8
投资收益	-6.70	-13.92	-17.37	-19.48	-21.75	EV/EBITDA	8.3	6.8	7.6	6.6	7.1
少数股东损益	-0.11	0.04	-0.02	-0.02	-0.03	CAGR(%)					
营运资金的变动	-482.49	-413.60	-269.11	-138.60	-112.23	PEG	—	—	0.5	0.7	0.7
经营活动产生现金流量	750.26	691.24	1066.09	1386.53	1273.33	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-447.07	-399.30	-737.20	-716.28	-693.04	REP					
融资活动产生现金流量	-712.86	-376.45	-427.71	-482.49	-576.55						

资料来源: Wind, 财通证券研究所 (以 2026 年 05 月 28 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。

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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。