仅供内部参考，请勿外传！

比音勒芬（002832.SZ）
携手Snow Peak品牌有望打开第二成长曲线

公司研究 · 深度报告

纺织服饰

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：丁诗洁
0755-81981391
dingshijie@guosen.com.cn
S0980520040004

证券分析师：刘佳琪
010-88005446
liujiaqi@guosen.com.cn
S0980523070003

仅供内部参考，请勿外传！

报告摘要：

- **Snow Peak公司概况和历史复盘：从高端户外装备制造商走向生活方式品牌，私有化后开启发展新阶段。**1）Snow Peak创立于1958年，起家于日本燕三条制造业腹地，最初聚焦登山与露营装备，后在“恢复人性”“人生，野游”等理念驱动下，逐步从单一用品制造商发展为覆盖装备、服装、餐饮、居住提案、营地运营等领域的高端户外生活方式品牌。公司2014-2022年处于快速扩张阶段，收入曾连续多年双位数增长，2022年达到收入高峰期307.7亿日元（约15.79亿人民币），2023年同比回落16%。早期日本本土市场发展更为顺利，近几年海外市场占比上升。2）管理上，公司经历家族接班到职业经理人搭档制；股权上，公司2024年私有化，贝恩资本与创始人深度绑定；区域运营上，公司根据市场成熟度在日本、韩国、欧美和中国配置不同的直营、批发、电商与本地化组合。
- **比音勒芬与Snow Peak合作前景：统一中国经营体系，释放品牌潜力打开第二成长曲线。**1）2026年6月比音勒芬与Snow Peak、GAMSUNG达成战略合作，比音勒芬成为其中国核心战略合作伙伴，并统一负责中国市场推广、销售及渠道管理，合作范围覆盖日本线服饰、露营装备、咖啡及韩国线服饰等核心板块。此次合作的意义一方面在于终结Snow Peak中国过去长期存在的“日本总部体系+韩国服饰授权体系”并行的双网络格局，缓解渠道割裂、门店体系不一致和品牌表达分散的问题，另一方面也有望更好的借助比音勒芬的资源和能力，使得三方在品牌于中国市场的快速发展中共同受益。2）从品牌定位与竞争格局看，Snow Peak主打高质感露营生活方式，与韩国户外品牌可隆和日本户外品牌Mont-Bell相比，其在国际市场拥有较高的美誉度与知名度，但品牌销售体量较低。可隆和Mont-Bell品牌近年来在中国市场发展迅速，相比之下Snow Peak存在诸多运营改善的空间，包括中国市场的门店密度偏低、门店落位质量欠佳、服饰品类渗透率偏低和低价产品销售比例过高等问题。若后续比音勒芬能针对其货品、渠道和营销进行有效梳理与赋能，Snow Peak品牌具有较大的发展空间。比音勒芬拥有近1500家优质门店资源、头部商圈落位能力和成熟零售数字化体系，当前已推动Snow Peak进入上海前滩太古里、广州聚龙湾太古里等高端商圈，未来有望加快一二线核心城市扩张。同时，比音勒芬品牌具有丰富的高端品牌运营成功经验，与Snow Peak品定位也具有协同性。
- **风险提示：**消费需求不及预期、行业竞争加剧、加盟渠道库存风险、存货减值风险、多品牌孵化不及预期。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

仅供内部参考，请勿外传！

报告摘要：

- **盈利预测：经营拐点已至，步入业绩释放期。**根据分渠道预测，未来三年电商渠道在低基数下维持高增长，直营增速略高于加盟，合计三年收入分别为52.22/59.18/63.97亿元，同比增长21.0%/13.3%/8.1%。渠道结构变化和费用规模效应下净利率提升，预计2026-2028年公司归母净利润分别为6.97/8.22/9.15亿元，同比增长26.6%/17.8%/11.3%。
- **估值投资建议：把握公司短期业绩弹性，及中长期成长空间。**比音勒芬作为国内高端高尔夫服饰龙头，主品牌具备较强品牌护城河，2026年经营拐点进一步确立，一季度营收与归母净利润已实现高双位数增长，电商高增、直营扩店和加盟补库共同支撑短期业绩修复。中长期看，公司通过并购KENT&CURWEN、CERRUTI 1881及代理OOFOS、Snow Peak等品牌，逐步构建覆盖高端商务、度假休闲、户外生活方式和运动恢复等赛道的多品牌矩阵，各品牌未来3-5年有望陆续成熟，成为公司新的增长极。估值层面，公司当前股价对应2026年PE约17倍，PEG约0.76倍，处于可比公司偏低水平；考虑公司在高端细分赛道的稀缺性、盈利质量优势及多品牌协同带来的成长韧性，给予公司2027年16-18倍PE，对应合理估值区间23-26元，维持“优于大市”评级。

表：盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,004	4,314	5,222	5,918	6,397
(+/-%)	13.2%	7.7%	21.0%	13.3%	8.1%
净利润(百万元)	781	551	697	822	915
(+/-%)	-14.3%	-29.5%	26.6%	17.8%	11.3%
每股收益（元）	1.37	0.96	1.22	1.44	1.60
EBIT Margin	27.8%	19.7%	16.2%	16.8%	17.3%
净资产收益率（ROE）	15.4%	10.2%	12.5%	14.1%	15.0%
市盈率（PE）	15.1	21.4	16.9	14.3	12.9
EV/EBITDA	11.3	14.5	15.1	13.0	11.8
市净率（PB）	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

仅供内部参考，请勿外传！

目录

01 Snow Peak公司概况和历史复盘：从高端户外装备制造商走向生活方式品牌，私有化后开启发展新阶段

02 比音勒芬与Snow Peak合作前景：统一中国经营体系，释放品牌潜力打开第二成长曲线

03 盈利预测：经营拐点已至，步入业绩释放期

04 估值与投资建议：把握公司短期业绩弹性，及中长期成长空间

仅供内部参考，请勿外传！

目录

01 Snow Peak公司概况和历史复盘：从高端户外装备制造商走向生活方式品牌，私有化后开启发展新阶段

02 比音勒芬与Snow Peak合作前景：统一中国经营体系，释放品牌潜力打开第二成长曲线

03 盈利预测：经营拐点已至，步入业绩释放期

04 估值与投资建议：把握公司短期业绩弹性，及中长期成长空间

仅供内部参考，请勿外传！

一、Snow Peak公司概况和历史复盘

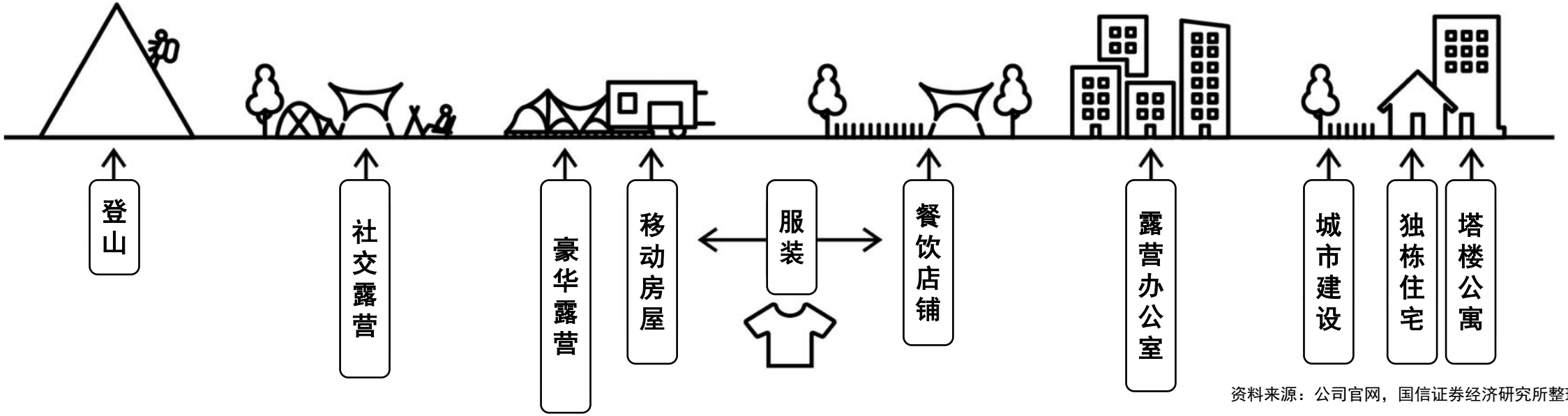
公司概况：历史悠久的高端户外生活方式品牌

- **1958—1976年：创业奠基期。**Snow Peak于1958年创立于日本以卓越制造工艺闻名世界的地区，新潟县燕三条。创始人山井幸雄最初经营五金批发业务，同时他也是一位热爱登山的户外运动者。由于对当时市售登山装备不满，他怀揣“亲手制造真正想要的工具”的信念，依托燕三条精湛的匠人技艺，开始自主研发登山用品。1963年，“Snow Peak”正式完成商标注册，1976年公司设立自有工厂，品牌基础逐步夯实。

- **1986—2000年：转型突破期。**1986年，创始人山井幸雄的儿子，现任会长山井太加入公司，为Snow Peak带来重大转折。他将户外活动重新定义为一种生活方式，倡导通过露营增进家庭纽带、享受丰盈时光。秉承父辈的制造信念，山井太依托燕三条的工艺底蕴，开创了豪华高端露营装备的新领域。他相继推出了“Solid Stake”地钉和“焚火台”等划时代产品，引领了席卷全日本的汽车露营热潮。

- **2000年至今：理念升华期。**进入新世纪，Snow Peak明确以“恢复人性”为使命，提出“人生，野游”的口号，致力于在衣食住行等所有生活场景中连接人与自然。企业纲领“The Snow Peak Way”强调对地球万物产生积极影响，品牌持续拓展全球市场，并深化其作为社会价值创造者的角色。

图：公司“高端户外生活方式”概念图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

一、Snow Peak公司概况和历史复盘

公司业务概览：以户外用品为基础，开拓多元服务

- Snow Peak的业务已从单纯的户外用品制造拓展为围绕“衣食住働遊”（衣、食、住、工作、游）五大生活主题的综合性服务。其核心业务涵盖高端露营装备的研发销售、兼顾日常与户外功能的服装、融合自然体验的餐饮服务，以及将户外生活方式引入城市住宅的居住提案。此外，公司还倡导在办公环境中融入户外元素，通过露营研修创新工作方式，并积极参与地方创生，挖掘地域资源价值，同时提供豪华露营等度假体验。总体而言，Snow Peak致力于在生活的方方面面搭建人与自然连接的桥梁，已转型为一家多元化的生活方式企业。

图：公司主要业务概览



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

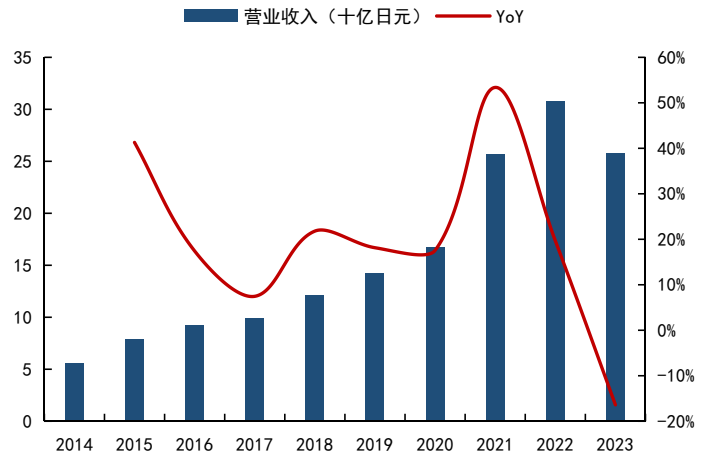
仅供内部参考，请勿外传！

一、Snow Peak公司概况和历史复盘

私有化前财务情况：曾连续多年快速增长，逐步拓展市场和品类

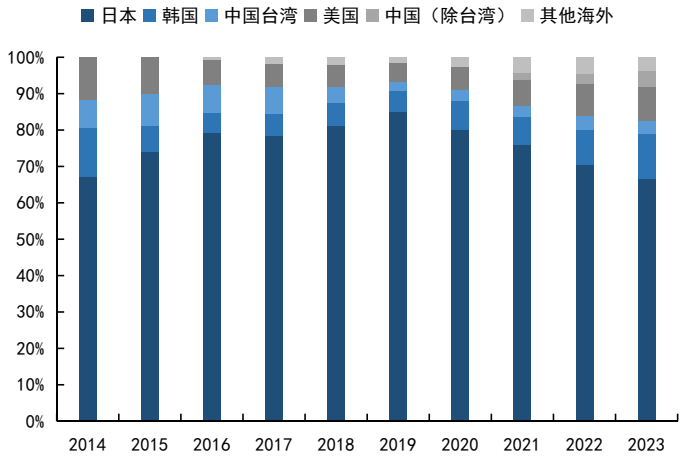
- **收入规模：**公司呈现快速扩张的趋势，收入曾连续多年双位数增长，2022年达到收入高峰期307.7亿日元（约15.79亿人民币），2023年同比回落16%。
- **地区结构：**2014年至2019年，尽管公司战略上在推进海外扩张，但日本直营网点、线上商城、服饰业务以及面向露营新手的入门套装和入门店扩张更快，国内收入兑现早于海外，而彼时多数海外市场仍处布局期、增长偏慢，导致日本本土收入占比反而上升；而2020年至2023年，随着前期布局的海外市场陆续进入放量阶段，日本收入占比逐年降至66.6%，而韩国收入占比则从2020年的8%升至2023年的12.6%，同时中国（除台湾）也由2021年首次披露时的1.9%提升至2023年的4.4%。
- **品类结构：**从户外装备开拓多元品类，核心的户外装备收入占比从2015年的92.9%降至2023年的77.3%，服装线从4.9%逐步扩大至12.6%，连同“其他”品类也增至10.1%（其他品类包括露营地、餐饮、城市户外、地方振兴咨询、商业解决方案等）。

图：公司2014-2023年营收与增速



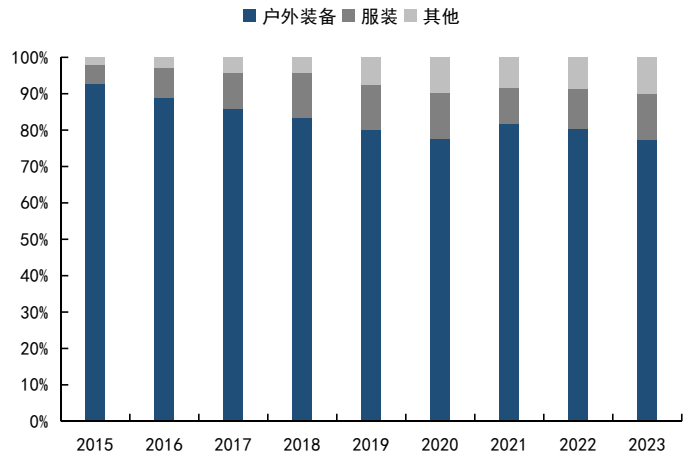
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司2014-2023年地区收入结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司2015-2023年品类收入结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

一、Snow Peak公司概况和历史复盘

高管变化：家族接班到三代，二代接班人回归，再到职业经理人搭档制

- **1958-2020年：**山井幸雄于1958年创立公司，其子山井太1986年加入并逐步接管公司。2012年，山井太之女山井梨沙进入公司，先后从事服装业务，企划开发，之后升任副总裁(代表取缔役副社长)。
- **2020年-2022年：**2020年3月，Snow Peak董事会决定由公司CDO、副总裁山井梨沙升任总裁(代表取缔役社长)，山井太由总裁转任董事长（代表取缔役会长）。
- **2022年-2025年：**2022年9月，山井梨沙辞任总裁（代表取缔役社长执行役员），山井太当天兼任总裁（代表取缔役会长执行役员兼社长执行役员）。
- **2025年至今：**2025年10月，水口贵文出任总裁（代表取缔役社长执行役员）、COO兼CBO，山井太保留董事长（代表取缔役会长执行役员）、CEO兼CCO，公司由“创始人+职业经理人”共同驱动。

图：公司高管变化



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

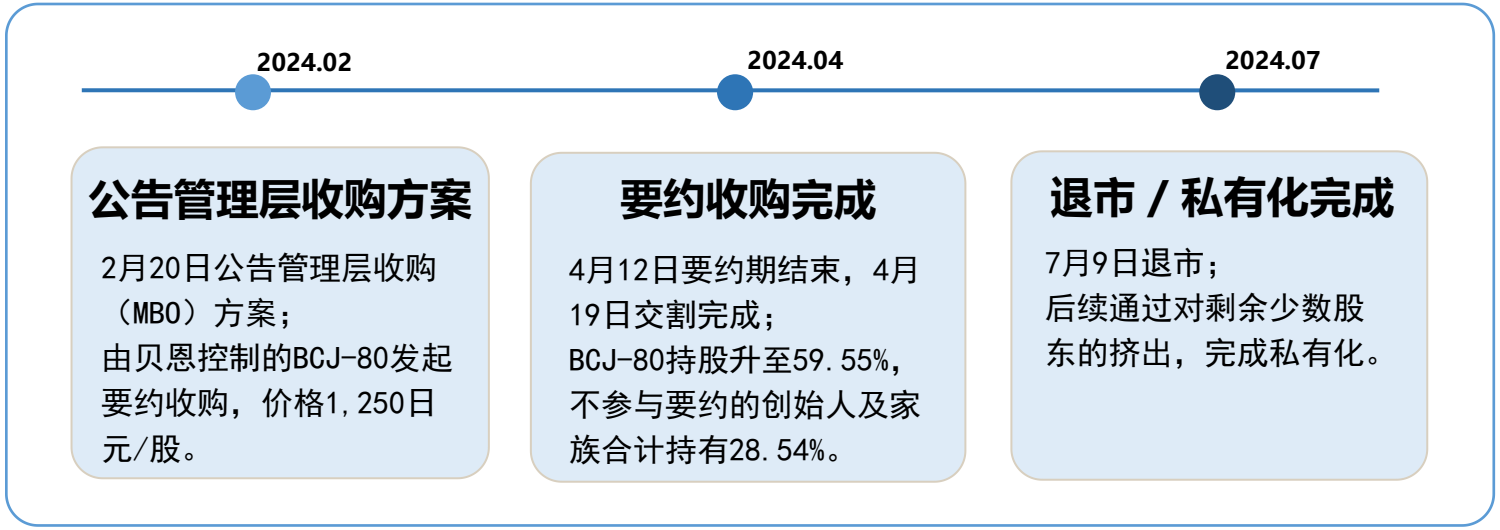
仅供内部参考，请勿外传！

一、Snow Peak公司概况和历史复盘

私有化完成后：贝恩控股与创始人深度绑定，Snow Peak具备更强中长期投入能力

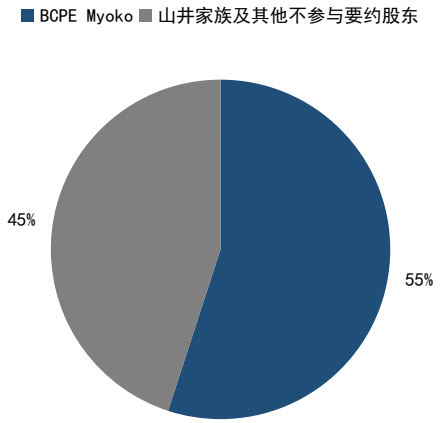
- **发布要约收购公告：**为摆脱上市公司短期业绩压力，转向中长期品牌建设，2024/2/20，Snow Peak公司董事会表决支持由贝恩资本控制的收购载体 BCJ-80 发起管理层收购（MBO）并建议股东接受要约，最终要约价为每股1250日元。
- **要约收购实施：**要约收购于2024年2月21日到4月12日实施，并于4月19日完成交割，BCJ-80 获得22,708,815股、对应股权比例59.55%，成为控股股东。
- **私有化过程：**由于要约收购后仍未取得全部股份，Snow Peak随后启动“二步法”私有化。公司于2024年5月15日公告拟实施株式併合、废止单元股制度并修改章程，相关议案在6月19日临时股东大会通过。
- **退市：**2024/7/9公司自东京证券交易所退市，后续通过对剩余少数股东的挤出，完成私有化。
- **私有化完成后的股权结构：**贝恩旗下BCPE Myoko 55%，山井家族及其他不参与要约的股东45%；山井太继续参与经营，贝恩拥有多数董事提名权。

图：Snow Peak私有化路径



资料来源：Snow Peak公告，国信证券经济研究所整理

图：Snow Peak私有化完成后的股权结构



资料来源：Snow Peak公告，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

一、Snow Peak公司概况和历史复盘

贝恩资本对Snow Peak未来战略：品牌投入、组织补强、外延扩张

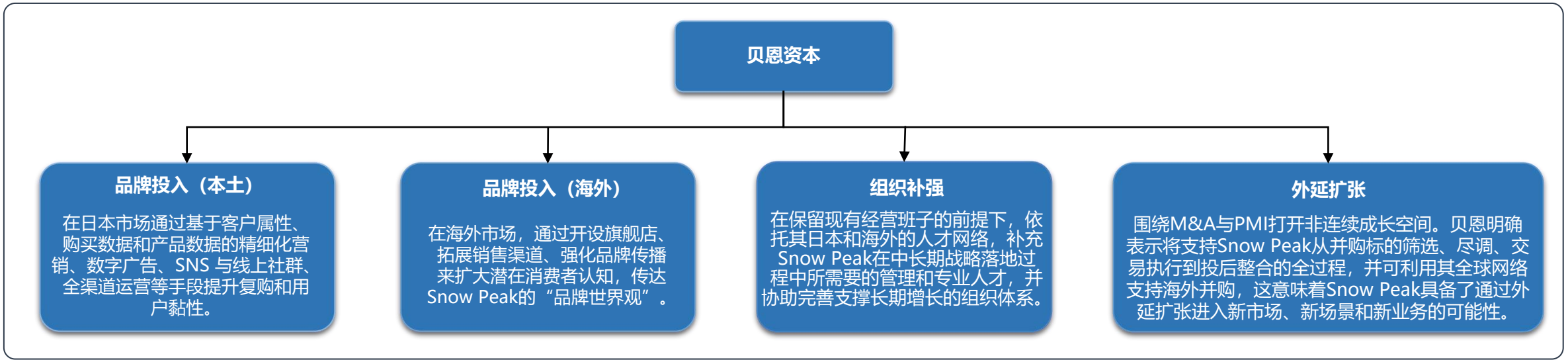
- **根据Snow Peak公告，贝恩资本对品牌后续的管理赋能包括品牌投入（本土/海外）、组织补强、外延扩张三个方面。我们认为这些管理赋能或对品牌发展带来以下帮助：**

1. **摆脱上市压力，聚焦长期投入：**Snow Peak可以规避短期利润波动的过度顾虑，把资源更持续地投入到品牌资产、用户运营、海外渠道、旗舰店建设和组织升级之中；

2. **品牌定位升级与扩容：**更有机会从“以露营装备见长的日本高端户外品牌”转向“覆盖装备、服饰、体验、社群和生活方式内容”的全球化户外生活方式品牌；

3. **资本与运营协同：**后续在中国等重点市场利用贝恩提供的资本、组织和治理赋能，结合携手本地经营实力强的合作伙伴，如比音勒芬的渠道落地能力，有望推动Snow Peak打开新一轮成长曲线。

图：贝恩资本对Snow Peak的赋能管理



资料来源：Snow Peak公告，国信证券经济研究所整理

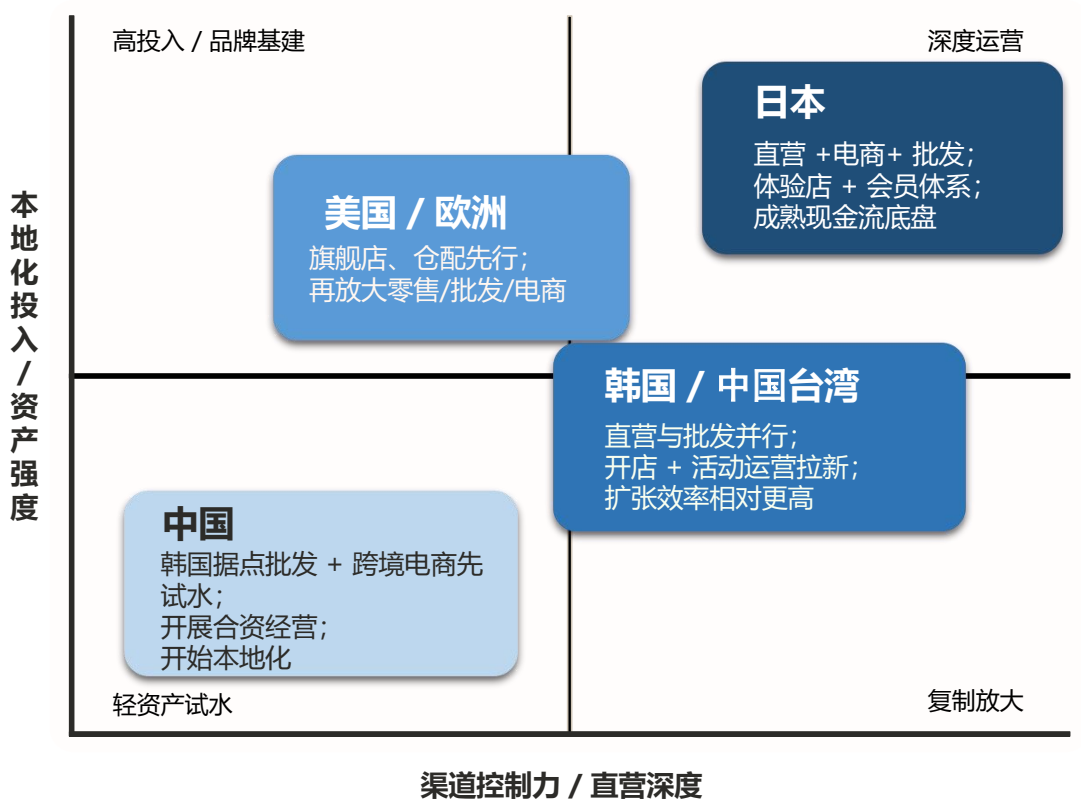
仅供内部参考，请勿外传！

一、Snow Peak公司概况和历史复盘

不同市场的运营模式：同一品牌，不同地区，不同打法

- 公司不是完全用一套运营模式复制全球，而是按市场成熟度配置直营体验、批发、电商和本地化投入的组合。
  - **日本：**公司较为成熟的市场，模式最完整，直营体验店、电商、批发并行，重点是会员、积分、社区和Campfield提升客户终身价值；
  - **韩国/中国台湾：**市场品牌认知高、户外文化成熟，复制日本市场模式，直营与批发并行，靠开店和活动运营拉新；
  - **美国/欧洲：**更像品牌基建市场，先投旗舰店、仓配，再放大零售、批发和电商；
  - **中国：**之前主要是韩国据点（如 GAMSUNG）批发 + 跨境电商试水，随后开展合资经营，最近开始与比音勒芬签署战略合作协议，将其在中国市场的业务运营、渠道管理权限，全部授权给比音勒芬负责。

图：按市场成熟度划分的 Snow Peak 运营模式矩阵



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理
注：越往右，直营和渠道控制越强；越往上，本地化投入和资产强度越高。

仅供内部参考，请勿外传！

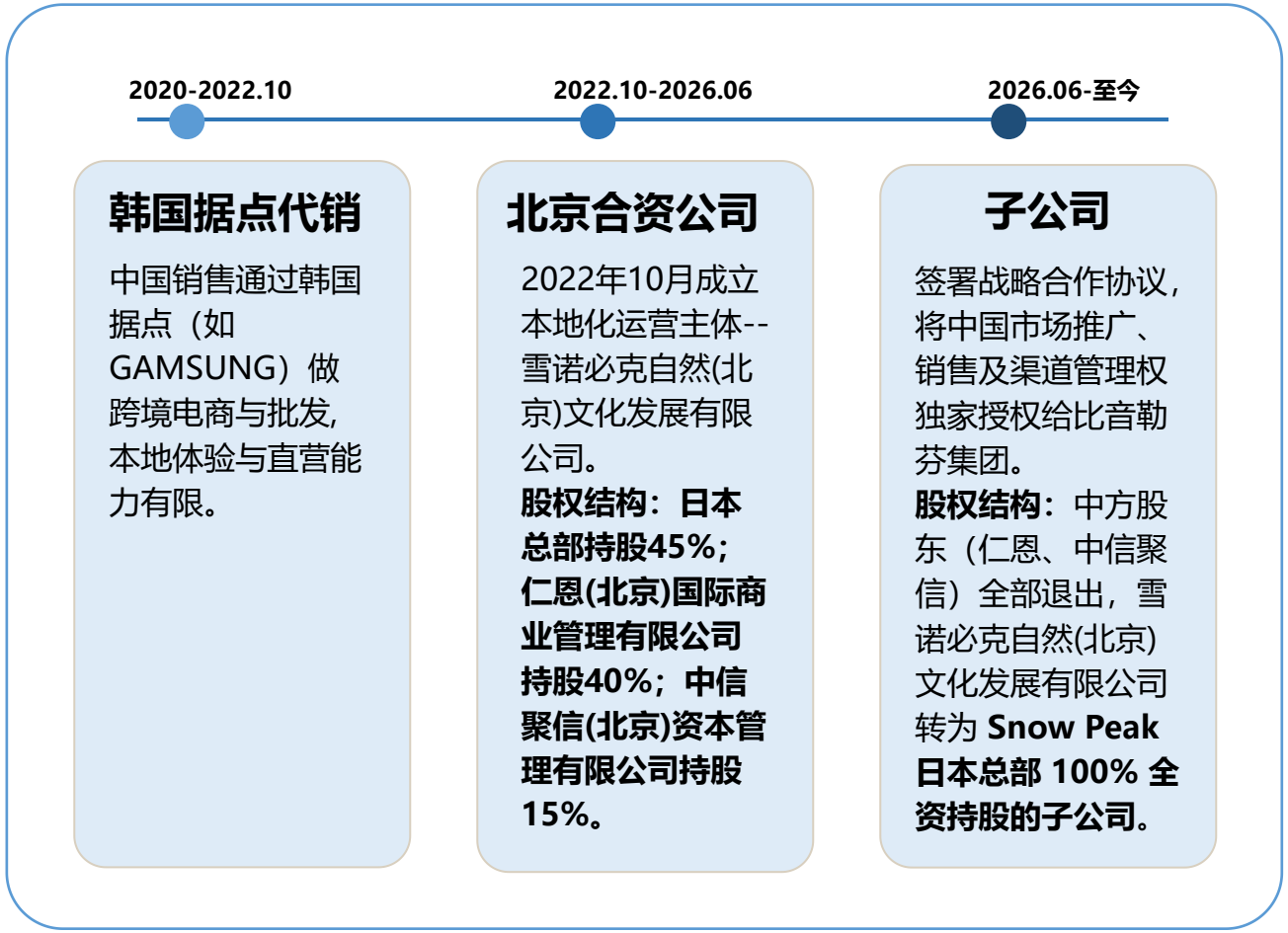
一、Snow Peak公司概况和历史复盘

Snow Peak中国：从韩国代销到北京合资，再到日本总部全资持股的子公司

- **运营模式：**Snow Peak中国模式经历了三段式演进。2020-2022年，主要通过韩国据点代销；2022年10月，与中方合作伙伴共同成立了本地化运营主体；2026年6月，由日本总部 100% 全资持股；随后，日本总部又与中国服饰企业比音勒芬集团，签署了全新的战略合作协议，将其在中国市场的业务运营、渠道管理权限，全部授权给比音勒芬集团负责。

- **股权结构：**2022年成立合资公司时，日本总部持股45%；仁恩（北京）国际商业管理有限公司持股40%；中信聚信（北京）资本管理有限公司持股15%。目前，雪诺必克自然（北京）文化发展有限公司的中方股东已全部退出，该公司由日本总部 100% 全资持股。

图：中国运营模式变化



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

目录

01 Snow Peak公司概况和历史复盘：从高端户外装备制造商走向生活方式品牌，私有化后开启发展新阶段

02 比音勒芬与Snow Peak合作前景：统一中国经营体系，释放品牌潜力打开第二成长曲线

03 盈利预测：经营拐点已至，步入业绩释放期

04 估值与投资建议：把握公司短期业绩弹性，及中长期成长空间

仅供内部参考，请勿外传！

二、比音勒芬与Snow Peak合作前景

合作官宣：三方合作，比音勒芬成为Snow Peak中国核心合作伙伴

- 2026年6月12日，比音勒芬集团举行了Snow Peak签约仪式，与Snow Peak, Inc. 、GAMSUNG达成战略合作，比音勒芬成为其中国核心战略合作伙伴。前者是Snow Peak品牌的创始公司，也是全球总部所在地的日本运营主体，后者则是Snow Peak韩国运营公司，拥有Snow Peak Apparel在韩国及中国的销售授权。

- 此次签约，标志着比音勒芬将主导Snow Peak在中国的经营，即营销、销售和分销带有Snow Peak IP和商标的产品，包括Snow Peak日本线服饰、露营装备、咖啡及韩国线服饰等核心板块。

- 近些年，比音勒芬开始主动调整业务布局，从单一品牌向多品牌高端运动户外集团转型，围绕“高端”与“户外”两大关键词构建多品牌矩阵，目前该矩阵已囊括法国奢侈品牌Cerruti 1881、英国潮奢品牌KENT&CURWEN、意大利路亚品牌Carnaval De Venise，以及全球运动恢复鞋OOFOS，Snow Peak的加入进一步完善了这一布局，使集团在高端户外生活赛道的协同效应更加凸显。

图：公司合作官宣



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图：公司多品牌矩阵



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

二、比音勒芬与Snow Peak合作前景

合作背景：未来比音勒芬主导运营，有望改善Snow Peak品牌在中国渠道体系的矛盾

- **品牌官网与地图APP门店信息不完全匹配：**对比官网与百度地图门店信息，可以清晰看到，此前Snow Peak在中国除港澳台有着“一个品牌、两套网络”的渠道分裂。官网披露的店铺数量普遍少于百度地图的收录结果，且多地出现官网没有、但地图上已有的门店，比如上海的前滩太古里店等。

- 出现这种情况，主要是由于官网的店铺是日本总部合资公司主导的官方授权店，而地图收录的部分门店则来自韩国GAMSUNG服装授权及合作伙伴（如比音勒芬）所开设的门店。由于历史合作路径不同，同一品牌在中国除港澳台呈现出相对分散的门店网络。

- 此次三方战略合作，由比音勒芬主导Snow Peak品牌在中国市场的渠道网络建设，将完善品牌在中国市场的授权结构与治理权分配，从而终结“一个Snow Peak、两套官方”的内耗。

图：公司官网与百度地图披露的中国除港澳台门店对比

城市	官网披露	百度地图	对比情况
北京	3家	7家	官网首钢园快闪店百度地图未显示；百度地图新增凤凰汇购物中心店、中关村店、上德银泰城店、中粮·祥云小镇南区店、六工汇购物广场店
上海	2家	6家	百度地图新增前滩太古里店、前滩滨江店、浦东世纪公园店、张园店
广州	0家	2家	百度地图新增云恒UC车世界店、聚龙湾太古里店
重庆	0家	1家	百度地图新增重庆万象城店
深圳	2家	2家	官网万象天地店百度地图显示停业；百度地图新增益田假日广场店
厦门	1家	2家	百度地图新增万象城二期店
哈尔滨	1家	2家	百度地图新增松雷商业大厦店
威海	0家	1家	百度地图新增那香海国际旅游度假区店
无锡	1家	1家	一致
苏州	1家	1家	一致
宁波	1家	1家	一致
沈阳	1家	1家	一致

资料来源：公司官网、百度地图，国信证券经济研究所整理　　注：官网仅统计专卖店，未包含集合店

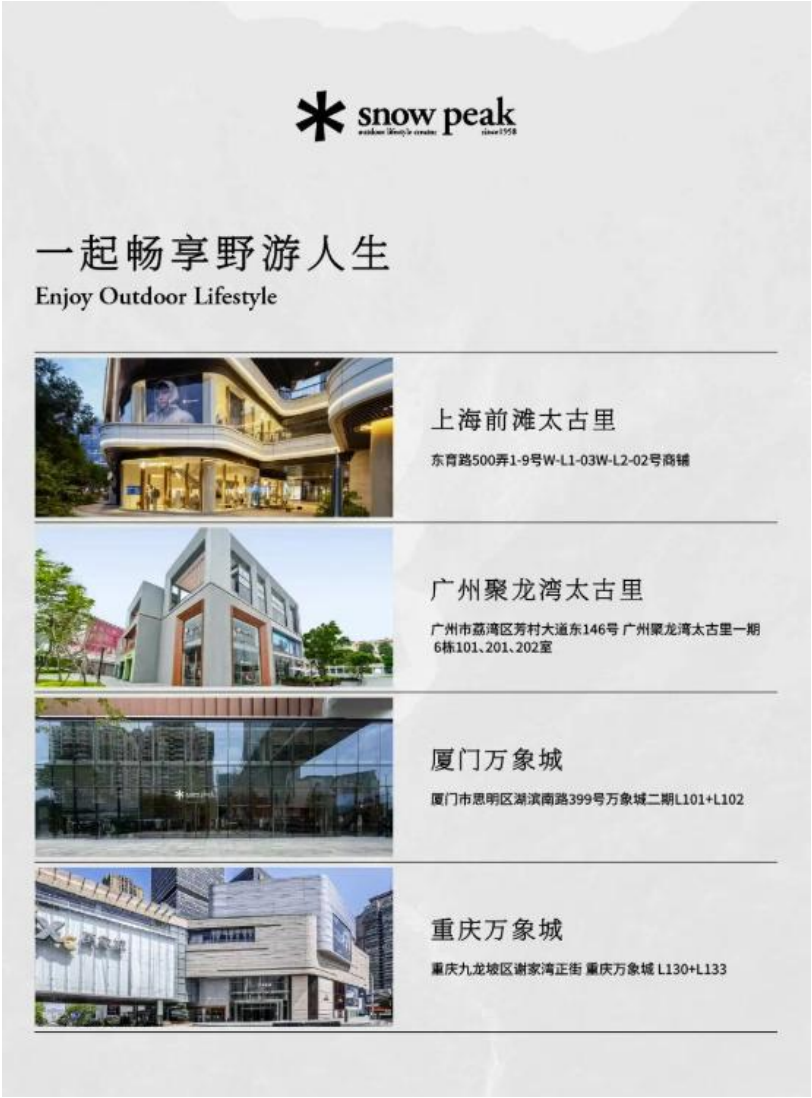
仅供内部参考，请勿外传！

二、比音勒芬与Snow Peak合作前景

资源赋能：比音勒芬主导Snow Peak在头部高端商圈持续拓店

- 比音勒芬目前在全国拥有近1500家门店，覆盖高端百货、购物中心、机场高铁枢纽、高尔夫球场、奥特莱斯、高端酒店等优质区位，并建立起相对成熟的零售与数字化体系。多元且高端的渠道布局，加上集团长期积累的线下精细化运营经验，正在直接转化为 Snow Peak 的渠道落地能力。
- 截至2026年6月，比音勒芬已推动 Snow Peak 在上海前滩太古里、广州聚龙湾太古里、重庆万象城、厦门万象城等高端商圈开设门店。公司表示，未来将重点布局一、二线城市核心商圈，以强化品牌在消费者心中“高端户外生活方式”的整体认知。
- 整体来看，目前开设的店铺均属于所在城市具有代表性的高端商业载体，客群能级、品牌集聚度和场景展示能力较强，说明比音勒芬不仅能够为 Snow Peak 对接更优质的高端渠道资源，也具备在头部商业项目中进行品牌落位、运营和持续扩张的能力。

图：公司近年来新开的Snow Peak店铺信息



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

二、比音勒芬与Snow Peak合作前景

合作前景：Snow Peak与其他代表性日韩户外品牌对比，未来在中国发展潜力大

- **Snow Peak**：起家于户外装备，当前已形成覆盖露营装备、功能服饰、零售门店及营地/社群体验的综合业务体系，品牌核心卖点在于将设计审美、场景体验与户外文化相结合，持续强化高端露营生活方式品牌心智。全球销售额体量仅约13亿元人民币（参考2023年财报）。
- **KOLON SPORT**：偏向韩系高端机能户外路线，围绕徒步、登山、露营、钓鱼等多元场景布局，服饰占比和时尚表达更强，强调专业性能与都市穿搭的结合。与Snow Peak相比，都一样强调“生活方式”，但更偏服饰与都市机能，营地装备较少。2025年全球销售额约77亿元人民币，其中中国、韩国分别约58/19亿元。
- **Mont-Bell**：日本传统功能型户外品牌，以轻量化、功能效率和多场景适用性见长，更偏向满足登山、徒步及综合户外活动中的实用需求，与与Snow Peak相比，都有日系户外基因，但更偏功能与性价比，社交属性和仪式感较弱，2026年全球销售额预计约76亿元人民币。

图：Snow Peak与其他代表性日韩户外品牌对比

	Snow Peak	Kolon Sport	Mont-Bell
品牌Logo	snow peak	KOLON SPORT	mont·bell
主要品类	户外装备；户外服饰	户外服饰；运动服饰	户外服饰；运动服饰
销售体量	257.3亿日元（约13亿元人民币，2023年）	1.5184万亿韩元（约77亿元人民币）	1800亿日元（约76亿人民币，2026年预计）
产品定位	高质感露营生活方式品牌	韩系高端品质户外生活方式品牌	功能主义日系轻户外穿搭品牌
品牌心智	日式精致露营；高端野游方式；装备与体验一体化	韩系机能时装；城市与山野两栖；会穿也会玩	专业轻量、务实可靠；户外老玩家的性能选择
产品比例	装备约77%；鞋服约13%	鞋服约85%	鞋服约94%
市场比例	中国全境约8%；日本约67%；韩国约13%	中国约75%；韩国约25%	-

资料来源：久谦、小红书第三方数据库、公司官网、纤研新闻社，国信证券经济研究所整理

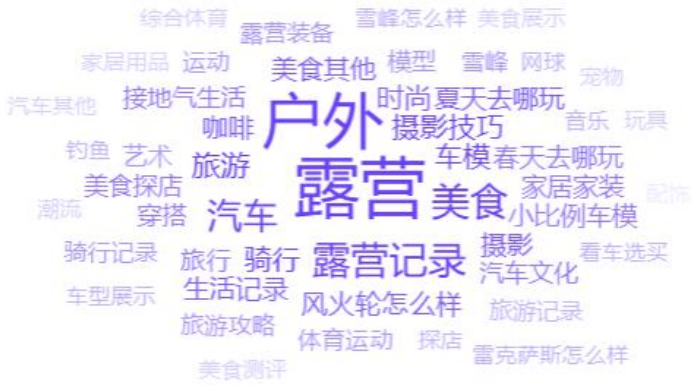
仅供内部参考，请勿外传！

二、比音勒芬与Snow Peak合作前景

1、定位对比：相比其他代表性日韩户外品牌，Snow Peak定位“高质感露营生活方式”

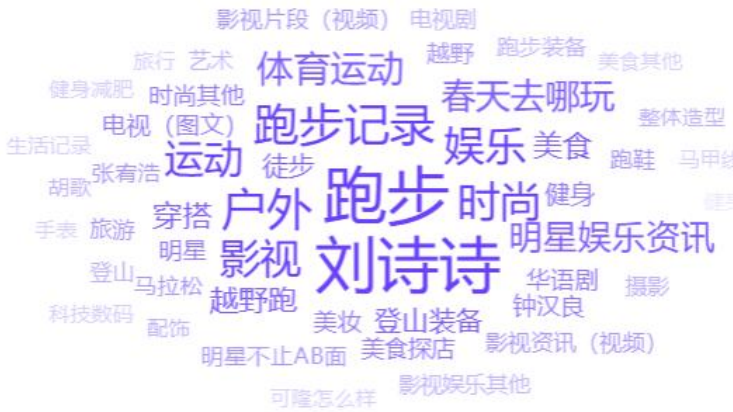
- **Snow Peak：**定位是“高质感露营生活方式”，将露营、美食、摄影、汽车出行、家居审美连在一起的一整套生活方式。受众主要为城市中产、家庭等自驾露营人群。其关注重点不仅是装备本身，还是“出去玩这件事怎么更完整、更好看、更有氛围”。因此品牌发展更依赖高质量线下空间、品牌运营和高净值客群触达能力，比音勒芬恰好具备此类资源。
- **Mont-bell：**定位为“功能主义日系轻户外穿搭”，主要强调功能感、日常可穿，并带有一定的日系审美。受众偏年轻城市用户、轻户外爱好者、通勤兼轻运动人群。
- **可隆：**定位为“高端品质户外生活方式”，其核心在于构建人与自然和谐共存的深度情感连接与价值观认同。受众明显更偏都市运动人群，尤其是会关注明星同款、穿搭表达、跑步和轻户外的群体。

图：Snow Peak小红书粉丝互动偏好词云图



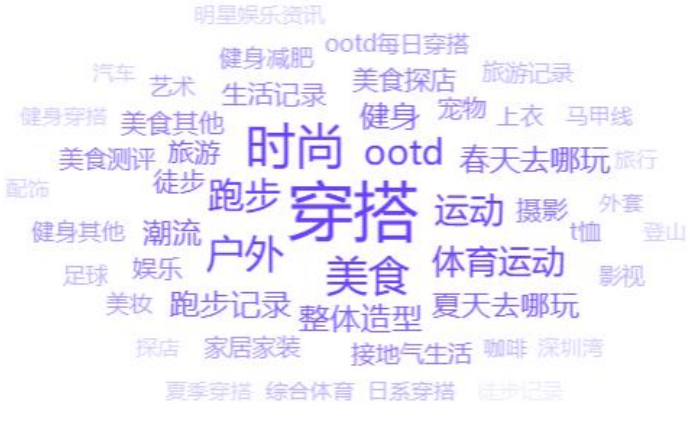
资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：可隆小红书粉丝互动偏好词云图



资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：Mont-Bell小红书粉丝互动偏好词云图



资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

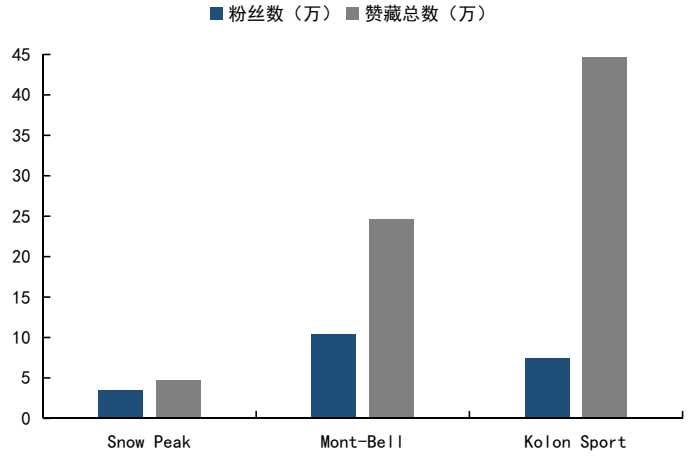
二、比音勒芬与Snow Peak合作前景

2、受众对比：Snow Peak粉丝画像清晰但仍处破圈早期，后续服饰与内容运营均有放大空间

- **粉丝结构：**Snow Peak的核心粉丝群是25-34岁青壮年男性（占近60%），该年龄段群体自驾露营比例较高；Mont-Bell画像较为均衡，18-24岁年轻用户占比高达48%，且性别比例较平均，凭借亲民定价与日系设计成功覆盖大众入门市场；Kolon Sport则完全破圈，女性粉丝占比高达89.5%，以优雅时尚定位精准切入都市女性生活方式赛道。

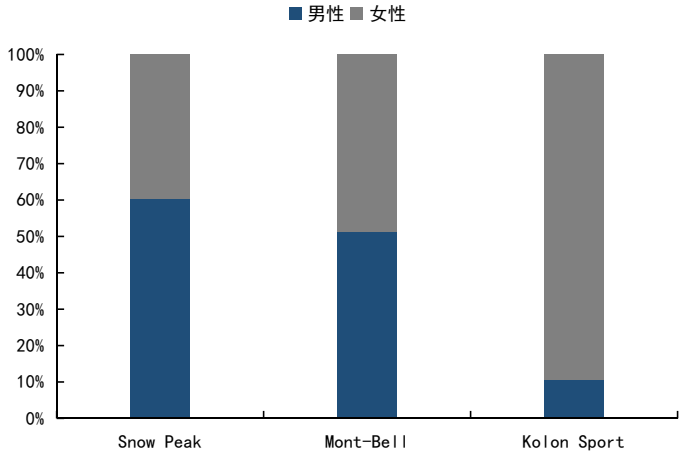
- **粉丝数与赞藏数：**Kolon Sport有7.46万粉丝和44.68万赞藏数，赞藏数是粉丝数的近6倍，说明其内容具有极强的“种草力”和传播性，大量非粉丝用户也在主动收藏和互动；Mont-Bell 粉丝数最多（10.44万），内容覆盖面广，赞藏表现稳健（24.68万），与其“大众亲民”品牌定位一致，受众基数大但互动相对分散；Snow Peak 粉丝基数较小（3.53万），赞藏基数仍小（4.77万），但25-34岁男性、自驾露营和轻户外人群特征清晰，表明品牌已有较明确的核心受众，后续仍有向更广生活方式客群外延的空间。

图：品牌粉丝数&赞藏总数



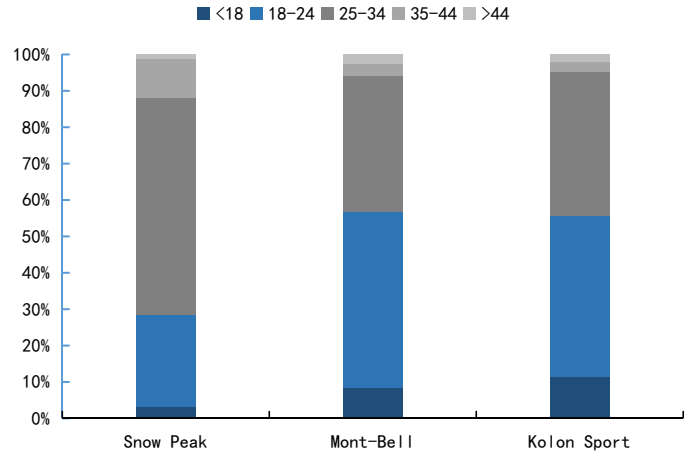
资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：品牌粉丝性别结构



资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：品牌粉丝年龄结构



资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

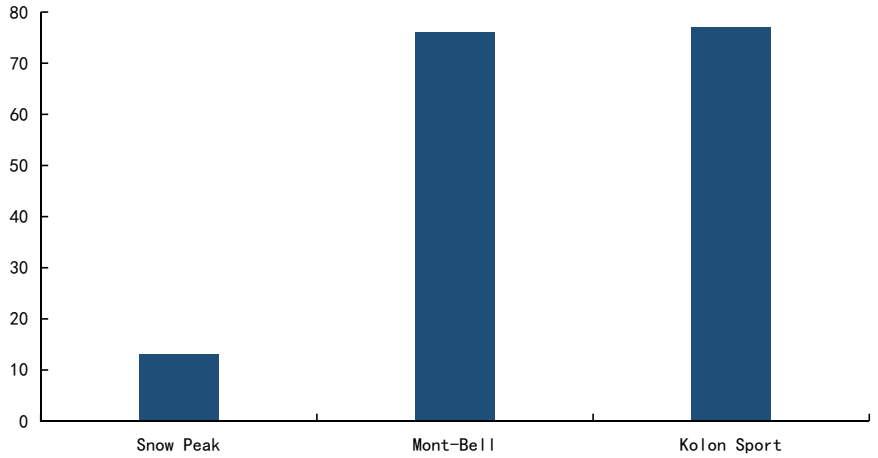
仅供内部参考，请勿外传！

二、比音勒芬与Snow Peak合作前景

3、体量对比：Snow Peak品牌认知度高于销售兑现，未来发展潜力较大

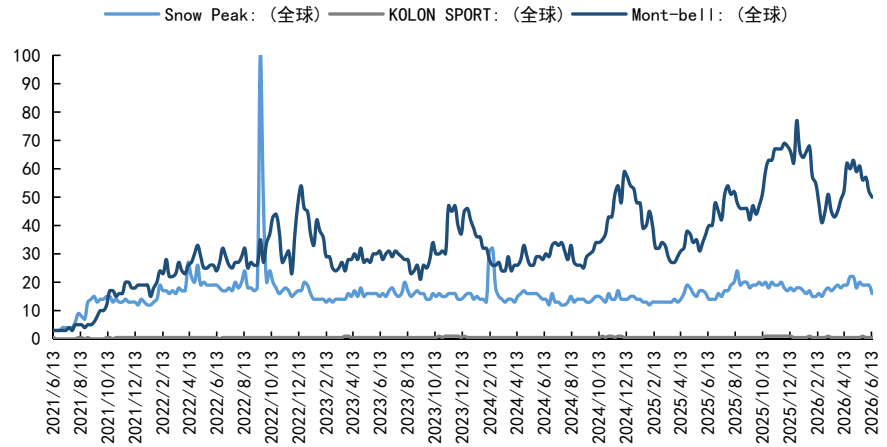
- **销售额/流水：**韩国品牌Kolon Sport收入为1.5184万亿韩元（约77亿元人民币，2025年），在三品牌中较为领先，日本品牌Mont-Bell销售额为1800亿日元（约76亿元人民币，2026年预计），位居第二，而同为日本品牌的Snow Peak2023年收入为257.3亿日元（约13亿元人民币）。
- **谷歌趋势：**然而，从谷歌全球搜索趋势看，Mont-bell从早期个位数起步，到2025年底至2026年初已频繁触及60至70的高位，品牌全球影响力持续扩大；Snow Peak则日常基数稳定在15至20左右，但曾在2022年9月创下100的峰值，此后虽回落至常态，但整体中枢已较早期明显抬升；相比之下，KOLON SPORT的热度近乎一条平直线，常年维持在0至1之间，全球关注度与另外两个品牌存在量级上的显著差距。
- **综合来看，Snow Peak 当前收入体量偏小，但全球关注度并不弱，品牌心智基础已在，后续若中国区产品、渠道和运营进一步完善，收入释放具备较大弹性。**

图：三品牌全球销售额/流水



资料来源：公司公告、公司官网、欧睿，国信证券经济研究所整理
注：Snow Peak为2023年末数据，Mont-Bell为2024年末数据，Kolon为2025年末数据

图：品牌谷歌趋势



资料来源：谷歌趋势，国信证券经济研究所整理

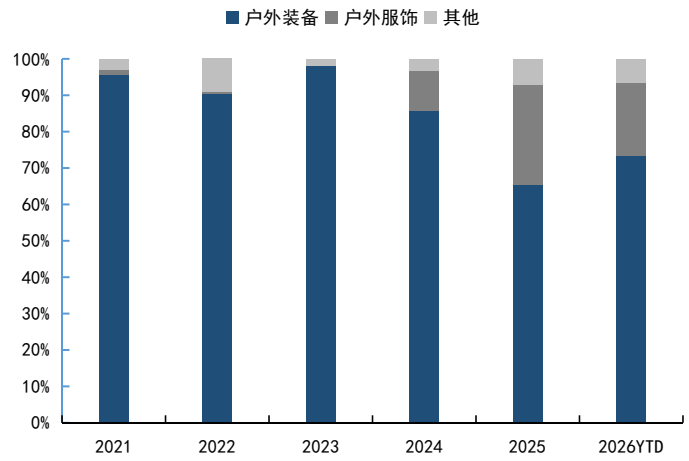
仅供内部参考，请勿外传！

二、比音勒芬与Snow Peak合作前景

4、产品结构对比：Snow Peak战略转型增加服饰品类，但比例提升仍大有可为

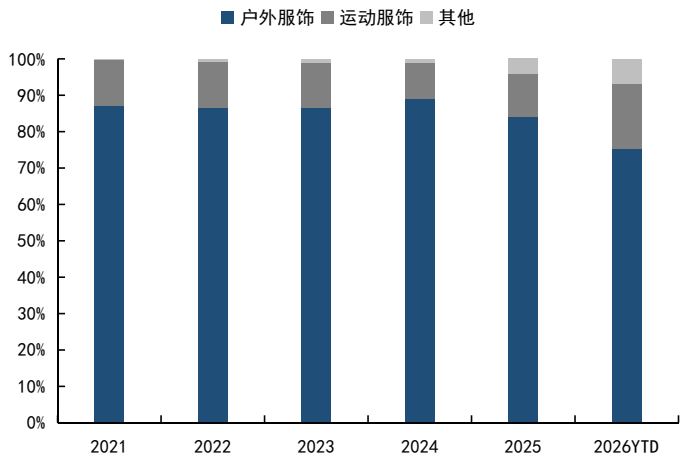
- **Mont-bell：**产品结构较纯粹，户外服饰占比长期维持在94%以上。运动服饰有所补充，但体量有限。品牌近年来发展势头较好，2022年销售额从73万直接升至931万元，到2025年已达7280万元。
- **可隆：**体量和结构都远超前两者，2025年全年销售额高达18.2亿元。结构上，户外服饰始终是其主力（占比84%-89%），运动服饰稳定在10%-12%，比例高度稳定、均衡。
- **Snow Peak：**产品结构呈现出明显的阶段性转型，2023年之前，户外装备的销售占比长期在90%以上，是其绝对基本盘；2024年服装品类升至234万元，到2025年已接近600万元，占比升至27.6%。不过，即便服装快速增长，Snow Peak在中国电商的总体量仍然偏小，2025年全年仅约2176万元。Snow Peak品牌全球知名度较高，随着比音勒芬补足渠道和本地化能力，未来中国重点发展服饰品类，具有较高的增长空间。

图：Snow Peak中国电商三平台产品结构



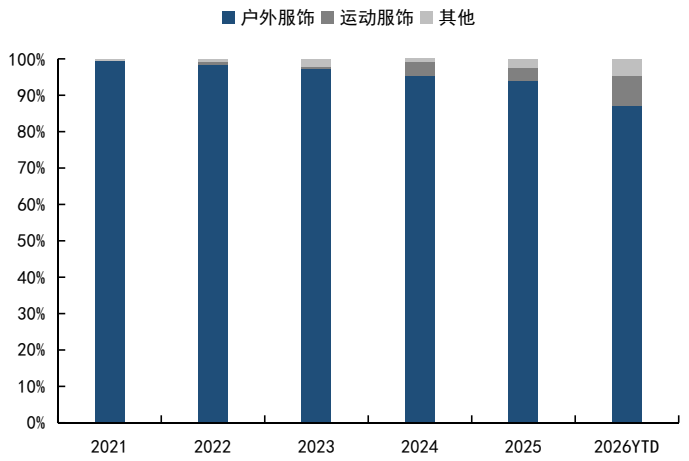
资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：可隆中国电商三平台产品结构



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：Mont-Bell中国电商三平台产品结构



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

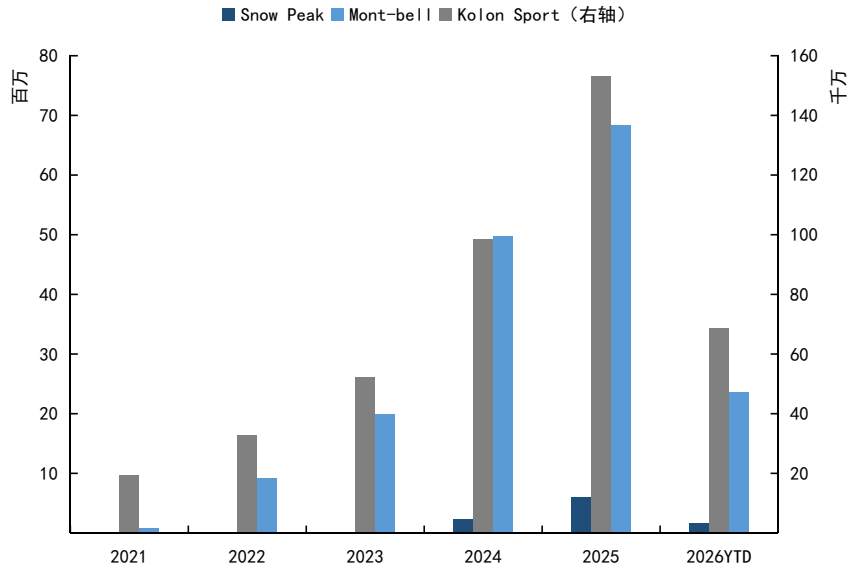
二、比音勒芬与Snow Peak合作前景

5、线上销售对比：Snow Peak线上成交均价明显偏低，户外服饰销售额仍处爬坡期

- **销售额：**Kolon Sport户外服饰销售额2025年达到15.3亿，规模较大；Mont-Bell则处于稳健爬坡期，服饰销售额从2021年72万增长至2025年6836万，反映出其"高性价比大众定位"具有较强的竞争力；Snow Peak服饰则从2024年234万跃升至2025年600万，显示出较高的上升潜力。未来伴随着比音勒芬根据中国市场的消费特征对产品结构与SKU进行针对性调整，有望进一步促进户外服饰销售额的提升。

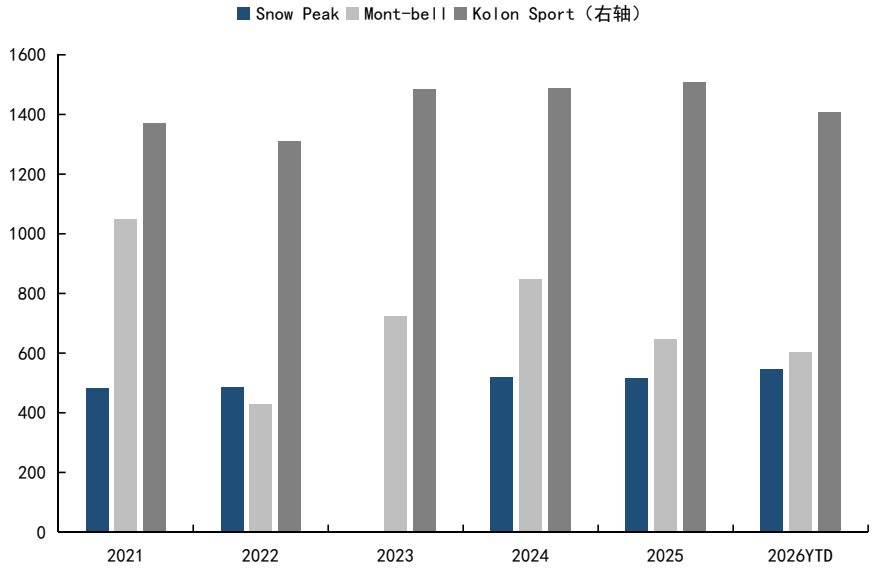
- **均价：**Kolon Sport服饰均价稳定维持在1400-1500元高位；Mont-Bell服饰均价波动较大，2026QTD为600元区间；Snow Peak户外服饰价格带与Mont-Bell基本持平（约540元）。

图：Snow Peak与竞品户外服饰销售额



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：Snow Peak与竞品户外服饰均价



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

二、比音勒芬与Snow Peak合作前景

6、定价对比：韩国市场Snow Peak整体定价略低于可隆，仍处高端价格带

- 在外套、羽绒服等中高价位的产品上，Snow Peak的定价与可隆相差不大。
- 而在T恤等低价格带商品上，可隆明显高于Snow Peak。
- 因此，在韩国市场，Snow Peak定价略低于可隆，但仍属于高端梯队。

图：Snow Peak与Kolon户外服饰韩国价格对比

品牌	类型	型号	产品	韩国官网	品牌	类型	型号	产品	韩国官网
Snow Peak	外套	SH-26SU001		约1398元人民币	KOLON	外套	JWJJX26021BLK		约1412元人民币
Snow Peak	羽绒服	JK-24AU002		约2200元人民币	KOLON	羽绒服	TVJDW25562CGY		约2007元人民币
Snow Peak	长款T恤	TS-24AU104		约202元人民币	KOLON	长款T恤	TLTBX26921BLK		约432元人民币

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

二、比音勒芬与Snow Peak合作前景

6、定价对比：日本市场Snow Peak定价明显高于Mont-Bell，定位偏高端

- 在外套、羽绒服等中高价位的产品上，Snow Peak的定价明显高于Mont-bell。
- 而在T恤等低价格带商品上，两者价格差距不大，Mont-bell略高于Snow Peak。
- 因此，在日本市场，Snow Peak明显比大众性价比品牌Mont-bell贵，属于偏高端的价格带。

图：Snow Peak与Mont-Bell户外服饰日本价格对比

品牌	类型	型号	产品	日本官网	品牌	类型	型号	产品	日本官网
Snow Peak	外套	JK-25AU001		约1469元人民币	**Mont-Bell**	外套	1101539		约718元人民币
Snow Peak	羽绒服	JK-24AU002		约2200元人民币（韩国官网）	**Mont-Bell**	羽绒服	1101615		约1600元人民币
Snow Peak	长款T恤	TS-24AU104		约135元人民币	**Mont-Bell**	长款T恤	1114693		约164元人民币

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

二、比音勒芬与Snow Peak合作前景

7、国内均价偏低原因分析：低价产品占比过大，高价产品认知不足

- 从国际定价看，Snow Peak的户外服饰整体处于偏高端价格带，说明其在海外市场具备较强的高端定位和溢价能力。按中国电商产品单价对比，也并不存在定价明显偏低的情况，以 SP Onepoint Logo T恤为例，中国电商售价约259元，高于韩国官网约202元和日本官网约135元。
- 但中国电商平台呈现出的“品牌均价较低”，是销售结构导致的结果。根据久谦数据，Snow Peak 2025年电商三平台单品销售前五中，有两款T恤均价仅在200元左右，而仅有一款户外长裤均价突破1000元，说明低价产品销量更高，拉低了整体销售均价。相比之下，Mont-Bell虽然也仅有一款软壳外套均价超过1000元，但其余四款产品均价都在600元以上；而可隆销售排名前五的产品中，更是仅有一款速干T恤均价在1000元内，其他产品均价都达到3000元以上。
- 这意味着Snow Peak在中国的问题，核心不在定价端，而在于品牌心智与高端定位之间仍有落差，高价产品存在一定“有价无市”的现象。后续如加强高端实体店布局、场景化营销和品牌内容建设，强化消费者对其高端户外生活方式品牌的认知，有望提升高价位服饰的销售占比，从而提高中国整体产品的销售均价。

图：Snow Peak户外服饰不同国家价格对比

型号	名称	产品	韩国官网	日本官网	中国电商
JK-25AU001	Everyday Down Jacket		约1434元人民币	约1469元人民币	1890元人民币
SH-26SU001	Flexible Insulated Shirt		约1398元人民币	约1148元人民币	1190元人民币
JK-24AU002	FR 2L Down Coat		约2200元人民币	-	2789元人民币
TS-24AU104	SP Onepoint Logo Long Sleeve T-Shirt		约202元人民币	约135元人民币	259元人民币

资料来源：淘宝网、公司官网，国信证券经济研究所整理

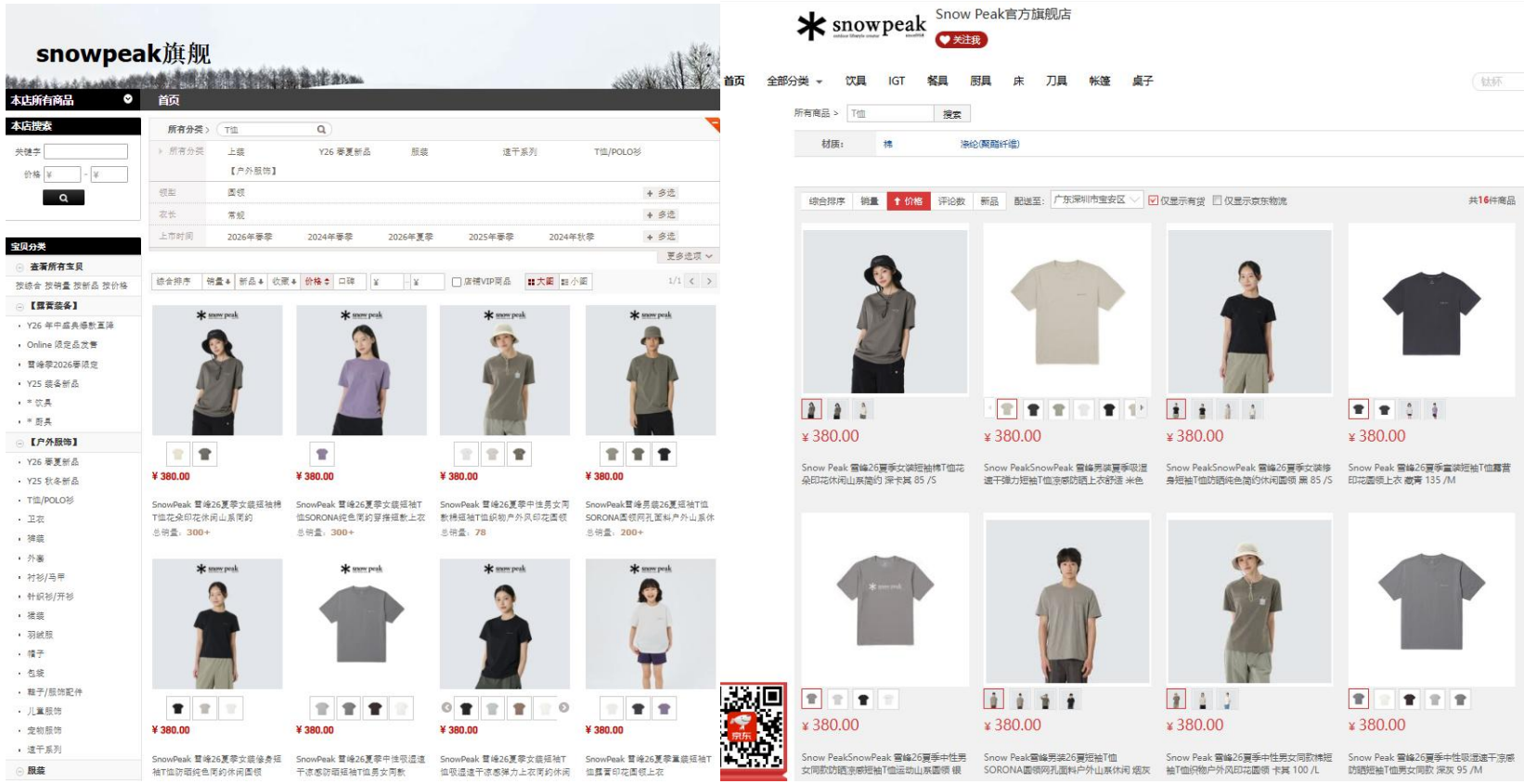
仅供内部参考，请勿外传！

二、比音勒芬与Snow Peak合作前景

8、产品梳理：天猫、京东官方旗舰店低价户外服饰商品已下架

- 针对过去Snow Peak品牌在中国销售均价过低的问题，如要焕活消费者对品牌的向往情绪，需要重新梳理产品结构、树立品牌心智、恢复定价能力。目前，Snow Peak天猫、京东官方旗舰店中售价100至200元区间的入门级T恤已全面下架，当前在售T恤最低价格已升至380元。未来若随着货品结构继续优化和高价值核心产品的品宣开展，品牌未来整体均价水平有望稳步回升。

图：Snow Peak淘宝与京东官旗服饰产品价格（价格升序排列）



资料来源：淘宝网、京东商城，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

二、比音勒芬与Snow Peak合作前景

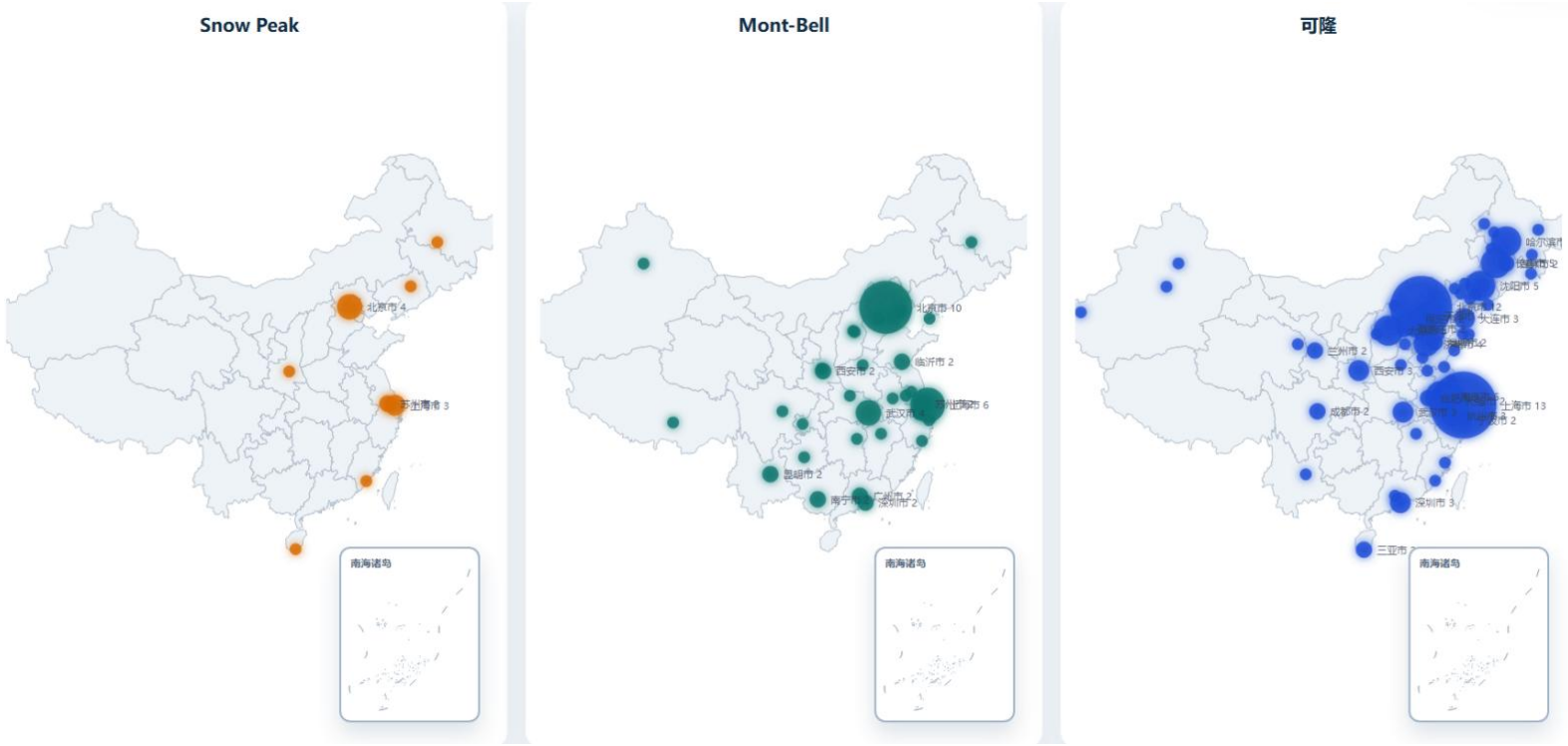
9、渠道覆盖对比：Snow Peak门店数量较少，核心城市覆盖率提升空间大

- **Snow Peak：**门店最少、基本围绕**北京**和**上海**形成双核心，并由苏州补出长三角节点，外围只零星落在沈阳、哈尔滨、厦门、三亚、西安等高线或旅游属性较强的城市，整体呈现出“高线城市+热门旅游城市”的点状布局，线下网络远未到成熟阶段。随着比音勒芬主导中国区经营，品牌后续有望补齐一二线城市核心商圈覆盖，从“点状试点”逐步走向“网状布局”。

- **Mont-Bell：**全国网络比Snow Peak更完整，以北京、上海为最强中心，向武汉、苏州、广州、深圳、南宁、昆明、西安等区域中心和省会城市外扩，表现为“沿海带+省会节点”串联的分布格局。

- **可隆：**覆盖面最广，以上海、北京为双核心，同时在东北、华东和华北形成更密集的网状分布，哈尔滨、长春、沈阳、大连、南京、济南、天津等城市都有较多门店，向更多二三线城市渗透的特征最明显。

图：三品牌店铺分布图（中国除港澳台）



资料来源：高德地图，国信证券经济研究所整理

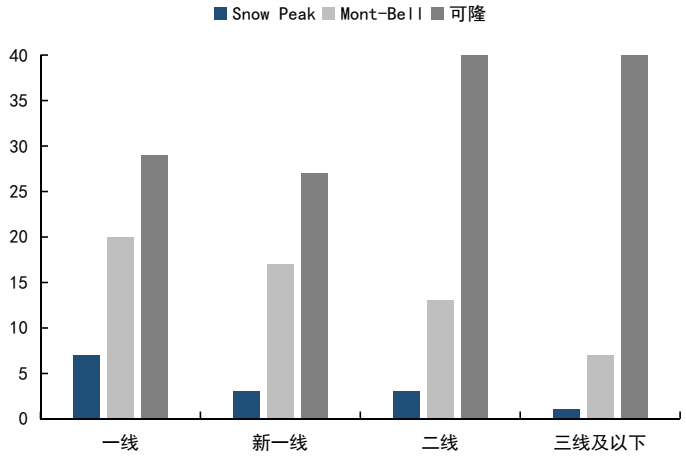
仅供内部参考，请勿外传！

二、比音勒芬与Snow Peak合作前景

10、门店落位对比：Snow Peak高端商场布局和落位仍有差距，比音勒芬零售资源与能力有望助其补齐短板

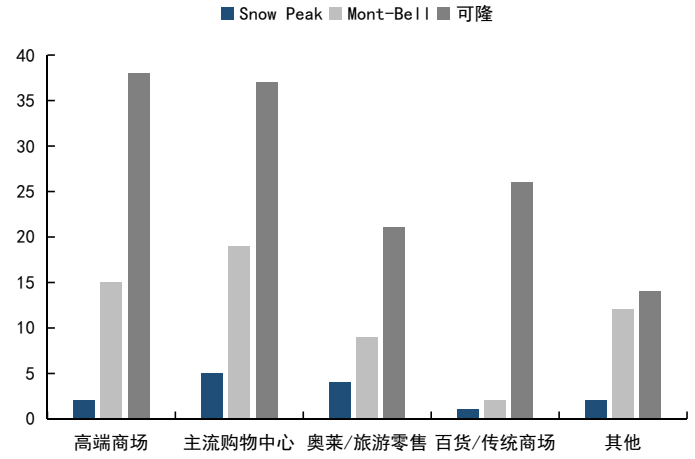
- **城市层级：**Snow Peak高度集中在高线城市，仅1家落在三线及以下，更像精品型布局；Mont-Bell同样以高线城市为主，一线、新一线和二线合计50家，兼顾核心城市覆盖和区域外延；可隆则在保持高线城市优势的同时，三线及以下也有40家，层级下沉最深。
- **商场类型：**Snow Peak主要分布在主流购物中心、奥莱，高端商场较少，更偏场景型和目的地型落位，与品牌高端定位匹配度欠佳；Mont-Bell更集中在高端商场与主流购物中心，商业体质量更整齐；可隆则同时覆盖高端商场、主流购物中心、奥莱和传统百货，渠道结构最宽。
- **楼层带：**三个品牌里可隆和Mont-Bell的一层门店数量最多，其中可隆在2F、3-4F和5F+也有较多分布。
- 总体而言，Snow Peak整体渠道质量仍有明显提升空间，比音勒芬近期已为Snow Peak开设前滩太古里、重庆/厦门万象城等高等级门店，后续门店质量和高端商圈落位有望持续改善。

图：三品牌店铺分布城市



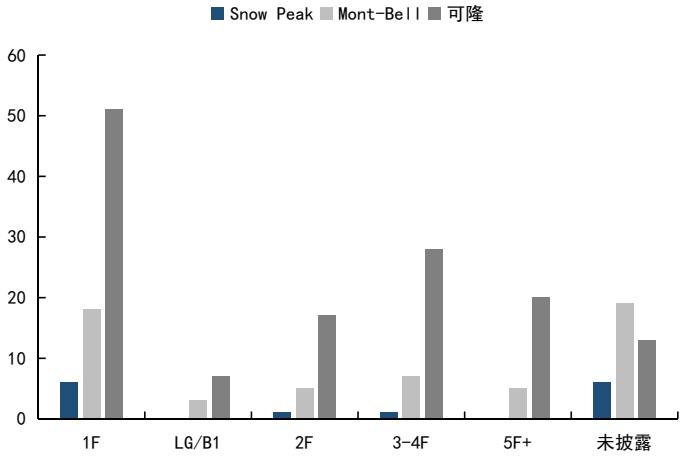
资料来源：高德地图，国信证券经济研究所整理

图：三品牌店铺分布商场类型



资料来源：高德地图，国信证券经济研究所整理
注：高端商场指SKP、太古里、恒隆、国金、IFS、嘉里城、国贸、德基、K11、张园、BFC、新天地、华贸、万象城、天环等商圈

图：三品牌店铺分布楼层



资料来源：高德地图，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

目录

01 Snow Peak公司概况和历史复盘：从高端户外装备制造商走向生活方式品牌，私有化后开启发展新阶段

02 比音勒芬与Snow Peak合作前景：统一中国经营体系，释放品牌潜力打开第二成长曲线

03 盈利预测：经营拐点已至，步入业绩释放期

04 估值与投资建议：把握公司短期业绩弹性，及中长期成长空间

仅供内部参考，请勿外传！

三、盈利预测：经营拐点已至，步入业绩释放期

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、收入：预计2026~2028年总收入分别为52.22亿元、59.18亿元、63.97亿元，同比增长21.0%、13.3%、8.1%。

1）直营渠道：预计2026~2028年直营收入分别增长18.6%、10.3%、5.8%。2026年直营门店持续扩张，计划净开约100家，预计直营渠道2026~2028年开店增速分别为10.5%、5.9%、5.6%；单店收入预计增速分别为4.0%、2.0%、0%，2026年店效较快增长主要得益于高端消费复苏及2025年新店爬坡，2027~2028年店效趋于平稳。

2）加盟渠道：预计2026~2028年加盟收入分别增长15.8%、7.2%、6.1%。加盟渠道2026年增速较快主因2025年清库完成开始补库，2027~2028年预计增速放缓。

3）线上渠道：预计2026~2028年线上渠道收入分别增长50.0%、40.0%、20.0%。公司电商渠道持续高增长，主因年轻化战略成果显现，线上第二盘货定价符合线上消费者购买习惯和需求；2025年公司电商收入增速达71.5%，但收入占比仅10.5%，远低于行业平均水平；我们预计2026~2028年电商渠道收入占比分别为13%/16%/18%。

2、毛利率：预计2026~2028年分别为75.2%、75.3%、75.4%，毛利率小幅提升主要基于渠道结构变化，毛利率较高的直营和线上渠道收入增速更快。

3、费用率：1）假设2026~2028年管理费用率和研发费用率基本保持稳定；2）由于公司有息负债率低，现金流充沛，财务费用率预计维持在较低水平；3）由于公司各渠道仍在扩张，同时线上渠道投放费用较高，我们预计公司销售费用率仍保持在历史较高水平，但伴随线上渠道规模效应显现略有优化，假设2026~2028年销售费用率分别为46.3%/46.0%/45.7%。

4、所得税率：预计在2026~2028年所得税率维持在15.1%。

5、归母净利润：预计2026~2028年分别为6.97亿元、8.22亿元、9.15亿元，同比增长26.6%、17.8%、11.3%。2026年伴随多渠道带动收入增长及费用投放进入收获期，业绩增速显著回升；2027~2028年增速逐步趋于平稳。

仅供内部参考，请勿外传！

三、盈利预测：经营拐点已至，步入业绩释放期

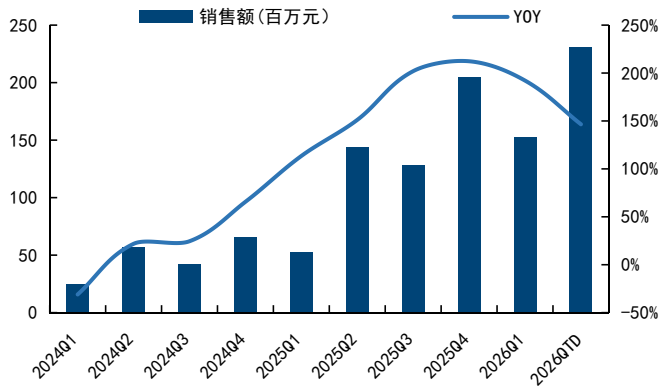
假设前提

图：比音勒芬盈利预测假设

	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	2884.8	3536.1	4004.5	4313.9	5221.7	5917.9	6396.9
YoY	**6.1%**	**22.6%**	**13.2%**	**7.7%**	**21.0%**	**13.3%**	**8.1%**
直营	1779.9	2395.0	2567.8	2744.7	3254.7	3589.2	3796.4
YoY	-7.0%	34.6%	7.2%	6.9%	18.6%	10.3%	5.8%
店数	579	607	644	761	841	891	941
YoY	8.8%	4.8%	6.1%	18.2%	10.5%	5.9%	5.6%
单店平均收入	3.20	4.04	4.11	3.91	4.06	4.14	4.14
YoY	-14.8%	26.0%	1.6%	-4.8%	4.0%	2.0%	0.0%
加盟	936.9	917.6	1139.1	1088.5	1260.5	1351.4	1433.5
YoY	37.1%	-2.1%	24.1%	-4.4%	15.8%	7.2%	6.1%
店数	612	648	650	639	659	679	699
YoY	7.7%	5.9%	0.3%	-1.7%	3.1%	3.0%	2.9%
单店平均收入	1.59	1.46	1.76	1.69	1.94	2.02	2.08
YoY	23.3%	-8.3%	20.5%	-3.8%	15.0%	4.0%	3.0%
线上	168.0	195.0	263.3	451.5	677.2	948.1	1137.7
YoY	37.0%	16.1%	35.0%	71.5%	50.0%	40.0%	20.0%
毛利率	77.4%	78.6%	77.0%	75.1%	75.2%	75.3%	75.4%
直营	82.1%	83.1%	81.0%	78.7%	78.7%	78.7%	78.7%
加盟	71.0%	70.3%	69.6%	66.5%	66.5%	66.5%	66.5%
线上	63.4%	70.6%	74.6%	76.6%	76.6%	76.6%	76.6%
费用率							
销售费用	35.9%	37.1%	40.3%	46.8%	46.3%	46.0%	45.7%
管理费用	6.8%	7.8%	9.3%	8.5%	8.5%	8.4%	8.3%
研发费用	3.5%	3.5%	3.2%	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%
资产减值	-3.4%	-1.7%	-1.4%	-1.8%	-1.8%	-1.8%	-1.8%
其他经营收益率	-1.0%	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
所得税率	15.0%	14.0%	17.6%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
归母净利润	**727.6**	**910.7**	**780.6**	**550.7**	**697.3**	**821.6**	**914.8**
YoY	**16.5%**	**25.2%**	**-14.3%**	**-29.4%**	**26.6%**	**17.8%**	**11.3%**
净利率	25.2%	25.8%	19.5%	12.8%	13.4%	13.9%	14.3%

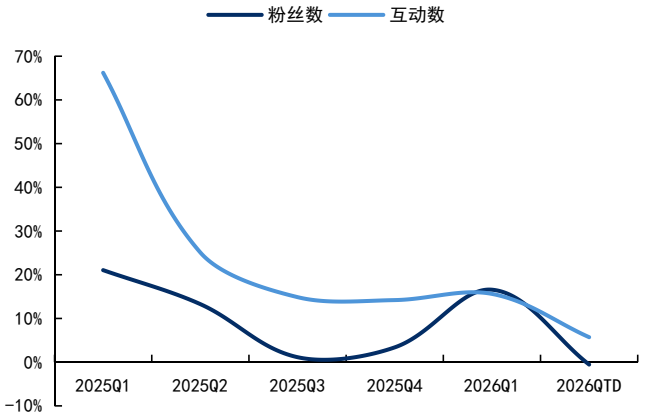
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测

图：比音勒芬品牌电商三平台销售额



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：比音勒芬品牌小红书达人号粉丝和互动环比增速



资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

三、盈利预测：经营拐点已至，步入业绩释放期

未来3年业绩预测

按上述假设条件，我们预计公司未来3年营收为52.2/59.2/64.0亿元，同比增长21.0%/13.3%/8.1%，归属母公司净利润7.0/8.2/9.1亿元，同比+26.6%/17.8%/11.3%，每股收益分别为1.22/1.44/1.60元。原2026-2028年归母净利润预测为6.5/7.4/8.2亿元，我们主要根据第三方电商和小红书数据观察品牌二季度以来延续高景气度、好于此前预期，以及SnowPeak合作落地进一步打开中长期增长空间，故对2026年-2028年业绩有所上调。

表：盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,004	4,314	5,222	5,918	6,397
(+/-%)	13.2%	7.7%	21.0%	13.3%	8.1%
净利润(百万元)	781	551	697	822	915
(+/-%)	-14.3%	-29.5%	26.6%	17.8%	11.3%
每股收益（元）	1.37	0.96	1.22	1.44	1.60
EBIT Margin	27.8%	19.7%	16.2%	16.8%	17.3%
净资产收益率（ROE）	15.4%	10.2%	12.5%	14.1%	15.0%
市盈率（PE）	15.1	21.4	16.9	14.3	12.9
EV/EBITDA	11.3	14.5	15.1	13.0	11.8
市净率（PB）	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

仅供内部参考，请勿外传！

目录

01 Snow Peak公司概况和历史复盘：从高端户外装备制造商走向生活方式品牌，私有化后开启发展新阶段

02 比音勒芬与Snow Peak合作前景：统一中国经营体系，释放品牌潜力打开第二成长曲线

03 盈利预测：经营拐点已至，步入业绩释放期

04 估值与投资建议：把握公司短期业绩弹性，及中长期成长空间

仅供内部参考，请勿外传！

四、估值与投资建议：把握公司短期业绩弹性，及中长期成长空间

国信证券 GUOSEN SECURITIES

相对估值：给予公司合理估值区间23~26元

比音勒芬作为国内高端高尔夫服饰龙头，自2003年创立至今深耕高端运动时尚领域二十余年，构建起以高尔夫服饰为核心、覆盖商务通勤、运动休闲、度假户外等多元生活场景的差异化多品牌矩阵。公司核心自有品牌包含定位高端高尔夫商务休闲的比音勒芬主品牌、主打度假旅游服饰的威尼斯狂欢节；2023年通过外延并购拿下英国轻奢男装 KENT&CURWEN、法国高端男装 CERRUTI 1881 全球商标权，后续陆续取得 OOFOS 恢复鞋、Snow Peak 户外品牌国内相关代理权，持续拓宽集团品牌布局边界。2026年经营拐点确立，一季度营收、归母净利润同比高双位数增长，毛利率维持行业高位，盈利质量持续位居男装行业前列。我们看好公司高端定位下的品牌护城河，以及多品牌矩阵协同与渠道结构优化带来的增长韧性，预计公司2025~2027年净利润复合增速为22.4%。

运动/男装行业龙头安踏体育、李宁、海澜之家均为港股/A股上市公司，高端国际服饰品牌亚玛芬体育、拉夫劳伦为美股上市公司，我们主要参考这五家公司的估值。比音勒芬与国产运动/男装龙头相比，品牌定位更高端、客群更聚焦，盈利质量与稳定性更优；与国际高端服饰品牌相比，品牌国际化程度仍处培育阶段，但国内高端运动休闲赛道渗透率提升空间明确。运动龙头当前2026年PE对应2025~2027年复合增速的PEG平均约1.6x；国际高端服饰品牌2026年PEG约1.2x；比音勒芬当前股价对应2026年PE为17.0x，2026年PE对应2025~2027年复合增速的PEG为0.75x，2027年PE对应复合增速的PEG约0.64x，均处于可比公司偏低水平。考虑到比音勒芬作为高端高尔夫服饰细分龙头，品牌稀缺性及盈利质量具备比较优势，且业绩增速相较于成熟运动龙头仍具韧性，但相较于国际奢侈品牌，其品牌溢价与全球化空间尚待进一步兑现，给予一定估值修复空间。若给予比音勒芬2027年0.70~0.80xPEG，即对应2027年16~18x PE，对应目标价23~26元。

仅供内部参考，请勿外传！

四、估值与投资建议：把握公司短期业绩弹性，及中长期成长空间

国信证券 GUOSEN SECURITIES

相对估值：给予公司合理估值区间23~26元

表：同类公司估值比较

表：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS 2025A	EPS 2026E	EPS 2027E	PE 2025A	PE 2026E	PE 2027E	g 2025-2027	PEG 2026	总市值人民币亿元
002832.SZ	比音勒芬	优于大市	20.64	0.96	1.22	1.44	21.5	16.9	14.3	22.4%	0.75	118
可比公司												
2020.HK	安踏体育	优于大市	61.59	4.86	5.00	5.62	12.7	12.3	11.0	7.6%	1.63	1,726
2331.HK	李宁	优于大市	12.76	1.14	1.11	1.31	11.2	11.5	9.8	7.3%	1.59	330
600398.SH	海澜之家	优于大市	5.23	0.45	0.48	0.51	11.6	10.9	10.3	6.5%	1.69	251
AS.N	亚玛芬体育	无评级	258.74	6.60	8.36	10.46	39.2	31.0	24.7	26.0%	1.19	1,506
RL.N	拉夫劳伦	无评级	2,704	112.81	123.36	136.33	24.0	21.9	19.8	20.6%	1.16	1,613

资料来源：wind，国信证券经济研究所

注；无评级公司盈利预测来自Bloomberg

资料来源：Wind，Bloomberg，国信证券经济研究所预测

仅供内部参考，请勿外传！

四、估值与投资建议：把握公司短期业绩弹性，及中长期成长空间

国信证券 GUOSEN SECURITIES

投资建议：看好公司主品牌经营拐点确立，以及品牌矩阵长期发展空间

2025年下半年以来，中国高端消费市场进入结构性复苏通道，轻奢鞋服品牌凭借品牌势能上升、全球化扩张和经营杠杆释放，展现出远超行业平均的增长动能。短期比音勒芬主品牌经营拐点已确认，多渠道带动增长、年轻化战略成效初显，2025年电商渠道收入增速达71.5%但占比仅10.5%、今年以来电商高增趋势延续，直营渠道开店持续推进、加盟渠道进入补库阶段；盈利端电商渠道高增叠加费用杠杆带动净利率修复，前期品牌年轻化推广费用进入收获期，新品牌K&C和CERRUTI 1881亏损有望收窄，2026年利润弹性大。此外公司通过收购（KENT&CURWEN、CERRUTI 1881）和代理（OOFOS、SNOW PEAK）等方式，已构建起覆盖高端商务、户外、运动恢复等多个高景气赛道的多品牌矩阵，各品牌精准卡位不同赛道，与主品牌形成协同效应，有望在未来3-5年逐步成熟，成为公司增长的第二极，推动公司从单一高尔夫品牌向多品牌高端服饰集团加速演进。我们预计未来三年公司收入复合增速在中双位数，利润复合增速更快约高双位数；我们认为公司股票合理估值区间在23-26元之间，对应2027年PE约16-18倍，维持“优于大市”评级。

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

估值的风险

我们采取相对估值方法计算得出公司的合理估值区间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来，特别是对公司未来几年收入和利润增长的判断、可比公司的选取以及PEG参数的参考，都加入了较多主观判断：

1、可能由于对公司主品牌修复、电商高增、直营扩店、加盟补库以及Snow Peak等新业务贡献的估计偏乐观，导致公司未来盈利预测和增速假设偏高，从而使PEG参考值偏乐观、公司估值高估。

2、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的运动/男装及国际高端服饰公司进行比较，并参考PEG对应PE进行估值，可能未充分考虑公司多品牌仍处培育阶段、可比公司业务模式和发展阶段存在差异的风险，从而导致公司估值高估。

3、若后续高端消费板块或成长风格整体估值中枢下移，或市场对多品牌扩张逻辑的定价趋于谨慎，则公司当前参考PEG及PE倍数也存在被下修、从而导致估值高估的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对主品牌增长、渠道拓展、线上延续高增、加盟补库、新品牌亏损收窄及Snow Peak合作落地节奏的假设。其中涉及直营网点扩张、终端动销、费用投放效率、品牌孵化进度等假设均带有一定主观性，可能和实际结果有所偏差，导致对公司的盈利预测高于实际情况。

财务风险财务风险

1、存货跌价及减值风险：服饰行业具有明显季节性和时尚属性，若终端销售不及预期、加盟商去库进度偏慢或新品动销偏弱，可能导致库存积压，并带来存货跌价及减值风险。

2、利润率波动风险：公司当前对毛利率和净利率改善的判断，部分建立在直营网店和线上占比提升、费用率优化以及新品牌亏损收窄的基础上。若高毛利渠道增长不及预期、终端折扣加深、营销投放加大或新品牌亏损超预期，可能导致公司利润率低于预期并产生波动。

3、收购子品牌亏损及相关资产减值风险：KENT&CURWEN、CERRUTI 1881等收购品牌仍处整合培育阶段，若品牌重塑、渠道拓展和投后整合效果不及预期，亏损收窄节奏可能慢于预期，甚至带来相关无形资产、商誉或存货减值风险。

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

经营风险

1、加盟渠道去库风险：公司当前经营修复过程中，加盟渠道库存消化情况仍是重要影响因素。若终端消费复苏偏弱、加盟商终端动销承压、老货去化节奏慢于预期，可能导致加盟商拿货意愿不足、渠道调整周期拉长，从而影响公司收入增长和业绩兑现。

2、主品牌增长可持续性风险：公司当前增长的核心动力仍来自主品牌经营修复。若高端消费景气回落、品牌年轻化成效不及预期或核心客群需求放缓，主品牌收入增长和店效改善可能弱于预期。

3、多品牌孵化及渠道拓展不及预期风险：公司通过收购和代理持续扩充品牌矩阵，Snow Peak、OOFOS及KENT&CURWEN、CERRUTI 1881等品牌未来成长，均依赖渠道落地、本土化运营和品牌心智建设。若门店拓展、商圈落位、产品结构优化或品牌传播不及预期，第二成长曲线兑现速度可能慢于预期。

行业风险

高端服饰及运动户外行业竞争加剧风险：当前高端运动休闲、轻奢男装与户外生活方式赛道均有较多品牌加大投入，若国内外品牌持续加码渠道、营销和产品创新，行业竞争进一步加剧，可能对公司品牌成长和盈利能力产生不利影响。若宏观经济波动导致高端消费复苏不及预期，也可能影响公司终端需求。

市场风险

若大盘因系统性风险导致下跌，或投资者对高端消费、多品牌扩张、并购整合等主题的风险偏好发生变化，公司估值可能出现较大波动，导致股价阶段性背离基本面趋势。

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

仅供内部参考，请勿外传！

国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046　　总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032