下载日志已记录，仅供内部参考

消费行业研究组

分析师：黄燕芝

执业证书编号：S1410525120001

投资评级： 增持（首次）

当前价格： 21.69元

市场数据

总股本(百万股)	570.71
A 股股本(百万股)	570.71
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	100.00
12 个月最高/最低(元)	22.38/14.74
第一大股东	谢秉政
第一大股东持股比例(%)	37.88
上证综指/沪深 300	3882.41/4698.43

数据来源：聚源 注：2026 年 7 月 16 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	4.31	27.94	25.60
绝对收益	0.51	27.14	42.84

数据来源：聚源 注：相对收益与沪深 300 相比

相关研究报告

比音勒芬 002832.SZ 纺织服饰行业

政策催化高端运动服饰，比音勒芬细分龙头壁垒深厚

投资要点：

◆公司发展路径清晰，遵循“品牌初创-渠道落地-专业资源赋能-全球化研发-资本市场上市-营销破圈-权威品牌认证-集团化运营落地”的成长脉络，逐步从单一高尔夫服饰门店，成长为具备专业赛事资源、跨国设计能力、全国化品牌影响力的高端运动服饰龙头企业。

◆公司锚定高端时尚运动服饰品牌定位，全面推进品牌国际化发展战略。旗下布局比音勒芬、比音勒芬高尔夫、威尼斯狂欢节、KENT&CURWEN、CERRUTI 1881 五大品牌矩阵，一站式覆盖中产及高净值人群全场景穿搭需求。研发端，品牌集结中国、英国、意大利、韩国四国专业设计研发团队；供应链端，携手 GORE-TEX、POLARTEC、OUTLAST、东洋纺等全球顶尖面料厂商合作，同时搭建中国、日本、韩国、越南多国协同的国际化生产基地。

◆从渠道收入结构来看，直营渠道始终是公司核心收入来源，份额近年维持在 60%以上，基本盘地位稳固，但增长边际有所放缓。公司渠道结构优化方向明确，线上渠道规模与盈利双提升，对冲线下渠道增长与盈利压力。中长期看，公司需持续巩固线上渠道优势，同时优化线下门店货品与定价体系，修复线下渠道盈利水平，实现全渠道量利协同增长。

◆国内户外鞋服赛道自 2021 年起维持高景气扩张态势，其中户外服饰、户外鞋品类 2021 年至今 CAGR 分别达 25.3%、18.4%。单看 2025 年，两大品类同比增速依旧维持高位，户外服饰同比增长 24.5%，户外鞋同比增长 16.3%。国内户外运动消费需求持续释放，行业增长动能充沛，现已成为体育产业内部增长弹性最优的细分赛道。相较于欧美市场超过 50%的户外运动渗透率，中国目前的渗透率仍有巨大的提升空间。

◆居民可支配收入持续上行、中产群体持续扩容，带动高尔夫这类高端休闲运动参与度稳步提升，国内高尔夫全品类用品需求随之扩张，高尔夫服饰作为核心细分赛道步入高速发展阶段。数据显示，2024 年国内高尔夫服装市场规模达 14.95 亿元，同比增长 6.86%。中长期来看，叠加产业政策扶持与高端运动消费升级趋势，高尔夫服饰赛道成长空间有望持续拓宽。

◆国内高尔夫服饰形成四大竞争阵营，比音勒芬稳居细分绝对龙头。比音勒芬 T 恤已连续八年（2018-2025）取得“同类产品市场综合占有率第一位”，比音勒芬高尔夫服装已连续九年(2017-2025)取得“同类产品市场综合占有率第一位”。比音勒芬自 2013 年起成为中国国家高尔夫球队合作伙伴，连续 13 年为国家高尔夫球队合作伙伴。

◆估值和投资建议：我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 47.95/54.38/62.62 亿元，同比增长 11.15%/13.41%/15.16%；2026-2028 年公司归母净利润分别为 7.30/8.35/9.77 亿元，同比增长 32.54%/14.39%/17.01%。当前市值对应 2026-2028 年 PE 分别为 17.0/14.8/12.7 倍。参考同花顺 iFinD 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值为 17.9 倍，参考可比公司平均估值情况，首次覆盖给予“增持”评级。

◆**风险提示：**生产环节外包风险，门店管理风险，宏观经济不及预期风险，行业

江海证券有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。
敬请参阅最后一页之免责条款

下载日志已记录，仅供内部参考

竞争加剧风险。

财务预测	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	4,004.46	4,313.91	4,794.80	5,437.95	6,262.17
增长率（%）	13.24%	7.73%	11.15%	13.41%	15.16%
归母净利润（百万元）	780.69	550.69	729.88	834.90	976.88
增长率（%）	-14.28%	-29.46%	32.54%	14.39%	17.01%
ROE（%）	15.36%	10.24%	12.79%	13.50%	14.45%
EPS 最新摊薄（元/股）	1.37	0.96	1.28	1.46	1.71
P/E（倍）	15.86	22.48	16.96	14.83	12.67
P/B（倍）	2.44	2.30	2.17	2.00	1.83

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1 公司概况 1
1.1 深耕高端高尔夫服饰二十余载：比音勒芬全周期成长复盘 1
1.2 锚定高端时尚运动服饰品牌定位，全面推进国际化发展战略 2
1.3 核心团队兼具产业积淀与新生代活力，股权稳固叠加机构长线布局 5
1.4 全渠道布局覆盖全域市场，线上量利双升对冲线下渠道盈利承压 6
1.5 营收持续增长、盈利走弱，销售费用高增持续侵蚀利润 9
2 行业概况 11
2.1 顶层政策持续加码体育消费，户外服饰高景气扩容，高尔夫高端赛道成长空间广阔 11
2.2 国内高尔夫服饰形成四大竞争阵营，比音勒芬稳居细分绝对龙头 13
3 盈利预测与估值 15
3.1 盈利预测 15
3.2 估值及投资建议 16
4 风险提示 16

图表目录

图 1 、公司自有及代理的品牌 2
图 2 、公司小领 T 恤和冰爽 T 恤 3
图 3 、公司营业收入结构 4
图 4 、公司分产品线增长情况 4
图 5 、公司分产品线毛利率情况 4
图 6 、2024 年中国专业户外服饰销售渠道占比 7
图 7 、公司线下门店 7
图 8 、公司销售渠道结构 8
图 9 、公司分渠道增长率情况 8
图 10 、公司分渠道毛利率情况 9
图 11 、公司营业收入及增长情况 9
图 12 、公司归母净利润及增长情况 9
图 13 、公司毛利率及变化情况 10
图 14 、公司净利率及变化情况 10
图 15 、公司销售费用率变化情况 11
图 16 、公司管理费用率、研发费用率及变化情况 11
图 17 、2024 年中国户外服饰产品结构（%） 12
图 18 、2020-2025 年中国户外服饰国产及国际品牌销售额分布 12
图 19 、2014-2024 年中国高尔夫服装行业市场规模 13
图 20 、国内高尔夫服饰品牌的四大阵营 14
图 21 、公司连续 13 年为国家高尔夫球队合作伙伴 14

表 1 、公司发展历史 1
表 2 、比音勒芬高管履历 5
表 3 、公司股权结构 6
表 4 、销售收入结构预测 15

下载日志已记录，仅供内部参考

表 5 、可比公司估值 16

下载日志已记录，仅供内部参考

1 公司概况

1.1 深耕高端高尔夫服饰二十余载：比音勒芬全周期成长复盘

比音勒芬于 2003 年在广州设立，正式切入国内高端高尔夫服饰赛道。2004 年品牌线下渠道实现从 0 突破，南京金鹰首店落地，依托精良设计与优质面料快速建立差异化产品认知，夯实高端高尔夫服饰细分赛道先发优势。2013 年公司实现专业赛事资源壁垒搭建，成为中国国家高尔夫球队官方合作伙伴，为国家队供给专业训练、赛事服装，大幅强化专业运动服饰品牌背书。2015 年公司全球化研发布局提速，引入英国设计师保罗统筹创意开发，形成中英韩多国联合研发团队，产品设计能力实现国际化升级。资本层面，公司 2016 年公司成功登陆深交所，完成上市资本化，打通融资渠道，为渠道扩张、品牌升级与全球化布局提供资金支撑。2018 年品牌营销端签约杨烁、江一燕双代言人，并开展影视剧植入合作，开启品牌传播周期，有效拓宽客群覆盖面。2019 年品牌行业地位与国民认可度获得权威认证，作为国内高尔夫服饰代表企业出席新中国成立 70 周年品牌峰会，与华为、中国中车等头部企业共同获评“新中国成立 70 周年 70 品牌”，行业标杆地位进一步巩固。整体来看，公司发展路径清晰，遵循“品牌初创-渠道落地-专业资源赋能-全球化研发-资本市场上市-营销破圈-权威品牌认证-集团化运营落地”的成长脉络，逐步从单一高尔夫服饰门店，成长为具备专业赛事资源、跨国设计能力、全国化品牌影响力的高端运动服饰龙头企业。

表 1、公司发展历史

年份	事件
2003 年	比音勒芬公司在广州正式成立
2004 年	比音勒芬的第一家专卖店“南京金鹰店”于六朝古都南京诞生。作为国内定位高尔夫服饰品牌，比音勒芬以精良的设计、优质的面料迅速引起市场关注。
2013 年	正式成为中国国家高尔夫球队合作伙伴，为国家队提供专业比赛及训练服装。
2015 年	比音勒芬正式与英国设计师保罗合作，开展品牌创意设计工作，全面负责产品的设计创意和开发规划。这一年，由中英韩三国设计师组成研发团队。
2016 年	比音勒芬在深交所成功上市
2018 年	比音勒芬正式签约影视巨星杨烁、文艺女神江一燕作为品牌代言人，同时参与影视剧植入《恋爱先生》，开启品牌“星时代”。
2019 年	由 CCTV-1《大国品牌》、中国广告协会共同举办的“新中国成立 70 周年品牌峰会”在北京国家会议中心举行，比音勒芬作为

下载日志已记录，仅供内部参考

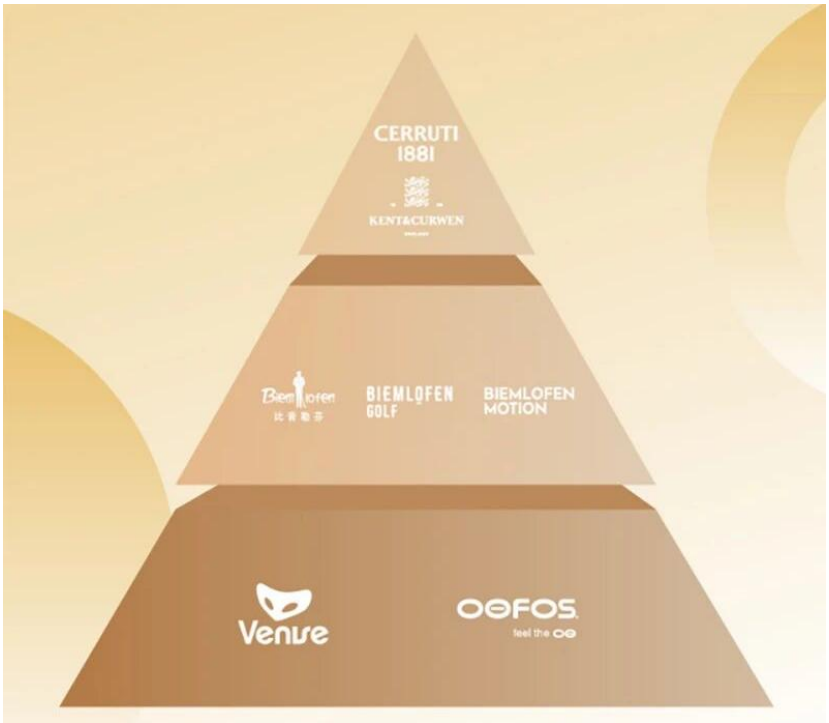
	中国高尔夫服饰品牌的代表出席，并与华为、中国中车等企业共同获得“新中国成立 70 周年 70 品牌”荣誉。
2020 年	比音勒芬进驻全新总部大楼。

资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

1.2 锚定高端时尚运动服饰品牌定位，全面推进国际化发展战略

公司锚定高端时尚运动服饰品牌定位，全面推进品牌国际化发展战略。旗下布局比音勒芬、比音勒芬高尔夫、威尼斯狂欢节、KENT&CURWEN、CERRUTI 1881 五大品牌矩阵，一站式覆盖中产及高净值人群全场景穿搭需求。研发端，品牌集结中国、英国、意大利、韩国四国专业设计研发团队；供应链端，携手 GORE-TEX、POLARTEC、OUTLAST、东洋纺等全球顶尖面料厂商合作，同时搭建中国、日本、韩国、越南多国协同的国际化生产基地。依托全球优质资源整合能力，持续打造 Outlast、黛奥兰、故宫宫廷文化联名等多款市场热销服饰系列。公司成功打造小领 T 恤、冰爽 T 恤等多个亿元单品。

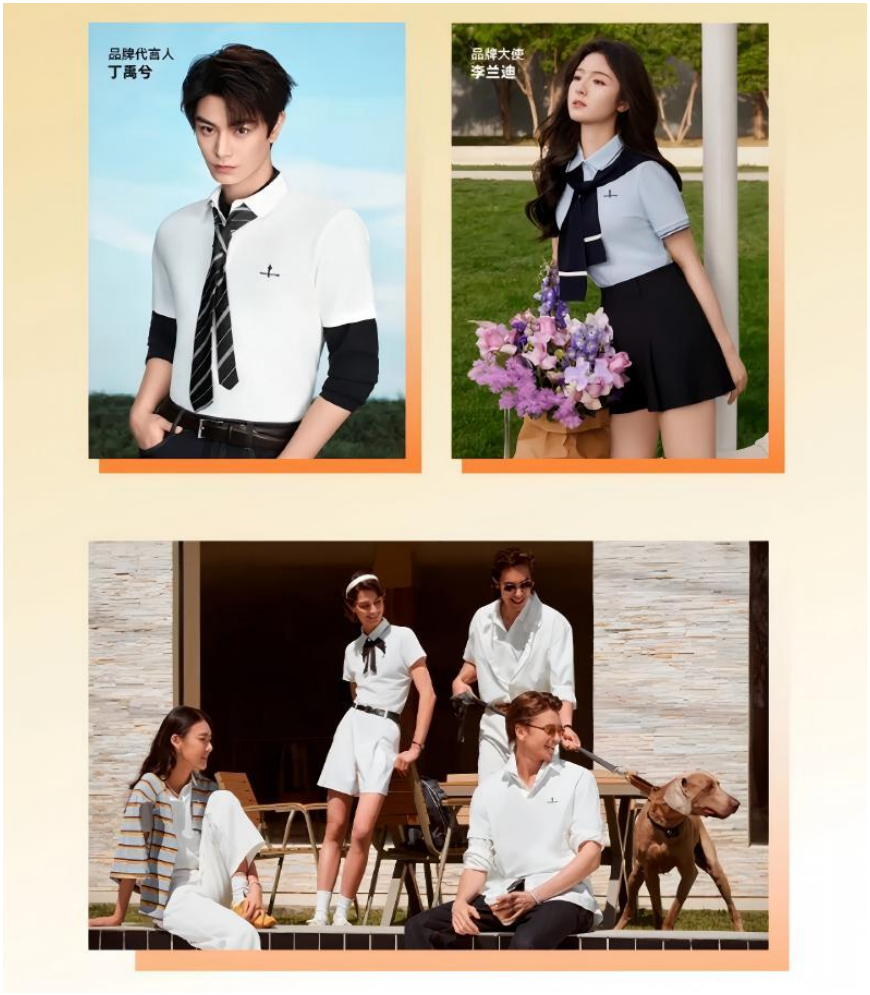
图 1、公司自有及代理的品牌



数据来源：公司公众号，江海证券研究发展部

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2、公司小领 T 恤和冰爽 T 恤



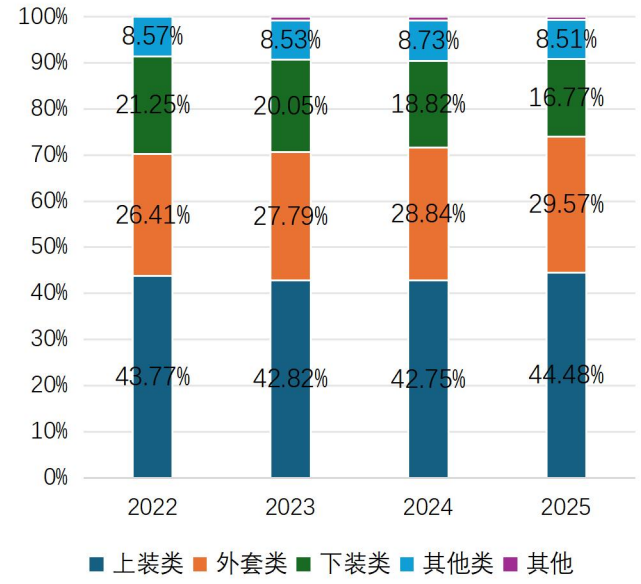
数据来源：公司公众号，江海证券研究发展部

从公司各品类营业收入占比结构来看，2022-2025 年公司产品结构持续调整，上装、外套为核心收入支柱，下装份额持续收缩，品类格局呈现明显分化。收入结构层面，上装类营收占比长期维持 42%以上，是公司第一大收入来源，基本盘稳固。外套类产品收入占比呈逐年稳步上行趋势，由 2022 年 26.41%持续提升至 2025 年 29.57%，品类扩张成效显著，第二增长曲线逐步成型。反观下装类表现持续承压，营收占比连续四年下滑，自 2022 年 21.25%逐年走低至 2025 年 16.77%，品类竞争力持续弱化，成为拖累整体结构优化的主要板块。

从各产品线增速维度拆解，四大主力品类增长均呈现 2023 年高增，后续逐年放缓的走势，增长动能边际减弱。2023 年全品类迎来阶段性业绩高点，上装、外套、下装、其他类增速分别达到 19.93%、28.99%、15.63%、22.00%，全线实现双位数增长。2025 年增长压力进一步加大，多数品类增速继续收窄，上装、外套、下装类增速分别降至 12.07%、10.42%、-3.98%，下装类是公司唯一出现收入负增长的核心品类。

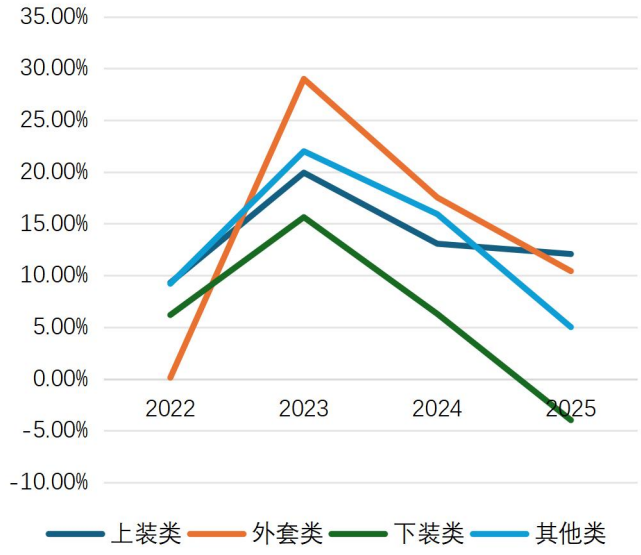
下载日志已记录，仅供内部参考

图 3、公司营业收入结构



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

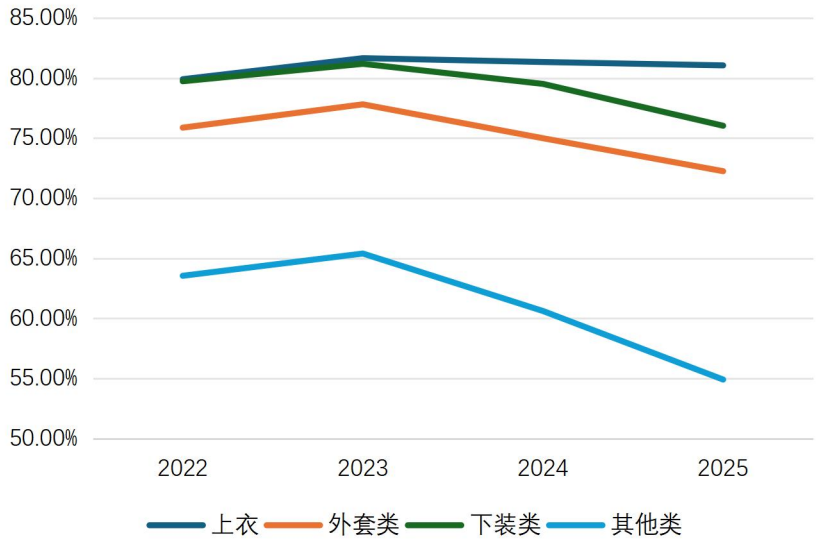
图 4、公司分产品线增长情况



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

公司上衣毛利率持续领跑全品类，常年维持 80%左右高位，下装类毛利率次之，外套类居中。除上衣外，外套、下装、其他类均呈现先小幅上行、后续连续回落的走势，2023 年是多数品类毛利率阶段性高点，2023-2025 年承压下行。品类间盈利分化持续拉大，上衣与其他类毛利率差距逐年扩大，上衣抗风险能力最强。

图 5、公司分产品线毛利率情况



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

下载日志已记录，仅供内部参考

1.3 核心团队兼具产业积淀与新生代活力，股权稳固叠加机构长线布局

公司核心管理层均为硕士学历，人员稳定性高，兼具资深行业资源与新生代经营活力，为企业发展筑牢治理根基。创始人谢秉政担任董事长多年，深耕纺织服装赛道，身兼高尔夫、服装行业多个协会重要职务，产业资源丰富，把握高端高尔夫服饰赛道发展方向，主导公司长期战略规划。总经理谢邕属于新生代管理层，带来年轻化运营思路。分管各业务线高管均长期伴随企业发展：财务总监唐新乔 2006 年入职，精通服饰行业财务管控；副总经理金芬林 2008 年起任职于公司至今；董秘陈阳兼具高校、高尔夫产业运营背景。整体团队分工清晰，创始人把控顶层战略，青年骨干落地经营，财务、产品、资本板块负责人深耕主业多年，叠加服装、高尔夫圈层、资本市场多元资源，能够持续赋能品牌升级、渠道拓展，支撑公司中长期成长战略落地。

表 2、比音勒芬高管履历

姓名	职位	出生年份	学历	履历
谢秉政	董事长	1969 年	硕士	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；2007 年 10 月起担任比音勒芬服饰股份有限公司执行董事（法定代表人），2012 年 2 月至今，任比音勒芬服饰股份有限公司董事长。
谢邕	总经理	1994 年	硕士	曾任职于伊藤忠（上海）纤维贸易有限公司、比音勒芬服饰股份有限公司高尔夫事业部总监，现任比音勒芬服饰股份有限公司总经理。
唐新乔	副总经理，财务总监	1973 年	硕士	曾担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。2023 年 12 月起任广东省服装服饰行业协会副会长，2006 年 12 月起担任比音勒芬服饰股份有限公司副总经理、财务总监。现任比音勒芬服饰股份有限公司董事、副总经理和财务总监。
金芬林	副总经理	1979 年	硕士	曾任中国流行色协会常务理事。2008 年起任职于比音勒芬服饰股份有限公司，现任比音勒芬服饰股份有限公司副总经理。
陈阳	副总	1980 年	硕士	曾担任华南理工大学工商管理学院

下载日志已记录，仅供内部参考

	经理，董事会秘书			校友会办公室主任、江山帝景高尔夫俱乐部总经理。2011 年 9 月起担任比音勒芬服饰股份有限公司副总经理、董事会秘书。现任比音勒芬服饰股份有限公司董事、副总经理和董事会秘书。

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

公司实控人谢秉政为第一大股东，持有 2.16 亿股，持股比例 37.88%，对应参考市值 37.01 亿元，对公司经营决策具备绝对主导权。一致行动人冯玲玲位列第二大股东，持股比例为 3.44%，实控人及一致行动人合计持股高，股权深度绑定，长期经营稳定性具备坚实保障。机构端持仓结构多元，长线价值资金有所布局。两只全国社保基金组合现身十大股东，一零三、四零三组合分别持股 3.40%、1.33%，社保长期持仓反映资金对公司基本面、长期成长确定性的认可。北向资金（香港中央结算有限公司）、嘉实新消费股票基金同步上榜，二者持股占比均为 0.94%，外资与公募消费基金小幅配置，体现板块资金对标的关注度。

表 3、公司股权结构

股东名称	持股数量(股)	参考市值(亿元)	占总股本比例
谢秉政	216,170,800	37.01	37.88%
冯玲玲	19,652,000	3.36	3.44%
全国社保基金一零三组合	19,409,905	3.32	3.40%
刘步松	17,303,142	2.96	3.03%
申金冬	14,739,000	2.52	2.58%
全国社保基金四零三组合	7,588,092	1.30	1.33%
谢邕	6,579,800	1.13	1.15%
唐新乔	5,895,600	1.01	1.03%
香港中央结算有限公司	5,383,073	0.92	0.94%
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	5,339,217	0.91	0.94%
合计	318,060,629	54.44	55.72%

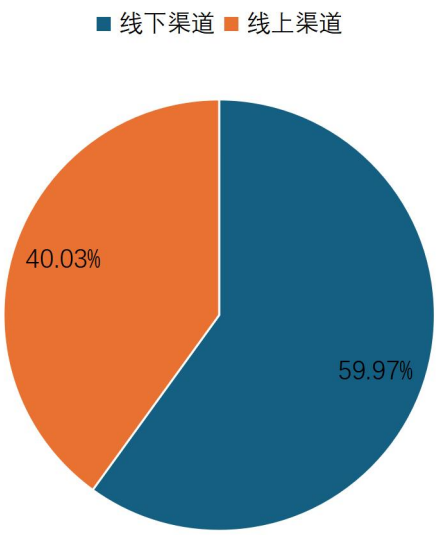
资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

1.4 全渠道布局覆盖全域市场，线上量利双升对冲线下渠道盈利承压

中国专业户外服饰的线下渠道仍是户外品类实物展示、优化消费体验的核心渠道。根据中商产业研究院统计数据，2024 年国内户外用品线下渠道销售占比达 59.97%，线上渠道份额为 40.03%，线下渠道依旧占据市场主导地位。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6、2024 年中国专业户外服饰销售渠道占比



数据来源：中商产业研究院，江海证券研究发展部

公司线下终端渠道分为直营门店与加盟门店两类，渠道布局具备清晰分层策略：一二线核心城市以直营门店为核心布局载体，其余城市重点发展加盟门店，线下门店网络已实现全国各省份及港澳台地区全覆盖。线下实体渠道场景多元，涵盖高端百货商场、商业购物中心、机场高铁交通枢纽、高尔夫球场、奥特莱斯、高端酒店以及品牌独立专卖店等。公司线上渠道实现全域平台布局，已全面覆盖综合电商、特卖电商、内容直播电商、潮流垂直平台及品牌私域渠道，具体包括天猫、淘宝、京东、唯品会、抖音、小红书、快手、微信商城、品牌微信小程序、得物等主流线上平台。

图 7、公司线下门店



数据来源：公司年报，江海证券研究发展部

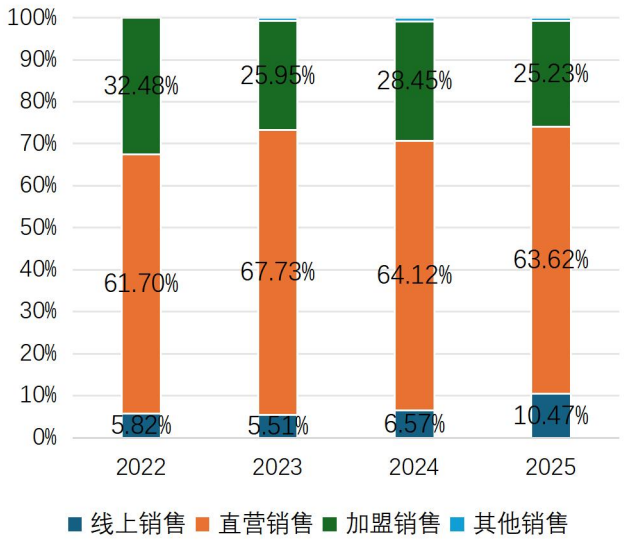
下载日志已记录，仅供内部参考

从渠道收入结构来看，直营渠道始终是公司核心收入来源，份额近年维持 60%以上，基本盘地位稳固，但增长边际有所放缓。加盟渠道份额整体呈下行趋势，公司渠道战略向加盟扩张意愿偏弱，加盟体系规模持续收缩。线上渠道为公司重点发力板块，收入占比持续攀升，2022-2024 年占比仅小幅波动，2025 年大幅提升至 10.47%，线上拓客、直播电商等渠道布局成效集中兑现，渠道多元化布局初见成效。

分渠道毛利率维度，线上渠道盈利水平持续走高，线上毛利率自 2022 年 63.42%逐年上行至 2025 年 76.55%。反观直营渠道盈利持续走弱，直营渠道毛利率 2023 年冲高至 83.14%后连续两年回落，2025 年降至 78.66%；加盟渠道毛利率亦呈现出逐年下滑态势，从 2022 年 70.97%回落至 2025 年 66.49%，折扣让利、渠道补贴或为盈利下行核心因素。

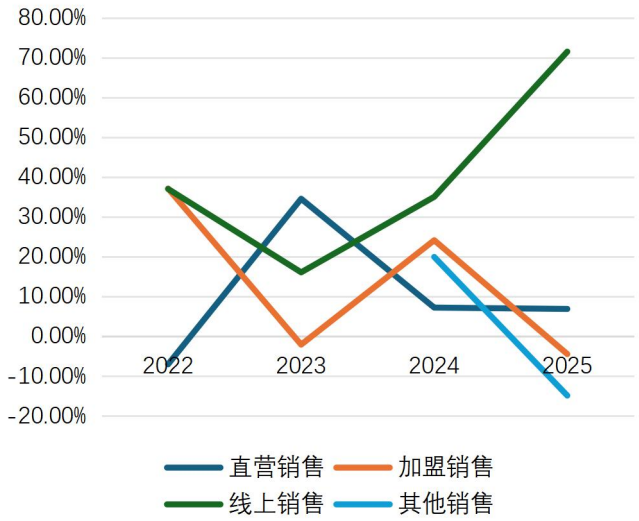
整体来看，公司渠道结构优化方向明确，线上渠道规模与盈利双提升，对冲线下渠道增长与盈利压力。中长期看，公司需持续巩固线上渠道优势，同时优化线下门店货品与定价体系，修复线下渠道盈利水平，实现全渠道量利协同增长。

图 8、公司销售渠道结构



数据来源：公司年报，江海证券研究发展部

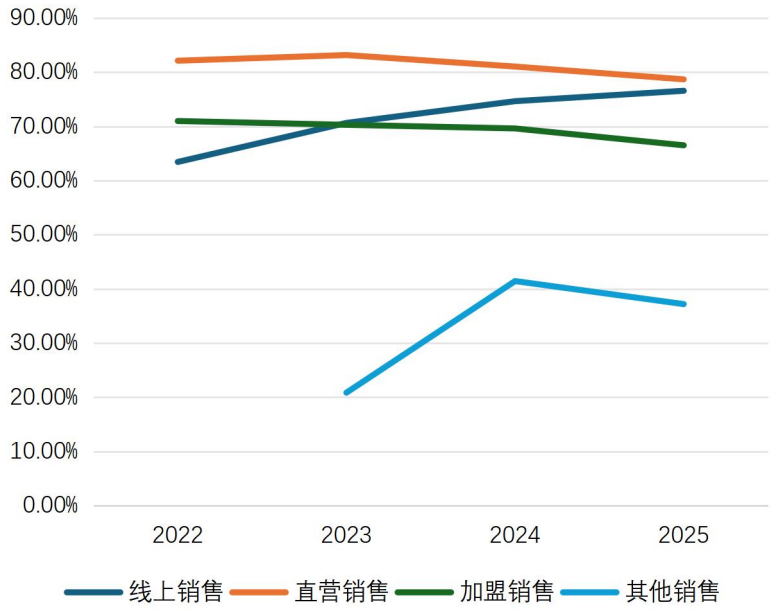
图 9、公司分渠道增长率情况



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

下载日志已记录，仅供内部参考

图 10、公司分渠道毛利率情况

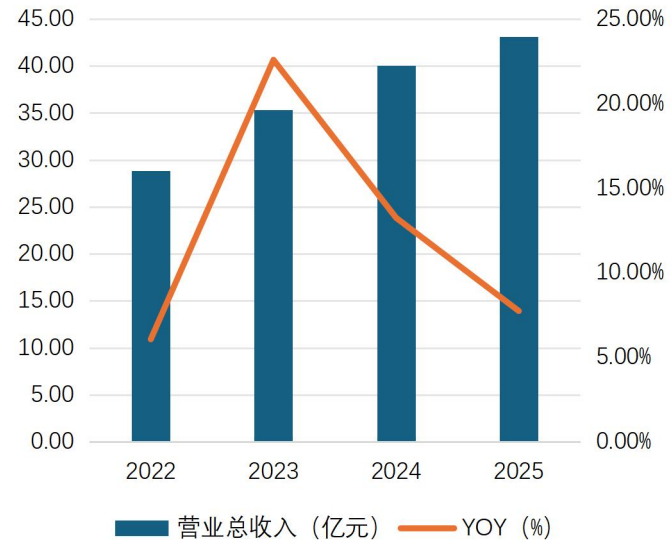


数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

1.5 营收持续增长、盈利走弱，销售费用高增持续侵蚀利润

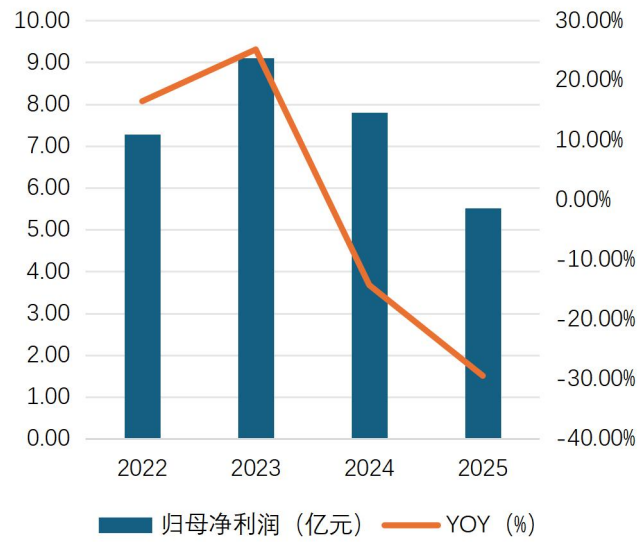
2022-2025 年营业收入和归母净利润 CAGR 分别实现 14.35%和-8.87%的增速。2025 年实现营业收入 43.14 亿元，同比增长 7.73%，2025 年归母净利润为 5.51 亿元，同比下降 29.46%。

图 11、公司营业收入及增长情况



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 12、公司归母净利润及增长情况



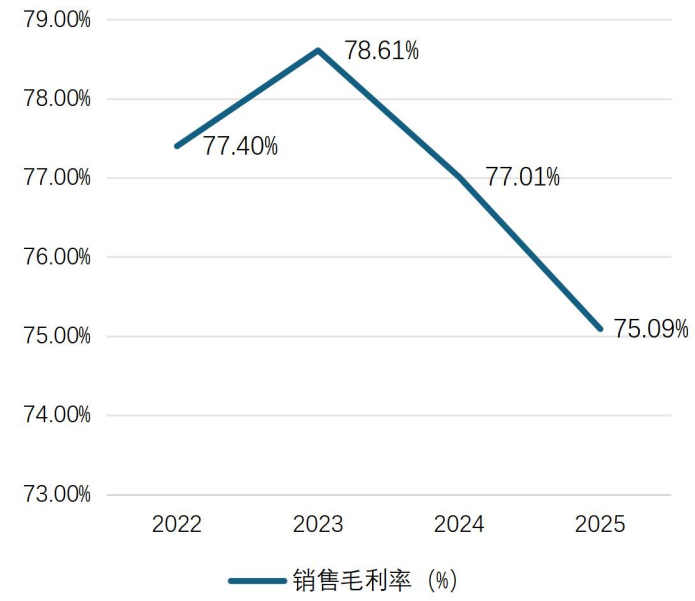
数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

下载日志已记录，仅供内部参考

2022 至 2025 年公司盈利指标呈现先小幅抬升、后续持续走弱的趋势，净利率下行幅度大于毛利率，费用端是利润收缩的核心诱因。销售费用率 2022 年为 35.92%，2025 年上行至 46.80%，达到四年峰值。

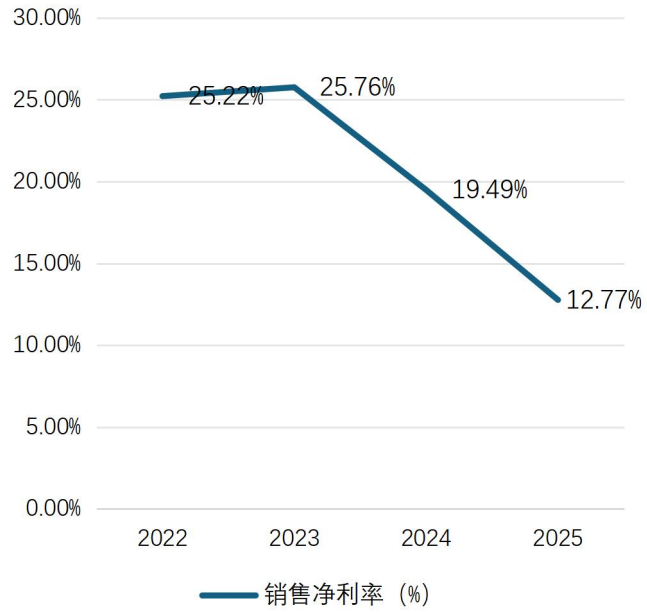
销售净利率下降幅度较大，表现弱于毛利率。2022 年公司净利率 25.22%，2023 年小幅提升至 25.76%，与毛利率改善形成共振。2024 年净利率大幅回落至 19.49%，单年下滑超 6 个百分点，利润侵蚀幅度显著高于毛利率下滑幅度。2025 年净利率跌至 12.77%，较 2023 年高点累计下滑 12.99 个百分点。

图 13、公司毛利率及变化情况



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 14、公司净利率及变化情况



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

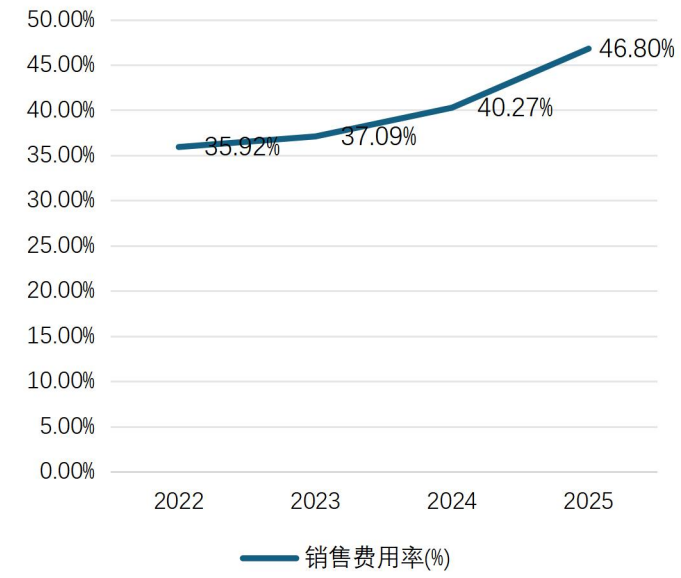
2022-2025 年三项费用率呈现明显分化：销售费用率持续大幅上行，管理费用率先升后小幅回落，研发费用率长期保持稳定低位，销售端投入扩张是期间费用增长的核心变量。销售费用率上行趋势最为突出，2022 年为 35.92%，2023 年小幅抬升至 37.09%，2025 年加速上涨至 46.80%，四年累计提升 10.88 个百分点。

管理费用率呈现先增后小幅回落态势，2022 年 6.78%，2023 年升至 7.85%，2024 年进一步走高至 9.27%，四年阶段性高点。2025 年小幅回落至 8.54%，但仍高于 2022-2023 年水平。

研发费用率长期维持稳定，波动幅度极小。2022 年 3.47%，2023 年 3.51% 小幅微增，2024 年回落至 3.16%，2025 年回升至 3.19%，始终维持 3%-3.6% 区间，公司研发端投入相对保守。

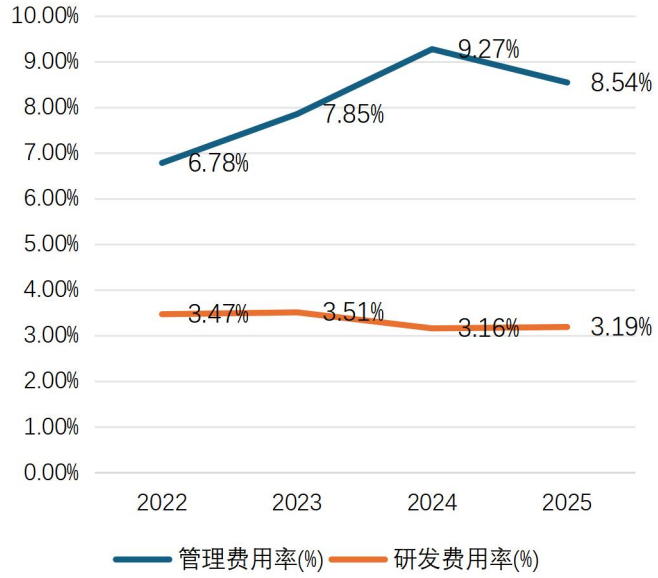
下载日志已记录，仅供内部参考

图 15、公司销售费用率变化情况



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 16、公司管理费用率、研发费用率及变化情况



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

2 行业概况

2.1 顶层政策持续加码体育消费，户外服饰高景气扩容，高尔夫高端赛道成长空间广阔

2025 年 9 月，国务院办公厅出台了《国务院办公厅关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》。文件明确中长期发展目标，提出至 2030 年培育一批具备全球影响力的体育企业与体育赛事，实现体育产业发展能级显著提升，行业总体市场规模突破 7 万亿元。

2026 年 7 月 13 日，国务院批复并发布《扩大消费“十五五”规划》。规划提出积极发展户外运动产业，推动高质量户外运动目的地建设及加强户外运动装备产品供给。同时，提出扩大纺织服装消费，支持纺织服装产业向中高端发展。政策端方面，发布户外运动板块及中高端纺织服装消费的政策对比音勒芬构成直接性利好。

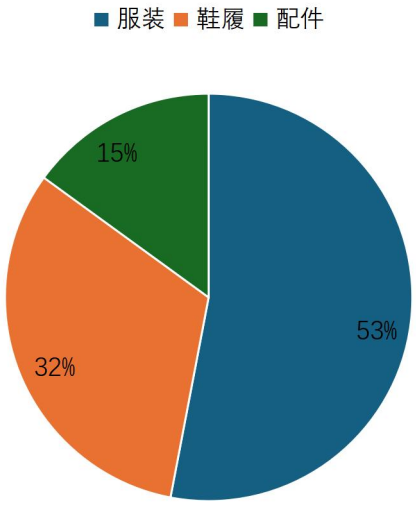
国内户外鞋服赛道自 2021 年起维持高景气扩张态势，其中户外服饰、户外鞋品类 2021 年至今 CAGR 分别达 25.3%、18.4%。单看 2025 年，两大品类同比增速依旧维持高位，户外服饰同比增长 24.5%，户外鞋同比增长 16.3%。国内户外运动消费需求持续释放，行业增长动能充沛，现已成为体育产业内部增长弹性最优的细分赛道。相较于欧美市场超过 50%的户外运动渗透率，

下载日志已记录，仅供内部参考

中国目前的渗透率仍有巨大的提升空间。

拆分产品结构，户外服饰赛道整体划分为服装、鞋履、配件三大板块。其中服装为核心品类，涵盖硬壳/软壳冲锋衣、抓绒衣、羽绒服、速干衣裤等产品，2024 年服装占比达 53%。此外，鞋履板块占比 32%，配件板块占比 15%，品类格局呈现服装主导、鞋履为辅、配件补充的特征。

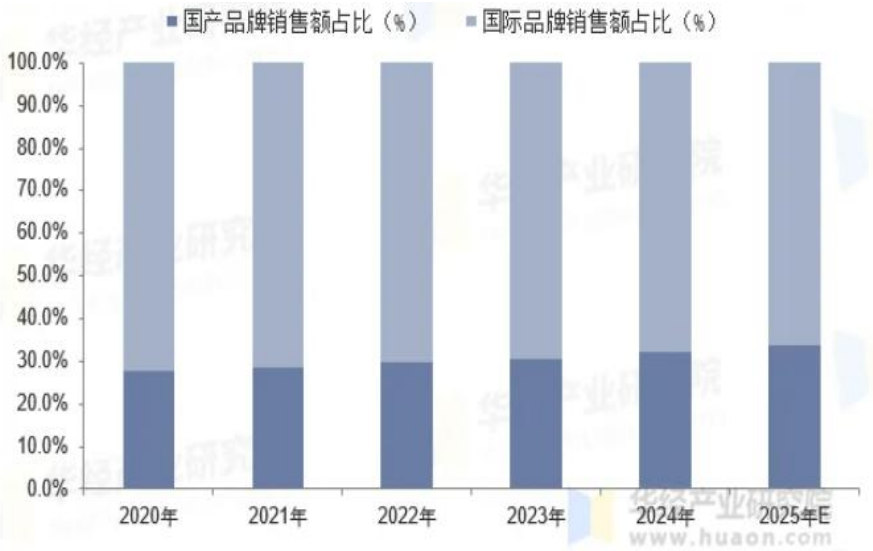
图 17、2024 年中国户外服饰产品结构（%）



数据来源：华经产业研究院，江海证券研究发展部

消费端性价比需求持续升温，驱动本土户外服饰品牌零售规模快速扩容。数据显示，2024 年国内户外服饰国产品牌销售份额提升至 32%，核心驱动来自本土厂商持续加码研发，通过先进面料、工艺迭代实现产品力升级。

图 18、2020-2025 年中国户外服饰国产及国际品牌销售额分布

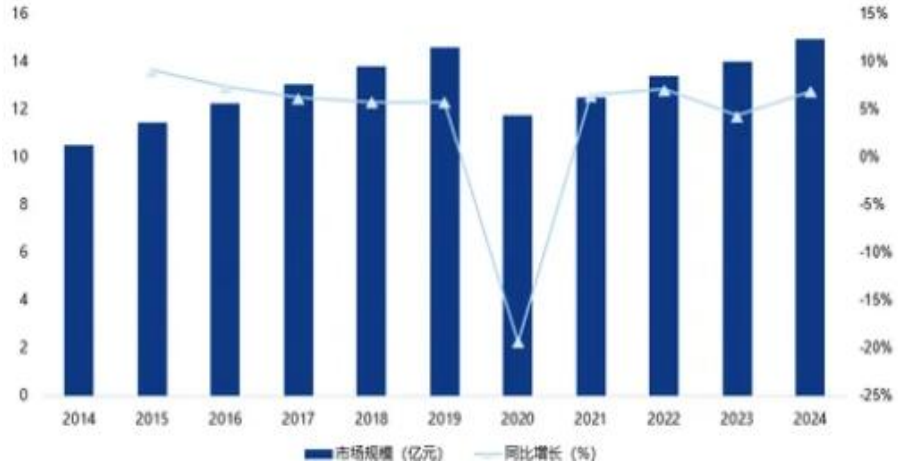


数据来源：华经产业研究院，江海证券研究发展部

下载日志已记录，仅供内部参考

居民可支配收入持续上行、中产群体持续扩容，带动高尔夫这类高端休闲运动参与度稳步提升，国内高尔夫全品类用品需求随之扩张，高尔夫服饰作为核心细分赛道步入高速发展阶段。数据显示，2024 年国内高尔夫服装市场规模达 14.95 亿元，同比增长 6.86%。中长期来看，叠加产业政策扶持与高端运动消费升级趋势，高尔夫服饰赛道成长空间有望持续拓宽。

图 19、2014-2024 年中国高尔夫服装行业市场规模



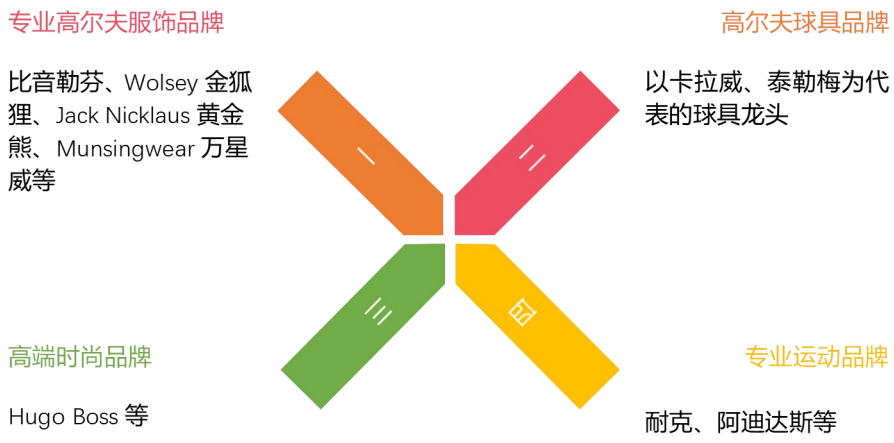
数据来源：智研咨询，江海证券研究发展部

2.2 国内高尔夫服饰形成四大竞争阵营，比音勒芬稳居细分绝对龙头

当前国内高尔夫服饰品牌可划分为四大阵营：一是专业高尔夫服饰品牌，代表企业包括比音勒芬、Wolsey 金狐狸、Jack Nicklaus 黄金熊、Munsingwear 万星威等，兼顾专业性能与日常穿搭属性，渠道侧重高端商场、核心商圈；二是以卡拉威、泰勒梅为代表的球具龙头，服饰为配套业务，渠道集中于高尔夫球场与专业门店，产品侧重运动功能性；三是 Hugo Boss 等高端时尚品牌推出的高尔夫支线；四是耐克、阿迪达斯等综合运动品牌衍生高尔夫系列，品类布局分散，定价相对亲民。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 20、国内高尔夫服饰品牌的四大阵营



数据来源：智研咨询，江海证券研究发展部

比音勒芬 T 恤已连续八年（2018-2025）取得“同类产品市场综合占有率第一位”，比音勒芬高尔夫服装已连续九年（2017-2025）取得“同类产品市场综合占有率第一位”。比音勒芬自 2013 年起成为中国国家高尔夫球队合作伙伴，连续 13 年为国家高尔夫球队合作伙伴。

图 21、公司连续 13 年为国家高尔夫球队合作伙伴



数据来源：公司年报，江海证券研究发展部

下载日志已记录，仅供内部参考

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

我们对公司分产品类别进行盈利预测：

上衣：2023-2025 年上衣营业收入维持相对稳定的增速，预计 2026 年上衣增速将企稳回升。我们预计 2026-2028 年上衣营业收入增长率分别为 15.00%/18.00%/20.00%，预计 2026-2028 年上衣毛利率分别为 81.00%/81.20%/81.50%。

下装：2023-2025 年下装营业收入增速出现下滑，预计 2026 年下装增速将企稳并维持较低速增长。我们预计 2026-2028 年下装营业收入增长率分别为 5.00%/5.00%/5.00%，预计 2026-2028 年下装毛利率分别为 76.00%/76.50%/77.00%。

外套：2023-2025 年外套营业收入增速高于其他品类收入增速，预计 2026 年外套增速将企稳并维持稳定增长。我们预计 2026-2028 年外套营业收入增长率分别为 10.00%/12.00%/14.00%，预计 2026-2028 年外套毛利率分别为 72.00%/72.50%/73.00%。

综合毛利率：随着高毛利率的线上渠道收入占比持续提升，低毛利线下收入占比逐渐降低，预计公司毛利率水平将稳步提升，预计 2026-2028 年公司综合毛利率分别为 75.18%/75.71%/76.32%。

期间费用率：预计公司将逐步加大销售费用的投放，预计公司 2026-2028 年销售费用率分别为 47.00%/47.50%/48.00%；随着公司规模效应的体现，预计公司未来研发费用率将维持在 3%左右，预计 2026-2028 年公司研发费用率分别为 3.00%/3.00%/3.00%；预计 2026-2028 年公司管理费用率分别为 8.00%/7.50%/7.00%。

我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 47.95/54.38/62.62 亿元，同比增长 11.15%/13.41%/15.16%；2026-2028 年公司归母净利润分别为 7.30/8.35/9.77 亿元，同比增长 32.54%/14.39%/17.01%。当前市值对应 2026-2028 年 PE 分别为 17.0/14.8/12.7 倍。

表 4、销售收入结构预测

收入(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
合计营收	4,004.46	4,313.91	4,794.80	5,437.95	6,262.17
YOY	13.24%	7.73%	11.15%	13.41%	15.16%
上衣	1712.09	1918.70	2206.51	2603.68	3124.41

下载日志已记录，仅供内部参考

YOY	13.06%	12.07%	15.00%	18.00%	20.00%
下装	753.46	723.50	759.67	797.66	837.54
YOY	6.28%	-3.98%	5.00%	5.00%	5.00%
外套	1155.07	1275.48	1403.03	1571.40	1791.39
YOY	17.53%	10.42%	10.00%	12.00%	14.00%
其他类	349.50	367.00	396.36	435.99	479.59
YOY	15.92%	5.01%	8.00%	10.00%	10.00%
其他	34.33	29.23	29.23	29.23	29.23
YOY	19.94%	-14.86%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
整体	77.01%	75.09%	75.18%	75.71%	76.32%

资料来源：公司年报，江海证券研究发展部

3.2 估值及投资建议

国内高尔夫服饰形成四大竞争阵营，比音勒芬稳居细分绝对龙头。我们选取太平鸟、报喜鸟、七匹狼等公司作为可比公司。参考同花顺 iFinD 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值为 17.9 倍，参考可比公司平均估值情况，首次覆盖给予“增持”评级。

表 5、可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS				PE			
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
603877.SH	太平鸟	0.37	0.54	0.67	0.75	34.65	23.60	19.14	17.11
002154.SZ	报喜鸟	0.23	0.30	0.34	0.39	15.63	12.25	10.73	9.33
002029.SZ	七匹狼	0.47	0.44	0.45	0.46	16.53	17.68	17.51	16.82
算术平均值						22.27	17.85	15.79	14.42
002832.SZ	比音勒芬	0.96	1.28	1.46	1.71	22.48	16.96	14.83	12.67

资料来源：同花顺iFinD，数据截至2026年7月16日，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于同花顺iFinD一致预期）

4 风险提示

生产环节外包风险。公司采用轻资产品牌运营模式，聚焦设计研发、品牌运营与渠道建设等高附加值环节，生产全部外包，以此强化核心竞争力、压降运营成本。国内成熟优质成衣厂商供给充足，特殊品类则委托韩国等境外工厂生产保障品质。尽管公司持续严控产品质量，但仍存在代工厂工艺不

下载日志已记录，仅供内部参考

达标、排产滞后导致供货延迟，进而拖累产品销售推广的潜在风险。

门店管理风险。伴随经营规模快速扩张，公司线下营销网络持续拓店，门店数量高速增长大幅提升内部运营管理难度。若公司在人才储备、人力体系、门店选址、绩效考核等环节配套建设跟不上扩张节奏，或将拖累长期盈利水平。

宏观经济不及预期风险。公司主营高尔夫、高端户外服饰，客群以中高净值中产为主，业绩高度依赖居民高端消费意愿。若宏观经济承压、居民可支配收入增速放缓，中产缩减非刚需服饰开支，将直接压制终端动销。若消费降级持续，公司或加大折扣促销，侵蚀毛利率、损伤高端品牌定位。

行业竞争加剧风险。国内高尔夫服饰形成四大竞争阵营，迪桑特、FILA、耐克、奢侈支线等玩家持续发力，同类高端运动服饰分流核心客群。赛道或由蓝海转为存量红海，公司细分龙头份额存在被挤压风险。



下载日志已记录，仅供内部参考

附录：

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**4275**	**4261**	**4535**	**5039**	**5532**
现金	1547	1379	1533	1739	2002
应收票据及应收账款	363	370	444	479	584
其他应收款	104	131	131	166	176
预付账款	70	62	84	81	109
存货	951	1152	1177	1407	1494
其他流动资产	1241	1166	1166	1166	1166
非流动资产	**2927**	**3372**	**3373**	**3574**	**3828**
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	730	682	804	934	1073
无形资产	994	1005	1107	1230	1377
其他非流动资产	1203	1684	1462	1410	1378
资产总计	**7202**	**7632**	**7909**	**8613**	**9360**
流动负债	**1714**	**1744**	**1690**	**1913**	**2083**
短期借款	0	0	56	361	286
应付票据及应付账款	438	385	526	484	650
其他流动负债	1276	1359	1108	1068	1146
非流动负债	**408**	**512**	**513**	**516**	**519**
长期借款	0	0	0	3	7
其他非流动负债	408	512	512	512	512
负债合计	**2121**	**2256**	**2202**	**2428**	**2602**
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	4237	4612	5068
归属母公司股东权益	5080	5375	5705	6184	6757
负债和股东权益	**7202**	**7632**	**7909**	**8613**	**9360**

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**	**1084**	**611**	**1187**
净利润	781	551	730	835	977
折旧摊销	204	236	315	200	238
财务费用	-13	4	-22	-17	-17
投资损失	-7	-14	-20	-15	-14
营运资金变动	-482	-414	89	-384	9
其他经营现金流	267	328	-8	-8	-6
投资活动现金流	**-447**	**-399**	**-287**	**-374**	**-467**
资本支出	557	612	317	400	493
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	110	213	30	26	25
筹资活动现金流	**-713**	**-376**	**-699**	**-336**	**-381**
短期借款	0	0	56	305	-75
长期借款	0	0	0	3	4
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	-755	-644	-310
现金净增加额	**-419**	**-83**	**98**	**-99**	**338**

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**4004**	**4314**	**4795**	**5438**	**6262**
营业成本	921	1075	1190	1321	1483
营业税金及附加	36	43	44	51	58
销售费用	1613	2019	2254	2583	3006
管理费用	371	368	384	408	438
研发费用	126	138	144	163	188
财务费用	-13	4	-22	-17	-17
资产和信用减值损失	-57	-82	-2	-3	-5
其他收益	33	39	35	37	36
公允价值变动收益	5	8	5	5	6
投资净收益	7	14	20	15	14
资产处置收益	4	8	5	6	6
营业利润	**943**	**654**	**864**	**990**	**1162**
营业外收入	5	4	4	4	4
营业外支出	1	10	5	6	6
利润总额	**947**	**648**	**863**	**988**	**1161**
所得税	166	98	133	153	184
净利润	**781**	**551**	**730**	**835**	**977**
少数股东损益	-0	0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	**781**	**551**	**730**	**835**	**977**
EBITDA	1131	899	1156	1171	1383
EPS（元）	1.37	0.96	1.28	1.46	1.71

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	11.1	13.4	15.2
营业利润(%)	-11.3	-30.7	32.1	14.6	17.5
归属于母公司净利润(%)	-14.3	-29.5	32.5	14.4	17.0
获利能力					
毛利率(%)	77.0	75.1	75.2	75.7	76.3
净利率(%)	19.5	12.8	15.2	15.4	15.6
ROE(%)	15.4	10.2	12.8	13.5	14.5
ROIC(%)	14.2	9.8	12.3	12.5	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	29.5	29.6	27.8	28.2	27.8
净负债比率(%)	-24.8	-19.1	-25.3	-21.7	-24.8
流动比率	2.5	2.4	2.7	2.6	2.7
速动比率	1.7	1.4	1.5	1.5	1.6
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	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.0	3.9	7.9	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.37	0.96	1.28	1.46	1.71
每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	1.21	1.90	1.07	2.08
每股净资产(最新摊薄)	8.90	9.42	10.00	10.83	11.84
估值比率					
P/E	15.9	22.5	17.0	14.8	12.7
P/B	2.4	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	9.0	12.1	9.0	9.0	7.4

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

下载日志已记录，仅供内部参考

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 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。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 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	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%到 15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%到 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%到 10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：黄燕芝

从业经历：香港理工大学硕士，多年消费行业研究经验，曾在私募基金从事权益研究工作。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

江海证券有限公司（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。本研究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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。