

纺织服装

2026 年 08 月 04 日

比音勒芬

(002832)

——主品牌高增长、多品牌打开空间，迎来戴维斯双击

报告原因：强调原有的投资评级

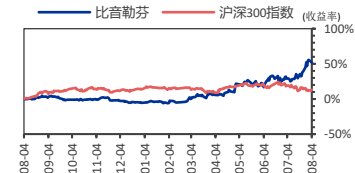
买入（维持）

市场数据：	2026 年 08 月 04 日
收盘价（元）	25.30
一年内最高/最低（元）	26.90/14.74
市净率	2.5
股息率%（分红/股价）	4.82
流通 A 股市值（百万元）	9,852
上证指数/深证成指	3,822.28/13,885.71

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	10.04
资产负债率%	27.95
总股本/流通 A 股（百万）	571/389
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《比音勒芬（002832）点评：Snow Peak 中国核心战略伙伴，加速布局高端户外》
2026/06/14

《比音勒芬（002832）点评：25 年分红比例大幅提升，26Q1 营收净利双创新高》
2026/04/29

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
求佳峰 A0230523060001
qiuji@swsresearch.com
朱本伦 A0230526070001
zhubl@swsresearch.com

联系人

求佳峰 A0230523060001
qiuji@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **多品牌运作的高端服饰集团，经营拐点与价值底部双重确立！**2011-2023 年营收/归母净利润 12 年 CAGR 高达 23%/29%，持续成长穿越周期，2024-2025 年营收、毛利额继续创出新高，但由于加大战略投入多品牌培育，销售费用率阶段性走升，暂时拖累表现净利润下滑，掩盖了真实成长性。26Q1 营收 15.2 亿元（同比+18.4%）、归母净利润 3.9 亿元（同比+16.5%），单季营收、净利润均创历史同期新高，大超市场预期，确立经营拐点。此外，一季度总经理、董事先后发布大额增持计划，也释放价值底部的重磅信号。随着国内高端消费领先大众市场率先复苏，公司作为少数连年提升市场份额的本土高端品牌，新一轮成长阶段已开启。
- **主品牌焕新成长再加速，年轻客群、户外品类、电商渠道贡献增量。**1) **品牌力：**近年加大营销投入，最终沉淀为渠道优势与品牌价值，通过国家队赛事传播、稀缺 IP 联名、地标时尚大秀、新生代明星代言等，扩大年轻化势能，吸纳年轻新客群，未来转化可持续增长。2) **产品力：**集顶尖设计与科技面料，裂变三大系列，新增户外 MOTION 系列单独开店，拓展网球、匹克球、瑜伽、普拉提、跑步等运动场景，扩大触达高净值客群。超级品类 T 恤、POLO 在自创 5·16T 恤节单日销售破亿，彰显第一联想心智。3) **渠道力：**线下渠道量质齐升，抢占高端商圈优质门店，2025 年门店数 1400 家，仍有开店空间。同时，2025 年电商营收同比+71.5% 至 4.5 亿元，贡献占比首年突破 10%，毛利率 76.5%，有望成为高盈利的新增长引擎。
- **多品牌接力下一个风口，加码轻户外、学院风。**威尼斯聚焦路亚细分户外赛道，通过社群、赛事、联名扩大品牌声势，当前门店数上百家，已出现年销千万的大店。Snow Peak 素有“露营界爱马仕”之称，公司签约成为中国核心战略合作伙伴，计划年内落地门店达 11 家，提出未来十年 50 亿元销售目标。Kent&Curwen 在 2026 年迎百年诞辰，愿景成为全球 Z 世代首选的具有英国传统的品牌，品牌起步高举高打，已入驻中国香港海港城、中国澳门伦敦人、南京德基等高端商圈。Cerruti 1881 补齐集团顶奢成衣板块，拥有 140 年历史传承，从高端面料起家，与 Loro Piana 齐名，现已在中国香港 SOGO、中国澳门威尼斯人开店。OOFOS 全球运动康复鞋领导品牌，赛道定位独特，产品兼具医疗专业背书与轻奢时尚外观，有望破圈。
- **核心竞争力分析：**1) “多品牌、差异化”运作矩阵：已搭建奢饰品、户外、商务等全场景品牌梯度，形成多风格、多客群协同覆盖，不断打开成长天花板。2) “研发 x 渠道 x 营销”三位一体：研发设计奠定独特产品力，渠道壁垒加速线上线下落地效率，营销创新树立品牌内核，形成商业闭环，构筑高壁垒护城河，不仅支撑过去常年 75-80% 高毛利率，而且赋能新品牌未来成功。3) “家族传承+职业经理人”双层治理：创始人夫妇保障战略定力，拥有敏锐洞察，亲自主持研发设计，二代 2025 年接棒总经理，推动品牌年轻化，职业经理人保障执行效率。
- **投资分析意见：**比音勒芬依托高端化、品牌多元化、国际化战略落地，不断打开成长空间，重申维持“买入”评级。考虑到公司零售端表现超预期，我们上调盈利预测，预计 26-28 年归母净利润 7.5/9.4/11.4 亿元（原为 7.2/9.2/11 亿元），25-28 年复合增速 27%，对应 PE 为 19/15/13 倍。参照可比公司平均 PE 估值，给予公司 26 年 PE 为 28 倍，目标市值 212 亿元，较 8/4 市值有 47% 上涨空间，重申维持“买入”评级。
- **风险提示：**国内零售复苏不及预期；运动休闲赛道竞争加剧；新品牌培育风险；存货减值。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	4,314	1,522	5,184	6,018	6,836
同比增长率 (%)	7.7	18.4	20.2	16.1	13.6
归母净利润(百万元)	551	386	750	939	1,137
同比增长率 (%)	-29.5	16.5	36.2	25.2	21.2
每股收益 (元/股)	0.96	0.68	1.31	1.64	1.99
毛利率 (%)	75.1	75.3	75.4	76.0	76.5
ROE (%)	10.2	6.7	13.1	15.2	17.0
市盈率	26		19	15	13

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

比音勒芬依托高端化、品牌多元化、国际化战略落地，不断打开成长空间，重申维持“买入”评级。考虑到公司零售端表现超预期，我们上调盈利预测，预计 26-28 年归母净利润 7.5/9.4/11.4 亿元（原为 7.2/9.2/11 亿元），25-28 年复合增速 27%，对应 PE 为 19/15/13 倍。参照可比公司平均 PE 估值，给予公司 26 年 PE 为 28 倍，目标市值 212 亿元，较 8/4 市值有 47% 上涨空间，重申维持“买入”评级。

关键假设点

1) 营业收入：预计 26-28 年直营净开店 80/50/50 家，店效 409/435/462 万元；加盟净开店 20/50/50 家，单店收入 171/179/188 万元；线上营收同比 +70%/30%/20%。**2) 毛利率：**预计 26-28 年直营毛利率 78.5%/79%/79.5%，加盟毛利率均为 66%，线上毛利率 77%/78%/79%。**3) 期间费用率：**预计 26-28 年销售费用率 45.6%/44.9%/44.2%，管理费用率均为 7.9%，研发费用率均为 3.2%。

有别于大众的认识

市场认为公司近两年利润下滑、高成长已结束，从而忽略了战略投入掩盖了真实成长性仍在继续。2024-2025 年由于加速战略投入新品牌培育，销售费用率阶段性走升，暂时拖累了表观净利润下滑。但实际上，过去两年公司营收、毛利额仍在突破新高，只需等待费用率改善，净利润成长性将重新显现。26Q1 营收 15.2 亿元（同比+18.4%）、归母净利润 3.9 亿元（同比+16.5%），单季营收、净利润均创历史同期新高。

市场认为销售费用一旦收缩，就将导致销售下滑，从而忽略了品牌价值与渠道资产是长效竞争力。公司近年来将大部分营销预算投入到升级渠道、品牌活动中，从而高效地抢占优质门店资源，夯实高端品牌认知，最终沉淀为渠道优势与品牌价值，这是有别于线下促销、电商买流的短效投入，将转化为长效竞争力，促成可持续增长。

市场认为新品牌禀赋各异、难以复制成功，从而忽略了核心竞争力才是赋能品牌走向成功的根本。创始人夫妇市场洞察敏锐，并亲自主持研发设计，能保障不断适应市场趋势变化，二代接棒总经理，推动品牌年轻化。“研发 x 渠道 x 营销”三位一体的核心竞争力，形成商业闭环，共筑品牌护城河，不仅支撑过去常年 75-80% 高毛利率，而且是赋能新品牌未来成功的根本动力，不断打开成长天花板。

股价表现的催化剂

服装消费改善超预期；开店扩张提速；店效大幅提升；毛利率提升；新品牌出圈。

核心假设风险

国内零售复苏不及预期；运动休闲赛道竞争加剧；新品牌培育风险；存货减值。

目录

1. 多品牌战略跃迁，经营拐点与价值底部双重确立	6
1.1 多品牌运作的高端服饰集团，穿越周期实现持续成长.....	6
1.2 实控人股权集中，核心人员大额增持计划彰显信心	9
1.3 高端消费率先复苏，本土高端品牌受青睐、迎契机	10
2. 主品牌焕新成长再加速，证明高端品牌运营能力	12
2.1 品牌力：精准营销强化高端心智，扩大年轻化势能	12
2.2 产品力：科技面料+超级品类引领，裂变出户外系列	14
2.3 渠道力：线下抢驻高端购物中心，线上电商高爆发	17
3. 多品牌接力下一个风口，加码轻户外、学院风.....	18
3.1 威尼斯：聚焦路亚赛道，探索户外服饰与路亚运动融合	18
3.2 Snow Peak：“露营界爱马仕”之称，十年 50 亿销售目标.....	20
3.3 KENT&CURWEN：英伦学院风鼻祖，加速入驻高端商圈	22
3.4 CERRUTI 1881：顶级面料起家，成就百年奢侈成衣品牌	24
3.5 OOFOS：全球运动恢复鞋领导品牌，有望打造流行符号.....	25
4. 核心竞争力分析：平台赋能多品牌，强者恒强.....	27
4.1 “多品牌、差异化”运作矩阵，打开成长天花板	27
4.2 “研发 x 渠道 x 营销”三位一体，共筑品牌护城河.....	27
4.3 “家族传承+职业经理人”管理优势，双层治理保障.....	28
5. 盈利分析与估值.....	29
5.1 盈利预测	29
5.2 估值分析	31
6. 风险提示	32

图表目录

图 1：比音勒芬发展复盘.....	6
图 2：中国内地个人奢侈品市场销售额	8
图 3：中国运动服饰零售市场规模	8
图 4：比音勒芬多品牌矩阵	8
图 5：安踏体育多品牌矩阵	8
图 6：近年来比音勒芬业绩增长表现	9
图 7：近年来比音勒芬利润率表现	9
图 8：比音勒芬股权结构（截至 2026 年一季报）	9
图 9：中国内地个人奢侈品市场各季度销售同比增速	10
图 10：中国内地消费者奢侈品消费分布（按购买地）	11
图 11：中国本土品牌在各品类高端市场渗透率	11
图 12：比音勒芬 x 长沙橘子洲头品牌大秀	13
图 13：比音勒芬 x 《中国国家地理》赛里木湖发布会	13
图 14：2025 年比音勒芬销售费用率快速走升	13
图 15：比音勒芬整合全球顶级供应商资源	14
图 16：比音勒芬研发投入力度领先行业	15
图 17：比音勒芬户外 MOTION 系列门店及产品	16
图 18：比音勒芬 5·16T 恤节销售表现超预期	16
图 19：2025 年比音勒芬分品类销售额及毛利率	16
图 20：2025 年比音勒芬门店数达到 1400 家	17
图 21：比音勒芬、FILA、雅戈尔门店数比较	17
图 22：比音勒芬单店平均面积持续扩大	17
图 23：2025 年比音勒芬电商营收同比+71.5%	18
图 24：2025 年比音勒芬电商毛利率高达 76.5%	18
图 25：2025 年比音勒芬电商营收占比 10.5%	18
图 26：比音勒芬电商营收占比还有提升空间	18
图 27：2023 年中国路亚市场规模 37.7 亿元，渗透率、人均花费有提升空间	19
图 28：威尼斯品牌门店形象	20
图：Snow Peak 产品矩阵	

图 30: 2022 年 Snow Peak 营收达到历史峰值	21
图 31: 2025 年中国露营经济核心市场规模预计已达 2483 亿元.....	21
图 32: Snow Peak 加速进驻顶级商圈	22
图 33: 2025 年全球学院风服饰市场规模 352 亿美元.....	24
图 34: 2025 年全球学院风服饰市场结构	24
图 35: KENT&CURWEN 全国门店地图	24
图 36: KENT&CURWEN 南京德基广场门店	24
图 37: CERRUTI 1881 亮相中国国际消费品博览会	25
图 38: OOfoam 专利大幅改善垂直负荷率.....	26
图 39: 比音勒芬核心竞争力分析	29
图 40: 比音勒芬 PE(盈利预测)-Band	31
表 1: 比音勒芬旗下品牌矩阵	6
表 2: 安踏集团的多品牌化发展复盘	7
表 3: 比音勒芬现金流强劲，近年来分红比例提升	10
表 4: 中国男装零售市场份额统计（品牌口径）	11
表 5: 2025 年以来比音勒芬品牌主要推广事件	12
表 6: 比音勒芬销售费用结构分拆（万元）	13
表 7: 路亚服装与传统钓鱼服装的差异.....	19
表 8: 威尼斯合作国家级路亚赛事，扩大品牌声量.....	20
表 9: 对比竞品，Snow Peak 在中国市场成长空间广阔	22
表 10: KENT&CURWEN 与竞品比较	23
表 11: KENT&CURWEN 时装大秀活动.....	23
表 12: CERRUTI 1881 核心面料	25
表 13: 运动恢复鞋竞品对比.....	26
表 14: 比音勒芬盈利预测	29
表 15: 可比公司估值表	32

1. 多品牌战略跃迁，经营拐点与价值底部双重确立

1.1 多品牌运作的高端服饰集团，穿越周期实现持续增长

二十三年沉淀出全国性品牌美誉度，创造超十年级别连续高增长。创始人谢秉政先生在 2000 年全资收购“比音勒芬”品牌，在 2003 年正式在广州成立公司，创业之初就专攻高尔夫服饰领域，恰逢国内高端运动派生巨大配套消费需求，发展至今已成功树立高端国货品牌形象，并连续九年（2017-2025）取得“中国高尔夫服饰同类产品综合市占率第一位”。2011-2023 年，公司在十二年间营收、归母净利润复合增速高达 23%、29%，穿越疫情冲击周期，即使在近两年国内零售环境不佳背景下，2024、2025 年营收也延续同比+13%、+8%增长，显著领跑行业。

图 1：比音勒芬发展复盘



资料来源：Wind，公司公告、官网，申万宏源研究

从“单品牌男装”到“多品牌集团”战略跃迁，打开新成长逻辑。在 2023 年，也是公司自成立二十周年，公司以 9500 万欧元完成收购 KENT&CURWEN、CERRUTI 1881 的全球商标所有权，正式开启多品牌化、国际化战略升级。公司现已成为一家多品牌运作的高端服饰集团，旗下品牌矩阵：比音勒芬（比音勒芬生活、比音勒芬户外、比音勒芬高尔夫）、意大利品牌 VENISE 威尼斯、英国品牌 KENT & CURWEN、法国品牌 CERRUTI 1881。此外，近年还取得了美国专业运动恢复鞋品牌 OOFOS、高端露营品牌 Snow Peak 的中国内地代理权。各品牌呈现不同风格，但均精准定位高净值客群，研发设计立足于围绕场景化提供全套服饰解决方案，具有很高的客群粘性。

表 1：比音勒芬旗下品牌矩阵

自有品牌						
商标名称	主要产品类型	特点	目标客户群	主要价格带（元）	主要销售区域	城市级别
比音勒芬	高端生活休闲及时尚休闲服饰	定位高端生活时尚	中产及以上收入人群，热衷于休闲时尚、低调奢华的消费者人群	1500-8000	中国	1-4 线城市

比音勒芬高尔夫	高端运动时尚服饰	注重运动的功能性和舒适度	热衷于高尔夫等户外运动，注重运动、时尚、功能性的消费者	1500-5000	中国	1-3 线城市
CARNAVAL DE VENISE (威尼斯)	户外旅游度假	家庭装、情侣装，适用不同户外出游场景	追求高品质旅行生活的中产消费人群	500-2000	中国	1-4 线城市
CERRUTI 1881	奢侈、国际化	奢华、休闲	追求高品质人群	2500-20000	中国大陆及港澳地区	1-2 线城市
KENT&CURWEN	时尚、国际化	英伦风格	追求时尚有品位的人群	2000-15000	中国大陆及港澳地区	1-3 线城市
被授权品牌						
商标名称	主要产品类型	特点	目标客户群	主要产品价格带（元）	主要销售区域	城市级别
Snow Peak	户外休闲服装	户外时尚	户外休闲爱好消费人群	600-3000	中国大陆	一线城市
OOFOS	运动恢复鞋	运动缓震康复	运动后恢复场景、日常放松、注重养生健康的消费人群	500-1800	中国大陆，天猫、抖音等线上销售平台	主要一二线城市

资料来源：公司公告，申万宏源研究

复盘安踏集团多品牌化的发展范本，我们发现比音勒芬的实践，与之有相通之处：

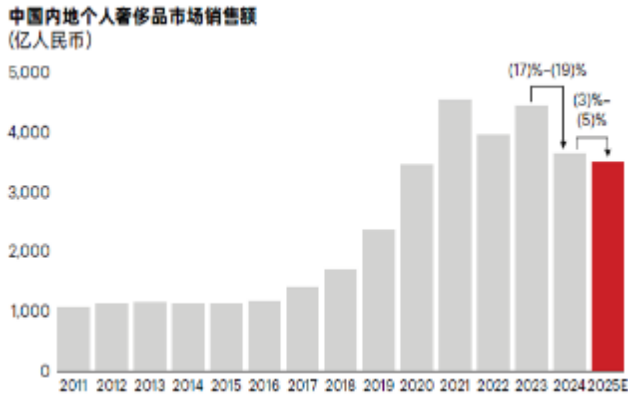
表 2：安踏集团的多品牌化发展复盘

发展阶段	时间	收购/合作事件	初期影响	长期兑现
第一阶段：多品牌破局试水	2009	3.32亿元收购FILA中国内地及港澳商标经营权	接手前中国区门店仅约50家，2008年度亏损3218万元，收购后继续亏损，一度拖累集团净利率，集团以安踏主品牌增长一定程度对冲影响，2012-2013年营收、净利润均下滑	重新定位高端时尚运动，历时5年至2014年实现扭亏，成为集团第二增长曲线，至2025年末中国区门店已达2040家，贡献营收285亿元，占集团总营收比重约35%，驱动公司业绩与股价上行周期
第二阶段：高端户外布局	2016	出资1.5亿元成立合资公司，占股60%，获得Descente中国区独家经营权，2020年安踏持股变更为54%，仍占主导地位	接手前国内认知度极低，门店稀少，几乎只服务于雪场小众玩家，前期渠道、营销大额投入，导致持续亏损，集团以安踏主品牌、FILA的增长对冲影响	聚焦滑雪等高端专业户外，至2025年中国区门店已达256家，流水突破100亿元，成为集团第三大百亿品牌
	2017	成立合资公司，占股50%，获得Kolon Sport品牌大中华区独家经营权	接手前有一定的市场基础，但前期拓店投入高，培育期依旧亏损，短期拖累盈利，但集团增长主线不变	致力于成为融合潮流设计和功能性的高端品质户外生活方式品牌，至2025年中国区门店达209家，流水突破60亿元，成为集团增速最快的品牌
第三阶段：全球化并购	2019	由安踏主导的财团，以46亿欧元向Amer Sports (亚玛芬) 发起全面要约收购，纳入Arc'teryx、Salomon、Wilson等核心品牌资产	溢价收购造成大额商誉，同时整合费用拖累短期利润，2020年集团在全球疫情冲击下，净利润出现近年来首次下滑	精简品牌矩阵，剥离非核心品牌，聚焦Arc'teryx（功能服饰）、Salomon（户外性能）、Wilson（球类运动）等三大核心品牌。2025年Amer Sports实现营收65.7亿美元（同比+27%）、净利润4.3亿美元（同比+489%），调整后净利润5.5亿美元（同比+131%），超越前业绩指引，其中大中华区收入18.6亿美元（同比+43%），贡献占比28%，成为其全球增长核心。2024年Amer Sports美股上市及配售，为集团贡献较大额的一次性非现金利得项。
第四阶段：女性运动布局	2023	收购MAIA ACTIVE的75.13%股权	接手前是小众初创品牌，门店数约36家，接手后2024年初原品牌创始人离职，职业经理人赵光勋被任命为MAIA ACTIVE品牌总裁	填补集团在女性运动品牌的空白，至2025年门店已增加至52家
第五阶段：大众户外补强	2025	2.9亿美元全资收购Callaway Germany Holdco GmbH（目标公司）100%股权，即Jack Wolfskin狼爪品牌全球业务，2025年8月引入2家外部投资者，安踏持股变更为80%	接手前2024财年狼爪营收3.25亿欧元，经调整EBITDA仅约1200万欧元，接手后当下仍处于整合调整期，费用增加会影响短期利润率	填补集团在大众户外品牌的空白，与Arc'teryx、Salomon、Descente、Kolon形成从顶级到大众户外的完整梯度，巩固户外赛道地位。同时，狼爪欧洲渠道网络也为安踏全球化提供了现成的基础设施
第六阶段：全球化并购再进一步	2026	15亿欧元自有现金收购PUMA品牌29.06%股权，交割后成为单一最大股东，不谋求全面要约，预计2026年底完成监管交割	接手前PUMA正处于调整期，近年来面临库存冗余、产品线过宽分散资源、品牌力下降等挑战，2025财年实现营收73亿欧元（同比-13.1%）、净亏损6.5亿欧元，投资收益短期难兑现，存在短期业绩拖累风险	PUMA作为全球前十大运动品牌之一，擅长足球与田径专业装备、赛车运动基因转化及运动时尚跨界融合，在全球市场拥有难以复刻的品牌积淀。安踏凭借在国内品牌运营及渠道优势，有望助力PUMA在中国市场回归增长轨道。长期看，PUMA也为集团打开的海外增长天花板，提升全球市占率

资料来源：Wind，安踏体育公告，申万宏源研究

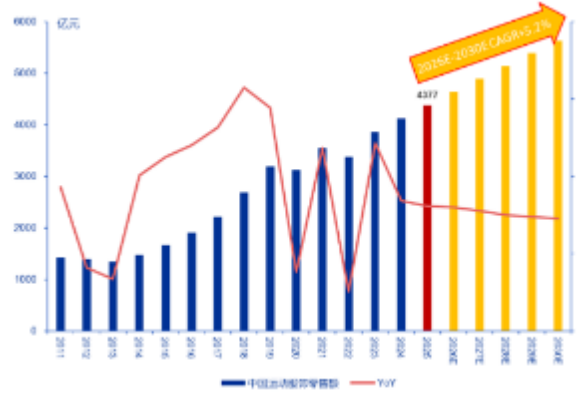
第一，沿着“单聚焦、多品牌、全球化”的发展脉络，共享优势、打开市场。安踏集团聚焦市场规模庞大的运动户外赛道，已构建起大众专业运动、中高端运动休闲、大众专业户外、高端专业户外等领域的全方位布局，并凭借自身供应链效率、运营中台能力、全渠道优势，赋能一个又一个品牌的成功，FILA、Descente 等均是实证。**相较之下，比音勒芬聚焦高端及奢侈品赛道，根据贝恩报告中国内地个人奢侈品市场近年来销售额在数千亿级别，市场规模同样庞大，优秀的高端品牌企业具备长期成长的市场条件。**

图 2：中国内地个人奢侈品市场销售额



资料来源：贝恩《2025 年中国个人奢侈品市场》，申万宏源研究

图 3：中国运动服饰零售市场规模



资料来源：欧睿数据 Euromonitor，申万宏源研究

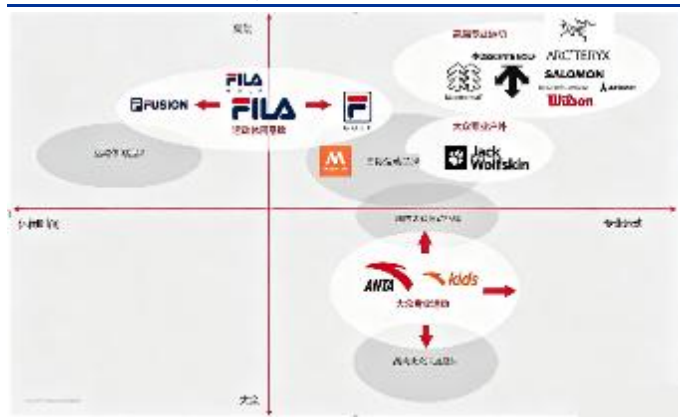
第二，在核心品牌强劲增长长期完成新品牌培育，对冲影响、持续成长。安踏集团早年在主品牌成长期收购 FILA 中国区经营权，后来在 FILA 成长期拿下 Descente、Kolon 中国区经营权，现又在户外品牌群成长期收购狼爪、Puma 品牌全球业务，能够平滑新品牌培育投入对短期业绩波动的影响。从其历史业绩表现看，在每一轮增长引擎切换过程中的阵痛之后，很快会迎来新一轮高成长。**相较之下，比音勒芬也是在主品牌高速成长阶段，2023 年完成收购 KENT&CURWEN、CERRUTI 1881 全球商标所有权，又在近两年拿下 Snow Peak、OOFOS 中国区代理权，构筑起丰富的未来成长曲线。**

图 4：比音勒芬多品牌矩阵



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：上图已列示自有品牌，代理品牌 Snow Peak 和 OOFOS 未列示

图 5：安踏体育多品牌矩阵



资料来源：安踏体育公告，申万宏源研究

比音勒芬具备释放业绩弹性的坚实基础，核心在于近两年“毛利额”持续新高！2024-2025 年外部零售大环境低迷，公司综合毛利率仍保持 75%以上高水平，同期为了巩固品牌价值，公司加大了主品牌及新品牌的战略投入，销售费用率大幅走升，才暂时拖累了净利率

表现。从经营视角看，公司近两年营收、毛利额继续创出新高，后续有条件释放利润弹性。2026Q1 营收 15.2 亿元（同比+18.4%）、毛利额 11.5 亿元（同比+18.1%）、归母净利润 3.9 亿元（同比+16.5%），单季营收、净利润双双历史新高，大超市场预期，其中净利润增速已快速回升，初显高弹性。

图 6：近年来比音勒芬业绩增长表现



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：近年来比音勒芬利润率表现

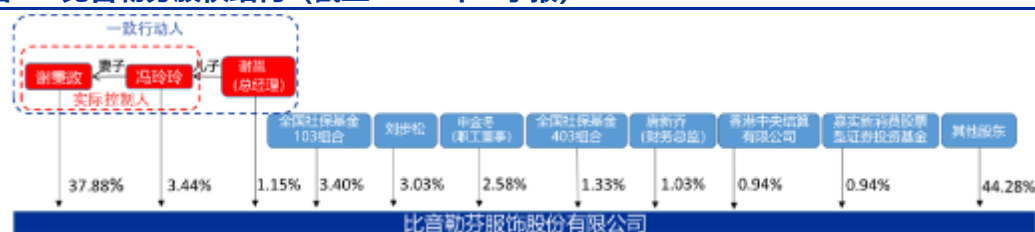


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 实控人股权集中，核心人员大额增持计划彰显信心

从进口代理到创始品牌，创始人深谙高端市场经营之道。公司创始人谢秉政先生 1997 年便在广西南宁市七星路经营十余家店铺，主要代理华伦天奴、圣罗兰等国际高端品牌，直至 2003 年创立比音勒芬公司，长年专注于国内高端客群的着装需求，这也是后来公司面对变化的市场，能时刻保持敏锐洞察与及时思考的根源，不断应变适应消费需求走向。截至 2026 年一季度，公司实控人及一致行动人合计持股 42.5%，持股比例高，股权结构稳定。

图 8：比音勒芬股权结构（截至 2026 年一季度）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

今年一季度，总经理、董事先后发布大额增持计划，发出价值底部的重磅信号！2 月 28 日公告控股股东之一致行动人、总经理谢崑先生计划增持 1~2 亿元，3 月 25 日公告职工董事申金冬先生计划增持 5000 万~1 亿元。根据最新披露进展：1) 7 月 24 日公告控股股东之一致行动人、总经理谢崑先生增持计划实施完毕，最终完成累计增持 658 万股，占总股本 1.15%，成交金额 1.1 亿元。2) 董事申金冬先生的本轮增持计划仍在进行中，根据 Wind 重要股东买卖统计，截至 7 月 29 日已累计增持 329 万股，占总股本 0.58%，成交金额 6585 万元，个人持股比例已升至 3.16%，仍在继续增持中。另外，自 2016 年上市十年以来，实控人谢秉政先生本人从未有减持，也彰显了对公司未来发展前景的十足信心。

现金流强劲、资金储备雄厚，奠定提升分红、增厚股东回报的坚实基础。自 2020 年以来，公司净现比普遍大于 1（除了 2024 年调整年度也接近 1），说明公司商业模式的现金创造能力十分强劲。26Q1 经营现金流净额 4.2 亿元（同比+44.6%），当季期末货币资金、交易性金融资产、其他流动资产合计约 29 亿元，可支配资金规模充裕。**25 年现金分红总额 4.1 亿元，现金分红比例从上年度 36.6%大幅提升至 74.6%，我们认为公司未来有条件继续保持大比例现金分红。**

表 3：比音勒芬现金流强劲，近年来分红比例提升

年度	归母净利润(亿元)	经营现金流净额（亿元）	净现比	现金分红总额（亿元）	现金分红比例
2016	1.33	1.04	0.79	0.21	16.1%
2017	1.80	1.26	0.70	1.07	59.2%
2018	2.92	1.71	0.58	0.91	31.0%
2019	4.07	3.33	0.82	1.54	37.9%
2020	4.99	6.37	1.28	1.65	33.1%
2021	6.25	8.98	1.44	1.71	27.4%
2022	7.28	9.42	1.29	1.71	23.5%
2023	9.11	12.96	1.42	5.71	62.7%
2024	7.81	7.50	0.96	2.85	36.6%
2025	5.51	6.91	1.26	4.11	74.6%
26Q1	3.86	4.23	1.09		

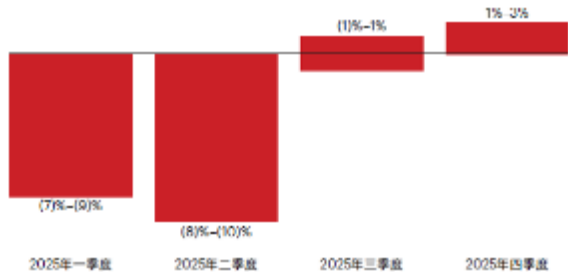
资料来源：Wind，申万宏源研究

1.3 高端消费率先复苏，本土高端品牌受青睐、迎契机

中国内地市场高端消费率先复苏，领先于大众消费。根据贝恩统计，中国内地个人奢侈品市场销售额在 25H1 较大下滑之后，至 25H2 显现逐季复苏迹象。从 A 股中高端服装上市公司逐季表现来看，近季度营收增速陆续转正，也反映出相似的改善趋势。

图 9：中国内地个人奢侈品市场各季度销售同比增速

中国内地个人奢侈品市场各季度销售同比增速

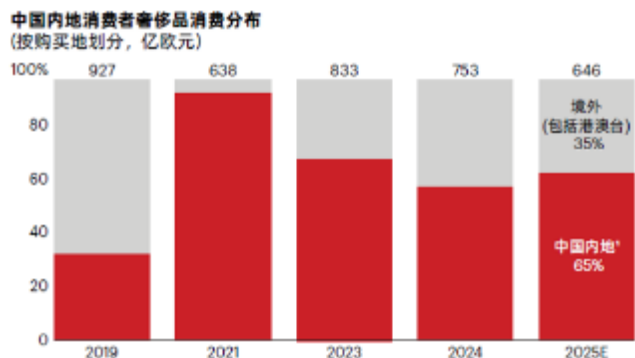


资料来源：贝恩《2025 年中国个人奢侈品市场》，申万宏源研究

高端消费回流中国内地市场，本土高端（奢侈）品牌崛起。根据贝恩统计，2025 年中国内地消费者奢侈品牌消费购买地结构，为中国内地 65%、境外 35%，在中国内地的消费比重较疫情前 2019 年大幅提升。在此过程中，中国本土高端（奢侈）品牌迎来崛起契机，已从美妆等传统渗透领域扩展至更多领域，尤其在高端鞋服、箱包品类的市场竞争力大幅

提升，涌现出了比音勒芬、之禾、山下有松等优秀本土品牌，融合现代设计与本土元素，契合国人高端消费市场偏好。

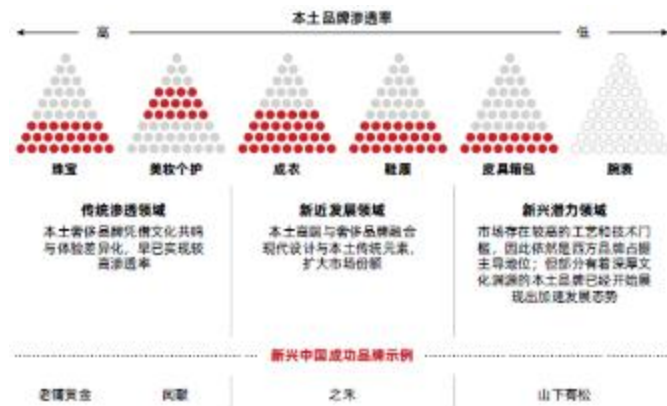
图 10：中国内地消费者奢侈品消费分布（按购买地）



注：1) 不包括入境游购买的免税商品

资料来源：贝恩《2025 年中国个人奢侈品市场》，申万宏源研究

图 11：中国本土品牌在各品类高端市场渗透率



资料来源：贝恩《2025 年中国个人奢侈品市场》，申万宏源研究

从中国男装市场格局来看，高端运动户外品牌上升势头强劲。近年来，传统休闲男装、正装品牌的市场份额普遍呈现下滑态势，反观以始祖鸟、迪桑特等为代表的高端户外品牌在男装品类市场份额快速提升，反映了男装市场向运动化风格、功能化产品的发展趋势。根据欧睿数据统计，2025 年比音勒芬在中国男装零售市场份额 0.7%，位居 Zegna、Armani、Hugo Boss、Ralph Lauren、Tommy 等一众国际品牌之上，也成为少数连年提升市场份额国货高端品牌。高端品牌具有强社交属性，消费者更注重品牌调性和产品实质，对价格敏感度低，比音勒芬等正在日益触达原来传统高端正装的高价值客群。

表 4：中国男装零售市场份额统计（品牌口径）

排名	品牌	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	近 3 年趋势
1	海澜之家	4.8%	4.5%	4.6%	4.6%	5.0%	4.7%	4.6%	↓
2	波司登	1.2%	1.5%	1.5%	1.6%	1.9%	2.1%	2.2%	↑
3	Uniqlo	1.7%	2.1%	1.9%	2.0%	2.2%	2.3%	2.1%	→
4	Nike	2.2%	2.6%	2.3%	2.2%	2.1%	2.1%	1.9%	↓
5	adidas	2.4%	2.4%	2.1%	1.5%	1.5%	1.6%	1.7%	↑
6	李宁	1.1%	1.3%	1.8%	1.8%	1.9%	1.8%	1.7%	↓
7	安踏	1.4%	1.3%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	→
8	斐乐	1.0%	1.3%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	→
9	雅戈尔	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%	↓
10	利郎	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	→
11	特步	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	→
12	始祖鸟	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%	1.1%	↑
13	Jack & Jones	2.1%	2.0%	2.0%	1.8%	1.8%	1.4%	1.1%	↓
14	迪桑特	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	1.0%	↑
15	马克华菲	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	↓
16	七匹狼	0.9%	1.0%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	↓
17	九牧王	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	→
18	Moncler	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	0.7%	0.8%	↑
19	The North Face	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	→

20	森马	1.1%	0.9%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	↓
21	罗蒙	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.1%	0.8%	0.7%	↓
22	比音勒芬	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	↑
23	凯乐石	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.6%	↑
24	Ermenegildo Zegna	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	↓
25	劲霸	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	↓
26	报喜鸟	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	→
27	Armani	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	→
28	可隆	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	↑
29	柒牌	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	↓
30	红豆	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	↓
31	Ralph Lauren	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	→
32	Tommy Hilfiger	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	→
33	Calvin Klein	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	→
34	Hugo Boss	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	↓

资料来源：欧睿数据 Euromonitor，申万宏源研究；注：排名依据 25 年各品牌在中国男装零售市场份额实际顺序

2. 主品牌焕新成长再加速，证明高端品牌运营能力

2.1 品牌力：精准营销强化高端心智，扩大年轻化势能

独占稀缺营销资源，高效曝光品牌内核。1) **奥运营销**：自 2013 年成为中国国家高尔夫球队官方合作伙伴，今年 9 月将赞助国家队出征爱知·名古屋亚运会，赛事传播彰显运动基因。2) **联名营销**：自 2020 年春季以来，已连续六年联名故宫宫廷文化，与非遗苏绣工艺相结合，提升国货品牌的国潮文化附加值，精准触达高净值文化消费者。近年来又合作中国国家地理、哈佛大学、英国艺术家 Hattie Stewart 等跨界联名，实现文化破圈。3) **娱乐营销**：深度合作丁禹兮、李兰迪、胡一天等当红明星，在小红书、抖音等全网种草，在线下举办明星见面会，通过年轻化形象与社交传播矩阵，打破圈层壁垒，实现品牌客群的代际迭代与焕新。4) **事件营销**：除了明星见面会，还在广州塔、重庆解放碑、长沙橘子洲头、新疆赛里木湖等城市地标举办品牌大秀或发布会，以地标与自然双赋能，话题热度贯穿全年。

我们认为，公司近年来很重要的营销目标，是通过新代言人（95 后丁禹兮）、联名合作（哈佛大学等）、视觉升级（Biemlofen 新 Logo）等，加速品牌年轻化，在稳固原有客群基础上，正大力吸纳年轻新客群，为品牌注入全新活力。

表 5：2025 年以来比音勒芬品牌主要推广事件

事件	营销事件
2025 年	
4 月	比音勒芬 x 中国高尔夫协会，国家队优才计划首期启动，支持洛杉矶奥运备战周期
4 月	“小领 T” 焕新升级
4 月	品牌代言人丁禹兮，成都万象城小领 T 品鉴会
5 月	品牌大使李兰迪，广州天河城见面会

5月	品牌大使胡一天，石家庄、西安见面会
5月	比音勒芬重庆解放碑品牌大秀
6月	全球先锋旗舰店落户深圳太子湾
9月	联合《中国国家地理》签约仪式，赛里木湖户外发布会，共同溯源东方宝藏鹅绒
10月	比音勒芬“广州之夜”时尚大秀，城市合伙人，献礼十五运
12月	品牌大使胡一天，绵阳见面会
2026 上半年	
1月	比音勒芬 x 故宫宫廷文化，马年限定系列发布
3月	比音勒芬 x 中国高尔夫协会，2026 年国家队优才计划启动
3月	小领 T 天生出色上海发布会，在上海外滩老市府举行
5月	比音勒芬首届 5-16T 恤节狂欢之夜，品牌代言人丁禹兮见证破亿时刻
5月	品牌大使李兰迪，西安万象城见面会

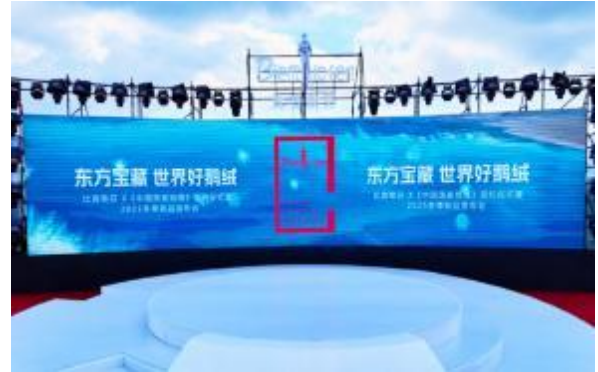
资料来源：公司公告、官方公众号，申万宏源研究

图 12：比音勒芬 x 长沙橘子洲头品牌大秀



资料来源：比音勒芬官方公众号，申万宏源研究

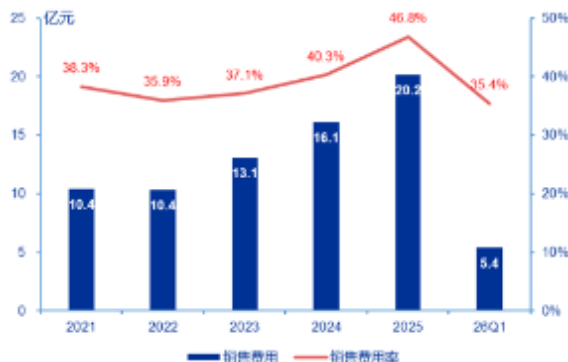
图 13：比音勒芬 x 《中国国家地理》赛里木湖发布会



资料来源：比音勒芬官方微博，申万宏源研究

营销投入最终沉淀为渠道优势与品牌价值，未来销售费用率改善空间大。多数品牌倾向将营销预算投入到能直接拉动当期销售的项目中，例如线下促销、电商买流等，这些投入难以形成长效，一旦营销费用收缩，销售收入也会同步下降。**相较之下，在零售环境不佳、竞品减少投入的情况下，比音勒芬逆势将更多营销预算投入到升级渠道、品牌活动中，更高效地抢占优质门店资源，夯实高端品牌的市场认知，这将强化长效的核心竞争力，未来转化为可持续的销售增长。**2025 年公司销售费用率 46.8% 升至近年高点，主要系加大战略性投入所致，未来存在较大改善空间。

图 14：2025 年比音勒芬销售费用率快速走升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 6：比音勒芬销售费用结构分拆 (万元)

项目	2025年	2024年	增加额占比
商场费用	82,154	70,537	29%
职工薪酬	56,875	46,376	26%
广告与宣传费	30,312	19,575	26%
装修装饰费	19,582	14,440	13%
电商服务费	6,427	3,106	8%
办公及差旅费	3,231	2,363	2%
其他	3,325	4,870	-4%
合计	201,906	161,266	100%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 产品力：科技面料+超级品类引领，裂变出户外系列

图 15：比音勒芬整合全球顶级供应商资源

日本东丽Toray：全球尖端合成纤维供应商	
	优势面料：“TORAYDELFT”透气透湿防水面料：专业级透气透湿防水性能，户外爱好者必备品。 “FIELDSENSOR”吸汗速干新结构面料：高性能运动服装面料，已在高尔夫服和竞技服行业中建立起出众口碑。 “AIRCTRL”高透气清凉面料：基于面料中的空气产生高透气效果，广泛运用于运动服领域。
主要客户：	     
日本伊藤忠ITOCHU：国际一线奢侈品牌面料供应商	
	优势面料：“Peruvian Pima”长绒棉面料：采用世界顶级的优质超长绒棉，纤薄柔顺，表现出非常奢华和柔软质感。 “LIVINAX”原创面料：将高科技与传统工艺大胆结合，舒适、实用且非常具有吸引力。 “HAMILTON”羔羊毛面料：采用澳洲草原最优质的羔羊毛，非常适合用于制造针织衫、大衣等。
主要客户：	      
美国POLARTEC：抓绒发明者，美国军方面料供应商	
	优势面料：“Polartec Alpha”活性隔热面料：专为美国特种部队发明，能够卓越应对极端温度变化和战斗启停条件。 “NeoShell”防水抗风面料：世界上透气性最强的防水面料，防水抗风且高度透气。 “Power Wool”天然面料：革命性的双组分纤维面料，天然防臭且高度透气。
主要客户：	      
美国戈尔GORE：顶级防水面料佼佼者	
	优势面料：“GORE-TEX”专业防水面料：确保防水，有效阻隔雨雪，享有“世界之布”之称，被财富杂志列为世界上最好的一百个美国产品之一，广泛运用在宇航、军事、医疗等领域。 “GORE-TEX INFINIUM”多功能防护面料：专业应对多风、低温等环境挑战，适用于登山、骑行等活动。
主要客户：	      
意大利Loro Piana：奢华羊绒及羊毛制品著名生产商，奢侈品集团LVMH旗下品牌之一	
	优势面料：“Clima”保暖面料：升温速度比传统工艺快8倍，加强身体与羊绒面料间的均匀热分布。 “Green Nylwool”生物基面料：使用有“生物基尼龙”之称的超细美利奴羊毛，具备出色的弹性和保暖性能。 “Green Storm System”环保镀膜面料：用超53%可再生蓖麻制成高性能亲水膜，拥有出色防水和防风特性。
主要客户：	    
意大利THOMAS MASON：英国皇室御用面料品牌，“面料界的爱马仕”	
	优势面料：“Kennedy”牛津面料：深受美国总统肯尼迪喜爱，广泛用于运动衫和休闲外套。 “Kent”高性能羊毛面料：采用尖端技术纺织，轻盈且可调节，舒适且具有天然弹性。 “Spitalfields”法兰绒面料：采用100%纯棉制成重量级法兰绒，拥有温暖柔软的触感。
主要客户：	   
意大利LIMONTA：服装和家具面料的领导品牌，旗下Limonta Sport是职业俱乐部的体育产品供应商	
	优势面料：提花面料：在全宽范围内以超高清晰度印制花纹，适用于专业运动服和外套。 可持续面料：全供应链坚持绿色理念，使用可生物降解的天然纱线制作面料，广泛运用于运动服装和休闲服装。
主要客户：	          
意大利LEGGIUNO：时尚和奢侈运动服饰市场领导者	
	优势面料：“Cotton Poplin”棉质府绸面料：以其耐用性、平整度和光滑的手感而闻名，连衣裙、衬衫和裤装的首选面料。 “Cotton Flannel”棉质法兰绒面料：由纯棉制成，温暖柔软，适合成人及儿童的连衣裙、衬衫、裙装和睡衣。 “Stretch Cotton”弹力棉面料：双向弹力面料能够在穿着时提供额外的舒适感，适合春夏季的轻便服装。
主要客户：	    
意大利CANCLINI：完美结合高品质与艺术的纱线生产商，诠释面料是服装的灵魂	
	优势面料：“Performante”经典升级面料：织物厚度减少50%且耐刮擦，非常适合高性能运动场景。 “Melton”法兰绒面料：以羊绒触感出名，在手感与重量方面均有优势，适用于各种非正式休闲场合。 “Linus”亚麻面料：兼顾酷炫、舒适、透气和轻盈衬衫的理想面料，适合炎热的夏季穿着。
主要客户：	     

资料来源：各公司官网，申万宏源研究

坚持“三高一新”研发理念，即高品质、高品位、高科技和创新精神。近三年累计投入研发费用约 3.9 亿元，每年研发费用率均超 3%，力度超国货运动品牌安踏、李宁等。截至 2025 年末，公司累计获专利授权 200 余项，主要集中在创新版型、面料、工艺等方面。

基于此，集顶尖设计与科技面料于一身，形成独特产品力。1) 产品设计中西合璧，国际时尚与本土元素并重。公司在广州和巴黎设有研发中心，聘请中、英、意、韩等多国设计团队，曾合作的国际一线设计人才包括韩国知名设计师李孝利、前 Burberry 高尔夫系列设计总监的 Paul Rees、曾服务 Gucci 超十年的意大利设计师 Giuseppe Palmiero 等。截至 2025 年末，公司自有和签约超 200 位设计师。2) 遴选全球顶级供应商，科技面料供应资源稀缺。公司与国际一线品牌背后的首选面料供应商（日本伊藤忠、美国戈尔、意大利康利科尼等）保持长期合作关系，已建立技术研发人员的定期交流机制，并结合产品风格特点，发挥各自优势进行定向研发。3) 依据人体工学科学剪裁，产品更适合国人身型特征。公司与北京服装学院、与中国流行色协会共建研究中心，并参与“Fabrics China 中国流行面料”系统工程，为研发设计提供科学数据和技术支持。有别于国际品牌对全球市场普遍上市统一产品，比音勒芬专门针对亚洲人身材做细节设计，例如前放后收的版型设计、松紧袖口剪裁等，产品能够兼顾穿着体验和身型修饰。

图 16：比音勒芬研发投入力度领先行业



资料来源：Wind，申万宏源研究

主品牌裂变三大系列，生活系列是业绩增长压舱石，高尔夫系列树立高端专业形象，户外系列打造战略增长极，三大系列均开设独立店，积极加码年轻化户外风格货盘。

1) 生活 PREMIUM：覆盖商务、休闲、社交等全场景的日常穿搭，打造优雅舒适的高端生活方式着装。产品将高尔夫的优雅基因融入日常剪裁，经典版型搭配国际高端面辅料和工艺，兼顾时尚感与舒适度。生活系列是品牌收入的核心支柱，覆盖客群最广，贡献持续稳定的现金流，是业绩增长的压舱石。

2) 高尔夫 GOLF：专业定位高端专业运动功能性服饰，专为高尔夫、综训等运动场景量身打造，产品采用国际顶级功能性面料和人体工程学设计，具备防晒、高透气、速干排汗等特性，兼顾专业性能和时尚度。将拓展至网球、匹克球、瑜伽、普拉提、跑步等运动场景，

扩大触达更多高净值客群。高尔夫系列是品牌发展的核心基本盘，凭借专业度确立行业标杆地位，是品牌高端形象的核心支撑。

3) 户外 MOTION：聚焦“都市轻户外”新赛道，衔接城市通勤与清凉户外探索，打造无界融合穿搭体验。产品兼顾时尚审美与户外技能，致力于打造轻量化、高性能、多场景的户外着装，适配 Z 世代多元化生活场景，覆盖徒步、登山等多种场景。2025 年，首次开设比音勒芬户外 MOTION 专卖店。户外系列是品牌战略增长极，精准卡位消费新趋势，拓宽品牌年龄与场景边界，驱动未来增量。

图 17：比音勒芬户外 MOTION 系列门店及产品



资料来源：雪球、抖音，申万宏源研究

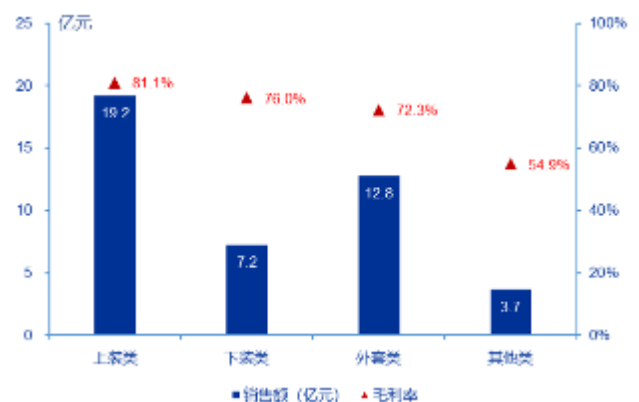
从“高尔夫第一联想品牌”到“T 恤小专家”，打造超级品类。根据中国商业联合会、中华全国商业信息中心数据，比音勒芬高尔夫服装已连续九年（2017-2025）、T 恤已连续八年（2018-2025）取得“同类产品市场综合市占率第一位”，在刚需市场大、标品盈利高的 T 恤及 POLO 品类中占据领导地位。在今年比音勒芬自创的首届 5·16T 恤节，T 恤、POLO 品类实现单日销售破亿，彰显强劲的细分品类心智和品牌上升势能。根据公司 2025 年报披露，T 恤、POLO 归属的上装类销售额 19.2 亿元，毛利率 81.1%，是销售体量最大、盈利能力最高的品类。

图 18：比音勒芬 5·16T 恤节销售表现超预期



资料来源：比音勒芬官方公众号，申万宏源研究

图 19：2025 年比音勒芬分品类销售额及毛利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 渠道力：线下抢驻高端购物中心，线上电商高爆发

线下渠道量质齐升，深耕高价值渠道，为长期增长筑牢基本盘。从数量看，2025 年末公司总门店数达净增 106 家至 1400 家，除去威尼斯及其他品牌估计约百余家门店，剩余绝大多数为比音勒芬主品牌门店，参照中高端运动时尚品牌 FILA 有 2040 家、高端正装品牌雅戈尔有 1944 家，比音勒芬仍具有较大开店空间。**从质量看**，2025 年直营店净增 117 家，而加盟店净关 11 家，主要为抢占一线及新一线高端商圈优质购物中心门店资源，同步清退街边店等低效渠道，集中资源聚焦高势能点位。此外，公司“调位置、扩面积”策略成效显著，至 2025 年公司直营店/加盟店平均面积已扩大至 174/221 平米。

图 20：2025 年比音勒芬门店数达到 1400 家



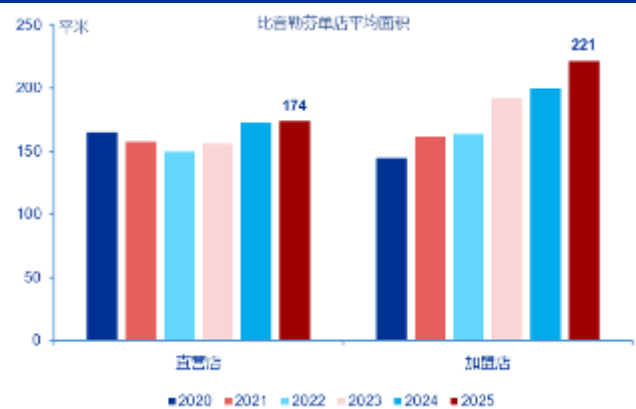
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 21：比音勒芬、FILA、雅戈尔门店数比较



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 22：比音勒芬单店平均面积持续扩大



资料来源：公司公告，申万宏源研究

电商渠道销售爆发，成为高毛利的新增长点。公司精准把握内容电商发展浪潮，战略布局以抖音、小红书为代表的兴趣电商核心阵地，已构建起全平台营销体系，线上运营能力持续迭代。我们预计，线上 85 后消费者购买占比已超一半，客群年轻化趋势显著。2025 年电商板块收入 4.5 亿元（同比+71.5%），营收占比首次突破 10%，且高毛利率升至 76.5%（同比+1.9pct），与线下直营渠道相近，成为新增长引擎。参照其他中高端品牌电商销售

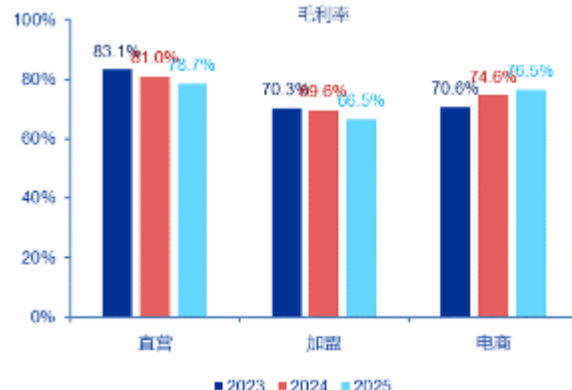
普遍约占 20%，比音勒芬当前电商销售占比仍低，预计短期内将不断释放线上增长潜力，线上渠道将保持超高增长，有望成为较大体量的业务板块。

图 23：2025 年比音勒芬电商营收同比+71.5%



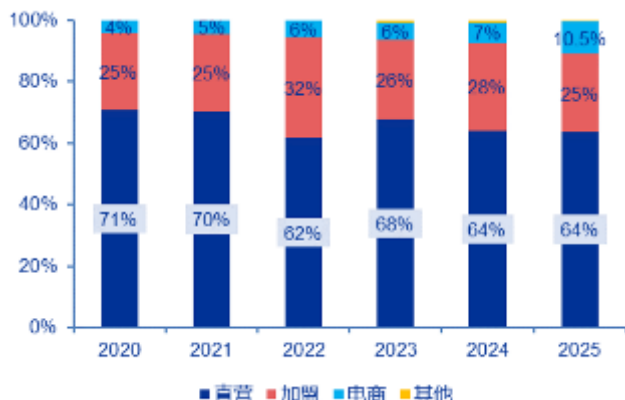
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24：2025 年比音勒芬电商毛利率高达 76.5%



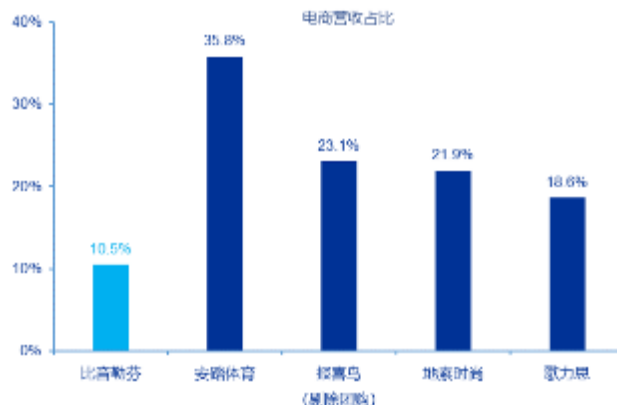
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 25：2025 年比音勒芬电商营收占比 10.5%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 26：比音勒芬电商营收占比还有提升空间



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 多品牌接力下一个风口，加码轻户外、学院风

3.1 威尼斯：聚焦路亚赛道，探索户外服饰与路亚运动融合

2024 年战略升级，聚焦定位路亚细分户外赛道。威尼斯狂欢节品牌（CARNAVAL DE VENISE）成立于 1953 年，追溯起源于 1268 年全球闻名的狂欢盛事——威尼斯狂欢节，至上世纪 90 年代已成为意大利男装品牌翘楚。2013 年被比音勒芬收购，2018 年重新定位“度假旅游服饰”，2024 年战略转向轻户外赛道，核心聚焦赛道，围绕消费者路亚、出游的场景化和功能性进行研发设计，持续推出兼具功能性与时尚感的专业户外服饰。

表 7：路亚服装与传统钓鱼服装的差异

	路亚服装	台钓服装	矶钓/近海船钓服
产品图片			
收纳设计 (核心差异)	多分区小口袋、胸前挂饵垫、外置钳/控鱼器挂点，可替代小型饵包	简易侧兜，无配件分区，需搭配钓箱	大储物袋，主打救生装备、钉鞋配件，无路亚专用挂位
核心场景	边走边抛、徒步搜鱼、频繁扬竿	定点久坐、岸边台钓、黑坑作钓	礁石/出海、大浪暴雨、礁石攀爬
剪裁特点	立体宽松袖袖，抬手无束缚；高弹速干裤，方便下蹲涉水	常规宽松版型，不限制久坐，抬手空间一般	面料硬挺厚重，肩袖偏紧，频繁抛投易卡
面料侧重	轻薄冰丝速干、UPF50+防晒，仅轻微防泼，轻量化可折叠	超薄冰丝透气，几乎无防水，主打防晒降温	压胶全防水面料，加厚耐磨防礁石刮，带防盐涂层
防护功能	轻应防草木刮蹭，低饱和迷彩隐水不惊鱼	仅防晒、防蚊虫	全身耐磨补丁、反光安全条、浮力适配位
适用季节	春夏秋主力，冬季有加绒薄款	全年防晒款为主，冬季厚款较少	四季通用，秋冬防风防水优势明显
日常穿搭	款式简约休闲，外出通勤可单穿	印花款式多，日常穿略显钓鱼感	成套系重，仅作钓鱼场景穿着
适配人群	玩溪流、河道、水库动态搜鱼的路亚玩家	黑坑、池塘、湖库定点静坐台钓爱好者	海礁、近海船钓、追求极端防水安全的海钓人

资料来源：公司官网，申万宏源研究

美国路亚市场规模千亿级别，中国市场高速增长中。路亚钓鱼主打人找鱼、主动狩猎式体验，区别于台钓久坐守窝、装备繁杂的“静态垂钓”，被称作“水上高尔夫”。根据亿欧智库报告，2023 年美国路亚渗透人口 7400 万人，渗透率超 22%，人均花费超 7200 元，对应市场规模 5372 亿元。反观中国路亚市场，渗透人口 3000 万人，渗透率仅约 2%，人均花费低至 126 元，对应市场规模 37.7 亿元。我们认为，路亚运动只需要鱼竿、渔轮、假饵三件套，无需携带钓箱、窝料，入门门槛低，适配都市人碎片化休闲时间，有望复制早年的高尔夫运动迎来高速普及渗透，2020-2023 年中国渗透人口 CAGR 高达 44.2%。

图 27：2023 年中国路亚市场规模 37.7 亿元，渗透率、人均花费有提升空间



资料来源：亿欧智库《2024 年中国户外路亚商业潜力与洞察报告》，申万宏源研究

威尼斯深耕路亚文化生态，致力打造 Z 世代户外新标杆。参照主品牌早期在高尔夫领域的起步经验，威尼斯希望通过社群、赛事、联名等路径打破户外刻板印象：**1)** 一是围绕路亚、骑行、瀑降、露营等户外场景搭建社群活动，吸纳年轻客群，共同探索户外服饰与路亚运动的融合可能。**2)** 二是赞助路亚巡回赛等垂直赛事，深耕户外圈层，树立专业品牌认知，持续扩大品牌声量。**3)** 三是与英国经典功能时尚品牌 HUNTER 联名合作，借助其他品牌形象加固自身专业性。

表 8：威尼斯合作国家级路亚赛事，扩大品牌声量

国家级专业路亚巡回赛		
1、2024 雷达汽车杯·超级路亚中国巡回赛（第一年深度合作）		
合作身份：威尼斯为赛事核心战略服饰合作伙伴，全程品牌露出、选手赛事穿搭供应，品牌负责人出席上海站开幕发言		
覆盖城市：上海等多城分站，属于国内顶级岸钓路亚专业赛事，由中国钓鱼运动协会主办		
2、2025 威尼斯 X 超级路亚巡回赛（第二年独家冠名联合举办）		
主办单位：中国钓鱼运动协会（CAA）+ 威尼斯品牌联合主办，为年度官方核心路亚赛事		
覆盖城市：广州、烟台、西安、北京、石家庄、宁波、秦皇岛、扬州。收官站落地扬州高邮小镇		
赛事定位：国内规模、专业度头部路亚竞技 IP，威尼斯全程提供选手户外路亚服饰、赛事现场品牌展区，打造品牌路亚专业心智		
城市门店路亚社群活动（面向普通消费者、会员）		
1、威尼斯城市快乐路亚局		
青岛、太原等多地门店定期举办，包含路亚科普小课堂、岸钓实战体验、会员户外穿搭体验，主打轻量化入门路亚社交，串联门店私域社群运营		
2、小型城市路亚体验赛		
依托购物中心/门店、本地路亚基地开展小型趣味钓鱼，搭配露营、亲子户外联动活动，打通“门店引流—户外社群转化”链路		

资料来源：公司官网，申万宏源研究

威尼斯线下门店已达上百家，初具规模。依托集团商场资源，威尼斯品牌既在高线城市快速布局核心商圈，也能在低线城市快速下沉开店，我们预计最新门店数量已达上百家，存在年销千万级别的旗舰店，当前处于盈亏平衡，随着经营规模扩大将逐步贡献利润。

图 28：威尼斯品牌门店形象



资料来源：威尼斯品牌官网，申万宏源研究

3.2 Snow Peak：“露营界爱马仕”之称，十年 50 亿销售目标

今年 6 月 12 日，比音勒芬集团在广州总部举行 Snow Peak 签约仪式，与 Snow Peak 品牌创始公司暨日本运营主体 Snow Peak, Inc.、韩国运营公司 GAMSUNG 达成战略合作，比音勒芬成为其中国核心战略合作伙伴。此次签约，标志着比音勒芬将主导 Snow Peak 在中国市场的经营操盘，即 Snow Peak IP 及商标产品在中国市场的营销、销售与分销，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。日本本土线主打硬核装备与极简机能服饰，受众为资深露营玩家，而韩国服饰线贴合亚洲年轻人身材，设计潮流且轻量化，适配城市日常穿搭。

Snow Peak 是全球精致露营的定义者，素有“露营界爱马仕”之称。Snow Peak 创立于 1958 年，有别于硬核户外赛道，以“Home=Tent”为核心理念，产品涵盖帐篷、炊具、灯具、服装等全方位户外装备，以轻量化设计、简约美学与精湛工艺著称，其钛金属杯具是标志性产品。后疫情时代，全球精致露营赛道高景气，Snow Peak 持续享受行业红利。根据 Snow Peak 公司财报，Snow Peak 曾创造超长周期增长纪录，至 2022 年全球销售额达到历史峰值 308 亿日元（约 15.8 亿元人民币），最新 2025 年销售额仍有 241 亿日元（约 11 亿元人民币）。

图 29：Snow Peak 产品矩阵



资料来源：Snow Peak 官网，申万宏源研究

图 30：2022 年 Snow Peak 营收达到历史峰值



资料来源：Wind，申万宏源研究

高端品牌供给具有稀缺性，尽享精致露营新兴趋势红利。2025 年中国露营经济核心市场规模预计已接近 2500 亿元，带动市场规模超 1.4 万亿元，至 2030 年核心市场规模将上升至约 4880 亿元，带动市场规模达 2.4 万亿元。**从市场竞争来看，大众平价装备领域内卷激烈，而高端精致露营赛道供给稀缺。**例如，牧高笛、探路者等传统露营户外品牌 2025 年营收均呈下滑，库存压力抬升，中端品牌主打性价比，抢占下沉市场。相较之下，装备、服饰、生活方式一体化的高端品牌存在明显空白，Snow Peak、Kolon 等具备产品与品牌壁垒，在国内市场已树立高端心智，可避免陷入低价竞争。

图 31：2025 年中国露营经济核心市场规模预计已达 2483 亿元



资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究

比音勒芬提出 Snow Peak 中国市场十年 50 亿元销售目标，尤其服装业务增量空间大。根据 Snow Peak 董事长山井太分享，2025 财年服装业务销售额达到约 60 亿日元（2019 年 17.2 亿日元），贡献占比升至 25%（2019 年 12%），成为强劲增长的品类。Snow Peak 服饰线在韩国也表现强劲，在当地合作伙伴 GAMSUNG 集团努力下，Snow Peak Apparel

被业内定义为“引领韩国第三代户外风潮（自然与都市无缝融合）的代表性品牌”。参照韩国高端户外品牌 Kolon 的发展，安踏于 2017 年拿下 Kolon 品牌大中华区独家经营权，至 2025 年在中国市场门店达 209 家、销售流水突破 60 亿元，为 Snow Peak 未来在中国市场的发展提供了标杆。

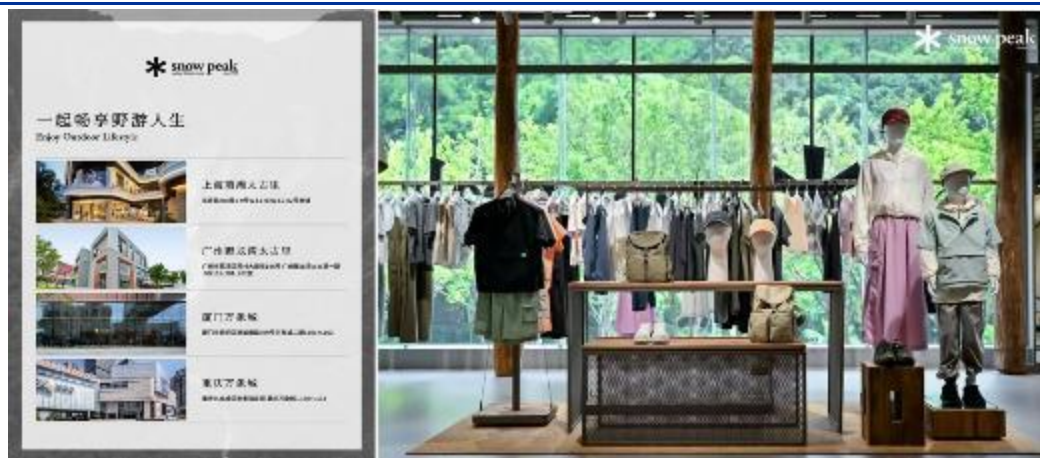
表 9：对比竞品，Snow Peak 在中国市场成长空间广阔

品牌名称	核心赛道定位	2025年销售体量	核心产品布局	与Snow Peak相比
Snow Peak	高端都市户外生活方式 (露营界爱马仕)	- 全球销售额241亿美元 (约1160亿元人民币)，中国不足1亿元人民币 - 分地区占比：日本约62%，韩国约23%，美国约8%，中国约4%	- 全产业链：高端露营装备 (钛金属炊具/帐篷) + 户外服装服饰 + 户外鞋服业态 - 产品占比：露营装备约75%，鞋服约25%	-
可隆KOLON	都市休闲户外	- 全球销售额约7.7亿元人民币，中国市场份额约16.0亿元人民币 - 分地区占比：中国的78%，美国的18%，其他4%	- 仅聚焦鞋包，无露营装备产品 - 产品占比：鞋包的82%，包的15%，配饰小件3%	产品更垂直细分，装备占比小，场景化营销相对受限
Mont-bell	日系轻量级登山户外	- 未上市，预计全球销售额1500亿日元 (约72亿元人民币) - 分地区占比：日本约81%，韩国约9%，美国约7%，中国约40%	- 主打轻量级登山装备/服饰，露营生活属性较弱 - 产品占比：鞋包的70%，装备约30%	精准聚焦轻量级登山，品牌心智聚焦登山，而非露营
Nordisk大白熊	北美小众露营装备品牌	国内销售数据不足1亿元	核心为露营装备，服饰仅为配套边缘业务	聚焦户外装备占比小，无涉鞋服在产品矩阵，渠道受限

资料来源：各公司官网、公告，申万宏源研究

凭借比音勒芬的全国商圈资源，Snow Peak 新店落地周期将大幅压缩。比音勒芬正发挥渠道、供应链、数字化营销及高净值客群运营优势，推动 Snow Peak 入驻全国顶级商圈。除了上海前滩太古里门店早在 2023 年开业，今年 Snow Peak 已在广州聚龙湾太古里、厦门万象城、重庆万象城新开旗舰店，均由比音勒芬集团运营，计划 2026 年内新开业门店达到 11 家，未来开店将在全国核心城市铺开，抢占高端野游的消费者心智。

图 32：Snow Peak 加速进驻顶级商圈



资料来源：赢商网、华丽志，申万宏源研究

3.3 KENT&CURWEN：英伦学院风鼻祖，加速入驻高端商圈

2023 年比音勒芬以 3800 万欧元 (约 2.9 亿元人民币) 收购英伦学院风鼻祖品牌。KENT&CURWEN 品牌创立于 1926 年英国伦敦，创始之初仅专事英国上流俱乐部、军事及牛津、剑桥大学等高级学府的领带设计制造，至今已逐步拓展到西服、衬衫、针织毛衣、大衣、夹克、运动休闲服饰、礼服、配件等各种社交场合与生活型态的全系列服饰。理查一世三狮徽章和英伦皇室玫瑰的品牌经典标识，赢得英国多项绅士运动服装的指定制造，在温网公开赛等许多运动赛事中可见品牌足迹。近年来，英伦学院风 KENT&CURWEN、法式

休闲风 AMI Paris 等品牌，在全球年轻化高净值消费者中备受青睐，年轻消费者开始从传统奢侈品牌中跳出，寻求更代表个体独特性的新选择。

表 10：KENT&CURWEN 与竞品比较

	KENT&CURWEN (肯迪文)	AMI Paris
产品风格及logo		
品牌起源与背景	1926年伦敦创立，正统英伦学院风源头，早期专供牛津、剑桥高校定制领带/板球运动服饰；三狮皇室徽章，英伦贵族+绅士运动双基因	2011年法国新锐设计师品牌，独立运营，法式极简潮流基因
品牌定位	高端轻奢英伦学院风，复古板球毛衣、格纹、玫瑰刺绣；优雅克制兼具少年感，兼顾正装、通勤、轻社交；差异化英伦正统精致赛道	无性别法式休闲设计师轻奢，主打年轻日常潮流，无商务正装定位
核心客群	25-45岁高净值都市精英，追求小众质感Z世代，偏好差异化英伦审美，规避常规美式学院款	18-35岁男女均衡，大学生、年轻白领、潮流爱好者
价格带	2000-15000元	1300-20300元
国内渠道布局	一二线重奢商场（国贸、德基等），高端形象店为主，中国大陆门店约30家	包含正价独立精品店、奥莱店等，国内合计接近30家

资料来源：各公司官网，比音勒芬公司公告，天猫，申万宏源研究

百年品牌复兴的起点，愿景成为全球 Z 世代首选的具有英国传统的品牌。2023 年 9 月，公司官宣 GUCCI 男装设计总监 Daniel Kearns 加盟出任首席创意官，在过去两年已连续主导四季产品设计及时装大秀，四场时装秀扎根伦敦时装周，秀场均选址伦敦著名历史建筑，具有浓厚的英伦文化历史底蕴，成为品牌连贯叙事的天然背景，也宣告重返国际时尚舞台的野心。在产品设计上，围绕英伦经典展开，通过重塑学院风、运动风等元素，将品牌传统的板球、网球文化，以更具当代感的面貌展开。2025 年聘请人气歌手刘雨昕（1997 年出生）为全球品牌大使，进一步突出年轻化品牌形象。**相较于品牌传统客群偏 30-45 岁商务人士，现在 KENT&CURWEN 核心客群进一步下沉至 25-35 岁的年轻精英市场。**

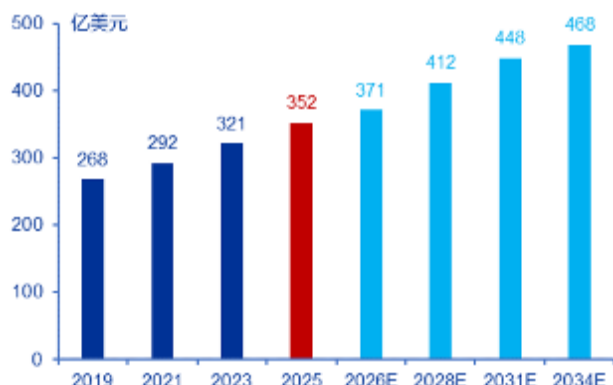
表 11：KENT&CURWEN 时装大秀活动

时间	时装大秀	举办地点
2024/9/24	KENT&CURWEN 2025 春夏时装秀	英国伦敦 皇家艺术学院
2025/2/24	KENT&CURWEN 2025 秋冬时装秀	英国伦敦 外交和联邦事务部原址
2025/9/21	KENT&CURWEN 2026 春夏时装秀	英国伦敦 皇家园艺大厅
2026/3/31	KENT&CURWEN 2026 秋冬时装秀&伦敦百年大秀	英国伦敦 威斯敏斯特公学

资料来源：KENT&CURWEN 官方小红书，申万宏源研究

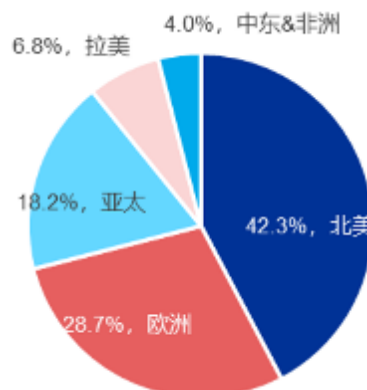
学院风或将成为下一个流行风口，亚太区引领市场规模扩大。2025 年全球学院风服饰市场规模达 352 亿美元，预计 2034 年将扩容至 468 亿美元，2025-2034 年 CAGR 达 5.3%。分区域看，北美凭借学院风文化根基稳居全球存量第一大市场，亚太地区依托新兴中产消费崛起、年轻群体审美迭代，将以 6.8%复合增速领跑全球。行业格局两极分化，一端 KENT&CURWEN、Ralph Lauren 占据高端市场，主打正统英伦、美式学院风经典款，另一端本土快时尚、电商品牌，依托本土化版型改良推出学院风平价单品，主要覆盖学生及初入职场大众客群。**2026 财年（25/4-26/3），美式学院风代表品牌 Ralph Lauren 亚洲区营收 21 亿美元（同比+23%），增速显著快于欧美市场，贡献占比已达 26%。**

图 33: 2025 年全球学院风服饰市场规模 352 亿美元



资料来源: Market Intelo, 申万宏源研究

图 34: 2025 年全球学院风服饰市场结构



资料来源: Market Intelo, 申万宏源研究

品牌起步高举高打，强势入驻顶奢商圈。根据品牌官网数据，显示 KENT&CURWEN 国内门店数量 19 家，已入驻中国香港海港城、中国澳门伦敦人、中国澳门威尼斯人、北京国贸商城、深圳万象天地、南京德基、大连恒隆广场等高端商圈，精准触达目标客群。考虑官网数据更新存在滞后，我们预计最新门店数量已有约 30 家，依托集团高端商业资源与成熟直营体系，中长期门店规模有数倍提升潜力。

图 35: KENT&CURWEN 全国门店地图



资料来源: KENT&CURWEN 官网, 申万宏源研究; 注: 统计截止于 26 年 7 月, 官网更新滞后, 少于实际数量

图 36: KENT&CURWEN 南京德基广场门店



资料来源: 德基广场小红书官方号, 申万宏源研究

3.4 CERRUTI 1881: 顶级面料起家，成就百年奢侈成衣品牌

2023 年比音勒芬以 5700 万欧元 (约 4.3 亿元人民币) 收购意大利血统的法国顶奢品牌，快速补齐顶奢板块。CERRUTI 1881 始于 1881 年，早期以奢华面料起家，后于 1967 年在巴黎正式创立为奢侈成衣品牌，在男装领域首创“解构式西装”，产品覆盖男装、女装、香水、手表、珠宝等系列，曾在《华尔街》、《风月俏佳人》等好莱坞经典影片出境。与 Loro Piana、Brunello Cucinelli、Zegna 类似，CERRUTI 1881 旗下也自有羊毛工坊，高端面料优先自用，纱线织造、面料后整理、轻量化成衣结构一体化技术体系，把传统奢侈正装的质感，和现代商旅需要的抗皱、防水、透气、易打理、高舒适融合，形成独特的面料护城河。

表 12: CERRUTI 1881 核心面料

面料名称	特点
CARAVELLE	以澳洲维多利亚顶级羊毛为原料，天然弹性、垂坠顺滑，四季适用；包含鸟眼纹、威尔士纹粉笔条纹等经典纹样，同时注重穿着的舒适度和耐穿性
iTravel	抗皱性好，色牢度优异，耐汗、水、污渍
iParty	采用珍贵天然纤维组合，包含特殊织纹设计和印花布整理工艺，适用于晚宴、婚礼等仪式礼服
Oxygen	采用优质美丽诺羊毛，适用于轻薄夹克和外套
Flow	采用梭织工艺，更具可持续性；弹力混纺结构；标志性纹样为方格花纹，包含平面和立体版本
Cashmere	选用内蒙古白山羊绒等原料，适用于羊绒大衣和西装

资料来源：Lanificio Fratelli Cerruti 官网，申万宏源研究

已在港澳地区开店，未来将有序在内地落地首店。2024 年 4 月，CERRUTI 1881 首度出席第四届中国国际消费品博览会，扩大行业影响力与国际知名度。目前，品牌已在中国香港铜锣湾 SOGO、中国澳门威尼斯人开出两家店，后续计划在内地开设首家旗舰店，与 KENT&CURWEN 协同发展。

图 37: CERRUTI 1881 亮相中国国际消费品博览会

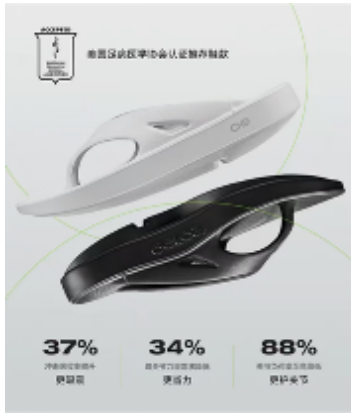


资料来源：比音勒芬官网，申万宏源研究

3.5 OOFOS：全球运动恢复鞋领导品牌，有望打造流行符号

2025 年比音勒芬拿下全球运动康复鞋品牌 OOFOS 中国内地独家代理权，赛道定位独特，国内市场空白。OOFOS 2011 年创立于美国，全球专业运动恢复鞋细分品牌，核心赛道为运动后足部恢复鞋，区别于洞洞鞋、普通拖鞋、休闲鞋，主打运动康复、久站舒缓功能定位，主要价格带 500-1800 元，匹配中高端客群。自研新一代 OOfoam 缓震泡棉专利，相较传统 EVA 发泡材料版本，能多吸收地面冲击力，使垂直负荷率降低 88%。OOFOS 产品全系列获得美国足病医学协会 APMA 权威认证，在北美深度绑定运动医疗及职业运动员圈层。

图 38：OOfoam 专利大幅改善垂直负荷率

		OOoriginal (with OOfoam™)	OOoriginal (with EVA foam)	EVA % DIFF
	Time Break (ms)	354.854	349.419	-2%
	Time Prop (ms)	337.477	317.855	-6%
	Min ML GRF (side to side force)	-0.50846	-0.51548	1%
	Max ML GRF (side to side force)	0.43581	0.44458	2%
	Min AP GRF (front to back force)	-1.57905	-1.52013	-4%
	Max AP GRF (front to back force)	1.32939	1.30964	-1%
	Vert GRF Load Rate (N/kg)/sec)	0.01309	0.0246	88%

资料来源：《Understanding Recovery: The search for how making walking easier on your body can help reduce stress and enhance the recovery process》，OOFOS 官网，申万宏源研究

国内运动恢复鞋蓝海赛道，专业程度的梯度分化。2025 年全球恢复鞋市场约 153 亿美元，至 2034 年预计将扩大至 246 亿美元，期间复合增速 7%，而 2025 年中国恢复鞋市场规模约 14 亿美元，仍处于早期市场教育阶段。从国内市场参与者来看，运动品牌（Nike/Adidas/安踏/李宁等）和专业品牌（OOFOS/Superfeet 等）共同竞争，尚未形成销售体量较大的龙头品牌，运动品牌主要依托渠道优势推出大众恢复鞋系列，专业品牌主打独家专利缓震材料及医疗认证，具备差异化卡位机会。**OOFOS 兼具医疗专业背书与轻奢时尚外观，目前已在比音勒芬门店上架售卖，有机会破圈走红。**

表 13：运动恢复鞋竞品对比

对比 维度	专业品牌		运动品牌		
	OOFOS	Superfeet	安踏	Adidas	Nike
品牌 定位	全球专业运动恢复鞋细分品牌，医疗级恢复定位	专业足部护理/矫形品牌，鞋垫起家，恢复鞋为延伸线	中国第一运动品牌，恢复鞋/舒适拖为副线品类	全球第二大运动品牌，恢复拖鞋为运动配件线	全球第一大运动品牌，恢复鞋/拖鞋为运动配件线
核心技术/材料	专利 OOfoam 缓震泡棉，吸收 37%地面冲击力，人体工学足弓全支撑	深杯跟矫形设计，高密度发泡鞋垫，生物力学足弓支撑，医疗级矫形技术	氮科技中底、舒弹科技 EVA 发泡，主打轻弹舒适	Boost 中底（TPU 发泡颗粒）、EVA 拖鞋底，回弹缓震	React 泡棉、ZoomX 中底，Phylon/EVA 拖鞋底，轻质回弹
专业 认证	美国足病医学协会 APMA 认证	部分产品 APMA 认证	无医疗认证，运动科技背书	无医疗认证，运动科技背书	无医疗认证，运动科技背书
价格带	500-1800 元 (中高端专业恢复)	鞋垫 300-800 元 鞋款 800-1500 元	100-400 元 (大众性价比)	200-600 元 (中端运动)	200-700 元 (中端运动)
目标 客群	高尔夫/路亚/户外爱好者、久站职业人群、足弓健康需求中产	足部问题人群、扁平足/足底筋膜炎症患者、运动矫形需求者	大众运动人群、学生、日常通勤消费者，性价比导向	运动爱好者、潮流人群、年轻消费者	运动爱好者、潮流人群、年轻消费者，品牌忠诚度高
产品线 丰富度	恢复拖鞋、人字拖、休闲恢复鞋、运动跑鞋，全系列聚焦恢复	鞋垫为主，鞋款较少，偏功能导向	拖鞋、休闲鞋、跑鞋等多品类，恢复功能非核心	拖鞋（Adilette 系列）、跑鞋、休闲鞋，恢复鞋为配件	拖鞋（VictoriOne、Benassi）、跑鞋，恢复鞋为配件
对比 OOFOS	-	偏医疗矫形，外观功能性强、日常穿搭属性弱；恢复鞋品类少	定位大众性价比，无专业恢复技术，无医疗认证，品牌调性差距大	运动品牌副线，非核心品类，无医疗认证，专业度不足	运动品牌副线，非核心品类，无医疗认证，专业度不足

资料来源：各品牌官网，申万宏源研究

4. 核心竞争力分析：平台赋能多品牌，强者恒强

我们总结公司核心竞争力在于，已构建“多品牌、差异化”运作矩阵，不仅增强商业竞争优势，而且打开成长天花板，并以“研发 x 渠道 x 营销”三位一体构筑高毛利率的高壁垒护城河，而“家族传承+职业经理人”双层治理保障战略定力与执行效率，推动持续成长。

4.1 “多品牌、差异化”运作矩阵，打开成长天花板

从“单品牌驱动”转型“多品牌生态集群”，通过多风格、多客群的协同覆盖，有效对冲单一市场波动，为长期业绩增长注入持续动力，打开成长天花板。主品牌作为核心现金牛，凭借高复购与强品牌力，持续贡献稳定现金流与利润基本盘，而公司通过“自有孵化、海外并购、独家代理”形成多品牌矩阵，已搭建覆盖奢侈品、户外、商务的全场景品牌梯度。

1) **比音勒芬（裂变三大系列）**：生活 PREMIUM 适配精英多场景穿搭需求，深挖高端生活市场潜力；高尔夫 GOLF 定位专业高尔夫服饰领域，注重专业化、年轻化的产品特性；户外 MOTION 推出鹅绒系列、先锋价格等高端户外产品，强化高端运动户外品牌形象。

2) **威尼斯、Snow Peak（细分户外赛道）**：聚焦时下年轻人热爱的“路亚钓鱼”、“精致露营”等户外出游场景，丰富户外产品供给，在尚未形成头部品牌之时抢占市场先机。

3) **KENT&CURWEN、CERRUTI 1881（品牌势能跃升）**：吸纳英伦贵族经典与意式奢华基因，补齐高端正装与国际顶奢版图，借助成熟的全球品牌资产，快速提升集团的品牌调性与客群层次，并进一步推进公司国际化布局。

4) **OOFOS（运动康复赛道）**：在中国内地独家代理全球运动恢复鞋领导品牌，以轻资产模式快速捕捉新兴消费趋势，切入舒适科技赛道，定位独特，填补国内市场空白。

4.2 “研发 x 渠道 x 营销”三位一体，共筑品牌护城河

研发设计、渠道壁垒、营销创新，三大核心竞争力形成闭环，构筑深厚的品牌护城河。这是同行难以复制的竞争优势，需要长时间的发展积淀，不仅支撑了公司常年保持 75-80% 高毛利率，更为未来市场扩张及业绩增长提供了内生动力。

1) **研发设计**：①**国际化设计师团队**：广州总部与巴黎创意中心双引擎驱动，汇聚中、英、意、韩多国顶尖设计师，融合多元文化审美，打造差异化风格。还特邀原 GUCCI 男装设计总监 Daniel Kearns 出任首席创意官，注入奢侈品级设计美学与品质把控。②**全球顶级面料战略合作**：深度绑定日本东丽、美国戈尔、意大利 Loro Piana 等国际供应商巨头，实现核心面料的优先供应、甚至独家合作共创，并签约新疆赛里木湖鹅绒原产地，从源头确立产品品质护城河，形成竞品无法复制的核心产品壁垒。③**专利技术与标准引领**：保持高强度研发投入，确保技术迭代速度领先行业，共主导或参与制定 18 项国家级行业标准，累计获得专利授权 200 余项，奠定连续九年（2017-2025）取得“中国高尔夫服饰同类产品综合市场占有率第一位”、连续八年（- ）取得“中国 T 恤同类产品市场综合市占率第一位”。

2) 渠道壁垒：①锁定高端流量核心入口：公司线下渠道深度跨越全线城市能级，覆盖广度涵盖全国核心商圈、高端百货、购物中心，机场高铁交通枢纽、高尔夫球场、奥特莱斯、高端酒店等场景，能大幅压缩新店落地周期。其中，传统优势渠道机场高铁交通枢纽，精准覆盖高净值商旅人群，客流稳定。此外，加速进驻万象城、恒隆、SKP 等高端商圈购物中心，借势高端流量场提升品牌势能，吸引年轻客群。**②建立高粘性会员运营体系：**一方面，公司通过精细化会员运营打造高忠诚度，实现 VIP 客群高复购率远超行业平均水平；另一方面，公司通过智慧零售，构建线上线下全渠道新零售体系，能够实时掌握门店等业绩表现、购买趋势、库存情况以及用户画像等大数据，从而制定更精准的市场策略。**③全力布局线上全平台。**线上布局抖音、小红书等社交电商实现内容种草与流量爆发，促成 2025 年线上营收同比大增 71.5%，预计线上 85 后消费者购买占比已超一半，客群年轻化趋势显著。

3) 营销创新：①国家队赛事传播：连续 13 年国家高尔夫球队合作伙伴，成就高尔夫第一品牌心智，2025 年启动与中国高尔夫协会的“国家优才计划”，支持新的奥运备战周期，今年 9 月将赞助国家队出征爱知·名古屋亚运会。**②稀缺 IP 联名合作：**与中国国家地理、故宫宫廷文化、哈佛大学、英国艺术家 Hattie Stewart 等跨界联名，持续发布联名产品，实现文化破圈，拓宽消费客群和消费场景。**③地标、自然时尚大秀：**通过在稀缺场景打造大型事件与高品质内容输出，持续巩固品牌高端定位。例如，「广州之夜」时尚大秀以广州塔、海心沙为天然秀场，将品牌形象与城市地标深度融合，打造时尚 IP 事件；「赛里木湖」发布会联合中国国家地理，以纯净环境背书鹅绒产品科技力，构建“高端户外+御寒专家”的认知壁垒。**④新生代明星代言：**合作 90 后当红明星丁禹兮、李兰迪、胡一天等，在小红书、抖音等全网种草，在线下举办明星见面会，通过年轻化形象与社交传播矩阵，打破圈层壁垒，实现品牌客群的代际迭代与焕新。

4.3 “家族传承+职业经理人”管理优势，双层治理保障

“家族传承+职业经理人”现代化治理模式，兼顾企业稳健传承与高效经营。此前，现任总经理谢邕先生、董事及首席战略官申金冬先生先后发布大额增持计划，是对公司内在价值与未来成长前景的最直接背书，有效提振资本市场长期信心。

1) 创始人核心，深耕主业 20 多年。创始人谢秉政和冯玲玲夫妇二人，坚持长期主义，始终专注高端服饰赛道，保障了企业战略稳定性，为品牌资产积累、产品力打磨与市场口碑筑牢坚实的产业根基。另一方面，创始人拥有深厚敏锐的行业洞察力，并躬身主持产品研发设计，成为公司穿越周期实现持续成长的关键。

2) 二代领航，推动品牌年轻化。创始人之子谢邕先生 1994 年生人，美国迈阿密大学学士、日本中央大学硕士学位。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，自 2025 年 4 月正式接任总经理职位，以新生代视角捕捉消费趋势，推动数字化转型与渠道创新，为集团注入年轻活力与全新增长动能。

3) **战略智囊，资本与渠道赋能。**前任总经理申金冬先生，从 2003 年公司成立之时就已加入，现任职工代表董事、首席战略官，统筹集团多品牌战略规划、全渠道扩张及资本运作。凭借深厚的行业资源与资本视野，优化产业布局，推动渠道下沉与品牌升级。

图 39：比音勒芬核心竞争力分析



资料来源：申万宏源研究

5. 盈利分析与估值

5.1 盈利预测

盈利预测：

鉴于公司最新情况，我们上调盈利预测，预计 26-28 年营收同比+20.2%/16.1%/13.6%至 51.8/60.2/68.4 亿元 (原为 50.4/57.9/66.3 亿元)，归母净利润同比+36.3%/25.2%/21.2%至 7.5/9.4/11.4 亿元 (原为 7.2/9.2/11 亿元)。

费用预测：

25 年战略投入新品牌及渠道升级，导致销售及管理费用率较高，后续有改善空间。预计 26-28 年销售费用率 45.6%/44.9%/44.2%，管理费用率均为 7.9%，研发费用率均为 3.2%。

具体预测逻辑如下：

分线下直营、线下加盟、线上电商渠道拆分营业收入，并假设分渠道毛利率。其中，线下渠道通过店铺数、店效或单店收入，相乘计算实体门店营收贡献；线上渠道通过增速假设，推算电商营收贡献。最后，通过假设分渠道毛利率，推算公司综合毛利率水平。

盈利预测过程及结果如下：

表 14：比音勒芬盈利预测

年份	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	2,720	2,885	3,536	4,004	4,314	5,184	6,018	6,836
YoY	18.1%	6.1%	22.6%	13.2%	7.7%	20.2%	16.1%	13.6%
营业成本 (百万元)	634	652	756	921	1,075	1,276	1,445	1,606
毛利率	76.7%	77.4%	78.6%	77.0%	75.1%	75.4%	76.0%	76.5%



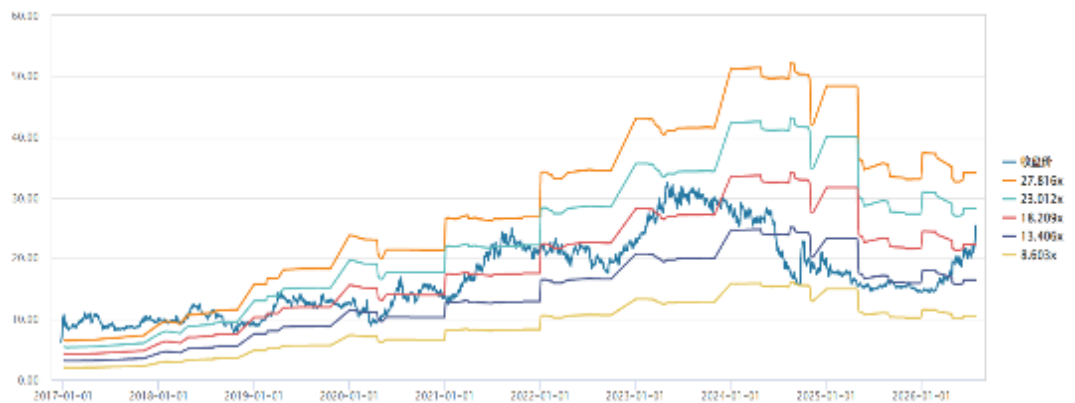
归母净利润 (百万元)	625	728	911	781	551	750	939	1,137
YoY	25.2%	16.5%	25.2%	-14.3%	-29.5%	36.2%	25.2%	21.2%
归母净利率	23.0%	25.2%	25.8%	19.5%	12.8%	14.5%	15.6%	16.6%
【线下渠道】								
线下营业收入 (百万元)	2,597	2,717	3,313	3,707	3,833	4,387	4,991	5,609
YoY	17.8%	4.6%	21.9%	11.9%	3.4%	14.4%	13.8%	12.4%
线下营业成本 (百万元)	574	591	676	834	950	1,082	1,207	1,336
毛利率	77.9%	78.3%	79.6%	77.5%	75.2%	75.3%	75.8%	76.2%
期末门店总数 (个)	1,100	1,191	1,255	1,294	1,400	1,500	1,600	1,700
+/-	121	91	64	39	106	100	100	100
①直营营业收入 (百万元)	1,914	1,780	2,395	2,568	2,745	3,280	3,766	4,229
YoY	17.5%	-7.0%	34.6%	7.2%	6.9%	19.5%	14.8%	12.3%
直营营业成本 (百万元)	362	319	404	487	586	705	791	867
毛利率	81.1%	82.1%	83.1%	81.0%	78.7%	78.5%	79.0%	79.5%
期末直营店数 (个)	532	579	607	644	761	841	891	941
+/-	46	47	28	28	117	80	50	50
期间平均直营店数 (个)	509	556	593	626	703	801	866	916
直营平均店效 (万元)	376	320	404	411	391	409	435	462
YoY	7.0%	-14.8%	26.0%	1.6%	-4.8%	4.8%	6.2%	6.2%
②加盟营业收入 (百万元)	683	937	918	1,139	1,089	1,107	1,225	1,380
YoY	18.6%	37.1%	-2.1%	24.1%	-4.4%	1.7%	10.7%	12.7%
加盟营业成本 (百万元)	213	272	273	346	365	376	417	469
毛利率	68.9%	71.0%	70.3%	69.6%	66.5%	66.0%	66.0%	66.0%
期末加盟店数 (个)	568	612	648	650	639	659	709	759
+/-	75	44	36	36	(11)	20	50	50
期间平均加盟店数 (个)	531	590	630	649	645	649	684	734
加盟单店收入贡献 (万元)	129	159	146	176	169	171	179	188
YoY	5.7%	23.3%	-8.3%	20.5%	-3.8%	1.0%	5.0%	5.0%
【线上渠道】								
线上营业收入 (百万元)	123	168	195	263	451	767	998	1,197
YoY	24.8%	37.0%	16.1%	35.0%	71.5%	70.0%	30.0%	20.0%
线上营业成本 (百万元)	60	61	57	67	106	177	219	251
毛利率	50.9%	63.4%	70.6%	74.6%	76.5%	77.0%	78.0%	79.0%
【其他销售】								
其他销售营业收入 (百万元)			29	34	29	29	29	29
YoY				19.9%	-14.9%	0.0%	0.0%	0.0%
其他销售营业成本 (百万元)			23	20	18	18	18	18
毛利率			20.8%	41.4%	37.2%	37.0%	37.0%	37.0%

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：蓝色底为假设项

5.2 估值分析

根据 Wind，回溯比音勒芬自 2016 年上市以来的完整 PE(盈利预测)-Band，公司当前 PE(盈利预测)刚站上历史中枢 18.2 倍（粉红线）。在过去盈利上行周期中，公司 PE(盈利预测)曾可向 23 倍（亮蓝线）以上扩张，具备很大估值张力。

图 40：比音勒芬 PE(盈利预测)-Band



资料来源：Wind，申万宏源研究

可比公司选择：综合考虑品牌价值、成长性等因素，我们选取报喜鸟、亚玛芬体育、开云集团、ERMEGILDO ZEGNA 家作为可比公司，均是在高净值客群中享有品牌美誉度的高端服饰集团，其目标客群与比音勒芬有一定重叠度，因此存在可比性。1) **报喜鸟：**A 股上市的中高端男装集团，旗下品牌矩阵覆盖商务、休闲、户外多场景，其中经典英伦品牌 HAZZYS、法式户外品牌 Lafuma 持续高增长，与比音勒芬核心品牌风格相似。2) **亚玛芬集团：**美股上市的高端户外集团，也是安踏集团旗下高端户外板块的重要组成，拥有 Arc'teryx、Salomon、Wilson 三大核心品牌，在中国市场快速增长。比音勒芬近年来也重点加码户外运动系列，构建新战略增长极。3) **开云集团：**法国巴黎泛欧交易所上市的全球奢侈品集团，通过并购整合已形成 Gucci、Saint Laurent、Bottega Veneta 等多品牌矩阵，全球化高端品牌运营能力突出，与比音勒芬实现多品牌化的路径相似。4) **ERMEGILDO ZEGNA：**美股上市的意大利奢侈男装集团，旗下 Zegna、Tom Ford 男装线以高端面料著称，主要客群以精英男性为主，比音勒芬在产品特点、目标客群等方面思路与之相近。

投资分析意见：比音勒芬作为多品牌运作的高端服饰集团，依托高端化、品牌多元化、国际化战略落地，不断打开成长空间，重申维持“买入”评级。考虑到公司零售端表现超预期，我们上调盈利预测，预计 26-28 年归母净利润 7.5/9.4/11.4 亿元（原为 7.2/9.2/11 亿元），25-28 年复合增速 27%，对应 PE 为 19/15/13 倍。参照可比公司平均 PE 估值，给予公司 26 年 PE 为 28 倍，目标市值 212 亿元，较 8/4 市值有 47% 上涨空间，重申维持“买入”评级。

表 15：可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
002154.SZ	报喜鸟	4.12	60	3.4	4.3	4.9	5.7	18	14	12	11
AS.N	亚玛芬体育	36.20	211	4.3	6.6	8.3	9.9	49	32	25	21
KER.PA	开云集团	288.40	356	0.7	7.1	11.7	16.4	494	50	30	22
ZGN.N	ERMENEGILDO ZEGNA	15.25	41	1.0	1.0	1.4	1.7	36	34	26	22
平均值								128	28	20	16
002832.SZ	比音勒芬	25.30	144	5.5	7.5	9.4	11.4	26	19	15	13

资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究

注：以上 A 股及海外上市公司 26 年财报周期均为 2026/1/1-2026/12/31，以此类推；比音勒芬、亚玛芬体育盈利预测为申万宏源预测，报喜鸟盈利预测为 Wind 一致预期，其他海外公司盈利预测为 Bloomberg 一致预期；报喜鸟市值及盈利预测货币单位均为人民币，亚玛芬体育市值及盈利预测货币单位均为美元，开云集团市值及盈利预测货币单位均为欧元，ERMENEGILDO ZEGNA 市值货币单位为美元、盈利预测货币单位为欧元，计算 PE 时按照汇率换算；在计算平均 PE 时，海外上市公司 PE 按照 85%折价计入；
以上公司股价均为最新收盘价，海外上市公司亚玛芬体育、开云集团、ERMENEGILDO ZEGNA 为 8/3，中国 A 股上市公司报喜鸟、比音勒芬为 8/4

6. 风险提示

- 居民收入预期不佳，国内服装零售持续承压。
- 运动休闲赛道吸引新进入者，竞争加剧风险。
- 新品牌发展缓慢，培育期拖累总体盈利能力。
- 存货消化能力减弱，存在大规模减值风险。

合并损益表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4,004	4,314	5,184	6,018	6,836
营业收入	4,004	4,314	5,184	6,018	6,836
营业总成本	3,054	3,646	4,270	4,877	5,456
营业成本	921	1,075	1,276	1,445	1,606
税金及附加	36	43	51	59	68
销售费用	1,613	2,019	2,364	2,702	3,021
管理费用	371	368	410	475	540
研发费用	126	138	166	193	219
财务费用	-13	4	4	3	1
其他收益	33	39	39	39	39
投资收益	7	14	14	14	14
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	8	0	0	0
信用减值损失	0	-3	0	0	0
资产减值损失	-56	-80	-60	-60	-60
资产处置收益	4	8	0	0	0
营业利润	943	654	906	1,133	1,373
营业外收支	4	-5	-5	-5	-5
利润总额	947	648	901	1,128	1,367
所得税	166	98	151	189	230
净利润	781	551	750	939	1,137
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	781	551	750	939	1,137

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	781	551	750	939	1,137
加：折旧摊销减值	261	250	115	125	135
财务费用	0	2	4	3	1
非经营损失	-49	0	-14	-14	-14
营运资本变动	-482	-414	-43	-101	-100
其它	241	302	0	0	0
经营活动现金流	750	691	812	952	1,160
资本开支	557	612	400	400	400
其它投资现金流	110	213	14	14	14
投资活动现金流	-447	-399	-386	-386	-386
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	-22	0	0
支付股利、利息	571	297	415	490	611
其它融资现金流	-142	-80	0	0	0
融资活动现金流	-713	-376	-437	-490	-611
净现金流	-419	-83	-11	75	162

资料来源：聚源数据，申万宏源研究



合并资产负债表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	4,275	4,261	4,320	4,453	4,698
现金及等价物	2,452	1,882	1,871	1,946	2,108
应收款项	537	563	586	602	628
存货净额	951	1,152	1,199	1,242	1,298
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	336	664	664	664	664
长期投资	10	0	0	0	0
固定资产	972	1,153	1,497	1,832	2,156
无形资产及其他资产	1,944	2,219	2,219	2,219	2,219
资产总计	7,202	7,632	8,037	8,504	9,073
流动负债	1,714	1,744	1,809	1,825	1,867
短期借款	260	322	300	300	300
应付款项	697	585	672	688	730
其它流动负债	756	837	837	837	837
非流动负债	408	512	512	512	512
负债合计	2,121	2,256	2,322	2,338	2,380
股本	571	571	571	571	571
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	894	894	894	894	894
其他综合收益	6	47	47	47	47
盈余公积	285	285	285	285	285
未分配利润	3,324	3,578	3,917	4,368	4,896
少数股东权益	1	1	1	1	1
股东权益	5,081	5,376	5,715	6,166	6,693
负债和股东权益合计	7,202	7,632	8,037	8,504	9,073

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司

<http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。