仅供内部参考，请勿外传！

公司报告

公司首次覆盖报告

证券研究报告

中国平安 平安证券 PING AN SECURITIES

纺织服装

2026 年 10 月 26 日

比音勒芬(002832.SZ)

多品牌运营的高端运动户外集团

推荐（首次）

股价：26.47 元（10 月 23 日）

主要数据

行业	纺织服装
公司网址	www.biemlf.com
大股东/持股	谢秉政/37.88%
实际控制人	谢秉政,冯玲玲
总股本(百万股)	571
流通 A 股(百万股)	387
总市值（亿元）	151
流通 A 股市值(亿元)	102
每股净资产(元)	9.93
资产负债率(%)	30.7

行情走势图



证券分析师

王源

投资咨询编号
S1060524010001
WANGYUAN468@pingan.com.cn

平安观点：

- **产品及品牌：**比音勒芬旗下产品覆盖男女装，囊括高端、户外、时尚及高尔夫四大系列。公司实施多品牌发展战略和差异化市场定位策略，整合全球优势资源，拓展多品牌矩阵，强化头部效应。目前，公司旗下汇聚比音勒芬（含高尔夫、户外）、CERRUTI 1881、KENT & CURWEN、威尼斯、Snow Peak、OOFOS 六大品牌。各个品牌在品牌力、产品力和渠道力等方面与比音勒芬品牌形成优势互补，进一步推进公司品牌多样化、国际化、高端化布局，聚焦高增长赛道，夯实集团第二增长曲线。其中，比音勒芬品牌聚焦高端运动户外。推动高尔夫服饰从专业赛道向户外生活方式延伸，实现专业运动功能与东方美学在精英日常穿搭中的深度融合。

- **经营模式：**轻资产经营模式为主。公司聚焦业务链上游的研发与设计，以及业务链下游的品牌、运营与销售渠道建设。同时，公司将生产、运输配送等环节外包。1）在研发上，公司坚持高品质、高品位、高科技和创新的“三高一新”产品研发设计理念。以前沿科技为支撑，以匠心工艺为保障。通过面料创新、工艺创新、版型创新、跨界设计创新，提升产品品位和品牌文化内涵，为消费者提供高价值的产品，满足他们对于消费升级的差异化需求。公司在广州和巴黎设有研发中心，共主导或参与制定 18 项国家及行业标准，累计获得专利授权 200 余项。2）在渠道上，构建全渠道新零售体系，提升销售效率。公司线下渠道优势显著，通过智慧零售、会员管理、线上线下一体化等全方位 AI 数字化工具，增强用户粘性，实现 VIP 客群高复购率，保障品牌长期增长。智慧零售能够帮助公司实时掌握门店业绩表现、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。同时，公司积极布局线上渠道，与电商平台深度合作，通过直播带货、电商零售、社群营销等多元化销售模式，增设细分品类线上店铺。

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,004	4,314	5,145	5,940	6,711
YOY(%)	13.2	7.7	19.3	15.5	13.0
归母净利润(百万元)	781	551	746	917	1,067
YOY(%)	-14.3	-29.5	35.5	23.0	16.3
毛利率(%)	77.0	75.1	77.0	77.5	77.8
归母净利率(%)	19.5	12.8	14.5	15.4	15.9
ROE(%)	15.4	10.2	13.4	15.8	17.6
EPS(摊薄/元)	1.37	0.96	1.31	1.61	1.87
P/E(倍)	19.4	27.4	20.3	16.5	14.2
P/B(倍)	3.0	2.8	2.7	2.6	2.5

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传！

- **投资建议：**公司实施多品牌发展战略和差异化市场定位策略。通过整合全球优势资源，拓展多品牌矩阵，强化头部效应。公司与国际知名品牌进行战略合作，在品牌力、产品力和渠道力等方面与比音勒芬形成优势互补，有利于公司聚焦高增长赛道，进一步推进公司品牌多样化、国际化、高端化的布局，不断夯实第二增长曲线。我们预计 2026-2028 年公司整体营收分别为 51.4 亿元/59.4 亿元/67.1 亿元，分别同比+19.3%/+15.5%/+13.0%；归母净利润分别为 7.5 亿元/9.2 亿元/10.7 亿元，分别同比+35.5%/+23.0%/+16.3%。我们看好公司自有品牌及代理品牌的双曲线发展策略，首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**1.生产环节外包的风险：若成衣工厂的生产工艺不能满足公司产品品质要求，或者生产安排不能满足公司交货时间而致使延迟供货，从而影响公司产品的推广和销售。2.营销网络拓展带来的管理风险：若公司在人才储备和人力资源管理、选择合适的新开门店地址、绩效管理等方面不能满足公司发展的需要，或将对公司未来的盈利能力造成一定的影响。3.存货余额较大的风险：若在未来的经营年度中，因市场环境发生变化或竞争加剧导致存货积压和减值，或将对公司经营造成不利影响。4.消费者偏好变化风险：若消费者对时尚潮流偏好发生变化，或将影响公司终端销售的表现，进而对公司业绩带来不利影响。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

一、 比音勒芬：多品牌运作的高端运动户外集团.....5
1.1 公司简介：多品牌发展战略.....5
1.2 业绩表现：稳中有升.....5
1.3 股权结构：大股东持股比重稳定.....6
二、 产品及品牌：多品牌及多风格发展.....7
2.1 比音勒芬品牌.....7
2.2 其他品牌.....8
三、 经营模式：轻资产经营.....11
3.1、业务及研发：专注于高附加值的产品研发设计和品牌营销.....11
3.2、渠道：线上线下融合的全渠道布局.....12
四、 投资建议.....13
4.1 盈利预测.....13
4.2 估值及评级.....14
五、 风险提示.....15

仅供内部参考，请勿外传！

图表目录

图表 1 公司品牌战略示意图：自有品牌及代理品牌 5
图表 2 2021-2026H1 公司营收（亿元）及 YoY（%） 5
图表 3 2021-2026H1 公司营收占比：按产品 5
图表 4 2021-2026H1 归母净利润（亿元）及 YoY（%） 6
图表 5 2021-2026H1 归母净利润率（%） 6
图表 6 公司前十大流通股股东持股比例对比：2026 年三季报 V.S.2025 年报 6
图表 7 比音勒芬品牌四大系列 7
图表 8 比音勒芬高端系列 7
图表 9 比音勒芬时尚系列 7
图表 10 比音勒芬户外品牌代言人丁禹兮 8
图表 11 比音勒芬户外品牌大使李兰迪 8
图表 12 比音勒芬高尔夫三大产品系列 8
图表 13 VENISE 品牌 9
图表 14 CERRUTI 1881 品牌 9
图表 15 KENT& CURWEN 品牌 9
图表 16 2026 年 3 月 KENT& CURWEN 伦敦百年庆典大秀 9
图表 17 OOFOS 品牌 10
图表 18 OOFOS 恢复跑俱乐部社群活动 10
图表 19 Snow Peak 品牌 10
图表 20 2026 年 6 月获 Snow Peak 日韩双线经营权 10
图表 21 公司轻资产经营模式：U 型微笑曲线 11
图表 22 比音勒芬品牌门店形象 12
图表 23 公司线下渠道门店多种多样 12
图表 24 盈利预测 14
图表 25 可比公司估值表（更新至 2026.10.23） 14

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传！

一、 比音勒芬：多品牌运作的高端运动户外集团

1.1 公司简介：多品牌发展战略

公司创立于 2003 年，自成立伊始专注于高尔夫户外运动。公司主要从事高端服饰的研发设计、品牌运营、营销网络建设及供应链管理，现已成为一家多品牌运作的高端运动户外集团。公司以“专注本业持续创新、有激情、有韧性、有担当” 为价值观，以“多品牌、多渠道、多风格”为发展策略。

公司已形成了多元品牌战略矩阵。一方面，公司品牌多元。包括比音勒芬（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 肯迪文、法国品牌 CERRUTI 1881。另一方面，公司与国际品牌进行合作。公司与日本户外露营品牌 Snow Peak 战略合作，主导其在中国的经营和 snow peak apparel 服装系列在中国的生产。同时，公司还获得了美国专业运动恢复鞋品牌 OOFOS 在中国内地的独家经营权。

图表1 公司品牌战略示意图：自有品牌及代理品牌

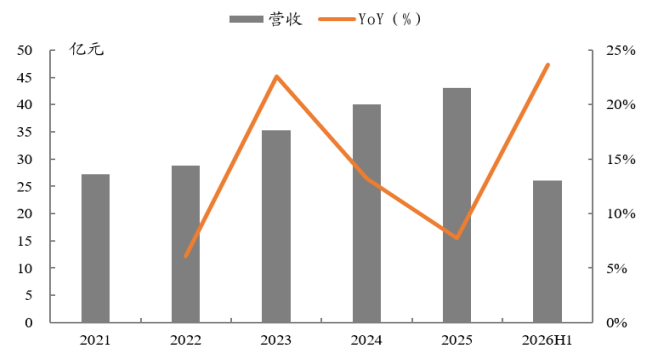
资料来源：公司 2026H1 财报，平安证券研究所

1.2 业绩表现：稳中有升

公司实施多品牌发展战略和差异化市场定位策略。通过整合全球优势资源，拓展多品牌矩阵，强化头部效应。根据 Wind 数据，2026H1 公司实现营收 26.01 亿元，同比+23.7%；归母净利润 4.91 亿元，同比+18.4%。

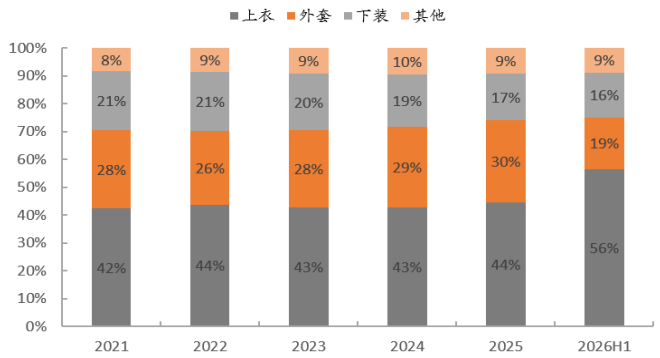
此外，公司主要产品品类为上衣类、外套类、下装类。根据 Wind 数据，2026H1 上衣类、外套类、下装类占营收比重分别为 56%、19%、16%。

图表2 2021-2026H1 公司营收（亿元）及 YoY（%）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 2021-2026H1 公司营收占比：按产品

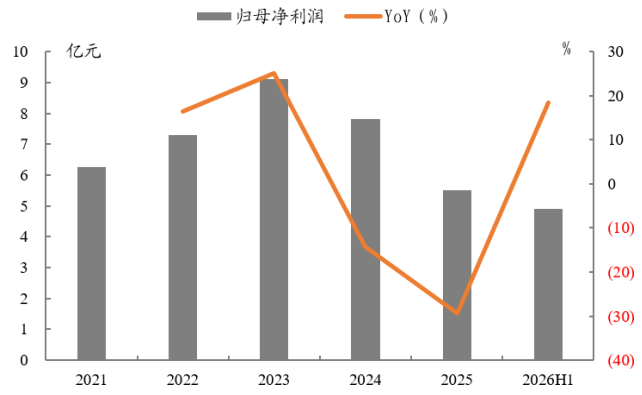


资料来源：Wind，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

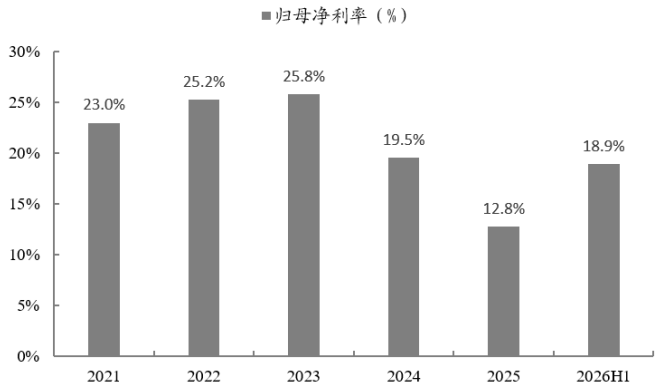
仅供内部参考，请勿外传！

图表4　2021-2026H1 归母净利润（亿元）及 YoY（%）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表5　2021-2026H1 归母净利润率（%）



资料来源：Wind，平安证券研究所

1.3 股权结构：大股东持股比重稳定

公司股权结构稳定。根据 Wind 数据，截至 2026 年三季报，公司前十大流通股股东合计持股比例为 41.09%。对比 2025 年报，在公司前十大流通股股东中，持股比例 5%的大股东持股比例相对稳健。

图表6　公司前十大流通股股东持股比例对比：2026 年三季报 V.S.2025 年报

排名	前十大流通股股东：2026年三季报	占流通A股比例（%）	前十大流通股股东：2025年报	占流通A股比例（%）
1	谢秉政	13.97	谢秉政	13.88
2	全国社保基金103组合	5.94	冯玲玲	5.05
3	刘步松	5.21	全国社保基金103组合	4.70
4	冯玲玲	5.08	刘步松	4.44
5	香港中央结算有限公司	4.09	嘉实新消费股票型证券投资基金	1.37
6	兴全新视野灵活配置定期开放混合型发起式证券投资基金	2.16	全国社保基金403组合	1.04
7	富国消费主题混合型证券投资基金	1.37	华夏消费龙头混合型证券投资基金	1.01
8	申金冬	1.16	香港中央结算有限公司	0.98
9	国泰佳泰价值平衡股票型养老金产品	1.06	创金合信京鑫全市场多策略单一资产管理计划	0.88
10	富国消费精选30股票型证券投资基金	1.04	南方中证1000交易型开放式指数证券投资基金	0.81
	合计	**41.09**	**合计**	**34.16**

资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

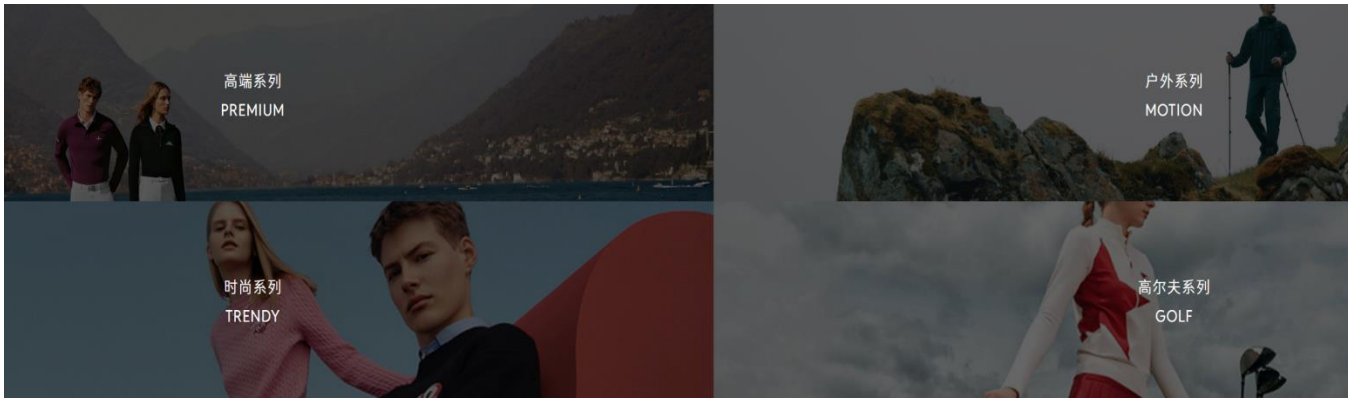
二、 产品及品牌：多品牌及多风格发展

公司实施多品牌发展战略和差异化市场定位策略。通过整合全球优势资源，拓展多品牌矩阵，强化头部效应。目前，公司旗下汇聚比音勒芬（含高尔夫、户外）、CERRUTI 1881、KENT & CURWEN、威尼斯、Snow Peak、OOFOS 六大品牌。各个品牌在品牌力、产品力和渠道力等方面与比音勒芬品牌形成优势互补，能进一步推进公司品牌多样化、国际化、高端化的布局，有利于公司聚焦高增长赛道，夯实第二增长曲线。

2.1 比音勒芬品牌

比音勒芬品牌聚焦高端运动户外。公司持续推动高尔夫服饰从专业赛道向户外生活方式延伸，实现专业运动功能与东方美学的深度融合。比音勒芬旗下产品覆盖男女装，囊括高端、户外、时尚及高尔夫四大系列。

图表7 比音勒芬品牌四大系列



资料来源：公司官网，平安证券研究所

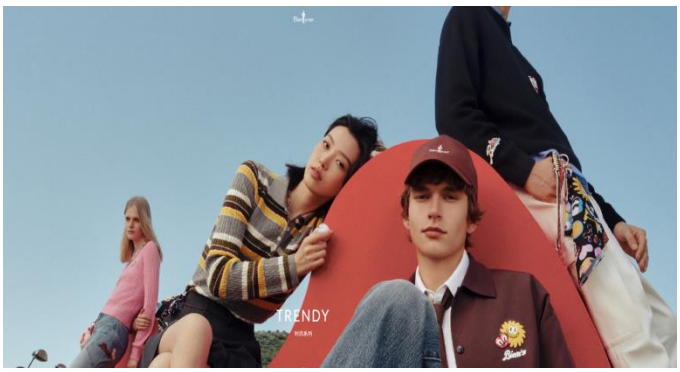
- 比音勒芬高端系列及时尚系列：适配中国新贵多场景穿搭需求，将运动功能注入日常设计，聚焦 POLO 衫核心品类。

图表8 比音勒芬高端系列



资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表9 比音勒芬时尚系列



资料来源：公司财报，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传！

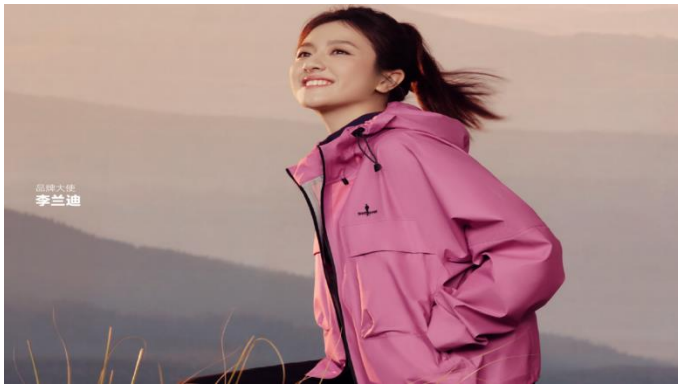
- 比音勒芬户外：为精英人群提供兼具专业性能与时尚设计的户外服饰，强化高端运动户外品牌形象。比音勒芬户外于 2025 年开设首店。它延续高尔夫运动绿色氧气与优雅活力，融入专业户外科技性能。

图表10　比音勒芬户外品牌代言人丁禹兮



资料来源：公司官网，平安证券研究所

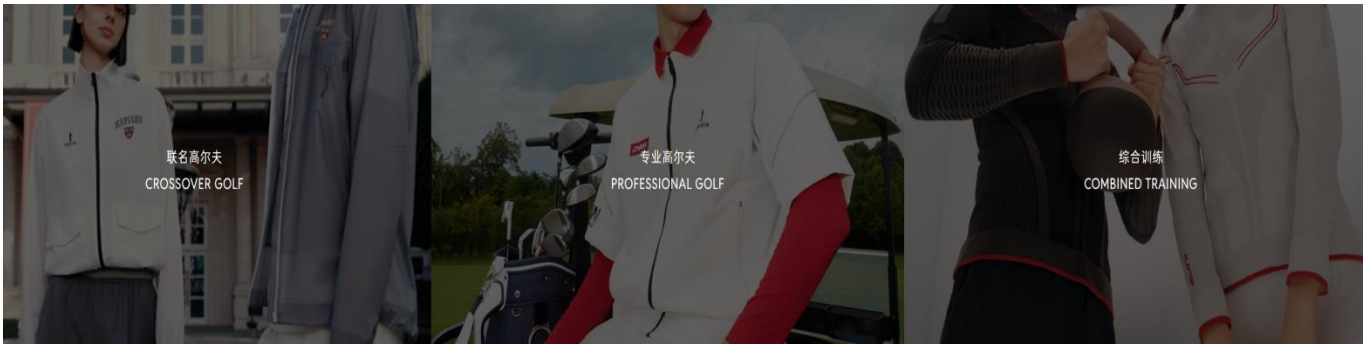
图表11　比音勒芬户外品牌大使李兰迪



资料来源：公司官网，平安证券研究所

- 比音勒芬高尔夫：定位专业高尔夫运动领域，注重专业化、年轻化的产品特性。比音勒芬高尔夫是中国国家高尔夫球队合作伙伴。自 2013 年起，已连续 12 年陪伴国家队征战世界各大赛事。品牌定位高端时尚运动，深耕高尔夫服饰及生活方式。比音勒芬高尔夫以科技创新和匠心工艺，满足精英人群的运动及社交需求。比音勒芬高尔夫拥有专业高尔夫、联名高尔夫、综合训练三大系列，以满足精英人群日渐细化的运动及社交场景需求。

图表12　比音勒芬高尔夫三大产品系列



资料来源：公司官网，平安证券研究所

2.2 其他品牌

- VENISE（威尼斯）：威尼斯品牌将持续深耕路亚文化生态。聚焦路亚细分户外赛道，围绕户外爱好者路亚、出游等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路亚服饰。通过赞助专业级别路亚赛事、路亚选手、路亚社群活动，让更多年轻人感受路亚乐趣，共同探索户外服饰与路亚运动的融合可能，让“向山海出发”的精神在年轻一代中延续不息。

- CERRUTI 1881：始于 1881 年，Cerruti 家族在意大利 Biella 小镇创立纺织工坊，奠定百年精工毛纺底蕴与高端面料研发精神。1967 年，Nino Cerruti 于巴黎正式将品牌升级为顶级奢侈成衣品牌。该品牌秉持顶级面料、创新版型、精湛工艺的核心

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传！

理念，开创性融合意大利顶级面料工艺与法国时装结构主义美学，现代高级时装文化的核心奠基者。作为拥有意大利血统的法国奢侈品牌，CERRUTI 1881 以“Luxury Heritage, Tech Renaissance”为核心方向，将深厚的面料底蕴与先锋科技理念相融合，致力于为当代穿着者带来前所未有的高端穿衣体验。

图表13 VENISE 品牌



资料来源：公司 2026H1 财报，平安证券研究所

图表14 CERRUTI 1881 品牌



资料来源：公司 2026H1 财报，平安证券研究所

- KENT＆CURWEN：于 1926 年在伦敦创立，以英式学院制服和板球、橄榄球等运动服饰为设计灵感，以理查一世三狮徽章和英伦皇室玫瑰为品牌经典标识，开创英伦学院风，并将运动风尚完美融入创新设计中。2026 年肯迪文首次发布剑桥大学联名系列。目前，KENT＆CURWEN 已陆续入驻香港海港城、澳门威尼斯人、北京国贸、深圳万象天地、南京德基、武汉万象城、重庆万象城等高端购物中心。覆盖华东、华南、华北、西南等重点区域，近 20 家门店零售网络初步成型。

- KENT＆CURWEN 百年庆典大秀，伦敦璀璨绽放。2026 年 3 月，正值英伦学院风品牌 KENT＆CURWEN 创立百年之际，品牌于伦敦威斯敏斯特公学倾力呈现 2026 秋冬系列大秀。全球品牌大使刘雨昕女士、校园大使翟子路先生受邀出席，共同见证这一融合历史厚度与先锋视角的视觉盛宴，开启百年华章的全新序曲。

图表15 KENT＆CURWEN 品牌



资料来源：公司 2026H1 财报，平安证券研究所

图表16 2026 年 3月 KENT＆CURWEN 伦敦百年庆典大秀



资料来源：公司 2026H1 财报，平安证券研究所

- OOFOS：是全球运动恢复鞋领导品牌，拥有美国足病医学协会（APMA）认证，品牌核心方向为 “Recovery（恢复）、Comfort（舒适）、Wellness（健康）”。凭借 OOfoam 缓震科技与人机工学设计，有助于减轻脚、膝盖和脚踝的压力，帮助运动员在训

仅供内部参考，请勿外传！

练和赛后更快缓解肌肉和关节的疲劳，打造全天候恢复体验，成为全球运动爱好者和专业运动人士在恢复鞋领域的首选品牌。2025 年，OOFOS 还推出了运动鞋类产品，覆盖日常漫步、都市通勤场景。在韩国、日本的街头，年轻人则把 OOFOS 拖鞋当成一种流行符号，也是适配多元场景的日常恢复鞋。

- OOFOS 恢复跑俱乐部社群活动。2026 年 4 月，全球高端运动恢复鞋领导品牌 OOFOS 在深圳比音勒芬太子湾店成功举办线下恢复跑社群跑步活动。本次活动不仅是 OOFOS 在中国市场社群运营的首次落地实践，更标志着品牌“以社群驱动增长”战略的正式启动。通过 “运动康复专业分享+5KM 城市慢跑+赛后换鞋体验”的闭环设计，OOFOS 成功完成了深圳市场的首发上市，并同步建立起以深圳为核心的品牌运动社群生态圈。

图表17 OOFOS 品牌



资料来源：公司 2026H1 财报，平安证券研究所

图表18 OOFOS 恢复跑俱乐部社群活动



资料来源：公司 2026H1 财报，平安证券研究所

- Snow Peak：于 1958 年创立于日本，是“户外生活方式”概念的先行者与定义者，将露营从单纯的户外运动升维成高品质的社交与精神体验。品牌以“野游人生” 为核心理念，其露营装备风靡全球，拥有大量忠实的用户，被网友称为“露营界的爱马仕”。日本线服饰以其独特的机能美学著称，韩国线则以更年轻化的潮流设计见长。加之，轻松的咖啡业态，Snow Peak 在竞争激烈的户外赛道，依然稳坐精致露营赛道头把交椅。目前，Snow Peak 已在上海前滩太古里、广州聚龙湾太古里、重庆万象城、厦门万象城开设旗舰中心。

- 公司获 Snow Peak 日韩双线经营权，大力布局高端户外赛道。2026 年 6 月，公司与 Snow Peak 及 GAMSUNG 达成战略合作，成为其中国核心战略合作伙伴。此次签约，标志着公司将主导 Snow Peak 在中国的经营，即营销、销售和分销带有 Snow Peak 的 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。

图表19 Snow Peak 品牌



资料来源：公司 2026H1 财报，平安证券研究所

图表20 2026 年 6 月获 Snow Peak 日韩双线经营权



资料来源：公司 2026H1 财报，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传！

三、 经营模式：轻资产经营

3.1、业务及研发：专注于高附加值的产品研发设计和品牌营销

➢ **公司采用轻资产的品牌经营模式**

公司聚焦业务链上游的研发与设计，以及业务链下游的品牌、运营与销售渠道建设。同时，公司将生产、运输配送等环节外包。因此，以产业链分工为横轴、以附加价值为纵轴，这种业务模式表现为“U 型微笑曲线”。

图表21 公司轻资产经营模式：U 型微笑曲线



资料来源：公司 2026H1 财报，平安证券研究所

➢ **研发设计模式：“三高一新”打造高端差异化产品**

公司坚持高品质、高品位、高科技和创新的“三高一新”产品研发设计理念。以前沿科技为支撑，以匠心工艺为保障。通过面料创新、工艺创新、版型创新、跨界设计创新，提升产品品位和品牌文化内涵，为消费者提供高价值的产品，满足他们对于消费升级的差异化需求。公司在广州和巴黎设有研发中心，共主导或参与制定 18 项国家及行业标准，累计获得专利授权 200 余项。

1) 设计研发团队成员拥有多年奢侈品品牌、国际知名品牌等服饰领域设计经验。在设计理念、色彩应用、工艺设计与表现、面料处理与把握等方面具有较高的专业素养。

2) 产品注重运用新技术、新工艺和高科技面料。例如，BIEMTECH GRITTY、 BIEMTECH REBIEM、BIEMTECH ICEMAX、BIEMTECH LIGHT 等自研科技，并运用跨界设计理念，让运动元素和时尚元素在服饰上和谐融合，实现了功能性和审美的统一。

3) 推广使用 AI 设计工具。涵盖快速生成、面料替换、配色方案、改款设计、爆款预测等，以提升设计效率。公司还与部分面料供应商建立了技术研发人员定期交流合作机制，并结合公司产品的风格特点和市场判断，发挥各自的优势进行产品定向开发。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传！

3.2、渠道：线上线下融合的全渠道布局

构建全渠道新零售体系，提升销售效率。公司线下渠道优势显著，通过智慧零售、会员管理、线上线下一体化等全方位 AI 数字化工具，增强用户粘性，实现 VIP 客群高复购率，保障品牌长期增长。智慧零售能够帮助公司实时掌握门店业绩表现、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。同时，公司积极布局线上渠道，与电商平台深度合作， 通过直播带货、电商零售、社群营销等多元化销售模式，增设细分品类线上店铺。

➢ **线下渠道：优势显著**

公司线下渠道优势明显，主要采取直营和特许加盟相结合的销售模式。

1) 公司产品的销售终端门店分为直营店和加盟店。目前，公司在一、二线城市以设立直营店为主；在其他城市以设立加盟店为主，门店覆盖全国各省及港澳地区。

2) 线下渠道门店形式多种多样。主要包括高端百货、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、独立专卖店等。

图表22 比音勒芬品牌门店形象



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表23 公司线下渠道门店多种多样



资料来源：公司 2026H1 财报，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

➢ **线上渠道：全面布局线上渠道**

线上渠道不仅承担了零售任务，更成为品牌传播、产品发布、用户运营的核心阵地，结合公司长期深耕高端品牌的产品开发优势，形成全渠道布局。

1) 公司全面布局线上渠道，线上线下协同高速发展。目前，线上渠道覆盖天猫、淘宝、京东、唯品会、抖音、小红书、 快手、微信商城、微信小程序、得物等平台，实现会员体系、商品系统和营销活动的深度打通，线上营收增速明显。

2) 公司加速布局线上新媒体渠道。公司持续通过直播带货、社群营销、内容传播等方式，充分触达目标消费群体。同时，公司也会使用 AIGC 图片、AI 视频、数字人直播、GEO 营销等新兴技术形式，搭建 AI 内容工厂，增加公司产品传播曝光量，突破品牌圈层，提升品牌势能。

四、 投资建议

4.1 盈利预测

➢ **营收端：**

根据公司 2026H1 财报，公司营收按产品类型拆分，可分为上装类、外套类、下装类、其他类及其他。在各品类中，上装类、外套类及下装类是公司的核心产品品类。根据公司 2026H1 财报，这三类产品合计占公司营收比例的 91.1%。因此，我们对这三类核心产品品类进行预测如下：

1) 上装类：2026H1 公司上衣类产品营收为 14.7 亿元，占营收比重的 56.46%，同比+31.92%。我们认为，未来三年上衣类产品仍然是公司的重要产品品类，品牌力将进一步提升上衣类产品的业绩增长。我们预计 2026-2028 年上装类产品营收分别为 24.4 亿元/29.2 亿元/33.6 亿元，同比+27.0%/+20.0%/+15.0%。

2) 外套类：2026H1 公司外套类产品营收为 4.8 亿元，占营收比重的 18.61%，同比+56.75%。我们认为，未来三年外套类产品将持续稳健发展，营收或将保持双位数增长趋势。我们预计 2026-2028 年外套类产品营收分别为 15.3 亿元/17.6 亿元/19.9 亿元，同比+20.0%/+15.0%/+13.0%

3) 下装类：2026H1 公司下装类产品营收为 4.2 亿元，占营收比重的 16.06%，同比-8.20%。我们认为，下装类产品基数低，未来三年或将持续发力弥补之前下滑的增速。我们预计，2026-2028 年下装类产品营收为 7.8 亿元/8.6 亿元/9.6 亿元，同比+8.0%/+10.0%/+12.0%。同时，我们预计公司其他业务将持续保持稳健经营。

从整体来看，基于以上拆分及假设，我们预计 2026-2028 年公司整体营收分别为 51.4 亿元/59.4 亿元/67.1 亿元，分别同比+19.3%/+15.5%/+13.0%。

■ **利润端：**

1) 毛利率预测：根据 2026H1 财报，公司上装类毛利率为 80.97%，外套类毛利率为 74.95%，下装类毛利率为 74.35%。我们认为，随着公司三大品类核心业务的持续增长，公司毛利率将保持稳定增长。我们预计 2026-2028 年公司整体毛利率分别为 77.0%/77.5%/77.8%。

2) 归母净利润率：公司通过提高效率等，持续控制销售费用、行政费用等主要费用开支，主要费用率将保持相对稳健水平。我们预计 2026-2028 年公司整体归母净利率分别为 14.5%/15.4%/15.9%。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传！

图表24 盈利预测

单位：百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
上装类	**1,712**	**1,919**	**2,437**	**2,924**	**3,363**
YoY	13.1%	12.1%	27.0%	20.0%	15.0%
外套类	**1,155**	**1,275**	**1,531**	**1,760**	**1,989**
YoY	17.5%	10.4%	20.0%	15.0%	13.0%
下装类	**753**	**723**	**781**	**860**	**963**
YoY	6.3%	-4.0%	8.0%	10.0%	12.0%
营收合计	**4,004**	**4,314**	**5,145**	**5,940**	**6,711**
YoY	13.2%	7.7%	19.3%	15.5%	13.0%
整体毛利率	**77.0%**	**75.1%**	**77.0%**	**77.5%**	**77.8%**
各项费率					
销售费用率	40.3%	46.8%	46.0%	45.5%	45.3%
管理费用率	9.3%	8.5%	8.5%	8.4%	8.3%
研发费用率	3.2%	3.2%	3.3%	3.2%	3.2%
归母净利率	**19.5%**	**12.8%**	**14.5%**	**15.4%**	**15.9%**

资料来源：公司财报，平安证券研究所

4.2 估值及评级

我们采用相对估值法对比音勒芬进行估值。从可比公司选择上，我们选取具有多品牌运营的海澜之家、太平鸟及三夫户外作为对标公司。主要选取原因：1）比音勒芬与其他三个品牌均是我国多品牌运营管理的服装品牌公司，主要聚焦于大众品牌服饰的多元化品牌管理及运营。2）比音勒芬与其他三个服装品牌布局市场具有一定相似性。海澜之家、太平鸟及三夫户外均以布局国内市场为主要销售市场，销售市场及渠道具有一定的相似性。因此，我们选取海澜之家、太平鸟及三夫户外作为比音勒芬的可比公司。

公司实施多品牌发展战略和差异化市场定位策略。通过整合全球优势资源，拓展多品牌矩阵，强化头部效应。公司与国际知名品牌进行战略合作，在品牌力、产品力和渠道力等方面与比音勒芬形成优势互补，有利于公司聚焦高增长赛道，进一步推进公司品牌多样化、国际化、高端化的布局，不断夯实第二增长曲线。我们预计 2026-2028 年公司整体营收分别为 51.4 亿元/59.4 亿元/67.1 亿元，分别同比+19.3%/+15.5%/+13.0%；归母净利润分别为 7.5 亿元/9.2 亿元/10.7 亿元，分别同比+35.5%/+23.0%/+16.3%。我们看好公司自有品牌及代理品牌的双曲线发展策略，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表25 可比公司估值表（更新至 2026.10.23）

公司	代码	P/E			
		2025A	2026E	2027E	2028E
海澜之家	600398.SH	13.4	12.8	11.8	10.8
太平鸟	603877.SH	39.3	23.5	19.8	17.9
三夫户外	002780.SZ	44.5	23.8	17.0	12.7
均值		**32.4**	**20.0**	**16.2**	**13.8**
比音勒芬	002832.SZ	27.4	20.3	16.5	14.2

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：比音勒芬为平安证券预测值；其余均为万得一致预期。

仅供内部参考，请勿外传！

五、 风险提示

1. 生产环节外包的风险：若成衣工厂的生产工艺不能满足公司产品品质要求，或者生产安排不能满足公司交货时间而致使延迟供货，从而影响公司产品的推广和销售。

2. 营销网络拓展带来的管理风险：若公司在人才储备和人力资源管理、选择合适的新开门店地址、绩效管理等方面不能满足公司发展的需要，或将对公司未来的盈利能力造成一定的影响。

3. 存货余额较大的风险：若在未来的经营年度中，因市场环境发生变化或竞争加剧导致存货积压和减值，或将对公司经营造成不利影响。

4. 消费者偏好变化风险：若消费者对时尚潮流偏好发生变化，或将影响公司终端销售的表现，进而对公司业绩带来不利影响。

仅供内部参考，请勿外传！

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4,261	5,257	6,355	7,327
现金	1,379	2,091	2,767	3,361
应收票据及应收账款	370	460	526	590
其他应收款	131	140	166	191
预付账款	62	73	91	98
存货	1,152	1,199	1,389	1,552
其他流动资产	1,166	1,294	1,416	1,535
非流动资产	3,372	2,806	2,228	1,796
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,451	1,290	1,116	931
无形资产	1,005	838	670	503
其他非流动资产	915	678	441	362
资产总计	7,632	8,062	8,583	9,122
流动负债	1,744	1,985	2,272	2,541
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	385	464	546	575
其他流动负债	1,359	1,520	1,726	1,965
非流动负债	512	512	512	512
长期借款	472	472	472	472
其他非流动负债	40	40	40	40
负债合计	2,256	2,497	2,784	3,053
少数股东权益	1	1	1	1
股本	571	571	571	571
资本公积	894	894	894	894
留存收益	3,911	4,100	4,333	4,604
归属母公司股东权益	5,375	5,564	5,797	6,068
负债和股东权益	7,632	8,062	8,583	9,122

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	458	1,271	1,361	1,388
净利润	551	746	918	1,067
折旧摊销	236	566	578	432
财务费用	4	17	14	12
营运资金变动	-414	-44	-135	-109
其他经营现金流	81	-14	-14	-14
投资活动现金流	-399	14	14	14
资本支出	600	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-999	14	14	14
筹资活动现金流	-376	-573	-699	-808
短期借款	0	0	0	0
其他筹资现金流	-376	-573	-699	-808
现金净增加额	-316	712	676	594

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

利润表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,314	5,145	5,940	6,711
营业成本	1,075	1,183	1,337	1,490
税金及附加	43	51	59	66
营业费用	2,019	2,367	2,703	3,040
管理费用	368	437	499	557
研发费用	138	169	191	217
财务费用	4	17	14	12
资产减值损失	-80	-95	-110	-124
信用减值损失	-3	-3	-4	-4
其他收益	39	39	39	39
公允价值变动收益	8	0	0	0
投资净收益	14	14	14	14
资产处置收益	8	8	8	8
营业利润	654	884	1,086	1,262
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	10	10	10	10
利润总额	648	878	1,080	1,256
所得税	98	132	163	189
净利润	551	746	918	1,067
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	551	746	917	1,067
EBITDA	889	1,461	1,673	1,700
EPS(元)	0.96	1.31	1.61	1.87

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入(%)	7.7	19.3	15.5	13.0
营业利润(%)	-30.7	35.2	22.8	16.2
归属于母公司净利润(%)	-29.5	35.5	23.0	16.3
获利能力				
毛利率(%)	75.1	77.0	77.5	77.8
归母净利率(%)	12.8	14.5	15.4	15.9
ROE(%)	10.2	13.4	15.8	17.6
ROIC(%)	16.0	17.2	23.4	29.9
偿债能力				
资产负债率(%)	29.6	31.0	32.4	33.5
流动比率	2.4	2.6	2.8	2.9
速动比率	1.8	2.0	2.2	2.3
营运能力（次）				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	11.8	12.4	12.1	12.0
应付账款周转率	3.9	3.7	3.8	3.8
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.31	1.61	1.87
每股净资产(最新摊薄)	9.42	9.75	10.16	10.63
估值比率				
P/E	27.4	20.3	16.5	14.2
P/B	2.8	2.7	2.6	2.5

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传！

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）

推　　荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）

中　　性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回　　避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）

中　　性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资质。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2026 版权所有。保留一切权利。

中国平安 平安证券 PING AN SECURITIES

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层