

高端消费回暖，轻奢品牌崛起，如何把握投资脉搏

行业研究 · 行业专题

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

- **2025年下半年以来，中国高端消费市场进入结构性复苏通道。**商场方面，恒隆内地商场租户销售额从24Q3的-18%谷底持续改善至25Q4的+18%，2026Q1实现双位数增长；华润万象生活重奢同店增速从+1.8%飙升至+15.3%；太古地产旗下商场零售销售额逐季加速创新高。奢侈品集团，大中华区业绩拐点确认，LVMH亚太区26Q1有机增速达+7%为2023年以来最佳，大中华区从拖累项变为核心增长引擎。轻奢鞋服品牌增长更为强劲，昂跑亚太连续三季度三位数增长，亚玛芬大中华区每季度超40%，Ralph Lauren由中双位数加速至每季度超30%。
- **三组指标识别轻奢服饰品牌势能变化的机会与风险。**我们分析品牌数据后认为，轻奢服饰的需求曲线呈S型而非线性——最高价位段品牌越贵越激发向往情绪，需求随价格上升而扩张；促销早期会带动销售额显著扩大，而持续促销会让心理锚定价位下移，陷入弹性陷阱。基于此观点，我们构建“规模-价格-投入”三维跟踪框架：从营销投入与品牌战略观察声量变化，同步跟踪GMV、同店、会员等规模指标以及件单价、折扣率、售罄率等价格指标，验证品牌成长性与心智定位拐点。我们以亚瑟士、Lululemon和拉夫劳伦的复盘案例说明，如果能有效捕捉到品牌“规模-价格-投入”三维跟踪指标的变化，将有机会把握住品牌势能变化引发的大级别的股价拐点。
- **“野奢”品牌：轻奢户外风靡全球，品牌迎来盈利释放期。**①亚玛芬品牌矩阵化与全球化突破加速，始祖鸟维持稀缺性营销，萨洛蒙全球搜索指数增速超50%且鞋类规模仅为跑鞋竞品的1/4，威尔胜品牌重塑后谷歌热度已超始祖鸟，三大品牌接力驱动集团2025年收入+27%、经营利润+45%，参考彭博一致预期，2026年净利润预计同比增长70%。②安踏体育高端品牌利润占比大幅提升，近两年净利润增量中亚玛芬、迪桑特可隆、FILA分别贡献57%/36%/13%，迪桑特可隆两年利润CAGR达58%，2026年起高端品牌贡献集团净利润将超30%且保持20%-30%复合增长；PUMA并购整合年内有望完成，品牌全球搜索热度已大幅回升，后续扭亏有望接力贡献超额利润。③三夫户外品牌化转型跑通，X-BIONIC收入从2022年的1.27亿增长至2025年的3.94亿（三年CAGR约46%），自有品牌占比从8%提升至43%推动毛利率升至59%，25Q4起连续两季单季归母净利润超3000万，盈利拐点确认。
- **“静奢”品牌：产品力推动客群稳老拓新，卓越运营穿越周期。**①江南布衣以原创设计构建品牌护城河，年消费超5000元的高价值会员逾34万贡献线下六成零销售额，主品牌JNBY电商两年复合增速超30%且核心品类均价稳定，成长品牌LESS和新兴品牌onmygame快速增长打开第二增长曲线。②比音勒芬经营拐点已至，电商渠道2025年增速达71.5%但收入占比仅10.5%仍有巨大提升空间，2025年直营净开店117家、2026年计划再净开约100家，前期品牌年轻化推广和新品牌培育费用进入收获期，净利率有望从12.8%向历史高位方向修复，利润弹性大。
- **风险提示：宏观经济表现不及预期；门店扩张不及预期；品牌库存恶化；原材料价格大幅波动；国际政治经济风险；系统性风险。**

- **投资建议：高端消费结构性复苏叠加轻奢品牌全球化加速，品牌势能上升的公司将迎来规模效应与经营杠杆的双重释放。**中国高端消费市场进入结构性复苏通道，部分轻奢鞋服品牌展现出远超行业平均的增长动能。我们通过“规模-价格-投入”三维框架筛选出品牌心智强、盈利能力进入释放周期的优质标的，推荐"野奢+静奢"高景气品牌组合：
 1. 安踏体育：高端品牌矩阵化与全球化并购双轮驱动，利润加速释放确定性强；预计2026年净利润个位数增长后，2027-2028年加速至15%左右的复合增速。当前对应2026年PE约13倍，考虑高端品牌占比持续提升和潜在PUMA整合后利润释放，估值具备吸引力。
 2. 三夫户外：品牌化转型进入盈利释放期，核心品牌高增长叠加经营杠杆显现；预计2026-2028年净利润复合增速接近50%。当前对应2026年PE约25倍，高成长性支撑估值溢价。
 3. 江南布衣：设计驱动的粉丝经济模式稳健，高股息兼具成长与价值属性；预计未来三年保持中高个位数的业绩复合增速，当前股价对应2026年PE约9.1倍，股息率高达8.2%。
 4. 比音勒芬：经营拐点确认，电商渠道高增叠加费用杠杆带动净利率修复；预计未来三年保持中双位数业绩复合增速，当前对应2026年PE约17.8倍。

表：相关公司盈利预测及估值

公司代码 代码	公司名称 名称	投资评级 评级	收盘价 (人民币元)	EPS			PE			总市值 (人民币亿元)
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
2020. HK	安踏体育	优于大市	64.52	4.86	5.00	5.62	13.3	12.9	11.5	1,815
002780. SZ	三夫户外	优于大市	13.13	0.32	0.56	0.78	40.7	23.5	16.9	22
3306. HK	江南布衣	优于大市	16.77	1.74	1.85	1.97	9.6	9.1	8.5	90
002832. SZ	比音勒芬	优于大市	20.39	0.96	1.14	1.30	21.2	17.8	15.7	116
AS. N	亚玛芬体育	无评级	278.03	5.15	7.90	9.88	54.0	35.2	28.1	1,412
RL. N	拉夫劳伦	无评级	2,659	112.17	122.67	135.57	23.7	21.7	19.6	1,595

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测
注：无评级公司盈利预测采用彭博一致预期

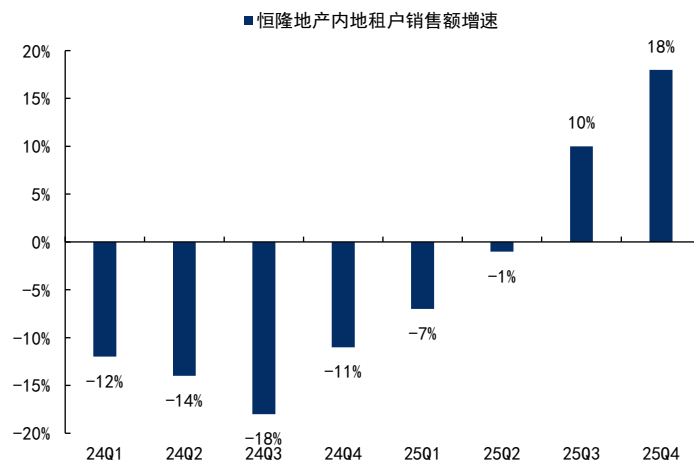
- [01] 2025年下半年以来，中国高端消费市场进入结构性复苏通道
- [02] 三组指标识别轻奢服饰品牌势能变化的机会与风险
- [03] “野奢”品牌：轻奢户外风靡全球，品牌迎来盈利释放期
- [04] “静奢”品牌：产品力推动客群稳老拓新，卓越运营穿越周期
- [05] 投资建议和风险提示

- 【 01 】 2025年下半年以来，中国高端消费市场进入结构性复苏通道
- 【 02 】 三组指标识别轻奢服饰品牌势能变化的机会与风险
- 【 03 】 “野奢”品牌：轻奢户外风靡全球，品牌迎来盈利释放期
- 【 04 】 “静奢”品牌：产品力推动客群稳老拓新，卓越运营穿越周期
- 【 05 】 投资建议和风险提示

2025年下半年以来，中国高端消费市场进入结构性复苏通道

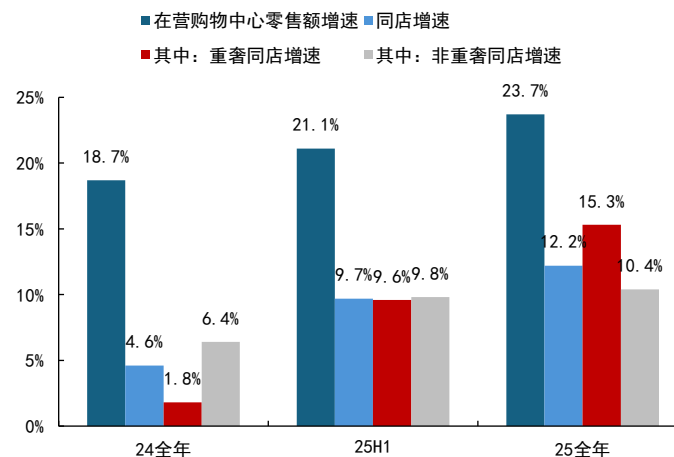
- 高端商场是高端消费的晴雨表，2025年下半年以来呈现全面复苏态势。
- 恒隆内地商场租户销售额从24Q3的-18%谷底持续改善，至25Q4已加速至+18%。
- 2024年华润万象生活在营购物中心零售额达2150亿元（同比+18.7%），同店增速+4.6%，其中重奢同店仅+1.8%，反映当年高端消费承压。进入2025年，零售额跃升至2660亿元（同比+23.7%），同店增速从24全年的+4.6%大幅提升至+12.2%，尤其重奢同店增速从+1.8%飙升至+15.3%，远超非重奢的+10.4%，充分印证高端消费复苏力度更强。管理层在业绩会上表示，26Q1零售额持续双位数增长，全年同店销售预计实现中高个位数增长，其中运动户外、配饰类增长态势良好。
- 太古地产旗下商场表现同样亮眼，2025年以来零售销售额逐季加速增长，2026Q1增速进一步创新高，多个商场全面高增长。

图：恒隆地产内地商场呈现强劲复苏



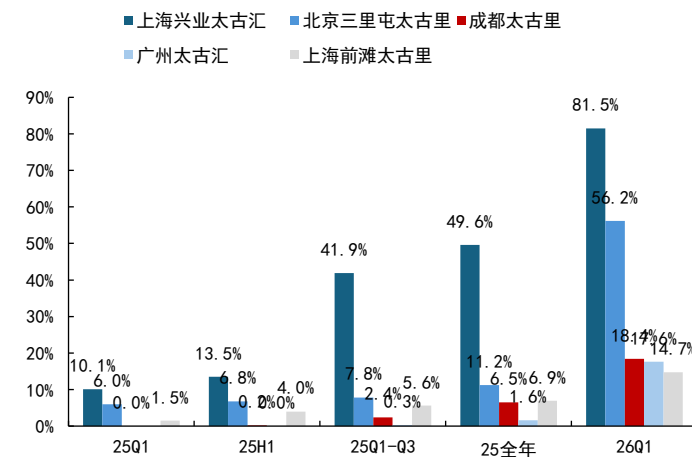
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：华润万象生活（万象城/万象汇）增长加速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：太古地产旗下商场零售销售额持续加速

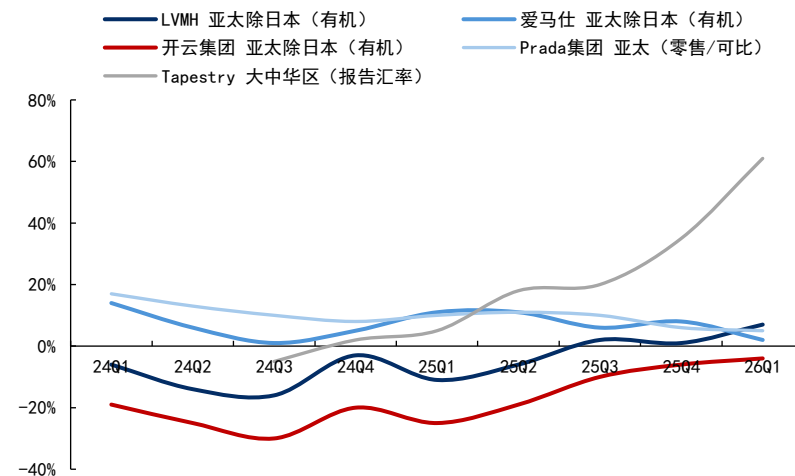


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2025年下半年以来，中国高端消费市场进入结构性复苏通道

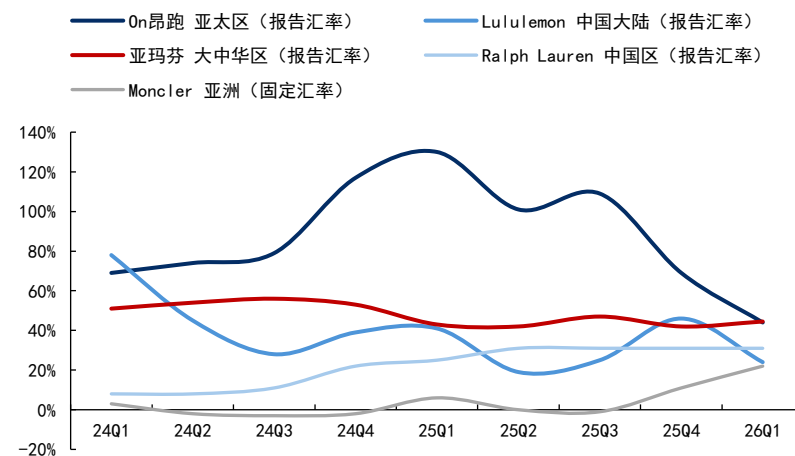
- 奢侈品集团大中华区业绩复苏加速，轻奢鞋服品牌增长更为强劲。
- 2025Q3成为全球奢侈品行业的关键转折点，而2026Q1数据进一步确认复苏趋势在加速，大中华区已从拖累项变为核心增长引擎。LVMH 26Q1亚太（除日本）有机增速达+7%，为2023年以来最佳，占集团收入比例从25Q1的30%提升至32%。LVMH首席财务官确认，大中华区客群表现从25Q4的中低个位数负增长改善至26Q1的持平，其中中国本地客群实现了非常稳健的增长。爱马仕管理层在25Q4的业绩交流中谈到中国市场的奢侈品消费热情更多受股市和房地产市场的财富效应影响；目前中国金融市场正在回暖，是积极信号。
- 轻奢品牌表现更为亮眼，运动生活方式鞋服品牌增长遥遥领先。新兴轻奢运动户外品牌中，昂跑亚太市场持续呈现爆发式增长，2025年甚至连续三个季度实现三位数增长，2026Q1在高基数下仍有44%的亮眼表现；亚玛芬在大中华区高基数下持续高速增长，2024年至今每个季度增速都超过40%。经典轻奢服饰品牌Ralph Lauren拐点更为明显，由2024年的高个位数逐季加速到2025Q2至今每个季度超过30%的增长。

图：奢侈品集团大中华区/亚太区收入增长普遍提速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：轻奢鞋服品牌大中华区/亚太区收入增长更为强劲



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- [01] 2025年下半年以来，中国高端消费市场进入结构性复苏通道
- [02] 三组指标识别轻奢服饰品牌势能变化的机会与风险
- [03] “野奢”品牌：轻奢户外风靡全球，品牌迎来盈利释放期
- [04] “静奢”品牌：产品力推动客群稳老拓新，卓越运营穿越周期
- [05] 投资建议和风险提示

三组指标识别轻奢服饰品牌势能变化的机会与风险

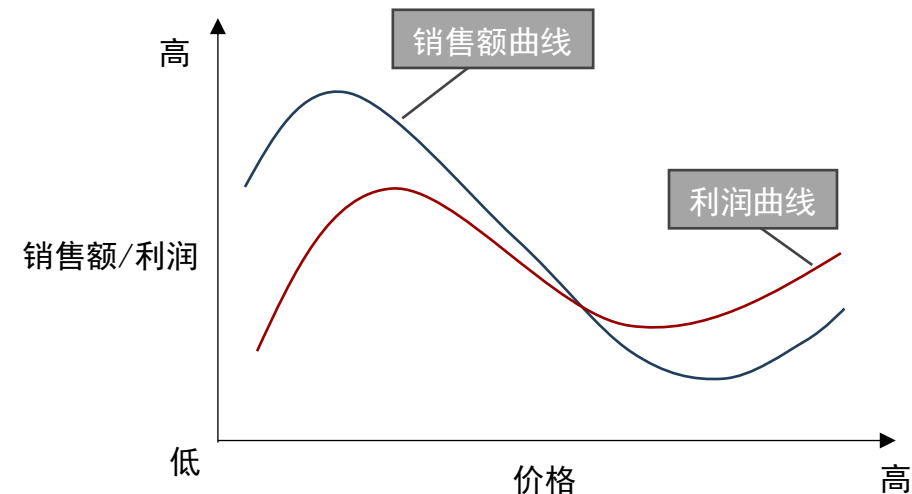
- 轻奢服饰品牌研究跟踪方法论：理解轻奢服饰的需求曲线，与价格并非纯粹线性关系。
- 我们认为，轻奢服饰的需求曲线并非线性向下，而是呈S型。从品牌数据可见，Moncler、始祖鸟、LV 等处于最高均价区间的品牌零售额仍达数十亿甚至百亿级，说明价格在此区间的品质信号与身份标签，越贵越激发向往情绪，需求随价格上升而扩张。这一现象可以行为经济学与凡勃伦效应解释，曲线右侧的反常上扬。
- 当品牌进入打折周期，需求曲线转入中段：初期降价因“物超所值”刺激抢购，销量陡增；然而持续促销会让消费者心理锚定价位下移，品牌溢价被侵蚀。此时再降价，由于需求价格弹性已显著下降（弹性陷阱），刺激效果边际递减，同时利润率被严重压缩，曲线右段趋于平缓。更棘手的是，一旦低价认知固化，品牌若要重新提价回归高端定位，必须投入大量营销费用重塑消费者心智。

图：中国服装和鞋类市场各价位段销售额第一名的品牌规模

T恤均价区间（元）	销售额第一名品牌	品牌服装零售额（亿元）	区间内服装零售额大于30亿的品牌数量	鞋履均价区间（元）	销售额第一名品牌	鞋类零售额（亿元）	区间内鞋零售额大于10亿的品牌数量
2000+	Moncler	106	6	2000+	LV	24	4
1000-2000	宝姿	37	3	1600-2000	始祖鸟	24	1
800-1000	始祖鸟	92	1	1400-1600	Clarks	13	1
600-800	迪桑特	88	4	1200-1400	ON	23	2
400-600	Lululemon	122	3	1000-1200	萨洛蒙	35	4
300-400	FILA	185	5	800-1000	MLB	25	2
200-300	耐克	164	8	600-800	Jordan	98	3
100-200	波司登	281	16	400-600	耐克	402	7
0-100	优衣库	363	13	200-400	安踏	251	14
				0-200	特步	151	8

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：轻奢服饰需求曲线示意图

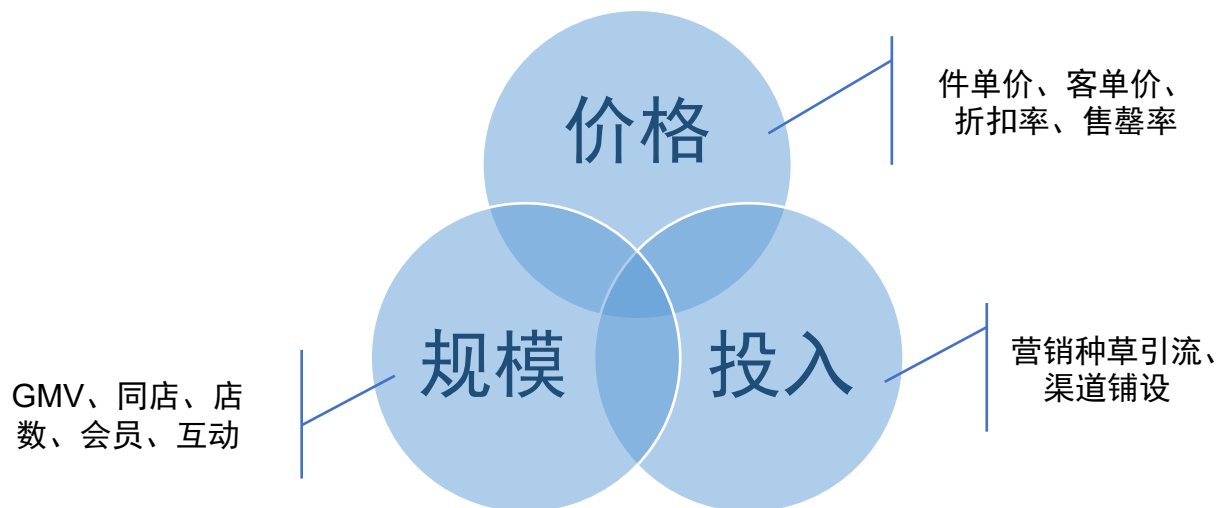


资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

三组指标识别轻奢服饰品牌势能变化的机会与风险

- 轻奢服饰品牌研究跟踪方法论：把握价格、规模和投入三组指标，找到品牌势能变化的拐点。
- 三组指标：①规模指标，直接或间接映射着品牌的成长性；②价格指标，象征着品牌定位与客户心智，是评判增长质量和盈利潜力的重要指标；③投入指标，是撬动品牌的定价和规模的杠杆。
- 研究顺序：从营销端和品牌战略观察投入指标→同步跟踪规模指标和价格指标→验证品牌成长性与心智定位变化。
- 情景分析：
 1. 理想情况：在前期投入或者事件驱动下，品牌的规模指标中声量指标先行或者同步于销量上升，且伴随着价格适度提升，随后规模效应和毛利率提升抵消了费用投放，撬动经营杠杆，推动利润放量；
 2. 需警惕情况：品牌的投入持续收缩且声量指标回落，即使销量短期未受影响，未来品牌资产可能也会被稀释；又或者品牌的价格持续下降，无论是否阶段性带来销售额增长，毛利率压缩及品牌心智的下降都为后续盈利带来压力。

图：轻奢服饰品牌研究跟踪的三类核心指标



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

三组指标识别轻奢服饰品牌势能变化的机会与风险

• 品牌势能变化研究案例1：亚瑟士与鬼塚虎的高端化。

• 2019年初至今股价累计涨幅超10倍，背后的基本面变化：

1. 从行情复盘看，2019年-2020公司股价震荡，随后开启上涨，2019-2022的4年间股价上涨120%，而2023年后进入加速上涨趋势，2023-2026年5月底股价涨幅达到540%。
2. 对应业绩，2019年公司收入轻微下滑，2020年公司收入下滑加深业绩亏损，2021年收入增长转正、业绩扭亏，2022年以来收入保持15-20%的复合增长，净利润进入放量增长阶段，2022-2025年几乎每年业绩都呈现实现同比翻倍的增长。
3. 对应谷歌搜索指数，可以发现当时在2022年值得关注的拐点信号：

1) 在2020-2021年期间亚瑟士搜索指数阶段性恢复高增长，2022年后持续性进入加速增长；另外，2022年以后鬼塚虎搜索指数比亚瑟士增长更快，且2024年后增速进一步加速至50%以上。但2022年公司股价尚未进入持续上涨阶段，进一步结合公司业绩和战略，挖掘是否存在品牌势能上升带动的投资机会？

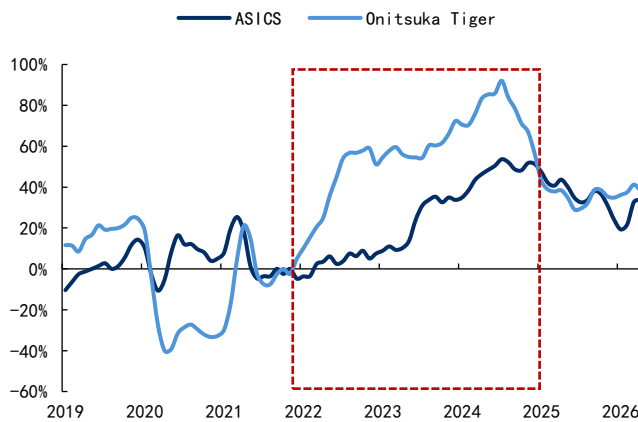
2) 2022年以来行业最大份额的竞品耐克搜索指数开始进入下行阶段，阿迪达斯有所起色，亚瑟士和hoka在低基数上开始上升，需要进一步分析行业格局是否开始分散化，亚瑟士是否存在较好的行业份额扩展机会？

图：亚瑟士2019年初至今股价（日元）



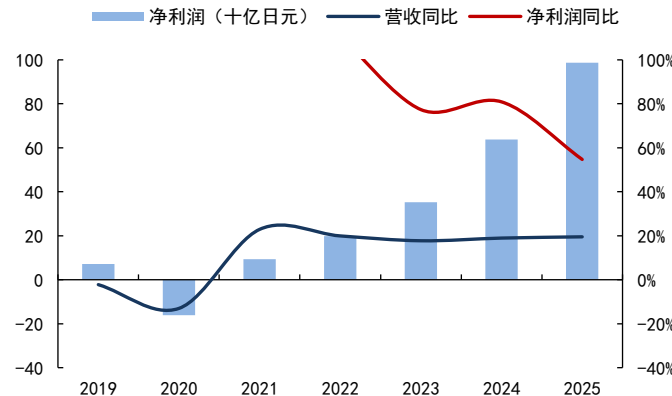
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：亚瑟士和鬼塚虎谷歌搜索指数增速



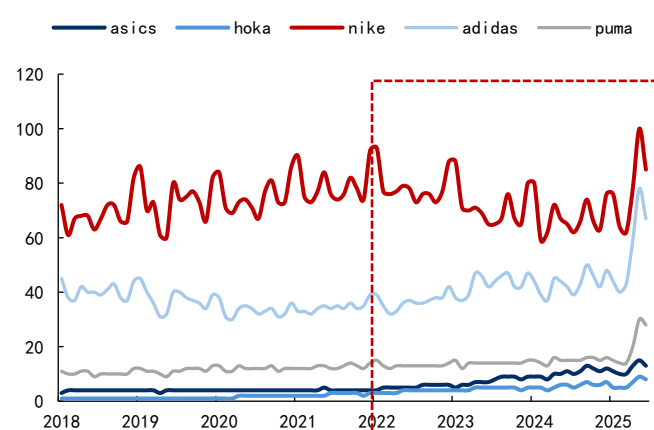
资料来源：谷歌搜索指数，国信证券经济研究所整理
注：使用三个月移动平均同比

图：亚瑟士2019年初至今收入和利润增速



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：2018年初至今亚瑟士和竞品谷歌搜索指数



资料来源：谷歌搜索指数，国信证券经济研究所整理

三组指标识别轻奢服饰品牌势能变化的机会与风险

品牌势能变化研究案例1：亚瑟士与鬼塚虎的高端化。

分析2022年2月发布的2021年业绩和2022年6月发布的投资者日交流材料可以得知管理层战略变化：

1. 专业跑步升级+扩容：管理层看好疫情后跑鞋市场的增长机遇，并且认为消费者对于跑步的动机从追求身体健康进一步升级为心理导向（舒缓压力、改善睡眠），由此推出了2.0版本的专业跑步战略，以高端专业产品定义竞速跑鞋天花板，并进一步把营销叙事从“产品参数”转向“跑者故事”，用产品矩阵扩大覆盖更多元需求，形成系统化的品牌高端化突破。
2. 时尚品类高端化转型：积极推动鬼塚虎品牌转型，把东南亚和南亚打造为中国以外的第二大市场，扩大在全球高端线上平台的销售布局。

在21-22年的基本面分析中得到品牌势能崛起的印证：

- ① 规模指标：2021和2022年收入增速都在20%左右，增长驱动力来自专业跑步，市场驱动力来自日本以外多个市场，尤其在北美这种对运动有高消费力且品牌自身份额低的市场里收入增速领先，全球化规模增长潜力被打开；
- ② 价格指标：天猫平台监控亚瑟士和鬼塚虎运动鞋在持续提价，亚瑟士在5%上下波动而其中鬼塚虎提价幅度高达10%-30%，提价初期对销售额带来冲击但后续进入量价齐升阶段；2021-2022年品牌的毛利率小幅提升，经营利润率提升明显，先提升专业品类，后续时尚品类还有进一步跃升空间；
- ③ 投入指标：双品牌全球谷歌搜索指数持续显著增长，尤其投入高端线上平台的鬼塚虎增速在50%上下持续提速；加强与美国专业跑鞋店合作提升，心智与份额，加大DTC投入。

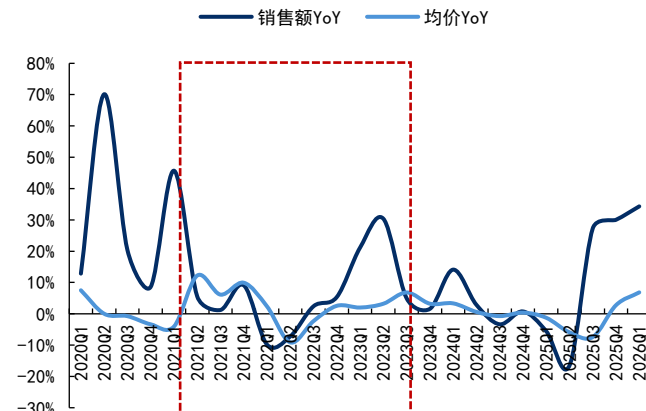
随公司2023年业绩披露，收入保持快速增长中，净利率继续提升，朝着管理层指引的10%经营利润率方向，印证了品牌高端化的阶段性成功。

图：亚瑟士2021-2022年利润表及业务分拆

利润表	2021	2022	按业务分	2021	2022	按地区分	2021	2022
营业收入	404.08	484.60	专业跑步 (P. RUN)			日本		
YoY	22.9%	19.9%	收入	208.27	258.27	收入	83.38	83.79
			YoY	30.0%	24.0%	YoY	10.2%	0.5%
毛利	199.88	240.71	经营利润	42.63	49.18	经营利润	1.19	6.05
YoY	30.8%	20.4%	YoY	371.3%	15.4%	YoY	131.5%	406.8%
毛利率	49.5%	49.7%	利润率	20.5%	19.0%	利润率	1.1%	4.9%
			核心运动 (GPS)			北美		
总营业开支			收入	41.33	43.47	收入	86.15	105.33
占收入	44.0%	42.7%	YoY	23.4%	5.2%	YoY	31.8%	22.3%
SG&A	177.93	206.70	经营利润	5.00	9.49	经营利润	0.85	0.03
YoY	13.5%	16.2%	YoY	278.5%	89.6%	YoY	118.6%	-96.9%
销售费用	31.58	33.97	利润率	12.1%	17.5%	利润率	1.0%	0.0%
YoY	8.2%	7.6%	服装装备 (APEQ)			欧洲		
			收入	34.12	35.28	收入	106.58	130.06
营业利润	21.95	34.00	YoY	15.0%	3.4%	YoY	22.1%	22.0%
YoY	655.1%	54.9%	经营利润	-0.18	-1.65	经营利润	10.89	11.25
经营利润率	5.4%	7.0%	YoY			YoY	138.2%	3.4%
			利润率	-0.5%	-4.7%	利润率	10.2%	8.7%
折旧摊销	14.05	16.00	运动风格 (SPS)			大中华		
YoY	2.5%	13.9%	收入	33.25	54.16	收入	52.58	62.39
EBITDA	36.29	50.42	YoY	12.2%	62.9%	YoY	27.9%	18.6%
YoY	261.9%	38.9%	经营利润	4.31	6.43	经营利润	9.15	10.07
其他收益	3.35	4.34	YoY	1732.6%	49.1%	YoY	112.5%	10.1%
YoY	107.8%	29.6%	利润率	13.0%	14.8%	利润率	17.4%	16.1%
其他支出	3.13	7.43	鬼塚虎 (GT)			大洋洲		
YoY	-31.7%	137.5%	收入	38.55	43.01	收入	24.76	33.29
			YoY	13.6%	11.6%	YoY	24.3%	34.5%
除税前利润	14.12	28.70	经营利润	4.87	7.40	经营利润	3.35	5.21
YoY	187.9%	103.3%	YoY	571.4%	52.0%	YoY	23.6%	55.7%
占收入	3.5%	5.9%	利润率	12.6%	17.2%	利润率	13.5%	15.7%
所得税	4.74	8.69	其他			东南亚和南亚		
YoY	7192.3%	83.4%	收入	48.70	50.70	收入	10.90	18.45
所得税率	33.6%	30.3%	YoY	16.0%	4.1%	YoY	27.5%	69.2%
持续经营利润	9.38	20.01	按渠道分	2021	2022	经营利润	0.96	2.98
YoY	158.2%	113.3%	经销			YoY	534.2%	209.5%
非持续经营利润	-0.02	0.12	收入	271.50	311.50	利润率	8.8%	16.2%
YoY		654.5%	YoY	23.6%	14.7%	其他地区		
净利润	9.40	19.89	线下直营			收入	35.08	43.62
YoY	158.3%	111.5%	收入	68.70	86.80	YoY	25.3%	24.3%
净利率	2.3%	4.1%	YoY	19.7%	26.3%	经营利润	1.80	3.65
			电商			YoY	284.8%	102.9%
			收入	63.80	86.30	利润率	5.1%	8.4%
			YoY	23.4%	35.3%			

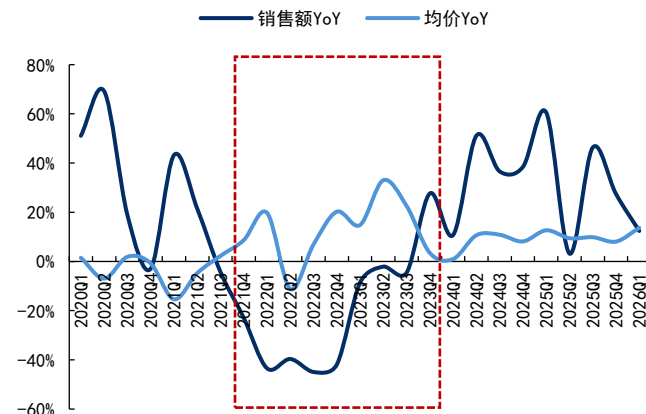
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：亚瑟士运动鞋天猫平台销售额增速和均价增速



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：鬼塚虎运动鞋天猫平台销售额增速和均价增速



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

三组指标识别轻奢服饰品牌势能变化的机会与风险

• 品牌势能变化研究案例2：Lululemon崛起后的困境。

• “M字形” 股价走势背后的基本面变化：

1. 从行情复盘看，2021年底公司股价快速上涨，2022年快速回落，2023年反弹，2024年大幅震荡，2025年以来快速下跌。
2. 对应业绩，2022财年对应日历年2021年（因公司财年截止日一般为当年1月底或者2月初），公司收入利润高增长，2023财年放缓，利润下滑，2024财年利润反弹，2025-2026财年业绩增速放缓至下滑，基本与当年股价表现一致。
3. 对应谷歌搜索指数，可以发现当时在2023年值得关注的拐点信号：

1) 在2023年（相当于2024财年）公司业绩反弹期间，Lululemon搜索指数并未同步加速增长，需要进一步分析其中的差异是什么，品牌业绩反弹是否可持续？

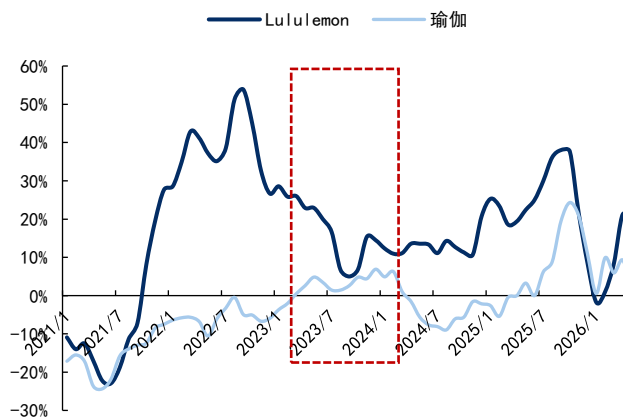
2) 瑜伽运动的搜索指数开始回升，竞品Alo、Vuori的搜索热度逐渐逼近，后续行业是否可能竞争加剧？

图：Lululemon 2019年初至今股价



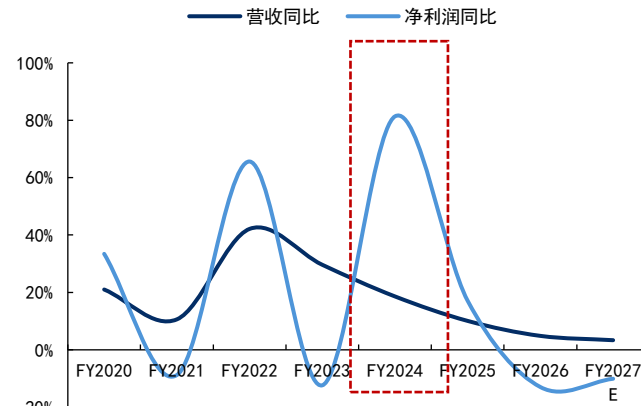
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：2020年初至今谷歌搜索指数增速



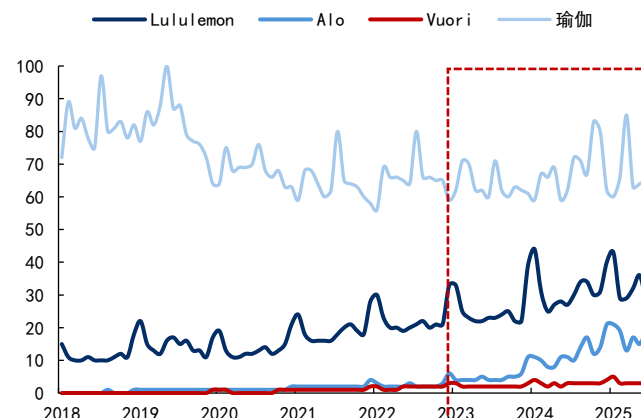
资料来源：谷歌搜索指数，国信证券经济研究所整理
注：使用三个月移动平均同比

图：Lululemon 2019年初至今收入和利润增速



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：2018年初至今谷歌搜索指数



资料来源：谷歌搜索指数，国信证券经济研究所整理

三组指标识别轻奢服饰品牌势能变化的机会与风险

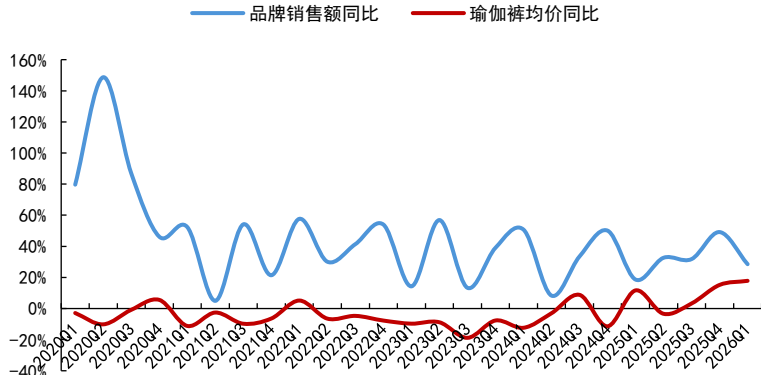
- 品牌势能变化研究案例2：Lululemon崛起后的困境。
- 分析2023年（FY24）品牌搜索指数增长显著放缓但品牌业绩反弹，其中的原因：
 - 收入增长放缓，与搜索指数增长放缓方向一致。FY23-FY24公司收入增速从30%放缓至19%，线上线下渠道同步放缓，其中电商放缓更明显，从33%放缓至17%。
 - 毛利率提升，营业外一次性成本消失，带动业绩反弹。FY24公司毛利率从去年同期的55.4%大幅提升至58.3%，部分被管销费用率上升抵消后，经调整后的OPM从22.1%提升至23.2%，若考虑非经常性因素，OPM从16.4%大幅提升至22.2%，是净利润大幅增长81%的原因，从调整后EPS增长27%看，也维持了去年的高增长趋势。
- 进一步分析，未来业绩增长放缓存在较大的可能性：
 - ① 规模指标：FY24主要依赖中国市场高增长，核心市场美洲仅增长12%，而中国市场增长67%，但中国市场在2022年经历疫情封控，2023年在低基数下高增长，线下客流在2024年有较大放缓的可能性，不过中国市场的电商高频数据跟踪销售额仍保持较快增速；
 - ② 价格指标：天猫电商平台监控到核心产品瑜伽裤的均价在持续下降，品牌势能或被降价稀释，且FY24业绩高增长主要靠毛利率提升，核心品类降价的趋势下未来毛利率提升空间有限，甚至可能存在下降压力；
 - ③ 投入指标：除中国市场外，全球搜索指数、开店规划、营销费用投入看并未有加速的迹象。
- 随着业绩披露，管理层指引FY25收入增长大幅放缓，且利润率不再继续提升，业绩增长指引大幅放缓，股价和估值处于高位，面临较大下跌压力。

图：Lululemon FY2024业绩与FY2025指引

单位：百万美元					单位：百万美元				
项目	财报截止	FY2023实际 2023/1/30	FY2024-实际 2024/1/28	FY2025指引 2025/1/28	项目	财报截止	FY2023实际 2023/1/30	FY2024-实际 2024/1/28	FY2025指引 2025/1/28
总收入	金额	8111	9619	10700-10800	财务比率				
	YOY	30%	19%	11%-12%	毛利率		55.4%	58.3%	58.3%
	货币中性	32%	20%		SG&A		34.0%	35.3%	35.2%
同店增长	YOY	25%	14%		OPM		16.4%	22.2%	
线下同店	YOY	16%	9%		经调整OPM		22.1%	23.2%	23.3%
电商同店	YOY	33%	17%		经营利润	金额	1328	2133	
分渠道收入						YOY	0%	61%	
线下直营	金额	3648	4411		经调整经营利润	金额	1789	2232	2493-2516
	YOY	29%	21%			YOY	30%	25%	12%-13%
电商	金额	3700	4311		净利润	金额	855	1550	
	YOY	33%	17%			YOY	-12%	81%	
分地区收入-新口径					摊薄EPS	数值	6.7	12.2	
美洲	金额	6817	7632			YOY	-11%	0%	
	YOY	29%	12%		经调整EPS	数值	10.1	12.8	14.00-14.20
	货币中性		12%			YOY	29%	27%	10%-11%
同店			9%		库存	金额	1447	1324	
中国除港澳台外	金额	577	964	集团净开35-40家					上半年下降高单
	YOY	33%	67%	门店中，除美洲					至低双，下半年
	货币中性		75%	的5-10家外，其					增长
同店			46%	余在国际市场，					
其他地区	金额	717	1024	大部分位于中国					
	YOY	37%	43%						
	货币中性		44%						
同店			33%						
分地区营业利润									
美洲	金额	2504	2937						
	YOY	34%	17%						
	营业利润率	36.7%	38.5%						
中国除港澳台外	金额	197	337	折扣率同比保持					
	YOY	18%	71%	稳定，毛利率持					
	营业利润率	34.1%	35.0%	平					
其他地区	金额	103	202						
	YOY	53%	96%						
	营业利润率	14.4%	19.7%						

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：Lululemon 天猫平台销售额增速和瑜伽裤价格增速



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

三组指标识别轻奢服饰品牌势能变化的机会与风险

• 品牌势能变化研究案例3：拉夫劳伦的经典复辟。

• “J字形” 股价走势背后的基本面变化：

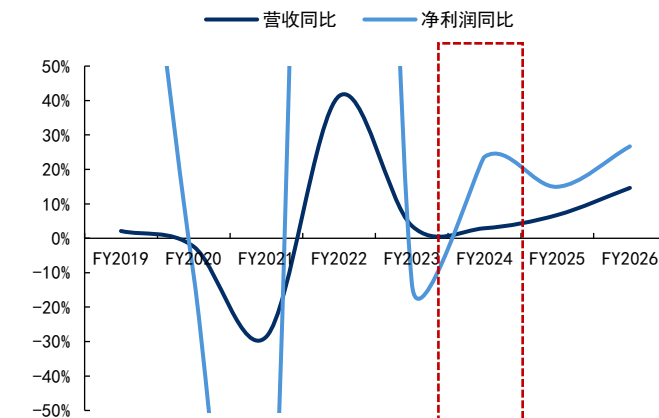
1. **行情复盘：五年蛰伏后的加速重估，2024年后大幅上涨。** 拉夫劳伦2019年初股价约91美元，此后经历疫情冲击和漫长的震荡修复，到2024年初仅回升至约138美元，五年累计涨幅仅52%，基本跑平大盘。行情爆发始于2023年底，股价从10月底的约106美元快速启动，此后开启陡峭的上涨通道，2024年初至今累计涨幅达185%，较2023年10月低点涨幅超270%。
2. **业绩拐点：基本面与股价基本同步。** FY2024（截至2024年3月）公司营收同比+2.9%，但净利润同比大幅增长+23.6%至103.8亿，盈利能力拐点清晰；FY2025营收增速进一步提升至+6.7%，净利润同比+14.9%至119.3亿，收入端加速确认了品牌升级战略的兑现，与股价启动时点基本同步。
3. **对应搜索指数，发现品牌热度领先于股价上行，且后续与竞品差距持续拉大。** 谷歌搜索指数显示，Ralph Lauren在2023年下半年开始加速增长，从上半年均值约36跳升至12月的71，半年涨幅近100%。2024年热度继续攀升，12月触及95的历史峰值，同比再涨34%。2026年品牌热度在高位企稳于51-57区间。反观竞品Hugo Boss，2024年下半年搜索指数从34回落至18-27，呈现下行趋势。到2024年底，Ralph Lauren与Hugo Boss的搜索指数差距已扩大至68个点，而2023年上半年这一差距仅约23个点（36 vs 13）。

图：拉夫劳伦2019年初至今股价



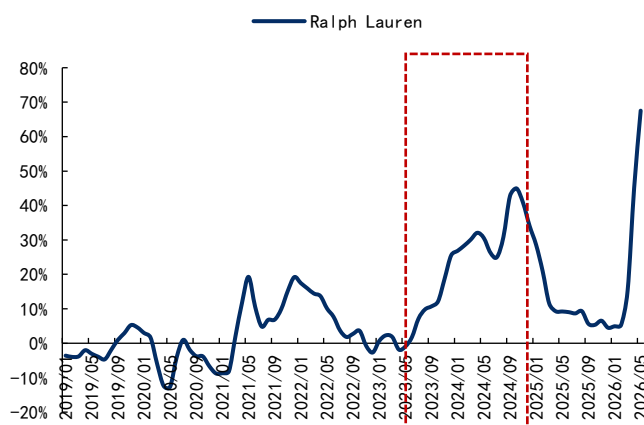
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：拉夫劳伦2019财年至今收入和利润增速



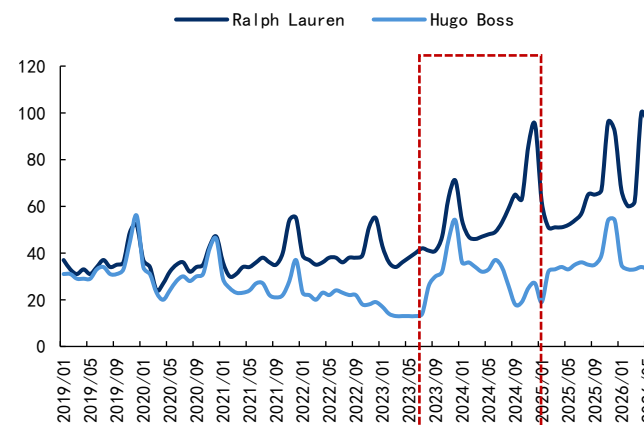
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：拉夫劳伦2019年初至今谷歌指数增速



资料来源：谷歌搜索指数，国信证券经济研究所整理
注：数据采用三个月移动平均后计算同比

图：拉夫劳伦和竞品2019年初至今谷歌指数



资料来源：谷歌搜索指数，国信证券经济研究所整理

三组指标识别轻奢服饰品牌势能变化的机会与风险



- 品牌势能变化研究案例3：拉夫劳伦的经典复辟。
- 假设回到公司股价2023年底大涨前研究，公司曾于2022年9月投资者日发布未来三年目标，核心目标提到经营利润率回升至15%左右、收入中个位数持续增长、单价（Average Unit Retail，AUR）持续提升。其中，定价能力的提升是至关重要的战略，为此公司实行了以下举措：关闭效益不佳的门店、减少促销活动和提供价格较高商品等；增加营销投入，使之占收入比从4%提升至6%-7%，聚焦高影响力品牌时刻；在全球关键城市建立全渠道生态，重启正价店开设。
- 随后业绩跟踪中可以发现：①投入指标：伴随着营销支出的增强，品牌搜索热度有明显的上升势头；②规模指标：除收入外，同店增长明显；③价格指标：在AUR、毛利率等方面增长突出，并且门店数量调整也兑现着增加正价店、减少奥莱店的变化。可以初步印证管理层的战略执行有效。随后我们在电商数据可以看到，公司2024年的销售额增长加速明显，但在中国市场2024年电商反而降价，2025年开启了明显提价，并且销售额持续高增长，进一步印证了品牌势能上行的趋势。
- 2025年9月，在上一个三年计划超预期完成的情况下，公司在投资者日提出了新的三年计划，包括营收突破80亿美金，保持AUR增长，保持营销投资占比，拓展女装、外套、手袋三大高潜力品类，从核心30个城市拓展到50个等。可以看出品牌在完成上一阶段的势能提升后，下一阶段的战略是保持高质量增长同时适度拓展能力边界。而在后续跟踪中，我们可以从公司业绩和线上数据中得到印证，公司的同店、AUR、正价店占比进一步保持良好增长，同时中国市场线上销售在均价继续小幅提升的同时来自女装和童装的驱动也在加速。

图：拉夫劳伦最近三年业绩和运营情况

	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027指引
合并利润表摘要					
净收入	6,440.0	6,631.4	7,079.0	8,114.5	+4-5% CC
毛利率	66.3%	66.8%	68.6%	69.9%	温和扩张
运营利润率	10.9%	11.4%	13.2%	14.4%	+40-60bps CC
调整后运营利润率	11.6%	12.5%	14.0%	16.0%	
分部运营利润率					
北美利润率	16.8%	18.8%	21.0%	21.7%	
欧洲利润率	21.3%	23.6%	26.0%	27.8%	
亚洲利润率	17.4%	21.4%	24.2%	27.4%	
其他利润率	62.5%	88.1%	87.0%	91.2%	
关键运营指标					
全球同店销售(CC)	+13%	+6%	+10%	+13%	
AUR增长	+12%	+11%	+高个位数	+低双位数	+中个位数
直营门店数	553	564	564	594	
--拉夫劳伦店	209	232	252	287	
--工厂店	344	332	312	307	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：拉夫劳伦2023年至今电商销售情况

指标	2023	2024	2025	2026YTD
品牌总体销售				
销售额（百万元）	353	567	863	409
同比增速（%）	12%	61%	52%	43%
主要品类增速与占比				
男装同比增速（%）	-1%	139%	20%	36%
男装占品牌总体比例（%）	32%	47%	37%	33%
女装同比增速（%）	25%	59%	94%	59%
女装占品牌总体比例（%）	31%	30%	39%	38%
童装同比增速（%）	29%	-18%	61%	131%
童装占品牌总体比例（%）	4.7%	2.4%	2.5%	3.5%
核心产品均价（元）				
男装-衬衫	1,381	1,346	1,406	1,463
男装-Polo	932	733	1,139	1,029
男装-T恤	727	487	732	815
女装-针织衫	1,696	1,461	1,564	1,644
女装-衬衫	1,587	952	1,302	1,398
女装-半裙	2,407	2,510	1,715	1,405
女装-连衣裙	2,092	2,001	1,488	1,717

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

- [01] 2025年下半年以来，中国高端消费市场进入结构性复苏通道
- [02] 三组指标识别轻奢服饰品牌势能变化的机会与风险
- [03] “野奢”品牌：轻奢户外风靡全球，品牌迎来盈利释放期
- [04] “静奢”品牌：产品力推动客群稳老拓新，卓越运营穿越周期
- [05] 投资建议和风险提示

“野奢”品牌：轻奢户外风靡全球，品牌迎来盈利释放期

• 亚玛芬：度过舆情危机，迎接品牌矩阵化与全球化突破。

1. 业绩概览和分品牌情况：收入快速增长，利润率显著提升，品牌重塑逐个接力。

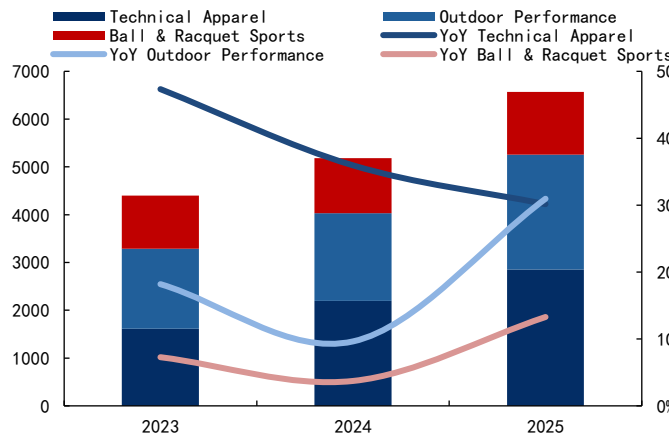
- 收入：三年CAGR约23%，呈现加速增长趋势，2025年收入66亿美元，同比+27%，2026年指引收入+20%-22%。分品牌看，集团增长动力正从始祖鸟一枝独秀向萨洛蒙加速接力转变。

- ① Technical Apparel（TA，始祖鸟为主的品牌事业部）三年CAGR约38%，2025年增速由36%降至30%，但绝对增量仍扩大至6.62亿美元，增量贡献从74%降至48%；2026指引+22%-24%；
- ② Outdoor Performance（OP，萨洛蒙为主的品牌事业部）CAGR约19%，2025年由10%显著加速至31%，增量贡献从21%升至41%，成为集团增长的第二引擎；2026指引+22%-24%，与TA相当；
- ③ Ball & Racquet（BR，威尔胜为主的品牌事业部）CAGR约8%，2025年由4%加速至13%，增量贡献从5%升至11%；2026指引+10%-12%。

- 利润：2025年经调整经营利润8.4亿美元，同比+45%，两年CAGR约39%；2025年经调整经营利润率为12.8%，三年累计大幅提升300bp，2026指引OPM进一步上升至13.4%-13.7%。分品牌看，品牌逐个提升利润率贡献集团经营杠杆释放。

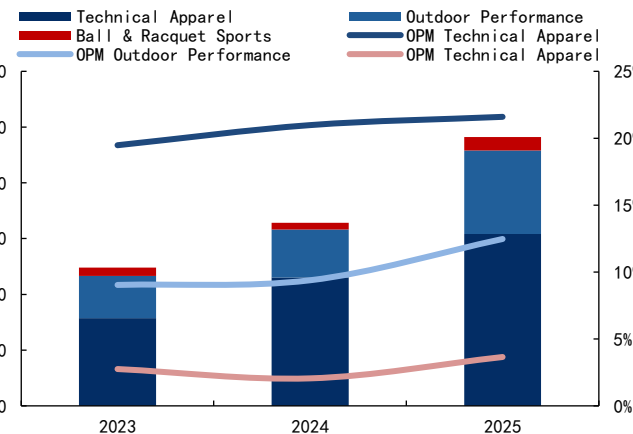
- ① Technical Apparel经营利润率从2022年的15.6%逐年提升至2025年的21.6%，但经营利润增量贡献由91%降至51%；2026指引OPM维持约22%；
- ② Outdoor Performance从2022年的8.3%提升至2025年的12.5%，改善最显著，增量贡献由13%升至41%；2026指引OPM上升至15.0%-15.5%，受益组合优化的毛利率提升和SG&A的杠杆效应，管理层选择在利润率快速改善的同时继续加大品牌建设和零售扩张投入，为长期高质量增长预留空间；
- ③ Ball & Racquet从2022年的5.9%降至2024年的2.1%后2025年修复至3.7%，尚未回到2022年水平；2026指引OPM4.7%-5.0%，因持续投入Wilson Tennis 360。

图：Amer Sports按品牌事业部收入与增速



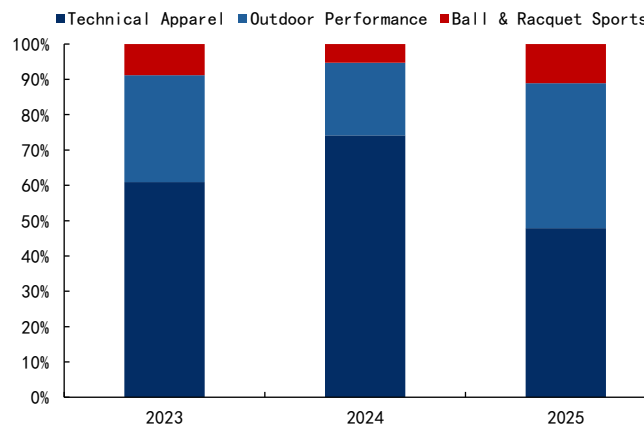
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Amer Sports按品牌事业部OP和OPM



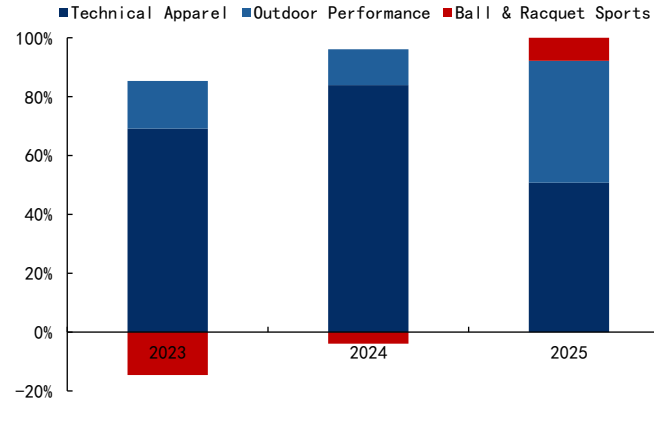
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Amer Sports按品牌事业部收入增量贡献



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Amer Sports按品牌事业部OP增量贡献



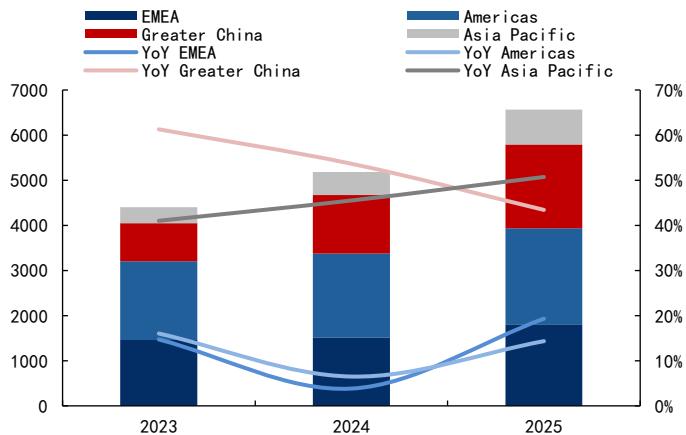
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

“野奢”品牌：轻奢户外风靡全球，品牌迎来盈利释放期



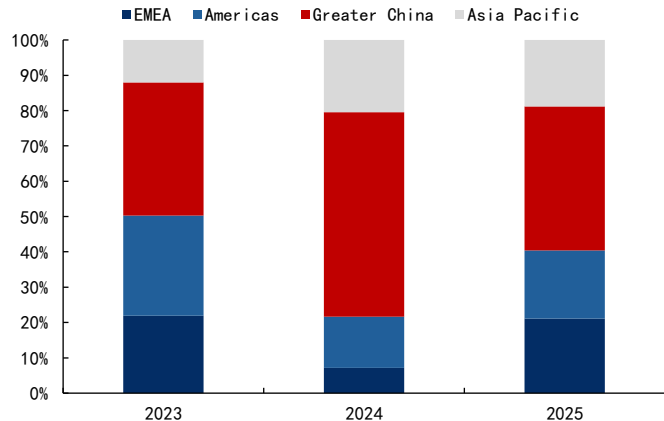
- 亚玛芬：度过舆情危机，迎接品牌矩阵化与全球化突破。
- 2. 分地区收入和渠道建设情况：从中国市场高速增长向全球化驱动。
 - 收入：各地区、渠道增速更加均衡。分渠道看，批发34亿美元（占51%）、DTC 32亿美元（占49%）；DTC三年CAGR约45%，持续快于Wholesale的10%，占比从2022年的30%升至接近一半，是集团增长的核心驱动力。过去两年DTC增速分别+43%/+42%基本持平，批发渠道则由+4%加速至+15%，增长回暖。分地区看，收入结构为美洲21亿美元（占32%）、大中华19亿美元（占28%）、EMEA 18亿美元（占28%）、亚太8亿美元（占12%），增长最快的是中国和亚太地区，而欧美市场2025年增长也开始提速。
 - 其中，大中华三年收入CAGR约53%，2025年同比43%略有放缓，但仍是最大增量来源，贡献41%。DTC是大中华的增长引擎。亚太三年收入CAGR约46%，是唯一逐年加速的地区，韩国和日本需求迅猛增长，均为大型运动鞋市场。EMEA CAGR约12%，2024年一度降至+4%后2025年加速至+19%，Arc'teryx在欧洲DTC+电商占比已超60%（较三年前提升20个百分点），Salomon在EMEA的GRVL跑步系列迎来增长拐点，电商需求保持高速增长；Americas CAGR约12%，2025年+14%，增速稳健。北美是全球最大运动鞋市场但Salomon份额仍很小，管理层视为重要增量机会。
 - 门店：从快速扩张到提质增效，盈利潜力释放。2024年门店增速+55%快于DTC收入增速+43%，同店效率被稀释；2025年门店增速放缓至+39%，DTC增速+42%反超，门店效率回升。2025年末集团总门店703家（+39%），分地区占比为大中华450家（占64%）、EMEA 150家（占21%）、美洲75家（占11%）、亚太28家（占4%）。中国市场门店数量最多，是DTC的标杆，开店重心从始祖鸟向萨洛蒙、威尔胜转移；美国市场开店速度最快，潜力上限高；欧洲市场巩固优势，开店增长加速；亚太市场聚焦核心城市，电商增速强劲。2026年管理层指引三品牌合计预计净开100+家门店（Arc'teryx 30-35家、Salomon大中华区45家+美洲7-10家、Wilson中国约40家），战略重心从“跑马圈地”全面转向“大店型、高坪效、品牌体验升级”。

图：Amer Sports按地区收入与增速



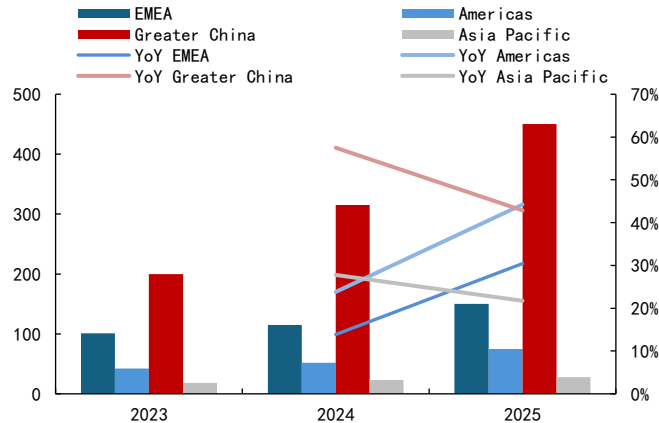
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Amer Sports按地区收入增量贡献



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Amer Sports按地区门店数量和增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

“野奢”品牌：轻奢户外风靡全球，品牌迎来盈利释放期



- 亚玛芬：度过舆情危机，迎接品牌矩阵化与全球化突破。

成长看点一：始祖鸟品牌：业绩证明舆情短期影响有限，品牌维持稀缺性营销。

- 2025Q4始祖鸟品牌所在的TA事业部收入同比增长31.4%（Q3：23.5%），经营利润率19.0%，同比下降100bps，在利润率小幅下降的情况下实现了超预期的收入增长。
- 通过第三方小红书数据统计，始祖鸟的营销模式介于户外品牌和奢侈品牌之间，采取低密度、高质量的商业投放，但也能收获较好的用户互动。舆论事件过后，始祖鸟已经度过冷却期，开始进入常态化营销阶段，品牌横向对比下定位仍有稀缺性，但相比自身过往，目前在商业投放力度有所加强，互动效率尚未恢复。具体情况：
 - 在2025年9月“炸山”舆论事件发生前，横向对比始祖鸟的营销“稀缺性”明显高于其他户外品牌，更接近奢侈品牌，如2025年5-8月始祖鸟的商业笔记占比仅0.09%，但笔记平均互动数75.4，与miumiu品牌可媲美；
 - 2025年9月-2026年1月，随着舆论发酵，品牌进入营销冷却期，商业笔记数量迅速减少，互动数据随着话题热度消散和品牌的谨慎发声也明显回落；2026年2月开始，品牌商业笔记数量明显增加，最近几个月的种草总数和商业笔记数量与“炸山”前已经接近；
 - 最近3个月始祖鸟在轻奢和户外品牌组仍属于商业笔记比例较低的品牌（0.39%，仍然仅次于蔻驰和缪缪），但在所有对比品牌的单篇互动量普遍下降的趋势中，始祖鸟的互动量也未取得逆势提升的效果。

图：2025年4月以来始祖鸟小红书笔记和互动数据

指标	25年4-8月 月均	25年9月	25年10月	25年11月	25年12月	26年1月	26年2月	26年3月	26年4月	26年5月
种草笔记数	8911	13,500	9,122	8,118	7,441	8,429	6,368	9,642	8,565	7,082
互动总量 (万)	66.2	429.25	52.54	58.01	44.79	39.09	35.06	44.30	45.19	25.95
商业笔记数	26	15	0	4	4	7	32	52	16	39
商业笔记占比	0.29%	0.11%	0.00%	0.05%	0.05%	0.08%	0.50%	0.54%	0.19%	0.55%

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：2025年5-8月始祖鸟对比其他轻奢/户外品牌小红书互动数据

品牌	笔记数	互动(万)	商业占比	每篇互动
始祖鸟	22,300	168.08	0.09%	75.37
普拉达	36,200	796.21	1.03%	219.95
缪缪	30,100	272.08	0.03%	90.39
蔻驰	31,700	228.15	0.25%	71.97
昂跑	9,667	97.94	1.13%	101.31
萨洛蒙	20,200	183.73	0.62%	90.96
KAILAS	26,000	232.52	2.28%	89.43
伯希和	5,430	111.68	15.51%	205.67
骆驼	16,500	748.21	10.58%	453.46

图：2026年3-5月始祖鸟对比其他轻奢/户外品牌小红书互动数据

品牌	笔记数	互动(万)	商业占比	每篇互动
始祖鸟	27,100	131.91	0.39%	48.68
普拉达	53,300	850.55	1.09%	159.58
缪缪	37,900	272.32	0.33%	71.85
蔻驰	34,000	168.95	0.20%	49.69
昂跑	10,300	78.71	2.31%	76.42
萨洛蒙	31,600	156.68	0.61%	49.58
KAILAS	27,100	195.92	2.23%	72.30
伯希和	10,100	201.86	11.55%	199.86
骆驼	24,100	909.99	13.22%	377.59

资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

“野奢”品牌：轻奢户外风靡全球，品牌迎来盈利释放期



- 亚玛芬：度过舆情危机，迎接品牌矩阵化与全球化突破。

图：2025年 Salomon对比跑鞋竞品规模差距

- 成长看点二：萨洛蒙、威尔胜品牌势能上升强劲，全球化发展空间广阔。

- 萨洛蒙品牌：

- 除近期业绩增长快以外，我们看到其谷歌搜索指数在近两年呈现加速增长态势，近几个月的增速高达50%以上；
- 其在中国市场的发展较为顺利，从线上数据可以看到23-25年都在快速增长，同时核心产品户外鞋的均价保持稳定，呈现高质量的增速态势；
- 从品牌体量看，除去运动装备类的传统产品，萨洛蒙近期重点发展的鞋类产品仍有较大的成长空间，与其价格定位接近的跑鞋品牌平均规模体量是萨洛蒙的4倍，而在中国市场萨洛蒙已经可以达到与之接近的体量，但在中国以外的市场这一规模差距拉大到了8倍，说明萨洛蒙全球化发展的空间广阔。

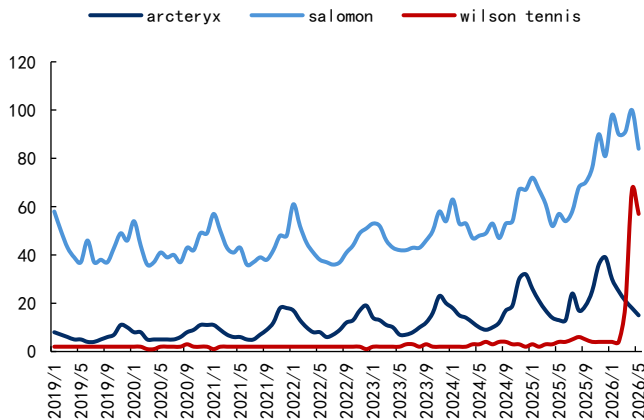
- 威尔胜品牌：

- 品牌转型进行中，传统球拍和篮球等产品热度有限，近期经过品牌孵化，在谷歌指数上已经显示出爆发力，并且超过了始祖鸟品牌的全球搜索热度；
- 从中国线上销售数据也可以看到，品牌2025年开始呈现翻倍的增长，而当下销售规模尚不足萨洛蒙的1/5；同时其高端定位逐步确立，核心鞋类产品的均价在中国电商上连续多年上调至接近千元定位，为后续发展积蓄了较好的品牌基础。

百万美元	全球	中国	海外
ASICS	6,902.9	857.3	6,045.6
On	5,289.8	346.2	4,943.6
Hoka One One	2,211.9	322.6	1,889.3
Salomon	1,088.2	551.8	536.4
规模差异（竞品均值/萨洛蒙）	4.41	0.92	8.00

资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图：Amer Sports三大品牌谷歌搜索指数



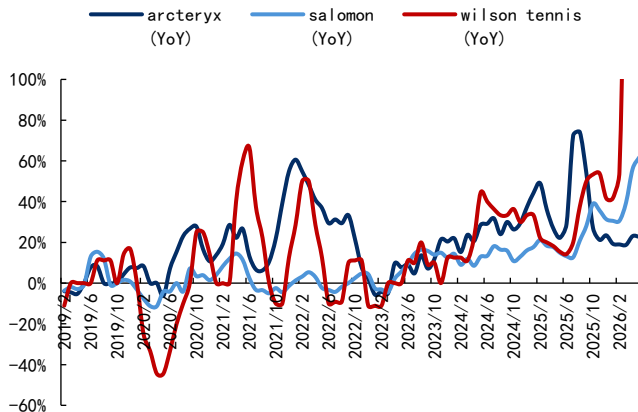
资料来源：Google trends，国信证券经济研究所整理

图：三大品牌核心产品中国市场电商销售情况

年度	2022	2023	2024	2025	YoY
销售额 亿元					
始祖鸟 冲锋衣	0.4	0.5	2.6	2.4	-8%
萨洛蒙 户外鞋	0.7	1.3	2.9	3.7	29%
威尔胜 运动鞋	0.1	0.1	0.2	0.6	169%
均价 元					
始祖鸟 冲锋衣	5069	5175	4384	3907	-11%
萨洛蒙 户外鞋	1110	1108	1152	1127	-2%
威尔胜 运动鞋	573	627	681	913	34%

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：Amer Sports三大品牌谷歌搜索指数同比



资料来源：Google trends，国信证券经济研究所整理
注：使用三个月移动平均同比

“野奢”品牌：轻奢户外风靡全球，品牌迎来盈利释放期



- 安踏体育：品牌孵化逐个击破，高端品牌占比大幅提升。
- 在2024-2025年，疫情后国内运动市场增长大幅放缓的背景下，安踏集团整体实现了约15%的复合增长，显著跑赢行业，主要有赖于旗下高端细分品牌成功运营带来的业绩增长驱动力。
- 1. 近两年利润CAGR拆品牌来看：安踏主品牌基本持平，FILA4.2%，迪桑特可隆58%，亚玛芬大幅扭亏；
- 2. 近两年净利润增量拆品牌看：亚玛芬、迪桑特和可隆、FILA分别贡献了57%/36%/13%，安踏基本持平，狼爪拖累6%。
- 未来安踏集团将持续成为以高端细分和全球化布局的品牌驱动增长的运动品牌集团。根据我们预测，从2026年开始，迪桑特、可隆和亚玛芬贡献安踏集团的净利润将超过30%，且呈现20%~30%的复合增长，而两三年后狼爪、PUMA也有望通过扭亏为盈接力贡献超额利润增长。

图：安踏体育分品牌利润占比与增速

净利润估算	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
安踏	3,845	4,307	5,205	5,521	5,223
FILA	3,691	2,892	4,947	4,891	5,373
迪桑特可隆等	265	363	802	1,317	2,006
亚玛芬	-81	28	-718	198	1,203
狼爪	-	-	-	-	-217
占比					
安踏	50%	57%	51%	46%	38%
FILA	48%	38%	48%	41%	40%
迪桑特可隆等	3%	5%	8%	11%	15%
亚玛芬	-1%	0%	-7%	2%	9%
狼爪	0%	0%	0%	0%	-2%
YoY					
安踏	31%	12%	21%	6%	-5%
FILA	34%	-22%	71%	-1%	10%
迪桑特可隆等	273%	37%	121%	64%	52%
亚玛芬					508%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：安踏体育基本面一览

2020.HK		FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
收入（百万元）	合计	49,328	53,651	62,356	70,826	80,219
	YoY	38.9%	8.8%	16.2%	13.6%	13.3%
	安踏	24,012	27,723	30,306	33,522	34,754
	YoY	52.5%	15.5%	9.3%	10.6%	3.7%
	FILA	21,822	21,523	25,103	26,626	28,469
毛利率	YoY	25.1%	-1.4%	16.6%	6.1%	6.9%
	其他品牌	3,494	4,405	6,947	10,678	16,996
	YoY	51.1%	26.1%	57.7%	53.7%	59.2%
	合计	61.6%	60.2%	62.6%	62.2%	62.0%
	安踏	52.2%	53.6%	54.9%	54.5%	53.6%
SG&A比率	FILA	70.5%	66.4%	69.0%	67.8%	66.4%
	其他品牌	71.0%	71.8%	72.9%	72.2%	71.8%
	合计	-41.9%	-43.3%	-40.7%	-42.1%	-41.9%
	销售费用	-36.0%	-36.6%	-34.8%	-36.2%	-35.5%
	其中：广告开支	-12.4%	-10.3%	-8.2%	-9.0%	-8.0%
经营利润率	管理费用	-5.9%	-6.7%	-5.9%	-5.9%	-6.5%
	其他净收入	2.6%	4.0%	2.7%	3.4%	3.7%
	安踏	22.3%	20.9%	24.6%	23.4%	23.8%
	FILA	21.4%	21.4%	22.2%	21.0%	20.7%
	其他品牌	24.5%	20.0%	27.6%	25.3%	26.1%
净融资收入占比	净融资收入占比	0.5%	0.2%	1.6%	2.2%	1.8%
	分占合营/联营公司利润	-81	28	-718	198	1,203
	Amer上市权益摊薄所得				1,579	
	Amer配售权益摊薄所得				2,090	
	税前利润	11,240	11,355	15,640	21,884	21,446
净利润（百万元）	综合	26.9%	27.4%	27.9%	22.4%	27.0%
	所得税率	7,720	7,590	10,236	15,596	13,588
	归母净利润	15.7%	14.1%	16.4%	22.0%	16.9%
	归母净利率	15.7%	14.1%	16.4%	16.8%	16.9%
	YoY	49.6%	-1.7%	34.9%	52.4%	-12.9%
净利润（百万元）	剔除Amer上市配售影响	7,720	7,590	10,236	11,927	13,588
	归母净利率	15.7%	14.1%	16.4%	16.8%	16.9%
	YoY	49.6%	-1.7%	34.9%	16.5%	13.9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

“野奢”品牌：轻奢户外风靡全球，品牌迎来盈利释放期

- 安踏体育：品牌孵化逐个击破，高端品牌占比大幅提升。
- 从线上销售量价趋势与小红书粉丝数观察，安踏旗下品牌虽然在不同的生命周期，但都处于较好的运营状态：
 - FILA：成熟期稳定运营。**在收购品牌中当前体量最大，但线上销售额仍保持稳健增长，运动鞋均价有所放缓但服装价格上涨，整体价位段平稳，小红书粉丝数在最近几个季度处于5%-10%左右的环比增速。
 - 迪桑特：品牌上升势能强劲。**量价齐升的标杆，线上销售额连续三年40%上线的高增长，核心服装产品稳定中逐步提价，并开拓鞋类产品。小红书季度粉丝增速维持10%-30%高位。
 - 可隆：景气度最强的黑马。**连续三年60-80%高速增长，核心品类冲锋衣、羽绒服、软壳衣等持续涨价，小红书季度粉丝增速维持在10%-20%高位。
 - MAIA：进入困境反转通道。**经历2023-2024年下滑后触底回升，2026YTD达到双位数增长，同时核心产品瑜伽裤2026年价格回升，瑜伽服2025年价格回升。并且，相比起品牌体量，小红书粉丝数量基数较高（安踏体系内仅次于始祖鸟和主品牌），在高基数下仍保持5%-10%的环比增速。
 - 狼爪：品牌重塑中。**2025年线上销售额大幅下滑55%，2026YTD下滑37%，但同期核心产品冲锋衣、羽绒服等产品都明显提价，显示出品牌正处于清理库存后恢复折扣的阶段，为后续产品调整到位再发力营销焕活品牌打下基础。

图：FILA品牌电商销售增速与产品价格

年份	2023	2024	2025	2026YTD
销售额（亿元）				
总计	94	119	128	35
YoY	18%	26%	8%	24%
均价（元）				
运动鞋	305	301	283	283
运动休闲服	172	187	198	237

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：迪桑特品牌电商销售增速与产品价格

年份	2023	2024	2025	2026YTD
销售额（亿元）				
运动服	9.2	12.4	19.4	5.1
YoY	41%	35%	56%	28%
运动鞋	0.9	2.9	4.1	1.1
YoY	73%	231%	42%	6%
均价（元）				
运动外套	1,784	1,895	1,881	1,818
运动羽绒服	3,074	3,080	3,255	3,191
运动裤	1,065	1,080	1,126	1,119
POLO衫	829	780	852	809
运动T恤	681	618	660	664
运动鞋	1,179	1,109	1,146	1,117

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：可隆品牌电商销售增速与产品价格

年份	2023	2024	2025	2026YTD
销售额（亿元）				
总计	6	11	19	7
YoY	60%	83%	69%	42%
均价（元）				
冲锋衣	2,684	2,716	2,890	2,724
软壳衣裤	1,472	1,724	1,749	1,629
羽绒服	2,956	3,056	3,204	3,321
软壳衣	1,833	1,837	1,932	1,980
户外休闲衣	853	986	923	928
防晒服	1,306	1,320	1,350	1,313

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：MAIA品牌电商销售增速与产品价格

年份	2023	2024	2025	2026YTD
销售额（亿元）				
总计	2.4	2.1	2.2	0.6
YoY	-25%	-10%	5%	17%
均价（元）				
瑜伽裤	349	336	320	393
瑜伽服	253	226	340	295

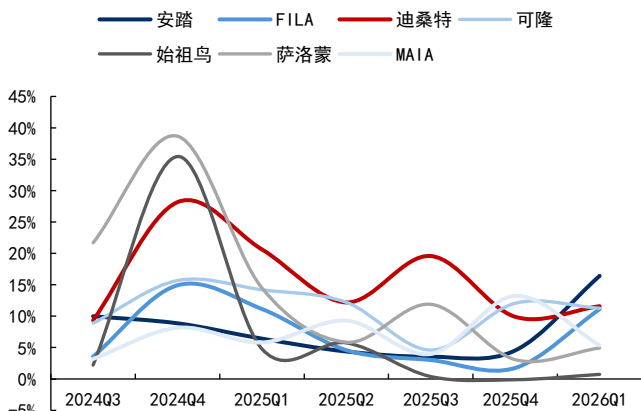
资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：狼爪品牌电商销售增速与产品价格

年份	2023	2024	2025	2026YTD
销售额（亿元）				
总计	3.6	3.7	1.6	0.4
YoY	31%	1%	-55%	-37%
均价（元）				
冲锋衣	1255	1360	1424	1533
羽绒服	1756	1593	1670	1927
户外休闲衣	359	382	381	548
软壳衣	652	702	589	773

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：安踏旗下品牌小红书达人号粉丝环比增速



资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

“野奢”品牌：轻奢户外风靡全球，品牌迎来盈利释放期



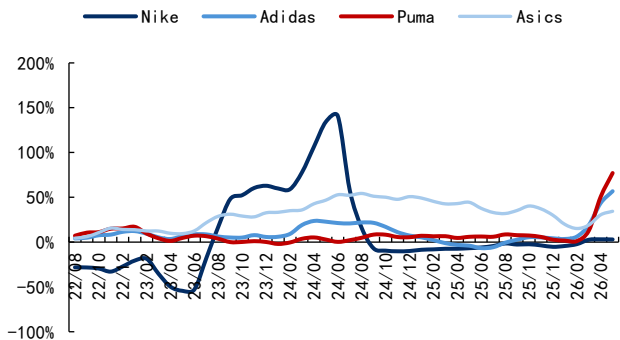
- 安踏体育：品牌孵化逐个击破，高端品牌占比大幅提升。
- PUMA：年内有望完成并购整合，品牌重塑潜力较大
- 1. 搜索指数：PUMA今年以来谷歌搜索指数大幅增长，在过去5年中表现明显，且增幅超越阿迪达斯和亚瑟士。从相关词分析，指数的大幅增长主要得益于鞋类产品热度带动，包括speedcat系列、nitro、跑鞋等。
- 2. 营销亮点：PUMA赞助的HYROX正火遍全球。作为一种新兴的商业体能赛，HYROX全球参与度持续强劲增长，2025/2026赛季赛事版图扩张到30多个国家和地区的100多场比赛，全球参赛人数也迅速攀升至已与马拉松比赛接近，正演化为一种高频的现代生活方式。而PUMA 已将与HYROX的全球服鞋合作伙伴及世锦赛独家冠名协议提前续约至2030年。基于与HYROX的合作，PUMA可以进一步拓宽Nitro平台的应用，不仅限于跑步系列。
- 3. 中国市场：品牌热度出现明显上升。小红书数据显示，近半年PUMA官方达人号粉丝数量、互动数据阶段性大幅增加，主要体现在2-3月官宣张凌赫代言，多条视频点赞破万，其次关于rose和HYROX的多条视频内容也有过千的点赞。

表：PUMA品牌近期基本面情况

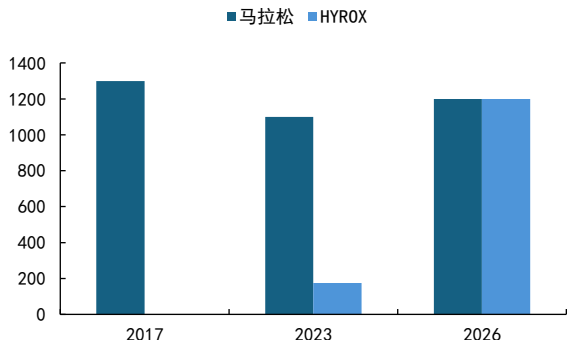
单位：亿欧元 增速为固定汇率口径	2024年	2025年	同比变化	2026Q1	同比变化
总体业绩					
总收入	88.17	72.96	-8.1%	18.64	-1.0%
毛利率	47.4%	45.0%	-2.4pct	47.7%	+60bp
EBIT	6.22	-3.57	由盈转亏	0.52	+19.6%
EBIT率	7.1%	-4.9%	-12.0pct	2.8%	+0.6pct
调整后EBIT	6.22	-1.66	由盈转亏	0.64	+11.0%
净利润	2.82	-6.46	由盈转亏	0.27	扭亏为盈
净利率	3.2%	-8.8%	-12.0pct	1.4%	+1.4pct
库存	20.14	20.60	+2.3%	18.98	-8.6%

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：四大国际运动品牌谷歌指数同比增速 图：全球马拉松和HYROX参赛人数对比

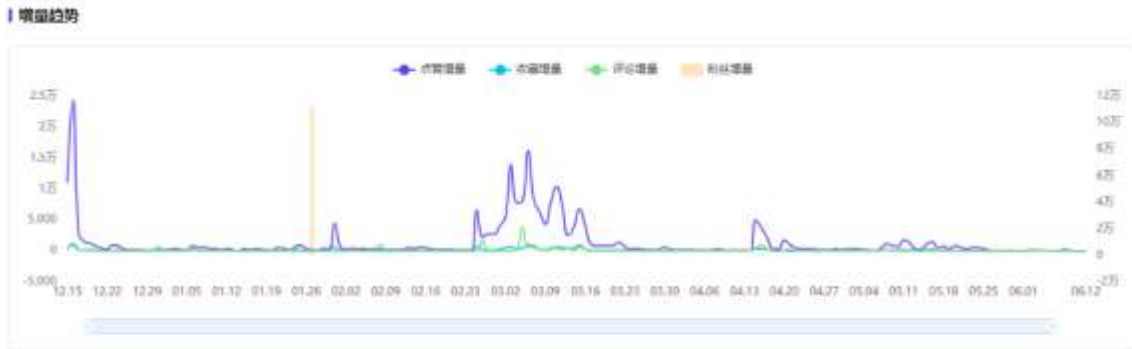


资料来源：Google Trends，国信证券经济研究所整理
注：使用三个月移动平均后计算同比



资料来源：Run repeat，Matchable，国信证券经济研究所整理

图：近半年小红书PUMA官方达人号粉丝与互动数据



资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

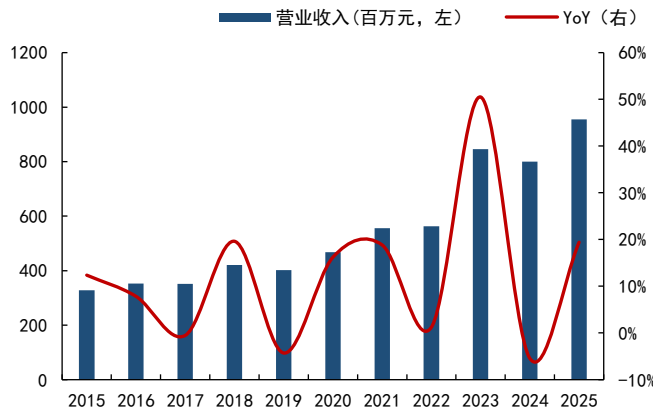
“野奢”品牌：轻奢户外风靡全球，品牌迎来盈利释放期



• 三夫户外：品牌化发展进入快车道，盈利能力释放。

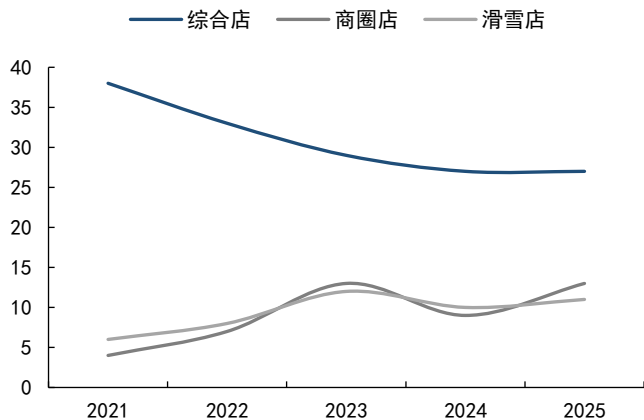
- 1. 零售商时期：2015–2018年，收入稳定增长，盈利空间有限。**
公司这一阶段作为全国性专业户外用品零售商，以代理和经销多品牌为主，核心竞争力来自较早建立的门店网络、品牌资源和专业零售能力。但专业户外店受电商与品牌直营冲击，传统门店模型承压，同时公司开始为转型做铺垫。2015–2016年净利润稳定增长，2017年伴随销售费用率的增长、净利润转负，2018年扭亏至小幅盈利0.05亿元。
- 2. 转型阵痛期：2019–2022年，公司开始由渠道商向品牌运营商转型。**收入与毛利率持续提升，净利润因转型和跨界业务亏损承压。受益于品牌化转型，毛利率从上一阶段的43%提升至50%以上，与此同时销售费用率从25%提升至37%，净利润持续亏损。除了X-BIONIC品牌建设初期拖累，跨界业务上海悉乐（松鼠部落）在2020–2022年连续亏损并带来部分商誉减值，叠加古德菲力长期股权投资减值影响，对利润形成拖累。
- 3. 重启增长期：2023年至今，公司逐渐将业务理顺，跨界业务出清、主业品牌化转型逐渐兑现。**公司目前已形成“自有品牌+独家代理品牌”矩阵，收入由少数核心品牌驱动，渠道转向“线上主导+品牌店补充+经销批发放大”。收入与毛利率增长提速、费用率下降：2022–2025年公司营业收入由5.6亿元上升至9.6亿元，CAGR3约+19.3%，毛利率从53%提升至59%，销售费用率从37%下降至34%左右。2024年受始祖鸟合作终止、攀山鼠出表、历史亏损项目出清、存货减值影响，归母净利润再度承压；2025年非经负面因素几乎全部缓解，归母净利润回升至0.534亿元。剔除非核心业务和存货减值影响，公司2023–2025年净利率在10%以上。

图：三夫户外收入和同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：三夫户外门店结构变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：三夫户外分业务收入和毛利率情况

单位：百万元	2021	2022	2023	2024	2025
规模					
总收入	555.54	562.37	846.40	800.26	955.62
线上销售	172.35	192.74	325.86	348.07	476.10
门店销售	281.70	288.45	417.07	281.56	290.22
批发收入	—	—	—	79.73	110.49
户外服务	64.32	55.79	72.44	56.16	61.14
大客户销售	37.18	25.39	31.04	34.73	17.67
毛利率					
总计	50.3%	52.7%	53.6%	56.7%	59.2%
线上销售	48.9%	56.4%	56.5%	64.3%	66.5%
门店销售	56.9%	60.6%	60.0%	65.2%	60.2%
批发收入	—	—	—	—	52.2%
户外服务	36.3%	8.6%	15.6%	-6.8%	20.0%
大客户销售	30.9%	—	—	—	24.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

“野奢”品牌：轻奢户外风靡全球，品牌迎来盈利释放期

• 三夫户外：品牌化发展进入快车道，盈利能力释放。

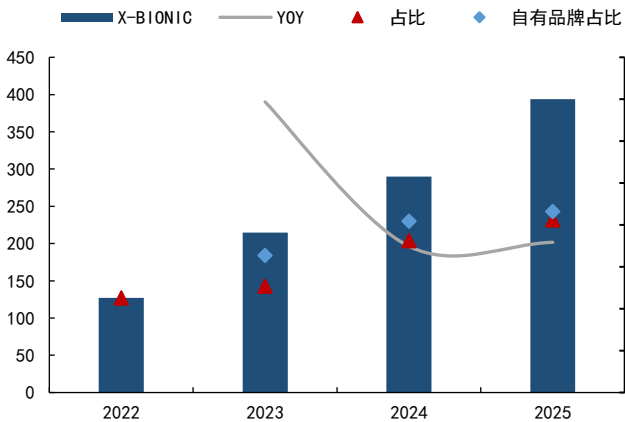
- 2021年之后公司确立品牌化转型，完成对X-BIONIC中国区核心IP收购，此后陆续完成CRISPI独家代理、HOUDINI独家代理，并与Klattermusen（攀山鼠）成立合资公司，形成“自有+独家代理”的品牌矩阵。

1. **X品牌：**收入从22年的1.27亿增长至2025年的3.94亿，CAGR3为45.9%，占公司整体收入的比例从22.6%提升至41.2%，进而公司全部自有品牌占比提升至43.2%；从电商数据来看，X-BIONIC从2024Q2开始增长提速，与户外鞋服行业整体电商增长趋势有差异，行业在此之后增长降速，而X-BIONIC从24Q2到25Q4延续40%以上增速，25Q4单季电商销售额超1.5亿元；26Q1同比+37.8%至0.7亿元，成为今年行业里增长领跑的品牌。

2. **其他表内品牌：**HOUDINI是当前最具弹性的独代品牌，2025年进一步增长至1.09亿元，同比增长69.07%。CRISPI则体现为更稳健的增长曲线：2024年收入0.93亿元、同比增长16.5%，2025年收入1.09亿元、同比增长17.68%。LA SPORTIVA、MYSTERY RANCH、DANNER三品牌合计2024年收入1.21亿元、同比增23.9%，2025年进一步达到1.53亿元、同比增26.58%。

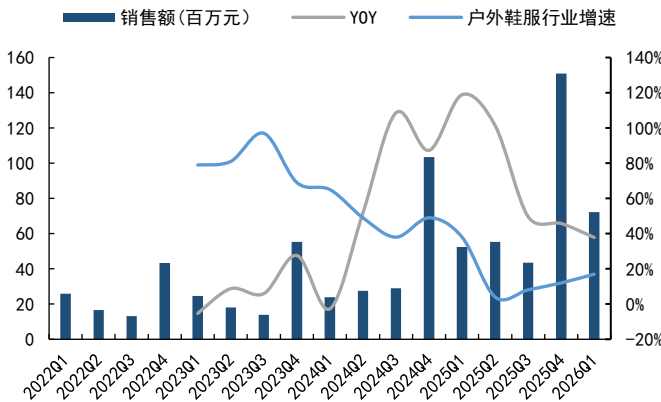
3. **攀山鼠：**2024年起改为合资运营后品牌收入出表但业务延续扩张；2025年全年品牌营收约2.8亿元、净利润约0.6亿元，净利率处于高位，对三夫上市公司贡献投资收益约2000万元；2026年一季度营收约1.03亿元、净利润约0.25亿元，同比约+10%稳健增长。

图：X-BIONIC收入/增速/占比（百万元）



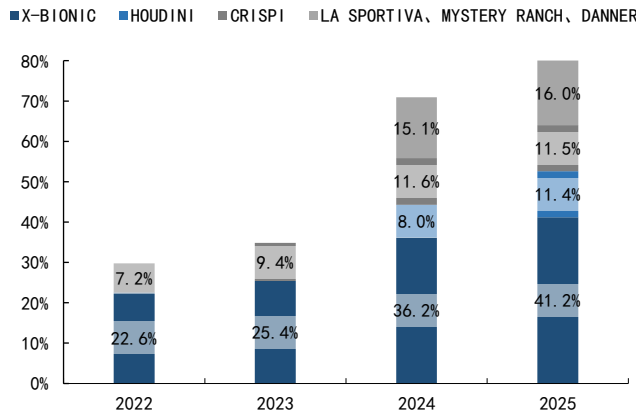
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：X-BIONIC电商三平台销售额及增速（百万元）



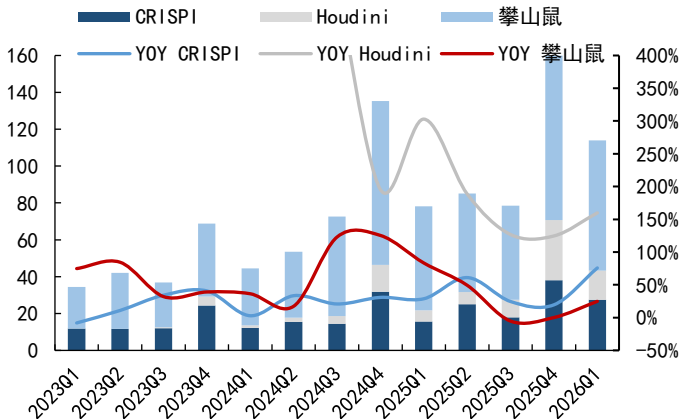
资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：三夫户外核心品牌收入结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：核心品牌电商三平台销售额及增速（百万元）



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

“野奢”品牌：轻奢户外风靡全球，品牌迎来盈利释放期



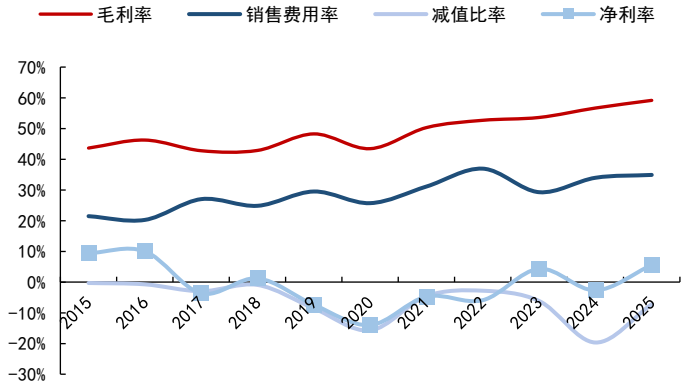
- 三夫户外：品牌化发展进入快车道，盈利能力释放。
- 改革成效：毛利率先行改善，非核心业务逐步出清，利润初步释放
- 1. 品牌化转型带动毛利率提升。传统代理经销毛利率较低，而X-BIONIC等自有品牌与CRISPI、HOUDINI等独家代理品牌具备更高定价权与产品溢价，因此自有品牌占比从2020年的8%提升至2025年的43.2%后，公司毛利率自然从43.4%抬升至59.2%，尤其24-25年伴随自有品牌和独家代理品牌的快速增长，毛利率显著提升。
- 2. 费用前置，销售费用率提升，但新模式下盈利能力更佳。销售费用率在2020年后明显跃升，2022年接近37%，2023年降至30%以下，2024-2025年来到34%以上。主因公司向品牌商转型过程中，需要通过门店开设、装修升级、品宣投放、赛事合作和社群运营换取收入扩张。从代理转为品牌运营的过程中，品牌的渠道落位也从街边店向商场店转型。过去街边店租金每平米月租金为100-300元，高端商场店每平米月租金为500-2000元，是之前的5倍，但从店效来看，新模式坪效也远高于旧模式。根据公司公告的店效前10店铺，X-BIONIC 133平的沈阳万象城店，店效仅次于2247平上海万体店，若假设销售额类似，万象城店坪效是万体店的17倍。
- 3. 存货减值与非核心业务出清是净利率释放的外部约束解除。上海悉乐（松鼠部落）项目在2022—2024年累计扣非亏损1.06亿元，鹰极体育三年亏损约2百万元，此外两项跨界业务还带来部分商誉减值，使得利润表显著失真。但到2024年底，相关商誉和固定资产已基本完成减值计提，2025年起对主业的拖累明显缩小，仅剩日常经营层面的约1000万元影响，且公司正在推进破产清算和资产剥离。此外，由于x-bionic老货积压问题，2024-2025年存货减值比例在6%以上，伴随老货出清、新品售罄率高，未来存货减值也有望缓解。剔除非核心业务和存货减值影响，公司2023-2025年净利率在10%以上。
- 4. 25Q4-26Q1出现盈利拐点，连续两季单季归母净利润超3000万。

图：销售收入排名前5门店

序号	门店名称	开业日期	合同面积（m2）
1	万体店	2005年3月	2,247.64
2	X-BIONIC沈阳万象城店	2024年2月	133
3	五棵松店	2017年2月	1,252.28
4	铁像寺水街店	2021年10月	998.01
5	浑南天惠广场店	2019年8月	571.22

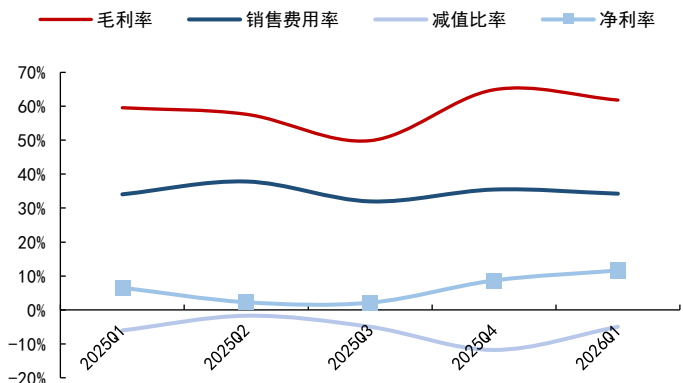
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：关键财务指标（年度）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：关键财务指标（季度）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- [01] 2025年下半年以来，中国高端消费市场进入结构性复苏通道
- [02] 三组指标识别轻奢服饰品牌势能变化的机会与风险
- [03] “野奢”品牌：轻奢户外风靡全球，品牌迎来盈利释放期
- [04] “静奢”品牌：产品力推动客群稳老拓新，卓越运营穿越周期
- [05] 投资建议和风险提示

“静奢”品牌：产品力推动客群稳老拓新，卓越运营穿越周期



• 江南布衣：设计驱动的品牌护城河展现经营韧性。

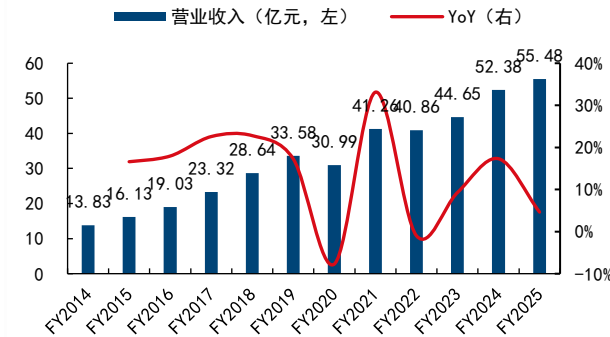
- 设计驱动的品牌护城河。**公司坚持以原创设计为核心，创始人李琳女士作为首席创意官，确保了品牌风格的长期一致性与艺术性，将公司置于竞争相对缓和的设计师品牌赛道。公司并非单纯销售服装，而是通过“艺术探索，美好生活”的理念输出一种生活方式，与目标客群建立深度的情感和价值观共鸣，形成了难以复制的品牌护城河。
- 高粘性的“粉丝经济”模式。**公司成功构建了以会员为核心的“粉丝经济”体系。截至2025年底，公司拥有年消费超5,000元的高价值会员逾34万人，贡献了线下零售额的超六成。公司通过“不止盒子”、精细化会员标签、全渠道数据打通等数字化工具，实现了对会员的高效触达和深度服务，形成了极高的复购率和用户粘性，为业绩增长提供了坚实的基本盘。
- 多品牌矩阵与可规模化的商业模式。**公司通过“成熟-成长-新兴”三层品牌矩阵，覆盖了女装、男装、童装、家居等多个领域，满足了中产家庭全生命周期的消费需求，有效对冲了单一品牌可能面临的增长瓶颈和周期性风险。成长品牌 LESS 和新兴品牌 onmygame 的快速增长验证了公司强大的品牌孵化和运营能力，为集团长期发展打开了新的增长空间。

表：江南布衣品牌收入结构和毛利率

业务板块	收入(亿元)	收入占比(%)	毛利率(%)
成熟品牌(JNBY)	30.13	54.3%	68.6%
成长品牌	21.74	39.2%	63.8%
└ 速写(CROQUIS)	7.20	13.0%	66.2%
└ jnby by JNBY	8.31	15.0%	57.9%
└ LESS	6.23	11.2%	69.0%
新兴品牌	3.61	6.5%	51.5%
总计	55.48	100.0%	65.6%

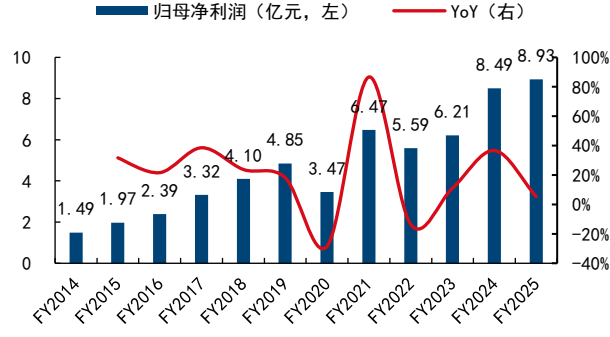
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：江南布衣年度收入及增速（亿元，%）



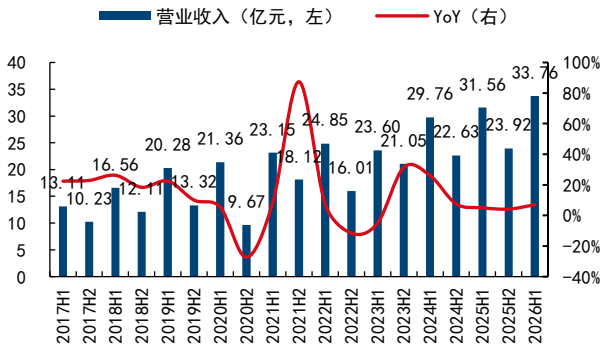
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：江南布衣年度净利润及增速（亿元，%）



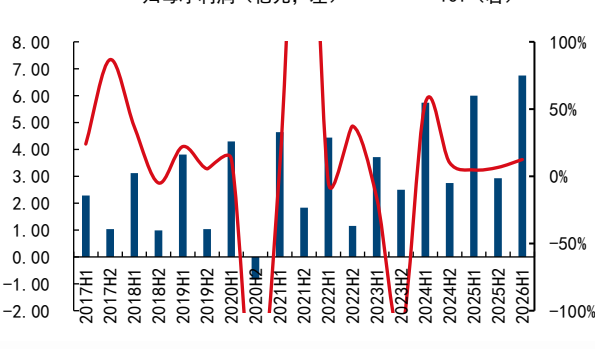
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：江南布衣半年度收入及增速（亿元，%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：江南布衣半年度净利润及增速（亿元，%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

“静奢”品牌：产品力推动客群稳老拓新，卓越运营穿越周期



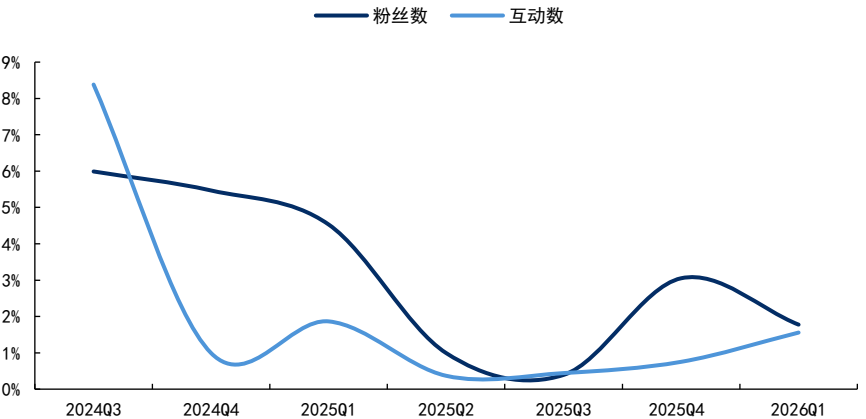
- 江南布衣：设计驱动的品牌护城河展现经营韧性。
- 从线上销售量价趋势与小红书粉丝数观察，江南布衣旗下主品牌健康增长，其余品牌高速增长但存在降价。
 - JNBY（江南布衣主品牌）增长快速、价格稳定。**JNBY主品牌是集团电商增长的绝对主力。销售额两年复合增速超30%，2026年YTD同比增长82%，加速态势明显。核心品类针织衫均价经历了2024年冲高至862元后回落至2025年的763元、2026YTD的773元，整体价格带稳定在760-780元区间，较2023年的740元仍有温和上移。另外，小红书维度，JNBY品牌达人号粉丝数在2024Q3-Q4保持约5.5%-6.0%的环比增速，进入2025年后增速明显放缓，25Q2-Q3降至1%以下，但25Q4回升至3.1%，显示品牌社媒热度经历了一轮自然回调后正在企稳回暖。互动数方面，24Q3高达8.4%的环比增速后持续回落，25Q2-Q4维持在0.4%-0.8%的低位，26Q1小幅改善。
 - 速写（CROQUIS）：触底反弹但存在降价。**速写品牌2024年经历了严峻的下滑，2025年小幅回升，2026年YTD同比增长71%，强劲反弹。但核心品类休闲裤均价从2024年的663元持续下探至2025年的556元、2026YTD的546元，整体定价区间有一定下移。
 - jnby by JNBY（童装线）：增速反弹，价格带下移。**童装品牌jnby by JNBY的销售额在2024年几乎零增长，2025年恢复至+24%，2026YTD+30%，增长节奏稳健。然而核心品类连衣裙均价从2023-2024年400元档下滑至2025-2026年的300元档，降价幅度较为明显。童装市场竞争加剧、消费者价格敏感度高是客观背景，需要观察后续能否在新价格带上稳住规模并改善盈利能力。
 - less：大幅波动后的修复期，价格回归理性。**2024年销售额大幅下降38%，2025年回升至+20%，2026YTD同比增长105%，反弹力度最大。核心品类休闲裤均价在2023年是800元档，2024年冲高至1000元档后，2025-2026年在此回落至800元档。对比销售额增速，2024年的激进提价或是销量崩塌的原因，2025年以来的价格纠偏带动销售反弹。当前826元的均价仍略高于2023年的806元基准，说明品牌并未完全放弃高端定位，而是在寻找合理的价格锚点。

图：江南布衣旗下品牌电商销售与产品价格

年份	2023	2024	2025	2026YTD
销售额（亿元）				
江南布衣	8.5	10.3	14.5	4.6
速写	1.9	1.3	1.4	0.5
jnby by JNBY	2.1	2.1	2.6	0.8
less	1.8	1.2	1.4	0.3
YoY				
江南布衣	33%	22%	41%	82%
速写	6%	-30%	8%	71%
jnby by JNBY	35%	-1%	24%	30%
less	46%	-38%	20%	105%
均价（元）				
江南布衣 针织衫	740	862	763	773
速写 休闲裤	576	663	556	546
jnby 连衣裙	409	431	329	312
less 休闲裤	806	1,068	863	826

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：江南布衣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

资料来源：国信证券经济研究所整理

“静奢”品牌：产品力推动客群稳老拓新，卓越运营穿越周期



• 比音勒芬：经营拐点已至，步入业绩释放期。

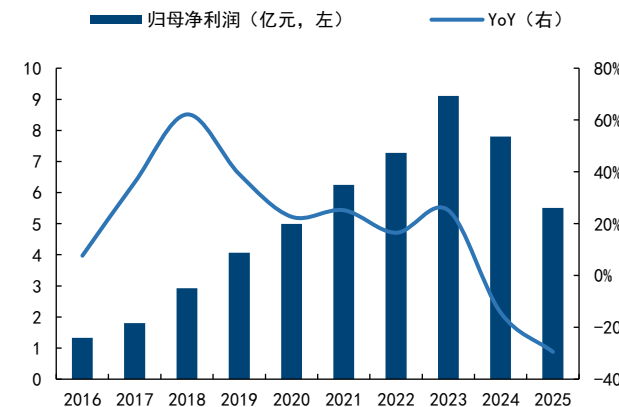
1. **主品牌升级与渠道扩张驱动内生增长。**公司主品牌围绕“生活、户外、高尔夫”三大系列，切入高景气的户外运动赛道，并通过开设独立门店强化专业形象。渠道层面，公司采取“三轮驱动”策略：1) 直营渠道作为基本盘，2025年净开店117家，2026年计划再净开约100家，外延增长确定性强；2) 电商渠道是核心增长引擎，2025年收入增速达71.5%，但收入占比仅10.5%，远低于行业平均水平，未来提升空间大；3) 加盟渠道在经历库存清理和结构优化后，有望恢复增长。
2. **费用投入进入收获期，利润率修复弹性大。**公司2024-2025年因品牌年轻化推广（2025年广告宣传费+54.9%¹¹）、新品牌培育（K&C、CERRUTI 1881亏损超1亿元）及渠道升级导致利润承压。自2026年起，公司加强费用管控，前期投入进入收获期，新品牌亏损有望持续收窄。随着收入规模效应显现，公司净利率有望从2025年的12.8%逐步向历史25%的利润率方向修复，利润弹性大。
3. **多品牌矩阵协同发力，打开第二增长曲线。**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。

图：比音勒芬年度收入及增速（亿元，%）



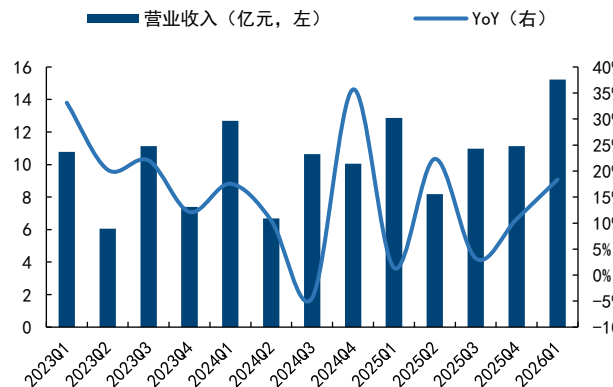
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：比音勒芬年度净利润及增速（亿元，%）



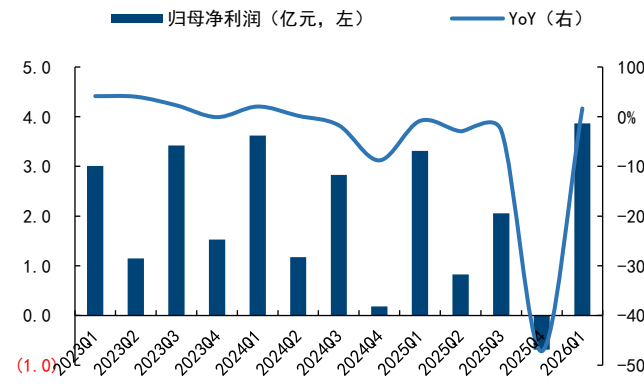
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：比音勒芬季度收入及增速（亿元，%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：比音勒芬季度净利润及增速（亿元，%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

“静奢”品牌：产品力推动客群稳老拓新，卓越运营穿越周期



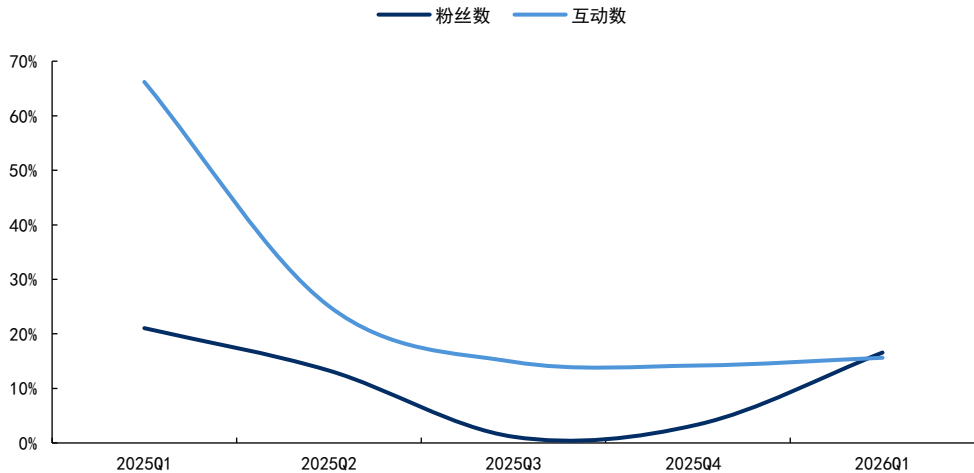
- 比音勒芬：经营拐点已至，步入业绩释放期。
- 从线上销售量价趋势与小红书粉丝数观察，比音勒芬电商在低基数下高速增长，降价趋势也较为明显，小红书数据快速增长，处于电商化年轻化重塑期。
- 1. 比音勒芬电商销售额增长呈现迅猛加速的趋势，大部分产品价位段下调打开客群空间。从2023年至2025年同比增速从5%→23%→156%，2026年YTD仍维持132%的高增长。但这一增长伴随着核心品类均价的系统性下移，说明品牌在过往过高的价位段中调整，凭借较高的品牌心智进入中高端市场，打开客群空间。
 - ① **POLO衫、T恤**：POLO均价从994元（2023）持续下滑至616元（2026YTD），作为比音勒芬最具品牌辨识度的品类，过往千元的定价的销售破圈难度较高，目前进入600元价位段后有效扩大了销售基数，仍处于市场上较高端的价格。T恤均价从1064元降至744元，趋势与POLO衫一致但幅度略小。
 - ② **夹克、裤装**：夹克作为高客单品类，降价空间更大，均价从2412元骤降至1308元，仍处于千元基本。休闲裤均价从1219元持续下滑至637元，与夹克并列降幅最大品类。
 - ③ **羽绒服保持高端定价**：均价经历了先降后升的“V型”走势——从3008元降至1974元后，2025年回升至2431元，2026YTD进一步升至2603元，实现价格回升的品类，表明品牌在这一品类上具备一定的提价能力，产品力得到市场认可。
 - ④ **男装vs女装**：女装爆发式增长。男装作为基本盘（占比87%），2025年增速142%，2026YTD维持117%，增长稳健。女装从2024年的负增长（-8%）逆转为2025年的387%爆发式增长，2026YTD仍达311%，但绝对规模占比仍低，具备构成第二增长曲线的潜力。
- 2. 小红书年轻化转型：脉冲式起量后进入稳定运营期。小红书达人号数据显示，2024Q4出现了一次爆发式增长——粉丝环比增长172%、互动环比增长324%，大概率对应了一轮集中的达人投放或营销事件，正式起号。2025Q3-Q4粉丝环比增速仅1%-3%，互动增速降至14%-15%，互动增速始终高于粉丝增速，说明内容质量尚可、用户粘性不差。

图：比音勒芬品牌电商销售与产品价格

年份	2023	2024	2025	2026YTD
销售额（亿元）				
总计	1.4	1.7	4.3	1.5
男装	1.2	1.6	3.8	1.3
女装	0.1	0.1	0.5	0.2
YoY				
总计	5%	23%	156%	132%
男装	4%	26%	142%	117%
女装	19%	-8%	387%	311%
均价				
夹克	2,412	2,100	1,565	1,308
POLO衫	994	845	761	616
T恤	1,064	852	799	744
羽绒服	3,008	1,974	2,431	2,603
休闲裤	1,219	1,083	828	637

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

- [01] 2025年下半年以来，中国高端消费市场进入结构性复苏通道
- [02] 三组指标识别轻奢服饰品牌势能变化的机会与风险
- [03] “野奢”品牌：轻奢户外风靡全球，品牌迎来盈利释放期
- [04] “静奢”品牌：产品力推动客群稳老拓新，卓越运营穿越周期
- [05] 投资建议和风险提示

2025年下半年以来，中国高端消费市场进入结构性复苏通道，高端商场租户销售额全面加速，奢侈品集团大中华区业绩拐点确认。在此背景下，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。我们通过“规模-价格-投入”三维框架筛选出品牌心智强、盈利能力进入释放周期的优质标的，推荐“野奢+静奢”高景气品牌组合：

- 1. **安踏体育**：高端品牌矩阵化与全球化并购双轮驱动，利润加速释放确定性强；近两年净利润增量中，亚玛芬、迪桑特可隆、FILA分别贡献57%/36%/13%，旗下品牌均处于较好运营状态，预计2026年起高端品牌贡献集团净利润将超30%且保持20%-30%复合增长。PUMA并购预期年内完成，品牌全球热度已大幅回升，后续扭亏也有望接力贡献超额利润。预计2026年净利润个位数增长后，2027-2028年加速至15%左右的复合增速。当前对应2026年PE约13倍，考虑高端品牌占比持续提升和潜在PUMA整合后利润释放，估值具备吸引力。
- 2. **三夫户外**：品牌化转型进入盈利释放期，核心品牌高增长叠加经营杠杆显现；核心品牌X-BIONIC收入从2022年的1.27亿增长至2025年的3.94亿（三年CAGR约46%），占公司收入比例从22.6%提升至41.2%，攀山鼠合资运营2025年净利润约0.6亿元，贡献投资收益约2000万元。25Q4-26Q1连续两季单季归母净利润超3000万确认盈利拐点。预计2026-2028年净利润复合增速接近50%。当前对应2026年PE约25倍，高成长性支撑估值溢价。
- 3. **江南布衣**：设计驱动的粉丝经济模式稳健，高股息兼具成长与价值属性；主品牌JNBY电商持续加速增长且核心品类价格稳定，多品牌矩阵快速增长验证孵化能力。预计未来三年保持高个位数的业绩复合增速，当前股价对应2026年PE约9.1倍，股息率高达8.2%。
- 4. **比音勒芬**：经营拐点确认，电商渠道高增叠加费用杠杆带动净利率修复；2025年电商渠道收入增速达71.5%但占比仅10.5%，直营渠道开店持续推进；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。预计未来三年保持中双位数业绩复合增速，当前对应2026年PE约17.8倍。

表：相关公司盈利预测及估值

公司代码 代码	公司名称 名称	投资评级 评级	收盘价 (人民币元)	EPS			PE			总市值 (人民币亿元)
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
2020.HK	安踏体育	优于大市	64.52	4.86	5.00	5.62	13.3	12.9	11.5	1,815
002780.SZ	三夫户外	优于大市	13.13	0.32	0.56	0.78	40.7	23.5	16.9	22
3306.HK	江南布衣	优于大市	16.77	1.74	1.85	1.97	9.6	9.1	8.5	90
002832.SZ	比音勒芬	优于大市	20.39	0.96	1.14	1.30	21.2	17.8	15.7	116
AS.N	亚玛芬体育	无评级	278.03	5.15	7.90	9.88	54.0	35.2	28.1	1,412
RL.N	拉夫劳伦	无评级	2,659	112.17	122.67	135.57	23.7	21.7	19.6	1,595

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测
注：无评级公司盈利预测采用彭博一致预期

- 1、宏观经济表现不及预期；
- 2、门店扩张不及预期；
- 3、品牌库存恶化；
- 4、原材料价格大幅波动；
- 5、国际政治经济风险；
- 6、系统性风险。

免责声明



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。



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