

纺织服装

2017年01月10日

比音勒芬 (002832)

——果岭争雄，定位中高端的中国高尔夫服饰第一股

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2017年01月09日

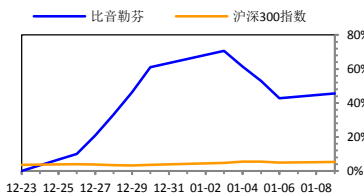
收盘价(元)	54.88
一年内最高/最低(元)	66.7/26.17
市净率	7.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	1464
上证指数/深证成指	3171.24/10331.79

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	7.9
资产负债率%	23.22
总股本/流通A股(百万)	107/27
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

秦聪 A0230515110001
qincong@swsresearch.com
王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

联系人

王一博
(8621)23297818×7419
wangyb@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● 公司是国内领先的高尔夫服饰品牌运营商，近年来保持稳健增长态势。1) 公司03年在广州成立，主要从事自有品牌比音勒芬高尔夫服饰的研发设计、品牌推广、营销网络建设及供应链管理，轻资产模式，生产环节全部外包。产品定位于高尔夫运动与时尚休闲相结合的细分市场，涵盖男女装，针对高尔夫爱好者以及中产收入以上人群。2) 公司近年来业绩稳健增长，2015年营业收入增长16%至7.54亿元，归母净利润增长15%至1.23亿元，毛利率63%，净利率16%。截至16Q3在全国共有601家终端门店（其中直营273家，加盟328家）。3) 公司实际控制人为谢秉政与冯玲玲夫妇，合计持股45%，家族成员与核心高管也持有股份。

● 高尔夫已名列健身休闲产业，受益于大众消费升级，高尔夫服饰发展空间广阔。1) 高尔夫具有较高的锻炼与社交价值，在欧美是较普及的大众运动，在国内尚处在发展初期。13年深入反腐，导致国内高尔夫运动挤出泡沫调整两年，大众消费开始承接政务消费。16年高尔夫作为特色运动被纳入到国家政策支持的健身休闲产业，未来有望继续受益于中产阶级崛起。2) 国内高尔夫服饰市场容量预计约237亿，对比海外有较大扩容潜力。公司15年市场综合占有率第一，市场份额测算仅3.2%，提升空间大。另外高尔夫服饰具有跨界性，正从专业领域向大众休闲领域延伸，打开更大市场。海外标杆Ralph Lauren是将Polo衫打造成兼顾正式与休闲的典范。

● 公司产品定位于中高端人群，多维度有针对性营销，渠道覆盖广，注重研发设计。1) 公司产品吸引了企业家、高级白领与演艺明星等具有较高消费能力的客户，产品单价近年来保持提升。公司从品牌形象、广告媒体、赛事营销等多维度有针对性营销。公司也是国家高尔夫球队官方唯一专业高尔夫服装赞助商。2) 一二线城市直营为主，其他地区加盟扩张，渠道覆盖全国主要城市的核心商圈，包括高端商场、主要机场、知名高尔夫球会会所等，与多家知名百货集团合作稳定。15年新开门店平效分别为1.3万与2.4万，均保持提升趋势。3) 公司注重研发设计投入，追求品质与时尚并重，与意大利、韩国及日本为国际一线品牌供货的知名面料供应商保持稳定合作关系，并采用聘用韩国知名设计师与内部培养方式打造设计团队。

● IPO募集资金净额6.24亿元，用于开设直营店、建设信息系统与补充流动资金。营销网络项目建设5.21亿+信息系统提升建设项目0.54亿+补流0.5亿。公司计划4年内在全国新建直营网点248个，包括7个旗舰店、17个标准店、206个商场机场联营店和18个球会店，将提升直营店占比，提高管理水平与盈利能力。

● 公司是国内高尔夫服饰行业品牌商龙头且唯一一家上市公司，具备稀缺性，业绩稳健增长，未来空间大。我们预测公司16-18年EPS分别为1.24/1.37/1.58元，目前股价对应17-18年PE分别为40/35倍。公司市值不大，目前60亿，行业上具有一定稀缺性，业绩保持稳健增长，且次新股应给予一定估值溢价，对比可比公司估值水平，给予17年50倍PE，对应目标价为68.5元，首次覆盖给予增持评级。

● 风险揭示：营销网络拓展带来的管理风险，存货余额较大的风险，市场竞争风险等。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	754	606	846	994	1,154
同比增长率(%)	16.00	-	12.26	17.49	16.10
净利润(百万元)	123	105	132	146	168
同比增长率(%)	14.60	-	7.15	10.61	15.07
每股收益(元/股)	1.54	1.32	1.24	1.37	1.58
毛利率(%)	62.7	62.7	62.7	62.0	62.0
ROE(%)	23.4	16.6	9.7	9.7	10.1
市盈率	36		44	40	35

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“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

公司是高尔夫服饰行业品牌商龙头且唯一一家上市公司，具备稀缺性，业绩稳健增长，未来空间大。我们预测公司 16-18 年 EPS 分别为 1.24/1.37/1.58 元，目前股价对应 17-18 年 PE 分别为 40/35 倍。公司市值不大，目前 60 亿，行业上具有一定稀缺性，业绩保持稳健增长，且次新股应给予一定估值溢价，对比可比公司估值水平，给予 17 年 50 倍 PE，对应目标价为 68.5 元，首次覆盖并给予增持评级。

关键假设点

1) 公司共计划 4 年内新开 248 家直营店（建设期 3 年，第 4 年达到设计生产规模），16-20 年新增店铺数量分别为 5/60/60/61/62 家，即直营店数量在 2020 年底达到 528 家；加盟店按照之前节奏预计每年增加 15 家。

2) 随着新店数量在 17 年开始较快增加，直营店 16-18 年年均收入增速分别为 6%/1%/2%，加盟店年均收入增速为 2%。

3) 16-18 年销售费用率分别为 31.0%/31.5%/31.5%，管理费用率分别为 9.8%/9.9%/10.0%。

有别于大众的认识

市场认为高尔夫运动行业受反腐影响较大，正处在深度调整期，我们认为高尔夫行业正在往大众休闲运动领域转型，行业拐点有望临近。高尔夫行业 13 年开始确实经历深度调整，三公消费被挤出，但这对行业发展是好事，且 16 年高尔夫作为特色运动被列入国家政策支持的身心休闲运动领域，正在朝大众体育方向升级，这是非常重要的信号。随国内中产阶级扩容，高尔夫运动有望迎来新的发展阶段。

市场认为高尔夫服饰领域较为小众，公司业绩增长的天花板容易看到，我们认为公司在高尔夫服饰领域市占率仍很低，且也在往大众休闲运动领域扩张。我国高尔夫服饰市场容量简单测算 237 亿，公司作为国内龙头市占率仅 3.2%，未来空间还很大。而且公司产品定位一直都是兼顾高尔夫运动与时尚休闲领域，受众人群不仅是高尔夫爱好者，还包括企业主、明星与高级白领等，在品牌、设计及供应链上有独到的优势。

股价表现的催化剂

外延扩张顺利，公司业绩快速增长；公司进行产业链延伸等。

核心假设风险

营销网络拓展带来的管理风险，存货余额较大的风险，市场竞争风险等。

目录

1. 公司是国内高尔夫服饰领军企业，龙头地位稳固	6
1.1 定位高尔夫运动与休闲结合的市场，业绩保持稳健增长	6
1.2 实际控制人为谢秉政与冯玲玲夫妇，家族与核心高管持股	8
2. 大众消费驱动高尔夫进入新的发展阶段，高尔夫服饰前景广阔.....	10
2.1 中产阶级兴起，作为健身休闲产业的高尔夫运动有望迎来拐点	10
2.2 高尔夫服饰发展空间广阔且不断休闲化，公司市占率第一	13
2.3 海外标杆借鉴：从马球衫延伸至高端休闲龙头的 Ralph Lauren	15
3. 针对中高端客户差异化营销，注重直营店建设提升平效 ..	17
3.1 品牌定位中高端，独家赞助奥运会，高举高打多维度营销	17
3.2 广泛布局全国主要高端销售渠道，直营+加盟共谋发展.....	19
3.3 注重研发设计，并拥有海外优秀的面料与设计基因	21
4. 募投项目分析：不断加大直营渠道网络建设	23
5. 风险分析.....	24
6. 盈利预测与投资建议.....	25

图表目录

图 1: 比音勒芬高尔夫服饰展示	6
图 2: 公司近年来营业收入保持稳健增长	6
图 3: 公司近年来净利润保持稳健增长	6
图 4: 公司各产品销售额占比	7
图 5: 公司各地区销售额占比	7
图 6: 公司毛利率与净利率保持稳中有升	8
图 7: 公司费用率基本保持平稳	8
图 8: 公司存货周转率与应收账款周转率	8
图 9: 公司经营活动产生的现金流量净额强劲增长	8
图 10: 公司股权结构	9
图 11: 知名老牌高尔夫球星 Tiger Wood	10
图 12: 国内外单次高尔夫运动消费价格对比	10
图 13: 2011-2015 年高尔夫核心人口变化	10
图 14: 2011-2015 年高尔夫打球轮次变化	10
图 15: 我国高尔夫设施数量分布情况	11
图 16: 几大政策支持时尚运动项目	11
图 17: 冯珊珊夺得 2016 年奥运会高尔夫球项目铜牌	11
图 18: 我国中产阶级人数最多, 已达 1.09 亿	12
图 19: 茅台一批价 16 年来开始出现明显上涨	12
图 20: 我国高尔夫人口消费水平	13
图 21: 2015 年国内外高尔夫用品零售市场对比	13
图 22: 高尔夫服饰的跨界性	13
图 23: 公司目前国内门店数量远超竞争对手	14
图 24: Ralph Lauren 合作杂志	15
图 25: 2016 年男装同类产品市场份额测算	15
图 26: 2016 年男装同类产品溢价能力对比	15
图 27: Ralph Lauren 营收及增速	15
图 28: Ralph Lauren 净利润及增速	15

图 29: Ralph Lauren 店铺情况.....	16
图 30: Ralph Lauren 发展历程梳理.....	16
图 31: Ralph Lauren 服装模特展示.....	17
图 32: 比音勒芬独家赞助中国国家高尔夫球队.....	18
图 33: 2015 年中韩明星高尔夫赛唯一服装赞助商.....	18
图 34: 公司单店销售额增速.....	21
图 35: 公司新老门店坪效对比.....	21
图 36: 公司收入增长拆分: 店铺数量与单店销售共同驱动.....	21
图 37: 公司研发费用在营收占比呈上升趋势.....	22
图 38: 15 年可比公司研发投入营收占比对比.....	22
表 1: 公司产品品类.....	7
表 2: 发行后司高管及实际控制人亲属持股.....	9
表 3: 公司发展大事记.....	9
表 4: 公司主要竞争对手.....	14
表 5: 竞争对手简介.....	14
表 6: 公司产品单价及增速.....	17
表 7: 公司近年来赞助的重要活动.....	18
表 8: 公司渠道类别分布.....	19
表 9: 公司近几年新增门店数量.....	19
表 10: 公司门店地域分布情况.....	19
表 11: 公司销售模式解析.....	20
表 12: 联营和非联营营收占比及增速.....	20
表 13: 2011 年始公司所获荣誉.....	22
表 14: 募集资金投向.....	23
表 15: 营销网络建设项目具体情况.....	24
表 16: 2017 年同行业公司各项估值预测对比.....	25
表 17: 比音勒芬主营预测拆分.....	25
表 18: 比音勒芬盈利预测表, 单位: 百万元.....	26

1. 公司是国内高尔夫服饰领军企业，龙头地位稳固

1.1 定位高尔夫运动与休闲结合的市场，业绩保持稳健增长

公司是专注高尔夫服饰的品牌运营商。1) 公司 03 年创立，主要从事自有品牌比音勒芬高尔夫服饰的研发设计、品牌推广、营销网络建设及供应链管理，是轻资产的品牌运营模式，产品生产环节外包。2) 产品定位于高尔夫运动与时尚休闲生活相结合的细分市场，以高尔夫爱好者以及认同高尔夫文化、着装倾向于高尔夫风格的中产收入以上消费人群为目标群体。3) 渠道方面直营与加盟模式，截至 16Q3 共有 601 个终端门店，覆盖主要城市的核心商圈。

图 1：比音勒芬高尔夫服饰展示

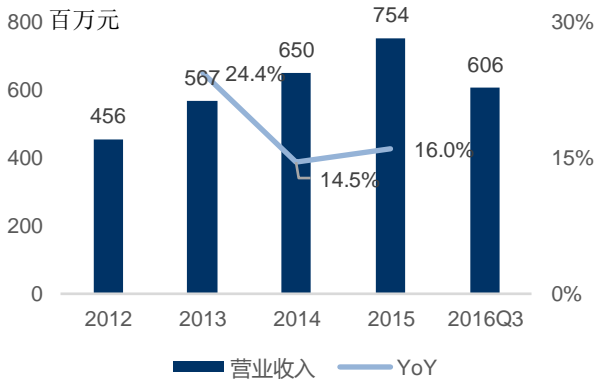


资料来源：公司官网，申万宏源研究

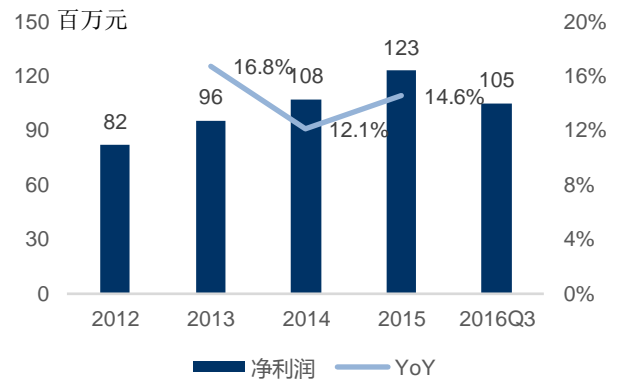
公司近年来营收与利润均保持稳健增长，归母净利润过亿。公司 2015 年营业收入为 7.54 亿元，同比增长 16%；净利润为 1.23 亿元，同比增长 14.6%。近 3 年来公司主营业务收入、营业利润与净利润 CARG (3) 分别为 15.3%、14.1%与 13.4%，保持稳健增长态势。公司预计 2016 年全年实现营业收入 8.3 亿-8.65 亿，同比增长 10%-15%；净利润 1.28 亿-1.35 亿，同比增长 4%-10%。

图 2：公司近年来营业收入保持稳健增长

图 3：公司近年来净利润保持稳健增长



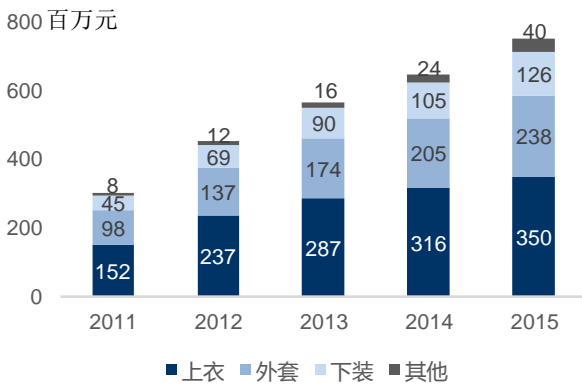
资料来源: wind, 招股说明书, 申万宏源研究



资料来源: wind, 招股说明书, 申万宏源研究

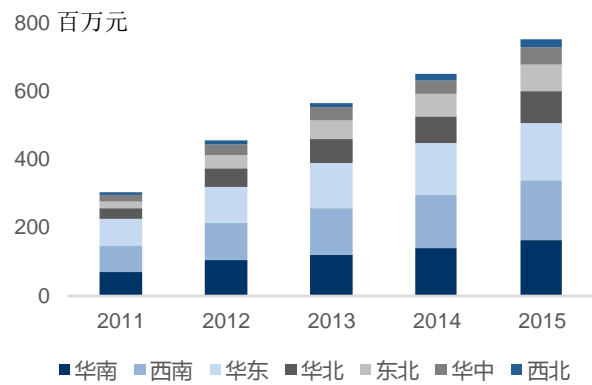
公司产品中, 上衣和外套销售额占比高, 收入主要来源于西南、华东及华南地区。1) 公司产品以男装为主, 兼顾女装。上衣收入占比近五年均在 45% 以上, 2015 年为 46.5%; 外套近五年占比均超过 30%, 2015 年为 31.5%。2) 区域结构来看, 公司收入主要来源于西南、华东以及华南, 三个区域近五年销售额占比在 70% 左右, 2015 年为 67.3%。

图 4: 公司各产品销售额占比



资料来源: wind, 招股说明书, 申万宏源研究

图 5: 公司各地区销售额占比



资料来源: wind, 招股说明书, 申万宏源研究

表 1: 公司产品品类

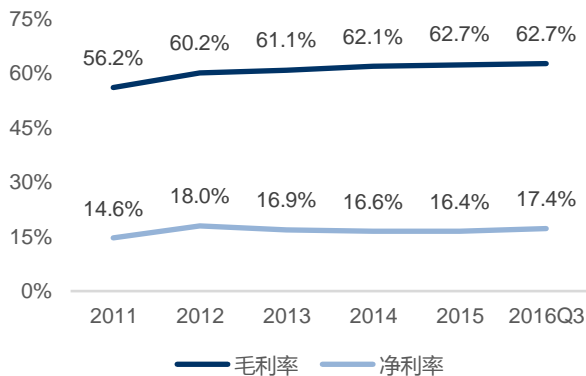
产品大类	产品明细
上衣类	T 恤、针织衫、衬衫、开衫、背心等
下装类	长裤、短裤、裙子
外套类	风衣、尼克服、棉服、夹克、毛衣、羽绒服、大衣、皮衣等
其他类	包、皮带、帽子、手套、内衣、袜子、围巾、鞋等

资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

公司毛利率与净利率稳中略升, 保持在较高水平, 费用率较平稳。1) 综合毛利率从 2011 年的 56.2% 提升至 16Q3 的 62.7%, 净利率从 2012 年开始保持在 15% 以上, 16Q3 为 17.4%。公司产品定位中高端, 轻资产运营, 费用率较低, 盈利能力强。2) 公司费用管

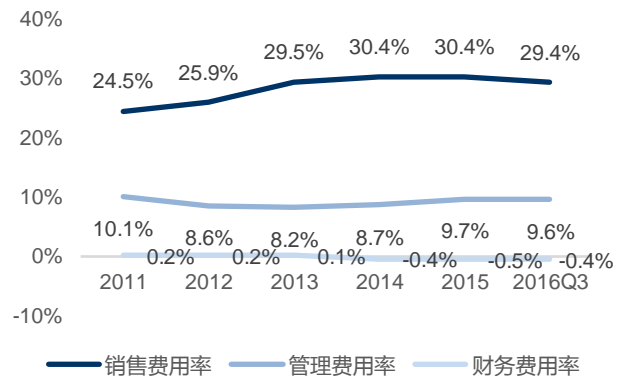
控合理，销售费用率从12年26%小幅提升至16Q3的29.4%，管理费用率从12年8.6%小幅提升至9.6%，近年来基本保持平稳。

图 6：公司毛利率与净利率保持稳中有升



资料来源：wind，招股说明书，申万宏源研究

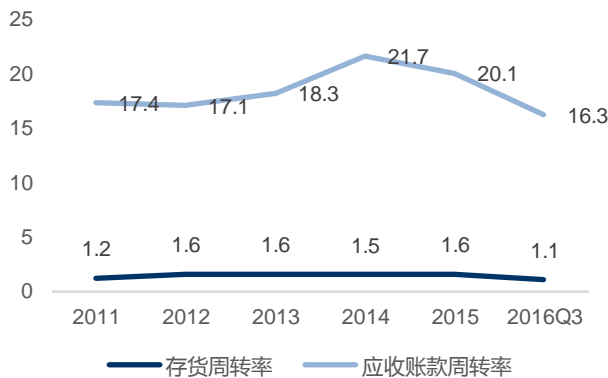
图 7：公司费用率基本保持平稳



资料来源：wind，招股说明书，申万宏源研究

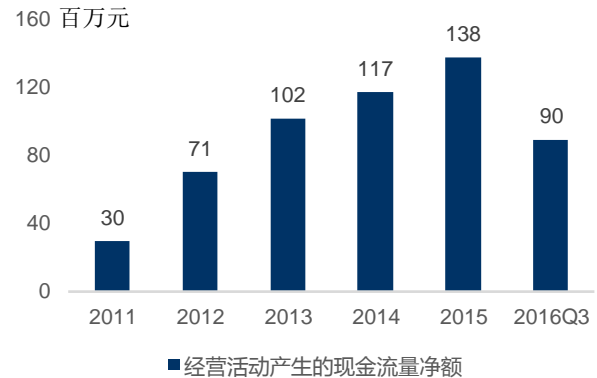
公司资产质量整体较稳健，现金流状况良好。1) 公司16Q3应收账款为0.33亿，较年初减少800万；存货为2.39亿，较年初增加0.46亿，主要是秋冬装备货所致。11-15年公司存货金额不断增长，主要是受收入增长及直营门店开店增加所影响。公司产品定位中高端，且直营模式占比在同行中较高，而公司库存商品整体库龄较短，产品适销周期长，并拥有通畅的过季服饰销售渠道。2) 公司近年来经营性现金流净额持续增加，由11年3000万增至15年1.38亿，16Q3为9000万元。

图 8：公司存货周转率与应收账款周转率



资料来源：wind，招股说明书，申万宏源研究

图 9：公司经营活动产生的现金流量净额强劲增长



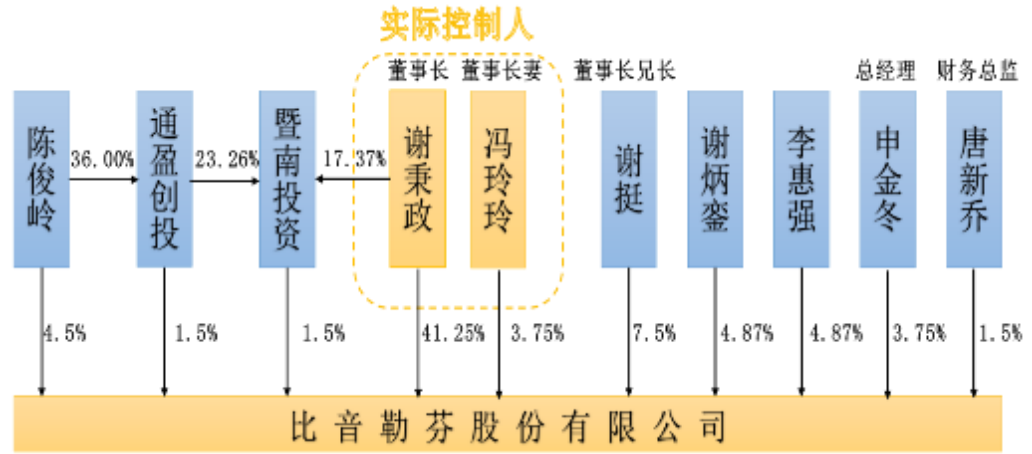
资料来源：wind，招股说明书，申万宏源研究

1.2 实际控制人为谢秉政与冯玲玲夫妇，家族与核心高管持股

公司大股东为创始人谢秉政与冯玲玲夫妇，目前合计持股45%。1) 董事长谢秉政直接持有公司4400万股股份，通过暨南投资持有公司28万股，其妻冯玲玲持有400万股。首次公开发行后，目前谢秉政及冯玲玲直接合计持股45%，直接间接合计持股45.26%，为实际控制人。2) 董事长的兄长谢挺持有公司7.5%股权，是实际控制人的一致行动人。

另外总经理申金东与财务总监唐新乔分别持有公司 3.75%、1.5% 股权。3) 根据公开资料, 谢总多年来一直从事高端服装业务, 03 年开始创立比音勒芬品牌, 将韩国非常火爆的高尔夫服饰引入国内, 是这一领域非常成功的佼佼者。

图 10: 公司股权结构



资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

表 2: 发行后司高管及实际控制人亲属持股

姓名	职务/亲属关系	持股数 (万股)	持股比例
谢秉政	董事长	4428	41.51%
谢挺	与谢秉政系兄弟关系	800	7.50%
冯玲玲	与谢秉政系配偶关系	400	3.75%
申金冬	董事、总经理	400	3.75%
唐新乔	董事、副总经理、财务总监	160	1.50%
合计		6188	58.01%

资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

表 3: 公司发展大事记

年份	大事记
2003 年	比音勒芬股份有限公司正式成立
2004 年	第一家商场专柜—南京金鹰店开业
2007 年	比音勒芬入驻广州番禺总部办公大楼
2008 年	第一家球场专卖店深圳观澜高尔夫球场店开业; 赞助 2008 “荣誉杯” 高尔夫对抗赛;
2009 年	赞助 2009 全明星高尔夫球队年度总决赛; 赞助 2009 “荣誉杯” 高尔夫对抗赛
2010 年	全明星高尔夫球队服装合作伙伴; 赞助 2010 全明星高尔夫球队年度总决赛
2011 年	为中国大学生高尔夫国家队设计的队服在第 26 届世界大学生运动会亮相;
2012 年	中国流行色协会高尔夫服饰领域战略合作伙伴, 成立中国高尔夫服饰色彩研发基地;
2013 年	与北京服装学院共建高尔夫服饰人体工程研究中心
2014 年	从 2013 年 10 月起, 比音勒芬正式成为中国国家高尔夫球队官方合作伙伴; 未来四年, 为国家队提供专业比赛及训练的服装
2015 年	高尔夫服饰列同类产品市场综合占有率第一位

2016年 12月成功登陆中小板

资料来源：公司官网，招股说明书，申万宏源研究

2. 大众消费驱动高尔夫进入新的发展阶段，高尔夫服饰前景广阔

2.1 中产阶级兴起，作为健身休闲产业的高尔夫运动有望迎来拐点

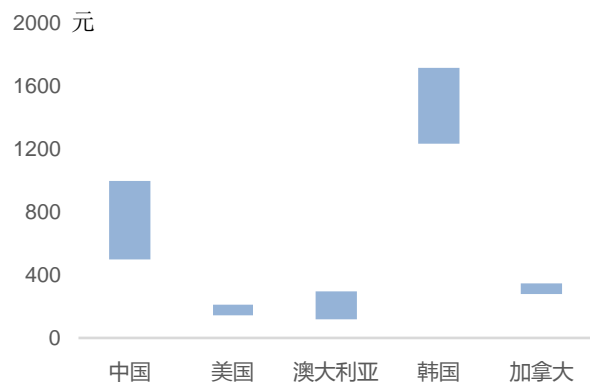
高尔夫已有数百年历史，在海外是受众很广的大众户外休闲运动。高尔夫运动起源于英格兰，至今已有 500 多年的发展历史。高尔夫(GOLF)一词是由绿色(GREEN)、氧气(OXYGEN)、阳光(LIGHT)、步履(FOOT)四个英文单词的首字母组成，是一种把享受大自然乐趣、体育锻炼与游戏集于一身的运动。游戏规则要求球员以高尔夫球杆将一颗小球打进果岭的洞内。高尔夫作为一项运动，锻炼价值很高，是终身运动，也是很好的社交手段，并有助于培养人的气质，素来在国内有贵族运动之称。高尔夫在海外非常盛行，全球有超过 3 万家高尔夫球会，约八成在欧美发达国家，已是一项较为大众化的休闲运动。

图 11：知名老牌高尔夫球星 Tiger Wood



资料来源：驱动之家，申万宏源研究

图 12：国内外单次高尔夫运动消费价格对比

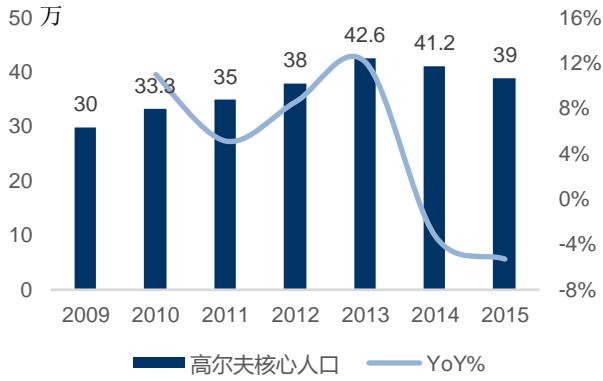


资料来源：知乎，申万宏源研究

高尔夫运动在我国处在发展初期阶段，反腐以后行业去泡沫化，逐步向大众高端休闲运动转型。根据中信朝向数据显示，03-13 年我国高尔夫球场数量增加上百个，09-13 年球场复合增长率 10.6%，这段时间是行业野蛮生长的时期。但随 13 年反腐的深入展开和整治高尔夫球场政策的落实，14 年我国高尔夫打球轮次首次出现负增长。15 年全年打球轮次为 1002 万，降幅 15.8%；高尔夫核心人口（每年至少打 8 轮次）降至 15 年的 39 万，降幅 4.9%；15 年营业中的高尔夫设施总量较 2014 年净减少了 100 家，降幅 18.6%。随两年的调整，行业里政务消费泡沫被挤出，大众的认知也在逐步改观，有利于行业的长期健康发展。

图 13：2011-2015 年高尔夫核心人口变化

图 14：2011-2015 年高尔夫打球轮次变化



资料来源：历年朝向白皮书，申万宏源研究



资料来源：历年朝向白皮书，申万宏源研究

图 15：我国高尔夫设施数量分布情况



资料来源：2015 朝向白皮书，申万宏源研究

16 年高尔夫作为特色运动被纳入到国家政策支持的健康休闲产业体系，正朝着更加阳光化大众化方向发展。1)16 年国务院办公厅印发《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》，第六条发展特色运动中，明确提到支持高尔夫等时尚运动项目健康发展，培育相关专业培训市场。2) 2016 年里约奥运会上，高尔夫项目时隔百年之后再次回到奥运赛场，中国队员冯珊珊夺得铜牌，并随中国代表团接受了习主席的接见。我们认为从顶层设计角度，高尔夫已经属于国家政策支持的健康休闲产业范畴，大众体育属性更强，行业拐点有望临近。

图 16：几大政策支持的时尚运动项目

图 17：冯珊珊夺得 2016 年奥运会高尔夫球项目铜牌



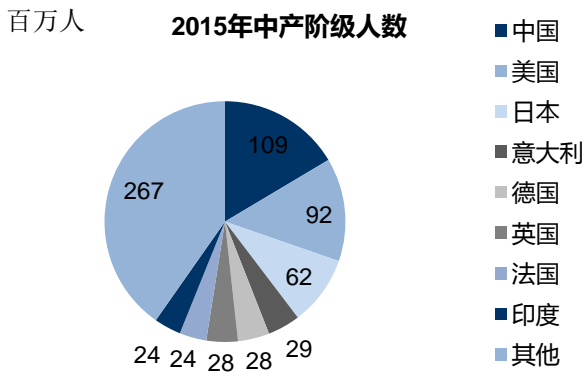
资料来源：百度图片，申万宏源研究



资料来源：新浪网，申万宏源研究

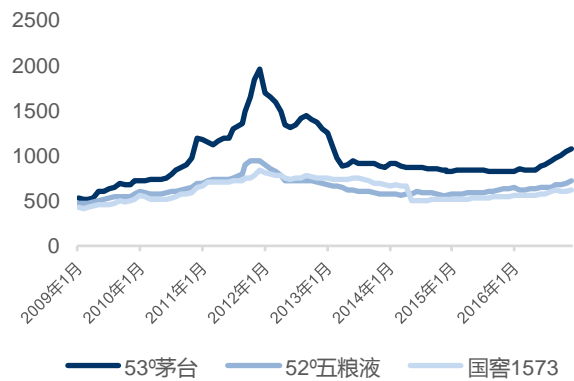
从增长驱动来看，中产阶级兴起，推动大众消费升级，大众高端消费已经开始复苏。1) **中产阶级崛起**：根据瑞信研究院的报告，按照拥有 5-50 万美金的财富标准，我国中产阶级人数已达 1.09 亿人，为全世界最多的国家，我国中产阶级财富达 7.34 万亿美元，仅次于美国日本。庞大的中产积极崛起为中高端大众消费带来了购买力。2) **部分必选中高端消费已经开始复苏**：中高端的必选消费先于可选消费复苏。同样是受到反腐打击的高端酒，茅台在 13 年初开始量价齐跌，经过两年多的调整，从 16 年中开始一批价出现明显上涨，目前已达 1100 元左右。大众高端消费承接政务消费已经得到初步佐证。

图 18：我国中产阶级人数最多，已达 1.09 亿



资料来源：瑞士信贷，申万宏源研究

图 19：茅台一批价 16 年来开始出现明显上涨



资料来源：申万宏源研究，感谢食品饮料团队

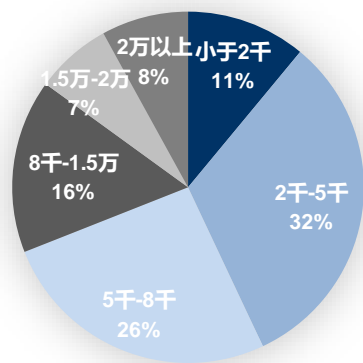
互联网+高尔夫近年也在加速发展，已有相关公司登陆新三板，借助资本推力加速发展。

1) **高尔夫旅游**：旅游中介机构带消费者去海外球场打高尔夫以及观看职业赛事，各种产品层出不穷；2) **线上订场**：近年来不少高尔夫 APP 开始出现，能够实时查看价格并完成预定，为会员提供更多服务，提高用户体验；3) **打球类工具**：工具类平台可以实现球道图查看、智能记分以及 PK 等，增加便捷与趣味性；4) **高尔夫社区**：突出社区功能，包括约球、找教练、交友等功能，以及举办相关联谊活动；5) **高尔夫垂直电商**：是高尔夫专卖店的补充，为消费者提供性价比更高的高尔夫装备；6) **资本化**：15 年以来云高信息、体运通、泛高网络等高尔夫领域相关公司先后登陆新三板，本间高尔夫 HONMA 成功登陆港股。

2.2 高尔夫服饰发展空间广阔且不断休闲化,公司市占率第一

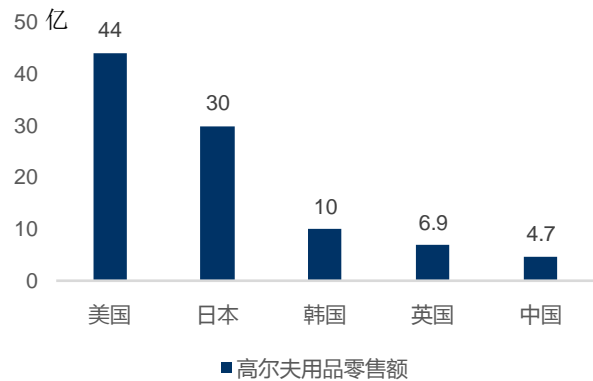
国内专业高尔夫服饰市场容量约在 237 亿元,未来扩容潜力很大。根据 Taylor Nelson Sofres 在 2009 年的调查显示,年龄在 15 岁至 54 岁之间的中国国内城市居民中打高尔夫的人占 1.1%,则国内打高尔夫的人数保守估计约为 330 万。根据《中国高尔夫行业报告(2011 年度)》的统计数据,高尔夫人口一年中购买的高尔夫服饰的消费金额主要在 2000-8000 元之间,占 58%。按照中位数 7185 元来测算平均消费金额,则国内专业高尔夫服饰的市场容量约 237 亿,与欧美国家仍有较大差距,未来发展潜力较大。

图 20: 我国高尔夫人口消费水平



资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

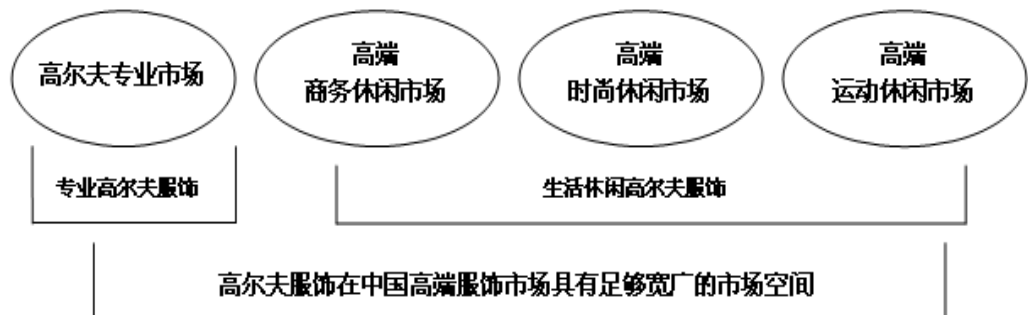
图 21: 2015 年国内外高尔夫用品零售市场对比



资料来源: 中国产业信息网, 申万宏源研究

高尔夫服饰具有跨界性,生活休闲类高尔夫服饰正在扩容,打开更大的市场空间。据美国 NPD 市场研究公司 2006 年针对美国女性消费者所做的一项数据统计,有 62% 的女性购买高尔夫服饰并不是专门为了去球场挥杆,而是选择在平日的休闲生活中穿着。根据公司对现有 VIP 客户的调查统计,约 78% 的人表示不打高尔夫或仅仅在高尔夫练习场打过球。高尔夫服饰的品质与调性使之易于延伸至生活休闲服饰领域。随着中产阶层壮大,生活休闲高尔夫服饰增长前景值得期待。

图 22: 高尔夫服饰的跨界性



资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

公司在国内高尔夫服饰中处于领先地位，且市占率目前仍较低，提升空间很足。1) 公司竞争对手主要是来自欧美的金狐狸（英国）、黄金熊（美国）、雅狮威（美国）、万星威（美国），以及以高尔夫服饰为辅营及衍生的高尔夫球具品牌卡拉威、泰勒梅及时尚品牌 Hugo Boss、CK 和专业运动品牌 Nike、Adidas 等。2) 在终端门店数量方面，公司远超过在高尔夫服饰领域的竞争对手。16 年公司获得中国商业联合会授予的“2015 年度同类产品市场综合占有率第一位”。3) 按照 237 亿整体市场容量计算，公司作为行业龙头，15 年市场份额仅 3.2%，未来市场份额有较大的提升空间。

表 4：公司主要竞争对手

品牌类型	代表品牌	主营	特点	渠道
专业高尔夫服饰	比音勒芬、金狐狸（英国）、黄金熊（美国）、雅狮威（美国）、万星威（美国）	高尔夫服饰	注重产品专业化	高端商场、核心商圈
高尔夫球具品牌	卡拉威（美国）、泰勒梅（Adidas 旗下）	高尔夫球具	辅营高尔夫服饰	高尔夫球会、俱乐部、专卖店
高端时尚品牌	Hugo Boss、CK	时尚服饰	衍生高尔夫服饰	高端商场、核心商圈
专业运动品牌	Nike、Adidas	运动服饰	衍生高尔夫服饰	商场、商圈

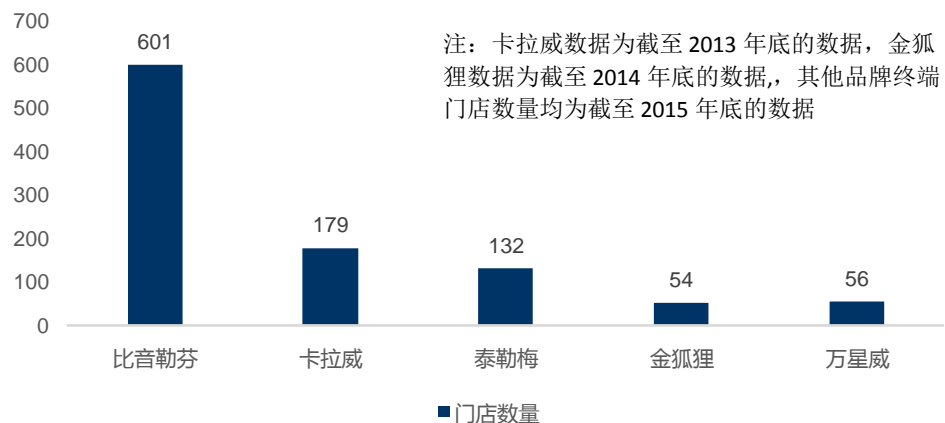
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

表 5：竞争对手简介

品牌名称	简要情况
金狐狸 (Wolsey)	品牌起源于英国。目前该品牌由北京业宏达经贸有限公司作为指定授权代理商
黄金熊 (Jack Nicklaus)	美国著名球手 JACK NICKLAUS 创立的品牌。目前该品牌的中国国内市场由韩国企业 FNC KOLON 集团经营
雅狮威 (Ashworth)	品牌起源于美国。目前该品牌的中国国内市场由香港 YGM 贸易有限公司经营
万星威 (Munsingwear)	品牌起源于美国。目前该品牌由日本企业迪桑特株式会社下属的上海迪桑特商业有限公司经营

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 23：公司目前国内门店数量远超竞争对手



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

2.3 海外标杆借鉴：从马球衫延伸至高端休闲龙头的 Ralph Lauren

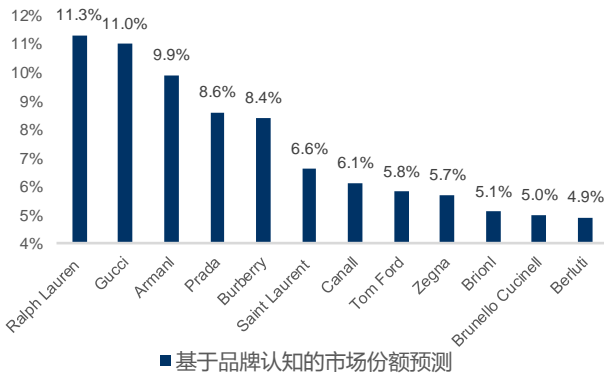
Ralph Lauren 是美国中高端服装代表品牌之一，现处在转型期。1) Ralph Lauren 成立于 1968 年，主要针对中上收入消费者和社会名流，旗下有多个品牌，主要收入来源于欧美，是美国中高端服装代表品牌之一。2016 财年营收 74 亿美元，净利润 4 亿美元。2) 随全球奢侈品牌市场调整，近年来 Ralph Lauren 发展遭遇瓶颈，2013 年开始业绩增速下滑，由于去库存及战略调整，2016 财年净利润调整幅度较大。3) 15 年 10 月，先后在 H&M 和 GAP 工作过的 Larsson 出任 Ralph Lauren 的新 CEO，公司开始朝快时尚方向转型。

图 24: Ralph Lauren 合作杂志



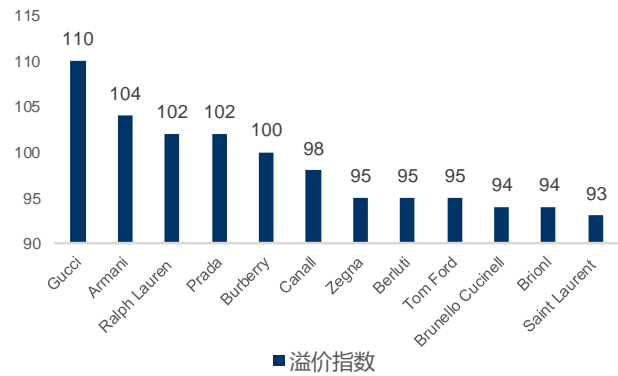
资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 25: 2016 年男装同类产品市场份额测算



资料来源：Millward Brand Study，申万宏源研究

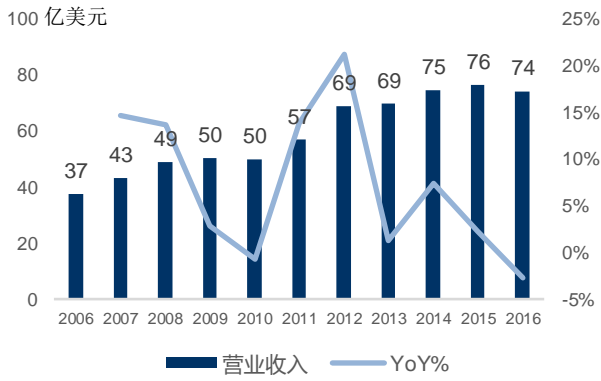
图 26: 2016 年男装同类产品溢价能力对比



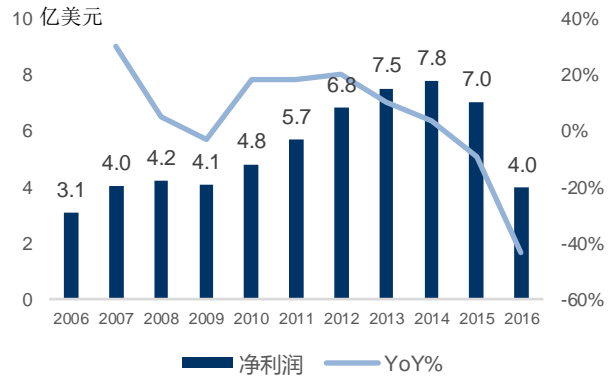
资料来源：Millward Brand Study，申万宏源研究

图 27: Ralph Lauren 营收及增速

图 28: Ralph Lauren 净利润及增速

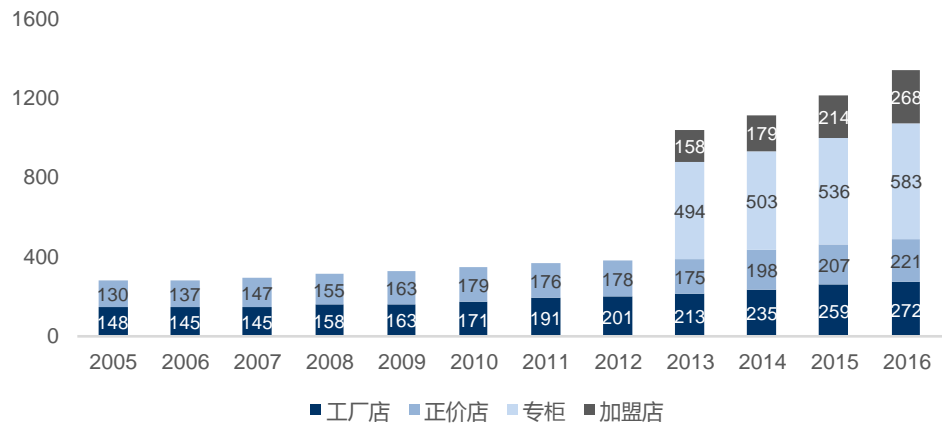


资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

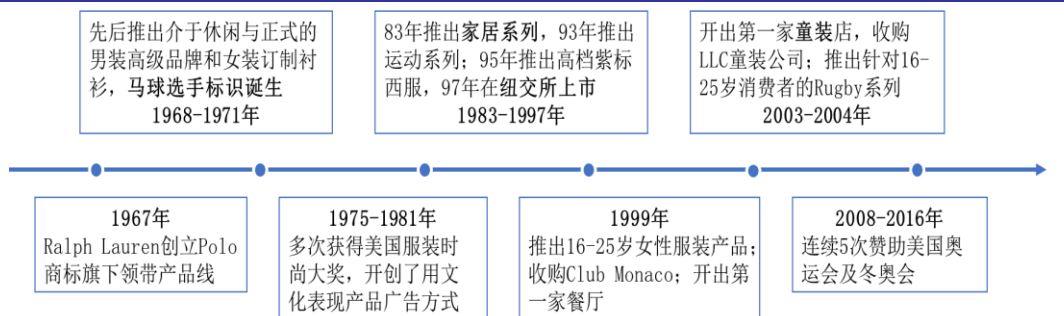
图 29: Ralph Lauren 店铺情况



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

通过设计与扩品类、品牌不断扩张。Ralph Lauren 男装公司于 1968 年成立，以设计领带起家，同年推出了第一个品牌“Polo Ralph Lauren”，产品款式介于正式与休闲之间。1971 年，公司推出女装，**马球标志诞生**。之后 Ralph Lauren 相继推出家居系列、童装系列、配饰及香水等。Ralph Lauren 现有 5 个部门 12 个品牌，通过品牌子系列的垂直延伸和产品线的横向延伸，公司成功实现了品牌力的塑造与复制。

图 30: Ralph Lauren 发展历程梳理



资料来源: 公司官网等, 申万宏源研究

Ralph Lauren 成功将马球衫延伸至大众休闲服饰领域。Ralph Lauren 推出的马球(Polo)衫，以贵族化的马球运动标志作为自己的品牌标识，不仅突出美式休闲，更将古典贵族的优雅带入设计，一经推出，简单、实穿、颜色多容易搭配的 Polo 衫成为全球风靡的单品之一。半个世纪来，Ralph Lauren 通过极具风格化的产品和定位塑造和强化品牌形象，逐渐从以产品为核心，转变为向消费者传递自由、浪漫、休闲的美国文化，成为高端休闲服饰龙头。

图 31: Ralph Lauren 服装模特展示



资料来源：新浪网，申万宏源研究

3. 针对中高端客户差异化营销，注重直营店建设提升平效

3.1 品牌定位中高端，独家赞助奥运会，高举高打多维度营销

公司产品定位中高端，针对中产收入以上消费人群，主要产品的单价保持提升。公司产品差异化定位，吸引了企业家、高级白领、演艺明星等具有较高消费能力的客户。2015 年度上衣、下装、外套平均单价分别为 771/518/1657 元，同比增长 9.01%/1.51%/2.18%，延续 14 年来的提升趋势，也造就了公司稳中有升的较高毛利水平。在近几年服装行业调整、高端服饰如高级女装大幅下滑的大背景下，显示出公司产品的竞争力。

表 6: 公司产品单价及增速

产品类别	2016 年 1-9 月		2015 年度		2014 年度		2013 年度
	平均单价 (元)	增长率 (%)	平均单价 (元)	增长率 (%)	平均单价 (元)	增长率 (%)	平均单价 (元)
上衣	711	-	771	9.01	707	3.44	684
下装	515	-	518	1.51	510	2.81	496
外套	1617	-	1657	2.18	1621	1.02	1605
其他	307	-	319	-3.19	330	-7.18	355

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

根据产品定位进行多维度营销，服务好核心客户群。公司根据产品定位高端的特点，采用多种有针对性的营销方式，主要包括 1) **品牌形象整合设计**：聘请专业品牌运营咨询公司进行全方位整合设计和规范；2) **树立独特的终端环境形象**：聘请韩国专业空间设计顾问机构 MAST 与视觉设计顾问公司 Dio 对终端形象进行全方位设计与提升；3) **有针对性的广告宣传**：选择《高尔夫》、《财经》、《三联生活周刊》、《看天下》等受众较喜爱的杂志进行推广，以及广东电视台高尔夫频道、新浪及各种户外媒体作为合作伙伴；4) **主题营销**：定期参加业内影响力较高的服装及高尔夫展会，并从 08 年开始举办“高尔夫服饰文化体验之旅”活动；5) **高尔夫赛事营销**：近几年公司赞助了大量的重大高尔夫赛事。公司还成立了 VIP 服务中心，向 VIP 客户提供全面细致的个性化服务。

表 7：公司近年来赞助的重要活动

时间	活动	公司地位
2010. 6-2011. 6	中国大学生高尔夫代表队指定比赛	服装赞助商
2010. 6-2011. 12	全明星高尔夫球队	服装合作伙伴
2012、2013、2014 年	高尔夫频道“比音勒芬杯铁杆会”赛事	冠名赞助商
2012. 12	“东风日产杯”中国亚太职业高尔夫球队际对抗赛	服装赞助商
2014. 10	“南山·中国大师赛”	服装赞助商
2014. 10	“2014 观澜湖世界明星赛”	官方供应商
2015. 4	“2015 年中韩明星高尔夫慈善赛”	唯一高尔夫服装赞助商
2015. 3-2016. 12	高尔夫频道“比音勒芬杯铁杆会”	冠名赞助商

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

公司是中国国家高尔夫球队官方唯一专业高尔夫服装赞助商，奥运营销不断发力。13 年 10 月公司就成为国家队官方唯一专业高尔夫服装赞助商，为国家队提供专业比赛及训练的服装，比音勒芬品牌成为中国国家高尔夫球队指定品牌。公司利用高尔夫成功进入 2016 年奥运会正式项目的契机，多渠道配合营销，包括终端形象建设、媒体广告投放、赛事推广及主体活动营销等，不断传播公司“生活高尔夫”的品牌理念，提升品牌形象。

图 32：比音勒芬独家赞助中国国家高尔夫球队



资料来源：百度图片，申万宏源研究

图 33：2015 年中韩明星高尔夫赛唯一服装赞助商



资料来源：百度图片，申万宏源研究

3.2 广泛布局全国主要高端销售渠道，直营+加盟共谋发展

公司门店覆盖国内主要城市核心商圈。截至 2016 年 9 月，公司拥有 601 个销售终端门店，大多位于国内大型高端商场、主要机场、知名高尔夫球会会所等。公司与包括广州友谊、北京燕莎、北京翠微、南京金鹰、杭州大厦、天津友谊、成都仁和春天百货、昆明金格百货、青岛海信等在内的国内高端连锁百货建立了稳定的合作关系。

表 8：公司渠道类别分布

渠道类别	直营店	加盟店	合计
高端商场（含酒店）	194	168	362
机场（含高铁）	49	-	49
独立门店	3	160	163
球会店	27	-	27
合计	273	328	601

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

表 9：公司近几年新增门店数量

年份	门店类别	期初数	本期新增	本期关店	期末数
2016 年 1-9 月	直营店	280	12	19	273
	加盟店	321	37	30	328
	合计	601	49	49	601
2015 年	直营店	251	50	21	280
	加盟店	308	37	24	321
	合计	559	87	45	601
2014 年	直营店	225	48	22	251
	加盟店	295	42	29	308
	合计	520	90	51	559
2013 年	直营店	200	47	22	225
	加盟店	274	47	26	295
	合计	474	94	48	520

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

一二线城市直营为主，其他地区加盟扩张。公司在一线和主要二线城市建立直营店，在其他区域公司采用加盟模式来加大销售终端密度。截至 16Q3，公司拥有直营店 273 家，加盟店 328 家，直营店与加盟店的比例约为 1:1.2。直营分为联营和非联营，联营店主要是由联营方提供场地，公司与联营方按约定比例最终进行分成，其中正价联营店分成比例为 18%-30%，折扣联营店为 10%-22%。

表 10：公司门店地域分布情况

地区	东北地区		华北地区		华东地区		华南地区		华中地区		西北地区		西南地区		合计	
	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟
门店类别																

数量	22	64	35	41	53	96	83	16	16	25	12	12	52	74	273	328
合计	86		76		149		99		41		24		126		601	

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

表 11：公司销售模式解析

项目	直营店		加盟店
	联营方式	非联营方式	
主要区域	一二线城市核心商圈的高端商场、机场、高尔夫球会	高端酒店、少部分机场和高铁站	一二线城市之外的经济较发达城市
经营场地的取得方式	联营方提供	公司租赁	加盟商提供
店员管理	◆人事权：按联营合同约定店员委派和管理方式。除少部分高尔夫球会店由联营方委派外，大部分由公司委派店员 ◆培训：公司定期统一组织	◆人事权：公司委派、管理 ◆培训：公司定期统一组织	◆人事权：加盟商委派、管理 ◆培训：公司定期统一组织
产品定价	公司统一指导市场定价	公司统一指导市场定价	公司统一指导市场定价
货款结算	对消费者销售时，通过联营方系统统一收款。公司与联营方根据上月销售清单，按照联营合同约定分成比例实行净额结算	消费者按商品销售价格付款给门店	公司对加盟商实行买断式销售。加盟商按照合同确定的折扣比例计算货款。每年两次订货后按比例缴纳订金。发货时先按订单结算货款后发货。
信用政策及退换货	★无信用政策 ★消费者可按规定进行退换货		★对少数优质加盟商给予一定信用额度 ★不得退货，可按一定比例换货
收入确认	于收到联营方的结算清单，按扣除联营方分成后的销售净额确认销售收入	于货品交付给消费者并收取价款时确认销售收入	于货品交付给加盟商或加盟商指定的物流公司并取得加盟商的确认文件时确认收入

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

表 12：联营和非联营营收占比及增速

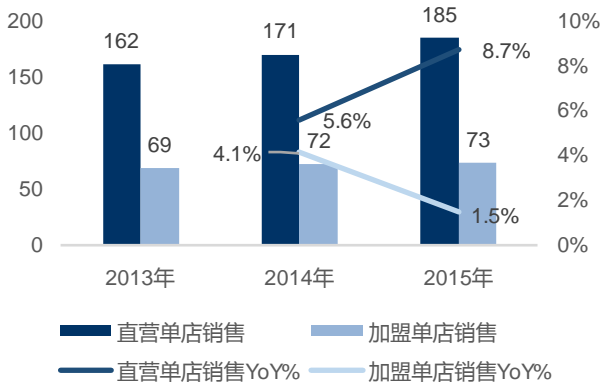
时间	联营			非联营			合计（百万）
	收入（百万）	占比	增速	收入（百万）	占比	增速	
2013 年	319	87.7%		45	12.3%		363
2014 年	380	88.7%	19.2%	49	11.3%	8.3%	428
2015 年	456	87.9%	20.2%	63	12.1%	29.6%	519
2016 年 1-9 月份	374	87.5%		53	12.5%		427

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

直营加盟门店销售额及新老门店平效近年来均保持提升。1) 15 年公司直营店单店销售额为 185 万，加盟店为 73 万，同比均保持提升，其中直营店单店销售额增速较 14 年加快。2) 公司 15 年老门店平效为 2.4 万，新开门店平效为 1.3 万，均延续正增长趋势。公司

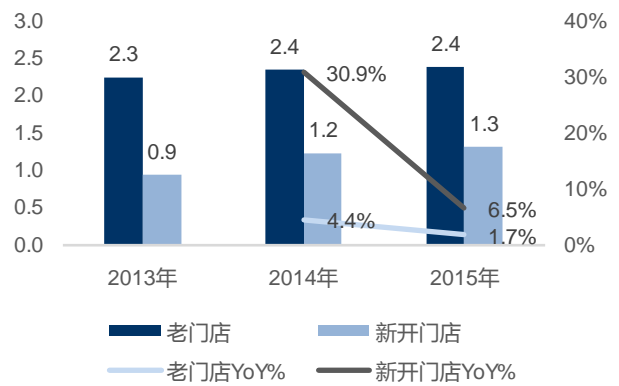
单店业绩的稳步提升显示出公司不断提升的品牌力与较好的门店管理能力，在稳步拓展渠道的同时，维持较高的盈利能力。

图 34：公司单店销售额增速



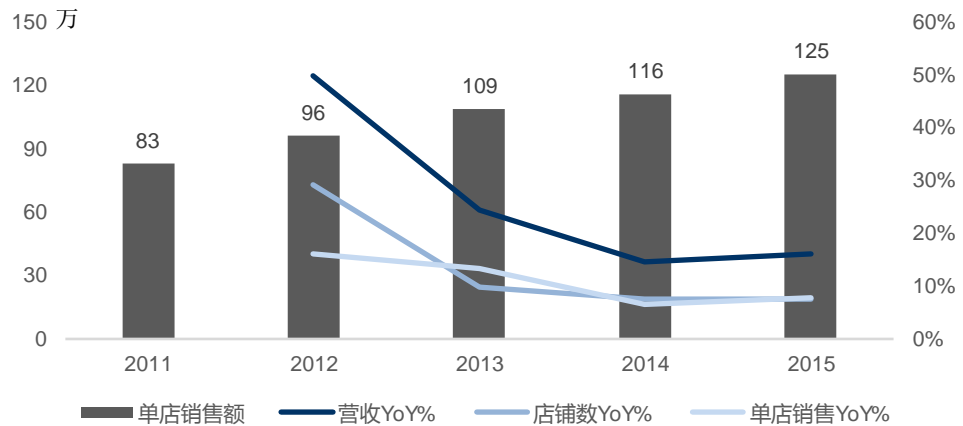
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 35：公司新老门店坪效对比



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 36：公司收入增长拆分：店铺数量与单店销售共同驱动



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

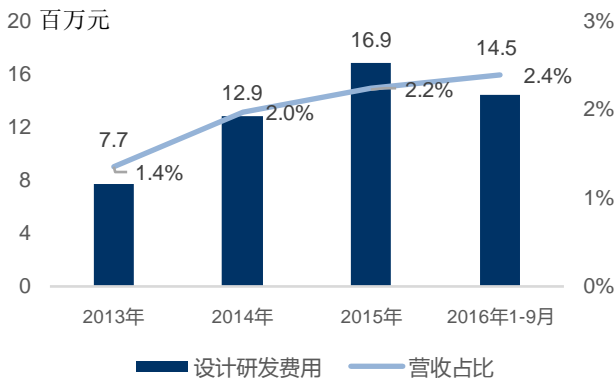
3.3 注重研发设计，并拥有海外优秀的面料与设计基因

高尔夫服饰具备一定的专业性与功能性特征，科技创新元素体现的越来越多。高尔夫服饰对透气要求高，要求面料材质轻薄，吸湿排汗快，具有防紫外线功能。一方面让球手在挥杆时感觉轻松舒适，另一方面在户外不同气候下要满足排汗、干爽、防风、保暖等不同要求。2000年后，高尔夫服饰中的科技创新作用更加凸显，比如T恤使用功能性面料，裤子使用新型天然材料等。

公司注重研发设计，在研发设计上持续投入。公司一直非常重视研发设计，早在12年公司就与中国流行色协会合作成立中国高尔夫服饰色彩研发基地，是中国流行色协会在高尔夫服饰领域唯一的战略合作伙伴。公司有专门的研发设计中心，下设6个子部门。设计

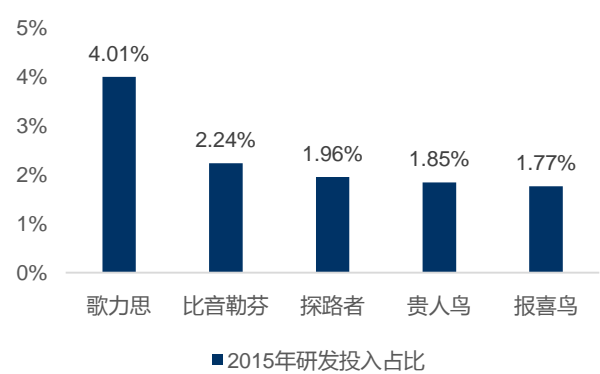
师具有多年高尔夫服饰设计经验。截至 16Q3，设计团队共计 39 人。近三年公司研发费用占营收比重 2%左右，呈现稳步提升趋势。

图 37：公司研发费用在营收占比呈上升趋势



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 38：15 年可比公司研发投入营收占比对比



资料来源：wind，申万宏源研究

公司追求产品品质与时尚并重，引入海外一线面料与设计资源。1) 公司与意大利、韩国和日本等国的知名面料供应商保持稳定的合作关系，这些面料供应商也同时是国际一线品牌的合作伙伴。部分成衣委托韩国成衣厂加工，具有较强的工艺技术优势，国内的合作成衣厂也具有为国际知名品牌加工的经验。2) 公司设计师定期参加国际流行前沿的时装发布会、知名时装走秀活动以及国际面料展，及时把握国际流行时尚趋势。公司产品不依赖于个别高知名度设计师，而是采取聘用韩国知名设计师并结合内部培养方式，组建具备国际化视野与内生力的设计团队。在产品开发、研发设计方面，公司已获得众多业内奖项。

表 13：2011 年始公司所获荣誉

颁布时间	荣誉及奖项	颁发机构
2011 年	产品开发贡献奖	中国纺织工业联合会
2012 年	2011 年服装行业百强企业评选“利润率百强企业”第 24 位	中国服装协会
	2011-2012 年度中国服装行业竞争力 20 强企业	中国纺织工业联合会信息统计部、中国服装协会
	2011-2012 年度中国纺织服装企业竞争力 500 强	中国纺织工业联合会
	中国高尔夫服饰色彩研发基地	中国流行色协会
	2011/2012 中国色彩应用奖	中国流行色协会
	2011/2012 年度最具流行魅力高尔夫服饰品牌	中国流行色协会
	国家高尔夫服装产品开发基地	中国纺织工业联合会、国家纺织产品开发中心
2013 年	广州市著名商标	广州市工商行政管理局
	广东省著名商标	广东省工商行政管理局
	杰克·第九届中国服装品牌年度大奖创新大奖	中国服装协会
	中国国家高尔夫球队(奥运之队)官方唯一专业高尔夫服装赞助商和指定品牌	国家体育总局小球运动管理中心、中国高尔夫球协会
2013 年	2013 中国纺织服装行业“十大服装品牌”。	《纺织服装周刊》
	中国驰名商标	国家工商总局商标局
2014 年	2013 年服装行业百强企业评选“利润总额百强企业”	中国服装协会
	2013 年服装行业百强企业评选“销售利润率百强企业”	中国服装协会

	标准化良好行为证书	广东省质量技术监督局
2015 年	2014 年度“比音勒芬”牌 T 恤衫荣列同类产品市场综合占有率前三位	中国商业联合会、中华全国商业信息中心
	2014 年度“比音勒芬”牌 T 恤衫荣列同类产品最具成长力品牌	中国商业联合会、中华全国商业信息中心
	2014 年服装行业百强企业评选“销售利润率百强企业”	中国服装协会
	2014 年服装行业百强企业评选“利润总额百强企业”	中国服装协会
2016 年	2015 年度“比音勒芬”牌 T 恤衫荣列同类产品市场综合占有率前三位	中国商业联合会、中华全国商业信息中心
	2015 年度“比音勒芬”牌高尔夫服饰列同类产品市场综合占有率第一位	中国商业联合会、中华全国商业信息中心
	广州市著名商标	广州市工商行政管理局
	广东省著名商标	广东省著名商标评审委员会

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

4. 募投项目分析：不断加大直营渠道网络建设

本次发行 2667 万股股票，募集资金总额 6.98 亿元，将根据所投资项目的建设进度，在四年内使用完毕。募集资金扣除发行费用后，公司将按照轻重缓急顺序依次投入以下项目：

1) 营销网络建设项目预算总投资 5.21 亿元，全部为直营店。其中建设投资 3.62 亿元，铺底流动资金 1.58 亿元。本项目计划在全国新建直营网点 248 个，包括 7 个旗舰店、17 个标准店、206 个商场机场联营店和 18 个球会店。本项目预计建设期 3 年，第 4 年达到设计生产规模。项目实施完毕后，预计年度销售收入 5.4 亿元。直营店毛利水平普遍高于加盟店，项目的建设将提高直营店占比，从而提升公司盈利水平，进一步扩大公司市占率。

2) 信息系统提升建设项目预计总投资 0.54 亿元，主要用于机房建设、硬件和软件的投资。项目建设内容包括：基础平台、设计管理、供应链管理、财务管理、人力资源管理、预算管理、知识管理系统及办公自动化、商业智能管理等，预计建设期 3 年。信息系统提升建设对公司现有信息化资源进行集成和优化升级，通过及时、准确、全面的信息收集，有助公司加强内部各业务流程的整合，增强公司上下游的协同能力，提高公司的运营效率。

3) 公司拟补充流动资金 5000 万元。

表 14：募集资金投向

项目名称	项目总投资 (百万)	拟用募集资金投 入金额 (百万)	投资时间计划			
			第一年	第二年	第三年	第四年
营销网络建设项目	521	521	145	196	136	44
信息系统提升建设 项目	54	54	28	18	9	-
补充流动资金	50	50	-	-	-	-
合计	624	624	-	-	-	-

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

表 15：营销网络建设项目具体情况

门店类别	市场定位	性质	数量	总面积 (m2)
旗舰店	选址位于省会级别城市的核心商圈。门店面积在 200 平方米以上，能够展示品牌全系列产品。达到提升品牌形象，扩大品牌影响力的目的。	直营	7	2190
标准店	选址位于经济较为发达、消费能力较强城市的核心商圈。门店面积在 100 至 200 平米之间。能够达到增强品牌在此区域的辐射力的目的。	直营	17	2910
商场、机场 联营店	选址位于经济发达城市核心商圈的高端商场，面积在 80 至 120 平米之间。	直营	206	19165
球会店	选址位于知名球会会所内	直营	18	500
合计	--	--	248	24765

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

5. 风险分析

1) 生产环节外包风险

公司主要采用品牌经营模式，将产品生产环节外包，如果成衣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，将会对公司产品的推广和销售产生不利影响。

2) 营销渠道风险

公司产品通过直营店和加盟店进行销售，随着本次发行募集资金的到位和投资项目的实施，公司规模将迅速扩大，营销网络也将得到进一步扩张，如果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发展的需要，将对公司未来的盈利能力造成一定的影响。

3) 市场竞争风险

公司产品为高尔夫服饰，目标群体为高尔夫爱好者以及认同高尔夫文化、着装倾向于高尔夫风格的中产收入以上消费人群。目前行业内的品牌集中度相对较低，各品牌之间的竞争较为激烈。如果未来公司不能够持续提升品牌价值，将对公司未来的经营业绩产生一定的负面影响。

4) 存货余额风险

截至 2016 年，公司存货净额为 2.39 亿元，占资产总额的 29.02%，存货占资产比重较大，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，将对公司经营造成不利影响。

6. 盈利预测与投资建议

盈利预测核心假设：

1) 公司共计划 4 年内新开 248 家直营店 (建设期 3 年, 第 4 年达到设计生产规模), 16-20 年新增店铺数量分别为 5/60/60/61/62 家, 即直营店数量在 2020 年底达到 528 家; 加盟店按照之前节奏预计每年增加 15 家。

2) 随着新店数量增加, 直营店 16-18 年年均收入增速分别为 6%/1%/2%, 加盟店年均收入增速为 2%。

3) 16-18 年销售费用率分别为 31.0%/31.5%/31.5%, 管理费用率分别为 9.8%/9.9%/10.0%。

我们预计公司 2016-2018 年实现收入分别为 8.46 亿、9.94 亿、11.54 亿; 净利润分别为 1.32 亿、1.46 亿、1.68 亿; EPS 分别为 1.24/1.37/1.58 元, 目前价格对应 17-18 年 PE 分别为 40/35 倍。

考虑到公司作为高尔夫服饰行业的品牌商龙头且唯一一家上市公司, 具有稀缺性, 依靠外延扩张, 成长空间很大。与主业业绩近年出现下滑的运动类品牌上市公司相比, 公司业绩更加稳健, 市值更小, 且次新股应给予一定估值溢价, 给予 17 年 50 倍 PE, 对应目标价为 68.5 元, 首次覆盖并给予增持评级。

表 16: 2017 年同行业公司各项估值预测对比

序号	股票代码	股票简称	市值 (亿) (2017. 1. 9)	3 年净利润 复合增速	EPS		P/E	
					2016E	2017E	2016E	2017E
1	603555.SH	贵人鸟	193	-14. 3%	0. 54	0. 69	57	45
2	300005.SZ	探路者	99	16%	0. 31	0. 39	54	43
3	002154.SZ	报喜鸟	65	-40. 6%	-0. 15	0. 02	-	278
4	603808.SH	歌力思	79	9. 3%	0. 68	1. 1	47	29

资料来源：申万宏源研究

表 17: 比音勒芬主营预测拆分

指标		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
直营店	门店数量	225	251	280	285	345	405
	门店数量变化	25	26	29	5	60	60
	门店数量平滑		238	265. 5	282. 5	315	375
	YOY			12%	6%	12%	19%
	单店销售额 (万元)	161. 5	179. 8	195. 6	207. 3	209. 4	213. 6
	YOY			11%	9%	6%	2%
	直营店收入	363. 4	428. 0	519. 2	585. 6	659. 5	800. 8
毛利率	62%	62%	63%	63%	62%	62%	
加盟店	门店数量	295	308	321	336	351	366
	门店数量变化	21	13	13	15	15	15
	门店数量平滑		301. 5	314. 5	328. 5	343. 5	358. 5

	YOY			4%	4%	5%	4%
单店销售额 (万元)	69.1	73.5	74.5	76.0	77.5	79.1	
	YOY		6%	1%	2%	2%	2%
加盟店收入	203.8	221.6	234.4	249.7	266.4	283.5	
毛利率	60%	62%	62%	62%	62%	62%	
门店总数	520	559	601	621	696	771	
总营收 (百万元)	567.3	649.7	753.6	846.2	994.5	1154.4	
	YOY		14.5%	16.0%	12.3%	17.5%	16.1%
净利润 (百万元)	95.9	107.5	123.2	132.1	145.6	168.4	
	YOY		12.1%	14.6%	7.2%	10.3%	15.7%
净利率 (百万元)	16.9%	16.5%	16.3%	15.6%	14.6%	14.6%	

资料来源：申万宏源研究

表 18：比音勒芬盈利预测表，单位：百万元

利润表	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	567.28	649.68	753.61	846.22	994.48	1154.37
二、营业总成本	440.91	507.55	590.40	669.43	799.45	928.59
其中：营业成本	220.42	246.44	281.36	315.65	377.90	438.66
营业税金及附加	6.65	7.20	8.04	9.03	10.61	12.32
销售费用	167.15	197.49	229.00	262.33	313.26	363.63
管理费用	46.41	56.23	73.38	82.93	98.45	115.44
财务费用	0.51	-2.75	-3.65	-3.81	-4.48	-5.19
资产减值损失	-0.23	2.94	2.27	3.30	3.69	3.74
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0.32	1.18	0	0	0
三、营业利润	126.36	142.46	164.39	176.79	195.04	225.78
加：营业外收入	4.30	1.34	1.57	1.57	1.57	1.57
减：营业外支出	2.53	0.23	0.31	0.31	0.31	0.31
四、利润总额	128.14	143.57	165.65	178.05	196.30	227.04
减：所得税	32.26	36.06	42.46	45.97	50.68	58.62
五、净利润	95.88	107.50	123.19	132.08	145.62	168.43
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	95.88	107.50	123.19	132.08	145.62	168.43
六、基本每股收益	1.20	1.34	1.54	1.24	1.37	1.58
全面摊薄每股收益	0.90	1.01	1.15	1.24	1.37	1.58

资料来源：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，资格证书编号为：ZX0065。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

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.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

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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或向人作出邀请。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。