

比音勒芬 (002832.SZ)

比音勒芬首次覆盖：高尔夫时尚服饰龙头，开拓度假旅游系列打造新增长点

买入（首次）

2018年4月22日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002
021-60199793

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003
linjch@dwzq.com.cn

投资要点

■ **比音勒芬：高尔夫球服饰 A 股第一股，逐步拓展至生活、时尚及度假旅游领域。** 成立于 2003 年的比音勒芬主要从事高端高尔夫运动服饰设计及推广销售，在专业高尔夫球服饰领域作为国内市占率第一的品牌活跃，并逐渐将产品系列拓展至生活、时尚及度假旅游系列，截至 2017 年，公司共有终端门店 652 家，11-17 年营业收入复合增长率达到 23.02%，2017 年收入/归母净利润同增 25.23%/35.92%至 10.54/1.80 亿元，延续涨势，2018Q1 公司收入/归母净利润同增 30.31%/41.55%至 3.70/0.85 亿元。

■ **高尔夫产品系列：对标美国高品质时尚品牌 Ralph Lauren，国内市占率第一。** (1) **产品端：**坚持“三高一新”开发思路，公司重视在延续公司经典款式的同时重视在时尚性上呈现创新，每年上市新款近 2000 个，并严控供应链，严选意大利、韩国、日本面料供应商及韩国成衣加工厂，保证产品时尚性及品质感；(2) **营销方面：**公司重视通过赛事及明星营销提升品牌影响力，每年赞助各类大型高尔夫赛事并在专业高尔夫杂志内投放广告宣传，并与包括“小包总”杨烁、江一燕等符合公司形象气质定位的明星展开合作，持续提升公司在目标客户视野中曝光率。(3) **渠道端，**公司渠道主要集中在高档商圈、机场、高尔夫球会所，截至 2016Q3，公司拥有高端商场店 362 家，机场店及球会店 49/27 家，另有独立门店 163 家，近年单店销售呈现稳中有升趋势，我们估计 2017 年公司的零售口径单店收入规模达到 300 万水平；(4) 重视客户服务及 VIP 留存。**产品+营销+渠道+服务多管齐下，公司在同类产品市场综合占有率第一位，在高尔夫球服饰领域细分市场龙头地位稳固。**

■ **高尔夫系列之外，生活、时尚及度假旅游系列不断拓展品牌内涵：**近年时尚运动风刮起，典型如安踏接手后调整 Fila 中国区定位，瞄准运动时尚（通过设计师或跨界品牌联名款打造爆款）+营销本土化+直营加强终端零售管控，使得 FILA 业绩屡超预期，成为拉动安踏增长的重要引擎。对标 FILA，比音勒芬同样看好高端休闲服饰领域市场，延承原有高尔夫球服饰基因，公司 2017 年推出度假旅游系列产品，并计划未来为该系列单独拓展渠道，考虑该细分市场的迅速发展，以及公司在设计、供应链及渠道资源上的已有积累，我们看好度假旅游系列成为公司业务的新增长极。

■ **投资建议：**从渠道上来看，未来公司仍将在主流高端商场、机场及会所等渠道进行拓店，同时由于度假旅游系列也将通过布局高端商场渠道开展销售，公司有望持续展店，同时对标 Fila 等品牌，公司仍在单店销售上行区间，门店的扩张以及单店销售的有效增长带动公司收入呈现快速增长态势，我们预计公司 2018/2019/2020 年收入同增 32%/31%/22%至 13.88/18.21/22.29 亿元，考虑各业务毛利率提升，归母净利润同增 43%/40%/32%至 2.58/3.60/4.74 亿元，对应估值 25/18/14X。与 A 股男装龙头如九牧王相比，公司仍处在成长阶段，收入及业绩增速更高，估值相对业绩增速具有吸引力，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**展店不及预期、同店增长不及预期、存货去化不畅带来风险

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	60.00
一年最低/最高价	48.21/66.40
市净率 (倍)	4.19
流通 A 股市值 (百万元)	3,040

基础数据

每股净资产 (元)	14.32
资产负债率 (%)	19.08
总股本 (百万股)	107
流通 A 股 (百万股)	51

相关研究

目录

1.比音勒芬：发展稳健，定位精准，打造 A 股高尔夫服饰第一股.....	5
2. 经典高尔夫系列：国内高尔夫服饰龙头品牌.....	6
2.1. 对标美国高品质时尚品牌 Ralph Lauren：经典马球 polo 衫系列彰显贵族风格、品牌文化深入人心带动全 线规模扩张.....	6
2.2. 从产品到营销、服务：台前幕后追求精益造就高尔夫服饰国内市占率第一品牌.....	9
2.2.1. 产品端：“三高一新”研发理念贯穿始终，卓越品质行业领先.....	9
2.2.2. 营销端：专业运动员及广泛赛事赞助打造专业形象，流量明星代言拓宽受众群.....	12
2.2.3. 渠道端：集中核心商圈、机场、球会所等高端渠道，管理优秀，单店店效持续上行.....	15
2.2.4. 客户服务：建立 vip 中心，通过微信公众号提供形象顾问及搭配建议.....	16
2.2.5. 产品、营销、渠道齐发力造就国内高尔夫服饰龙头品牌.....	17
3. 度假旅游系列：对标 FILA 发力休闲时尚领域，打造新增长点.....	17
3.1. FILA：卓越品牌运营打造安踏集团新亮点，进阶业绩增长新引擎.....	17
3.1.1. 运动时尚兴起：新生代消费者+运动普及推动细分服装市场迅速扩张.....	17
3.1.2. FILA 逆势崛起：华丽转型+定位精准，品牌重定位打造运营奇迹.....	19
3.2. 比音勒芬：新品牌线拓展空间广阔，有望成为全新业绩增长极.....	21
4. 财务分析：收入稳健增长，盈利能力持续受益.....	21
4.1.终端渠道稳步拓展+单店业绩提升，收入规模高速增长.....	21
4.2.轻资产运营+业务扩张，毛利率高，净利率持续提升.....	24
4.3.存货和应收账款周转天数较稳定，现金流状况良好.....	26
4.4.盈利能力和资产管理能力良好，ROE 高于可比公司.....	27
5. 投资建议及盈利预测.....	27
6. 风险提示.....	28

图表目录

图表 1: 比音勒芬时尚大片	5
图表 2: 比音勒芬专业高尔夫系列大片	5
图表 3: 比音勒芬股权结构图	6
图表 4: 比音勒芬第一期员工持股计划	6
图表 5: Ralph Lauren 官网宣传图	7
图表 6: 马球运动代表 Ralph Lauren 品牌理念	7
图表 7: Ralph Lauren 经典 Polo 衫细节	8
图表 8: Ralph Lauren 品牌大事记	8
图表 9: Ralph Lauren 上市以来营业总收入及其变化	8
图表 10: 比音勒芬部分商品与对标品牌价格(元)定位比较	9
图表 11: 比音勒芬经典款 Polo 衫	10
图表 12: 比音勒芬研发中心部门架构	10
图表 13: 比音勒芬历年设计和上市新款数量	11
图表 14: 比音勒芬严控服装细节	11
图表 15: 比音勒芬历年所获产品开发创新相关荣誉	11
图表 16: 比音勒芬近年赞助的体育赛事	12
图表 17: 中国国家高尔夫里约奥运代表队	13
图表 18: 17 年跨界赞助西甲西班牙人球队	13
图表 19: 17 年赞助全运会广东代表团	13
图表 20: 品牌代言人“小包总”杨烁	14
图表 21: 品牌挚友江一燕	14
图表 22: 赞助电视剧《恋爱先生》	15
图表 23: 比音勒芬渠道结构(2016Q3)	15
图表 24: 估算 2013-2016Q3 公司直营渠道单店收入及其增速	16
图表 25: 估算 2013-2016Q3 公司加盟渠道单店出货及其增速	16
图表 26: 公司销售渠道整体架构	16
图表 27: 比音勒芬微信公众号提供的服务	17
图表 28: 比音勒芬与主要竞争对手线下门店数量对比	17
图表 29: 中国运动时尚服饰销量及预测	18
图表 30: 中国运动时尚鞋类销量及预测	18
图表 31: 运动时尚服装示例	18
图表 32: 运动时尚服装示例	18
图表 33: 百丽国际与安踏体育 FILA 品牌运营比较	19
图表 34: FILA x NOOKA 鞋产品示例	19
图表 35: Staple x FILA 跨界系列产品示例	19
图表 36: 非安踏品牌(主要为 FILA)终端零售增长情况	20
图表 37: FILA 产品示例	20
图表 38: 2009 年以来 FILA 店铺数量及其增长率	20
图表 39: 比音勒芬度假旅游系列服饰亲子装	21
图表 40: 比音勒芬度假旅游系列服饰情侣装	21
图表 41: 2011-2017 公司营收规模及其增速	22
图表 42: 2011-2017 公司净利润及其增速	22

图表 43: 2012-2017 公司门店数量	22
图表 44: 2016 年 9 月公司门店分布情况	22
图表 45: 2013-2016Q3 公司分渠道收入结构	23
图表 46: 2013-2016Q3 公司分渠道单店收入及其增速	23
图表 47: 2012-2017 公司与可比公司营收和净利润	24
图表 48: 2012-2017 公司与可比公司门店数量	24
图表 49: 2011-2017 公司毛利率水平高于可比公司	24
图表 50: 2013-2016Q3 公司与可比公司九牧王分渠道毛利率	25
图表 51: 2012-2017 公司与可比公司期间费用率	25
图表 52: 2013-2017 公司研发费用投入较高	25
图表 53: 2013-2017 公司净利润率稳中有升	25
图表 54: 2012-2017 公司与可比公司存货周转天数和应收账款周转天数	26
图表 55: 2013-2017 公司经营性现金流较稳定	26
图表 56: 2013-2017 公司与可比公司 ROE 及其杜邦分解	27
图表 57: 比音勒芬驱动因素拆分	27
图表 58: 比音勒芬与可比公司估值对比 (单位: 百万元)	28

1.比音勒芬：发展稳健，定位精准，打造 A 股高尔夫服饰第一股

比音勒芬服饰股份有限公司成立于 2003 年 1 月，2016 年 12 月 23 日正式在深交所挂牌上市，其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，其作为高端专业高尔夫服饰龙头品牌活跃，除专业高尔夫系列之外积极推进生活系列、时尚系列与度假旅游系列产品。目前，比音勒芬终端门店主要位于国内大型高端商场、主要机场、知名高尔夫球会所等，截止 2017 年共拥有 652 个终端门店。自 2011 年以来，得益于门店稳速扩张和单店业绩提升，公司销售规模持续增长，11-17 年营业收入复合增长率达到 23.02%，2017 年收入/归母净利同增 25.23%/35.92%至 10.54/1.80 亿元，延续涨势，2018Q1 公司收入/归母净利同增 30.31%/41.55%至 3.70/0.85 亿元。

图表 1：比音勒芬时尚大片



资料来源：比音勒芬官网，东吴证券研究所

图表 2：比音勒芬专业高尔夫系列大片

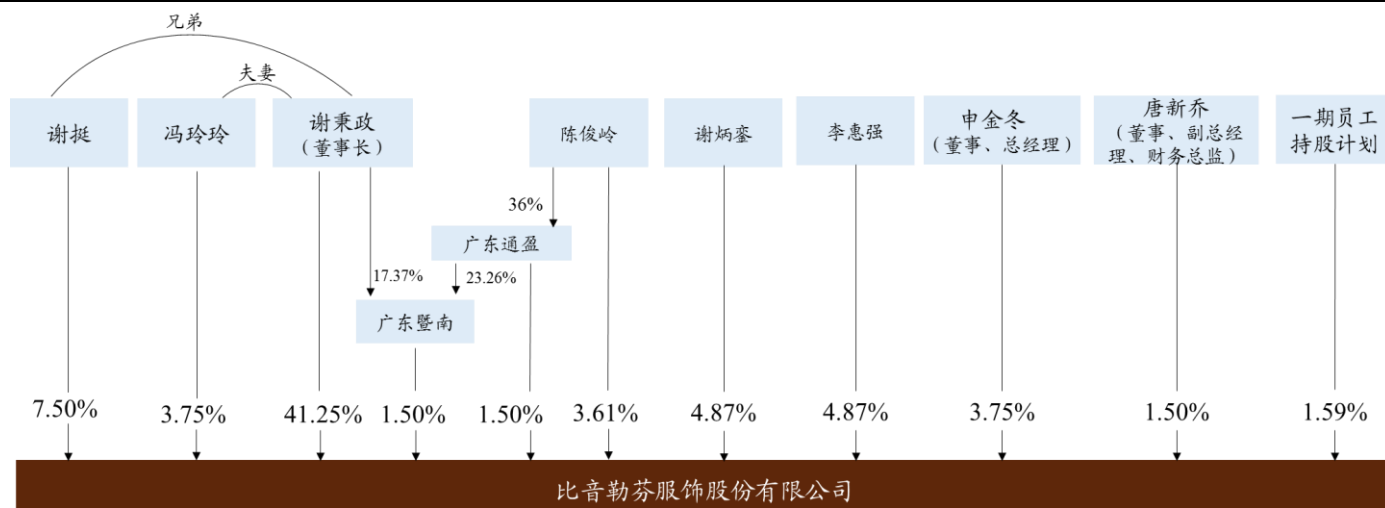


资料来源：比音勒芬官网，东吴证券研究所

创始人夫妇专注主业，把握产品设计调性与品牌运营。公司实际控制人为谢秉政、冯玲玲夫妇，二人直接持股 45%（另董事长持有 17.37% 广东暨南股份，广东暨南持有公司 1.5% 股份），把握公司发展方向。谢秉政先生是暨南大学高级管理人员工商管理硕士、中国服装协会理事、广东省服装服饰行业协会副会长、广州市民营企业商会副会长，2012 年 2 月至今任公司董事长，冯玲玲女士则担任公司研发中心负责人，夫妻二人积累多年高档服装品牌运营经验，因在海外考察中发现高尔夫服装的火爆，选择切入国内当时尚且空白的高端高尔夫服装市场并深耕至今。除董事长夫妇外，董事长之兄谢挺持股 7.5%，作为公司创始人之一的谢挺先生与董事长夫妻为一致行动人。

核心高管持股比例高，中高层团队激励到位。除董事长一行外，公司总经理申金冬、财务总监唐新乔等早期共同创业的核心高管分别持有公司 3.75%、1.5% 股份，保证了管理团队与公司利益高度一致，形成有效激励。另，公司一期持股计划于 18/1/31 完成购买，累计 9997.73 万元购买 169.30 万股，成交均价 59.05 元/股，锁定期 12 个月，本次员工持股计划涉及包括申金冬、唐新乔、陈阳（董事、副总经理、董事会秘书）、金芬林（副总经理）、史民强（监事会主席）等高级管理人员及其他不超过 594 名员工（中层管理人员、核心业务、技术骨干等），覆盖面广泛，尤其对中层员工激励到位。

图表 3: 比音勒芬股权结构图



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 4: 比音勒芬第一期员工持股计划

名称	参与对象	认购股票数量	锁定期	成交金额	成交均价
第一期员工持股计划	董事、监事、高级管理人员，中层管理人员，核心业务、技术骨干	169.30 万股(公司股本总额的 1.59%)	2018.1.31-2019.1.30	9997.73 万元	59.05 元/股

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

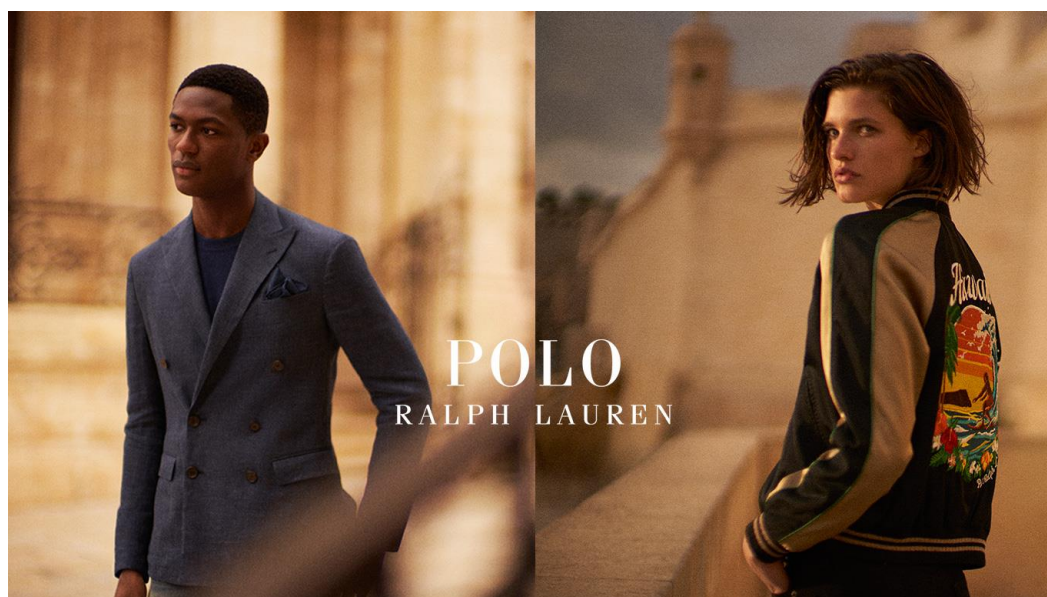
2. 经典高尔夫系列：国内高尔夫服饰龙头品牌

随着人们对着装舒适度的日益重视，时尚潮流也在随之改变，服饰风格界定日益模糊化，运动服饰时尚化已经是大势所趋：正装西服不再是所有正式场合的标配，运动服饰越来越多的出现在街拍达人的搭配中。随之而来的是各类传统服装品牌的跨界，各品牌往往利用自己品牌原有的口碑，在保存自己品牌原有风格和文化的基础上扩张服饰领域，到如今这已经成为了各大品牌发展的一大利器，而美国文化久远的时尚品牌 Ralph Lauren 的发展史正是一个品牌依靠独特的品牌文化和经典形象逐步扩大目标人群，最终发展为庞大的时尚帝国的故事。

2.1. 对标美国高品质时尚品牌 Ralph Lauren: 经典马球 polo 衫系列彰显贵族风格、品牌文化深入人心带动全线规模扩张

Ralph Lauren 是美国知名品牌时装公司，创立于 1967 年，其标志性马球 Logo 和马球衫（Polo 衫）是品牌最具标志性的象征。经过 50 年的发展，已经从一个单一服装品牌逐渐扩张为一个旗下拥有多个子品牌，销售范围涉及时装、香水、家居的代表“美国风格”的时尚集团，于 1997 年在纽交所上市。

图表 5: Ralph Lauren 官网宣传图



数据来源: Ralph Lauren 公司官网、东吴证券研究所

Ralph Lauren 成立几十年来广受消费大众认可和追捧的一大原因来自于其品牌本身传递的贵族气质和独特的品牌文化,而这个品牌文化就来源于马球运动。这种起源于英国的运动,也代表着 Ralph Lauren 的设计初衷;新英格兰式的美国风格,博大,高雅,浪漫,绅士。创始人 Ralph Lauren 最初就是从马球运动的传统和魅力中汲取灵感,由于被马球运动背后代表的贵族气质和生活的艺术所吸引,设计出带有“马球标志”的 Polo 衫,至今风靡全球。

图表 6: 马球运动代表 Ralph Lauren 品牌理念

“TO ME, THE POLO PLAYER HAS
ELEGANCE AND IMAGINATION. IT
EMBODIES SOPHISTICATED LUXURY AND
A TIMELESS STYLE.”



数据来源: Ralph Lauren 公司官网、东吴证券研究所

整个品牌不仅只是以“马球”作为标识,也承袭了马球运动代表的“贵族文化”。在质量和设计上都遵循着这个理念,其款式和面料能够经受时间的考验,穿着愈久质感愈佳,逐渐成为了美国本土和国际上美式风格的最佳体现,影响了之后一代又一代人。

图表 7: Ralph Lauren 经典 Polo 衫细节



资料来源: Ralph Lauren 公司官网, 东吴证券研究所

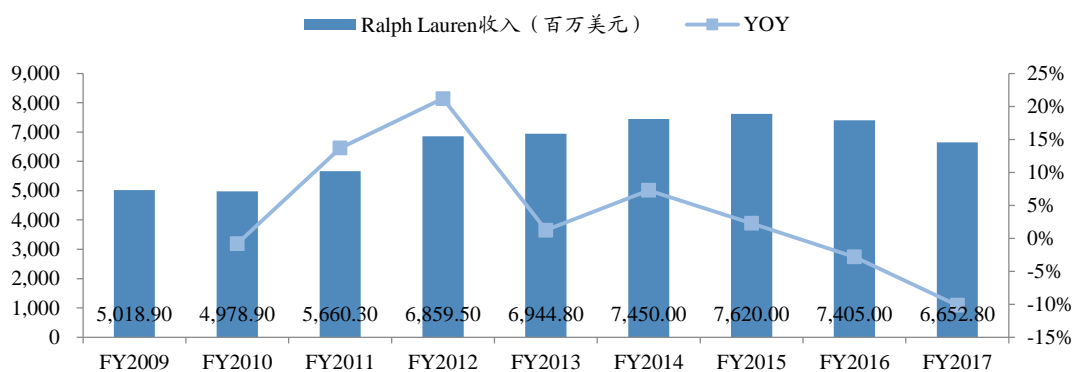
基于品牌的独特文化和过硬的品质, 品牌逐步发展, 于几十年间成立了多个子品牌, 扩张成为全球休闲时尚代表性品牌, 2017 年收入规模达到 67 亿美元。

图表 8: Ralph Lauren 品牌大事记

时间	重要事件
1968 年	Ralph Lauren 男装公司成立, 并推出第一个品牌“Polo Ralph Lauren”, 是针对成功的都市男士所设计的个人化风格服装, 介于正式与休闲之间的款式, 方便他们出入各种都会休闲场合。
1971 年	推出女装品牌“Ralph Ralph Lauren”, 其后陆续推出“Polo Jeans Company”牛仔系列、“Polo Sport”年轻休闲系列、以及专为上流社会女性打高尔夫球而设计的“Ralph Ralph Golf”。Ralph Lauren 女士定制衬衫系列面世
1972 年	推出专属马球商标的 Polo 恤, 并推出女装系列
1976 年	发布 Polo 男孩系列
1981 年	在英国伦敦开设首家海外专卖店
1983 年	推出家居系列
1986 年	于纽约市麦迪逊大街 867 号 Rhinelander Mansion 店铺开业
1990 年	Polo Golf 男女装系列面世
1996 年	推出 Lauren ByRalph Lauren
2002 年	在米兰举行首次男装秀
2010 年	Rugby Ralph Lauren 举办首场在线虚拟时装秀

资料来源: 海报时尚网, 东吴证券研究所

图表 9: Ralph Lauren 上市以来营业总收入及其变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

透过 Ralph Lauren 品牌的发展我们可以看到与其品牌理念和发展相似的比音勒芬的发展潜力。比音勒芬以专业高尔夫服饰起家，但与 Ralph Lauren 的品牌以“马球运动”为设计初衷和品牌文化类似，比音勒芬更想通过沿袭贵族高尔夫的传统文化，传递一种健康、阳光、优雅的生活方式，也是这种“生活高尔夫”理念让品牌有机会吸引更广泛的消费人群，实现长足发展和扩张。

2.2. 从产品到营销、服务：台前幕后追求精益造就高尔夫服饰国内市占率第一品牌

2.2.1. 产品端：“三高一新”研发理念贯穿始终，卓越品质行业领先

比音勒芬品牌建立之初主要瞄准高尔夫服饰细分领域，定位高端运动时尚，其定价较同类品牌如 Ralph Lauren、Fila 更高，与此相对应，其坚持高品质、高品位、高科技和创新精神的“三高一新”研发理念，力争在时尚度、功能性为消费者带来杰出体验。

图表 10: 比音勒芬部分商品与对标品牌价格（元）定位比较

款式	比音勒芬	Ralph Lauren	FILA	
POLO 衫	样式			
	吊牌价	1880	1390	780
休闲夹克	样式			
	吊牌价	1980	1990	1180
休闲裤	样式			
	吊牌价	1680	1390	690

数据来源：天河城天猫旗舰店，Ralph Lauren 天猫旗舰店，FILA 官网，东吴证券研究所

具体来看：

1) 设计方面：**出色的色彩搭配及细节处理打造高辨识度产品风格**：公司创立以来设计团队一直由**董事长夫人冯玲玲**带领，截至 17 年底包括设计部、企划部、VMD 等研发相关部门人数已达 168 人，该团队基于多年经验下对研发能力和对市场需求的掌握，已经在色彩的搭配、对比、明暗及深浅的对照、线条处理、细节设计等方面形成高辨识度的品牌风格，并在每一季在延续品牌风格的同时结合当季流行进行创新。

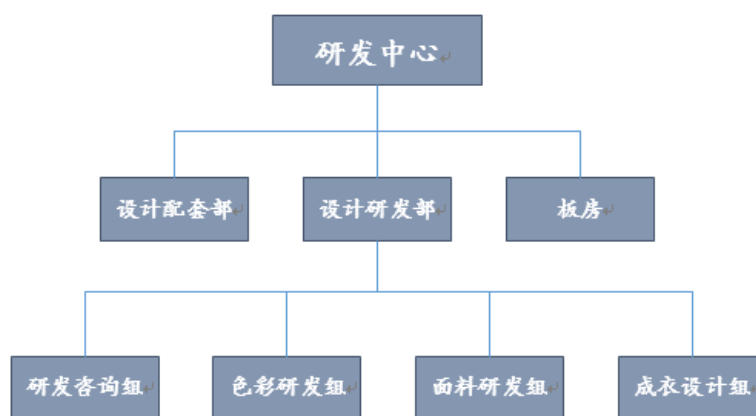
图表 11: 比音勒芬经典款 Polo 衫



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

设计团队分工明确，流程清晰。由于公司主要产品高尔夫系列服饰对面料、配色和版型设计有更高要求，**公司分别设立了针对面料研究、色彩研发和成衣设计的独立部门**，以保证其专业性、分工明确。从初始的调研阶段对流行趋势的预测和对上期销售情况的分析，到产品构思和初始设计，到制版评审再到最后订货会的反馈修改，每个流程都有特定的部门负责以保证各个环节的把控。并聘请国外知名服装咨询机构优化研发设计流程，整个研发设计的运作模式和标准趋向国际化。

图表 12: 比音勒芬研发中心部门架构



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

除自有团队外，公司积极与外部设计团队，科研院所合作，建立研发中心，包括 2013 年与北京服装学院合作成立“高尔夫服饰人体工程研究中心”，2012 年与中国流行色协会合作共建“中国高尔夫服饰色彩研发基地”，并被中国纺织工业联合会授予“国家高尔夫服装产品开发基地”称号。在多方合力下，公司每年设计款式超过 2000 款，上市款式也接近该量级。

图表 13: 比音勒芬历年设计和上市新款数量

	2013	2014	2015	2016Q3
设计新款	1973	2140	2341	1821
上市新款	1623	1850	1989	1527

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2) 制造方面：面料及成衣加工严格把关保证品质感及舒适性

与国际一线品牌面料提供商开展深度合作，高品质面料为产品功能性提供支持。高尔夫服饰本身对面料的性能有很高的要求，包括排汗、吸湿、易干性能和抗菌、环保、抗紫外线功能等，为最大化产品舒适性，公司长期选用意大利、韩国、及日本等知名面料供应商提供的的面料，并与后者开展深度合作共同进行面料开发，为产品融入高科技元素，力争通过新型面料开发实现美观性及舒适感兼得。

精选成衣加工厂，部分产品由韩国成衣厂加工，细节上体现高端品质。公司服装生产都采用外包的模式，但在筛选成衣加工厂时流程完善严格，后期质量检验方面也有严密把控。同时为了追求细节的精美，虽然会增加成本，但部分产品仍交由韩国成衣厂加工，保证产品细节处理以增强品质感。

图表 14: 比音勒芬严控服装细节



数据来源：公司资料、东吴证券研究所

持续的设计研发投入与始终如一的品质管理下，公司产品斩获市级、省级、国家级多个奖项，长期作为高尔夫球服饰行业标杆活跃。

图表 15: 比音勒芬历年所获产品开发创新相关荣誉

时间	所获奖项和荣誉
2011 年 12 月	产品开发贡献奖（中国纺织工业联合会颁发）
2012 年 11 月	2011/2012 年度“中国色彩应用奖”（中国流行色协会颁发）
2012 年 11 月	2011/2012 年度“最具流行魅力高尔夫服饰品牌”（中国流行色协会颁发）
2012 年	2011-2012 年度中国服装行业竞争力 20 强企业
2012 年	广东服装最受消费者欢迎品牌
2013 年 1 月	被认定为 2012 年度广州市番禺区企业创意设计中心

2013年3月	杰克第九届中国服饰品牌年度大奖创新大奖（中国服装协会颁发）
2013年12月	2013中国纺织服装行业“十大服装品牌”（《纺织服装周刊》评选）
2015年	“2014年全国服装行业百强企业”称号
2017年2月	入选“2016年度国家纺织产品开发基地企业十大新闻”
2017年4月	第一届运动服装分会标准化工作先进单位
2017年5月	2016年度广东服装行业最佳运动休闲服装创新设计奖
2017年5月	广东省高新技术企业培育入库企业（广州市科技创新委员会）
2017年6月	国家高尔夫服装产品开发基地（中国纺织工业联合会、中国纺织信息中心、国家纺织产品开发中心颁发）
2017年6月	2017年度省级工业设计中心（广东省经济和信息化委员会）
2017年6月	2016年度广州市科技创新小巨人企业

数据来源：公司招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

2.2.2. 营销端：专业运动员及广泛赛事赞助打造专业形象，流量明星代言拓宽受众群

赞助多场高尔夫赛事，为国家队提供训练服装，加强高尔夫球专业服饰领域国内第一品牌印象。高尔夫赛事的参与人员是公司专业高尔夫系列服饰的主要目标人群，所以球队及赛事赞助是公司打造专业品牌形象的最直接有效的方法之一。比音勒芬从2013年10月起正式成为中国国家高尔夫球队官方唯一专业高尔夫服装赞助商和指定品牌，为国家队提供专业比赛及训练服装，助力中国国家高尔夫球队出征2016年里约奥运会、即将到来的2018雅加达亚运会和2020年东京奥运会，并赞助多场高尔夫专业及业余赛事，从青少年赛到大师赛皆有涉猎，17年更通过跨界赞助西甲联赛西班牙人球队比赛及训练服装进一步扩大影响力。

除赛事外，持续在专业杂志媒体上投放广告，精准营销到目标客户群体。公司还针对目标客户群的特点，在《高尔夫》《高尔夫大师》等专业杂志及《财经》等商务人士读物上投放广告进行宣传，同时选择广东电视台《高尔夫频道》，网络媒体《新浪》以及一些户外媒体为推广合作伙伴，保证品牌在目标客户群体视野中的持续曝光。

图表 16：比音勒芬近年赞助的体育赛事

时间	赞助的体育赛事
2010年6月-2011年6月	中国大学生高尔夫代表队指定比赛服装赞助商
2010年6月-2011年12月	全明星高尔夫球队服装合作伙伴
2012-2017年	高尔夫频道“比音勒芬杯铁杆会”赛事冠名赞助商
2012年12月	2012年“东风日产杯”中国亚太职业高尔夫球队际对抗赛指定服装赞助商
2014年10月	“南山中国大师赛”服装赞助商
2014年10月	“2014观澜湖世界明星赛”官方供应商
2015年4月	“2015年中韩明星高尔夫慈善赛”唯一高尔夫服装赞助商
2015年8月	赞助“2015跨太平洋青少年高尔夫对抗赛”
2017年7月	第十三届全运会广东代表团专用开幕式入场服装合作商
2017年9月	赞助西甲联赛西班牙人球队（首次赞助足球领域）
2017年11月	赞助2017荣誉杯高尔夫球赛（北京演艺家协会全明星队 VS 高尔夫频道队）

数据来源：公司招股说明书，公司官网新闻资讯，东吴证券研究所

图表 17: 中国国家高尔夫里约奥运代表队



中国国家高尔夫里约奥运代表队

资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图表 18: 17 年跨界赞助西甲西班牙人球队



资料来源: 百度图片, 东吴证券研究所

图表 19: 17 年赞助全运会广东代表团



资料来源: 百度图片, 东吴证券研究所

17 年牵手形象契合品牌调性的知名演员“小包总”冯烁、江一燕，进一步拓宽受众群体。除专业的高尔夫喜爱者，公司的目标客户还包括认同“高尔夫文化”的中高端消费人群，而这类潜在客户的数量要远超从事高尔夫运动的人数，是公司未来营收增长最大潜力，为开拓这部分市场，公司 17 年以来邀请以《欢乐颂》中“小包总”热情活力形象深入人心的演员杨烁成为品牌代言人，并邀请以支教经历及摄影实力闻名的演员江一燕为品牌挚友，他们的荧幕形象与比音勒芬产品调性及希望传递的文化内涵高度契合，同时在中青年消费者中具有高认知度及号召力，公司希望通过新代言人的加盟，进一步扩大消费者群体。

图表 20: 品牌代言人“小包总”杨烁



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 21: 品牌挚友江一燕



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 22: 赞助电视剧《恋爱先生》



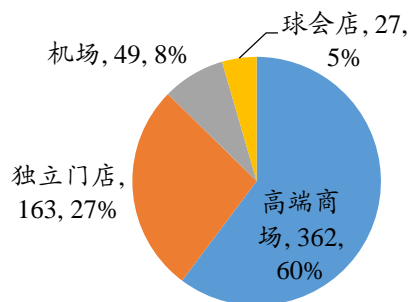
资料来源: 恋爱先生剧照, 东吴证券研究所

2.2.3. 渠道端: 集中核心商圈、机场、球会所等高端渠道, 管理优秀, 单店店效持续上行

线下方面, 公司重视通过终端门店传递统一、专业的门店形象。渠道选择方面, 公司与国内的高档商场、百货集团、球会会所形成战略合作关系, 并建立和培养了一支专业化终端渠道管理团队, 囊括销售整体规划、物流配送、门店选址、CI 设计、人员培训、IT 管理、VIP 管理、店务管理的专业化人才。由于产品定位偏高端, 直营店铺普遍开设在一二线城市的高档商场、高尔夫球会馆、机场高铁站内, 其他城市以设立加盟店为主, 除折扣店外所有线下店铺定价统一管理, 加盟店也不可擅自提价或降价, 在促销期间商品价格也由公司统一管理。商品价格的严格统一有利于维持良好的产品形象, 使消费者不会因同款商品价格存在差异的问题影响购物感受。

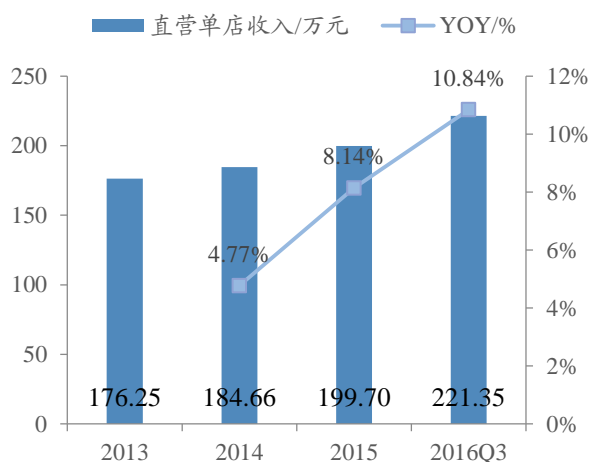
优质产品及严格管理下, 公司门店单店销售水平稳中有升。从报表端来看, 我们估算公司直营门店单店店效在 14-16Q3 年分别达到 185、200、221 万, 估算 2017 年公司终端门店单店零售规模 (考虑联营分成和增值税) 达到 300 万元, 稳中有升的单店销售体现出公司在持续展店过程中仍维持了非常高的单店内生增长能力, 侧面反映公司产品竞争力。

图表 23: 比音勒芬渠道结构 (2016Q3)



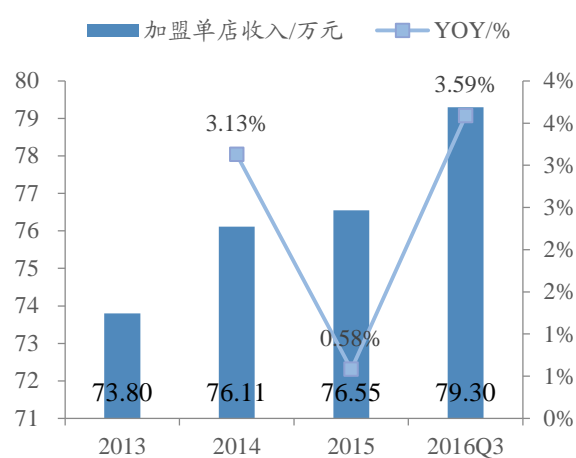
数据来源: 公司招股说明书、东吴证券研究所

图表 24: 估算 2013-2016Q3 公司直营渠道单店收入及其增速



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 25: 估算 2013-2016Q3 公司加盟渠道单店出货及其增速



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 单店收入=渠道收入/有效渠道数量; 其中, 有效渠道数量=期初门店数+本期关店数+本期新开店数*0.6

线上渠道有序发展。公司线上主要通过包括唯品会、天猫、苏宁易购在内的主流线上平台进行销售, 另有云高股份线上平台及微商城直接向消费者出售公司新品, 对线上渠道重视程度逐渐提升, 未来线上将不局限于存货处理, 将加强线上线下联动。

图表 26: 公司销售渠道整体架构

	类型	数量 (截至 2016.9.30)	主要区域	备注
线下渠道	直营店 (联营方式)	253	一二线城市核心商圈的高端商场、机场、高尔夫球会	除 43 家折扣店外, 其他店铺商品均由公司统一定价, 不得擅自提价降价
	直营店 (非联营方式)	20	高端酒店、少部分机场和高铁站等	
	加盟店	328	一二线城市之外的经济较发达城市	
线上渠道	云高股份线上平台、微商城、唯品会、天河城百货公司在天猫、苏宁易购的旗舰店			未来将逐渐发力线上渠道

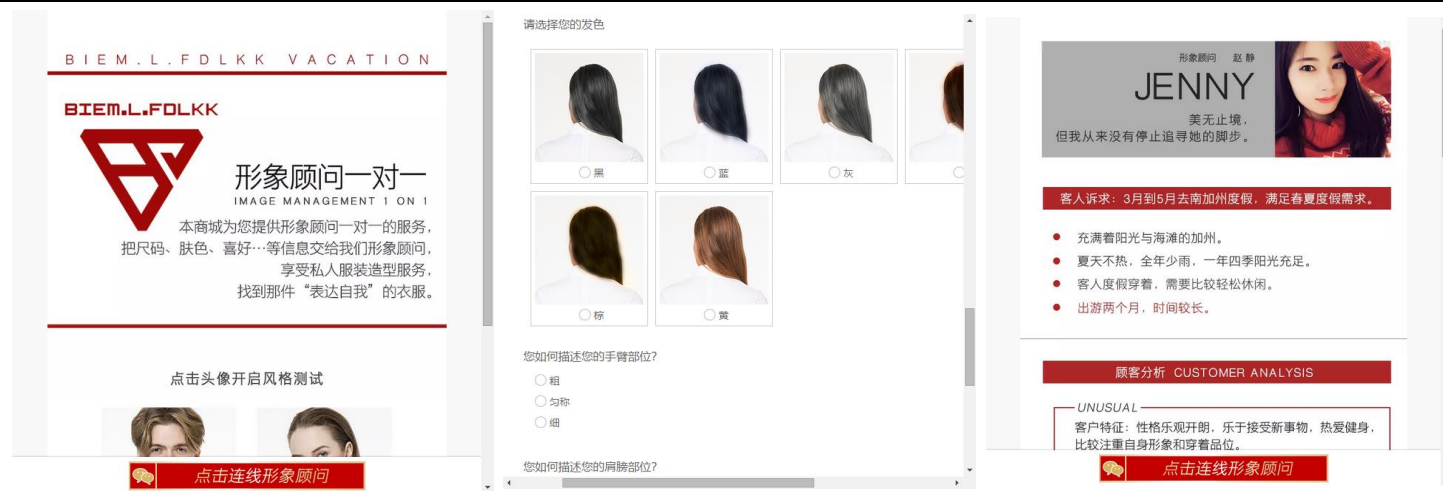
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

2.2.4. 客户服务: 建立 vip 中心, 通过微信公众号提供形象顾问及搭配建议

客户留存方面, 公司建立了 vip 服务中心, 提供更加全面细致化的服务。具体包括: 1) 建立客户资料库, 并保存客户穿衣风格、偏好等信息以便于在二次购买时提供更精准的购买建议。2) 建立告知系统, 及时向 vip 客户传递时尚资讯和品牌信息。3) 定期向 vip 客户发送邀请函, 邀请参加公司定期举办的如消费体验等活动。

公司还通过微信公众号的方式向潜在客户提供跟多细致服务。公司及时把握微信流量入口, 通过微信建立官方商城和小程序平台, 在公众号中提供包括人工客服方式的形象顾问和在线问卷方式的形象顾问服务, 在线问卷包括对发色、瞳孔色及身体各部位形态的细节问题, 客户还可以通过上传生活照的方式得到更精准的搭配建议。

图表 27: 比音勒芬微信公众号提供的服务

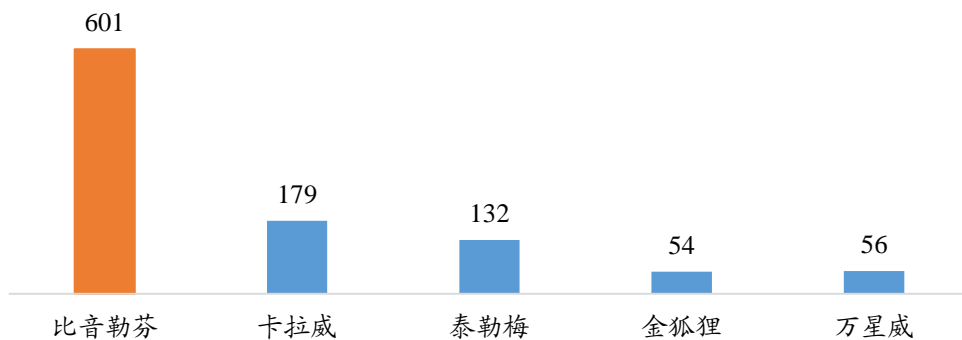


资料来源: 比音勒芬官方商城(微信公众号), 东吴证券研究所

2.2.5. 产品、营销、渠道齐发力造就国内高尔夫服饰龙头品牌

公司在产品、营销、渠道和服务方面都严控细节、追求完美, 从产品到销售完善的体系使品牌在国内高尔夫服饰市场拥有较高的行业地位。根据 2016 年全国大型零售企业商品销售调查统计显示, 比音勒芬 T 恤衫荣列 2015 年度同类产品市场综合占有率前三位, 比音勒芬高尔夫服饰荣列 2015 年度同类产品市场综合占有率第一位。从终端门店数量上看, 比音勒芬在规模上远超其他竞争对手, 位居国内首位。

图表 28: 比音勒芬与主要竞争对手线下门店数量对比



数据来源: 公司招股说明书、东吴证券研究所

注: 卡拉威数据为截至 2013 年底的数据, 金狐狸数据为截至 2014 年底的数据, 其他品牌终端门店数量均为截至 2015 年底的数据

3. 度假旅游系列: 对标 FILA 发力休闲时尚领域, 打造新增长点

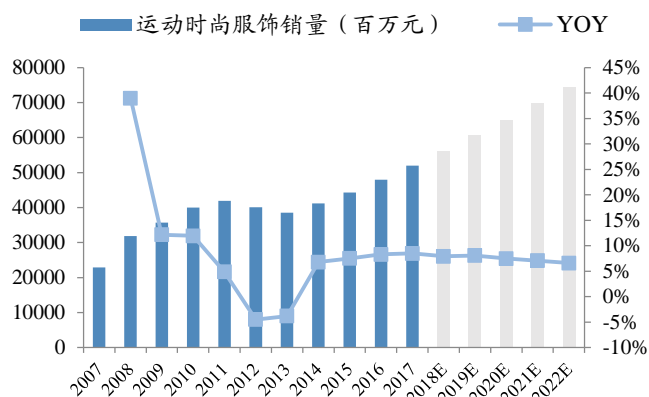
3.1. FILA: 卓越品牌运营打造安踏集团新亮点, 进阶业绩增长新引擎

3.1.1. 运动时尚兴起: 新生代消费者+运动普及推动细分服装市场迅速扩张

中国运动时尚市场增长迅速、前景广阔。近年来, 随着消费升级与健康生活观念的普及, 运动时尚作为运动服饰的细分领域开始大放异彩, 消费者们在选择运动服饰时, 更加注重服饰的设计美感与时尚成分。据消费市场研究机构 NPD Group 数据, 到 2020 年, 全球运动时尚

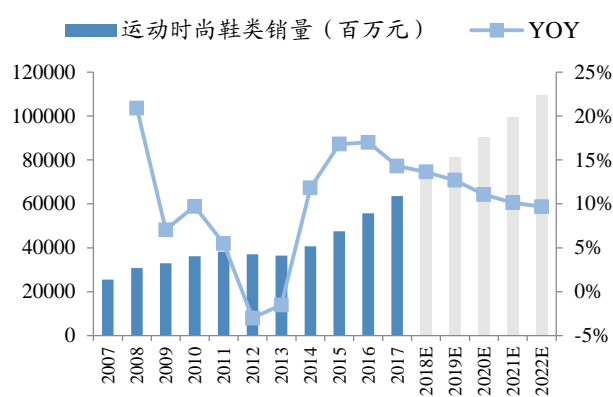
市场价值将达到 2290 亿英镑，而运动休闲风（Athleisure Trend）作为一个全新的单词也已被收入词典。在中国，2017 年运动时尚服饰销量已达 520.06 亿元，同比增长 8.50%；运动时尚鞋类销量达 636.28 亿元，同比增长 14.30%。运动时尚服饰与鞋类的十年 CAGR 分别为 8.54%、9.59%，增速较高。

图表 29: 中国运动时尚服饰销量及预测



资料来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图表 30: 中国运动时尚鞋类销量及预测



资料来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

运动时尚近年来在中国的火爆主要因为:

- 1) **新生代消费者和女性消费者的迅速崛起。**“千禧年一代”作为新生代消费者的话语权近年来迅速增加，相比于前几代中国人“千禧年一代”更注重运动，转换到实际消费行为上，更是延展到了对于高科技运动设备以及新式运动服饰的购买需求；同时年轻人更为追求个性化与舒适性，因而格外青睐运动时尚特性兼备的产品。而对女性消费者而言，运动服饰款式、颜色、设计风格等至关重要，因而也更加注重运动服饰的设计风格 and 色彩运用等时尚元素。
- 2) **运动健康意识的普及与政府对运动的大力支持。**随着中国居民收入与消费水平的提高，在运动健康方面的投入也越来越大；同时，官方也在进一步推动体育产业的发展与各类运动的普及。据“国务院 46 号文件”，2025 年之前中国的“运动经济”投入将达到 8500 亿美元。除此之外，各项国民运动计划也在逐步展开、执行中。

图表 31: 运动时尚服装示例



资料来源: Google, 东吴证券研究所

图表 32: 运动时尚服装示例



资料来源: Google, 东吴证券研究所

3.1.2. FILA 逆势崛起：华丽转型+定位精准，品牌重定位打造运营奇迹

尽管 FILA 于 2005 年便已开始开拓中国市场，但 FILA 进入中国市场的早期发展并不顺利。2007 年，在体育用品市场上一直依赖为耐克、阿迪达斯两大品牌代理销售的百丽国际以 4800 万美元的价格收购 FILA 在中国大陆及港澳地区的商标权，希望能在此市场上培养自有的运动品牌。然而，由于 1) 百丽国际的产品和渠道优势主要体现在女鞋行业，缺乏在中国开发国际品牌所需的特定经验与技术；2) FILA 当时主要定位于专业功能性运动品牌，在多重国内外成熟品牌包围下难以杀出重围；3) 2008 年前后的金融危机导致需求消费疲软，一定程度上影响了定位于高端市场的 FILA 的销量，2007 年及 2008 年，FILA 品牌中国业务分别录得亏损 1096 万元与 3918 万元。出于集中精力发展核心业务与提高运动产品盈利规模的考量，2009 年百丽国际将 FILA 在中国的商标权与业务以约 6 亿港元的价格出售给安踏。

图表 33：百丽国际与安踏体育 FILA 品牌运营比较

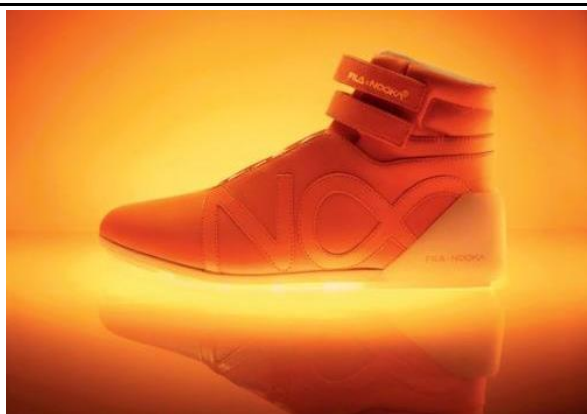
运营方	百丽国际	安踏体育
运营时间	2007-2009	2009 至今
品牌定位	专业功能性运动品牌	时尚运动品牌
销售渠道	经销为主	直营为主
运营表现	亏损	2014 年起扭亏为盈

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

更换中国区管理团队，改革后焕发新生机。在安踏收购 FILA 后的前几年中，由于品牌认可度低、渠道网络覆盖单薄等原因，品牌重塑与产品优化进展缓慢，FILA 的发展仍处于困境中。直到 2011 年，FILA 更换曾长期任职于欧莱雅、Lacoste 等品牌、在时尚界经验丰富的姚伟雄先生担任中国区总裁后，FILA 的发展才迎来新的生机，一直保持高速增长并于 2014 年首度扭亏为盈。其具体改进措施主要为：

品牌定位瞄准运动时尚，持续进军潮流界。源于意大利的 FILA 早期曾作为高时尚度运动品牌而出彩，然而到了 2010 年 FILA 已经着重于专业功能性运动领域。2011 年 FILA 作出了回归运动时尚的基调性战略转变，瞄准了当时市场上尚显空白的时尚与运动结合领域，并在随后的几年中多次尝试跨界合作进军潮流界，如与著名时装设计师 Matthew Waldman 合作推出「FILA x NOOKA」鞋产品系列、与美国时装品牌「Staple」发布 Staple x FILA 跨界系列等，以进一步标榜 FILA 的时尚性并吸引年轻消费者。而在后来越来越多运动品牌追求时尚化的趋势中，占得先机的 FILA 则更多的享受了潮流带来的红利。

图表 34：FILA x NOOKA 鞋产品示例



资料来源：FILA 官网，东吴证券研究所

图表 35：Staple x FILA 跨界系列产品示例



资料来源：FILA 官网，东吴证券研究所

产品与营销本土化，强化品牌影响力。 尽管 FILA 中国业务收归安踏旗下，但安踏仍给了 FILA 极大的自主运营空间以实现品牌本土化。在产品方面，为顺应亚洲人身型特点并充分演绎运动与时尚兼备的产品特点，FILA 先后与著名华裔设计师 Anna Sui, Jason Wu 推出「AnnaSui for FILA」, 「Jason Wu X FILA」等联名设计款；营销方面，从舒淇、李敏镐、美国队长 Chris Evan 到如今的高圆圆与陈坤，FILA 与在中国具有高影响力的国内外一线时尚明星合作，以进一步加强品牌对年轻群体的影响力。

采用直营策略，加强渠道整合与升级。 从 2011 年至 2014 年，FILA 从经销商手中收回大部分门店并改为直营管理，目前 FILA 直营门店占比已超过 80%。直营模式的加强有助于 FILA 优化分销网络与零售管理，并对门店形象进行管控与升级。通过对店铺重新进行装潢设计与产品陈列布局，FILA 摒弃了一般运动产品门店的拘谨风格，以更多的体现时尚感，从而在强化品牌形象的基础上带动人流、促进销售和提升店效。

运动时尚领域的迅速扩展、FILA 的适时切入与良好运营共同造就了 FILA 品牌的增长奇迹，也使 FILA 成功成为安踏新的增长引擎。 过去三年 FILA 销售增长 CAGR 超过百分之三十，过去一年更是达到 50% 以上；门店数量由 2014 年的 519 家迅速增长至 2017 年的 1086 家，店效在整个集团中名列前茅；销售占集团比例也高达 20%-30%。同时，公司还于 2015 年针对国内尚为空白的高端时尚运动童装市场推出 FILA KIDS，截至 2017 年底门店数量已超过 240 家，增长迅速。预计未来 FILA 将保持超过 30% 的零售额复合增长率，到 2020 年门店数目将达 1500-1600 家。

图表 36: 非安踏品牌（主要为 FILA）终端零售增长情况

	2016	2017	2018
Q1	-	40%-50%	80%-85%
Q2	-	50%-60%	
Q3	60%-70%	40%-50%	
Q4	50%-60%	85%-90%	

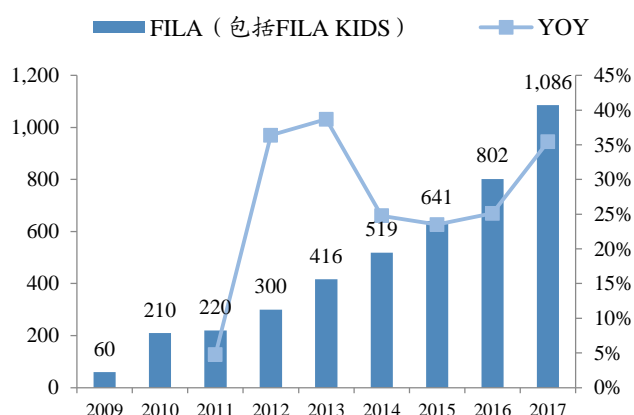
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 37: FILA 产品示例



资料来源：FILA 官网，东吴证券研究所

图表 38: 2009 年以来 FILA 店铺数量及其增长率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 比音勒芬：新品牌线拓展空间广阔，有望成为全新业绩增长极

FILA 在细分服饰领域的杰出表现为安踏业绩增长注入新鲜动力，比音勒芬子产品线也有望成为公司全新的业绩增长极。比音勒芬产品目前主要分为专业高尔夫系列、生活系列、时尚系列和度假旅游系列。生活系列、时尚系列和度假旅游作为瞄准运动休闲细分市场的子产品线，是主产品高尔夫服饰之外的有效补充；对比安踏集团对 FILA 品牌的运营及 FILA 在运动时尚领域的迅速发展，比音勒芬在专业高尔夫系列产品之外的运营拓展同样拥有广阔的拓展空间和增长前景。

度假旅游系列是 2017 年新推出的产品线，主要针对国内快速增长的高端旅游人群。2017 年 8 月 1 日，比音勒芬在广州举行了“缤纷旅型”度假旅游系列新品发布会，在基于“高端化+细分化”战略布局的基础上进行创新，以期打开旅行度假类服装市场，创造业绩增长新引擎。度假旅游系列产品主要定位于追求高品质旅行生活的高端消费人群，通过推出情侣装、亲子装以全面满足功能性、拍照效果、家庭装、时尚度等四大用户核心需求，比音勒芬立志成为国内外首家以度假旅游为主题的第一联想服饰品牌。同时，度假旅游系列产品将布局全国高端商业中心，依托公司原有渠道优势独立开店，深化产品形象，渠道拓展空间较大，有望为公司业绩带来全新增长点。

图表 39：比音勒芬度假旅游系列服饰亲子装



资料来源：比音勒芬官网，东吴证券研究所

图表 40：比音勒芬度假旅游系列服饰情侣装



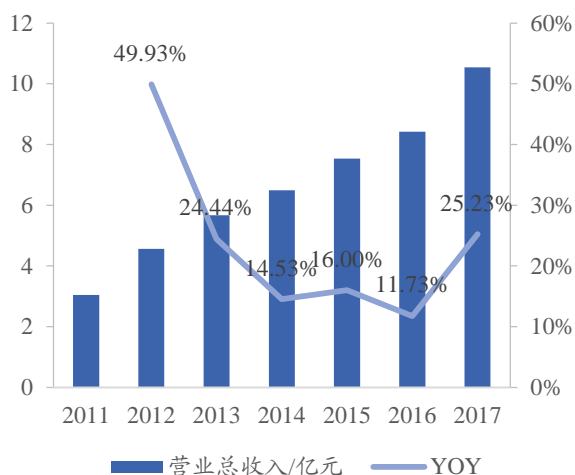
资料来源：比音勒芬官网，东吴证券研究所

4. 财务分析：收入稳健增长，盈利能力持续受益

4.1. 终端渠道稳步拓展+单店业绩提升，收入规模高速增长

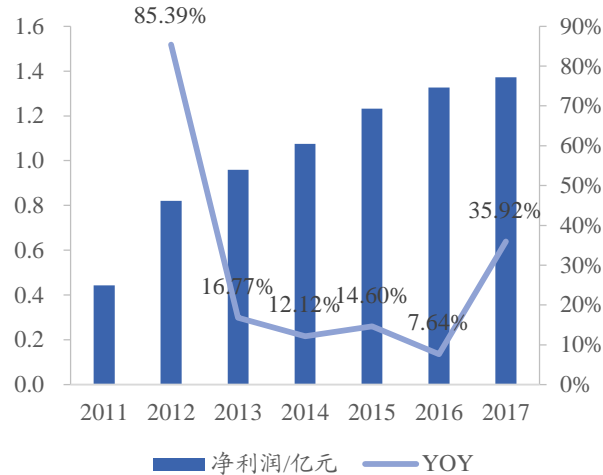
收入方面，11-17 年营业收入复合增长率达到 23.02%，2017 年收入/归母净利润同增 25.23%/35.92% 至 10.54/1.80 亿元，延续涨势，2018Q1 公司收入/归母净利润同增 30.31%/41.55% 至 3.70/0.85 亿元。

图表 41: 2011-2017 公司营收规模及其增速



资料来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

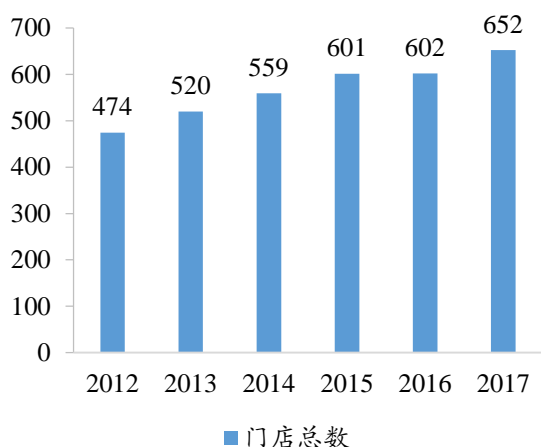
图表 42: 2011-2017 公司净利润及其增速



资料来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

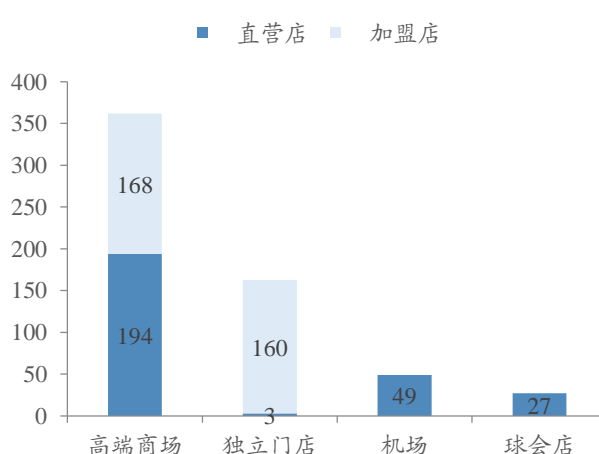
直营+加盟并进, 渠道扩张带动收入提升。就销售模式看, 公司采取直营和加盟相结合的形式, 拓展全国性销售网络。1) **渠道布局次分明:** 一、二线城市以设立直营店为主, 分正价店和折扣店两种, 其中, 折扣店作为处理过季存货的方式; 其他城市通过加盟模式加大销售终端密度。截至 2017 年, 公司营销网络覆盖全国 31 个省市, 终端门店数量为 652 家, 其中直营店 294 家, 加盟店 358 家。2) **致力布局高端渠道:** 由于产品定位于中高端人群, 公司终端门店主要布局于高档商圈, 包括核心商圈、客流大的机场、知名高尔夫球会所等。截至 2016 年 9 月, 公司高端商场店 362 家, 其中直营店 194 家; 独立门店 163 家, 以加盟店为主; 机场和球会所分别开设 49 和 27 家店, 全部为直营店。

图表 43: 2012-2017 公司门店数量



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 44: 2016 年 9 月公司门店分布情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

分渠道看, 各渠道销售收入稳速增长。根据公司招股说明书披露, 2016 年 1-9 月, 公司直营渠道实现收入 4.27 亿元, 占收入比重达 70.5%, 其中正价店实现收入 3.06 亿元, 折扣店实现收入 1.21 亿元; 加盟店渠道实现收入 1.79 亿元, 占比 29.54%。

图表 45: 2013-2016Q3 公司分渠道收入结构

	2013	2014	2015	2016Q3
直营店收入/亿元	3.63	4.28	5.19	4.27
YOY		17.78%	21.30%	
占比	64.07%	65.89%	68.90%	70.46%
其中: 正价店	2.73	3.11	3.80	3.06
YOY		14.07%	22.28%	
占比	48.06%	47.87%	50.46%	50.50%
其中: 折扣店	0.91	1.17	1.39	1.21
YOY		28.93%	18.68%	
占比	16.01%	18.02%	18.44%	19.96%
加盟店收入/亿元	2.04	2.22	2.34	1.79
YOY		8.73%	5.76%	
占比	35.93%	34.11%	31.10%	29.54%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

单店业绩提升, 近年来增速上行。受益于单店收入增速上涨, 2015-2017, 公司在门店数小量增长情况下, 分别实现收入 7.54 亿元、8.42 亿元和 10.5 亿元, 同比增速分别为 16.0%、11.73%、25.23%。分渠道看, 直营和加盟店单店收入增速上涨。具体到 2016 年 1-9 月, 我们估算公司直营渠道平均单店收入为 159 万元, 其中, 正价店单店收入 134 万元, 折扣店单店收入 267 万元, 加盟渠道单店收入 57 万元。从我们估算的各渠道门店单店收入来看, 公司在 2013 年至今在展店同时维持了稳定的单店收入增速, 我们估计 2017 年公司的零售口径平均单店销售水平 (考虑联营模式分成以及增值税) 已经超过 300 万元。

图表 46: 2013-2016Q3 公司分渠道单店收入及其增速

	2013	2014	2015	2016Q3
直营店				
单店收入/万元	176.25	184.66	199.70	159.21
YOY/%		4.77%	8.14%	
其中: 正价店				
单店收入/万元	145.64	148.65	165.77	133.51
YOY/%		2.07%	11.51%	
其中: 折扣店				
单店收入/万元	326.62	387.63	363.70	266.52
YOY/%		18.68%	-6.17%	
加盟店				
单店收入/万元	73.80	76.11	76.55	57.15
YOY/%		3.13%	0.58%	

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

注: 此处报表单店收入为东吴证券研究所估算, 其中单店收入=渠道收入/有效渠道数量; 其中, 有效渠道数量=期初门店数+本期关店数+本期新开店数*0.6

比照其他专业服装细分行业，公司所居行业仍处于高速增长阶段。基于类似的经营模式，我们选取中高端男装龙头九牧王进行比较，其中，近年公司的收入和净利润增速都处于较高水平，且仍处于高速增长阶段，收入和净利润规模有充分提升潜力。同时，从开店数量来看，2017年上半年，公司门店为603家（2017年末已达到652家），对比同期九牧王2669家门店，公司店铺扩张还有很大的空间。

图表 47: 2012-2017 公司与可比公司营收和净利润

公司	项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017
比音勒芬	营业总收入/亿元	4.56	5.67	6.50	7.54	8.42	10.54
	YOY/%	49.93%	24.44%	14.53%	16.00%	11.73%	25.23%
	净利润/亿元	0.82	0.96	1.08	1.23	1.33	1.80
	YOY/%	85.39%	16.77%	12.12%	14.60%	7.64%	35.92%
九牧王	营业总收入/亿元	26.01	25.02	20.68	22.57	22.71	
	YOY/%	15.20%	-3.81%	-17.34%	9.13%	0.65%	暂未披露
	净利润/亿元	6.68	5.37	3.51	4.04	4.23	披露
	YOY/%	29.07%	-19.62%	-34.76%	15.33%	4.63%	

资料来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 48: 2012-2017 公司与可比公司门店数量

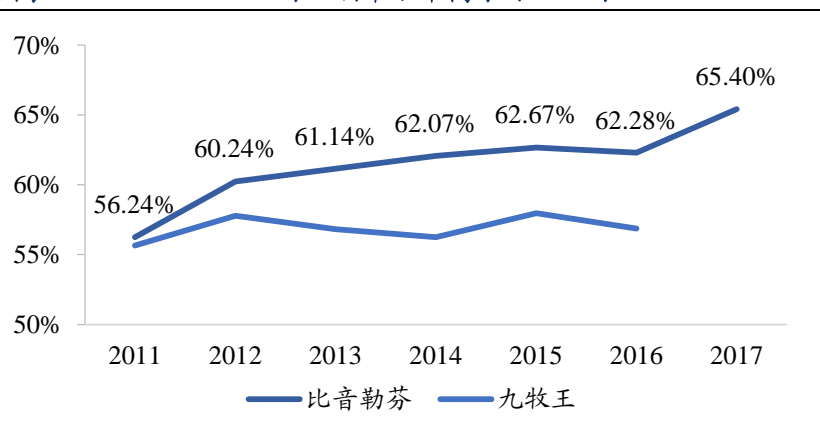
公司	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1	2017
比音勒芬	474	520	559	601	602	603	652
九牧王	3264	3124	2945	2792	2779	2669	暂未披露

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

4.2.轻资产运营+业务扩张，毛利率高，净利率持续提升

轻资产运营，毛利率水平较高。公司采用高端品牌营运模式，具有很强的轻资产模式特征，能够保持较高的毛利率水平。2011-2017年随产品竞争力的不断提升，公司毛利率水平一路上行，2017年达到65.40%，业内领先。

图表 49: 2011-2017 公司毛利率水平高于可比公司



数据来源: wind 资讯、东吴证券研究所

公司各类门店毛利率均保持稳定增长。分渠道看，2016年1-9月，公司直营店毛利率达到62.93%，其中，正价店毛利率最高，为72.69%，折扣店毛利率由于销售过季商品，促销力

度较大，毛利率为 38.16%；加盟渠道毛利率为 62.11%，；整个公司毛利率达到 62.69%，高于可比公司九牧王 57.76%的毛利率水平。

图表 50: 2013-2016Q3 公司与可比公司九牧王分渠道毛利率

公司	渠道	2013	2014	2015	2016Q3/2016*
比音勒芬	直营店	61.76%	62.18%	62.92%	62.93%
	其中：正价店	71.78%	71.56%	72.05%	72.69%
	其中：折扣店	31.65%	37.25%	37.92%	38.16%
	加盟店	60.05%	61.86%	62.10%	62.11%
九牧王	直营店		64.36%	64.79%	64.97%
	加盟店		51.47%	54.59%	52.90%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

*注：比音勒芬为 2016Q3 数据，九牧王为 2016 年年报数据。

公司仍处于高速发展期，不断拓展业务和完善销售网络，由于良好控制费用能力，销售费用和管理费用小幅增长。2017 年，公司销售费用率为 32.58%，同比上升 1.48 个百分点，费用上升主要与储备新系列有关，系公司继续扩张直营销售网络，职工薪酬、装修装饰费用/广告宣传费等营销费用有所提升；同时由于公司业务扩张和不断加大产品研发力度，管理费用率提升 1.57 个百分点到 11.23%；2014-2017，公司财务费用均为负值，主要系公司利息收入大于利息支出，2017 财务费用率为-0.94%。横向来看，公司期间费用率略高于九牧王，主要与两者渠道结构不同、比音勒芬直营收入占比更高有关。

图表 51: 2012-2017 公司与可比公司期间费用率

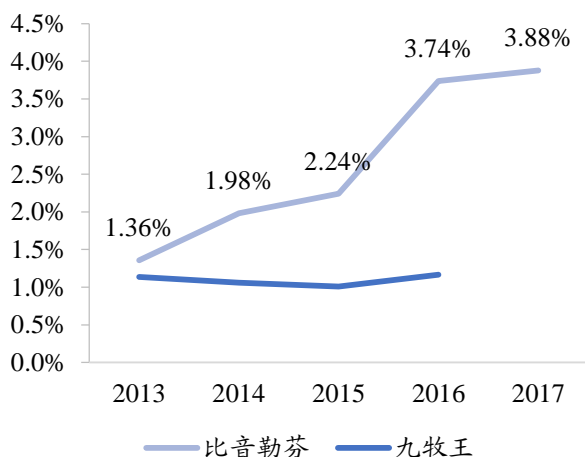
公司	项目/%	2012	2013	2014	2015	2016	2017
比音勒芬	销售费用率	25.94%	29.47%	30.40%	30.39%	31.10%	32.58%
	管理费用率	8.59%	8.18%	8.65%	9.74%	9.66%	11.23%
	财务费用率	0.17%	0.09%	-0.42%	-0.48%	-0.41%	-0.94%
九牧王	销售费用率	21.47%	23.25%	27.46%	25.69%	27.96%	
	管理费用率	7.17%	7.33%	9.96%	9.11%	8.65%	暂未披露
	财务费用率	-2.68%	-3.20%	-3.63%	0.13%	-0.27%	

资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

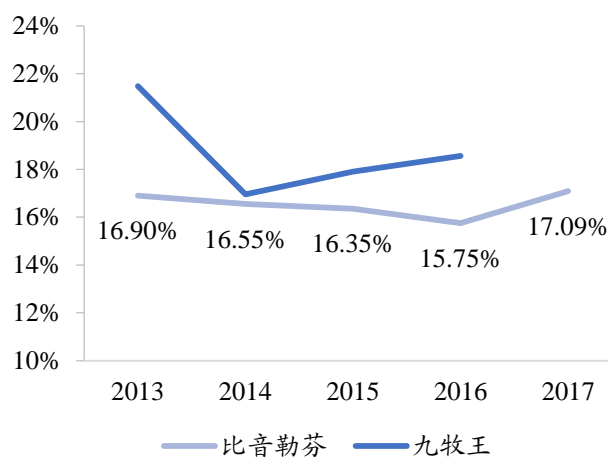
就研发费用看，公司研发费用率逐渐提升，2017 年，研发费用率为 3.88%，维持较高水平。未来随着收入规模增长和渠道布局不断落实，盈利能力将显著受益。2013-2017，公司净利率稳中有升，2017 年公司净利率为 17.09%，较上年同期上升 1.34 个百分点，展现出稳定向上的盈利能力。

图表 52: 2013-2017 公司研发费用投入较高

图表 53: 2013-2017 公司净利率率稳中有升



资料来源: wind 资讯, 东吴证券研究所



资料来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

4.3. 存货和应收账款周转天数较稳定, 现金流状况良好

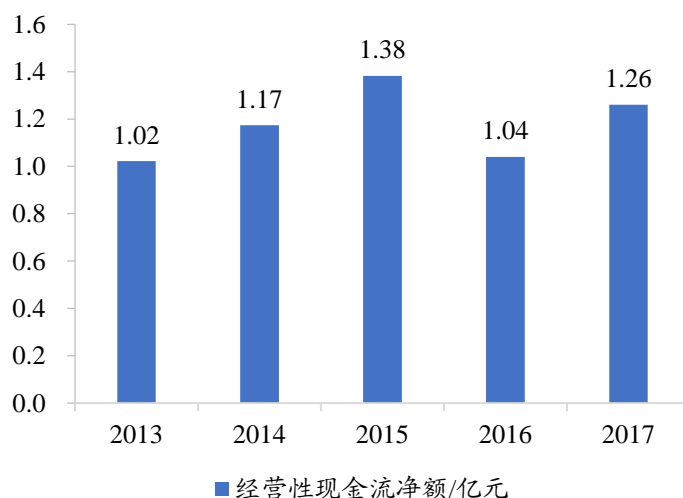
公司存货和应收账款周转较稳定, 经营性现金流净额比较稳健。2012 年以来公司的周转一直非常稳定, 2017 年存货周转天数有所上升主要与期内公司净增 50 家门店(且主要于 17Q4 集中开店), 产生相应铺货及备货需要有关, 而应收账款周转速度稳中有升, 说明加盟渠道库存健康, 从现金流来看, 2011-2017, 公司经营性现金流净额基本保持稳定, 2017 年公司经营性现金流净额为 1.26 亿元, 较 2016 年底增 21%, 现金流状况良好。

图表 54: 2012-2017 公司与可比公司存货周转天数和应收账款周转天数

公司	项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017
比音勒芬	存货周转天数/天	229.23	229.81	239.16	231.20	249.76	294.14
	应收账款周转天数/天	21.03	19.72	16.61	17.89	19.13	17.38
九牧王	存货周转天数/天	225.01	212.41	242.42	223.48	242.64	暂未披露
	应收账款周转天数/天	25.13	30.69	31.20	26.98	24.88	披露

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 55: 2013-2017 公司经营性现金流较稳定



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

4.4.盈利能力和资产管理能力良好，ROE 高于可比公司

高净利率+高资产周转率，ROE 水平高于可比公司。纵向看，2013-2015 年，由于未上市，净资产收益率未摊薄，分别为 38.59%、30.70%和 26.46%；2016 年上市后，ROE 被摊薄，截至 2017，ROE 为 13.22%，其中净利率维持高位，权益乘数稳定，总资产周转由于开店铺货增加带来的存货增长略有放缓，但整体运营健康，ROE 仍保持在高位水准。

图表 56：2013-2017 公司与可比公司 ROE 及其杜邦分解

公司	指标	2013	2014	2015	2016	2017
比音勒芬	ROE	38.59%	30.70%	26.46%	14.64%	13.22%
	净利率	16.90%	16.55%	16.35%	15.75%	17.09%
	总资产周转率	1.43	1.30	1.23	0.78	0.66
	权益乘数	1.60	1.43	1.32	1.19	1.18
九牧王	ROE	12.06%	7.83%	9.27%	9.68%	
	净利率	21.48%	16.95%	17.91%	18.56%	暂未披露
	总资产周转率	0.48	0.40	0.43	0.42	
	权益乘数	1.16	1.16	1.21	1.25	

资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

总体来看，随着门店数量扩张和单店业绩提升，公司收入稳健增长。未来随营销网络不断健全，公司零售终端覆盖范围和店效将进一步提升，盈利能力将受益。

5. 投资建议及盈利预测

从渠道上来看，未来公司仍将在主流高端商场、机场及会所等渠道进行拓店，同时由于度假旅游系列也将通过布局高端商场渠道开展销售，预计公司 18 年门店扩张在 50-60 家，同时对标 Fila 等品牌，公司仍在单店销售上行区间，门店的扩张以及单店销售的有效增长带动公司收入呈现快速增长态势，我们预计公司 2018/2019/2020 年收入同增 32%/31%/22%至 13.88/18.21/22.29 亿元，考虑各业务毛利率提升，归母净利同增 43%/40%/32%至 2.58/3.60/4.74 亿元，对应估值 25/18/14X。与 A 股男装龙头如九牧王相比，公司仍处在成长阶段，收入及业绩增速更高，估值相对业绩增速具有吸引力，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 57：比音勒芬驱动因素拆分

	2017	2018E	2019E	2020E
合计收入	1,054.43	1,388.36	1,821.33	2,228.62
YOY	25.23%	31.67%	31.19%	22.36%
门店数量	652	720	788	851
毛利率	65.40%	65.92%	66.85%	67.41%
其中：直营店（含联营）收入	776.06	1,070.64	1,461.13	1,822.48
YOY	30.73%	37.96%	36.47%	24.73%
占比	73.60%	77.12%	80.22%	81.78%
门店数量	294	332	370	403
估算报表单店收入（万元）	271.52	338.28	412.17	467.91
YOY	22.67%	24.59%	21.84%	13.52%

毛利率	65.83%	66.79%	67.80%	68.39%
其中：加盟店收入	278.37	317.72	360.20	406.14
YOY	12.08%	14.14%	13.37%	12.75%
占比	26.40%	22.88%	19.78%	18.22%
门店数量	358	388	418	448
估算报表单店出货（万元）	80.41	84.43	88.65	93.09
YOY	1.40%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	63.00%	63.00%	63.00%	63.00%

数据来源：2017 年直营、加盟收入及毛利率数据为估算，公司公告、东吴证券研究所预测

图表 58：比音勒芬与可比公司估值对比（单位：百万元）

	2017	2018E	2019E
比音勒芬			
归母净利润	180.2	257.8	360.3
YOY	35.92%	43.04%	39.77%
PE	35.51	24.83	17.76
九牧王			
归母净利润	453.0	536.7	628.2
YOY	7.10%	18.50%	17.00%
PE	18.41	15.54	13.28

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测，其中九牧王 2017 年为东吴证券研究所预测

6. 风险提示

1、展店不及预期：公司需要选取合适渠道进行拓店，若在此过程中缺乏符合公司品牌定位渠道，或造成公司展店数量不及预期。

2、同店增长不及预期：公司产品要求较强设计风格及时尚性，若设计中为符合当季潮流，或造成销售不及预期。

3、存货去化不畅带来风险：公司目前主要通过折扣店处理存货，若公司产品出现由于消费者偏好变化或者潮流变化带来销售未及预期，同时折扣店未能成功处理库存，将导致存货减值压力。

比音勒芬三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1505.11	1702.31	2098.95	2455.00	营业收入	1054.43	1388.36	1821.33	2228.62
现金	694.15	1112.91	1304.40	1561.29	营业成本	364.79	473.17	603.73	726.39
应收款项	53.71	78.51	94.95	107.65	营业税金及附加	11.49	13.88	18.21	22.29
存货	348.85	408.21	520.60	596.92	销售费用	343.58	435.93	562.77	664.11
其他	283.36	56.60	56.60	57.60	管理费用	118.45	132.90	168.87	197.92
非流动资产	226.58	224.59	249.58	262.76	财务费用	(9.90)	(11.84)	(13.87)	(16.60)
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	5.27	3.00	3.61	3.96
固定资产	5.47	6.26	5.52	2.18	其他	1.90	5.80	7.36	8.42
无形资产	108.44	106.33	104.01	102.14	营业利润	229.39	341.51	477.87	630.07
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外净收支	2.84	2.21	2.53	2.53
资产总计	1731.69	1926.90	2348.54	2717.76	利润总额	232.23	343.72	480.40	632.60
流动负债	289.04	279.78	420.32	423.71	所得税费用	52.01	85.93	120.10	158.15
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	29.68	39.81	64.76	63.04	归属母公司净利润	180.22	257.79	360.30	474.45
其他	21.71	13.74	15.24	16.90	EBIT	227.62	346.35	485.96	640.21
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	231.13	351.63	491.76	646.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	289.04	279.78	420.32	423.71	每股收益(元)	1.69	2.42	3.38	4.45
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(元)	13.52	15.44	18.08	21.51
归属母公司股东权益	1442.65	1647.12	1928.22	2294.06	发行在外股份(百万股)	106.67	106.67	106.67	106.67
负债和股东权益总计	1731.69	1926.90	2348.54	2717.76	ROIC(%)	12.24%	15.77%	18.90%	20.93%
					ROE(%)	13.22%	16.69%	20.15%	22.47%
					毛利率(%)	65.40%	65.92%	66.85%	67.41%
					EBIT Margin(%)	21.59%	24.95%	26.68%	28.73%
					销售净利率(%)	17.09%	18.57%	19.78%	21.29%
					资产负债率(%)	16.69%	14.52%	17.90%	15.59%
					收入增长率(%)	25.23%	31.67%	31.19%	22.36%
					净利润增长率(%)	35.92%	43.04%	39.77%	31.68%
					P/E	35.51	24.83	17.76	13.49
					P/B	4.44	3.89	3.32	2.79
					EV/EBITDA	27.69	18.20	13.01	9.90

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>