

# 比音勒芬 (002832.SZ)

## 细分赛道龙头，品牌力彰显

**短期变化：基本面运营稳健，终端表现靓丽。2020年公司竞争力凸显，销售快速回暖。**据我们跟踪，公司终端销售在2020Q2即实现了正向增长，我们认为公司2020H2终端表现优秀，预计2020年单Q4公司同店保持双位数增长，2020年全年收入业绩有望实现双位数增长。**库存有望持续优化，2021年健康成长。**公司多渠道去化库存效果明显。截至2020Q3末公司存货6.5亿元，较2019年同期降低3.8%，我们认为随着2020Q4销售端的顺利进行，公司库存结构有望进一步优化，为2021年的增长打下良好基础。**展望2021年**，我们认为随着公司销售渠道布局的进一步完善及产品的迭代，预计2021Q1仍将保持靓丽增长态势。

**长期成长：优质产品快速迭代，多维运营打造强劲核心竞争力。**公司**1) 品牌端：**比音勒芬&威尼斯双品牌矩阵差异化布局，比音勒芬作为运动时尚细分领域龙头，打造“中国高尔夫服饰第一品牌”，延展出运动时尚、商务时尚系列，威尼斯品牌孵化活力，拓展消费人群。**2) 产品端：**持续拥有大牌设计师及优质合作商加持，深耕传统文化推出故宫IP联名系列，更有21春季新品“始·续”以敦煌艺术为主题，进一步拉动线下销售。**3) 营销端：**娱乐、赛事及事件多点布局，品牌影响力持续扩大。公司与国家高尔夫球队再续八年之约，积极拥抱新零售营销模式，更牵手明星代言人杨烁带来良好品牌曝光，提升品牌定位。**4) 渠道端：**公司身处高景气运动时尚赛道，渠道扩张空间广阔。截至2020H1公司拥有终端909家（其中直营452家，加盟457家），长期来看，参考各线城市百货商场数量，我们认为门店数量能够达到1800-2000家。**疫情期间公司作为细分领域龙头竞争力凸显，掌握优势渠道位置**，我们预计2021年净增加150家门店左右，叠加同店增长，有望带动公司收入/业绩实现20%+增长。

**第三期员工持股计划股票购入完成，彰显信心。**公司推出第三期持股计划，拟筹集资金不超过1.5亿元，锁定期为12个月。本次员工持股计划覆盖范围广，计划覆盖人数不超过1320人（董监高6人），相较于二期不超过900人的范围更为广阔。资金来源主要包括参与对象的自筹资金及公司董事长提供的借款支持。**日前公司已完成该员工持股计划股票购买**，累计购入公司股票649.46万股，成交均价为人民币16.93元/股，成交金额为1.1亿元，买入股票数量占总股本1.24%，将按规定予以锁定。

**盈利预测与投资建议。**公司终端表现优异，伴随渠道扩张及运营效率提高，业绩有望实现快速增长。我们维持公司盈利预测，预计2020-2022年归母净利润4.68/5.80/6.90亿元，当前股价18.76元，给予目标价28元，对应2021年PE25倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情持续超预期；宏观经济疲软；威尼斯品牌孵化不达预期；运动休闲消费市场景气度回落。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,476	1,826	2,036	2,500	2,967
增长率 yoy (%)	40.0	23.7	11.5	22.8	18.7
归母净利润(百万元)	292	407	468	580	690
增长率 yoy (%)	62.2	39.1	15.1	23.9	19.0
EPS最新摊薄(元/股)	0.56	0.78	0.89	1.11	1.32
净资产收益率(%)	17.9	20.8	20.6	22.4	22.9
P/E(倍)	33.6	24.2	21.0	17.0	14.2
P/B(倍)	6.0	5.0	4.3	3.8	3.3

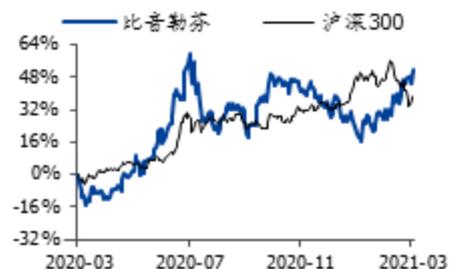
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

### 股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
最新收盘价	18.76
总市值(百万元)	9,831.65
总股本(百万股)	524.08
其中自由流通股(%)	65.13
30日日均成交量(百万股)	3.36

### 股价走势



### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

### 相关研究

- 《比音勒芬(002832.SZ)：基本面靓丽，估值极具吸引力》2021-02-28
- 《比音勒芬(002832.SZ)：第三期员工持股计划彰显发展信心，估值具备吸引力》2021-01-14
- 《比音勒芬(002832.SZ)：Q3业绩靓丽，有望持续高增长》2020-10-20

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1813	1899	2376	2789	3234
现金	543	475	821	904	1232
应收票据及应收账款	104	141	133	203	196
其他应收款	34	50	44	71	65
预付账款	99	84	120	131	167
存货	622	674	784	1006	1100
其他流动资产	409	474	474	474	474
<b>非流动资产</b>	307	626	575	604	638
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	9	219	214	220	229
无形资产	112	114	125	140	157
其他非流动资产	186	293	236	245	252
<b>资产总计</b>	2119	2524	2952	3393	3872
<b>流动负债</b>	479	535	648	772	823
短期借款	0	0	0	54	-0
应付票据及应付账款	158	155	197	235	274
其他流动负债	321	380	451	483	549
<b>非流动负债</b>	11	31	31	31	31
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	31	31	31	31
<b>负债合计</b>	490	566	679	804	854
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	181	308	524	524	524
资本公积	556	443	227	227	227
留存收益	891	1206	1412	1730	2158
归属母公司股东权益	1628	1957	2271	2589	3017
<b>负债和股东权益</b>	2119	2524	2952	3393	3872

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	171	333	519	335	695
净利润	292	407	468	580	690
折旧摊销	38	63	97	44	51
财务费用	-7	-6	-10	-12	-16
投资损失	-14	-17	-17	-17	-17
营运资金变动	-158	-124	-19	-260	-13
其他经营现金流	19	11	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-216	-309	-29	-56	-68
资本支出	105	226	-51	29	34
长期投资	-10	-89	0	0	0
其他投资现金流	-121	-172	-80	-27	-34
<b>筹资活动现金流</b>	-136	-82	-144	-250	-246
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	75	127	216	0	0
资本公积增加	-75	-114	-216	0	0
其他筹资现金流	-136	-96	-144	-250	-246
<b>现金净增加额</b>	-181	-58	346	29	382

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1476	1826	2036	2500	2967
营业成本	542	588	662	812	956
营业税金及附加	15	17	21	25	29
营业费用	438	548	591	735	875
管理费用	108	136	149	184	218
研发费用	46	59	66	81	96
财务费用	-7	-6	-10	-12	-16
资产减值损失	14	-29	37	25	30
其他收益	3	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	14	17	17	17	17
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	337	473	544	672	802
营业外收入	7	2	4	4	4
营业外支出	0	3	1	1	1
<b>利润总额</b>	344	472	546	675	805
所得税	51	65	78	95	114
<b>净利润</b>	292	407	468	580	690
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	292	407	468	580	690
EBITDA	365	520	624	695	825
EPS (元)	0.56	0.78	0.89	1.11	1.32

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	40.0	23.7	11.5	22.8	18.7
营业利润(%)	47.1	40.1	15.0	23.6	19.3
归属于母公司净利润(%)	62.2	39.1	15.1	23.9	19.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	63.3	67.8	67.5	67.5	67.8
净利率(%)	19.8	22.3	23.0	23.2	23.3
ROE(%)	17.9	20.8	20.6	22.4	22.9
ROIC(%)	17.0	19.8	19.6	20.9	21.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	23.1	22.4	23.0	23.7	22.1
净负债比率(%)	-32.7	-22.7	-34.8	-31.7	-39.8
流动比率	3.8	3.6	3.7	3.6	3.9
速动比率	1.5	1.2	1.5	1.5	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	18.7	14.9	14.9	14.9	14.9
应付账款周转率	5.5	3.8	3.8	3.8	3.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.78	0.89	1.11	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.64	0.99	0.64	1.33
每股净资产(最新摊薄)	3.11	3.73	4.33	4.94	5.76
<b>估值比率</b>					
P/E	33.6	24.2	21.0	17.0	14.2
P/B	6.0	5.0	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	25.3	18.1	14.5	13.0	10.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1. 短期: 运营稳健, 终端靓丽增长 .....	4
2. 长期: 品牌力出色, 渠道潜力清晰 .....	5
2.1 品牌: 中高端市场品牌力彰显 .....	5
2.2 营销: 多元化营销, 持续曝光夯实品牌力 .....	7
2.3 产品: 推陈出新, 保持品牌活性 .....	8
2.4 渠道: 特色化布局优势清晰, 全渠道增长可期 .....	10
2.5 股权激励彰显公司业绩信心 .....	12
3. 投资建议与盈利预测 .....	13
4. 风险提示 .....	15

## 图表目录

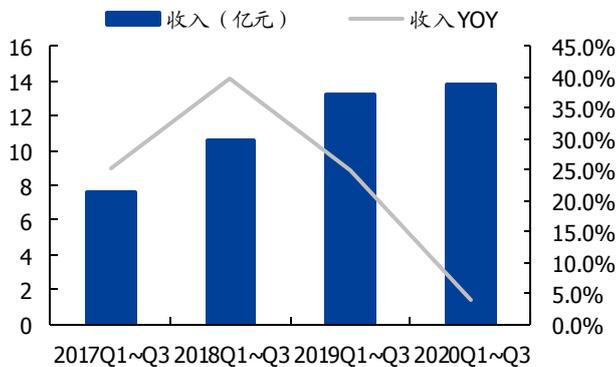
图表 1: 2017-2020 前三季度公司营业收入及 YOY (亿元, %)	4
图表 2: 2017-2020 前三季度公司归母净利润及 YOY (亿元, %)	4
图表 3: 2018Q1-2020Q3 公司营业收入及 YOY (亿元, %)	4
图表 4: 2018Q1-2020Q3 公司归母净利润及 YOY (亿元, %)	4
图表 5: 2017-2020Q3 末公司存货及 YOY (亿元, %)	5
图表 6: 2016-2020 前三季度存货周转及应收账款周转天数 (天)	5
图表 7: 公司双品牌矩阵图	6
图表 8: 2013-2023E 我国高净值人数及 YOY (万人, %)	6
图表 9: 2015-2020 年我国运动休闲服销售额单价 (亿元, 元/件)	6
图表 10: 2006-2020 我国旅游人次及人均旅游花费 (亿人次, 元)	6
图表 11: 比音勒芬*中国国家高尔夫球队签约仪式	7
图表 12: 比音勒芬新晋代言人、中国女子高尔夫球运动员冯珊珊	7
图表 13: 比音勒芬再次携手《大国品牌》栏目组	7
图表 14: CCTV2《正点财经》栏目特别报道比音勒芬	7
图表 15: 比音勒芬 X 杨烁直播	8
图表 16: 威尼斯品牌签约田亮夫妇开启品牌“星时代”	8
图表 17: 比音勒芬*故宫宫廷文化春季联名系列	9
图表 18: 比音勒芬 Gore-Tex 无惧风雨系列	9
图表 19: 比音勒芬 outlast 空调纤维系列	9
图表 20: 公司特色化渠道网络布局	10
图表 21: 2016-2020H1 公司直营/加盟店铺数量 (家)	11
图表 22: 2017-2019 年公司直营/加盟收入及 YOY (亿元, %)	12
图表 23: 2017-2019 年直营/加盟毛利率 (%)	12
图表 24: 比音勒芬紫禁城文化主题直播	12
图表 25: 比音勒芬与腾讯智慧零售签署战略合作协议	12
图表 26: 公司历次员工持股计划	13
图表 27: 2017-2022E 收入预测拆分表 (百万元, %)	13
图表 28: 公司当前估值水平处于近三年 (2018/03-2021/03) 中低位	14
图表 29: 比音勒芬 PE band	14

## 1. 短期：运营稳健，终端靓丽增长

公司疫情下整体表现出较强韧性，持续领跑行业。新冠疫情对整个服饰行业终端造成冲击，公司作为运动时尚行业细分龙头，疫情期间受到的负面影响相对较小，在经历了 Q1 收入/业绩分别下滑 22.3%/25.3%后，后疫情时代 Q2~Q3 凭借卓越的品牌力终端得以快速反弹，单 Q2 收入/业绩同增 7.03%/45.94%至 4.0/0.6 亿元，单 Q3 收入/业绩同增 27.7%/36.4%至 6.1/1.9 亿元，整体呈现加速恢复趋势。前三季度累计来看，公司收入/业绩同增 4.0%/12.0%至 13.8/3.5 亿元。我们跟踪预测 2020Q4 公司同店保持双位数增长、2020 年全年收入业绩有望实现双位数增长。

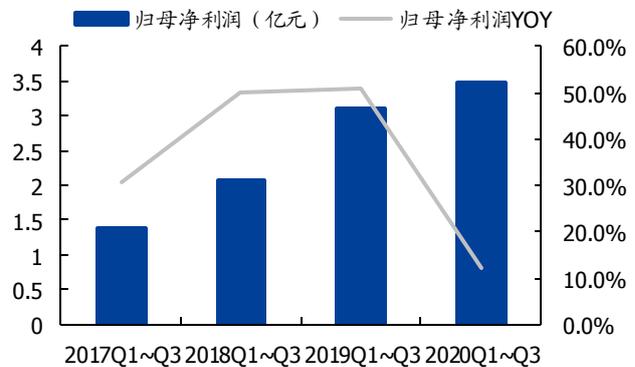
盈利质量进一步提升。终端折扣管理严格把控下，前三季度公司毛利率+0.9pcts 至 67.1%（其中单 Q3 毛利率同比+0.9pcts 至 69.9%），费用端随着公司控费提效+疫情下租金等下调，公司前三季度销售费用率/管理费用率分别-1.3pcts/-2.0pcts 至 27.1%/9.6%，综合使得净利率+1.8pcts 至 25.3%。

图表 1: 2017-2020 前三季度公司营业收入及 YOY (亿元, %)



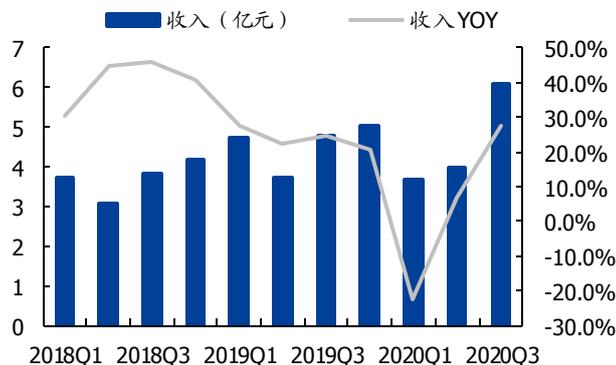
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 2017-2020 前三季度公司归母净利润及 YOY (亿元, %)



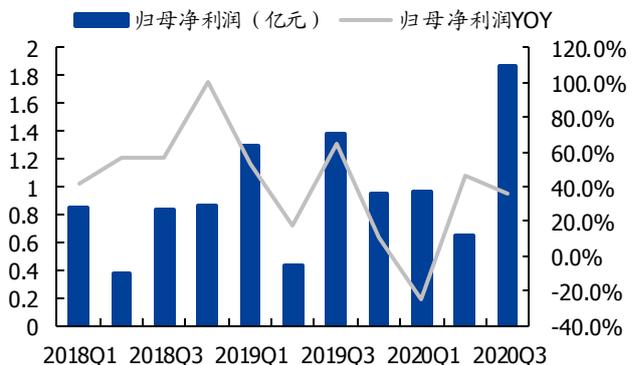
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 2018Q1-2020Q3 公司营业收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 2018Q1-2020Q3 公司归母净利润及 YOY (亿元, %)



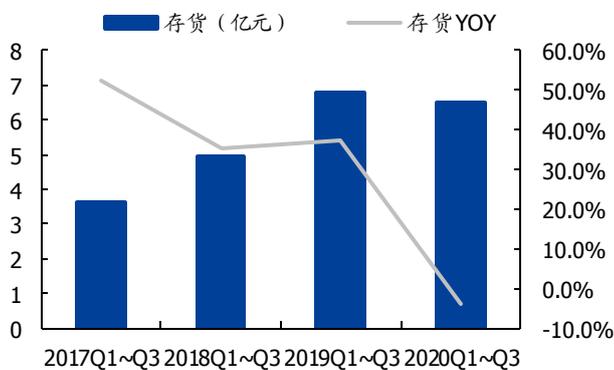
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

展望 2021 年，我们预计靓丽增长持续。公司基本面运营稳健，2021 年以来终端表现靓丽，我们估算 2021 年 1-2 月累计终端流水相比 2019 年实现正向增长。随着公司销售渠道布局的进一步完善及产品的迭代，我们预计 2021 年 Q1 仍将保持靓丽增长态势，全年收入端有望保持 20%左右增速增长。

**运营层面：库存去化效果明显，门店质量迭代提升，为 2021 年健康增长奠基。**

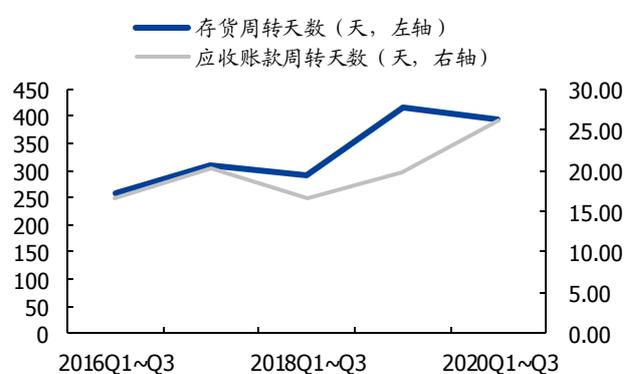
- 存货结构改善，运营健康轻化。公司按照 10:1 比例布局奥莱渠道，多渠道去化库存效果明显。截至到 Q3 末公司存货 6.5 亿元，较 2019 年同期降低 3.8%。前三季度存货周转天数较去年同期下降 19.5 天至 394.9 天，应收账款周转天数增加 6.3 天至 26.1 天。我们认为随着 Q4 销售端的顺利进行，公司库存结构有望进一步优化，将为 2021 年的增长打下良好基础。
- 优质拓店加速，2021 年有望再交靓丽答卷。公司身处高景气运动时尚赛道，渠道扩张空间广阔。截至 2020H1 公司拥有终端 909 家（其中直营 452 家，加盟 457 家），我们预计 2020 全年新增门店 80-100 家。疫情期间公司作为细分领域龙头竞争力凸显，掌握优势渠道位置，我们预计 2021 年净增加 150 家门店左右，叠加同店增长，有望带动公司收入/业绩实现 20% 左右增长。

图表 5: 2017-2020Q3 末公司存货及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2016-2020 前三季度存货周转及应收账款周转天数 (天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2. 长期：品牌力出色，渠道潜力清晰

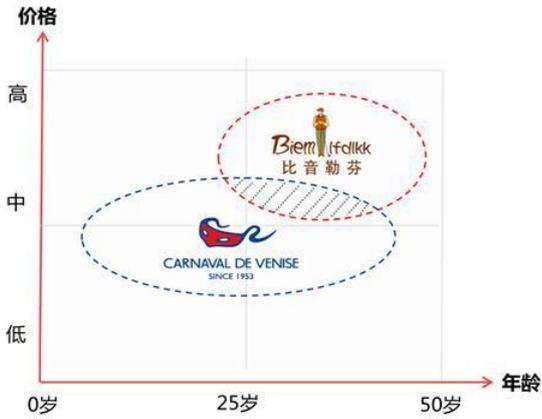
### 2.1 品牌：中高端市场品牌力彰显

**运动时尚细分领域龙头，打造“中国高尔夫服饰第一品牌”。**公司深耕运动时尚领域多年，随着公司不断夯实高尔夫服饰细分行业的领军地位，比音勒芬已成功建立起“中国高尔夫服饰第一品牌”的品牌形象，在市场上彰显出卓越的品牌力。据公司公告，中国商业联合会、中华全国商业信息中心数据显示，比音勒芬品牌高尔夫服装目前已经连续三年（2017-2019 年）位列同类产品综合占有率第一名。在 2020 年 12 月举办的首届中国高尔夫年度盛典上，公司作为中国高尔夫产业公司代表出席并获得“年度合作伙伴”的荣誉。

**高端消费潜力充足，公司终端独特品牌力彰显。**1) 行业方面，我们认为服装消费市场正处于结构升级中，中高端品牌赛道优质。据公司公告的《中国私人银行 2019》数据显示，2018 年国内高净值人士（个人可投资金融资产超 600 万元）的人数达到 167 万人，总人数位列全球第二，预计到 2023 年将增长至 241 万人。我们判断高收入人群数量

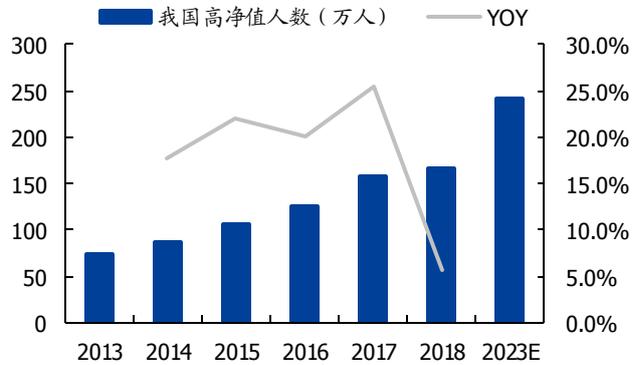
的增长将带来整体服装消费的结构升级，随着消费者对服装品质化要求提升，国内中高端休闲服装市场向好趋势明显。**2) 公司方面**，公司品牌定位于中高端市场，深耕细分高尔夫运动服饰领域，主要面向一二线城市中高收入 35-55 岁人群，品牌定位特色鲜明且壁垒显著，短期疫情下终端所受影响较小、恢复势头强劲，长期来看，优质渠道稳健扩张下，持续提升的品牌力有望在终端得到进一步的彰显。

图表 7: 公司双品牌矩阵图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 2013-2023E 我国高净值人数及 YOY (万人, %)

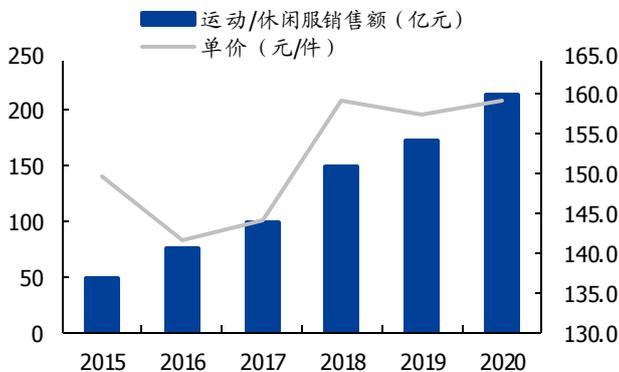


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**双品牌矩阵差异化布局, 威尼斯品牌孵化活力。**公司采用双品牌矩阵打法, 交错覆盖用户群体、搭建多场景服饰覆盖范围, 在主品牌比音勒芬稳驻运动时尚服饰赛道的同时, 副品牌威尼斯狂欢节 (2019 年推出) 则定位于家庭旅游服装市场, 丰富产品消费场景, 为追求高品质出行的中产消费人群提供亲子家庭服装、情侣装等主打产品。

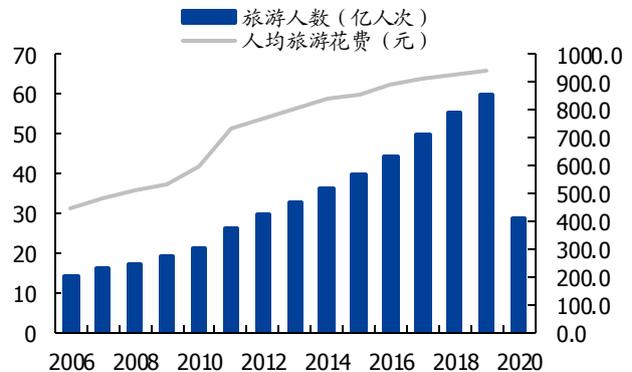
- 威尼斯品牌端孵化持续: 据我们追踪判断, 威尼斯品牌目前已经拥有数十家门店, 品牌规模和品牌效应仍然处于发展状态。
- 我们看好未来旅游度假相关产业的发展前景, 2009-2019 年我国旅游人数由 19.0 亿人次增长至 60.1 亿人次, CAGR 达 12.2%, 同时旅游消费升级持续, 同期人均旅游花费由 535.4 元增至 944.7 元。我们判断伴随着国内旅游大众化及旅游消费升级的趋势, 我们认为度假旅游服饰品牌威尼斯将迎来高速成长期, 或将扩大公司产品系列延展性及业务扩张潜力。

图表 9: 2015-2020 年我国运动休闲服饰销售额单价 (亿元, 元/件)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 2006-2020 我国旅游人次及人均旅游花费 (亿人次, 元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.2 营销：多元化营销，持续曝光夯实品牌力

公司营销资源优质且密集，积极接洽高尔夫行业专业资源、优质的影视文化资源、密集的时尚明星资源多方位营销，以丰富、高度、持续的曝光，巩固品牌形象、拔高品牌调性、夯实品牌力。

**行业资源丰富，强化专业属性：**公司主品牌比音勒芬作为中国高尔夫服饰第一品牌，品牌专业度受到高尔夫行业业内高度认可的同时，享有业内优质头部宣传营销资源。公司深度绑定高尔夫运动文化基因，自2013年起正式成为中国国家高尔夫球队合作伙伴，为国家队提供高尔夫赛事相关服饰装备，并于2020年9月公司与国家队再续8年合作之约。2020年2月官宣中国“高球一姐”冯珊珊正式成为比音勒芬品牌代言人，进一步扩大品牌在业内的影响力。在2020年12月举办的首届中国高尔夫年度盛典上，公司作为中国高尔夫产业公司代表出席并获得“年度合作伙伴”的荣誉。

图表 11: 比音勒芬\*中国国家高尔夫球队签约仪式



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 12: 比音勒芬新晋代言人，中国女子高尔夫球运动员冯珊珊



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

**影视资源优质，拔高品牌调性：**公司积极接洽高质量的、影响广泛深远的影视宣传资源，包括央视财经栏目等，以此进行品牌形象营销与建设。2020年比音勒芬以中国高尔夫服饰领域标杆品牌的身份，再次携手 CCTV《大国品牌》栏目组讲述品牌故事，夯实比音勒芬作为中国品牌、民族品牌的标签，渲染品牌形象、拔高品牌调性。公司在疫情下终端的靓丽表现也赢得了市场广泛关注，CCTV2《正点财经》栏目就此特别报道并介绍比音勒芬品牌，在进一步提升品牌知名度、强化品牌力的同时为终端产品引流。

图表 13: 比音勒芬再次携手《大国品牌》栏目组



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 14: CCTV2《正点财经》栏目特别报道比音勒芬



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

**明星资源密集，带来高频曝光：**在时尚明星资源方面，公司目前已经形成了相当丰富和庞大的明星资源矩阵，在长期与契合品牌灵魂的明星代言人深度合作助力品牌形象建设的同时，短期灵活捕捉娱乐热点，营造品牌的高密度、高强度、高持续性的流量曝光。

- 比音勒芬品牌方面，**强调品牌调性及高端品牌形象的巩固与维护。**公司与品牌代言人杨烁、品牌形象大使江一燕的长期持续合作活动不断给品牌带来热点，2019年公司推出明星江一燕联名系列作为第十九届中国文旅全球论坛公益联名款礼品，2020年5月携手代言人杨烁举办明星直播活动，以直播活动的形式建立沟通反馈的服务机制，深度运营私域流量，增加品牌亲和力的同时巩固用户圈层。同时陶虹、刘敏涛等明星街拍等短期热点带来新鲜关注流量。
- 度假系列威尼斯品牌正处于品牌孵化和培育期，**注重品牌曝光的密集度与热点潮流度。**2019年签约契合品牌形象的明星夫妇田亮叶一茜作为首任品牌代言人，同时持续捕捉明星杂志拍摄等短期时尚资源，引入陆毅、张碧晨、马天宇、鲍蕾、张云龙、胡冰卿、祝绪丹等明星资源，轮番助力新品牌形象建设及短期引流。

图表 15: 比音勒芬 X 杨烁直播



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 16: 威尼斯品牌签约田亮夫妇开启品牌“星时代”



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

**借力新零售渠道，探索新兴营销更多可能。**公司借力新兴营销渠道，以新颖的方式进行主题直播与跨界合作，如开展紫禁城文化主题直播讲述品牌故事并渲染品牌形象、与青花郎跨界战略合作等。公司比音勒芬品牌 2020 年与中国酱香型白酒品牌青花郎进行战略合作，以联手推出联名产品的方式，进行消费流量的共享以达到互相引流的效果，同时起到营销协同、强强联合的品牌形象宣传及品牌建设效果。

### 2.3 产品：推陈出新，保持品牌活性

公司深谙品牌力是中高端服饰品牌竞争聚焦点，而品牌产品风格本身具有一定延展性，产品端不断推陈出新方能巩固品牌力。公司始终注重产品设计与研发，2013 年起携手北京服装学院打造高尔夫人体工程研究中心，近年来邀请英、韩等多国新锐设计师入驻补充设计团队，据公司公告，截至 2019 年末，公司拥有相关授权专利 51 项，2019 年内品牌设计产品超千款。

- **产品定位多元，优质系列迭代出新。**比音勒芬产品定位于运动时尚赛道，主要面向 30 岁以上的中高端收入男士。1) 品牌产品系列定位多元，分为高尔夫服饰系列、生活系列、时尚系列，产品架构拥有足够的宽度和深度，凭借出色设计和优良质量满足消费者在舒适度、商务性、潮流性等一系列方面的需求。2) 在原有产品系列架

构的基础上，公司在保持自有品牌调性的同时，紧跟趋势推出一系列新产品带动终端销售。如当下国潮新锐元素设计兴起，公司以中国传统文化元素结合品牌属性推出故宫IP国潮“天官赐福”系列，利用文化赋能讲好品牌故事。2020年秋季以“根·源”为主题推出新品，2021年春季继续携手故宫宫廷文化推出联名“得胜回潮”系列，持续引发市场积极反响、带动公司春季终端销售。

图表 17: 比音勒芬\*故宫宫廷文化春季联名系列



资料来源：天猫，国盛证券研究所

- 以全新的面料技术带来创新的产品体验。公司在注重款式时尚感设计的同时在兼顾面料的高档次、高性能属性，多年来与美国军方面料供应商 POLARTEC、美国宇航服面料供应商 GORE-TEX、日本奢侈品面料供应商 ITOCHU 等全球知名供应商保持紧密合作关系。2019 年公司结合 NASA（美国航空航天局）所研发的 outlast 技术推出比音勒芬空调纤维系列，该技术在面料中引入相变调温纤维，使得衣物达到主动调节温度的作用，从而为消费者提供全新的科技功能性穿着体验。

图表 18: 比音勒芬 Gore-Tex 无惧风雨系列



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 19: 比音勒芬 outlast 空调纤维系列



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 2.4 渠道：特色化布局优势清晰，全渠道增长可期

针对品牌定位形成特色渠道布局，覆盖广、渠道力强。公司品牌定位于中高端市场，深耕细分高尔夫运动服饰领域，主要面向一二线城市中高收入 35-55 岁人群，基于此公司建立起全方位的特色化营销网络：①针对品牌“运动时尚”、“高尔夫服饰”定位独有的营销网络布局，除了购物中心、百货之外还布局全国高尔夫球场、机场高铁等，特色化优势难以取代。②覆盖全国的渠道网络赋予了公司业务触达的广度和深度。截至 2020 年 H1 末，公司共计拥有线下门店 909 家（其中直营店铺 452 家、加盟店铺 457 家），较年初净增加 15 家。

- 广泛分布于一二线**高端大型百货及购物中心**，所处地周围客流消费倾向与品牌定位相符，便于有效培养忠实稳定的品牌用户。同时，公司所面向客户群体对于价格的低敏感性、高消费能力、牢固的品牌忠诚度为其渠道力和品牌力的稳健扩张奠定基础。
- 覆盖重要交通枢纽的**高铁机场**，其高端商旅客流与公司目标客户高度匹配。机场与高铁人流密集，公司在高效获客的同时能够广范围输出品牌力。
- 布局全国知名**的高尔夫球所**，高度匹配公司高尔夫基因和运动时尚的属性。高级球所店的渠道布局密切契合了公司“中国高尔夫服饰第一品牌”的定位，产品销售方面，能够精准定位有高尔夫运动需求的消费人群引流终端，利于进一步培养长期稳定消费；品牌建设方面，对于高级球所店的布局能够强化品牌印象的运动时尚属性、夯实品牌业内影响力有效、维持品牌调性。
- **奥特莱斯**门店强效消化库存，助力健康增长。公司按照 10:1 比例布局奥莱渠道，多渠道去化库存效果明显。截至到 Q3 末公司存货 6.5 亿元，较 2019 年同期降低 3.8%，我们认为随着 Q4 销售端的顺利进行，公司库存结构有望进一步优化，为 2021 年的健康增长打下良好基础。
- 积极布局**线上渠道**，与电商平台进行深度合作。2019 年上半年比音勒芬天猫旗舰店正式开业，多样化消费流量分布，旨在给消费者提供全方位便捷化的消费体验。同时借助新零售，使得电商渠道作为便捷高效的交易平台的同时兼任了开拓新的消费流量的功能。

图表 20: 公司特色化渠道网络布局

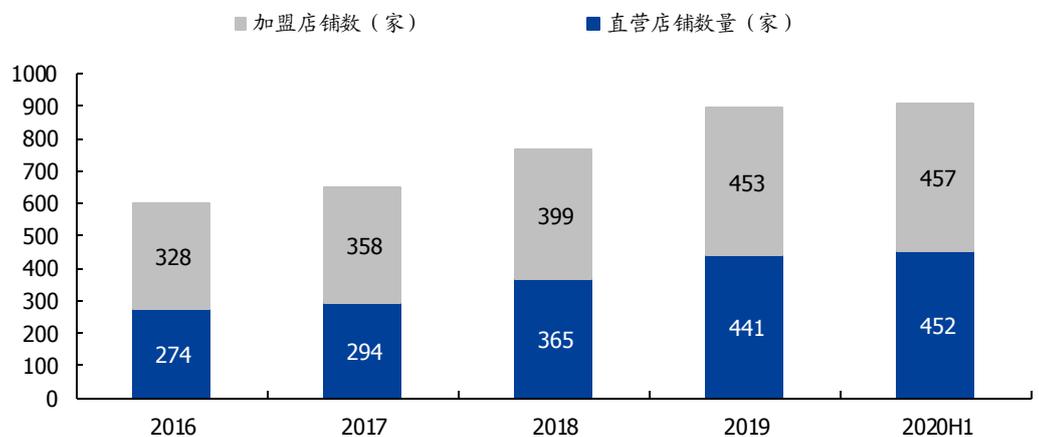


资料来源：公司公告，国盛证券研究所绘制

**线下优质拓店迭代，店效持续攀升。**分销售模式来看，公司2019年直营/加盟渠道收入分别11.94/6.31亿元，较去年同期增长16.0%/41.5%，直营/加盟店铺数量分别较去年末增长76/64家。在关闭低效小店、新开优质大店、“调位置、扩面积”的战略下，公司的线下营销网络得到结构性优化，优质拓店持续的同时店铺盈利质量水平持续提升，量价双管齐下有效拉动销售业绩。分量价拆分来看：

- **店数方面持续攀升：**1) 近年来公司重点聚焦营销网络的扩张及升级，直营/加盟全渠道拓店持续，2017-2019年公司直营店铺数分别净增加20/71/76家，加盟店铺数量分别净增加30/41/54家。疫情下公司把控低成本机遇持续拓店，截至2020年H1末，公司线下直营/加盟门店较年初净增加14/1家至452家/457家。2) 展望未来，城市社区化+渠道下沉战略化拓宽开店上限，我们预计公司入驻高端社区针对性精准捕捉私域流量，同时及渠道下沉至三四线中低线城市寻求新兴中产流量，我们预计2021年公司开店数量有望达到150家左右。长期来看，参考各线城市百货商场数量，我们认为门店数量能够达到1800-2000家。

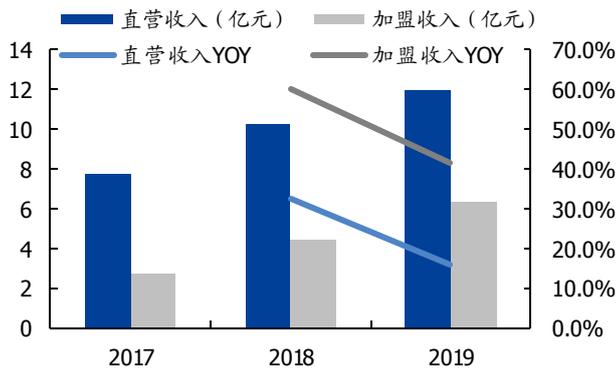
图表 21: 2016-2020H1 公司直营/加盟店铺数量 (家)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所绘制

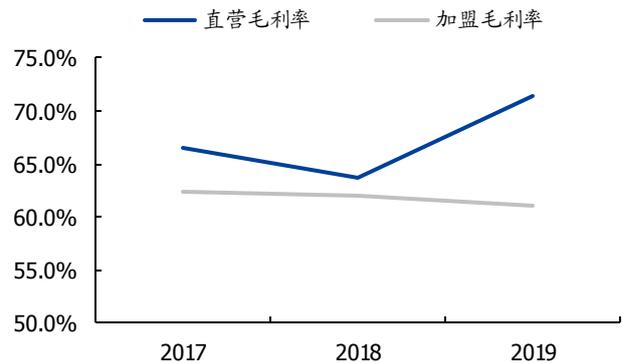
- **店效方面，质优门店迭代推动店效提升。**公司在持续拓店的同时，对原有店铺形象及质量进行升级优化，同时注重大型旗舰品牌店及精品店的打造，从而提升运营效率、优化升级门店质量，有效持续提升单店销售业绩并为消费者提供更加优质的购物体验。同时随着公司品牌力持续上行、数字化运营带来效率的提升、对于VIP客户维护运营的改善叠加进一步拉升了门店经营及盈利质量，2017-2019年公司毛利率始终保持在60%以上。

图表 22: 2017-2019 年公司直营/加盟收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 23: 2017-2019 年直营/加盟毛利率 (%)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

**电商业绩突出, 拥抱新零售探寻新增长点。** 1) 短期疫情下电商表现较为突出, 公司通过社群营销等新零售方式把握私域流量, 同时通过 KOL 直播带货、微信小程序等方式发力新零售实现部分销售。2) 长期来看, 新零售及渠道融合成为公司的长期趋势, 公司加强新零售平台及信息化系统建设, 在物流管理、VIP 客户管理等环节引入数字化系统以减负提效。6 月与腾讯智慧零售签署战略合作协议, 就数字营销、智慧门店等方面达成合作共识, 如利用腾讯互动设备、AR/VR、人脸识别等先进技术, 优化用户体验, 打造智慧门店样板店等, 整合资源共同发力探索新零售。我们认为随着公司全面开启数字化运营, 线上线下渠道资源融合发力, 强化数字化运营、把控私域流量, 终端业务有望持续焕发活力。

图表 24: 比音勒芬紫禁城文化主题直播



资料来源: 腾讯新闻, 国盛证券研究所

图表 25: 比音勒芬与腾讯智慧零售签署战略合作协议



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

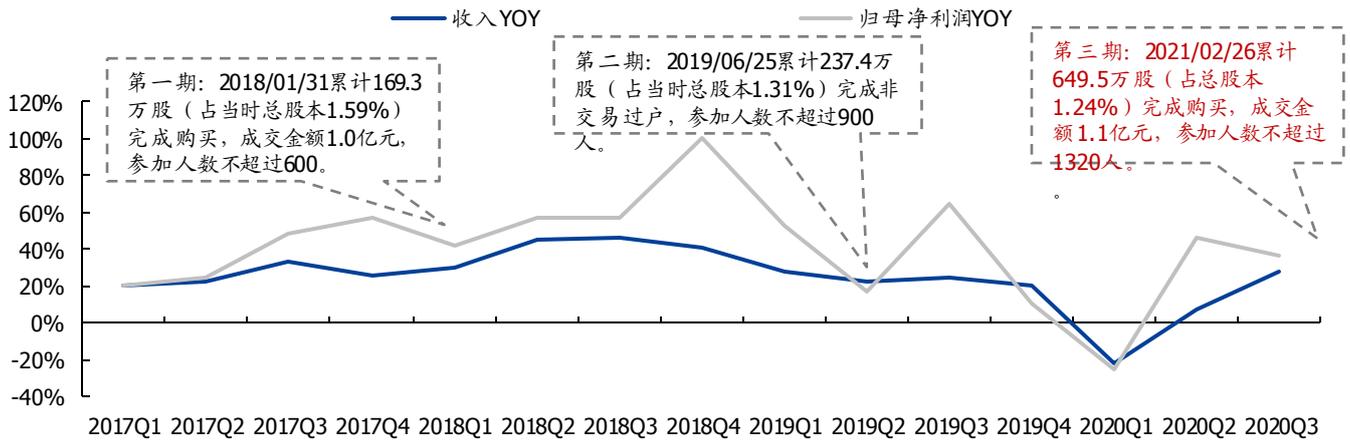
## 2.5 激励彰显公司业绩信心

**员工持股计划扩大范围, 调动员工积极性。** 公司推出第三期持股计划并于 2021 年 2 月完成购买, 再次彰显公司业绩信心。本次持股计划: 累计购入公司股票 649.46 万股, 成交均价为人民币 16.93 元/股, 成交金额为 1.1 亿元, 买入股票数量占总股本 1.24%。新实施的第三期员工持股计划覆盖范围广, 计划覆盖人数不超过 1320 人 (董监高 6 人), 相较于第二期不超过 900 人的范围更为广阔。资金来源主要包括参与对象的自筹资金及

公司董事长提供的借款支持。

历次员工持股计划促进业绩作用明显，第三期有望持续助力增长。我们复盘公司历次股权激励计划，历次股权激励后公司收入业绩增速较股权激励之前有较为明显的增速提升。2018年初实施第一期员工持股计划实施后，2018年Q1-Q4公司归母净利润同比增速分别41.6%/56.6%/56.7%/100.8%，环比持续呈现提升趋势；2019年年中第二期股权激励计划实施后，2019年Q3公司归母净利润增速提升至64.4%。我们认为公司的员工持股计划方案成熟且有效，能够有效绑定管理层及核心员工利益，调动员工积极性从而调动业绩增长潜力。本次（即第三期）员工持股计划范围及力度更大，有望进一步激发团队活力、助力业绩增长。

图表 26: 公司历次员工持股计划



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 均为单季度同比增速)

### 3. 投资建议与盈利预测

**盈利预测:** 1) 公司终端表现靓丽, 我们预计渠道优质扩张下公司 2020-2022 年营业务收入分别为 20.4/25.0/29.7 亿元, 分别同比增长 11.5%/22.8%/18.7%。2) 公司品牌力持续提升, 终端折扣把控严格, 我们预计毛利率稳中有升, 预计 2020-2022 年毛利率分别为 67.5%/67.5%/67.8%; 3) 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.68/5.80/6.90 亿元, 同比分别增长 15.1%/23.9%/19.0%。

图表 27: 2017-2022E 收入预测拆分表 (百万元, %)

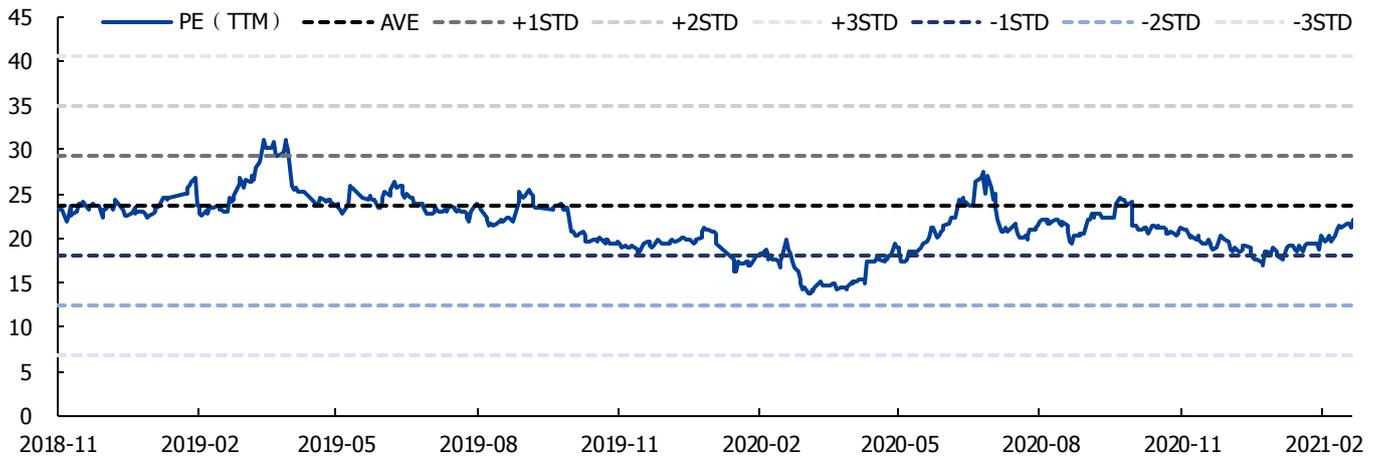
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1054.4	1475.7	1825.5	2036.2	2499.5	2967.4
YoY	25.2%	40.0%	23.7%	11.5%	22.8%	18.7%
门店数量 (家)	652	764	894	1018	1153	1263
净增加数 (家)	50	112	130	124	135	110
毛利率 (%)	65.4%	63.3%	67.8%	67.5%	67.5%	67.8%
净利率 (%)	12.2%	16.0%	20.0%	18.7%	19.5%	23.3%
归母净利润 (百万元)	180.2	292.3	406.6	467.9	579.8	690.2
YoY	35.9%	62.2%	39.1%	15.1%	23.9%	19.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

**相对估值：低估值具备强吸引力。**公司近三年历史估值（TTM）中枢 23.9 倍，当前估值水平 22.1 倍略低于中枢水平。我们认为疫情给 2020 年公司经营情况及业绩等财务表现造成一定程度的影响，当下 PE（TTM）并不能完全真实体现公司实际估值水平，我们判断当下公司估值实际处于较低位，具备较强吸引力。公司品牌力彰显带来终端表现出色，运营稳健健康，我们预计业务收入及业绩均有望继续提升，从而持续拉动估值水平提升。

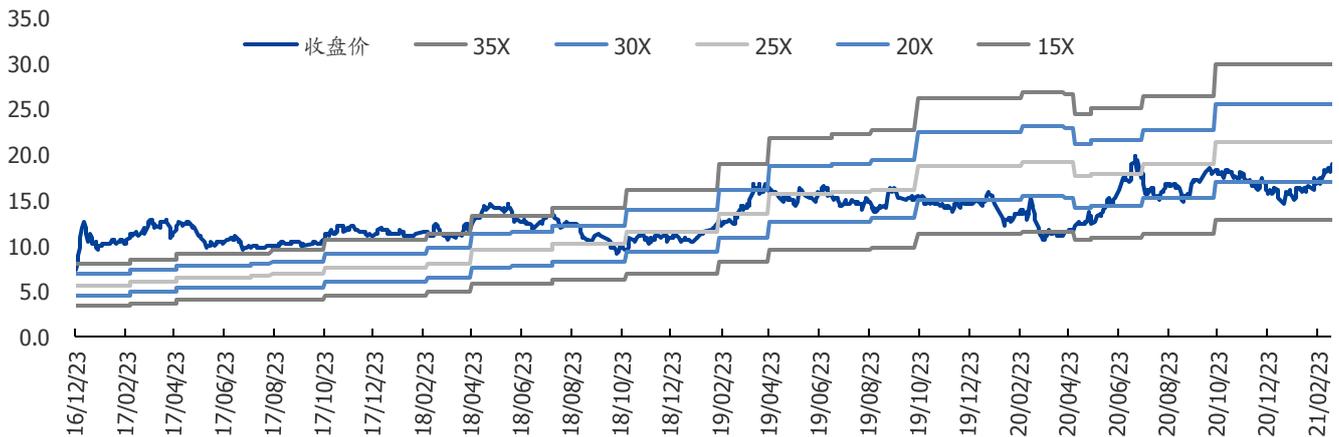
**投资建议：**公司定位运动时尚细分市场，高端品牌力彰显，终端表现优异，伴随渠道扩张及运营效率提高，业绩有望实现快速增长。我们维持公司盈利预测，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.68/5.80/6.90 亿元，同比分别增长 15.1%/23.9%/19.0%。当前股价 18.76 元，给予目标价 28 元，对应 2021 年 PE 为 25 倍，维持“买入”评级。

图表 28: 公司当前估值水平处于近三年（2018/03-2021/03）中低位



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 29: 比音勒芬 PE band



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 4. 风险提示

**疫情持续超预期：**新冠疫情持续时间及影响超过预期有可能会给公司终端销售情况带来一定不确定性。

**宏观经济疲软：**宏观经济景气下行可能会影响居民可支配收入收缩，从而导致购买实力消减。

**威尼斯品牌孵化不达预期：**度假旅游品牌威尼斯狂欢节为公司推出的新品牌，当前正处于品牌培育孵化期，倘若新品牌发展不及预期，或给公司业务带来一定经营风险。

**运动休闲消费场景景气度回落：**公司是运动休闲市场细分领域龙头，若所处优质赛道高景气度回落，或影响公司终端业务扩张速度。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com