

# 比音勒芬 (002832)

证券研究报告

2021年10月25日

## 轻奢运动休闲龙头，打造高品质生活方式

### 比音勒芬：主打高端运动休闲服饰

比音勒芬成立于2003年，是中国高尔夫服饰第一股。公司以多品牌、全渠道、精聚焦为发展策略，整合全球优势资源，为人们提供高品质、高品位的着装体验。公司旗下拥有比音勒芬和威尼斯狂欢节两个品牌，高尔夫服装荣列2020年度同类产品综合占有率第一位，实现连续四年（2017-2020）综合占有率第一位。

公司坚持高端时尚运动服饰品牌定位，深耕主业。以“人生就应该自信”为品牌 slogan，以“高品质、高品位、高科技和创新精神”的“三高一新”为品牌设计理念，实施多品牌发展战略，目前旗下拥有比音勒芬品牌和威尼斯狂欢节品牌。

### 运动休闲市场高端化、场景化，运动融入生活方式成为日常

我国运动鞋服市场体量大，近年来市场规模维持高速增长。欧睿国际数据显示，2020年底中国体育服饰行业市场规模达3150亿元，2015年至2019年，中国运动鞋服行业 CAGR 为 16.4%，远高于同期服装行业市场规模 6.4% 的增速。

随着居民消费水平提升、健康意识增强、运动热情高涨，运动场景呈细分化趋势，细分场景运动鞋服消费迎来发展契机。近年来，细分场景精细化要求提升，户外、瑜伽、高尔夫、旅游度假等细分运动新场景应运而生，新场景赛道品牌相对空白，对应的鞋服品牌将凭借差异化定位，迎来发展新机遇。

我国体育旅游逆势上扬，成为假期出行新主题，带动体育消费的规模逐渐增大。近年来，随着运动健康深入人心，运动时尚逐渐与生活方式融合，代表着积极、阳光的生活态度以及悦己、舒适的生活方式。运动鞋服市场将进一步打开，不再局限于运动场景，而向日常生活场景拓展。

### 品牌精准卡位，打造高端产品，全渠道驱动优质增长

海外中高端品牌矩阵完备，而国内轻奢市场空缺，比音勒芬精准卡位高尔夫运动与时尚休闲生活相结合的轻奢细分市场，满足中产阶级精英阶层多场景的着装需求和精致时尚的消费品位，有望引领国产轻奢生活方式。

公司具备先进的生产技术与装备，领先的产品研发能力。公司为保证设计时尚性，引入国内外优秀研发人员，打造品牌特色的同时不断创新；且公司与意大利、日本和韩国等国的知名面料供应商合作，选用高档次、高性能的面料，努力为消费者提供高品质的产品。公司设计部门每年设计的产品超过千款，产品研发持续创新，打造稀缺性、差异化、高端化产品。

线下渠道优势明显，直营和特许加盟相结合。一二线城市以直营为主，其他城市以加盟为主。截至2021年6月底，公司拥有1007家终端销售门店，其中直营500家，加盟507家。此外，公司积极布局电商和新零售渠道，利用数字化手段实现精准营销并提升运营效率，从而改善公司盈利质量，实现线上渠道高速增长。

把握核心资源，持续赞助中国国家高尔夫球队，公司注重高尔夫赛事及球员资源，通过赛事赞助强化自身的专业基因，加深品牌营销护城河。公司通过和故宫跨界联名，使品牌引入中国风元素，定位高端新国潮；推出联名款老爹鞋，潮流单品注入品牌活力。公司多维度联动娱乐明星，借力媒体推广轻奢国牌形象。

### 投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.06元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	550.03
流通A股股本(百万股)	368.75
A股总市值(百万元)	13,783.88
流通A股市值(百万元)	9,240.76
每股净资产(元)	4.99
资产负债率(%)	31.24
一年内最高/最低(元)	29.69/14.20

### 作者

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《比音勒芬-半年报点评:21H1 业绩高增 52%，盈利能力显著提升，多维营销助力成长》 2021-08-18
- 2 《比音勒芬-公司点评:21Q2 业绩继续高增，多维深耕巩固细分龙头优势》 2021-06-06
- 3 《比音勒芬-年报点评报告:20&21Q1 业绩亮眼，携手腾讯开启数字化运营》 2021-04-30

## 业务营收稳步增长，盈利和营运能力均稳中有升

自 2016 年以来公司营收和归母净利润均稳步增长。2021H1 实现营收 10.22 亿元 (+33.31%)，归母净利润 2.45 亿元 (+52.14%)。分季度看，2021Q1、Q2 营收分别为 5.32 (+45.17%)、4.90 亿元 (+22.44%)，归母净利润分别为 1.51 (+55.10%)、0.95 亿元 (+47.70%)。分渠道来看，2020H1 公司线上渠道营收 0.57 亿元 (+41.06%)，毛利率 52.19%；线下营收 9.65 亿元 (+32.88%)，其中直营营收 7.65 亿元 (+39.94%)，毛利率 74.29%；加盟营收 2.00 亿元 (+11.35%)，毛利率达 68.72%。

公司盈利能力持续提升，毛利率优势明显。公司 2021H1 整体毛利率 71.98% (+7.12pct)，归母净利率 24.02% (+2.97pct)，实现稳步增长。公司毛利率远超同行其他品牌，处于行业前列。

公司 2021H1 存货 5.98 亿元 (-9.44%)，存货周转天数 389.61 天 (-56.15 天)；应收账款规模 1.39 亿元 (+25.29%)，应收账款周转天数为 25.73 天 (-3.86 天)，应收账款周转效率稳定向好；经营性现金流净额达到 4.54 亿元 (+155.07%)，得益于公司销售业绩快速增长，收到客户货款增加等因素，经营性现金流净额同比大幅增加。

**上调盈利预测，维持买入评级。**考虑到局部疫情反复所以收入略有下调，公司管理效率、控费效率提升故盈利能力增长。我们上调公司 2021~2023 年营业总收入分别为 23.4、28.1、33.6 (原值为 24.1/28.8/34.8) 亿元，归母净利润分别为 6.1、7.7、9.8 (原值为 5.9/7.1/8.9) 亿元，对应 EPS 分别为 1.1、1.4、1.8 元，对应 P/E 分别为 23、18、14X。

考虑到公司主营业务为高尔夫服饰等中高端服装的研发设计、品牌推广、营销网络建设及供应链管理，故选取可比公司如下，中高端服饰标的：欣贺股份、歌力思、地素时尚、朗姿股份、九牧王、太平鸟，户外运动品牌或鞋履服饰制造商：探路者、三夫户外、华利集团，并依此进行相对估值。得到 2021 年行业修剪平均估值为 31.79 倍 PE，故给予比音勒芬 2021 年 30-33 倍 PE，对应目标价 34-37 元。

**风险提示：**生产环节外包的风险；存货余额较大的风险；营销网络拓展带来的管理风险等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,825.52	1,937.60	2,341.43	2,805.51	3,361.31
增长率(%)	23.70	6.14	20.84	19.82	19.81
EBITDA(百万元)	593.32	752.69	742.26	936.67	1,177.23
净利润(百万元)	406.61	479.41	612.32	774.61	979.27
增长率(%)	39.13	17.90	27.73	26.50	26.42
EPS(元/股)	0.74	0.87	1.11	1.41	1.78
市盈率(P/E)	33.90	28.75	22.51	17.79	14.08
市净率(P/B)	7.04	5.89	4.49	3.86	3.27
市销率(P/S)	7.55	7.11	5.89	4.91	4.10
EV/EBITDA	12.23	10.89	15.92	12.69	9.56

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

<b>1. 比音勒芬：主打高端运动休闲服饰</b> .....	<b>6</b>
1.1. 深耕高端运动休闲服饰赛道，后起之秀快速抢占市场先机.....	6
1.2. 股权结构清晰稳定，股权激励调动积极性.....	6
1.3. 高尔夫休闲+度假旅游服饰，多品牌发展战略前景可期.....	7
<b>2. 运动休闲市场高端化、场景化，运动融入生活方式成为日常</b> .....	<b>8</b>
2.1. 运动鞋服市场呈高速增长，国潮轻奢品牌迎发展机遇.....	8
2.2. 居民消费升级，运动鞋服消费呈场景化趋势.....	10
2.2.1. 高净值人口增长，居民运动鞋服消费水平提升.....	10
2.2.2. 运动鞋服消费精细化、场景化，高尔夫、旅游度假等细分市场迎发展契机.....	11
2.3. 突破运动场景局限，运动与生活方式融合.....	15
2.3.1. 体育旅游成为新型生活方式，彰显运动健康之美.....	15
2.3.2. 运动时尚成为日常穿搭，彰显积极生活态度.....	16
<b>3. 品牌精准卡位，打造高端产品，全渠道驱动优质成长</b> .....	<b>17</b>
3.1. 品牌定位：精准卡位，有望引领国产轻奢生活方式.....	17
3.1.1. 填补国产轻奢品牌空缺，满足轻奢运动与生活多场景服饰需求.....	17
3.1.2. 对标 Ralph Lauren，比音勒芬有望引领国产轻奢生活方式.....	19
3.2. 产品研发：研发实力领先，打造稀缺性、差异化、高端化产品.....	20
3.2.1. 坚持核心研发设计理念，产品研发实力领先.....	20
3.2.2. 国际化设计师团队，合作国际顶级面料供应商.....	21
3.2.3. 坚持高品质，打造稀缺性、差异化、高端化产品.....	22
3.3. 全渠道融合：线下稳固地位抢占下沉市场，线上布局电商新零售.....	24
3.3.1. 抢占下沉市场拓店空间广阔，多元化渠道布局提高店效与库存消化水平.....	24
3.3.2. 布局电商和新零售渠道，数字化提高运营效率.....	26
3.4. 品牌运营：专业赛事+娱乐明星+国潮 IP，多圈层营销持续赋能品牌力.....	26
3.4.1. 加码赛事赞助，精耕高尔夫领域.....	26
3.4.2. 联名 IP，故宫系列定位新国潮.....	27
3.4.3. 多维度联动娱乐明星，借力媒体推广轻奢国牌形象.....	27
<b>4. 业务营收稳步增长，盈利和营运能力均稳中有升</b> .....	<b>29</b>
4.1. 收入利润稳定高增，多品类多渠道业务成长可期.....	29
4.2. 盈利能力持续提升，毛利率优势明显.....	30
4.3. 营运周转效率改善，现金流高速增长.....	31
<b>5. 盈利预测及估值</b> .....	<b>32</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>34</b>

## 图表目录

图 1：比音勒芬发展历程.....	6
图 2：截至 2021H1 公司股权结构.....	7

图 3: 2016-2020 年中国运动服饰市场规模变化情况 (单位: 亿元, %)	8
图 4: 《2021 国民健康洞察报告》“人生中重要的事”调研结果	9
图 5: 2016-2020 中国运动服饰占服装行业市场规模比重	9
图 6: 2021-2026 年中国预计运动服饰市场规模 (单位: 亿元)	9
图 7: 2016-2020 我国居民人均可支配收入及增速	10
图 8: 2016-2020 我国城镇、农村居民家庭恩格尔系数	10
图 9: 2008-2021E 我国个人可投资资产超过 1000 万元人数	11
图 10: 2008-2021E 我国高净值人群可投资资产规模	11
图 11: 不同运动场景下的运动鞋服品牌	11
图 12: 2001-2020 美国男性及女性高等教育毕业比例变化	12
图 13: 美国女性男性年收入中位数 (美元) 及年收入之比	12
图 14: 2011-2020 美国普拉提&瑜伽馆市场规模及增速	12
图 15: Lululemon 营收 (亿美元) 及 YOY	13
图 16: Lululemon 历史归母净利润 (亿美元) YOY	13
图 17: Lululemon 与斯凯奇、安德玛总市值变化 (亿美元)	13
图 18: 2016-2020 我国高尔夫运动市场规模及增速	14
图 19: 201-2020 我国高尔夫球需求量 (万只)	14
图 20: 2015-2021E 中国旅游收入	15
图 21: 2021-2025 我国旅游人数预测 (亿人次)	15
图 22: 飞猪、天猫平台户外旅游板块增速亮眼	15
图 23: 我国中小学典型校服款式	16
图 24: 中国运动鞋服用户使用场景调查	16
图 25: 中国运动鞋服用户购买频率调查	16
图 26: FILA 代言人蔡徐坤身着 FILA fusion 服装参加云上发布会	17
图 27: 中国李宁 2021 春夏数字秀	17
图 28: 比音勒芬品类丰富	19
图 29: 比音勒芬对标 Ralph Lauren	20
图 30: 公司产品设计研发过程的四个阶段	20
图 31: 比音勒芬与国际顶级面料供应商合作	21
图 32: 2017-2021H1 公司研发费用率	22
图 33: 比音勒芬 Outlast 空调纤维系列	22
图 34: 比音勒芬 Anti-Bacterial 抗菌纤维系列	23
图 35: 比音勒芬以新疆长绒棉为原料打造的“活力棉”系列	23
图 36: 比音勒芬门店数量	24
图 37: 截止 2019 年底全国中高端服装品牌单品牌门店数	24
图 38: 比音勒芬单店店效 (万元/年)	25
图 39: 比音勒芬库存规模 (亿元) 及增速 (%)	25
图 40: 线上+线下渠道布局	26
图 41: 2020 东京奥运会队员身穿比音勒芬比赛服	26
图 42: 签约“高球一姐”冯珊珊为品牌代言人	26
图 43: 比音勒芬 X 故宫宫廷联名系列	27

图 44: 比音勒芬 X SAFA 联名老爹鞋.....	27
图 45: 比音勒芬品牌代言人杨烁.....	27
图 46: 比音勒芬 X CCTV《大国品牌》签约仪式.....	28
图 47: 2016-2021H1 公司营收 (亿元) 及 YOY (%).....	29
图 48: 2016-2021H1 公司归母净利润 (亿元) 及 YOY (%).....	29
图 49: 2019Q3-2021Q2 公司营收 (亿元) 及 YOY (%).....	29
图 50: 2019Q3-2021Q2 公司归母净利润 (亿元) 及 YOY (%).....	29
图 51: 公司分品类收入 (亿元).....	30
图 52: 公司分渠道收入 (亿元).....	30
图 53: 公司毛利率与同行对比.....	30
图 54: 2016-2021H1 公司毛利率 (%) 及归母净利率 (%).....	31
图 55: 公司分渠道毛利率 (%).....	31
图 56: 2016-2021H1 公司费用率 (%) 变化.....	31
图 57: 公司存货 (亿元, 左轴) 及存货周转天数 (天, 右轴).....	32
图 58: 应收账款 (亿元, 左轴) 及应收账款周转天数 (天, 右轴).....	32
图 59: 公司经营性现金流 (亿元) 及 YOY 同比增速 (%).....	32
表 1: 第三期员工持股计划激励对象.....	7
表 2: 公司产品系列.....	8
表 3: 国内外服饰品牌对标.....	17
表 4: 公司旗下双品牌介绍.....	19
表 5: 比音勒芬收入分拆预测.....	33
表 6: 比音勒芬可比公司 P/E.....	34



## 1. 比音勒芬：主打高端运动休闲服饰

### 1.1. 深耕高端运动休闲服饰赛道，后起之秀快速抢占市场先机

比音勒芬服饰股份有限公司成立于 2003 年，是中国高尔夫服饰第一股。公司以多品牌、全渠道、精聚焦为发展策略，整合全球优势资源，为人们提供高品质、高品位的着装体验。公司旗下拥有比音勒芬和威尼斯狂欢节两个品牌。公司高尔夫服装荣列 2020 年度同类产品综合占有率第一位，实现连续四年（2017-2020）综合占有率第一位。

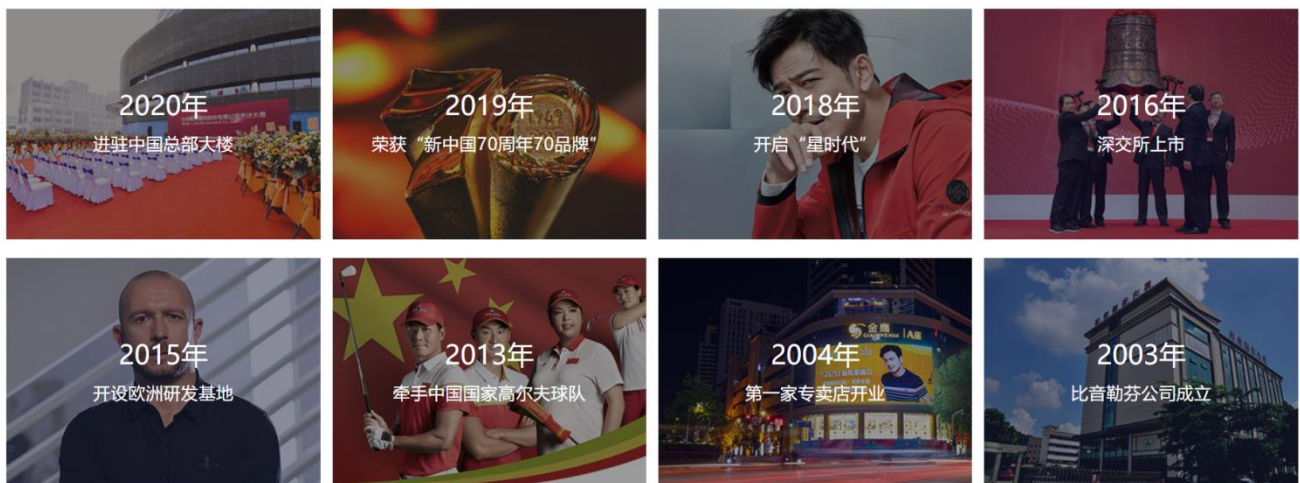
比音勒芬的发展历程和增长大致可分为三个阶段：

**初创期（2003 年-2012 年）：**2003 年比音勒芬公司在广州正式成立，2004 年，比音勒芬的第一家专卖店“南京金鹰店”于六朝古都南京诞生。作为国内定位高尔夫服饰品牌，比音勒芬以精良的设计、优质的面料迅速引起市场关注。

**发展期（2013-2015 年）：**2013 年正式成为中国国家高尔夫球队合作伙伴，为国家队提供专业比赛及训练服装。卓越的产品性能、舒适的穿着效果，不仅让中国球员可以更轻松面对比赛；时尚的款式设计，更让他们在国际赛场上尽显中国风采。2015 年，比音勒芬正式与英国设计师保罗合作，开展品牌创意设计工作，全面负责产品的设计创意和开发规划。

**扩张期（2016-2020 年）：**2016 年，比音勒芬在深交所成功上市。同年，比音勒芬助力中国国家高尔夫球队首征奥运，夺取奥运会百年来的首枚高尔夫球项目奖牌，创造了新的历史。2018 年，比音勒芬正式签约影视巨星杨烁为品牌代言人，同时参与影视剧植入《恋爱先生》，开启品牌“星时代”。2019 年，由 CCTV-1《大国品牌》、中国广告协会共同举办的“新中国成立 70 周年品牌峰会”在北京国家会议中心举行，比音勒芬作为中国高尔夫服饰品牌的代表出席，并与华为、中国中车等企业共同获得“新中国成立 70 周年 70 品牌”荣誉。

图 1：比音勒芬发展历程



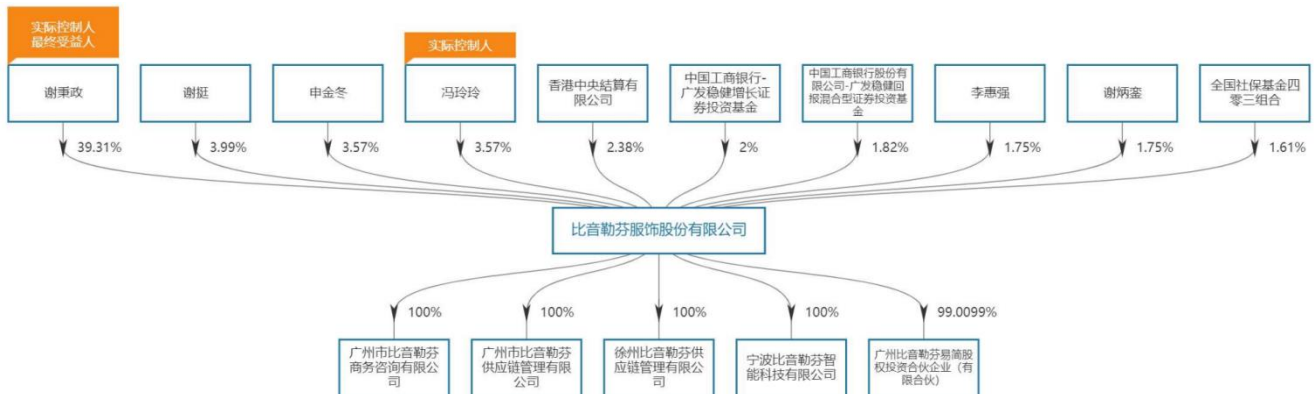
资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 1.2. 股权结构清晰稳定，股权激励调动积极性

公司控股股东持股比例较高且结构较为稳定。截至 2021H1，谢秉政、谢挺、申金冬和冯玲玲为公司前四大股东，共持有公司 50.44% 股权，其中谢秉政与冯玲玲夫妇直接持有公

司股份合计为 42.88%，谢秉政通过广州真茹投资有限公司间接持有 0.04%；谢秉政与冯玲玲夫妇为公司的实际控制人。

图 2：截至 2021H1 公司股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所

**三期员工持股计划充分调动高管、员工积极性。**2019 年 6 月第一期员工持股计划持有的公司股票全部出售完毕，合计占公司总股本的 1.59%，激励员工不超过 600 人。2020 年，公司实施完毕第二期员工持股计划，激励人数不超过 900 人，合计占总股本 1.31%。截至 2021 年 2 月 27 日，比音勒芬服饰股份有限公司第三期员工持股计划通过二级市场集中竞价交易方式累计购入公司股票 6,494,626 股，买入股票数量占公司总股本 1.24%，于 2022 年 2 月 26 日锁定期届满。

表 1：第三期员工持股计划激励对象

姓名	职务	认购份额上限（万份）	占总份额的比例（%）
申金冬	董事、总经理	120.00	0.80
唐新乔	董事、副总经理、财务总监	100.00	0.67
陈阳	董事、副总经理、董事会秘书	68.00	0.45
金芬林	副总经理	90.00	0.60
史民强	监事会主席	45.50	0.30
周灿灿	职工监事	60.00	0.40
其他员工（不超过 1,314 人）		14,516.50	96.78
合计		15,000.00	100.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 高尔夫休闲+度假旅游服饰，多品牌发展战略前景可期

公司坚持高端时尚运动服饰品牌定位，深耕主业。以“人生就应该自信”为品牌 slogan，以“高品质、高品位、高科技和创新精神”的“三高一新”为品牌设计理念，实施多品牌发展战略，目前旗下拥有比音勒芬品牌和威尼斯狂欢节品牌。

比音勒芬品牌定位于高尔夫运动与时尚休闲生活相结合的细分市场，通过持续产品创新、品牌力提升、渠道拓展等方式驱动业绩高速增长。比音勒芬品牌目前拥有高尔夫系列、生活系列和时尚系列，公司产品具备运动、生活、时尚兼容特性，满足精英阶层多场景的着装需求和精致时尚的消费品位。高尔夫系列采用国际领先的功能性面料，结合高尔夫运动特性进行产品设计，注重功能性和舒适度，目标人群为热衷于高尔夫运动，注重运动礼仪与着装运用功能性的消费者。

威尼斯狂欢节品牌定位于度假旅游服饰蓝海市场，着力打造亲子装、情侣装以及家庭装等产品。通过深化细分品类满足高品质旅行生活的中产消费人群多场景着装需求，旨在成为度假旅游服饰的第一联想品牌。度假旅游服饰市场空间更为广阔，新品牌旨在成为公司业务新的增长点。

表 2：公司产品系列

品牌	系列	简介	示例
比音勒芬	高尔夫系列	高尔夫系列采用国际领先的功能性面料，结合高尔夫运动特性进行产品设计，注重功能性和舒适度。目标人群为热衷于高尔夫运动，注重运动礼仪与着装运用功能性的消费者。	
	生活系列	生活系列采用国际知名面料和辅料，采用极致工艺，利用出彩的设计，确保产品的高品质和高品位；目标人群为热衷于休闲舒适、低调奢华的穿着品类，关注自身形象和影响力的消费者。	
	时尚系列	时尚系列综合国际潮流元素，采用优质面料，极致裁剪，确保产品的时尚度和品质感；目标人群为热衷于年轻个性、时尚轻奢的着装风格，关注自身形象和着装魅力的消费者。	
	威尼斯狂欢节 旅游系列	本系列具有时尚休闲运动的设计风格，充满活力动感的色彩及图案被运用到了产品当中，让每一件服饰都变得非常生动而有趣。穿着旅游系列服饰，仿佛开始了一段欢快、有趣、充满魔法般魅力的冒险之旅。	
	都市系列	本系列产品散发着强烈的简约休闲气息。高级而低调的色彩、富有品质感的团，带你进入另一个更加神秘而魅力的都市世界。它将让你尽情展现自己的个性及品味，为你带来一种全新的、高品质的生活方式。	

资料来源：公司 21H1 业绩报告，公司官网，比音勒芬天猫旗舰店，威尼斯狂欢节天猫旗舰店，天风证券研究所

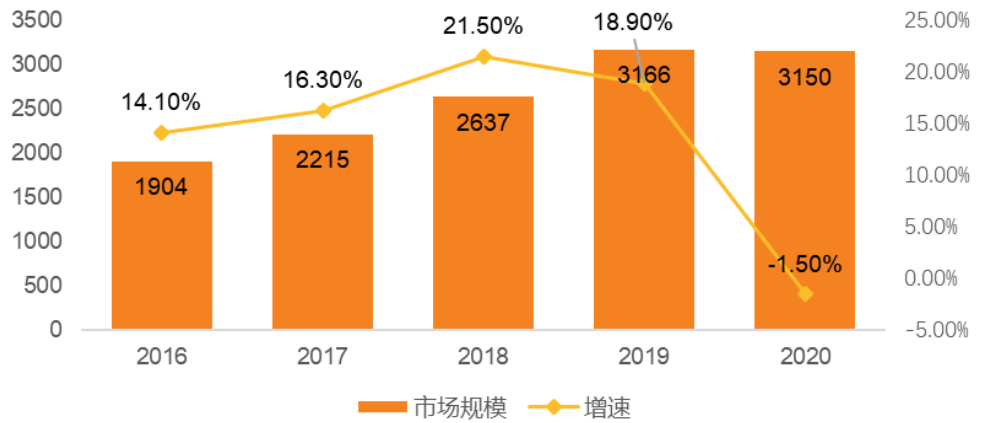
## 2. 运动休闲市场高端化、场景化，运动融入生活方式成为日常

### 2.1. 运动鞋服市场呈高速增长，国潮轻奢品牌迎发展机遇

我国运动鞋服市场体量大，近年来市场规模维持高速增长。欧睿国际数据显示，运动鞋服市场零售规模从 2007 年 790 亿元提升至 2019 年 3166 亿元，对应 CAGR 为 12.3%。2020 年底中国体育服饰行业市场规模达 3150 亿元，对应 CAGR 达 11.1%。2015 年至 2019 年，中国运动鞋服行业 CAGR 为 16.4%，远高于同期服装行业市场规模 6.4% 的增速。

图 3：2016-2020 年中国运动服饰市场规模变化情况（单位：亿元，%）

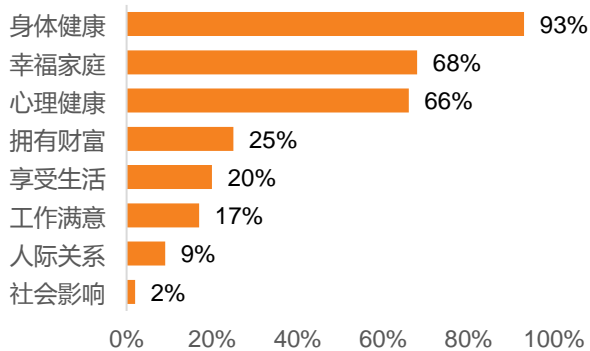




资料来源：欧睿国际，前瞻经济学人，天风证券研究所

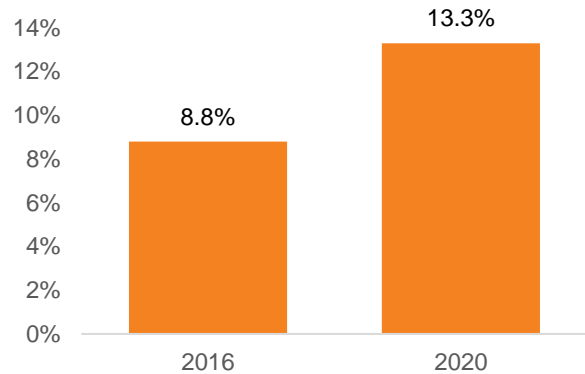
近年来受益于消费者健康意识提升，运动爱好人群不断扩大，中国运动鞋服行业保持高速发展。丁香医生《2021 国民健康洞察报告》，在对 56196 名国民的调研中，93% 的被调查者将“身体健康”列为人生中重要的事，在所有事项中高居首位。市场快速扩容下，2016-2020 年运动服饰占服装行业整体零售市场规模比重已由 8.8% 增长至 13.3%。

图 4: 《2021 国民健康洞察报告》“人生中重要的事”调研结果



资料来源：丁香数据研究院，天风证券研究所

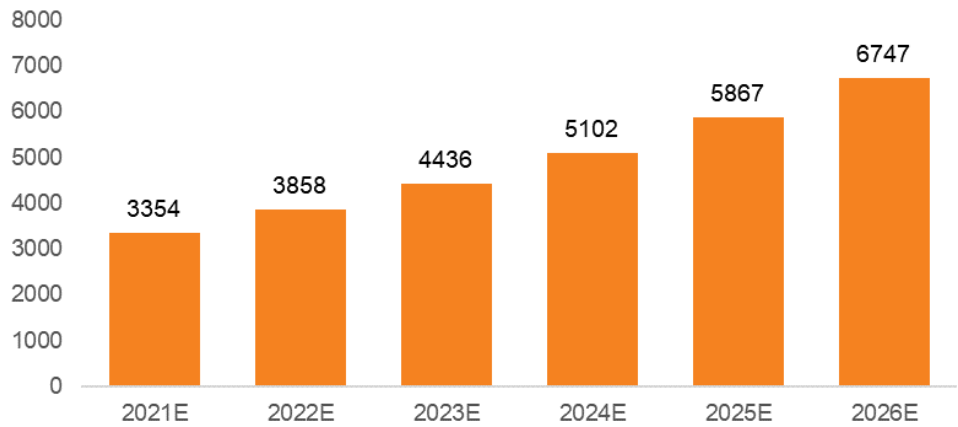
图 5: 2016-2020 中国运动服饰占服装行业市场规模比重



资料来源：欧睿国际，前瞻经济学人，天风证券研究所

**全民健身计划发布，长期利好运动鞋服市场。**2020、2021 年新冠疫情的不断反复引发人们对运动健康的重视。2021 年国务院印发《全民健身计划(2021-2025 年)》，提出到 2025 年经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%，县（市、区）、乡镇（街道）、行政村（社区）三级公共健身设施和社区 15 分钟健身圈实现全覆盖，带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元等发展目标。人民群众体育健身更加便利，运动健身热情进一步高涨，运动鞋服消费人群扩大，体育用品市场将迎快速增长。我国运动服饰市场的空间将进一步打开，根据前瞻经济学人预计 2026 年我国运动服饰市场规模有望超过 6000 亿元，CAGR 达 15% 左右。

图 6: 2021-2026 年中国预计运动服饰市场规模（单位：亿元）



资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

**制造业升级+内需驱动，国内中高端运动鞋服品牌迎来发展机遇。**2021年3月，第十四届人大四次会议审议通过了《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》。其中在涉及供给端方面，强调推动制造业优化升级，推动制造业朝高端化方向发展，在消费端方面，纲要强调加快培育完整内需体系，增强消费对经济发展的基础性作用，稳步提高居民消费水平，形成强大国内市场。供需升级催化国内品牌升级，中高端运动鞋服品牌迎来发展机遇。

**文化自信日益彰显，国内优秀国潮品牌注重提升产品质量，将中国文化融入产品设计，走差异化、高端化道路。**相对海外运动品牌，国内优秀品牌更能洞察我国消费者的消费需求，更能精确把握中国文化内涵，从而赢得我国消费者的认同。新疆棉事件后，国内优秀品牌的文化属性得到彰显。在文化自信的大背景下，民众对国潮风产品热情高涨，乘国潮兴起东风，注重中国文化表达的国内中高端消费品牌将不断涌现，赢得消费者青睐。

## 2.2. 居民消费升级，运动鞋服消费呈场景化趋势

### 2.2.1. 高净值人口增长，居民运动鞋服消费水平提升

随着我国居民人均可支配收入逐年增长，新兴消费业态进一步发展，城镇化水平逐年提升，叠加三孩政策红利驱动，我国居民消费需求不断攀升。高净值人群占比提升，推动我国运动鞋服消费需求高端化、精致化、场景化。

国家统计局数据显示，我国居民人均可支配收入从2016年23821元增长至2020年的32189元，CAGR为7.8%。除2020年以外，城镇、农村居民家庭恩格尔系数均逐年下降，促进消费需求提升。

图 7：2016-2020 我国居民人均可支配收入及增速

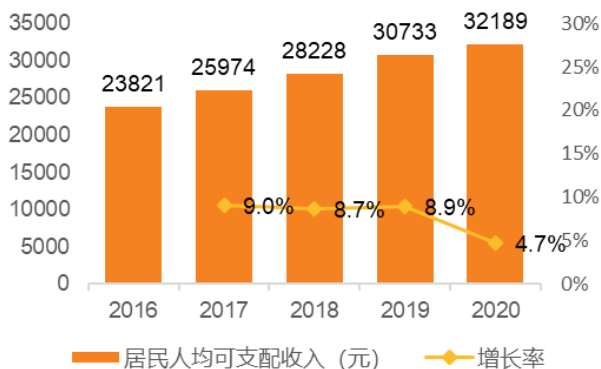
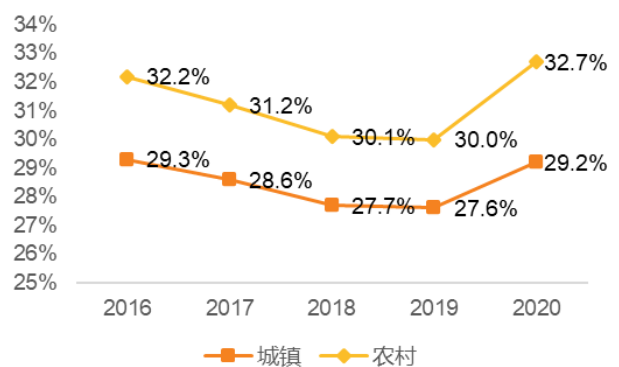


图 8：2016-2020 我国城镇、农村居民家庭恩格尔系数



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

资料来源：国家统计局，天风证券研究所

根据麦肯锡预测，我国中产阶级占比将大幅度提升。我国中产阶级占比预计 2022 年达到 81%，成为中国消费升级的最主要力量；其中，三四线城市的中产阶级将成为未来占比增长最快的群体，预计 2022 年达 40%。

《2021 中国私人财富报告》显示，我国个人可投资资产超过 1000 万元的高净值人群从 2008 年的 30 万人增长至 2020 年的 262 万人，对应 CAGR 为 19.8%。高净值人群可投资资产规模从 2008 年的人民币 8 万亿元增长至 2020 年的 84 万亿元，对应 CAGR 为 21.6%。据贝恩公司预计，2021 年我国个人可投资资产超过 1000 万元的高净值人群将增长至 296 万人，高净值人群可投资资产规模将增长至 96 万亿元。

图 9：2008-2021E 我国个人可投资资产超过 1000 万元人数



资料来源：招商银行，贝恩公司，天风证券研究所

图 10：2008-2021E 我国高净值人群可投资资产规模



资料来源：招商银行，贝恩公司，天风证券研究所

我国运动鞋服人均花费金额增长，居民运动鞋服消费水平提升。根据欧睿国际统计数据，中国运动鞋服人均花费波动上升，2019 年中国人均运动鞋服花费达 32.43 美元，约为 2007 年人均花费的三倍多。

### 2.2.2. 运动鞋服消费精细化、场景化，高尔夫、旅游度假等细分场景迎发展契机

随着居民消费水平提升、健康意识增强、运动热情高涨，运动场景呈细分化趋势，细分场景运动鞋服消费迎来发展契机。以往运动场景较为单一，以足球、篮球、跑步等传统场景为主，由此带动传统运动服饰消费，催生耐克、阿迪达斯等海外运动鞋服龙头品牌以及安踏、李宁等国内龙头品牌。近年来，随着高净值人口的快速增长，居民消费升级，居民运动健身专业化，细分场景精细化要求提升，户外、瑜伽、高尔夫、旅游度假等细分运动新场景应运而生，新场景赛道品牌相对空白，对应的鞋服品牌将凭借差异化定位，迎来发展新机遇。

图 11：不同运动场景下的运动鞋服品牌

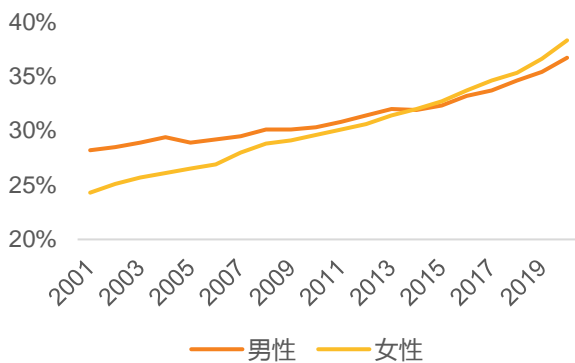


资料来源：天风证券研究所

### 1) 瑜伽

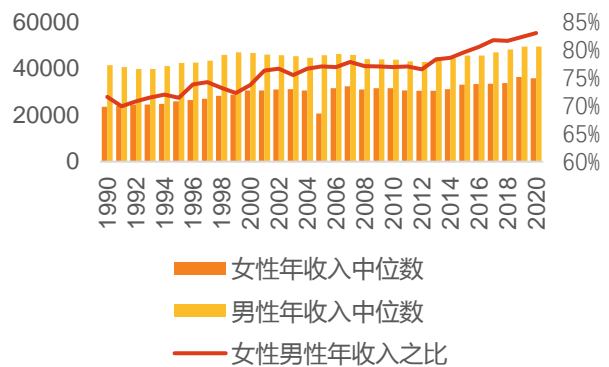
以瑜伽为例，瑜伽运动的兴起得益于女性高等教育普及率提升，带动整体女性收入水平提升，独立生活需求更加突出。从历史数据来看，全美女性高等教育毕业率从 1980 年的 13.6% 提升至 2000 年的 23.6%。美国女性年收入波动上升，年收入中位数从 1990 年的 23596 美元增加至 2020 年的 35838 美元，与男性收入差距逐步减小。这些高学历、较高收入的女性成为美国瑜伽运动兴起的主力人群。

图 12：2001-2020 美国男性及女性高等教育毕业比例变化



资料来源：statista.com, 天风证券研究所

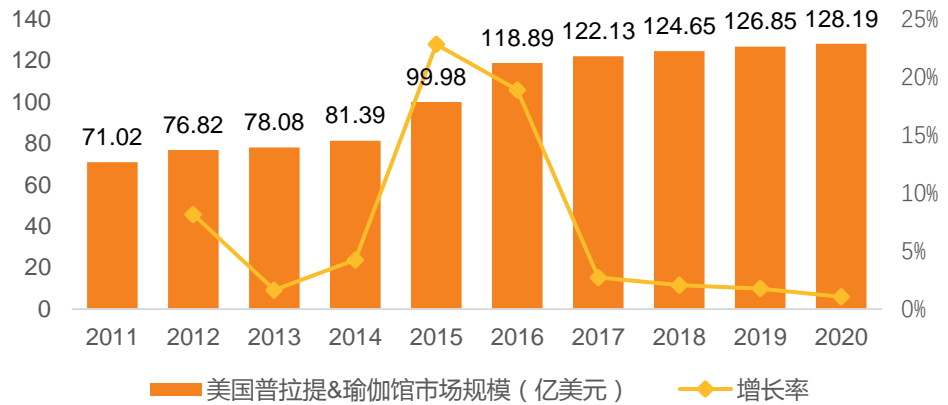
图 13：美国女性男性年收入中位数（美元）及年收入之比



资料来源：statista.com, 天风证券研究所

近年来，美国瑜伽市场规模保持增长态势。普拉提&瑜伽馆市场规模从 2011 年的 71 亿美元增长至 2020 年的 128.2 亿美元，CAGR 为 6.8%。

图 14：2011-2020 美国普拉提&瑜伽馆市场规模及增速



资料来源: ibisworld.com, 天风证券研究所

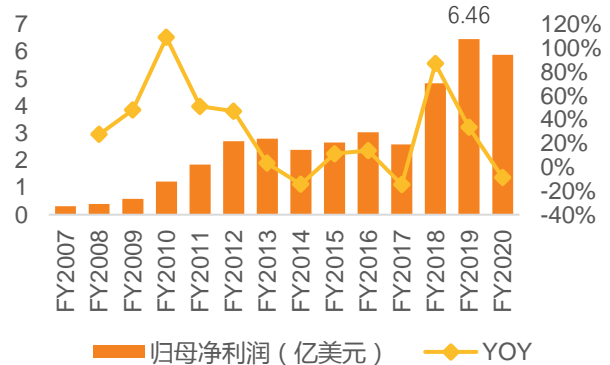
受益于瑜伽市场迅速发展, 近年来瑜伽服饰龙头 Lululemon 在瑜伽细分场景精耕细作, 成长迅速。公司营收从 FY2007 的 2.8 亿美元增长至 FY2020 的 44 亿美元, 近五财年 CAGR 达 17.1%。从归母净利润看, Lululemon 经过多年经营积累, 归母净利润稳步提升至 FY2019 的 6.46 亿美元, 展现出良好的业绩成长性。

图 15: Lululemon 营收 (亿美元) 及 YOY



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

图 16: Lululemon 历史归母净利润 (亿美元) YOY

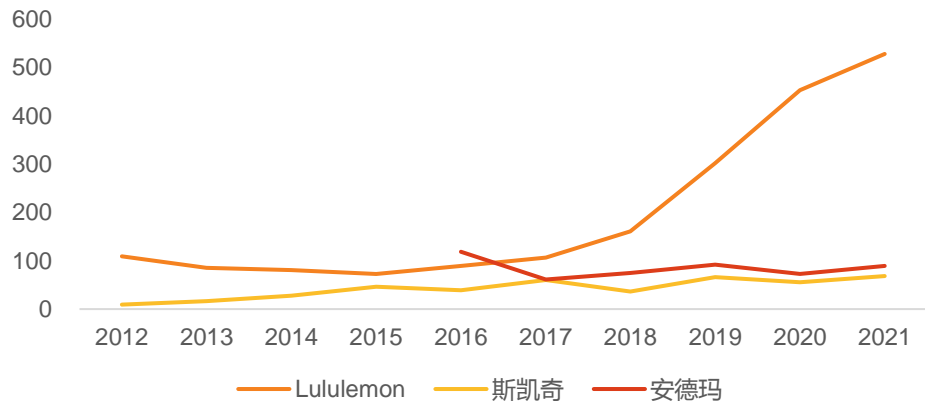


资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

对比美国国内运动新锐品牌斯凯奇与安德玛, Lululemon 市值表现出更高的成长性。截至 2021 年 10 月 15 日, Lululemon、斯凯奇、安德玛总市值分别达到 528.3、68.4、89.6 亿美元, 市值规模上 Lululemon 优势明显; 从公司整体市值成长来看, 2017 年以来 Lululemon 股价表现显著优于斯凯奇、安德玛。

图 17: Lululemon 与斯凯奇、安德玛总市值变化 (亿美元)





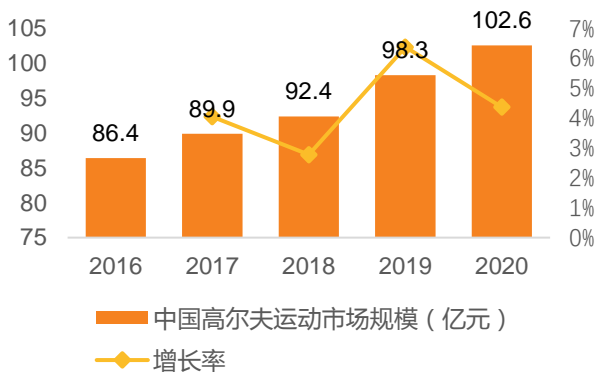
资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2) 高尔夫

同样地, 高尔夫服饰以其明确的差异化定位, 成为国内时尚运动服饰市场较具活力和增长潜力的细分品类, 具备清晰的价值定位, 抢占了国内高端消费客群的心智, 呈现出需求旺盛的趋势。

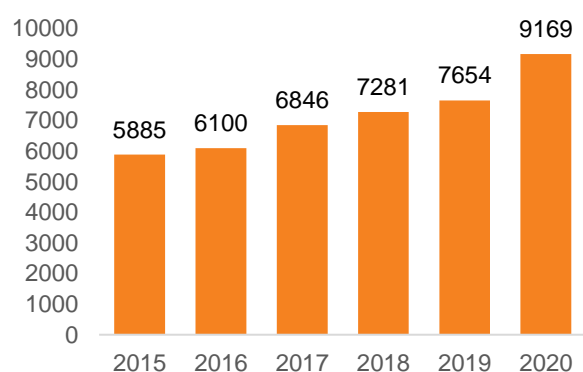
**近年来我国高尔夫运动市场规模保持增长态势。**据智研咨询数据, 我国高尔夫运动市场规模从 2016 年的 86.4 亿元增长到 2020 年的 102.6 亿元, 对应 CAGR 为 4.4%; 我国高尔夫球需求量从 2015 年的 5885 万只增长至 2020 年的 9169 万只。高尔夫运动市场规模的增长也将带动高尔夫专业运动服饰需求的攀升。

图 18: 2016-2020 我国高尔夫运动市场规模及增速



资料来源: 智研咨询, 天风证券研究所

图 19: 2015-2020 我国高尔夫球需求量 (万只)



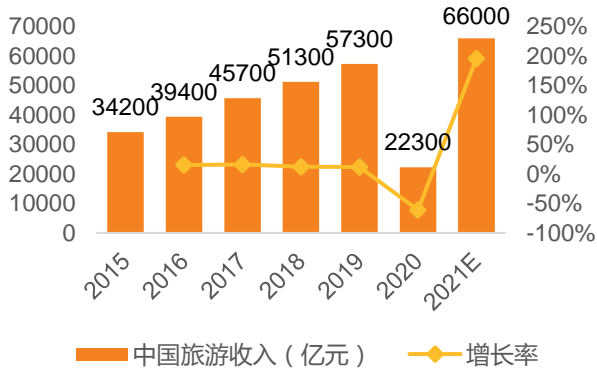
资料来源: 智研咨询, 天风证券研究所

**中国高尔夫球协会制订“十四五”规划, 促进高尔夫运动进一步推广, 高尔夫服饰将迎广阔市场。**2020 年 11 月, 中国高尔夫球协会发布《中国高尔夫球协会发展十四五规划》征求意见稿, 将贯彻落实全民建设国家战略, 提升高尔夫球运动发展活力。未来协会将继续推动高尔夫球运动大众化, 推进高尔夫球运动进社区、校园, 推动高尔夫球运动向城镇、乡村人群下沉。此外, 协会将广泛开展多样化的全民健身活动, 建成多样化高尔夫球运动健身组织网络与体系, 加大健身指导和宣传力度。吸纳青少年、特殊群体参加高尔夫球赛事。随着相关措施的推进, 高尔夫球运动人口数量提升, 高尔夫服饰将迎来更加广阔的市场。

### 3) 旅游度假

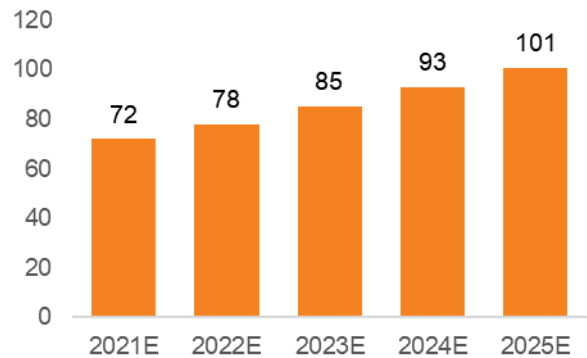
随着居民生活水平的提升，国内旅游行业快速发展，出行度假也可作为轻运动，逐渐成为另一大细分场景。中国旅游收入从 2015 年的 3.4 万亿元，增长为 2019 年的 5.7 万亿元。据前瞻产业研究院预测，2025 年我国旅游人数将达到 101 亿人次。伴随着未来度假旅游大众化及消费升级等多种趋势，代表着休闲生活方式的度假旅游服饰也将迎来良好的市场契机。度假旅游市场的万亿规模将为旅游度假服饰行业提供广阔的市场空间，行业发展潜力十足。

图 20：2015-2021E 中国旅游收入



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

图 21：2021-2025 我国旅游人数预测 (亿人次)



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

## 2.3. 突破运动场景局限，运动与生活方式融合

### 2.3.1. 体育旅游成为新型生活方式，彰显运动健康之美

近两年经济转型、疫情洪灾等多重因素对我国消费市场造成较大影响，但我国体育旅游逆势上扬，成为新的假期出行主题。经文化和旅游部数据中心测算，10 月 1 日至 7 日，全国国内旅游出游 5.15 亿人次，同比减少 1.5%，恢复至疫前同期的 70.1%；实现国内旅游收入 3890.61 亿元，同比减少 4.7%，恢复至疫前同期的 59.9%。而与之对比的是，全民健身风潮正盛，体育和健身，成为了假日的新风尚。带动体育消费的规模逐渐增大。体育消费已经成为不可忽视的力量，对于提振整个国内消费市场，起到了重要的作用。

**体育旅游精品线路受到青睐，游客接待量高增。**据《体坛报》报道，自宁波象山美丽海岸体育旅游线路被评为“2021 年国庆假期体育旅游精品线路”后，全县共接待游客 28.6 万人次，其中黄避岙 6 万人次，增幅达 53%，半边山 14 万人次，增幅达 160%。封开贺江入选“2021 年国庆假期体育旅游精品线路”后，成为骑行爱好者打卡胜地，仅 10 月 1 日-10 月 4 日，封开县共接待游客 27.77 万人次，创造旅游收入 9791 万元，同比增长 13.56%。

**户外旅游持续火爆，带动相关运动消费。**《阿里巴巴 2021 “十一”假期消费出行趋势报告》显示，今年国庆长假期间，飞猪平台冲浪、潜水预订量环比涨超 200%，帐篷、露营环比涨超 14 倍，徒步、攀岩环比涨超 13 倍。天猫平台露营相关商品销售同比增长超 50%，冲浪类商品同比增长超 30%。

图 22：飞猪、天猫平台户外旅游板块增速亮眼

小众沉浸式玩法持续火爆



资料来源:《阿里巴巴 2021 “十一” 假期消费出行趋势报告》, 天风证券研究所

### 2.3.2. 运动时尚成为日常穿搭, 彰显积极生活态度

近年来, 随着运动健康深入人心, 运动时尚逐渐与生活方式融合, 代表着积极、阳光的生活态度以及悦己、舒适的生活方式。运动鞋服市场将进一步打开, 不再局限于运动场景, 而向日常生活场景拓展。

运动鞋服在我国有着天然的日常属性, 穿着运动服饰是我国消费者自幼的习惯。从童装市场来看, 2020 年我国童装行业前六大品牌中, 有三家主打运动服饰, 分别为安踏、阿迪达斯、耐克。我国中小学校服普遍被设计为运动服样式, 运动服饰宽松、舒适, 给中小学生学习与课外活动带来方便, 体现青少年的青春、阳光、朝气。

图 23: 我国中小学典型校服款式

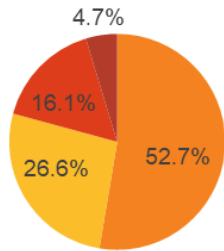


资料来源: 学生范官网, 万图壁纸, 天风证券研究所

如今, 运动鞋服已深入渗透于消费者日常生活场景。艾媒咨询 2021 年 3 月调查显示, 52.7% 的消费者表示在大多数日常场景中会青睐于穿着运动鞋服, 只有 4.7% 的受访者在日常生活中基本不穿运动鞋服, 并且超 40% 消费者习惯于在换季时添置运动鞋服。运动鞋服在生活中的渗透得益于其不断放大的休闲标签。近两年受疫情影响, 居家生活场景增多亦增加了对运动服饰等舒适性较高服装的需求。

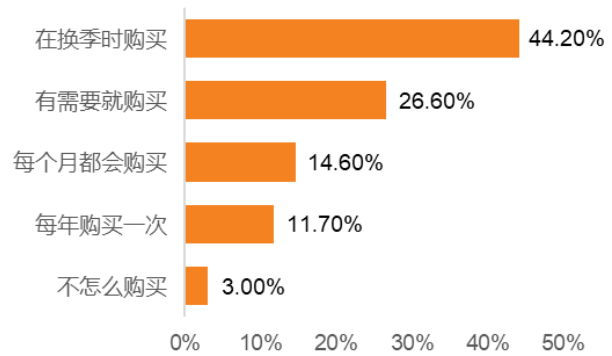
图 24: 中国运动鞋服用户使用场景调查

图 25: 中国运动鞋服用户购买频率调查



- 日常都喜欢穿着运动鞋服
- 只有休息日或运动时
- 日常穿运动鞋
- 基本不穿运动鞋服

资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

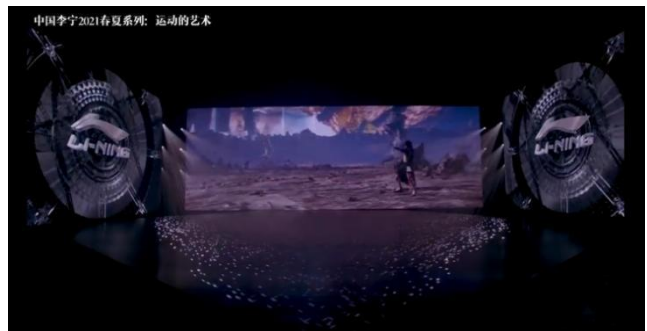
运动服饰品牌融合运动功能与时尚元素，迎合消费者需求，市场反响热烈。安踏旗下高端运动时尚品牌 Fila 营收从 2018 年的 84.9 亿元增长至 2020 年的 174.5 亿元，CAGR 高达 43%；疫情之下，李宁以数字化形式参加巴黎时装周，发布中国李宁 2021 春夏系列产品，打造独特运动时尚空间。

图 26：FILA 代言人蔡徐坤身着 FILA fusion 服装参加云上发布会



资料来源：FILA 官微，天风证券研究所

图 27：中国李宁 2021 春夏数字秀



资料来源：李宁官微，天风证券研究所

### 3. 品牌精准卡位，打造高端产品，全渠道驱动优质成长

#### 3.1. 品牌定位：精准卡位，有望引领国产轻奢生活方式

##### 3.1.1. 填补国产轻奢品牌空缺，满足轻奢运动与生活多场景服饰需求

多年来，海外逐渐形成久负盛名的奢侈品、轻奢服装品牌，而国内品牌定位多以性价比见长，轻奢品牌相对空缺。目前，国内优秀的国潮品牌已在快速调整，注重产品的高质量打造和文化内涵的表达，通过差异化、高端化和国际化的产品实现国货崛起。与国外服装品牌相比，国货品牌的优势在于更加懂得中国文化和中国人的消费需求。伴随着国潮兴起，在国内会不断涌现出一些代表中国文化和高端消费的轻奢品牌，占据国内消费者心智。

表 3：国内外服饰品牌对标

品牌	品牌介绍	品牌图片	价格带（元）
----	------	------	--------



Prada	Prada 是全球最享负盛名的时装及奢侈品集团之一，透过 Prada、Miu Miu、Church's 及 Car Shoe 品牌设计、生产、推广及销售高级皮具用品、成衣及鞋履。公司的 Prada 及 Miu Miu 品牌提供多种优质奢侈品，包括皮具用品、成衣及鞋履，透过特许协议提供眼镜及香水。公司的 Church's 及 Car Shoe 品牌瞄准小众名贵鞋履市场，提供以优质皮革人手制作的鞋履。		5300-43500
VERSACE	Versace 品牌创立于 1978 年，是全球时尚设计的领袖品牌和全球瞩目的意式奢华象征。意大利总公司 Gianni Versace S.r.l 负责设计、生产、分销和零售品牌旗下时装及生活时尚用品，包括高级定制、成衣、配饰、珠宝、腕表、眼镜、香水及家具等，所有产品均饰有独具特色的美杜莎品牌标志。		1000-47500
Ralph Lauren	Ralph Lauren 公司是全球领先的优质生活方式产品设计、销售与经销公司，包括服饰、家居、配饰、香水、服务五类。旗下品牌包括 Ralph Lauren Purple Label、Ralph Lauren 精品系列、Double RL、Polo Ralph Lauren、Polo Ralph Lauren 童装等产品在国际著名设计师 Ralph Lauren 带领下，彰显别具一格的美式风格。		600-21990
报喜鸟	报喜鸟本部通过经营自有品牌满足中高端商务人士的着装需求，旗下包括原创品牌报喜鸟 (SAINT ANGELO)、专业定制品牌所罗 (SOLOSALI)、时尚英伦高尔夫品牌亨利格兰(Henry Grant)。其中主打品牌报喜鸟先后荣膺“中国驰名商标”“中国名牌”“中国服装品牌品质大奖”“中国青年最喜爱的服装品牌”和“国家免检产品”称号等多项国内目前服装行业最高殊荣。		299-8800
雅戈尔	雅戈尔把打造国际品牌作为企业发展的根基，确立了高档品牌服饰的行业龙头地位，男衬衫品类连续 24 年获得全国市场综合占有率第一，男西服品类连续 21 年获得全国市场综合占有率第一。形成了以 YOUNGOR 品牌为主体，MAYOR、Hart Schaffner Marx、HANP、YOUNGOR LADY 为延伸的立体化品牌体系。		199-6879
太平鸟男装	太平鸟风尚男装 (PEACEBIRD MEN) PEACEBIRD MEN 以以青年亚文化为线索，为品牌注入年轻时髦态度。太平鸟男装拥有超过 1500 家网点。定位年龄 23-28 的都市时尚潮流男士。产品系列分为斯文 [COLLECTION]、生活 [CASUAL]、跨界合作 [AMAZING PEACE]，现已成为全国风尚男装的领先品牌。		119-4950
海澜之家	公司成立于 1997 年，业务涵盖品牌服装的经营以及高档西服、职业服的生产及销售。公司拥有海澜之家、爱居兔、圣凯诺等服装品牌，产品包括男装、女装、配饰等。具有高性价比、品类丰富、符合大众消费需求的特点。		68-2200

资料来源：公司官网，淘宝，天风证券研究所

在海内外众多知名男装品牌中，比音勒芬定位于轻奢高端时尚运动服饰，卡位优质细分赛道。公司现有的高尔夫系列已经打造成为国内高尔夫休闲服饰龙头，现产品往生活化、时尚化延伸，精准满足消费升级背景下消费者的不同场合着装需求。

**高尔夫运动文化服饰塑造精英感品牌认知。**比音勒芬品牌通过主打高尔夫运动服饰为品牌切入点，打造了专为喜爱高尔夫运动的精英中产消费人群的高端品牌形象，使客户产生消费联想，会将所购买的服装产品不自觉的与高尔夫运动的神行特征结合，在精神上形成对



品牌的高度认可。

**主品牌覆盖全品类生活休闲类服饰。**公司主品牌通过品牌形象的塑造，以高尔夫服饰作为立足根本，进一步推动产品品类全面覆盖，在首先推出高尔夫系列之后，又相继推出生活系列和时尚系列，旨在满足客户多场景需以及对服饰时尚性的着装需求。

图 28：比音勒芬品类丰富



资料来源：比音勒芬天猫旗舰店，天风证券研究所

**品牌定位差异化战略清晰。**公司品牌威尼斯狂欢节定位于度假旅游服饰蓝海市场，在主品牌已经打造的高尔夫服饰形象的基础上，进一步细化产品类别主打家庭装、亲子装以及情侣装产品，来补充满足中产消费人群在出行旅游多场景服饰需求。威尼斯狂欢节保持与主品牌明显区分度，设计上更加年轻化、潮流化以及个性化，价格带方面也低于主品牌对应同步场景需求度。

表 4：公司旗下双品牌介绍

品牌名	产品类型	特点	目标客群	价格带（元）
比音勒芬	休闲运动服饰	定位高端，休闲与运动特性兼容	中产及以上收入人群，崇尚健康、阳光、舒适的生活方式	1500-8000
威尼斯狂欢节	度假旅游服饰	家庭装、亲子装、情侣装，适用不同度假出游场景	追求高品质旅行生活的中产消费人群	300-2000

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.1.2. 对标 Ralph Lauren，比音勒芬有望引领国产轻奢生活方式

#### 1) 比音勒芬与 Ralph Lauren 品牌历史发展相似：

Ralph Lauren 是美国著名设计师拉夫劳伦在 1968 年成立的公司，是美国中高端品牌的代表。拉夫劳伦发展初期，绑定了马球这一高端小众运动，并通过赞助顶级体育赛事、植入电影、升级门店等方式，使其品牌深入人心。

比音勒芬成立于 2003 年，企业以多品牌、全渠道、精聚焦为发展策略，整合全球优势资源，为消费者提供高品质、高品位的着装体验。旗下拥有比音勒芬和

CARNAVAL DE VENISE（威尼斯狂欢节）两个品牌，初期绑定高尔夫运动，是中国国家高尔夫球队合作伙伴。

## 2) 比音勒芬与 Ralph Lauren 品牌定位相似：

Ralph Lauren 在高端男装品类中绑定马球、高尔夫等高端运动品类，Men's Polo 结合了常青藤联盟的经典和历史悠久的英国服饰与市中心风格和美式运动风格的运动装和定制服装，反映了积极的生活方式与年轻活力。RLX 是 Ralph Lauren 的运动服前沿，满足现代积极生活方式的性能需求，包括男女服装和配饰。如创始人本人所说，Ralph Lauren 的时装、香水、童装、家具等产品，勾勒出一幅美国中产阶级的生活图景：草坪、高尔夫、家中充满着蜡烛的香气。这也是它们店铺风格的一贯宗旨：营造出美国中产阶级家中的温馨气氛。代表了品牌价值观：产品追求用心设计、最高质量，实现永恒的优雅。

比音勒芬品牌定位于高尔夫运动与时尚休闲生活相结合的细分市场，通过持续产品创新、品牌力提升、渠道拓展等方式驱动业绩高增长。比音勒芬品牌目前拥有高尔夫系列、生活系列和时尚系列，公司产品具备运动、生活、时尚兼容特性，满足中产阶级精英阶层多场景的着装需求和精致时尚的消费品位，有望引领国产轻奢生活方式。

图 29：比音勒芬对标 Ralph Lauren



Ralph Lauren 家庭系列服饰

比音勒芬威尼斯系列亲子服饰

资料来源：比音勒芬官网，Ralph Lauren 官网，天风证券研究所

## 3.2. 产品研发：研发实力领先，打造稀缺性、差异化、高端化产品

### 3.2.1. 坚持核心研发设计理念，产品研发实力领先

**坚守产品研发理念。**公司坚持高品质、高品位、高科技和创新的“三高一新”产品设计研发理念，通过对面料、工艺、版型、跨界设计进行创新。公司有完整的设计体系，通过市场数据分析、初始设计、制版审评、订货会检验确定设计四个阶段来开展产品设计工作。公司在提高研发与设计的同时，既升级了产品质量又丰富了品牌文化内涵，满足了消费者对品质产品的需求，打造品牌核心竞争力。

图 30：公司产品设计研发过程的四个阶段



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**行业领先的研发实力。**公司是国家纺织产品开发基地之一，代表中国纺织行业先进力量，表明了比音勒芬具有先进的生产技术与装备，领先的产品研发能力。同时，公司与中国流行色协会共建中国高尔夫服饰色彩研发基地，发布中国高尔夫服饰流行趋势。此外，公司与北京服装学院合作建设高尔夫服饰人体工程研究中心，致力于研究高尔夫运动产品功能性与特殊版型，追踪高尔夫服饰在材料、款式、加工技术等领域的的前沿动态。

### 3.2.2. 国际化设计师团队，合作国际顶级面料供应商

**全球设计师团队。**公司为保证设计上时尚性，引入国内外优秀研发人员，打造品牌特色的同时不断创新。2020 年公司研发人员团队 187 人，研发团队人数占员工比例 6.59%，其中自有设计师 69 人，签约设计师 5 人，设计研发团队来自中、英、意、韩四国。公司设计研发中心负责人冯玲玲，在服装行业有着丰富的从业经验，深谙国内服装时尚趋势，负责掌舵公司研发设计方向。

**与国际顶级面料供应商合作。**高尔夫运动由于受各种气候因素影响，其服装要求面料舒适柔软，且具备防紫外线、透气、吸汗、易干等特性，因此，比音勒芬与意大利、日本和韩国等国的知名面料供应商合作，选用高档次、高性能的面料，成衣加工方面，公司的国内供应商都是具有良好口碑，且有为国际知名品牌加工经验的厂商，对于有特殊要求的产品，公司还会选择境外有较强工艺技术优势的成衣厂加工，以确保产品品质。

图 31：比音勒芬与国际顶级面料供应商合作



资料来源：比音勒芬天猫旗舰店，天风证券研究所

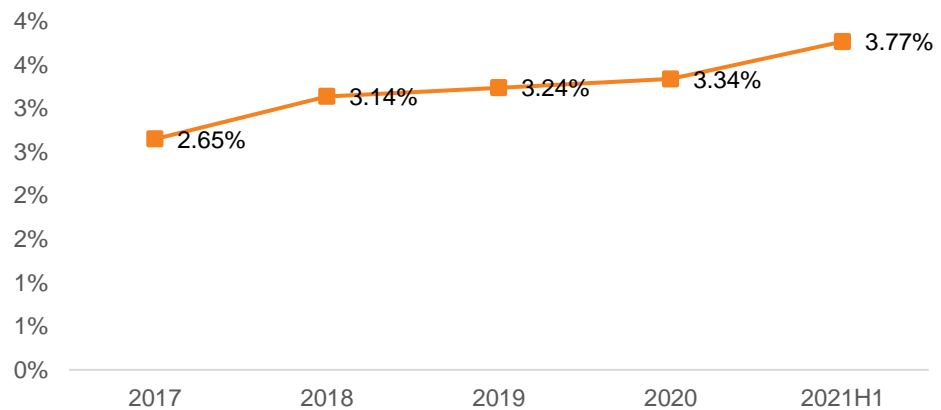
### 3.2.3. 坚持高品质，打造稀缺性、差异化、高端化产品

**坚持产品的高品质。**公司将“优质的面料、亮丽的色彩、新颖的款式、精细的做工”作为产品定位，努力为消费者提供高品质的产品。公司坚持严选高档次、高性能的面料来保证产品品质，以工匠精神坚持每件产品的“高品质、高品位、高科技含量”，持续不断创新，引入国潮文化，沉淀品牌价值，形成自身品牌特色。

**产品研发设计能力强。**公司设计部门每年设计的产品超过千款，具有较强的研发设计能力。截至 2020 年底公司拥有发明和实用新型等专利数量达到 75 项，在申请中的实用新型专利 24 项，其中发明专利 7 项，实用新型专利 17 项。未来公司会持续加大研发投入，以自建的面料实验室为依托，在新材料的研发和应用方面形成独有的产品风格，不断通过面料创新、版型优化、设计突破、文化赋能等方式实现消费者价值创新，打造极具竞争力的产品，持续提升品牌的价值。

公司不断加大研发投入，研发费用率逐年增长。2021H1 研发费用率 3.77%，较 2020 年增长 0.43pct。公司坚持高比例研发投入，整合国际优质面料资源，引进国内外优秀研发设计人才，培养具有国际视野的设计师团队。

图 32：2017-2021H1 公司研发费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**产品研发持续创新，打造稀缺性、差异化、高端化产品。**2020 年，公司在产品研发上持续创新，在产品的稀缺性、差异化和高端化方面取得重大突破。其中：

**Outlast（空调纤维）系列**采用独特国际航空材料，通过纤维混合技术，将 Outlast 相变调温纤维直接混纺到织物中，以达到最佳的温度调节功能。Outlast 技术是“经认证太空技术”标记的相变材料，是航天黑科技材料，采用吸收、储存和释放的形式主动管理人体热量，实现智能调温。

图 33：比音勒芬 Outlast 空调纤维系列





资料来源：公司公告，天风证券研究所

**Anti-Bacterial 抗菌纤维系列**通过研究纤维、纱线、面料、整理等技术，根据不同材质结合具有 pH 值调节功能的纱线，让面料中和因汗液而升高或降低的 pH 值，从而有效清新汗液蒸发过程，抑制细菌的生长和繁殖。

图 34：比音勒芬 Anti-Bacterial 抗菌纤维系列



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**活力棉系列**采用新疆优质长绒棉为原材料，同时纱线升级，织数更细，最终形成高密高支的精纺面料，触感温暖超柔，轻薄细腻。

图 35：比音勒芬以新疆长绒棉为原料打造的“活力棉”系列





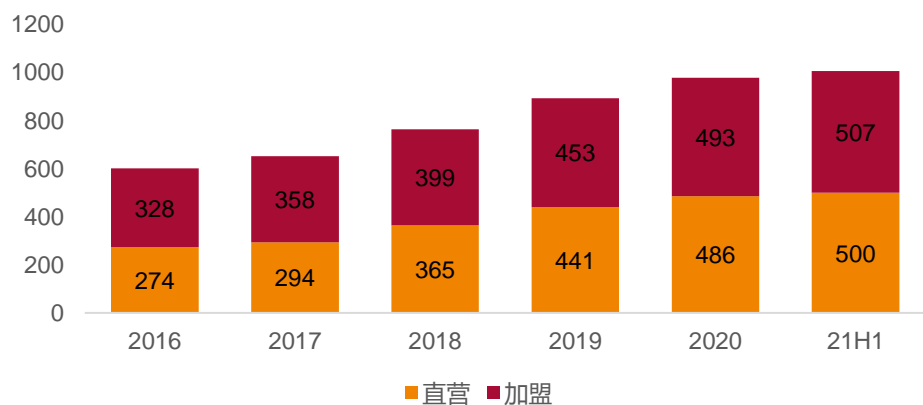
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.3. 全渠道融合：线下稳固地位抢占下沉市场，线上布局电商新零售

#### 3.3.1. 抢占下沉市场拓店空间广阔，多元化渠道布局提高店效与库存消化水平

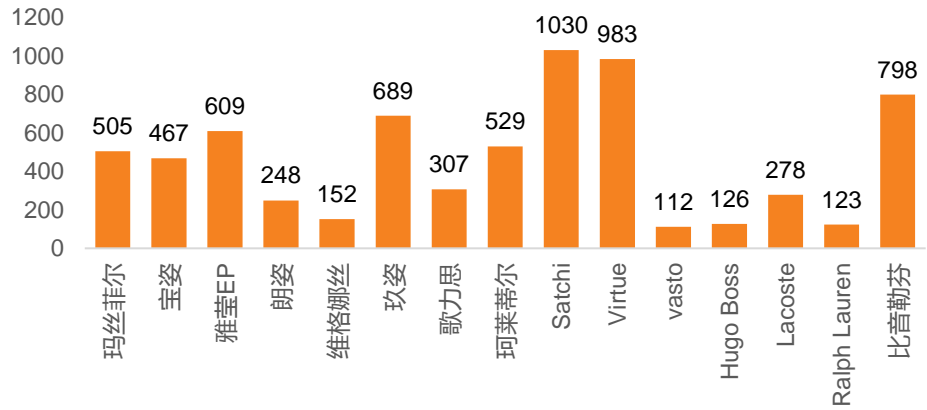
公司在线下渠道优势明显，采取直营和特许加盟相结合的形式。目前在一二线城市以设立直营店为主，其他城市以设立加盟店为主，从而建立了具有针对性的线下门店网络。截至2021年6月底，公司营销网络覆盖全国31个省、自治区及直辖市的核心商圈、高端百货、机场、知名高尔夫球会会所等，拥有1007个终端销售门店，其中直营店铺500家，加盟店铺507家。至2019年底，公司位列中高端品牌国内终端门店数量第三名。

图 36：比音勒芬门店数量（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 37：截止 2019 年底全国中高端服装品牌单品牌门店数（家）



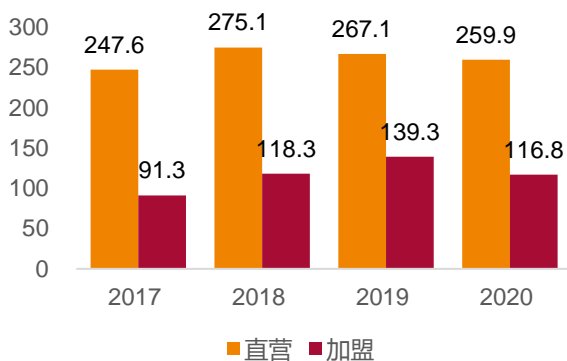
资料来源：公司可转债募集说明书，天风证券研究所

**抢占下沉市场，拓店空间广阔。**根据麦肯锡相关预测，我国中产阶层占比预计 2022 年成为中国消费升级的最主要力量。其中，三四线城市的中产阶层占比预计于 2022 年达到 40%，三四线城市居民对于高端品牌的需求将显著增加，市场容量空间大。公司借势将渠道下沉到发展较快的三四线城市设立直营店，积极布局三四线城市的高端消费市场，未来开店空间十足。

**渠道多元化、差异化布局，提高单店效率。**公司以中高端市场为品牌定位、主要产品为高尔夫运动休闲服饰及旅游度假服饰、目标客群是一二线城市的中高收入人群。公司在除高端百货及购物中心以外的优质渠道，包括交通枢纽、高尔夫球场及会所等渠道积极布局，同时也通过开设奥莱店，针对不同的客户群，实现差异化布局。

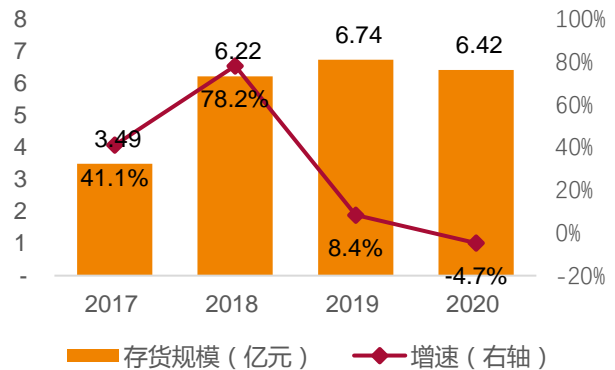
**库存消化渠道稳定。**作为中高端品牌，处理存货十分关键，公司通过有意控制终端折扣及存货周转速度从而加强对品牌力的保护，存货主要通过奥莱店作为主要消化渠道，奥莱店的折扣集中在 4-6 折，在吸引更多客户的同时，可以将库龄在两年以内的存货较好的消化，从而提高产品销量，同时 4-6 折的折扣仍会使公司有较大的盈利空间。公司还通过与腾讯签订智慧零售战略合作协议，借助腾讯数据优势，共同建立智慧门店样板店，基于线下门店与腾讯，在泛会员体系、产品整合、流量引入等方面进行合作。

图 38：比音勒芬单店店效（万元/年）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 39：比音勒芬库存规模（亿元）及增速（%）



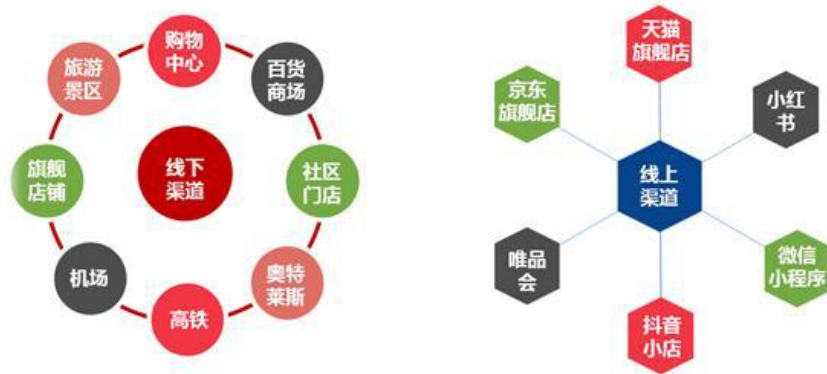
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.3.2. 布局电商和新零售渠道，数字化提高运营效率

**布局电商和新零售渠道。**公司用数字化手段实现精准营销并提升运营效率，从而改善公司盈利质量。通过参股小程序 SaaS 软件开发云商——深圳柚安米科技，为 APP、小程序提供支持，从而积累线上流量资源，为社交电商渠道做准备。同时，公司将线下优质 VIP 客户引流至线上，为目标客群提供更便捷的购物体验，开启线上轻奢销售新模式。

**线上渠道高速增长。**公司通过和京东、天猫、唯品会等电商的合作，并通过直播带货、小红书推荐、抖音短视频等形式引流，2019-2020 年线上营收增长 8200 万，线上渠道为客户提供更多样的消费选择和更便捷的服务的同时，提升客户黏性。随着线上线下优质渠道的开拓和融合，公司将降低库存风险，增强盈利能力的可持续性。

图 40：线上+线下渠道布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.4. 品牌运营：专业赛事+娱乐明星+国潮 IP，多圈层营销持续赋能品牌力

#### 3.4.1. 加码赛事赞助，精耕高尔夫领域

**把握核心资源，持续赞助中国国家高尔夫球队。**公司注重高尔夫赛事及球员资源，通过赛事赞助强化自身的专业基因，加深品牌营销护城河。

公司自 2013 年起一直是中国国家高尔夫球队的唯一官方赞助商，为国家队提供比赛服及训练服；2016 年里约奥运会奥组委将高尔夫列为奥运会比赛项目，比音勒芬助力中国国家高尔夫球队首征奥运；2018 年提供比赛服助力中国国家高尔夫亚运之队征战雅加达亚运会，帮助国家队取得亚运会最佳战绩；

2020 年中国“高球一姐”冯珊珊正式成为比音勒芬品牌代言人，极大提高公司业内的影响力；2021 年中国国家高尔夫球队身穿比音勒芬设计研发的比赛服征战东京奥运会。

图 41：2020 东京奥运会队员身穿比音勒芬比赛服

图 42：签约“高球一姐”冯珊珊为品牌代言人



资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3.4.2. 联名 IP，故宫系列定位新国潮

故宫系列引入中国风，定位高端新国潮。随着国牌消费的兴起，消费者对国产品牌消费热情增加，对于带有明显中国元素的产品购买欲增强。公司通过和故宫跨界联名，以故宫建成六百周年为契机，推出 2020 秋冬“天官赐福”系列和 2021 春夏“福禄寿”系列、2021 秋冬“奉天承运”系列，使品牌引入中国风元素，通过故宫 IP 展示中国传统文化，并且故宫主题高度契合自身品牌形象，弥补了国内高端国潮空缺，演绎新国潮。

推出联名款老爹鞋，潮流单品注入品牌活力。比音勒芬与法国殿堂级设计大师 SAFA SAHIN 合作，联名推出合作款老爹鞋，以“焕发·新生”为概念，并以多彩的撞色和不同材质的拼接设计而成。公司通过推出市场热度高的潮流单品来积极拥抱市场，将高尔夫运动与时尚潮流结合，大胆联名创新，努力提高市场关注度，保持消费者对品牌新鲜感，给品牌注入全新活力。

图 43：比音勒芬 X 故宫宫廷联名系列



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 44：比音勒芬 X SAFA 联名老爹鞋



资料来源：比音勒芬官网小红书，天风证券研究所

### 3.4.3. 多维度联动娱乐明星，借力媒体推广轻奢国牌形象

代言人及品牌挚友稳定宣传。公司于 2018 年 1 月签约影视杨烁为比音勒芬品牌代言人并沿用至今，其健康阳光的形象，帮助品牌在运动休闲产品上形成积极自信的品牌形象。在度假旅游领域，签约田亮、叶一茜夫妇，他们逗趣有爱、阳光和善的形象，以及他们旅游时温馨的画面都彰显了比音勒芬家庭装品牌所想呈现的温馨氛围。

图 45：比音勒芬品牌代言人杨烁





资料来源：公司官网，天风证券研究所

**支持公益活动。**公司作为国产品牌，承担起了大国品牌担当，致力于为公益出力。2019年比音勒芬公益联名款《火烈鸟的爱》和《斑马的守望》，以衣为桥，传递爱心。比音勒芬承诺《斑马的守望》系列每卖出一件，将捐出100元给爬行者公益团，助力改善贫困山区的教育环境，为更多的贫困山区学生照亮求学之路。2020年比音勒芬携手高尔夫运动员冯珊珊举办慈善赛以公益为初心，将善款捐赠给“宋庆龄基金会冠军运动员基金”，为青少年的发展贡献力量。

**媒体联动定义大国品牌。**公司联动央视《大国品牌》节目，比音勒芬作为中国高尔夫服饰品牌的代表出席，并荣获“新中国成立70周年70品牌”荣誉。2020年比音勒芬与CCTV《大国品牌》签约暨授牌仪式，比音勒芬再次携手《大国品牌》，讲述中国品牌故事，成功定义品牌为大国品牌，为宣传品牌助力。

图 46：比音勒芬 X CCTV《大国品牌》签约仪式



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**热播电视剧植入。**比音勒芬于2018和2019年分别通过高尔夫情节和全剧服饰植入都市情感剧《恋爱先生》与青春剧《强风吹拂》，还将旗下产品植入多部网络讨论度及话题性极高的热播电视剧，如《三十而已》、《恋爱先生》、《了不起的儿科医生》等。将目标人群瞄准中高端社会精英与年轻人，扩大了其顾客辐射范围。

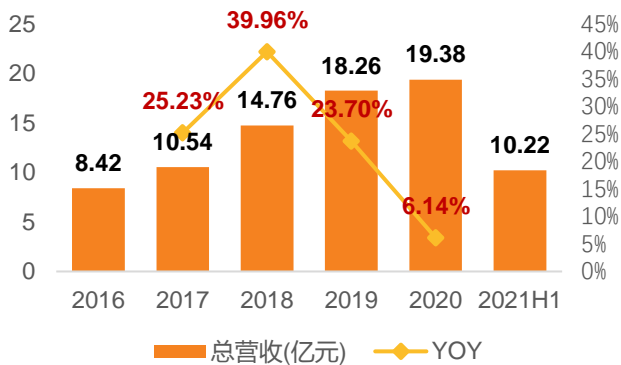


## 4. 业务营收稳步增长，盈利和营运能力均稳中有升

### 4.1. 收入利润稳定高增，多品类多渠道业务成长可期

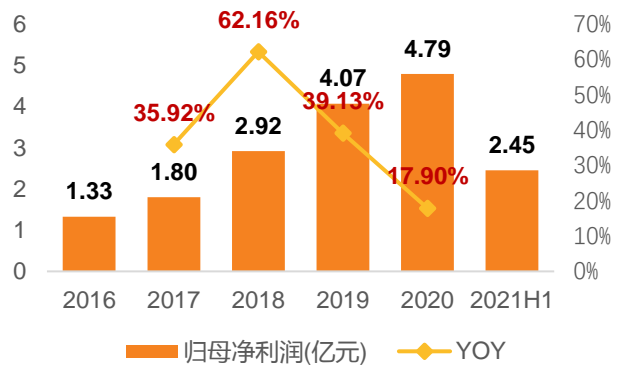
自 2016 年以来公司营收和归母净利润均稳步增长。公司 2019 营收 18.26 亿元同比增长 23.70%，归母净利 4.07 亿元，同比增长 39.13%，2020 年营收 19.38 亿元，同比增长 6.14%，归母净利 4.79 亿，同比增长 17.90%。2021H1 实现营收 10.22 亿元，同比增长 33.31%，归母净利润 2.45 亿元，同比增长 52.14%。

图 47：2016-2021H1 公司营收（亿元）及 YOY（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 48：2016-2021H1 公司归母净利润（亿元）及 YOY（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

分季度看，2021Q1、Q2 营收分别为 5.32（+45.17%）、4.90 亿元（+22.44%），同比均有所增长，归母净利润分别为 1.51（+55.09%）、0.95 亿元（+47.69%），同比有所增长。

作为国内高端时尚运动服饰品牌的运营商，公司采用“哑铃型”的业务模式，即专注于产品设计研发、品牌运营与销售渠道的开发管控等附加值较高的业务链上游的核心环节，而将处于生产、运输配送等低附加值的环节外包。因而以产业链分工为横轴、以附加价值为纵轴，这种业务模式曲线表现为“U 型微笑曲线”。

图 49：2019Q3-2021Q2 公司营收（亿元）及 YOY（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 50：2019Q3-2021Q2 公司归母净利润（亿元）及 YOY（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

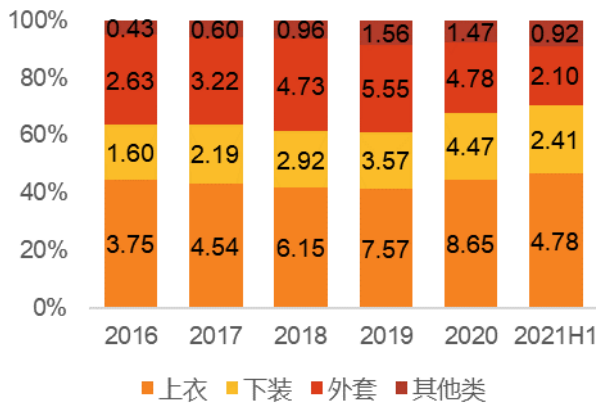
分渠道来看，公司采取营与特许加盟相结合、线上线下联动的全渠道销售模式。2021H1

公司线上渠道营收 0.57 亿元，同比增长 41.06%，毛利率 52.19%；线下营收 9.65 亿元，同比增长 32.88%，其中直营营收 7.65 亿元，同比增长 39.94%，毛利率 74.29%；加盟营收 2.00 亿元，同比增长 11.35%，对应毛利率达到 68.72%。

公司线下渠道优势明显，主要采取直营和特许加盟相结合的销售模式。公司产品的销售终端门店分为直营店和加盟店；目前，公司在一、二线城市以设立直营店为主，在其他城市以设立加盟店为主。

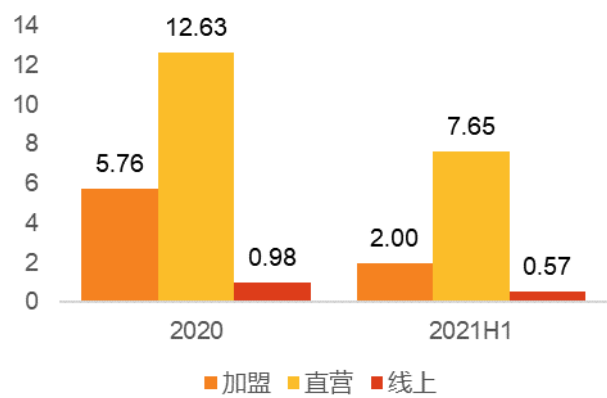
此外，公司也在积极布局数字化新零售渠道，目前已经开通天猫旗舰店、京东旗舰店和唯品会旗舰店，并通过直播带货、小红书种草、抖音、微信小程序等方式，充分发挥高黏性客群和高复购率的品牌优势，通过线上线下融合，形成全渠道布局。

图 51：公司分品类收入（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 52：公司分渠道收入（亿元）



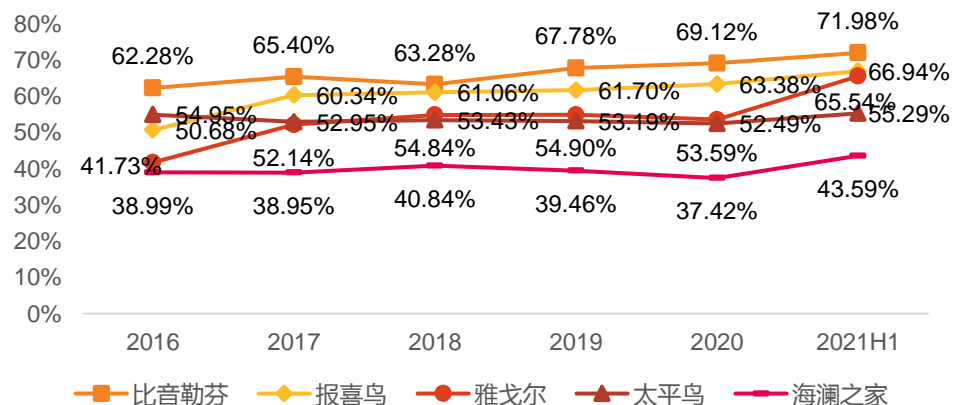
资料来源：wind，天风证券研究所

## 4.2. 盈利能力持续提升，毛利率优势明显

**公司盈利能力持续提升。**公司 2021H1 整体毛利率 71.98% (+7.12pct)，归母净利率 24.02% (+2.97pct)，同比实现稳步增长。

**公司毛利率持续增长，优势明显。**公司毛利率水平长期稳定增长，并维持在 60-70%左右；且较同行对比远超其他品牌，处于行业前列，有较强的盈利水平与竞争优势。

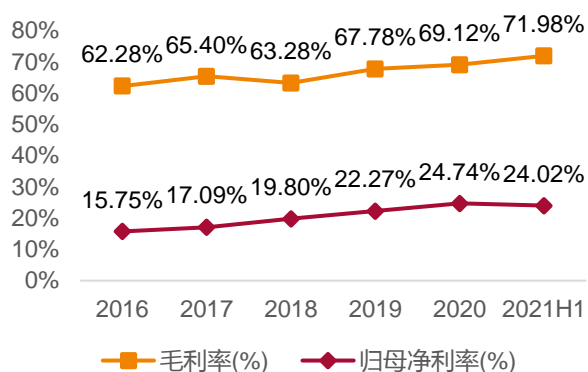
图 53：公司毛利率与同行对比



资料来源：wind 数据库，天风证券研究所

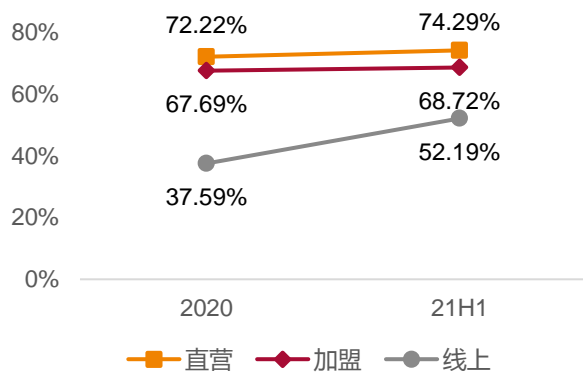
分渠道看，21H1 直营毛利率 74.29%，加盟销售毛利率 68.72%，线上销售 52.19%。线上销售主要渠道为天猫、京东、唯品会等第三方平台。公司在平台上开设官方旗舰店，并按照平台的终端销售额支付一定的平台费用或销售分成。

图 54：2016-2021H1 公司毛利率 (%) 及归母净利率 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 55：公司分渠道毛利率 (%)

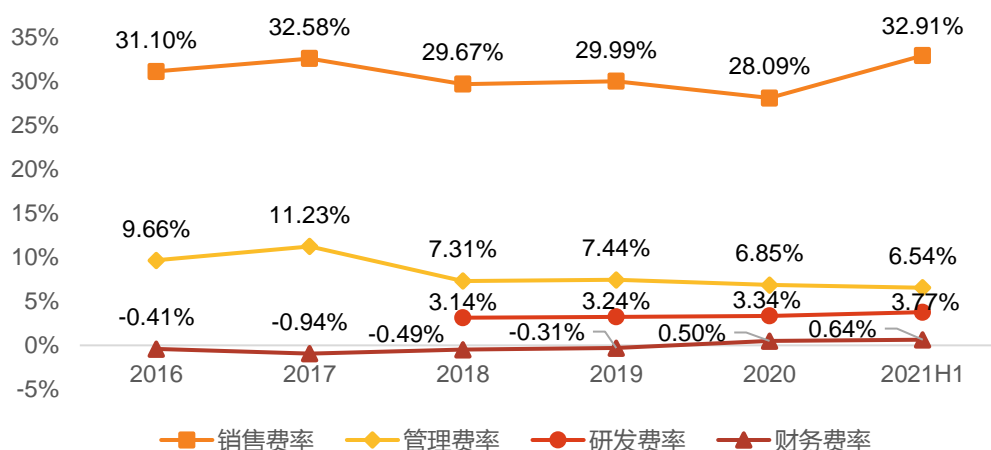


资料来源：公司公告，天风证券研究所

从费控能力来看，公司 2021H1 销售费用率 32.91%，同比增长 3.28pct，销售费用增长主要系公司销售规模扩大，加大了品牌推广和形象升级所致；

公司 2021H1 管理费用率 6.54% (-0.85pct)，同比有所减少；研发费用率为 3.77% (-0.02pct)，同比减少，研发费用同比增长 32.76% 达到 0.39 亿元，主要系公司 21H1 加大研发投入所致；财务费用率 0.64%，同比增长 0.81pct，财务费用变化主要系 21H1 公司计提可转债利息支出影响。

图 56：2016-2021H1 公司费用率 (%) 变化



资料来源：wind，天风证券研究所

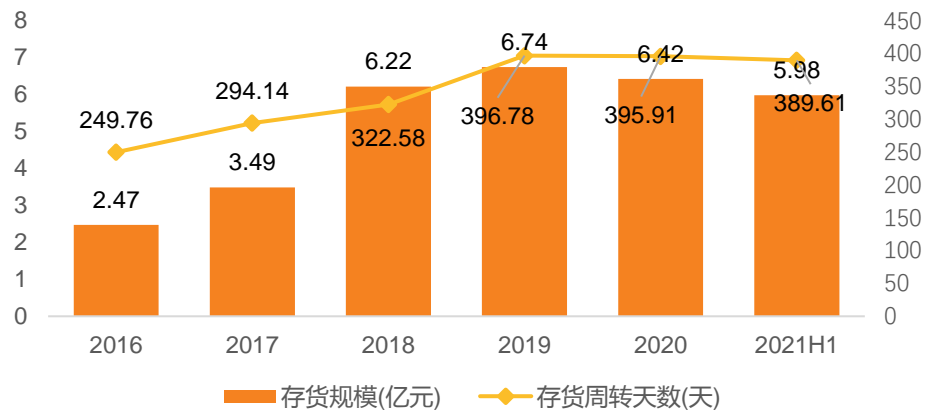
### 4.3. 营运周转效率改善，现金流高速增长

公司 2021H1 存货 5.98 亿元，同比减少 9.44%，存货周转天数 389.61 天 (-56.15 天)。

公司在业务逐步扩充的同时，存货规模得到有效控制，周转周期明显缩短，公司整体存货管理及周转效率明显提升。公司存货周转天数和行业内其他公司相比偏高主要系，为维持

品牌调性，公司通常在产品下架 2 年后进入奥莱等渠道促销。

图 57：公司存货（亿元，左轴）及存货周转天数（天，右轴）

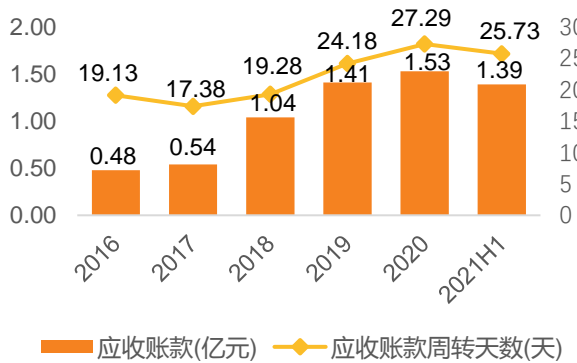


资料来源：wind，天风证券研究所

公司 2021H1 应收账款规模 1.39 亿元，同比增长 25.29%，应收账款周转周期为 25.73 天（-3.86 天），公司应收账款周转效率稳定向好。

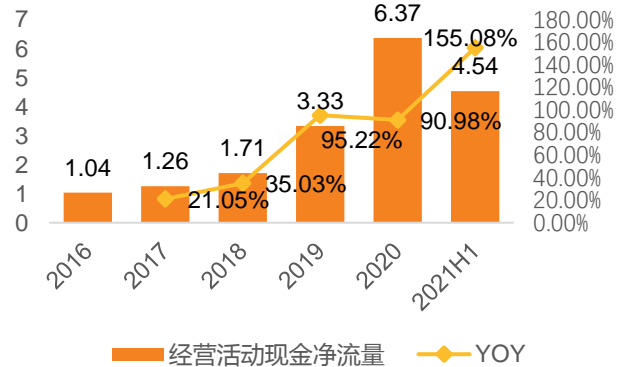
公司 2020 年经营性现金流净额 6.37 亿元，同比增长 90.98%，主要得益于公司销售规模扩大及有效控制支出；2021H1 经营性现金流净额达到 4.54 亿元，同比增长 155.07%，得益于公司销售业绩快速增长，收到客户货款增加等因素，经营性现金流净额同比大幅增加。

图 58：应收账款（亿元，左轴）及应收账款周转天数（天，右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 59：公司经营性现金流（亿元）及 YOY 同比增速（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 5. 盈利预测及估值

我们按渠道对公司营收进行拆分，将总营收分为线下和线上渠道，线下分为直营和加盟。线下直营渠道营收由门店数量\*单店店效得出，线下加盟渠道营收由门店数量\*单店收入得出，电商渠道营收则按照一定的年增长率计算。

关于盈利预测，我们作出如下假设：

- (1) 即使在疫情冲击的 2020 年，公司线下门店数仍然净增 85 家，未来公司将深入 3-4

线城市门店布局，线下门店将持续扩张；

(2) 在经过对终端运营情况的梳理和疫情得到有效控制后，门店运营效率得以提升，因此预计 21-23 年单店收入将持续提高；

(3) 由于 20 年的新冠疫情为电商渠道的发展提供了合适的契机和良好的环境，公司电商业务同比增长 512.5%。随着线上线下全渠道的深入，预计公司未来电商业务将持续高增，但增速或逐年放缓。

表 5：比音勒芬收入分拆预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入（亿元）	18.26	19.38	23.41	28.06	33.61
YOY		6.11%	20.84%	19.82%	19.81%
毛利（亿元）	12.38	13.39	17.02	20.63	25.05
毛利率	67.78%	69.12%	72.68%	73.54%	74.51%
<b>线下直营</b>					
收入（亿元）		12.63	15.04	17.80	21.21
YOY			19.05%	18.39%	19.14%
店数	441	486	526	556	576
单店店效（万元/年）	267.12	259.88	285.86	320.17	368.19
YOY		-3%	10%	12%	15%
毛利率		72%	74%	75%	76%
<b>线下加盟</b>					
收入（亿元）		5.76	6.98	8.35	9.91
YOY			21.14%	19.72%	18.57%
店数	453	493	553	613	673
单店加盟收入（万元/年）	139.29	116.84	126.18	136.28	147.18
YOY		-16%	8%	8%	8%
毛利率		68%	74%	75%	76%
<b>线上</b>					
收入（亿元）	0.16	0.98	1.40	1.90	2.50
YOY		512.50%	42.86%	35.71%	31.58%
毛利率	60%	38%	52%	54%	56%

资料来源：wind，天风证券研究所

**上调盈利预测，维持买入评级。**考虑到局部疫情反复所以收入略有下调，公司管理效率、控费效率提升故盈利能力增长。我们上调公司 2021~2023 年营业总收入分别为 23.4、28.1、33.6（原值为 24.1/28.8/34.8）亿元，归母净利润分别为 6.1、7.7、9.8（原值为 5.9/7.1/8.9）亿元，对应 EPS 分别为 1.1、1.4、1.8 元，对应 P/E 分别为 23、18、14X。

考虑到公司主营业务为高尔夫服饰等中高端服装的研发设计、品牌推广、营销网络建设及供应链管理，故选取可比公司如下，中高端服饰标的：欣贺股份、歌力思、地素时尚、朗姿股份、九牧王、太平鸟，户外运动品牌或鞋履服饰制造商：探路者、三夫户外、华利集团，并依此进行相对估值。至 2021 年 10 月 6 日，根据 wind 一致盈利预测，得到 2021 年



行业修剪平均估值为 31.79 倍 PE, 故给予比音勒芬 2021 年 30-33 倍 PE, 对应目标价 34-37 元。

表 6: 比音勒芬可比公司 P/E

	2021E	2022E	2023E
欣贺股份	13.27	10.63	8.67
歌力思	13.94	11.74	10.07
地素时尚	12.94	11.11	9.59
朗姿股份	47.24	33.53	26.53
九牧王	25.08	22.38	19.92
太平鸟	17.64	14.30	11.75
探路者	66.43	54.88	
三夫户外	80.44	43.09	32.17
华利集团	38.96	30.92	25.30
<b>修剪平均</b>	<b>31.79</b>	<b>23.87</b>	<b>17.19</b>

资料来源: wind 一致预期 (至 2021 年 10 月 6 日), 天风证券研究所

## 6. 风险提示

1) **生产环节外包的风险。**公司主要采用品牌经营模式, 致力于附加值较高的业务链上游的设计、研发和业务链下游的品牌运营和销售渠道建设, 而将产品生产环节外包。公司一直在加强和提高产品品质, 但仍可能存在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, 从而影响公司产品的推广和销售。

2) **存货余额较大的风险。**高端品牌服装企业受经营模式所致, 存货占资产总额比重较高以及存货周转率偏低。公司存货占资产总额比重较高且存货周转率偏低, 若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。

3) **营销网络拓展带来的管理风险。**公司产品通过直营店和加盟店进行销售, 营销网络拓展是公司扩大市场份额、提高经营业绩的重要实现方式。若公司未来规模迅速扩大, 营销网络也将进一步扩张, 店铺数量的快速增长对公司的管理运营提出了更高的要求。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公司发展的需要, 将对公司未来的盈利能力造成影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	475.43	578.78	1,903.23	1,955.82	2,667.86	营业收入	1,825.52	1,937.60	2,341.43	2,805.51	3,361.31
应收票据及应收账款	140.84	152.88	153.88	80.15	200.24	营业成本	588.24	598.40	639.57	742.23	856.71
预付账款	84.18	60.94	134.80	78.02	160.52	营业税金及附加	16.57	13.98	23.41	28.06	33.61
存货	674.33	641.79	772.37	794.55	1,007.65	营业费用	547.54	544.20	702.43	813.60	991.59
其他	523.73	1,532.00	509.40	882.44	997.45	管理费用	135.82	132.63	163.90	210.41	252.10
<b>流动资产合计</b>	<b>1,898.51</b>	<b>2,966.39</b>	<b>3,473.69</b>	<b>3,790.98</b>	<b>5,033.72</b>	研发费用	59.11	64.80	60.88	101.00	109.24
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-5.59	9.70	11.51	11.13	12.85
固定资产	219.02	239.22	269.73	311.88	348.00	资产减值损失	-29.12	-51.30	10.60	18.80	10.00
在建工程	18.25	49.12	65.47	87.28	82.37	公允价值变动收益	0.00	0.43	-47.04	-2.11	17.09
无形资产	113.57	114.86	106.33	97.79	89.26	投资净收益	16.86	24.50	27.00	22.79	24.76
其他	275.01	265.45	220.08	169.55	170.01	其他	23.41	41.10	40.09	-41.35	-83.71
<b>非流动资产合计</b>	<b>625.85</b>	<b>668.65</b>	<b>661.61</b>	<b>666.51</b>	<b>689.64</b>	<b>营业利润</b>	<b>472.66</b>	<b>559.15</b>	<b>709.08</b>	<b>900.96</b>	<b>1,137.06</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,524.36</b>	<b>3,635.04</b>	<b>4,135.30</b>	<b>4,457.49</b>	<b>5,723.36</b>	营业外收入	1.62	4.79	7.00	7.00	6.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.75	1.66	1.60	2.00	1.75
应付票据及应付账款	154.77	134.84	159.39	205.84	204.26	<b>利润总额</b>	<b>471.54</b>	<b>562.29</b>	<b>714.49</b>	<b>905.96</b>	<b>1,141.31</b>
其他	379.82	495.98	668.76	369.93	904.76	所得税	64.94	82.90	102.17	131.36	162.07
<b>流动负债合计</b>	<b>534.59</b>	<b>630.81</b>	<b>828.15</b>	<b>575.77</b>	<b>1,109.02</b>	<b>净利润</b>	<b>406.60</b>	<b>479.39</b>	<b>612.32</b>	<b>774.60</b>	<b>979.24</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-0.00	-0.02	-0.01	-0.02	-0.03
应付债券	0.00	630.98	210.33	280.44	373.92	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>406.61</b>	<b>479.41</b>	<b>612.32</b>	<b>774.61</b>	<b>979.27</b>
其他	31.39	32.49	24.91	29.60	29.00	每股收益(元)	0.74	0.87	1.11	1.41	1.78
<b>非流动负债合计</b>	<b>31.39</b>	<b>663.48</b>	<b>235.24</b>	<b>310.04</b>	<b>402.92</b>						
<b>负债合计</b>	<b>565.99</b>	<b>1,294.29</b>	<b>1,063.38</b>	<b>885.81</b>	<b>1,511.93</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	1.00	0.91	0.90	0.89	0.86	<b>成长能力</b>					
股本	308.28	524.08	550.03	550.03	550.03	营业收入	23.70%	6.14%	20.84%	19.82%	19.81%
资本公积	442.65	226.93	587.66	587.66	587.66	营业利润	40.12%	18.30%	26.81%	27.06%	26.20%
留存收益	1,648.80	1,758.35	2,520.98	3,020.77	3,660.53	归属于母公司净利润	39.13%	17.90%	27.73%	26.50%	26.42%
其他	-442.35	-169.52	-587.66	-587.66	-587.66	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,958.38</b>	<b>2,340.75</b>	<b>3,071.91</b>	<b>3,571.69</b>	<b>4,211.43</b>	毛利率	67.78%	69.12%	72.68%	73.54%	74.51%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,524.36</b>	<b>3,635.04</b>	<b>4,135.30</b>	<b>4,457.49</b>	<b>5,723.36</b>	净利率	22.27%	24.74%	26.15%	27.61%	29.13%
						ROE	20.77%	20.49%	19.94%	21.69%	23.26%
						ROIC	42.75%	40.15%	30.47%	70.54%	58.89%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	22.42%	35.61%	25.71%	19.87%	26.42%
						净负债率	-24.28%	2.23%	-55.11%	-46.91%	-54.47%
						流动比率	3.55	4.70	4.19	6.58	4.54
						速动比率	2.29	3.69	3.26	5.20	3.63
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	14.89	13.19	15.27	23.98	23.98
						存货周转率	2.82	2.94	3.31	3.58	3.73
						总资产周转率	0.79	0.63	0.60	0.65	0.66
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.74	0.87	1.11	1.41	1.78
						每股经营现金流	0.61	1.16	2.87	0.58	1.87
						每股净资产	3.56	4.25	5.58	6.49	7.66
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	33.90	28.75	22.51	17.79	14.08
						市净率	7.04	5.89	4.49	3.86	3.27
						EV/EBITDA	12.23	10.89	15.92	12.69	9.56
						EV/EBIT	12.44	11.31	16.40	13.03	9.79

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com