

## 证券研究报告—深度报告

纺织服装及日化

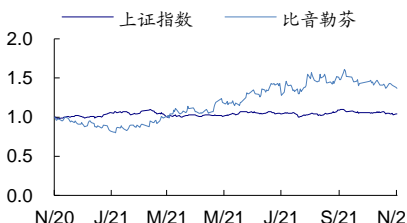
服装 II

**比音勒芬(002832)**
**买入**

合理估值: 30.1-31.5 元 昨收盘: 24.35 元 (维持评级)

2021 年 11 月 10 日

## 一年该股与上证综指走势比较



## 股票数据

总股本/流通(百万股)	550/369
总市值/流通(百万元)	14,932/10,010
上证综指/深圳成指	3,607/14,258
12 个月最高/最低(元)	29.69/14.20

## 相关研究报告:

《比音勒芬-002832-2021 年 Q3 财报点评: 业绩韧性凸显, 库存优化》——2021-10-31  
 《比音勒芬-002832-2021 年中报点评: 业绩稳健增长, 毛利率创新高》——2021-08-22  
 《比音勒芬-002832-2020 年报&2021 年 Q1 点评: 增长持续, 扩店积极》——2021-05-05  
 《比音勒芬-002832-重大事件快评: 业绩恢复加速, 渠道优化进行中》——2020-10-22  
 《比音勒芬-002832-2020 年中报点评: Q2 恢复正增长, 高端定位保障利润空间》——2020-08-24

## 证券分析师: 丁诗洁

电话: 0755-81981391  
 E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040004

## 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 深度报告

# 新视角看比音勒芬, 品牌力突出的高端运动生活服饰

## ● 公司概况: 黄金定位, 成长性出众, 员工积极性强

公司运营高端运动生活服饰品牌, 主品牌比音勒芬定位生活高尔夫, 历经二十余年发展, 成就拥有近千家门店的大国品牌。上市以来公司业绩快速增长, 盈利能力出众, 现金流优异。公司股权集中, 管理层利益一致, 员工积极性高, 今年推出的第三期员工持股计划彰显信心。

## ● 行业分析: 运动景气度高, 高端运动生活服饰市场潜力大

2019 年中国运动市场规模 3199 亿元, CAGR4 16%, 成长性领先, 且对标发达国家有数倍空间。精准卡位细分赛道龙头多具有黑马表现, 中高端运动市场潜力大。高尔夫行业经过整合清理后蓄势待发, 公司占据国内高尔夫服饰市场半壁江山, 并在高端生活男装领域独树一帜。

## ● 核心优势: 精准定位配合优秀运营, 塑造高端品牌力

品牌定位彰显高端身份, 高端渠道差异打法实现营销传播+快速渗透种草。产品系列外延, 成功实现核心消费群扩容。精进营销之道, 强化品牌基因, 影响力持续突破。奢侈品面料和设计为品牌力提供坚实后盾。

## ● 成长性: 品牌强势保障存货风险低, 集团未来成长可期

我们认为强有力的品牌力支撑高加价倍率, 旧货减值影响较小, 并且奥莱店具有高店效、低扣点, 能够实现不输正价店的净利水平。我们测算公司未来仍有拓店 700+家空间, 且通过门店升级扩改有望提升店效。威尼斯品牌补充集团中高端定位, 度假游蓝海定位成长可期。

## ● 风险提示

1. 疫情反复; 2. 政策变动; 3. 恶性竞争; 4. 库龄老化; 5. 扩张不利。

## ● 投资建议: 看好品牌力和成长空间, 维持“买入”评级

高端时尚运动行业增长空间广阔, 公司根植高尔夫品牌基因, 精准定位高端生活男装, 有效强化品牌影响力, 我们看好公司未来持续成长潜力。我们维持盈利预测, 预计 21-23 年净利润分别为 6.1/7.5/9.0 亿元, 同增 27.5%/22.9%/19.3%, EPS 分别为 1.17/1.43/1.71 元, 对应 22 年 21-22x PE 合理估值为 30.1-31.5 元, 相对目前股价有 23.6%~29.5% 溢价, 维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,938	2,375	2,869	3,386
(+/-%)	6.1%	22.6%	20.8%	18.0%
净利润(百万元)	479	611	751	896
(+/-%)	17.9%	27.5%	22.9%	19.3%
摊薄每股收益(元)	0.91	1.17	1.43	1.71
EBIT Margin	33.7%	31.5%	31.6%	32.0%
净资产收益率(ROE)	20.5%	23.1%	24.9%	25.8%
市盈率(PE)	26.6	20.9	17.0	14.2
EV/EBITDA	20.6	18.0	15.0	12.7
市净率(PB)	5.5	4.8	4.2	3.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

<b>估值与投资建议</b>	<b>6</b>
绝对估值: 30.2~32.3 元	6
绝对估值的敏感性分析	6
相对法估值: 30.1-31.5 元	7
投资建议: 看好品牌力和成长空间, 维持“买入”评级	7
<b>公司概况: 黄金定位, 成长性出众, 员工积极性强</b>	<b>8</b>
业务概览: 双品牌, 多系列, 全渠道	8
发展史: 敢为时代先, 坚守初心全方位发力, 国民高尔夫大牌崛起	8
股权: 一致行动人持股 47%, 第三期员工持股计划彰显决心	10
财务分析: 成长迅速, 利润率高, 存货周转慢但边际改善	10
渠道拆解: 正价折扣、联营非联营、商场机场球会, 店效坪效优异	12
<b>行业: 运动景气度高, 高端运动生活市场潜力大</b>	<b>14</b>
行业趋势: 运动行业规模三千亿, 成长性领先	14
增长动力: 品牌价值和壁垒高, 多元运动拓赛道, 新中产需求扩容	14
运动行业格局: 集中度高, 但细分龙头多具有黑马表现	15
高尔夫行业: 违规场地出清, 高净值人群扩容+大众化将带来高增量	16
高端男装生活服饰格局: 比音勒芬市场地位稳固且领先	18
<b>核心优势: 精准定位配合优秀运营, 塑造高端品牌力</b>	<b>19</b>
精准定位: 借力高尔夫品牌基因, 打造稀缺本土高端运动品牌	19
渠道打法: 布局机场、球会、高端百货, 营造高端客群形象	22
营销推广: 持续强化品牌基因, 积累品牌资产, 成果显著	23
产品力: 奢侈品面料和设计, 十年磨一剑品质为品牌力提供坚实后盾	28
<b>成长性: 品牌强势保障存货风险低, 集团未来成长可期</b>	<b>31</b>
库存详解: 存货周转慢但边际改善, 减值影响小, 奥莱盈利强	31
开店空间: 仍有 500~1000 家拓店空间, 整改升级有望提升店效	34
威尼斯: 补充中高端市场定位, 度假游服饰品牌成长可期	38
<b>盈利预测</b>	<b>41</b>
假设前提	41
未来 3 年盈利预测	43
盈利预测情景分析	43
<b>投资建议: 看好品牌力和成长空间, 维持“买入”评级</b>	<b>43</b>
<b>风险提示</b>	<b>44</b>
<b>附表: 财务预测与估值</b>	<b>46</b>
<b>国信证券投资评级</b>	<b>47</b>
<b>分析师承诺</b>	<b>47</b>
<b>风险提示</b>	<b>47</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b>	<b>47</b>

## 图表目录

图 1: 公司品牌、产品线、品类概览图 (2020 年报财务数据)	8
图 2: 公司发展历史图	9
图 3: 公司股权结构图	10
图 4: 公司历年营业收入及增速	11
图 5: 公司历年归母净利润及增速	11
图 6: 公司历年利润率水平	11
图 7: 公司历年费用率水平	11
图 8: 公司历年盈利能力	12
图 9: 公司历年营运资金周转天数	12
图 10: 公司经营活动现金流净额已达到健康水平 (百万元)	12
图 11: 公司渠道结构拆分图	13
图 12: 公司直营和加盟店铺数	13
图 13: 公司直营和加盟店效 (万元/月, 终端口径含税)	13
图 14: 可比公司店效比较 (万元/月, 终端口径含税)	14
图 15: 2020 年可比公司坪效 (元/月, 终端口径含税)	14
图 16: 国内运动服市场规模和增速及预测 (亿元)	14
图 17: 国内服装行业各子行业增速	14
图 18: 2020 年各国运动装人均消费 (美元)	15
图 19: 胡润对中产和新中产的定义画像和规模统计	15
图 20: 新中产服装品牌消费偏好	15
图 21: 国内高尔夫球场和高尔夫核心人数变化趋势	17
图 22: 国内高尔夫总打球轮次和平均 18 洞打球轮次	17
图 23: 国内高尔夫人口渗透率对比发达国家仍然非常低	17
图 24: 国内高尔夫参与者 (间接相关) 基数很大 (万人)	17
图 25: 驱动力: 中高协十三五规划指引高尔夫参与者增长	18
图 26: 人口来源: 国内高净值人群的高体量和高速增长	18
图 27: 人口来源: 模拟高尔夫降低准入门槛且体验良好	18
图 28: 高尔夫模拟练习场数约为标准场地的 4.4 倍	18
图 29: 比音勒芬主要竞品简介、国内规模份额和价格带对比	19
图 30: 公司服装定价在主要运动和休闲品牌中领先, 仅低于拉夫劳伦	20
图 31: 高端时尚运动品牌介绍	20
图 32: 各品牌天猫旗舰店各个价格段销售额分布 (大人装)	21
图 33: 公司从高尔夫的儒雅尊贵外延出高端生活, 时尚和旅游系列	22
图 34: 公司产品系列的外延, 具有宽广空间	22
图 35: 2014 和 2018 年公司不打球顾客的占比	22
图 36: 公司四种类型店铺数量和结构	23
图 37: 比音勒芬广州白云机场店	23
图 38: 比音勒芬球会店	23
图 39: 高尔夫和高端休闲生活品牌在国内门店数	23
图 40: 一次次高质量营销事件积极提升品牌长期影响力 (百度指数月度平均值)	24
图 41: 公司为奥运会选手打造“五星战袍 II”比赛服	25

图 42: 16 年比音勒芬全国五个城市高尔夫文化巡展活动 .....	25
图 43: 奥运赛前分享各个运动员出征感言视频 .....	25
图 44: 奥运赛后《有一种冠军精神, 叫永不放弃》推送 .....	25
图 45: 2018 年 1 月杨烁成为公司代言人 .....	26
图 46: 2018 年 3 月江一燕成为公司代言人 .....	26
图 47: 19 年五一节南京金鹰广场杨烁见面会场地 .....	26
图 48: 19 年六一节公司携手江一燕在成都比心艺术馆场地 .....	26
图 49: 21 年 2 月与高铁永达传媒达成战略合作 .....	27
图 50: 透过高铁站大屏传播品牌 .....	27
图 51: 19 年 12 月重磅推出故宫联名, 引爆高端国潮 .....	27
图 52: 公司产品的优质面料介绍 .....	29
图 53: 公司的 Outlast 空调丝面料系列 .....	29
图 54: 公司的抗菌纤维面料系列 .....	29
图 55: 公司国际化设计研发团队, 知名设计师介绍 .....	30
图 56: 公司自有和签约设计师团队人数 .....	31
图 57: 公司的高尔夫服饰人体工程研究中心 .....	31
图 58: 公司是国家高尔夫服开发基地和色彩研发基地 .....	31
图 59: 2018~2020 年各运动和休闲公司研发费用率 .....	31
图 60: 公司存货周转天数和同行比较高 .....	32
图 61: 公司单店期末存货回到接近 2017 年水平 .....	32
图 62: 19 年后公司存货减少, 且增速明显慢于收入 .....	32
图 63: 公司库存基本在 2 年左右消化完成 .....	33
图 64: 公司 2 年以上库存占比逐步增加 .....	33
图 65: 公司存货减值期末余额和占存货比重 .....	33
图 66: 公司存货减值当期计提和占净利润比重 .....	33
图 67: 各公司存货减值期末余额占存货比重 .....	33
图 68: 各公司存货减值当期计提占净利润比重 .....	33
图 69: 公司正价店和奥莱店单店模型表明门店经营利润率相近 (金额单位: 万元) .....	34
图 70: 以 1 级和 4 级城市为例说明测算拓店空间的详细过程 .....	35
图 71: 各级城市基本指标及拓店空间总表 .....	36
图 72: 2013~2016Q3 公司坪效 (收入/加权面积) .....	36
图 73: 2013~2016Q3 公司门店考核利润率 .....	36
图 74: FILA 大人装门店平均面积和店效 .....	37
图 75: 比音勒芬直营门店平均面积和店效 .....	37
图 76: 各品牌天猫旗舰店月度平均 SKU 数 (大人服装) .....	38
图 77: 各品牌天猫旗舰店男/女/童装销售额比例 (服装) .....	38
图 78: 威尼斯狂欢节品牌形象以及男装和女装的夏装/冬装畅销款展示 .....	38
图 79: 比音勒芬和威尼斯品牌天猫旗舰店价格带 (按销售额) .....	39
图 80: 2010~2020 年国内旅游人数和增速 (亿人次) .....	39
图 81: 2010~2020 年国内旅游收入和增速 (万亿元) .....	39
图 82: 2018 年国内中产家庭户数和新中产家庭户数 .....	40
图 83: 国内新中产青睐的休闲娱乐方式 .....	40
图 84: 国内新中产青睐的旅游主题 .....	40
图 85: 2018 年国内新中产和全部家庭平均旅游消费 .....	40

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	6
表 2: 资本成本假设 .....	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	6
表 4: 可比公司估值 .....	7
表 5: 公司历年利润增速、PE 值和涨幅表现 .....	7
表 6: 公司第三期员工持股计划 .....	10
表 7: 公司发展历程主要营销事件介绍 (加粗的事件可能对当期百度指数提升有明显促进作用) .....	28
表 8: 公司合作的国际顶尖面料商 .....	29
表 9: 2020~2022 年比音勒芬主品牌店铺升级计划 .....	37
表 10: 威尼斯狂欢节品牌拓店计划 .....	41
表 11: 公司盈利预测假设 .....	42
表 12: 盈利预测及市场重要数据 .....	43
表 13: 情景分析 .....	43

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：30.2~32.3 元

我们预计公司在中期 3-5 年有望保持较快的增长，一方面由于公司本身已具备高端基因，高端顾客基础，强劲品牌力等核心竞争壁垒，另一方面受益于消费升级，新中产扩容和高端运动时尚行业红利，公司店数、店效、线上新零售仍然有较大的可拓展空间，有望逐步打开成长天花板。预计在未来毛利率，费用率，所得税率保持稳定情况下，业绩的增长将受益于收入规模的快速扩张。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

项目	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	39.96%	23.70%	6.14%	22.57%	20.80%	15.10%	15.10%	12.45%	10.96%
毛利率	63.28%	67.78%	69.12%	70.14%	69.94%	70.04%	70.04%	70.65%	71.26%
管理费用/营业收入	6.94%	6.98%	6.61%	10.12%	10.05%	9.95%	9.95%	9.92%	9.89%
销售费用/销售收入	29.67%	29.99%	28.09%	27.81%	27.53%	27.12%	27.12%	26.98%	26.85%
营业税及附加/营业收入	0.99%	0.91%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%
所得税税率	14.95%	13.77%	14.74%	14.74%	14.74%	14.74%	14.74%	14.74%	14.74%
股利分配比率	36.50%	22.30%	32.15%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.05	T	14.74%
无风险利率	2.00%	Ka	9.35%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.05
公司股价（元）	25.36	Ke	9.35%
发行在外股数（百万）	524	E/(D+E)	100.00%
股票市值(E, 百万元)	13291	D/(D+E)	0.00%
债务总额(D, 百万元)	0	WACC	9.35%
Kd	6.00%	永续增长率（10 年后）	2.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 30.2~32.3 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.4%	8.9%	9.4%	9.9%	10.4%
永续增长率变化	4.0%	48.24	42.44	37.74	33.87	30.62
	3.5%	44.14	39.24	35.20	31.81	28.93
	3.0%	40.81	36.59	33.06	30.06	27.48
	2.5%	38.05	34.36	31.23	28.54	26.21
	2.0%	35.72	32.45	29.65	27.22	25.09
	1.5%	33.73	30.81	28.27	26.05	24.10
	1.0%	32.02	29.37	27.05	25.02	23.21

资料来源：国信证券经济研究所分析



### 相对法估值：30.1-31.5 元

我们预计公司近年业绩将实现较快的增长，21~23 年净利润的复合增速约为 21%。我们选取与公司业务相近的中高端或奢侈服装或细分龙头品牌的 A 股、港股和海外公司作比较，包括 A 股高端女装地素时尚、歌力思，时尚运动中高端品牌 FILA 的母公司安踏体育，高端羽绒服品牌波司登，奢侈品大牌母公司 Kering 和细分领域运动休闲龙头露露柠檬，可比公司 2022 年平均 PE 和 PEG 分别为 22.1 和 1.17。综合比较各公司的当前 PE 以及业绩增速，考虑到公司业绩增速预期快于地素时尚和歌力思，而慢于安踏体育、波司登，露露柠檬，我们认为给予公司 22 年 21-22 倍的 PE（22 年 PEG 1.0~1.05），合理的价格区间为 30.1-31.5 元。

表 4：可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE				g	PEG	总市值 (人民币亿元)
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E			
002832	比音勒芬	买入	25.36	0.91	1.17	1.43	1.71	27.87	21.74	17.69	14.83	21.1%	0.84	139.49
<b>同类公司</b>														
603587	地素时尚	买入	18.72	1.31	1.52	1.76	2.02	14.29	12.34	10.65	9.25	15.5%	0.69	90.08
603808	歌力思	增持	14.19	1.34	1.09	1.32	1.55	10.59	13.05	10.74	9.13	19.6%	0.55	52.37
02020	安踏体育	买入	100.57	1.92	2.89	3.59	4.42	52.40	34.85	28.04	22.76	23.7%	1.18	2720.34
03998	波司登	买入	4.66	0.16	0.19	0.24	0.30	29.43	24.48	19.17	15.58	25.3%	0.76	506.93
KER.PA	Kering	无评级	4769.18	136.56	187.13	217.70	244.21	34.92	25.49	21.91	19.53	14.2%	1.54	6048.35
LULU	露露柠檬	无评级	3028.57	29.25	58.90	71.66	82.20	103.55	51.42	42.26	36.84	18.1%	2.33	3860.80
<b>平均值</b>								<b>40.86</b>	<b>26.94</b>	<b>22.13</b>	<b>18.85</b>		<b>1.17</b>	

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理预测

注：未评级公司盈利预测来自 wind 一致预期

表 5：公司历年利润增速、PE 值和涨幅表现

年度	EPS (元)	最高 PE	最低 PE	利润增速	股价涨幅
2018 年	1.61	39.26	20.33	62.16%	-3%
2019 年	1.32	31.18	18.31	39.13%	11%
2020 年	0.91	27.58	13.67	17.90%	3%
2021 年 E	1.17	28.84	16.99	27.81%	10%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

### 投资建议：看好品牌力和成长空间，维持“买入”评级

高端时尚运动行业增长强劲，空间广阔。公司借助高尔夫品牌基因，精准定位高端生活男装，营销渠道策略有效强化品牌影响力。目前公司强势的品牌力保障了存货风险可控，我们看好公司未来持续成长的空间。我们维持盈利预测，预计 21-23 年净利润分别为 6.1/7.5/9.0 亿元，同增 27.5%/22.9%/19.3%，EPS 分别为 1.17/1.43/1.71 元，对应 22 年 21-22x PE 合理估值为 30.1-31.5 元，相对目前股价有 23.6%~29.5%溢价，维持“买入”评级。

## 公司概况：黄金定位，成长性出众，员工积极性强

### 业务概览：双品牌，多系列，全渠道

公司是一家定位高端运动生活服饰的品牌公司，旗下主力品牌比音勒芬定位生活高尔夫，目标人群包括高尔夫运动爱好者和热衷高尔夫文化消费者，消费群年龄段在 25~45 岁左右。

**双品牌策略：**2013 年公司收购意大利威尼斯狂欢节品牌，并于 2018 年以全新形象推出，定位度假旅游蓝海领域，从规模上看，2021 年上半年公司两个品牌共计拥有 1007 家门店，威尼斯约 100 家门店，比音勒芬约 900 家门店。

**专注细分，外延系列：**比音勒芬专注定位细分领域高尔夫运动，同时逐步拓展出高端生活和时尚系列，实现消费人群的破圈，据统计 2018 年公司 95% 的顾客不打高尔夫球。从产品品类看，公司目前拥有上衣，外套和下装三大品类，收入占比分别为 45%/25%/23%，毛利率 71%/67%/71%。

**直营为主，开拓线上：**2020 年末公司拥有 486 家直营店和 493 家加盟店，直营/加盟收入占比分别为 65%/30%。公司从 2019 年开始开拓线上渠道，2020 年线上收入大增 5 倍至 9820 万元，占公司收入比重 5%。各个渠道盈利水平较好，2020 年直营/加盟/线上毛利率分别为 72%/68%/38%，线上作为疫情期间处理库存渠道毛利率较低，实际上 2021 上半年毛利率已回到 52%。

图 1：公司品牌、产品线、品类概览图（2020 年报财务数据）



资料来源：公司公告，天猫，国信证券经济研究所整理

### 发展史：敢为时代先，坚守初心全方位发力，国民高尔夫大牌崛起

#### （一）1997~2011 年：代理起家，创建公司，定位蓝海，敢为时代先

80 年代，谢秉政在温州一带从事销售徽章、印章、手册、自行车牌等商品，凭借良好的生意头脑逐步积累人生的第一桶金，并进入服装代理行业。1997



年谢秉政在南宁开了 10 多家店铺，主营进口高端男装，代理华伦天奴、圣罗兰等国际大牌，通过研究洞察消费者行为和心里，培养出优秀的市场感知力。

2000 年谢秉政全资收购比音勒芬，并于 2003 年在广州成立公司，拥有 35 人团队，2004 年公司开设 20 家店铺。起初比音勒芬定位商务休闲，谢秉政通过多次对日本、韩国等发达国家的考察，最终差异化定位生活高尔夫这一蓝海领域，目标消费者为高尔夫爱好者、认同高尔夫文化或着装倾向高端时尚运动风格的人群。在三年内，公司产品特色初步形成，市场反馈良好。

2007~2010 年，市场上模仿跟随抄袭的品牌增加、国际品牌的进驻导致市场竞争愈发激烈，金融危机的冲击导致消费行业不景气，公司步入缓慢发展期。但在这个过程中公司并没有迷失方向，重视设计和面料研发，保证产品力，继续收获高端消费者心智。

## （二）2011~至今：品牌、产品、渠道发力，坚守初心，“大国品牌”崛起

2011 年~2015 年，国内运动品牌深陷库存危机，服装行业整体低迷，在关店浪潮中，公司继续稳步发展，门店数从 367 提升到 601 家，收入从 3.0 亿元增长到 7.5 亿元，实现逆势成长。

经历运动品牌和商务休闲两轮洗牌调整，公司的韧性越来越强。2016 年，公司在 A 股上市，被誉为“中国高尔夫服饰第一股”。2018~2019 年，公司在国内运动时尚风兴起助推下，收入分别增长 40%/23.7%至 18.3 亿元，2020 年疫情冲击下净利润仍然实现 18%的高增长，且连续四年获得全国零售企业高尔夫服装市占率第一。这些离不开公司一直以来在品牌和产品方面的建设：

**1) 品牌建设方面**，2013 年公司成为国家高尔夫球队唯一服装合作伙伴。2016 年公司助力国家高尔夫队首征奥运，夺取首枚高尔夫奖牌，创造历史。2018 年公司签约《欢乐颂》中的“小包总”，影视巨星杨烁和文艺女神江一燕作为品牌代言人。2020 年公司与 CCTV《大国品牌》举行签约授牌仪式，同年与国家高尔夫队再续八年之约。2021 年在东京奥运会之际，为国家队倾情打造五星战袍，并把握全渠道优势大力度进行一系列奥运营销，扩大影响力。

**2) 新品牌方面**，2013 年公司收购意大利威尼斯狂欢节品牌，2018 年，公司对威尼斯定位重新梳理，定位度假旅游这一蓝海领域，围绕消费者出游场景推出亲子装、情侣装系列，产品风格以时尚休闲为主，与主品牌形成一定的协同效应。2019 年 10 月，威尼斯狂欢节品牌正式牵手国民夫妇（田亮，叶一茜），开启“星时代”，直至 2019 年末公司已铺设 61 家威尼斯门店。

**3) 产品力方面**，2013 年 2 月公司携北京服装学院共建国内首家高尔夫服饰人体工程研究中心，实现高尔夫人体运动生理基础研究和数据库建设，同时逐步与奢侈品面料商建立合作关系，极优品质为长期保持高端品牌形象打好基础。

图 2：公司发展历史图



资料来源：公司官网，公司公告，其他媒体，国信证券经济研究所整理

### 股权：一致行动人持股 47%，第三期员工持股计划彰显决心

**一致行动人持股 47%。**公司实际控制人是谢秉政和冯玲玲两夫妇，持股比例分别为 39.3%和 3.6%，合计持股近 43%。公司一致行动人还包括谢挺，与谢秉政系兄弟关系，持股 4%，一致行动人合计持股近 47%。谢秉政是公司创始人和董事长，是全国纺织工业劳动模范，中国流行色协会副会长，中国纺织规划研究会副会长，中国服装协会副会长，在服装业内具有深厚的积淀。

**公司高管持有一定股份绑定利益。**申金冬是公司总经理，同时负责战略和薪酬考核方面的工作，目前持有公司股份 3.57%，唐新乔是公司副总经理，同时担任财务总监，2020 年末持有公司股份 1.12%。

**第三期员工持股激励方案覆盖面广，彰显决心。**2021 年 1 月公司推出第三期员工持股计划，并于 2 月底完成购买，累计购入公司股票 649.5 万股，成交金额为 1.10 亿元，买入股票数量占公司总股本 1.24%，锁定期为 2021 年 2 月 27 日~2022 年 2 月 26 日，资金来源主要包括董事长借款支持和参与员工自筹资金（比例不超过 1:1）。此次股权激励激励覆盖不超过 6 名高管和 1314 名员工，其中总经理申金冬，副总经理兼 CFO 唐新乔，副总经理兼董秘陈阳，副总经理金芬林认购上限分别占总份额 0.8%/0.67%/0.45%/0.6%，其余 96.8%份额覆盖不超过 1314 名员工。激励覆盖面广，彰显公司业绩决心。

图 3：公司股权结构图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 6：公司第三期员工持股计划

姓名	职务	认购份额比例上限
申金冬	董事、总经理	0.80%
唐新乔	董事、副总经理、财务总监	0.67%
陈阳	董事、副总经理、董事会秘书	0.45%
金芬林	副总经理	0.60%
史民强	监事会主席	0.30%
周灿灿	职工监事	0.40%
其他员工（不超过 1,314 人）		96.78%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

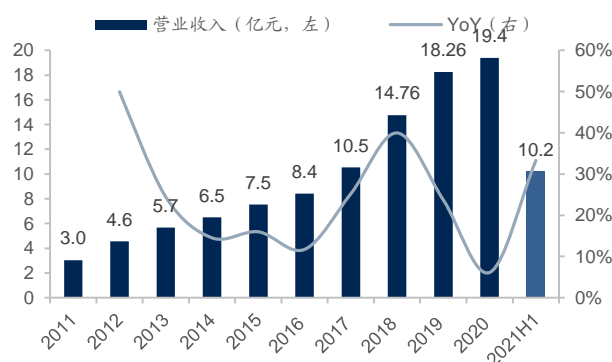
### 财务分析：成长迅速，利润率高，存货周转慢但边际改善

**收入规模快速扩张：**2011 年公司实现 3.0 亿元收入，并进入快速扩张期，2012~2016 年，在国内运动服和休闲服两轮行业库存危机洗牌下，公司收入增长相对放缓至 16.6%的年复合增长，2016 年收入规模达到 8.4 亿，并呈现小幅上升趋势。2017 年开始公司收入增速反弹，2017~2019 年在国内运动时尚服兴起助推下呈现极好的成长势头，CAGR 32%。2020 年在疫情冲击下依然增

长 6.1%至 19.4 亿元，2021 年上半年延续 33.3%的高增长至 10.2 亿元。

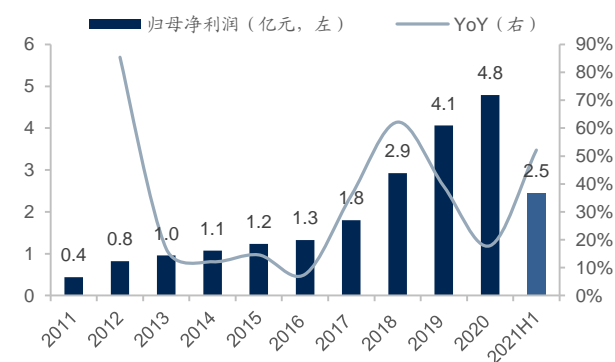
**利润率高且稳步提升：**在高加价倍率和高直营占比（65%）的情况下，公司毛利率一直维持在 62%以上。且随着规模效应的形成有效降低产品成本，公司毛利率稳步向上，2020/2021H1 毛利率分别达到 69%/72%。高毛利率带来较高的经营利润率，2020/2021H1，公司经营利润率分别为 28.9%/28.3%，在同行中位于高水平，且在稳步提升。

图 4：公司历年营业收入及增速



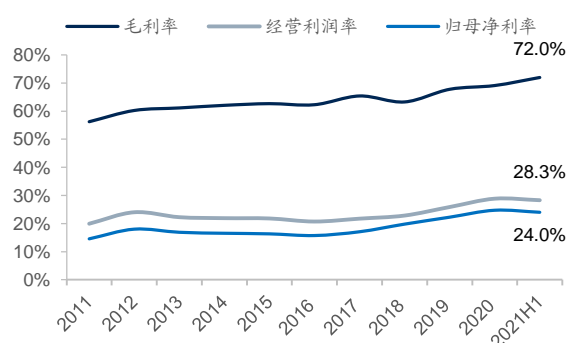
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 5：公司历年归母净利润及增速



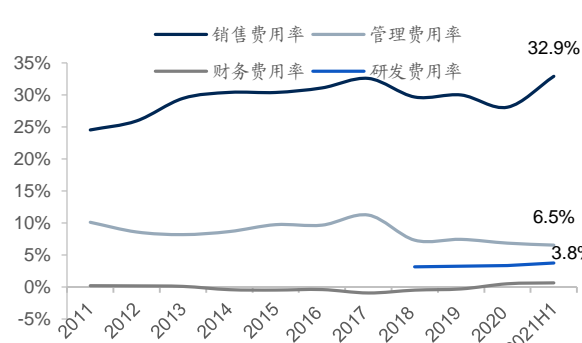
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 6：公司历年利润率水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 7：公司历年费用率水平



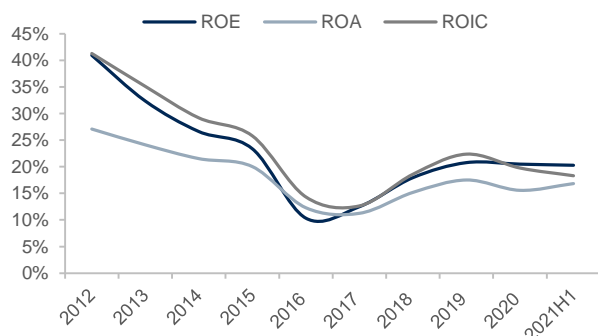
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**费用控制较好，研发投入高：**在费用端，公司销售费用率一般在 30% 左右，主要是因为直营店铺较多需要承担租金、员工、装修和运营费等，处于正常范围。研发费用率维持在 3% 以上，充分体现公司注重高端优异产品力的打造。

**盈利能力强，存货周转较慢：**从盈利能力看，公司采取轻资产运营模式，附加值较低的生产环节外包，直营店铺大多采取商场联营模式，因此 ROE 达到 20% 以上的水平。从存货周转看，2012~2015 年公司存货周转在 230 天左右，总体位于健康水平，2016 年后存货周转天数逐步上升，2020/2021H1 存货周转分别达到 390/396 天，但公司会按照一定的比例配置奥莱店数量处理过季库存，折扣一般在 2-5 折，由于奥莱店店铺面积大，性价比高，因此单店流水高于正价店，在健康清理库存的同时也能保证高盈利水平。

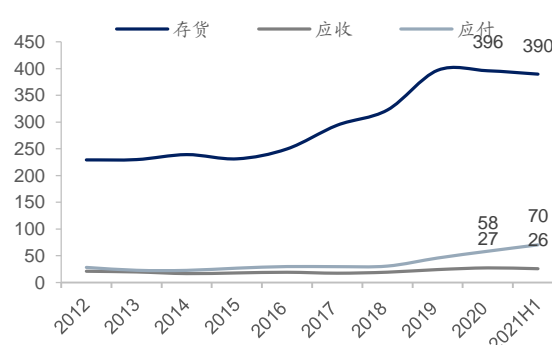
**经营现金流恢复健康水平：**2018 年由于公司存货金额大幅增加 78% 导致经营活动现金流净额占净利润比例下降至 58%，但得益于公司 2019 年后对存货控制水平的提高及利润的快速增长，经营活动现金流净额快速优化，2020 年已占净利润的 133%，2021H1 占净利润 185%，达到十分优秀的水平。

图 8：公司历年盈利能力



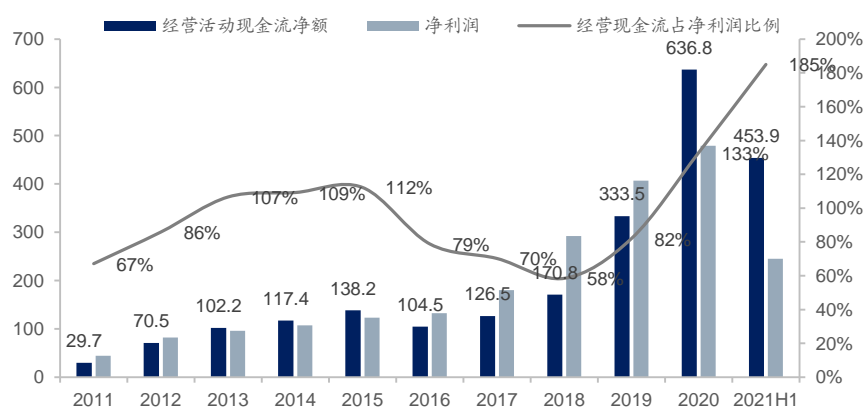
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 9：公司历年营运资金周转天数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 10：公司经营活动现金流净额已达到健康水平（百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 渠道拆解：正价折扣、联营非联营、商场机场球会，店效坪效优异

**店铺结构和分布详细梳理：**公司线下门店铺设范围广，渠道类型全面，截至 2020 年末，公司拥有 979 家门店，直营和加盟店数相当，直营收入占线下收入比重接近 2/3。直营店按经营模式可以分为联营模式和非联营模式，在联营模式下，公司与商场采取扣点制，奥莱店的扣点为销售的 12~20%，正价店扣点为销售的 18~30%，非联营模式则采取固定租金制度，但公司非联营模式的店数仅占直营店的 7%，收入占直营收入 12%（2013~2016Q3 数据）。直营店按折扣类型可分为正价店和奥莱店，奥莱店约占直营店数的 24%，收入占 37%。从店铺分布看，2016Q3，公司 60%的店铺位于购物商场，其中有 8.2%的机场高铁店（基本是机场店）和 4.5%的球会店作为品牌传播媒体。

图 11：公司渠道结构拆分图



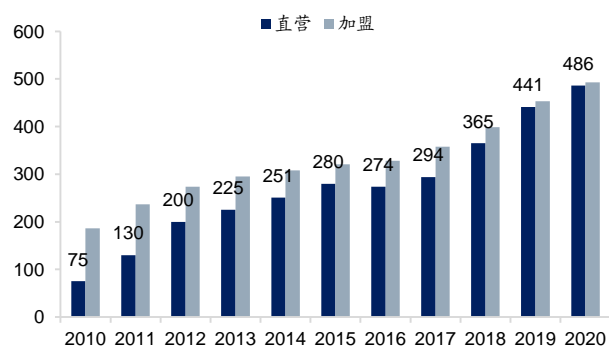
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所

注：正价店和奥莱店收入测算参考招股书披露的 2013~2016Q3 单店收入数据

门店快速扩张，店效和坪效优于大部分同行。从 2010~2020 年情况看，公司店铺数快速扩张，直营和加盟店数逐渐相近，同时店铺整体的终端店效也在快速提升，但 2018 年后店效出现下降，部分原因是威尼斯狂欢节新品牌处于建设期，拉低整体店效（19 年末新品牌有 61 家店）。其中，直营店店效比加盟店一般高 7~10+万元/月，一方面是由于直营店铺面积较大（20 年末直营/加盟面积分别为 166/145 m<sup>2</sup>），另一方面是由于直营店中约有 12% 的奥莱店，单店销售流水大幅优于正价店和基本不打折的加盟店。

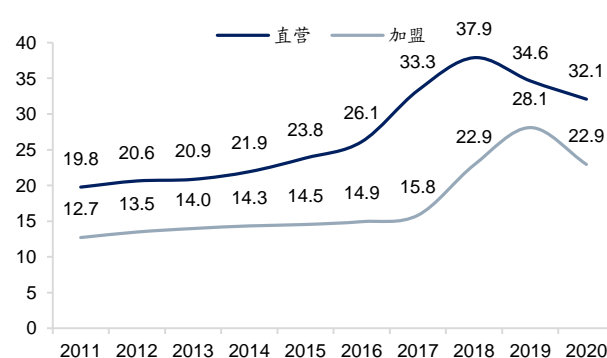
与同行对比，公司 2020 年店效（27.5 万元）高于定位高端女装的地素时尚（25.4 万元），并大幅高于报喜鸟、九牧王、太平鸟等男装品牌，略低于海澜之家（28.8 万元），但在坪效上，公司（1861 元）比海澜之家（1969 元）略胜一筹。

图 12：公司直营和加盟店铺数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

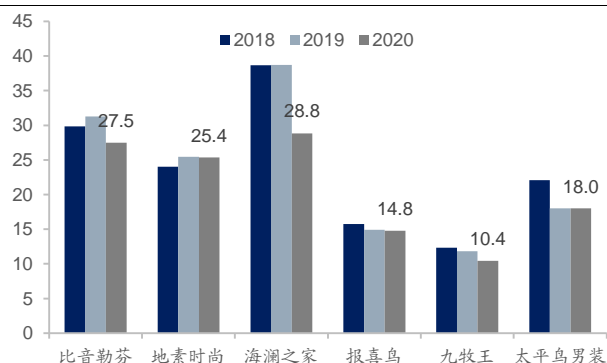
图 13：公司直营和加盟店效（万元/月，终端口径含税）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

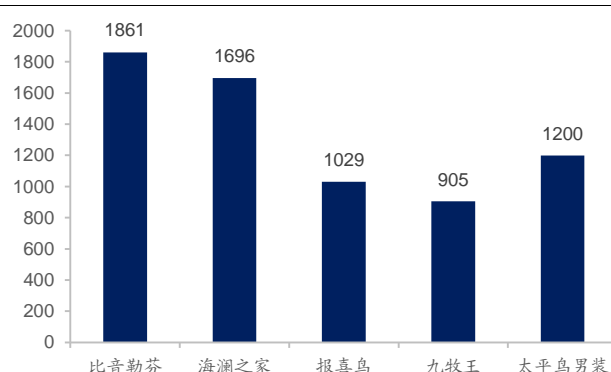


图 14: 可比公司店效比较 (万元/月, 终端口径含税)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2020 年可比公司坪效 (元/月, 终端口径含税)



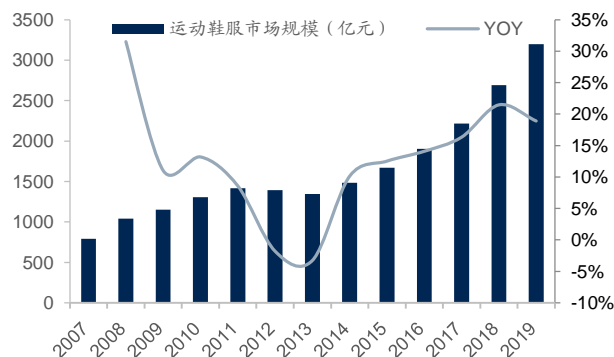
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 行业: 运动景气度高, 高端运动生活市场潜力大

### 行业趋势: 运动行业规模三千亿, 成长性领先

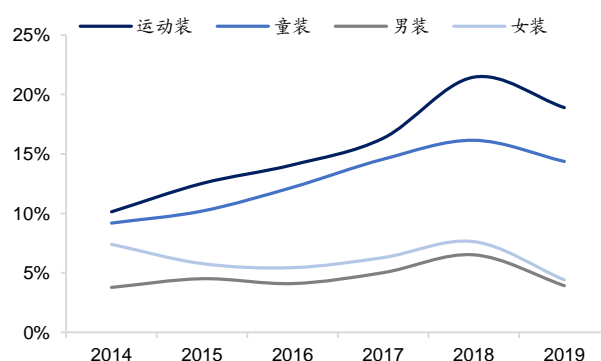
运动装成长性佳, 增长领先于其他服装品类。2019 年国内运动市场规模达到 3199 亿元, 在行业从 2011-2014 年的库存危机中调整恢复后, 2015~2019 年保持 16.1% 的复合增长, 成长性佳。与其他服装大类对比, 运动装成长性领先, 2014~2019 年童装/男装/女装/运动装 CAGR 分别为 13%/5%/6%/17%。

图 16: 国内运动服市场规模和增速及预测 (亿元)



资料来源: 前瞻经济学人, 国信证券经济研究所整理

图 17: 国内服装行业各子行业增速



资料来源: 前瞻经济学人, 国信证券经济研究所整理

### 增长动力: 品牌价值和壁垒高, 多元运动拓赛道, 新中产需求扩容

对标发达国家, 国内运动行业空间广阔, 而中高端市场有望收获更高增长。2020 年我国运动装人均消费仅 32 美元, 日本/德国/英国/美国分别为 109/138/138/306 美元, 对标发达国家有数倍空间, 有望继续保持快速成长。其中, 我们认为与门槛较低、同质化严重, 竞争激烈的大众市场不同, 中高端市场有望收获更高的增长, 基于以下原因:

#### 需求端: 新中产扩容, 服装消费更偏好中高端和轻奢品牌

据胡润统计, 2018 年我国中产阶级家庭户数有 3321 万, 新中产家庭户数超过 1000 万 (新中产指一线城市家庭年收入 30 万以上, 其他城市 20 万以上, 且不超过 150 万, 同时家庭净资产超过 300 万), 而这些新中产平均年龄只有 35 岁, 平均家庭年收入 65 万元, 相对无房贷压力, 因此他们对于服装消费越来越不满足于普通“物有所值”, 更青睐于潮流文化丰富, 社交属性, 功能性创新



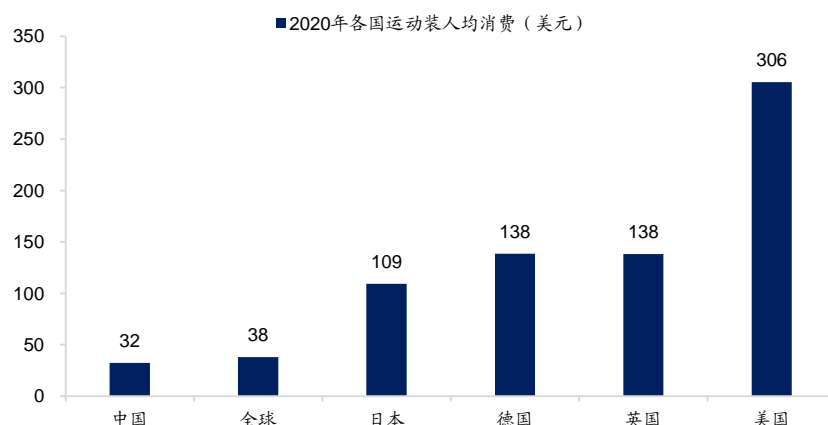
的品牌，而更高消费能力人群还会关注品牌所能彰显的身份地位。据胡润调研统计，在服装上，50%的新中产偏好消费中高端品牌，24%偏好轻奢品牌。

**供给端：品牌价值和壁垒高，多元运动拓宽赛道，吸引绑定高消费人群心智**

**1) 高端调性，文化内核和功能性赋予品牌价值和壁垒：**一方面，中高端运动品牌在产品上研发投入更多，满足消费者对功能性和舒适性的要求；另一方面，中高端运动品牌通过定位高端、保持与众不同调性，赞助顶级体育赛事、签约顶级运动明星，强化品牌内核，持续产生深远的品牌影响力，并形成强大的自身品牌壁垒，有效吸引绑定高端消费者心智。

**2) 多元高端运动兴起，拓展赛道：**传统运动跑步、球类、游泳有着广泛受众群体，但近年来具备一定消费力的消费者越来越追求高情操，刺激和挑战性的运动，如健美类（瑜伽，健美操），冰雪类（滑雪），户外运动（高尔夫，攀岩，越野，登山），小众运动品牌如 Lululemon、迪桑特、比音勒芬、始祖鸟得以快速崛起。高端小众运动快速兴起将快速拓宽中高端运动赛道，实现高增长。因此，新中产需求扩张与品牌内外供给升级的匹配促进中高端市场享有更快更确定的增长。

图 18：2020 年各国运动装人均消费（美元）



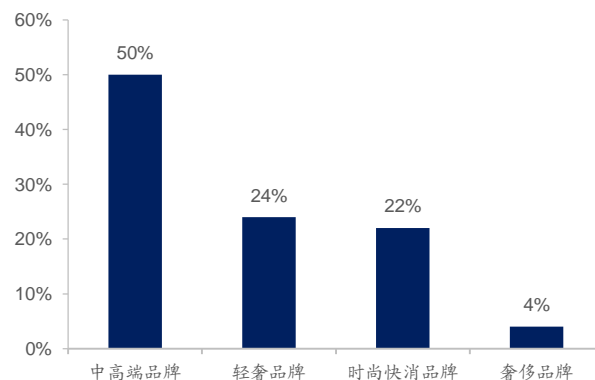
资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

图 19：胡润对中产和新中产的定义画像和规模统计

	中产	新中产
定义	一线城市家庭年收入30万以上，其他城市20万以上	一线城市家庭年收入30万以上，其他城市20万以上，但不高于150万，同时家庭净资产300万以上
平均年龄	-	35岁
职位	-	65%中层管理者，18%高管
平均家庭年收入	-	65万元
平均家庭年可支配收入	-	50万元
家庭户数	3321万户	1000万户以上

资料来源：《2018 中国新中产圈层白皮书》，国信证券经济研究所整理

图 20：新中产服装品牌消费偏好



资料来源：《2018 中国新中产圈层白皮书》，国信证券经济研究所整理

**运动行业格局：集中度高，但细分龙头多具有黑马表现**

从国内运动行业竞争格局看，据前瞻经济学人统计，2019 年前五大运动公司

市占率高达 72.8%，且集中度在持续走高（2015 年 CR5 仅 59.4%），头部品牌已形成较强大的品牌壁垒。但与此同时，我们发现一些深耕某个细分领域或拥有独特身份的龙头品牌极具“黑马”表现，例如：

**1) Lululemon:** 专注瑜伽服的 Lululemon，凭借明确的瑜伽服标签，迅速破圈受到消费者广泛认可，2010 财年全球收入仅 4.5 亿美元，2021 财年便达到 44.0 亿美元，翻了将近 10 倍；

**2) FILA:** 70 年代深耕网球领域，并于 2009 年定位法国鳄鱼和阿迪三叶草之间的高端时尚运动，凭借其良好的品牌基因和独特的定位（当时高端时尚运动尚是蓝海），在 2011~2020 年之间实现爆发式增长，销售额从不到 7 亿元上升到现在 200+亿元，并预计未来 3 年实现流水翻倍；

**3) 迪桑特:** 30 年代成立于日本，一直深耕专业滑雪运动领域，连续 40 年为瑞士高山滑雪运动队提供比赛服的迪桑特，被安踏集团收购并正式发展中国业务后呈现高增长态势，2017~2020 年迪桑特（中国）收入从 1.4 亿元上升到 14.3 亿元，2021 年上半年继续增长 100%至流水 10 亿元；

**4) 比音勒芬:** 2003 年成立，专注定位高尔夫运动服饰，并衍生出高端时尚和生活系列，比音勒芬的产品系列秉承高尔夫奢华品味与高贵气质，注重赋予消费者尊贵体验，受到成功人士广泛追捧。2011~2020 年，品牌销售额从 5.4 亿元增长到 30.7 亿元（根据收入估算），市占率从 0.4%上升到 1%。

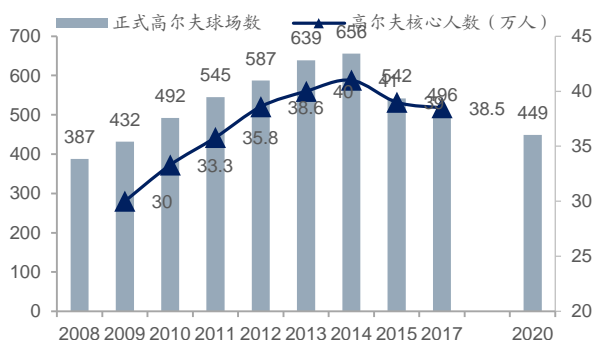
**总结：**长期专注深耕某一细分或独特领域，有利于给品牌树立明确的身份标签，给目标消费者打上深刻的品牌烙印，在此基础上再逐步拓展生活、休闲系列容易为消费者所接受和喜爱，品牌得以实现快速成长。因此，在集中度高的运动行业，品牌通过细分领域的深挖可实现突围和迅速崛起。

### 高尔夫行业：违规场地出清，高净值人群扩容+大众化将带来高增量

**清理+整改重锤出击，违规场地出清。**1984 年国内第一家高尔夫俱乐部在广州开业，1993~2013 年我国高尔夫行业进入蓬勃期，据高尔夫专业机构朝向管理集团统计，2008~2014 年核心高尔夫人口（1 年内在标准场地打球超过 8 轮次的成年人）从 30 万提升到 41 万，高尔夫球场数量也从 380+迅速扩充到 650+家，最高的时候达到 683 家，但其中不少场地违规占用自然保护区，浪费土地资源，砍伐林木并耗费大量水资源。2014 年前后，国家多部委联合开展全国高尔夫球场整治，2017 年整治工作取得良好进展，683 家球场中 187 家关闭，剩余 496 家均已整改升级。受到高尔夫球场的急剧清理影响，高尔夫核心人口从 41 万小幅下滑到 38.5 万，总打球轮次从 1190 万次减少到 989 万次。2017~2020 年，少量高尔夫球场进一步出清，球场数为 449 家。

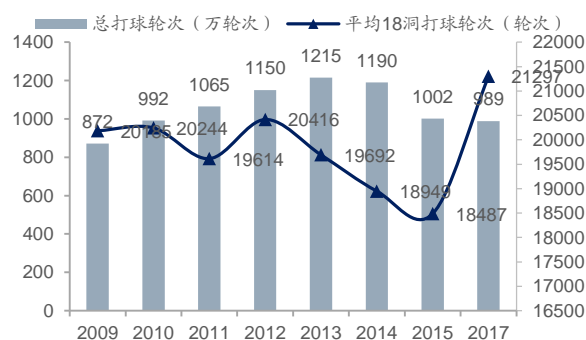
**高尔夫人口渗透率低，间接人群基数大，存在广阔增量空间。**据统计，2017 年我国拥有 105 万高尔夫人口（过去 1 年在标准场地至少打过 1 轮次的人数），人口渗透率仅 0.08%，相比发达国家美国（2380 万/7.3%），日本（1200+万/9.5%），韩国（264 万/5.1%）有十分悬殊的差距。高尔夫人口可以分为三个层级，核心人口/一般人口/参与人口（参与人还包括高尔夫模拟器、练习场玩家，赛事观众等），据中国高尔夫协会披露，2017 年我国高尔夫参与人口达到 500 万，这部分人口有望在未来成为高尔夫人口、核心人口。

图 21: 国内高尔夫球场和高尔夫核心人数变化趋势



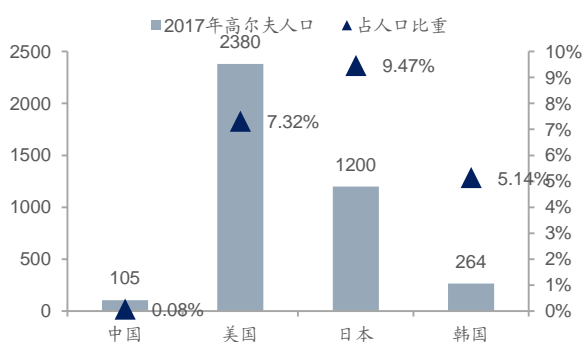
资料来源: 朝向管理集团, 国家生态环境部, 国信证券经济研究所整理  
备注: 核心人数指满 18 岁且 1 年内在标准场地打球超过 8 轮次人数, 下同

图 22: 国内高尔夫总打球轮次和平均 18 洞打球轮次



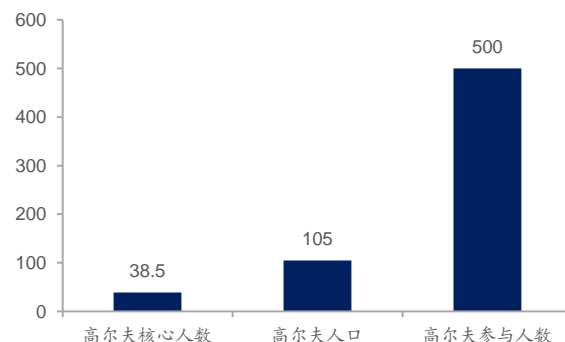
资料来源: 朝向管理集团, 国信证券经济研究所整理

图 23: 国内高尔夫人口渗透率对比发达国家仍然非常低



资料来源: 朝向管理集团, GolfZon, NGF, 国信证券经济研究所整理  
备注: 1) 高尔夫人口一般指满 12 岁, 且过去 1 年在标准场地至少打过 1 轮次的人数; 2) 日本的高尔夫人口来自其他公开资料, 仅供参考

图 24: 国内高尔夫参与者 (间接相关) 基数很大 (万人)



资料来源: 朝向管理集团, 中国高尔夫协会, 国信证券经济研究所整理  
备注: 高尔夫参与者还包括高尔夫模拟器玩家, 赛事观众等人群

### 增长动力: 政策利好, 高净值人群扩容, 高尔夫模拟器助力大众化

国内高尔夫行业整改完毕, 人口渗透率低。从发展规划看, 中高协 2017 年提出《高尔夫球运动发展“十三五”规划》, 目标到 2020 年成年高尔夫球参与人数达到 1000 万, 青少年参与人群达到 2000 万, 总人群 3000 万。这一目标若能达成, 我们认为参与人群的扩容将来源两方面:

**一方面是高净值人群的加入**, 据《中国私人银行业报告》, 我国高净值人群 (个人可投资资产超 1000 万的人数) 从 2014 年的 104 万人增长到 2020 年 262 万人, 维持 16.6% 的复合增长, 并有望在 2021 年增长 13% 至 296 万人, 高净值人群是高尔夫爱好者、参与者的重要组成部分, 因此人群的快速扩容有望给高尔夫参与者带来增量。

**另一方面, 高尔夫模拟器降低准入门槛, 有望快速普及大众。**阻碍高尔夫人口增长的重要因素是传统高尔夫入门门槛太高, 标准的高尔夫球场占地面积巨大, 数量有限, 一般位于偏远郊外, 打球轮次多耗费时间长, 球技要求高, 且每次需要支出大量费用。高尔夫模拟器出现很好的解决这些问题, 高尔夫模拟器一般在室内如繁华商场、俱乐部、酒店、度假村, 单人占地面积最小只需 4\*6m<sup>2</sup>, 一场只需 2~3 小时, 由于模拟器配有动作回放和建议, 新人容易迅速入门提高球技。2012 年韩国是世界最早举办高尔夫模拟器比赛的国家, 2017 年韩国高尔夫模拟器使用者增加 66 万至 351 万, 标准场使用者仅增加 37 万至 264 万, 说明了高尔夫模拟场的巨大潜力。目前国内标准场仅约 449 家, 高尔夫人口仅 105 万, 而高尔夫含模拟器场地有近 2000 家, 高尔夫参与人口约 500 万。模

拟场有效降低高尔夫准入门槛，在十三五发展规划利好下有望迅速普及大众。

图 25: 驱动力: 中高协十三五规划指引高尔夫参与者增长

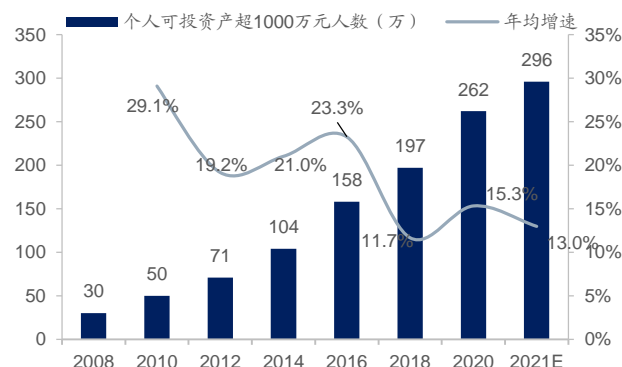
**高尔夫球运动发展“十三五”规划**

《国务院办公厅关于加快发展健身休闲产业的指导意见》（国办发〔2016〕77号）将高尔夫球运动定位为时尚运动，从国家层面明确认可了高尔夫球运动的体育运动本质，指明了高尔夫球运动在新时期的发展方向，为高尔夫球运动借政策红利乘势而上提供了新机遇。

9. 到 2020 年，成年高尔夫球参与人群数量达到 1000 万人，青少年人群数量达到 2000 万人，参与总人数达到 3000 万人。

资料来源：《高尔夫球运动发展“十三五”规划》，国信证券经济研究所整理

图 26: 人口来源: 国内高净值人群的高体量和高速增长



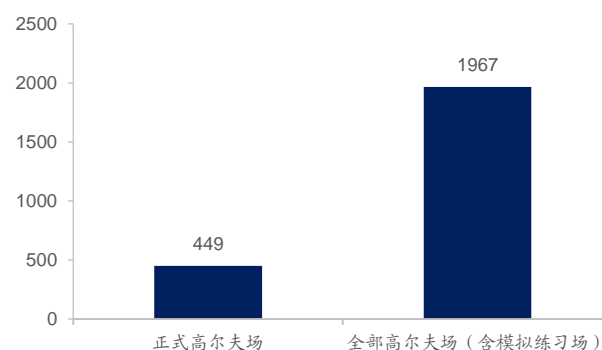
资料来源：《2021 中国私人银行业研究报告》，国信证券经济研究所整理

图 27: 人口来源: 模拟高尔夫降低准入门槛且体验良好



资料来源：衡泰信高尔夫，国信证券经济研究所整理

图 28: 高尔夫模拟练习场数约为标准场地的 4.4 倍



资料来源：国家生态环境部，百度地图，国信证券经济研究所整理  
备注：全部高尔夫球场数量在百度地图搜索“高尔夫球场”得到，含室内模拟器、室外练习场和俱乐部，但可能与实际有一些偏差

### 高端男装生活服饰格局: 比音勒芬市场地位稳固且领先

在国内高尔夫运动和高端生活休闲服领域（男装），比音勒芬市场地位领先，据中国商业联合会统计，2020 年比音勒芬在国内大型零售企业高尔夫服销售的市占率高达 53%，已连续 4 年位于第一。参考比音招股书，公司在高尔夫运动服领域主要与金狐狸、黄金熊、雅狮威、万星威、泰勒梅等形成竞争，在高端生活服领域主要与拉夫劳伦、法国鳄鱼、布克兄弟、Hugoboss 等形成竞争。从天猫旗舰店 POLO 衫价格（去除最高、最低价和 30 日内无销量产品）看，其价格定位（646~2235 元）在这些品牌中处于高水平，仅低于拉夫劳伦（833~3890 元）和 Hugoboss（860~2700 元）。从国内门店数看，比音勒芬规模（1007 家）遥遥领先，第二名的法国鳄鱼仅 415 家门店。



图 29：比音勒芬主要竞品简介、国内规模份额和价格带对比

品牌名称	简介	国内门店数	国内高尔夫服饰份额	POLO衫价格（元）
<b>高尔夫服饰品牌</b>				
比音勒芬	2003年成立，秉承高尔夫奢华品味与高贵气质，以“生活高尔夫”为品牌风格，注重赋予尊贵体验，受到成功人士追捧。产品分为高尔夫、生活、休闲三大系列。	601/780/1007 (15年/地图/官网)	53.02%	646-2235
金狐狸	品牌于1755年诞生于世界羊毛纺织工业革命地英国，是著名的英国皇室品牌，全系列高尔夫。	54 (14年)	1.60%	460-590
黄金猫	20世纪美国被誉为高尔夫皇帝的杰克·尼克劳斯特别许可授权的品牌。2002年进入中国，目前已在上海、北京、天津、南京等开设店铺。	-	<1.60%	-
雅狮威	1967年创立于美国加州，提供高尔夫球服及休闲服，据调研，其高尔夫球值率率连续十一年美国第一。近年品牌积极拓展休闲系列，演绎流行时尚和生活概念。	34 (地图)	<1.60%	493-1243
万里威	1886年创立于美国，1955年生产专业高尔夫球服，1966年为迪森特收购，一度成为日本高尔夫球服市场占有率第一；同时利用其高科技面料、精湛工艺、灵动元素拓展生活系列，1997年进入中国。	56 (15年)	1.68%	519-1569
泰勒梅	1979年成立致力打造高尔夫装备，1998年为阿迪收购，12年全球销售17亿美元，16年从阿迪剥离，之后大力发展中国业务，预计22年中国销售额达2-2.5亿美元。	78 (官网)	<1.60%	818-1173
<b>高端生活服饰品牌</b>				
拉夫劳伦	1968年成立于美国，马球运动为品牌赋予强烈标识性，受到上流人士追捧。随后逐步进军女装、箱包香水等领域，成为规模庞大的高端时尚集团。	137 (地图)	-	833-3890
法国鳄鱼	1933年成立，邀请网球冠军代言，不断革新，逐渐成为休闲法式优雅，倡导生活艺术的品牌，目前旗下涵盖网球、高尔夫、生活等系列。18年销售额31亿欧元。	415 (官网)	3.40%	595-1466
布克兄弟	1818年创立于美国，以男士商务休闲服为主，近年来不少政界领袖如多位美国总统是Brooks Brothers的长期赞助商，因此有总统的“御衣”美誉。	81 (地图)	-	389-1390
Hugo Boss	1923年成立于德国，是世界著名奢侈品牌，定位城市白领和追求高端潮流年轻人，服装有三大系列，正装黑牌系列，休闲装橙牌系列和户外运动为主的绿牌系列。	112 (地图)	-	860-2700

资料来源：比音勒芬公司公告，中国商业联合会，百度百科，各公司官网，百度地图，天猫，国信证券经济研究所整理

备注：1）竞品选择：参考比音招股书关于高尔夫服、高端生活休闲服竞争对手；2）国内高尔夫服饰份额：来源比音 2021 年中报，统计范围是 2020 年全国大型零售企业商品（仅高尔夫服装）销售情况。3）POLO 衫价格：选择各品牌天猫旗舰店 POLO 衫，并分别去除最高价、最低价和最近 30 日无销量产品

## 核心优势：精准定位配合优秀运营，塑造高端品牌力

### 精准定位：借力高尔夫品牌基因，打造稀缺本土高端运动品牌

**定价：**公司定价对标国际高端运动休闲品牌，领先大众专业运动品牌。我们通过对比比音勒芬、拉夫劳伦、法国鳄鱼、FILA、太平鸟、Lululemon、Nike、Adidas、李宁这几个主流的高端休闲、中高端运动品牌在天猫旗舰店的销售价格带发现，比音勒芬、拉夫劳伦、法国鳄鱼远远领先其他运动和休闲品牌。其中比音勒芬销售额发生在 2000 元/1200 元以上的比例分别为 25.8%/59.1%，拉夫劳伦为 28.1%/67.3%，法国鳄鱼为 20.9%/45.6%，而 800 元以下，比音勒芬/拉夫劳伦/法国鳄鱼分别占比 19%/11.3%/25.9%，因此比音勒芬的销售价格带明显高于国际高端时尚大牌法国鳄鱼，而小幅低于拉夫劳伦。比音勒芬品牌稳固的高端价格定位，一定程度上说明了产品功能性时尚性、品牌文化理念、品牌标识的身份地位能为高端圈层的消费者所广泛接受认同，拥有对标国际大牌的品牌力。

图 30: 公司服装定价在主要运动和休闲品牌中领先, 仅低于拉夫劳伦

价格	比音勒芬	拉夫劳伦	法国鳄鱼	FILA 太平鸟男装	LULU	Nike	Adidas	李宁
0-99	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	0.1%	0.2%	15.8%
100-199	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	6.1%	1.0%	28.4%	46.5%
200-299	0.1%	0.1%	0.2%	6.4%	17.0%	5.6%	24.3%	17.9%
300-399	0.7%	0.2%	2.6%	18.0%	19.3%	11.6%	16.4%	7.4%
400-499	1.3%	1.4%	2.8%	17.2%	7.6%	12.5%	11.2%	4.7%
500-599	4.2%	2.5%	2.8%	11.5%	11.9%	10.6%	7.0%	2.5%
600-699	6.3%	3.2%	7.8%	7.9%	5.4%	9.4%	3.3%	1.4%
700-799	6.3%	3.8%	9.3%	4.8%	3.5%	9.8%	1.8%	1.3%
800-899	7.8%	4.2%	7.2%	2.9%	5.1%	16.5%	1.6%	1.6%
900-999	5.0%	4.8%	9.0%	2.7%	3.3%	9.6%	1.8%	0.2%
1000-1099	6.0%	5.1%	6.7%	5.9%	2.0%	6.5%	0.7%	0.1%
1100-1199	3.0%	7.3%	5.7%	3.5%	2.3%	1.7%	1.3%	0.1%
1200-1299	3.3%	5.0%	5.7%	1.5%	1.4%	0.5%	0.5%	0.1%
1300-1399	6.2%	7.5%	5.0%	1.8%	0.9%	0.4%	0.4%	0.1%
1400-1499	3.7%	6.9%	2.0%	3.4%	2.8%	0.5%	0.3%	0.1%
1500-1599	5.3%	5.7%	2.8%	0.9%	2.5%	0.2%	0.3%	0.1%
1600-1699	5.9%	5.1%	2.9%	3.3%	1.9%	0.7%	0.1%	0.2%
1700-1799	2.0%	3.4%	2.1%	1.5%	1.6%	0.3%	0.1%	0.0%
1800-2000	7.0%	5.8%	4.4%	2.6%	1.8%	0.6%	0.2%	0.0%
2000+	25.8%	28.1%	20.9%	4.1%	1.6%	1.9%	0.2%	0.1%

资料来源: 阿里第三方数据, 国信证券经济研究所整理

备注: 选取各品牌 3,6,9,12 月天猫旗舰店产品, 统计产品在各价格带的销售额并计算比例

图 31: 高端时尚运动品牌介绍

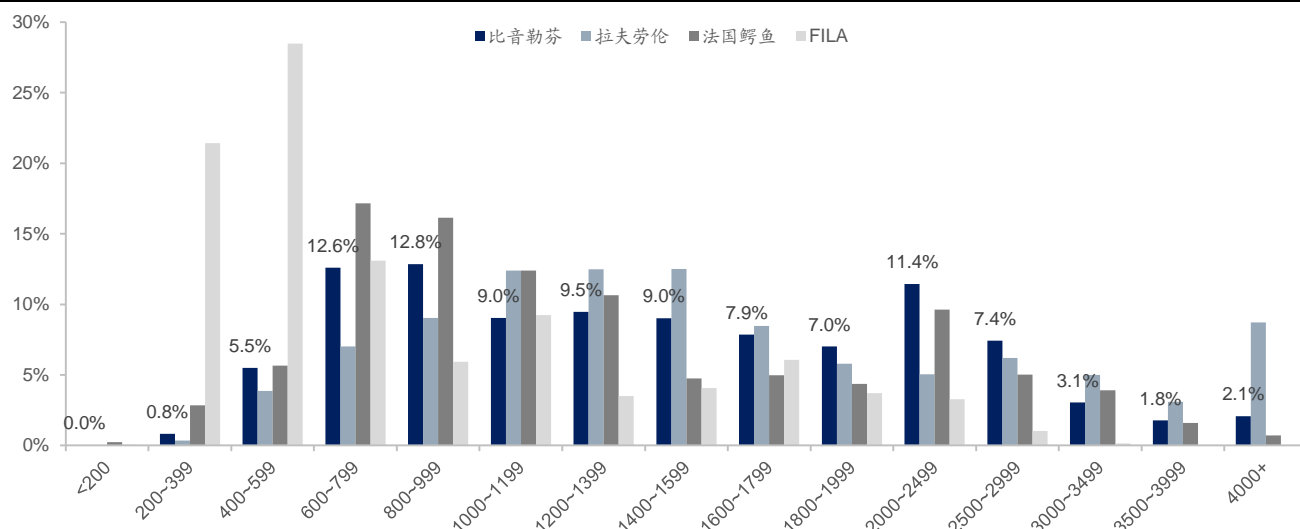
高端时尚运动品牌			
品牌	男装畅销款	女装畅销款	品牌简介
比音勒芬			2003年成立, 秉承高尔夫奢华品味与高贵气质, 以“生活高尔夫”为品牌风格, 注重赋予尊贵体验, 受到成功人士追捧。产品分为高尔夫、生活、休闲三大系列。
拉夫劳伦			1968年成立于美国, 马球运动为品牌赋予很强标识性, 受到上流人士追捧, 随后逐步进军女装、箱包香水等领域, 成为规模庞大的高端时装集团, 19财年收入63.1亿美元。
法国鳄鱼			1933年成立, 邀请网球冠军代言, 不断革新, 逐渐成为体现法式优雅, 倡导生活艺术的品牌, 目前旗下涵盖网球、高尔夫、生活等系列, 18年销售额31亿欧元。
FILA			1911年诞生于意大利, 多次赞助网球冠军和赛事, 2009年安踏集团收购其中国业务, 将FILA重新定位于法国鳄鱼和阿迪三叶草之间的中高端时尚运动, 旗下有Classic, Fusion和童装子品牌, 2020年FILA中国收入规模近200亿元。

资料来源: 阿里第三方数据, 其他公开资料, 国信证券经济研究所整理

注: 畅销款指 20 年 9 月~21 年 9 月销量最高的男装/女装 (不含男女同款)



图 32：各品牌天猫旗舰店各个价格段销售额分布（大人装）



资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理  
注：取各品牌天猫旗舰店 3、6、9、12 月的销售额数据统计

**赛道：乘行业东风，塑造高尔夫基因，融合生活穿着场景，实现消费群拓宽**

**1) 高尔夫运动与中高端运动休闲风相继发展。**第一阶段，21 世纪初，国内商务休闲竞争激烈，高尔夫行业快速增长。2003 年国内男装以商务休闲为主流，商务休闲市场竞争异常激烈。此时由于非典，很多人走向户外运动，带动高端细分小众运动需求上升。以高尔夫为例，随着国内高尔夫球场兴建、商务人士在球场社交和谈判需求增加、国际高级别职业赛事陆续落户中国、大学增设高尔夫专业，中国成为高尔夫行业新兴增长市场。第二阶段，高尔夫行业遇冷，中高端运动休闲风潮兴盛。2014 年后政府大力清理不规范高尔夫场地，国内高尔夫行业遇冷。但此时正值运动时尚风兴起，优质舒适面料、简约设计风格、美观版型受到中产阶级的广泛追捧。据统计，国内运动时尚服行业在 2015 年库存危机后迅速复苏，增速节节攀升，2018/2019 年增速分别高达 16%/21.7%，而中高端运动行业享有更快速增长。

**2) 比音勒芬结合高尔夫高端定位，外延生活场景拓宽消费群**

高尔夫作为一项高贵运动，彰显消费者身份地位，同时也能传递阳光健康的生活理念和高雅绅士的生活品位。有丰富国际大牌代理经验的谢秉政敏锐的发现这一商机，通过研究和借鉴日韩男装行业的发展，把比音勒芬差异化定位在高尔夫生活领域。

**定位高尔夫的意义：**一方面以高尔夫运动给予品牌明确标签和清晰的辨识度，明确在高端市场的地位，有利于品牌在精英人群中的树立高端认知和影响力。另一方面，国内当时较少专门定位高尔夫服饰的品牌，彼时金狐狸、泰勒梅、黄金熊等国外专业高尔夫品牌在国内规模和知名度仍非常低，竞争环境良好。

**高端 DNA 具备，外延系列，成功拓宽核心客群。**借助国内高尔夫行业扩张期，高尔夫彰显的身份地位、高雅绅士品味和传递的阳光生活理念，专注高尔夫的比音勒芬独享蓝海，并已充分获得高端人士广泛认同，从销售价格看，比音猫旗销售额发生在 2000 元/1200 元以上比例分别 26%/59%，对标国际高端男装大牌。同时，通过将高尔夫运动赋予的 DNA，贯穿至时尚和生活系列，从而将高尔夫的儒雅尊贵带入生活的公司，在 2016 年运动时尚风兴起后，客群得到进一步拓宽，获再次腾飞机会，17~19 年公司收入年复合增速 37.9%至 18.3

亿元。据招股书披露，2014 年公司有 78% 的 VIP 客户不打或仅仅在高尔夫练习场打过球，而 2018 年公司约有 95% 的顾客不打高尔夫球，成功实现核心消费群体向生活、休闲大众的普及拓宽。

图 33: 公司从高尔夫的儒雅尊贵外延出高端生活，时尚和旅游系列



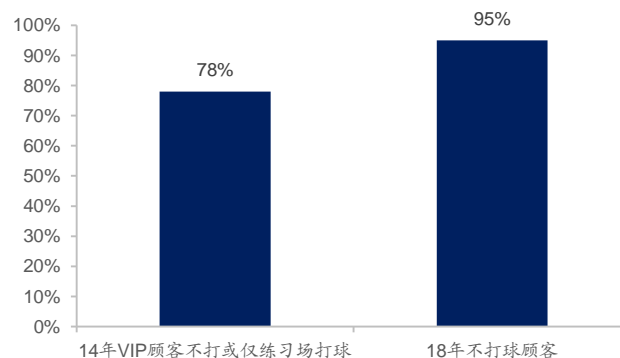
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 34: 公司产品系列的外延，具有宽广空间



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图 35: 2014 和 2018 年公司不打球顾客的占比



资料来源：公司招股书，知网文献的访谈记录，国信证券经济研究所整理

### 渠道打法：布局机场、球会、高端百货，营造高端客群形象

**渠道分层布局，实现营销传播和快速渗透双重目的。**国外专业高尔夫服饰品牌大多在高尔夫球场、俱乐部开店，这在一定程度上限制品牌发展，与日韩相比，我国高尔夫仍处于非常初级阶段，每年实际在正规场地打球人数约只有 100 万。对此，公司在渠道策略上采用差异化打法，一方面，设置一定数量机场和球会店作为品牌传播媒体，另一方面大量在高端商场铺门店，利用旗下高端生活和休闲系列广泛覆盖城市精英，有效快速传播品牌形象，提升品牌认知度。

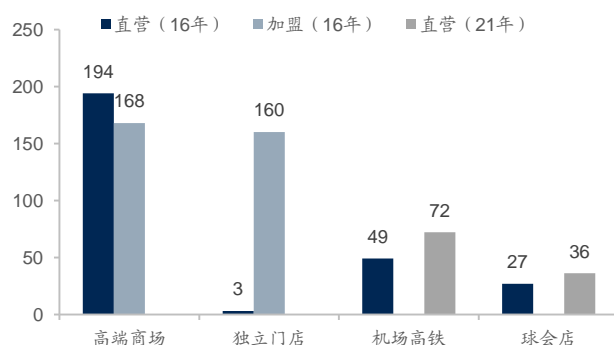
**机场店：**机场集聚大量人流，其中不乏商务人士，在机场开店可以快速加大品牌的宣传力度，奠定品牌的高端调性和地位，并利用候机时间与消费者形成良

好体验互动。2016 年/2021 年公司机场高铁店分别为 49 家/72 家（机场店 69 家，高铁店 3 家），采用全直营模式运营。

**球会店：**2016 年 9 月，公司拥有球会店 27 家，由于平均面积仅 28 平米，单店销售约为所有直营店的 1/5，但球会店的消费群体在打高尔夫球的人群里往往属于关键意见领袖，这些 KOC 拥有较高的消费能力，且会对周围人产生影响力，因此球会店的设立能借助这些 KOC，直接树立起品牌形象。2021 年公司拥有球会店 36 家，采用全直营模式运营。

**高端百货商场：**与其他高尔夫品牌不同，公司通过大力进驻高端商场实现人群覆盖面的迅速扩张，实现了强劲的销售和盈利，这是因为逛商场的人群往往已经具有购物预期，消费金额也会比球场店、机场店更多。采用这种模式，公司门店得以迅速扩张，广泛覆盖各级城市的商务精英人士，极大提升品牌认知度，实现大量“种草”。公司目前已超过 1000 家门店，我们预计其中接近 700 家位于商场，渠道渗透力度上比同类高尔夫、高端生活休闲品牌有相当的优势。

图 36：公司四种类型店铺数量和结构



资料来源：公司招股书，公司官网，国信证券经济研究所整理

图 37：比音勒芬广州白云机场店



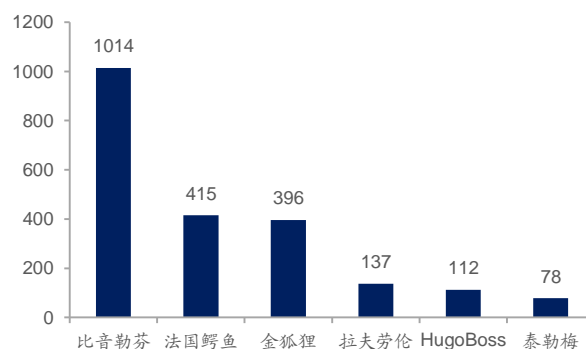
资料来源：新浪，国信证券经济研究所整理

图 38：比音勒芬球会店



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 39：高尔夫和高端休闲生活品牌在国内门店数

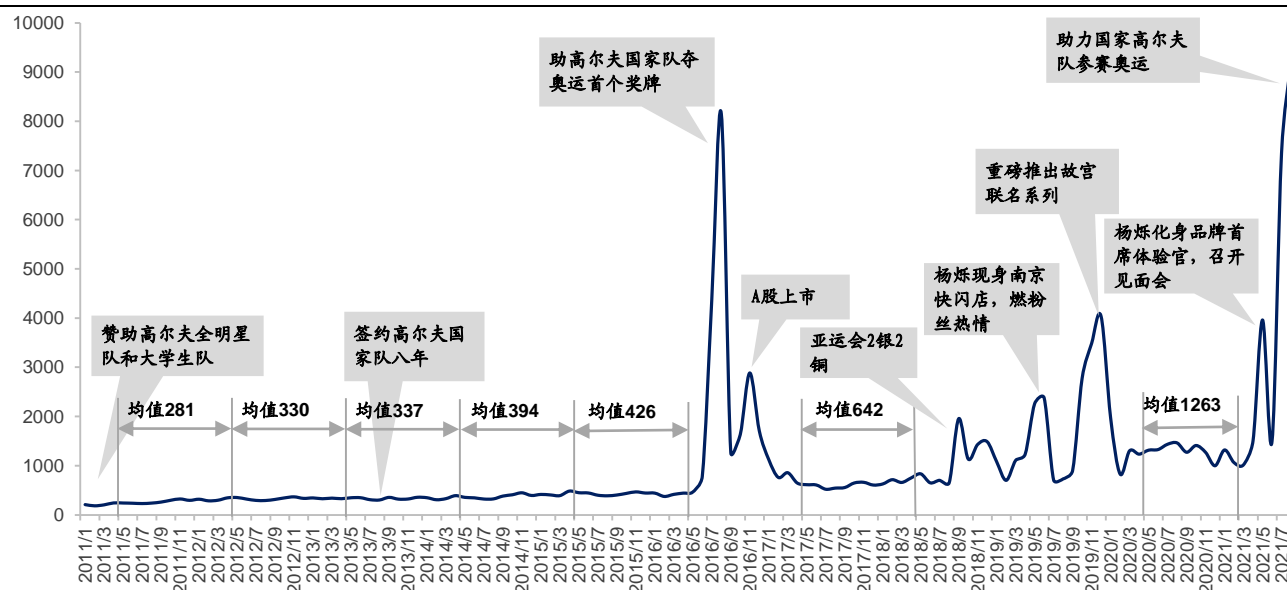


资料来源：公司官网，百度地图，国信证券经济研究所整理  
注：比音勒芬、法国鳄鱼、泰勒梅来源官网最新数据，金狐狸，拉夫劳伦，HugoBoss 来源百度地图搜索，地图搜索数据仅供参考

### 营销推广：持续强化品牌基因，积累品牌资产，成果显著

对于品牌而言，如何做出一次次成功的营销是持续提升品牌力的关键。据营销学理论，一次优秀的营销活动，需要有效的把事件本身资源尽可能多转移到品牌、产品、渠道上，最终促进品牌资产增厚和产品销售增加，这个过程需要品牌找到与事件恰到好处的契合点，充分调动事件的资源，并在合适的窗口推送。

图 40：一次次高质量营销事件积极提升品牌长期影响力（百度指数月度平均值）



资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理

**（一）两次成功奥运营销：活动预热→活动进行→活动余热期，把握时机高频高效营销。**公司主品牌比音勒芬是定位高尔夫生活的高端时尚运动品牌，通过高尔夫赛事营销是品牌推广的重要方式。从公司近 10 年营销历程和百度指数趋势看，两次奥运营销均大获成功，2016 年/2021 年 8 月百度指数均值分别涨到 8159/9219 点，实现知名度和影响力大幅提升。下面我们将详细分析公司如何完成两次成功的奥运营销：

**-早期铺路：高尔夫地位确立，获国家队唯一官方服饰赞助权。**作为专注定位高尔夫的品牌，比音勒芬早年通过频繁举办高尔夫文化活动，赞助大学生代表队和全明星高尔夫球队，为高尔夫频道“比音勒芬铁杆会”赛事冠名赞助商，明确品牌形象调性，确立高尔夫领域地位。2013 年公司与高尔夫国家队签订八年合同，成为中国高尔夫国家队官方唯一的专业高尔夫服饰品牌。

**-活动预热期：事前广泛铺设营销资源，提升品牌曝光度：**以里约奥运会为例，2016 年是高尔夫球项目时隔 112 年重新被列为奥运比赛项目的一年，也是国家高尔夫球队首次参赛奥运，公司充分利用这一特殊意义，在赛前利用线下、线上、自媒体三大传播矩阵进行全方位多层次的整合传播。在线下，公司召开五星战袍发布会、举办国家高尔夫球队奥运出征仪式、在全国各大城市开高尔夫奥运文化巡展活动；在线上，公司发布国家高尔夫球队形象片展示奥运健儿的自信英姿，强势推出奥运系列海报，《敬第一次，与世界一起挥杆》活动在微博上同步推送，在全国充分增强品牌曝光度，2016 年 7 月公司搜索热度达到 4377。2021 年东京奥运会，公司继续推出五星战袍 II 比赛服，确定主题“以衣为语，以国为潮”，同时推送国家队运动员出征感言，在线上线下等社交平台广泛传播，2021 年 7 月公司搜索热度均值达到 7351。

**-活动进行期：穿着五星战袍征战，关注度达到历史高位：**得益于公司前期高频高效的奥运营销，“五星战袍”的植入，以及比赛期间在微博等平台每天的赛事直播推送，两次高尔夫项目比赛期间，公司关注度达到历史高位，2016.08.05~08.21，比音勒芬百度指数均值在 1 万以上，2021.07.28~08.07，公司百度指数均值达到 2 万以上。



**-活动余热期：不同的结局，同样的热度。**里约奥运会上，中国高尔夫一姐冯珊珊成功斩获奥运会铜牌，而球员林希妤在 8 号洞打入一杆进洞成绩，成为载入史册的事件，显然这是一个绝佳的营销机会，公司借势广泛宣传，品牌搜索热度一直到 8 月底都维持 5000 以上。而东京奥运会上，被寄予夺牌希望的冯珊珊最终仅位列第八，公司随后推出《有一种冠军精神，叫永不放弃》的文章推送，文中评论“18 个洞 6000 米的行程，充满了不确定性，可他们始终乐观向上，镇定从容，全力以赴，像冠军一样战斗！”，并在文中展示四名高尔夫国家运动员“没有遗憾”的心声和对下次奥运充满信心的壮言，比赛结束后一周内公司继续收获平均 13465 的搜索热度。

图 41：公司为奥运会选手打造“五星战袍 II”比赛服



资料来源：公司微信公众号，国信证券经济研究所整理

图 42：16 年比音勒芬全国五个城市高尔夫文化巡展活动



资料来源：公司微信公众号，国信证券经济研究所整理

图 43：奥运赛前分享各个运动员出征感言视频



资料来源：公司微信公众号，国信证券经济研究所整理

图 44：奥运赛后《有一种冠军精神，叫永不放弃》推送



资料来源：公司微信公众号，国信证券经济研究所整理

**（二）多维度娱乐营销+事件营销辅助，影响力扶摇直上。**除了通过赛事营销巩固高尔夫地位，明确品牌标签，公司还持续通过娱乐营销输出品牌价值观，提升品牌调性和大众影响力。

**娱乐营销：寻找与品牌高契合度的影视巨星——杨烁、江一燕**

2018 年 1 月和 3 月，公司分别邀请影视明星杨烁和江一燕为品牌代言。从代言人与品牌特性契合度看：

**-杨烁：**在 2017 年中饰演《欢乐颂》小包总兼具富二代和集团副总的形象，收获了极高热度。作为富家子，他具有风流、俏皮和阳光的特点，但作为精英男士，他有眼光、有行动力，更有身居上位者的强悍气魄，在剧中一心想把家族生意转换为公司经营，略显轻浮外表之下，却是踏踏实实做事的心。精英、自信、沉稳、阳光、踏实，这些正好是公司品牌追求的理念。

**-江一燕：**江一燕则展现另一个形象，她饰演《我们无处安放的青春》中浪漫可人的“周蒙”，《南京！南京！》中风尘倔强的舞女“小江”，《蓝色矢车菊》里俏皮可爱的“桑朵”，电影《假装情侣》中的野蛮女友，无不体现出她“不被定义，分享真我”的特性和态度。她自由、快乐、骄傲、有爱、遵循内心的特质，展现精英阶层的“自信人生”，也正好契合公司品牌希望传递给消费者的理念——我们应该活出自己想要的样子。

图 45：2018 年 1 月杨烁成为公司代言人



资料来源：公司搜狐号，国信证券经济研究所整理

图 46：2018 年 3 月江一燕成为公司代言人



资料来源：公司搜狐号，国信证券经济研究所整理

**-娱乐活动：**19 年五一假期，身着比音勒芬时尚系列的杨烁闪亮登场金鹰广场比音勒芬快闪店，瞬间燃点起无数现场粉丝的热情，这一快闪店也成为明星同款打卡地标；5 月 6 日公司收获百度指数 22917 点，随后五天平均数也高达 9612 点。19 年六一节，杨烁新剧《我们都要好好的》开播，引起了广大观众的踊跃讨论；同一天，江一燕身穿公司公益联名 T-shirt 空降比音勒芬成都比心艺术馆举办公益活动，与粉丝们亲密互动，并为山区孩子送去关爱，6 月 2 日~4 日，公司收获平均 16393 的百度指数；21 年 5 月 15 日，公司携手杨烁空降太原天美新天地，举办“有话对你烁”年度见面会，活动现场杨烁化身“品牌首席体验官”，为粉丝试穿比音勒芬新品好物，5 月 13~14 日，公司百度指数涨到 2500+，15~16 日分别达到 30663/14200。

图 47：19 年五一节南京金鹰广场杨烁见面会场地



资料来源：搜狐号，国信证券经济研究所整理

图 48：19 年六一节公司携手江一燕在成都比心艺术馆场地



资料来源：搜狐号，国信证券经济研究所整理

**事件营销：社会责任，高铁传媒合作实现亿级传播，高端国潮 IP 营销。**2018 年 2 月，公司在春运期间，联合广铁集团送农民工返乡。2021 年 1 月，公司与中国最大高铁媒体运营商——永达传媒达成合作，启动全国高铁广告传播。通过亿万大屏，在全国 60 个城市，覆盖国内 80% 高铁站点，将品牌理念与价值文化传递给数亿级用户。在联名 IP 上，虽然公司在众多场合营造国际品牌



的形象，但在国潮营销上也同样大放光彩，2019年12月24日，在紫禁城600周年诞辰也是西方圣诞节平安夜这一特殊日子，比音勒芬选择联合故宫，在全国重磅推出联名系列，展开一场关于高尔夫运动与皇家时尚的风潮，引爆高端国潮，获得消费者广泛认同和高热度追捧，12月27日和29日，公司收获22538/47316的百度搜索指数。

图 49：21 年 2 月与高铁永达传媒达成战略合作



资料来源：搜狐号，国信证券经济研究所整理

图 50：透过高铁站大屏传播品牌



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 51：19 年 12 月重磅推出故宫联名，引爆高端国潮



资料来源：公司微博号，国信证券经济研究所整理

### （三）小结：量化角度证明公司营销投放对打造长期品牌影响力的积极作用

我们通过详细的复盘分析，发现公司无论在奥运营销、娱乐营销还是事件营销上都有许多可圈可点之处，而长年累月成功的营销，也让公司影响力扶摇直上。2016 年里约奥运会之前，公司月度平均搜索指数一直平稳在 450 以下，随后每次重大的营销活动都会给公司搜索热度带来飞跃般的提高，虽然事件过后，搜索热度会回落，但每次回落后达到平稳期的指数都能比原来迈上一个台阶，一次次事件爆发后并没有消失，而是沉淀下来逐步筑高公司品牌的长期影响力。例如，11 年~16 年 7 月前，公司百度指数在 300~400 之间平稳上升，16 年奥运会后，公司百度指数于 17 年 5 月~18 年 5 月回落至平稳值，均值达到 642，20 年 5 月~21 年 3 月（剔除 20 年 2-4 月疫情影响），百度指数同样回落至平稳值，均值已大幅提升至 1263。

**表 7: 公司发展历程主要营销事件介绍（加粗的事件可能对当期百度指数提升有明显促进作用）**

时间	营销类型	事件简介
2008 年	事件营销	举办“高尔夫服饰文化体验之旅”活动。通过现场走秀、互动体验宣传高尔夫文化，全方位传递公司产品的文化和价值观
2010 年 6 月	赛事营销	为中国大学生高尔夫代表队指定比赛服装赞助商
2010 年 6 月	赛事营销	为全明星高尔夫球队服装合作伙伴
2012-2021 年	赛事营销	为高尔夫频道“比音勒芬杯铁杆会”赛事冠名赞助商
2012 年 12 月	赛事营销	“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
2013 年 10 月	赛事营销	成为中国国家高尔夫球队官方唯一专业高尔夫服装品牌，期限八年
2014 年 10 月	赛事营销	1) 成为“南山·中国大师赛”的服装赞助商；2) 成为“2014 观澜湖世界明星赛”的官方供应商
2015 年 4 月	赛事营销	成为“2015 年中韩明星高尔夫慈善赛”的唯一高尔夫服装赞助商
<b>2016 年 8 月</b>	<b>赛事营销</b>	<b>助国家高尔夫球队首次出征奥运会，打造五星战袍 I，成功夺取铜牌</b>
2017 年 8 月	赛事营销	广东代表团穿着比音勒芬运动服亮相天津全运会开幕式
2017 年 10 月	赛事营销	比音勒芬品牌成功亮相欧洲绿茵赛场，成为首个西甲赛场的时装秀，全球官方 200 多个信号源直播了这一重大事件
2018 年 1 月	娱乐营销	都市情感剧《恋爱先生》在东方卫视、江苏卫视热播，比音勒芬品牌成功植入影视剧并取得广泛关注
2018 年 1 月	娱乐营销	正式签约影视巨星杨烁（《欢乐颂》中饰演小包总）作为比音勒芬品牌代言人，开启品牌“星”里程，引领精英阶层消费升级
2018 年 2 月	事件营销	春运期间，比音勒芬联合广铁集团，免费送民工返乡
2018 年 3 月	娱乐营销	公司签约影视当红明星江一燕作为比音勒芬品牌挚友，共同传递健康、阳光、自信的生活理念
<b>2018 年 8 月</b>	<b>赛事营销</b>	<b>2018 年 8 月，国家高尔夫队穿着比音勒芬比赛服，征战雅加达亚运会，收获 2 银 2 铜，创造了亚运会最佳战绩</b>
<b>2018 年 11 月</b>	<b>事件营销</b>	<b>公司举行了一场“乌托邦王国”时装秀，现场酷炫时尚的舞美，惊艳亮相</b>
<b>2018 年 11 月</b>	<b>赛事营销</b>	<b>11 月，比音勒芬助力国家队奥运之队成员吴阿顺、李昊桐征战悉尼高尔夫世界杯。</b>
2019 年 1 月	事件营销	登陆纽约时代广场大屏幕
2019 年 5 月	娱乐营销	代言人杨烁身着比音勒芬时尚系列服，现身南京金鹰新街口比音勒芬快闪店，点燃现场粉丝热情
2019 年 6 月	娱乐营销	1) 比音勒芬自信向前与《我们都要好好的》杨烁一起治愈生活；2) 宠粉计划启动，比音勒芬江一燕 6.1 成都欢度儿童节
2019 年 10 月	事件营销	比音勒芬作为中国高尔夫服品牌代表出席“新中国成立 70 周年品牌峰会”，获得“新中国成立 70 周年 70 品牌”荣誉
<b>2019 年 10 月</b>	<b>娱乐营销</b>	<b>子品牌威尼斯狂欢节签约田亮夫妇为代言人</b>
<b>2019 年 12 月</b>	<b>事件营销</b>	<b>紫禁城 600 周年诞辰，比音勒芬联名故宫，在全国上新，展开一场关于高尔夫运动与皇家时尚的风潮，受到消费者追捧</b>
2020 年 2 月	赛事营销	中国“高球一姐”冯珊珊正式成为比音勒芬品牌代言人
2020 年 7 月	娱乐营销	植入热播电视剧《三十而已》
2020 年 9 月	赛事营销	与中国国家高尔夫球队再续八年之约
2020 年 9 月	事件营销	与 CCTV《大国品牌》在广州举行签约暨授牌仪式，比音勒芬再次携手《大国品牌》，缔造大国品牌形象
2020 年 11 月	事件营销	11 月 2 日，CCTV2《正点财经》特别报道，董事长深度解读比音勒芬强势复苏之路。
2020 年 11 月	事件营销	2020 年 11 月，比音勒芬携手冯珊珊举办首场比音勒芬杯·冯珊珊慈善赛
<b>2021 年 1 月</b>	<b>事件营销</b>	<b>与中国最大高铁媒体运营商——永达传媒达成合作。通过亿万大屏，在全国 80% 高铁站点进行传播</b>
<b>2021 年 5 月</b>	<b>娱乐营销</b>	<b>比音勒芬携手代言人杨烁空降太原举办“有话对你说”杨烁年度见面会，展示比音勒芬高端产品</b>
<b>2021 年 8 月</b>	<b>赛事营销</b>	<b>助力国家队征战东京奥运赛场，倾情打造五星战袍 II，以衣为语，以国为潮，并成功在各大社交媒体营销</b>

资料来源：公司官网，公司年报，公司招股书，国信证券经济研究所整理

### 产品力：奢侈品面料和设计，十年磨一剑品质为品牌力提供坚实后盾

面料是服装基石，公司合作国际顶尖面料商，向顶奢品牌靠拢。消费者在初次购买某高端服装或奢侈品的时候，往往会根据品牌的知名度和美誉度选择，但精英人士同时也对产品华丽度和品质感有极高的要求，产品的品质甚至决定了他们是否会选择再次复购，因此产品力实际上是品牌力的重要保障。在这里，面料对产品力起着关键作用，面料品质直接影响了顾客穿着体验感、舒适度和美观度，是高端服装的重要基石。

**公司十分重视高端面料的打造，与国际顶尖面料商建立长期合作关系：**GORE-TEX 有“世界之布”的美誉，其面料广泛应用于宇航、军事、医疗、户外，核心客户有始祖鸟，耐克，Supreme，The North Face 等；CANCLINI 是意大利顶级衬衫面料集团，其高品质纱线与意大利艺术完美结合，是 Armani，HUGOBOSS，Zegna 等高端奢侈品牌面料供应商；ITOCHU 将纺织与人体力学相结合，创造会呼吸面料，是 GUCCI、BURBERRY，迪桑特等国际一线奢侈品、专业运动大牌面料供应商。公司选择这些供应商，也意味着在面料品质上与国际顶级奢侈品牌、运动品牌靠拢，这是保证产品力的根基。

**功能性面料应用和价格：**公司目前有竹节纤维面料、速干纤维面料、轻舒棉面料、蚕丝棉面料和抗菌纤维面料等，不同面料能实现不同的功能，如“冬暖夏

凉”，“透气”，“速干”，“抗菌除臭”，价格带也相差甚远。比如从最近1年天猫旗舰店销售看，普通棉质面料如冰舒棉、精梳棉、透气棉、雪棉销售均价在1000~1300元，高级棉质面料蚕丝棉在2340元，同时，同样款式、版型，但比普通棉更舒适，功能性更丰富的如航天专用 Outlast 空调丝、澳洲羊毛、速干面料的衣服则可以卖到1600元以上，竹节纤维甚至均价达到2756元。不同面料价格相差大，而其功能性和给予消费者的体验也大相径庭。

表 8：公司合作的国际顶尖面料商

面料商名称	面料商简介	部分奢侈品、顶级运动品牌客户
POLARTEC LLC	美国 Polartec LLC 公司，是抓绒的发明者，也是美国军方面料供应商，致力于研发最完整分层体系的功能面料。	始祖鸟，耐克，阿迪达斯，Supreme 等
GORE-TEX	美国戈尔公司生产的 GORE-TEX 被称为“世界之布”，其面料在宇航、军事、医疗、户外登山等方面被广泛运用，被美国“财富”杂志列为世界上最好的一百个美国产品之一。	始祖鸟，耐克，Supreme，The North Face，Converse，ASICS，Vans 等
ITOCHU	日本 ITOCHU 是世界 500 强企业，他将纺织与人体力学相结合，创造出了“会呼吸”的舒适面料，是国际一线奢侈品牌的面料供应商。	GUCCI、BURBERRY、迪桑特等
CANCLINI	CANCLINI 是意大利顶级衬衫面料集团之一，高品质纱线与意大利艺术完美结合，更高端的产品 120 支双股和 170 支双股面料全部采用特殊的仅为贵族使用的埃及棉 GIZA45。	Armani，HUGOBOSS，Zegna 等

资料来源：公司官网，其他公开资料，国信证券经济研究所

图 52：公司产品的优质面料介绍



资料来源：公司天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

图 53：公司的 Outlast 空调丝面料系列



系列天猫销售比重2.2%，均价1324元

资料来源：搜狐，天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

图 54：公司的抗菌纤维面料系列






系列天猫销售比重2.6%，均价1627元

资料来源：搜狐，天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理



图 55：公司国际化设计研发团队，知名设计师介绍

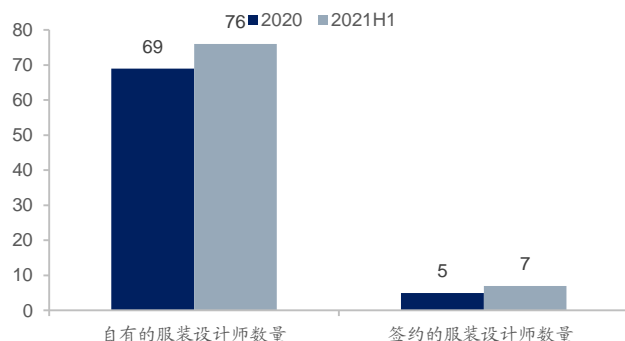
设计师名	形象	履历和职位介绍
Paul Rees		曾任Burberry高尔夫系列设计总监，现担任公司品牌创意设计顾问
Giuseppe Palmiero	-	曾在Gucci工作超过十年的意大利人，现担任公司品牌艺术总监
冯玲玲		深具国际视野的设计师，提出“生活高尔夫”的品牌理念。带给消费者高尔夫球场上的洒脱自信与工作生活中的阳光活力，现任公司设计总监
李孝贞 이효정		韩国知名设计师，曾先后任职于韩国三星集团、LG集团。善于赋予每件服装独特风格和灵魂，现任公司威尼斯狂欢节品牌设计总监
张默闻		连续七年蝉联中国中央电视台广告战略顾问，中国国际广告节专家顾问，娃哈哈和恒大两任中国首富的全案品牌策划人

资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

**设计是服装灵魂，公司聘顶尖设计师保持国际一线嗅觉，构建自身强大设计团队。**设计是服装灵魂，成衣的设计水平直接影响服装美丑、时尚感、品味和调性，是决定消费者购买和复购重要因素。公司以高薪引进国际顶尖人才，如聘请曾任 Burberry 高尔夫系列设计总监的 Paul Rees 为品牌创意设计顾问，曾在 Gucci 工作超过十年的意大利 Giuseppe Palmiero 为品牌艺术总监，曾任韩国三星集团、LG 集团的韩国设计师李孝贞，娃哈哈和恒大两任中国首富全家品牌策划人张默闻，以及深具国际视野、提出生活高尔夫理念的冯玲玲，充分保持设计理念、时尚嗅觉与国际大牌接轨。与此同时，公司逐步加强基层设计师专业培训，完善设计师内部晋升路径，培养自有设计师团队，2020 年公司已拥有 69 个自有的服装设计师数量，这一数字在 2021 年 H1 达到 76 个。

**高校合作成立高尔夫研究中心，研发投放行业领先，品质获国家认可。**2013 年 2 月，公司携手北京服装学院共建国内首家“高尔夫服饰人体工程研究中心”，推进高尔夫人体运动生理的基础理论研究和相关数据库建设，为研发高性能性高尔夫服饰和特殊版型提供科学数据和技术支持。保持奢侈品般的面料品质、设计质量，建设专业研发实验基地，公司研发费用率长期在同行中领先，2020 年研发费用率达到 3.3%，大幅高于高端女装地素时尚的 2.2%（女装由于设计元素和新品数量的需要，研发费用率一般高于同类男装企业），专业运动公司李宁、安踏集团的 2%+，中高端男裤品牌九牧王的 1.6%。公司十年磨一剑的打造优质顶尖产品，获得国家和行业协会的高度认可，2012 年，公司被授权作为国家高尔夫服装产品开发基地和中国高尔夫服饰色彩研发基地。

图 56: 公司自有和签约设计师团队人数



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 57: 公司的高尔夫服饰人体工程研究中心



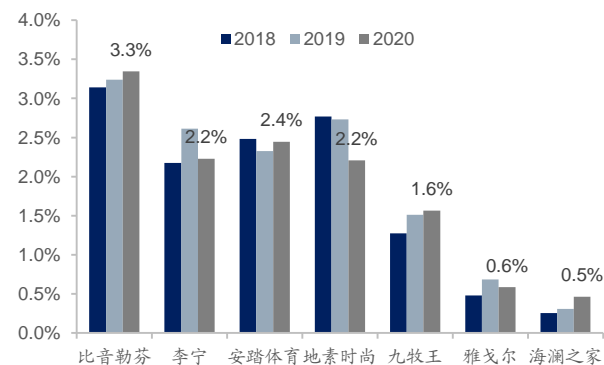
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 58: 公司是国家高尔夫服开发基地和色彩研发基地



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 59: 2018~2020 年各运动和休闲公司研发费用率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 成长性: 品牌强势保障存货风险低, 集团未来成长可期

### 库存详解: 存货周转慢但边际改善, 减值影响小, 奥莱盈利强

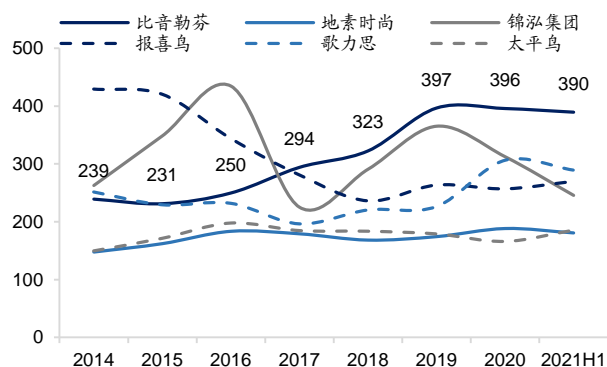
公司是 A 股高端运动时尚细分领域的稀缺标的, 成长性突出, 盈利能力强, 品牌力产品力佳, 但其库存问题存在的风险一直是市场顾虑的重要因素。下面我们将从公司库存实际情况, 计提存货减值的影响分析, 并重点拆解公司正价店和奥莱店的单店模型, 测算奥莱店利润率水平。

#### (一) 存货现状: 周转慢但边际改善, 库龄老化但消化周期可控

##### 1) 周转和金额: 公司存货周转较慢, 但绝对金额下降, 周转边际改善。

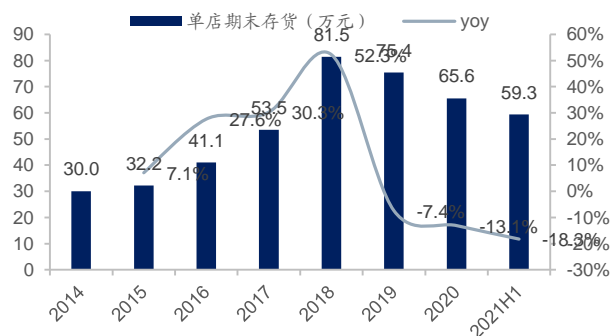
2019~2021H1, 公司存货周转天数位于 390+天, 周转慢于同行, 但存货绝对金额在 2019 年末达到峰值后, 20~21H1 持续下降, 2021H1 在收入增长 33.3% 的情况下, 存货同比下降 9.4%。21Q3 公司存货周转天数 358 天, 较去年 Q3 和今年 Q2 分别改善 37/32 天, 存货绝对金额在门店数同比去年增加 100+家同时减少 1%至 6.45 亿元。在近 2 年公司存货金额减少的背景下, 随着公司保持稳定的开店节奏, 单店存货也在迅速下降。2018 年存货的激增导致单店存货大增 52.3%, 随着存货的逐步消化, 2021H1, 公司单店期末存货在 59.3 万元, 接近 2017 年末的较为健康水平 (53.5 万元/店)。

图 60: 公司存货周转天数和同行比较高



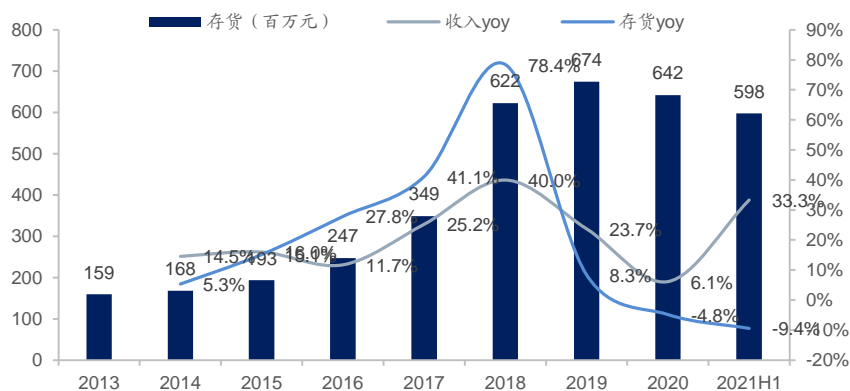
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 61: 公司单店期末存货回到接近 2017 年水平



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 62: 19 年后公司存货减少, 且增速明显慢于收入

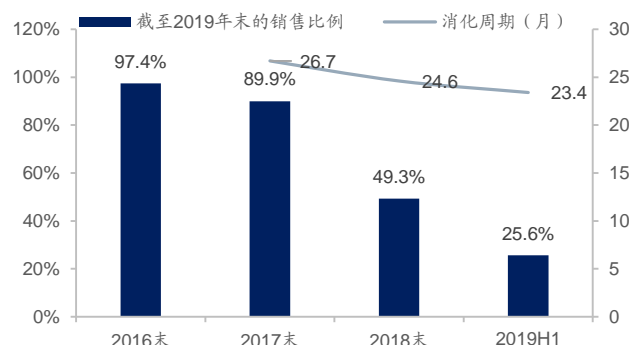


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**2) 库龄和消化周期:** 库龄有一定老化趋势, 但库存基本 2 年内消化完毕。由于 2018 年公司直营店大幅增加、威尼斯狂欢节品牌新推出有备货需要等原因, 当年库存积压较多。2019 年~2021H1, 公司这部分库存消化较慢, 导致库龄结构持续变差, 2021H1 公司仅 46% 的库存在 1 年以内, 而有 21% 的库存在 2 年以上。据可转债募集书披露, 截至 2019 年末, 16 末/17 末/18 末/19H1 的库存商品分别已消化 97.4%/89.9%/49.3%/25.6%, 16 年末的库存商品基本已消化完成。根据这一比例测算, 2017 末~2019H1 的库存消化周期分别为 26.7/24.6/23.4 个月, 因此公司库存商品基本在 2 年左右消化。

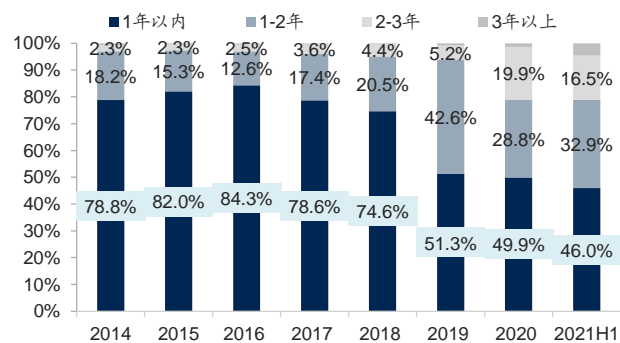


图 63: 公司库存基本在 2 年左右消化完成



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 64: 公司 2 年以上库存占比逐步增加

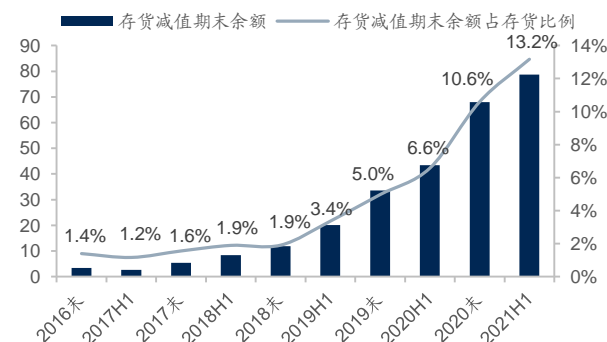


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### (二) 存货减值: 高倍率品牌减值比例低, 预期对净利润影响不大

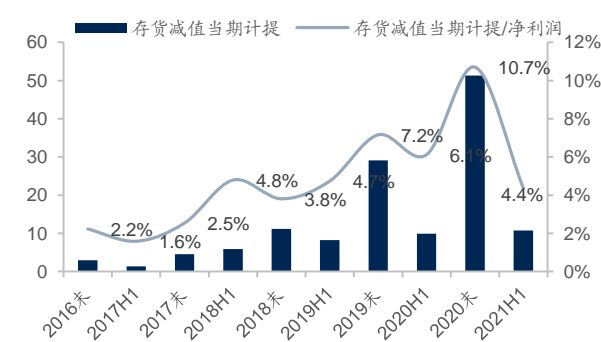
公司存货减值比例在同行处于低位, 对利润影响较小。公司存货减值余额占存货比例在 2021H1 达到 13.2%, 存货减值当期计提 (不考虑转回转销) 占净利润的比例在 2020 年末迎来拐点, 2021H1 从 10.7% 下降到 4.4%。与同行相比, 公司存货减值余额占存货比例仅略高于海澜之家和太平鸟, 整体处于低位, 存货减值当期计提占净利润比例在我们选择的可比公司中最低, 总体接近地素时尚, 对利润影响较小。

图 65: 公司存货减值期末余额和占存货比重



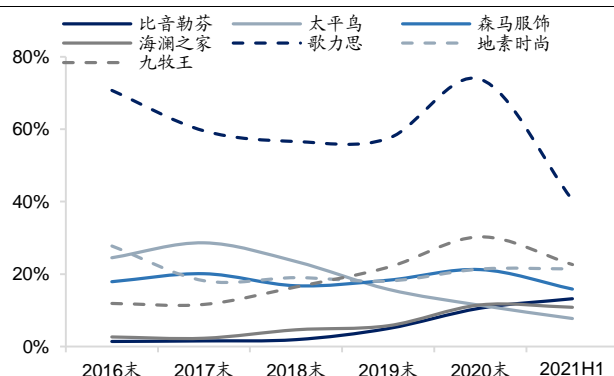
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 66: 公司存货减值当期计提和占净利润比重



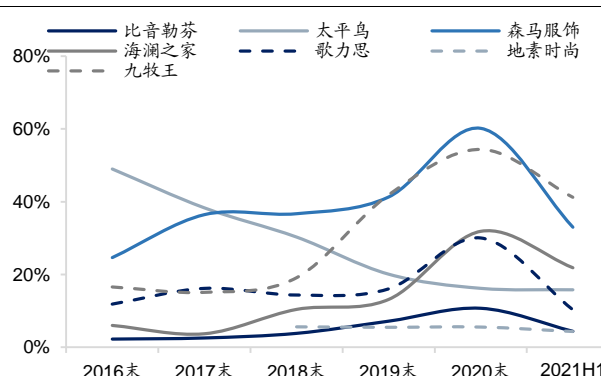
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 67: 各公司存货减值期末余额占存货比重



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 68: 各公司存货减值当期计提占净利润比重



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### (三) 奥莱店: 奥莱店经营利润率与正价店相近, 合理去库存有望保持公司盈

### 利水平

详细拆解正价店和奥莱店，发现奥莱门店经营利润率十分优异，预计对公司净利率未产生拖累。据公告披露，公司 1 年以上的库存主要会放到奥莱清理库存，库龄 1~2 年商品折扣约为吊牌价 4~5 折，2~3 年商品约为 3 折，3 年以上商品约为 2 折。市场担心公司积压库存较多可能导致商品折扣过低，从而影响毛利率和经营利润率。因此我们按照 2020 年财务数据，对公司奥莱店和正价店单店模型进行拆解和估算：

1. 首先计算正价店、奥莱店销售流水和零售折扣，公司加价倍率：首先测算奥莱店和正价店的年度销售额，公司 2020 年奥莱和正价店平均约 118/346 家（截至 9 月 2 日官网显示奥莱店 118 家）。公司在招股书披露 2013~2016Q3 正价和奥莱店单店收入，参考这一数值并结合实际情况校对，估算正价单店销售 325 万/年，奥莱单店销售 562 万/年。接着我们通过 2020 年加盟毛利率和 38 折批发折扣测算出加价倍率为 8.15。
2. 其次我们确定扣点、人工、装修、运营费用：公司 90% 的直营收入来自联营店，即按照销售额比例与商场分成，其中正价店扣点在 16~30%（中位数 24%），奥莱店扣点在 10~22%（中位数 16%）。人工、装修、门店运营费用均取自公司报表销售费用，考虑到奥莱店面积通常比正价店大 30%~40%（参考招股书部分店铺数据），我们按假设面积摊分人工，单店装修和门店运营费。

**结论：单店模型结果表明，奥莱店利润率与正价店持平。**据以上条件和合理假设，我们测算出公司奥莱店/正价店经营利润率分别为 27.4%/27.5%，奥莱店虽零售折扣较低，但其单店销售额明显好于正价店，租金扣点更低，加上公司近年对奥莱店零售折扣有所提升，因此两种门店最终实际经营利润率非常接近。

图 69：公司正价店和奥莱店单店模型表明门店经营利润率相近（金额单位：万元）

	奥莱店	正价店	说明
单店流水	562.2	325.1	
扣除增值税后流水	497.5	287.7	=单店流水/(1+13%)
门店毛利润	328.4	235.8	=扣除增值税后流水-单店拿货成本
门店毛利率	66.0%	82.0%	=毛利润/扣除增值税后流水
租金扣点	90.0	78.0	=联营扣点×单店流水
人工	62.2	47.9	=销售费用中人工费用，按假设店铺面积占比摊分
装修摊销	9.6	7.4	=销售费用中装修费用，按假设店铺面积占比摊分
门店运营费	30.4	23.4	=销售费用中水电物业租赁等，按假设店铺面积占比摊分
门店经营利润	136.3	79.2	=毛利润-租金扣点-人工-装修摊销-门店运营费
门店经营利润率	27.4%	27.5%	=经营利润/扣除增值税后流水
所得税	34.1	19.8	假设所得税率25%
净利润	102.2	59.4	=经营利润×(1-25%)
净利率	20.5%	20.6%	=净利润/扣除增值税后流水

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

备注：人工、装修、门店运营费按假设的奥莱店面积和正价店面积比例分摊估算

### 开店空间：仍有 500~1000 家拓店空间，整改升级有望提升店效

据官网披露，截至 21 年 9 月 2 日，公司共 1014 家门店。虽然公司在公告展望主品牌门店空间在 1500~2000 家，但作为定位高尔夫生活的高端品牌，市场担心公司目前的店铺规模已经到达天花板，下面我们将对公司每个店铺所处城市各项指标做详细拆解，在合理假设下测算公司拓店空间（由于威尼斯品牌规

模尚小且无具体公开数据，在这里按照公司整体测算）。

**城市分级和门店统计：**我们首先把全国地级城市和主要省直属县级市划分为12个等级，考虑到1~5线城市的划分相对粗略，我们按照2019年人均社零（排除疫情干扰）在0~7.2万/人，从大到小划分12个区间，分别代表12个等级的城市。据公司官网披露1014家门店位置，统计每个城市人均社零、公司现有门店数、每百万人门店数等指标。

**测算过程的假设和逻辑：**我们假设在人均社零相近的城市中，人均门店数较低的城市可以对标人均门店数较高的城市去拓展门店，但选取对标城市过程中应剔除极值，因此我们选择各级城市按人均门店数从大到小30%分位的城市对标。例如在1级城市中选择深圳市（人均社零6.8万，百万人均2.6店）对标，其余城市按照人均社零和深圳市人均社零的比例，再乘上深圳目前人均门店数，确定其人均门店数的预期，并计算出预期门店数（若预期门店数小于当前门店数，则仍取当前门店数）。

**结论：预期总门店数有望达到1791家。**最终的测算结果表明公司预期门店数应能达到1791家，预期还能净开777家门店，其中1级和2级城市净开预期最高，+128/111家。总体与公司公告中展望的1500~2000家总店数相符。

图 70：以 1 级和 4 级城市为例说明测算拓店空间的详细过程

城市名称	等级	目前店数	人口(万)	社零(亿)	人均社零	店数/百万人	店数预期	城市名称	等级	目前店数	人口(万)	社零(亿)	人均社零	店数/百万人	店数预期
北京市	1级	26	2153.6	15512.4	7.20	1.21	59	南通市	4级	3	731.8	3260.2	4.46	0.41	12
深圳市	1级	35	1343.9	9144.5	6.80	2.60	35	嘉兴市	4级	1	480.0	2102.5	4.38	0.21	8
武汉市	1级	7	1121.2	7449.6	6.64	0.62	29	绍兴市	4级	5	505.7	2207.0	4.36	0.99	8
南京市	1级	15	931.0	6135.7	6.59	1.61	23	金华市	4级	5	562.4	2425.6	4.31	0.89	9
上海市	1级	14	2428.0	15847.2	6.53	0.58	61	泉州市	4级	2	874.0	3761.8	4.30	0.23	14
广州市	1级	39	1530.6	9975.6	6.52	2.55	39	台州市	4级	4	615.0	2562.6	4.17	0.65	9
苏州市	1级	12	1274.8	7813.4	6.13	0.94	30	太原市	4级	11	446.2	1952.8	4.38	2.47	11
珠海市	1级	6	202.4	1233.4	6.09	2.96	6	威海市	4级	3	283.6	1167.7	4.12	1.06	4
								哈尔滨市	4级	16	1076.3	4356.1	4.05	1.49	16
								宜昌市	4级	1	413.8	1665.0	4.02	0.24	6

<b>1级城市拓店空间测算步骤：</b> ①从低到高，选取该级城市“店数/百万人”30%分位的数字，这里是深圳市，2.6店数/百万人。 ②其他城市按照人均社零和深圳市的比例确定预期“店数/百万人”数值，假设人口数不变，测算出该城市预期门店数，但若假设计算出预期门店数低于现有门店数，则取现有门店数。 <b>算例：</b> ①北京市店数预期=北京人均社零/深圳人均社零*深圳店数/百万人*北京人口=7.2/6.8*2.6*2153.6/100=59家 ②珠海市店数预期=6.09/6.8*2.6*202.4/100=5家<6家，故仍然取6家	<b>4级城市拓店空间测算步骤：</b> 其他步骤与1级城市测算相同，但这里取30%分位得出的1.06店数/百万人和对应的4.05万人均社零不合理（参照其他层级情况，人均社零和人均店数的倍数应在2~3比较合理），因此选取排名第二的1.49店数/百万人及对应的4.05万人均社零作为对标城市。 <b>算例：</b> ①南通市拓店预期=4.46/4.05*1.49*731.8/100=12家
--	---

资料来源：wind，各城市统计公报，公司官网，国信证券经济研究所

备注：1）城市人口，社零总额主要取2019年数据（疫情前），少数缺失数据的城市用往年数据推算，总体误差不大。2）北上深采用普查后调整的数据



图 71：各级城市基本指标及拓店空间总表

城市分级指标	1级	2级	3级	4级	5级	6级	7级	8级	9级	10级	11级	12级	合计
各级城市基本资料													
划分标准 (人均社零总额)	>6.0	5.0~6.0	4.5~5.0	4.0~4.5	3.5~4.0	3.0~3.5	2.5~3.0	2.0~2.5	1.5~2.0	1.0~1.5	0.5~1.0	0.0~0.5	-
城市数量	8	13	10	10	18	21	44	58	74	54	42	11	363
人口数量 (万人)	10985	9849	6472	5997	11465	9235	15431	20180	23114	17898	8407	1522	140557
人口比例	7.8%	7.0%	4.6%	4.3%	8.2%	6.6%	11.0%	14.4%	16.4%	12.7%	6.0%	1.1%	100.0%
社零总额 (亿元)	73112	53325	30663	25382	42508	30057	42007	45267	40765	22898	6558	576	413117
社零总额比例	17.7%	12.9%	7.4%	6.1%	10.3%	7.3%	10.2%	11.0%	9.9%	5.5%	1.6%	0.1%	100.0%
平均单个城市社零 (亿元)	9139	4102	3066	2538	2362	1431	955	780	551	424	156	52	1138
人均社零总额 (万元)	6.66	5.41	4.74	4.23	3.71	3.25	2.72	2.24	1.76	1.28	0.78	0.38	2.94
公司门店数量	154	140	103	51	122	42	107	97	112	62	22	2	1014
拓店空间测算过程													
店数/百万人-最小值	0.58	0.31	0.62	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
店数/百万人-最大值	2.96	2.74	11.67	2.47	3.46	2.96	2.52	2.93	2.01	3.42	1.56	0.71	11.67
店数/百万人-中位数	2.55	1.28	1.38	0.99	1.32	0.32	0.59	0.42	0.41	0.28	0.00	0.00	0.45
店数/百万人-平均数	1.40	1.42	1.59	0.85	1.06	0.45	0.69	0.48	0.48	0.35	0.26	0.13	0.72
店数/百万人-30%分位	2.60	2.11	2.41	1.06	1.69	0.49	1.02	0.66	0.65	0.75	0.29	0.00	0.81
测算对标的人均门店数	2.60	2.11	2.41	1.49	1.69	1.38	1.02	0.66	0.65	0.75	0.29	0.00	-
预期门店数	282	251	158	98	196	133	172	159	180	131	29	2	1791
预期门店增量	128	111	55	47	74	91	65	62	68	69	7	0	777
店数/百万人-预期平均数	2.57	2.55	2.44	1.63	1.71	1.44	1.11	0.79	0.78	0.73	0.34	0.13	1.27

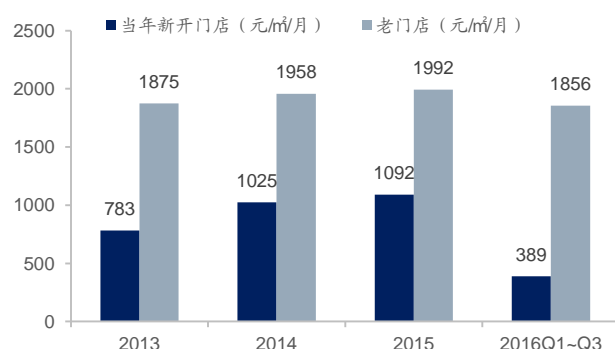
资料来源：wind，各城市统计公报，公司官网，国信证券经济研究所

备注：城市人口，社零总额主要取 2019 年数据（疫情前），少数缺失数据的城市用往年数据推算，总体误差不大。

**店铺成熟度提升将带来坪效、利润率优化：**最近 3 年公司门店仍处于快速扩张期，保持平均每年 100 家以上的净开店，而据招股书披露，2013~2015 年公司当年新开门店的平均月坪效只有老门店的一半或不到，门店考核利润率（毛利率减去门店发生的直接费用率）更是大幅度低于老店铺，以 2015 年为例，老门店/新门店考核利润率分别为 31.1%/7.1%，这主要是由于新门店需要经过一段时间的培育期，以及前期需要投放较多的费用建设。因此，我们认为当未来开店数逐步趋于平稳后，大部分店铺逐步成熟，公司整体的坪效、店效和利润率水平仍有一定提升空间。

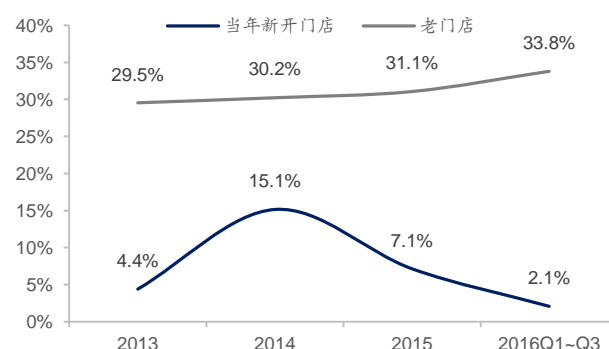
**募投项目对主品牌门店升级有望提升店效和盈利能力：**在可转债募集书中，公司计划 2020~2022 年对比音勒芬 200 家直营店铺进行形象升级并购置智能化设备，以提升终端网点的盈利能力。预计 20~22 年分别升级 55/54/91 家门店。具体来看，公司目前的 69 家机场店和 3 家高铁店，2022 年末将完成其中 45 家机场高铁店升级，167 家奥莱店（估计值）将完成其中 46 家升级，以及还有 109 家商场店升级，其中一线/新一线/二线城市分别整改 28/43/26 家，而公司目前在一线/新一线/二线/三线/其他城市分别总计有 114/242/211/171/276 家（含商场、奥莱、机场等全部类型店铺和少量威尼斯店铺）。

图 72：2013~2016Q3 公司坪效（收入/加权面积）



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图 73：2013~2016Q3 公司门店考核利润率



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

**表 9：2020~2022 年比音勒芬主品牌店铺升级计划**

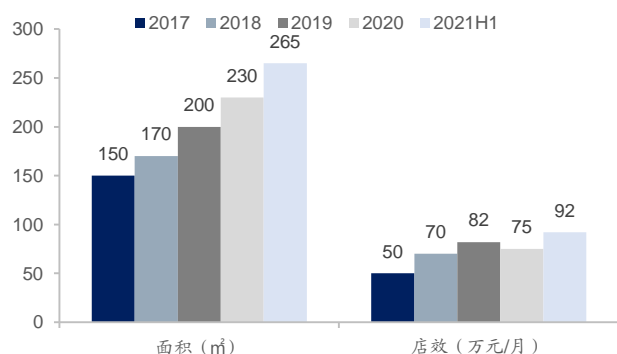
店性/城市等级	2020 年末	2021 年末	2022 年末	合计
商场店	22	33	54	109
一线城市	3	7	18	28
新一线城市	10	14	19	43
二线城市	5	11	10	26
三线城市	3	1	5	9
其他	1	0	2	3
高铁、机场店	19	8	18	45
奥莱店	14	13	19	46
合计	55	54	91	200

资料来源：公司可转债说明书，国信证券经济研究所整理

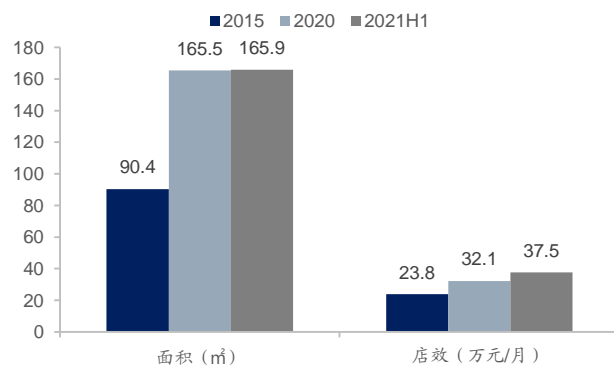
与 FILA 相比，公司目前店效还有较大提升空间。从 2009 年收购到 2020 年实现将近 200 亿元收入，FILA 的成功主要得益于良好的运动时尚基因，精准的蓝海定位和品牌塑造，高品质的产品设计，优秀的渠道零售管理能力，以及产品线的不断拓宽。从竞争力的角度，同样定位高端运动时尚的公司拥有精准差异化品牌定位，高端品牌调性，较优异的品牌力产品力和一定的渠道运营能力。但从直营店效看，2020 年和 2021 年 H1 比音勒芬/FILA 大装分别为 32/75 万元和 37.5/90+万元，因此公司的店效仍然有较大的可提升空间。

开大店是提升店效的可行方法。公司的店效相比 FILA 仍然处于非常低水平，除去品牌、商品、渠道竞争力的天然差距外，还有店铺面积的差异。具体来看，公司的目前直营店平均面积为 166 平米，而 FILA 大装平均面积已经达到 265+ 平米，大店具有更佳的形象，更强的吸引和聚集流量作用，并能给予消费者更好的互动和消费体验，从而提升连带率，客单价。2015~2021 年 H1，公司也通过拓单店面积（从 90 平米到 166 平米），实现店效从 23.8 万增长到 37.5 万（店效增幅低于面积增幅，主要由于这两年的铺设威尼斯店铺的店效仍然较低）。

但大店往往需要丰富产品线支撑，公司女子和儿童系列可拓展空间大。从 SKU 看，公司目前天猫旗舰店上大人装 SKU 数仅 503 个，大幅低于拉夫劳伦/法国鳄鱼的 972/883 个。从品类看，公司天猫旗舰店上 88.4% 的服装销售额均来自男装，女子销售仅占 11.6%，大幅低于拉夫劳伦/法国鳄鱼的 29.8%/34.7% 和 FILA 的 40.7%，同时公司仍未进入童装领域。

**图 74：FILA 大人装门店平均面积和店效**


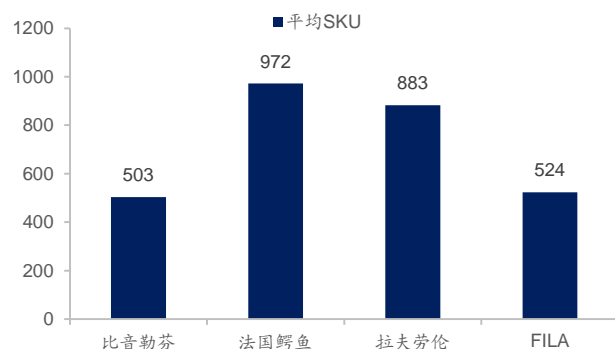
资料来源：安踏体育公司公告，国信证券经济研究所整理

**图 75：比音勒芬直营门店平均面积和店效**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

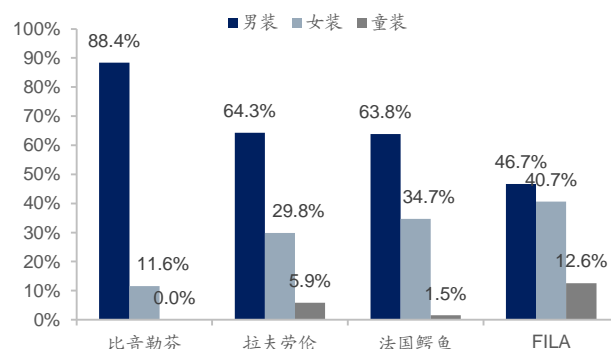


图 76: 各品牌天猫旗舰店月度平均 SKU 数 (大人服装)



资料来源: 阿里第三方数据, 国信证券经济研究所整理

图 77: 各品牌天猫旗舰店男/女/童装销售额比例 (服装)



资料来源: 阿里第三方数据, 国信证券经济研究所整理

### 威尼斯: 补充中高端市场定位, 度假服饰品牌成长可期

**品牌介绍:** 起源威尼斯狂欢节, 定位中产阶级度假游亲子游, 价格中端到中高端: CARNAVAL DE VENISE (威尼斯) 于 1953 年成立于意大利, 品牌起源于世界历史最久, 规模最大的狂欢节——“威尼斯狂欢节”, 每当到了这一节日, 不论贫富贵贱, 男女老少都会戴上面具, 穿上华丽、夸张的服饰尽享狂欢。90 年代威尼斯成为意大利男装饰品的翘楚。2013 年公司收购威尼斯品牌, 随后对该品牌重新梳理优化, 定位于度假游服饰, 以满足中产阶级出游和家庭亲子游为目的。2019 年威尼斯以全新形象在中国市场正式上市, 旅游和都市是其两大系列, 其中旅游系列以时尚休闲运动为设计风格, 生动有趣冒险是重要特色; 都市系列则散发强烈简约休闲而不失高雅的气息, 富有色彩和品质感。2019 年 10 月威尼斯正式牵手国民夫妇田亮叶一茜。

从价格段看, 威尼斯品牌天猫旗舰店的销售价格带为中端到中高端, 相对比音勒芬低一个档次, 两大品牌在消费群定位上形成一定的错位竞争, 例如威尼斯发生在 400 元以下的销售额占比 44.7%, 而比音勒芬仅 0.9%, 威尼斯发生在 1000 元以上的销售额占比仅 8.6%, 而比音勒芬为 68.2%。

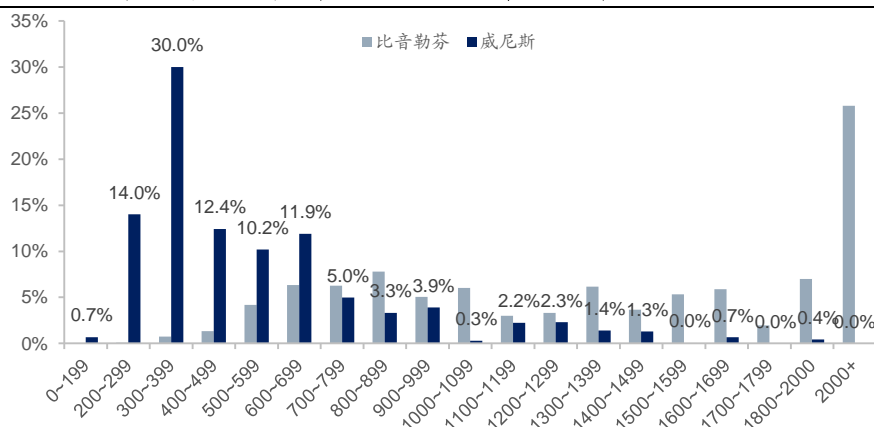
图 78: 威尼斯狂欢节品牌形象以及男装和女装的夏装/冬装畅销款展示



资料来源: 公司官网, 阿里第三方数据, 国信证券经济研究所整理

注: 夏装/冬装畅销款分别选择 2020 年 12 月和 2021 年 6 月销售额最高的那款

图 79：比音勒芬和威尼斯品牌天猫旗舰店价格带（按销售额）

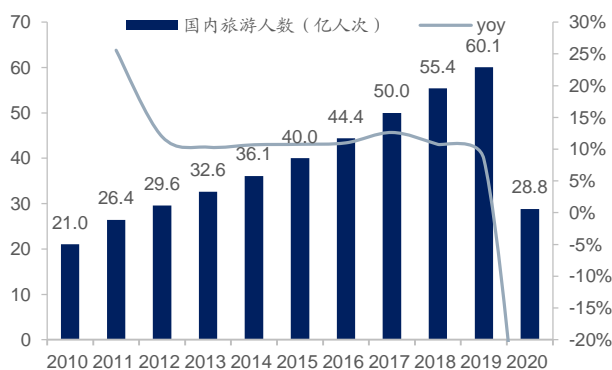


资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

**旅游人次持续快速增长。**据国家统计局，2015~2019 年国内旅游人次从 40 亿增长到 60.1 亿，CAGR 10.7%，国内旅游收入从 3.42 万亿元增长到 5.73 万亿元，CAGR 13.8%，增速较高且保持平稳。

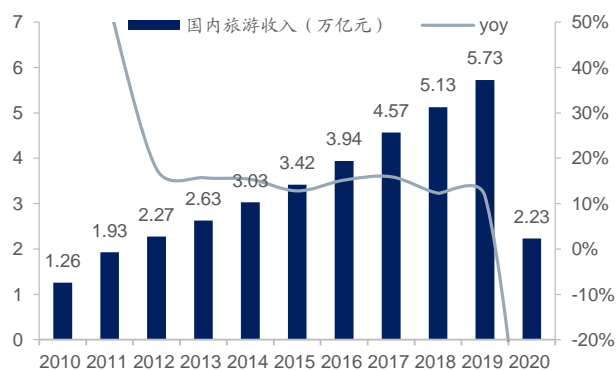
**新中产最青睐旅游，休闲度假和亲子游，旅游平均消费高。**据胡润《2018 中国新中产圈层白皮书》，2018 年国内中产阶级达到 3321 万户，新中产达到 1000+ 万户，新中产指一线城市年收入 30 万以上，其他城市年收入 20 万以上，且不超过 150 万，同时净资产超过 300 万的家庭。据统计，分别有 53% 和 29% 的新中产青睐以旅游和自驾游作为休闲娱乐的方式，同时分别有 69% 和 37% 的新中产青睐休闲度假和亲子游/父母游的旅游主题。而在旅游消费上，新中产的消费能力更是大幅超出平均水平，按我国 4.56 亿家庭户数计算，2018 年平均每个家庭旅游消费仅 11255 元，而新中产平均家庭消费达到 74000 元。这些统计结果充分表明随着国家经济的快速发展，新中产的扩容有望成为旅游市场未来的重要增长动力，旅游行业仍然具有非常强的增长潜力。

图 80：2010~2020 年国内旅游人数和增速（亿人次）



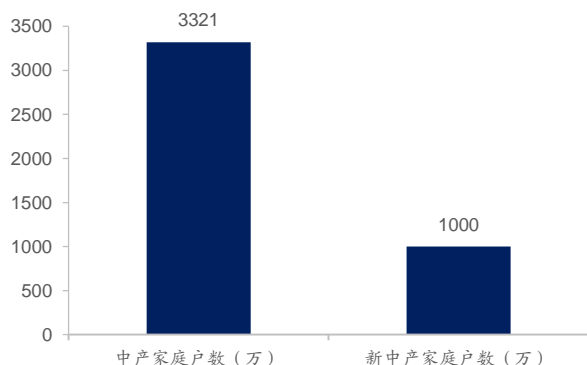
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 81：2010~2020 年国内旅游收入和增速（万亿元）



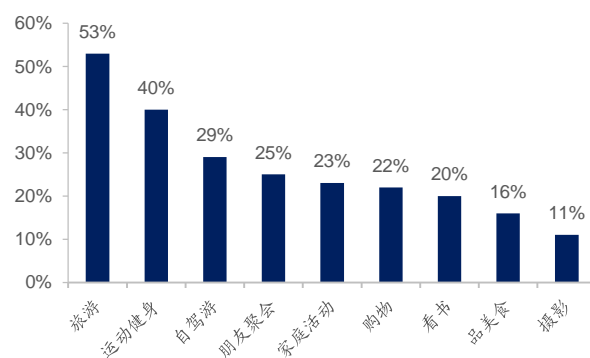
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 82: 2018 年国内中产家庭户数和新中产家庭户数



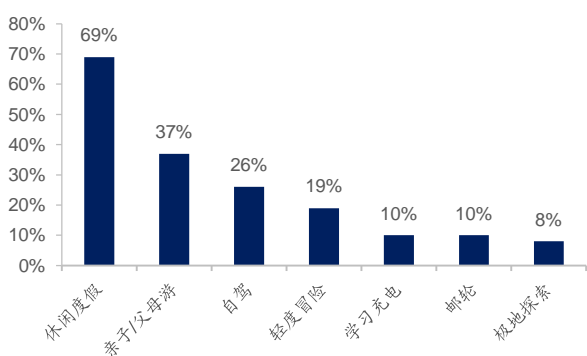
资料来源:《2018 中国新中产圈层白皮书》, 国信证券经济研究所整理

图 83: 国内新中产青睐的休闲娱乐方式



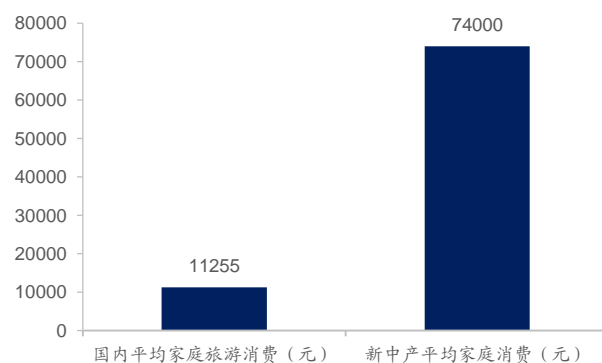
资料来源:《2018 中国新中产圈层白皮书》, 国信证券经济研究所整理

图 84: 国内新中产青睐的旅游主题



资料来源:《2018 中国新中产圈层白皮书》, 国信证券经济研究所整理

图 85: 2018 年国内新中产和全部家庭平均旅游消费



资料来源: 国家统计局,《2018 中国新中产圈层白皮书》, 国信证券经济研究所整理

威尼斯是国内唯一度假服饰品牌, 独享蓝海+稳步扩张计划, 成长可期。国内旅游人数众多, 旅游消费规模庞大, 且在持续增长。威尼斯作为国内首个以及目前唯一的专门定位度假服饰品牌, 致力于满足中产阶级休闲度假和亲子装需求, 其本身拥有的良好品牌文化基因, 叠加公司主品牌在时尚运动领域积累的资源, 有望在经过培育后得到迅速发展。

在渠道上, 公司制定了新品牌稳步扩张计划, 2019 年底威尼斯品牌拥有直营和加盟 61 家门店, 预计 2020 年底将净开 44 家至 105 家, 2021 年底净开 53 家至 158 家, 2022 年底净开 53 家至 211 家。目前来看受到疫情影响, 渠道扩张计划慢于预期, 但随着疫情的复苏, 人们出游恢复, 和对休闲度假、亲子装情侣装需求增长, 品牌有望凭借自身优秀的基因和独享蓝海的定位逐渐提升影响力, 成长可期。

**表 10：威尼斯狂欢节品牌拓店计划**

店性/城市等级	2019 年底	2020 年底	2021 年底	2022 年底
<b>租金店</b>	-	<b>+4</b>	<b>+12</b>	<b>+8</b>
一线城市	-	+4	+1	+2
新一线城市	-	0	+9	+1
二线城市	-	0	+0	+4
其他城市	-	0	+2	+1
<b>联营店</b>	-	<b>+40</b>	<b>+41</b>	<b>+45</b>
一线城市	-	+8	+8	+9
新一线城市	-	+14	+10	+17
二线城市	-	+13	+16	+12
其他城市	-	+5	+7	+7
<b>总计店数</b>	<b>61</b>	<b>105</b>	<b>158</b>	<b>211</b>

资料来源：公司可转债募集书，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- 1) 收入方面，公司上半年净开 28 家门店，参照以往情况，预计今年共净开 130 家门店，同时预计今年单店收入相比疫情前稳步恢复，假设直营/加盟单店收入分别增长 10%/5%。22~23 年，假设每年稳步扩张 100 家门店，单店收入平稳提升，因此未来 3 年预计直营收入保持 18~23% 增长，加盟收入保持 13~17% 增长。同时由于公司线上基数小，预计拥有强劲的增长。
- 2) 毛利率方面，近年公司加价倍率以及奥莱折扣的提升，规模效应的形成，促使毛利率在 2020 年和 21 年前三季度达到约 70% 的较高水平，我们预计未来毛利率会保持平稳，参照 21 年前三季度水平，假设 21~23 年毛利率在 71% 左右。
- 3) 费用支出方面，考虑到公司规模迅速壮大有望逐步形成一定规模效应，但未来 3 年仍然是快速开店期，我们预计管理费用率稳步略微下降，销售费用率维持之前水平不变，假设为 30%，研发费用率维持 3.3% 水平不变。
- 4) 其他经营收益方面，参照 21 年前三季度情况，我们预计 21 年公司其他经营收益率为 -0.9%，预计 22~23 年可以恢复到之前正常水平，预计为 -0.4%。
- 5) 所得税率方面，参照 21 年前三季度和以往情况，我们假设公司 21~23 年所得税率为 14.7%。



**表 11: 公司盈利预测假设**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>收入 (百万元)</b>					
直营	1177.9	1263.1	1503.9	1773.9	2065.7
YoY	14.4%	7.2%	19.1%	18.0%	16.4%
占比	64.5%	65.2%	63.3%	61.8%	61.0%
店数	441	486	536	586	636
YoY	20.8%	10.2%	10.3%	9.3%	8.5%
单店平均收入	2.92	2.73	2.94	3.16	3.38
YoY	13.5%	8.8%	8.0%	7.4%	6.9%
加盟	631.5	576.3	694.2	829.7	975.9
YoY	41.5%	-8.7%	20.5%	19.5%	17.6%
占比	34.6%	29.7%	29.2%	28.9%	28.8%
店数	453	493	543	593	643
YoY	20.8%	10.2%	10.3%	9.3%	8.5%
单店平均收入	1.48	1.22	1.34	1.46	1.58
YoY	25.7%	-17.8%	10.0%	9.0%	8.1%
线上	16.2	98.2	176.8	265.3	344.9
YoY		508.0%	80.0%	50.0%	30.0%
占比	0.9%	5.1%	7.4%	9.2%	10.2%
<b>合计营收</b>	<b>1825.5</b>	<b>1937.6</b>	<b>2375.0</b>	<b>2868.9</b>	<b>3386.4</b>
YoY	23.7%	23.7%	6.1%	22.6%	20.8%
<b>毛利率</b>					
直营	71.9%	72.2%	73.5%	73.7%	73.9%
加盟	60.2%	67.7%	68.0%	68.1%	68.1%
线上	60.4%	37.6%	50.0%	50.5%	51.0%
<b>合计</b>	<b>67.8%</b>	<b>69.1%</b>	<b>70.1%</b>	<b>69.9%</b>	<b>69.9%</b>
<b>费用率</b>					
销售费用	30.0%	28.1%	27.8%	27.5%	27.3%
管理费用	7.4%	6.8%	6.8%	6.7%	6.6%
研发费用	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
财务费用	-0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
资产减值	-1.6%	-2.6%	-2.5%	-2.0%	-2.0%
<b>其他经营收益率</b>					
合计	-0.6%	-0.8%	-1.1%	-0.6%	-0.6%
<b>营业利润和所得税</b>					
营业利润率	25.9%	28.9%	30.1%	30.7%	31.1%
所得税率	13.8%	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%
<b>净利润</b>					
<b>净利润</b>	<b>406.6</b>	<b>479.4</b>	<b>612.7</b>	<b>755.8</b>	<b>901.9</b>
YoY	39.1%	17.9%	27.8%	23.4%	19.3%
<b>净利率</b>	<b>22.3%</b>	<b>24.7%</b>	<b>25.8%</b>	<b>26.3%</b>	<b>26.6%</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 未来 3 年盈利预测

综合以上分析假设，我们预计公司 21-23 年收入分别为 23.8/28.7/33.9 亿元，分别同比 22.6%/20.8%/18.0%；归母净利润分别为 6.1/7.5/9.0 亿元，同比 27.5%/22.9%/19.3%，EPS 分别为 1.17/1.43/1.71，当前股价对应 PE 分别为 21.7x/17.7x/14.8x。

**表 12：盈利预测及市场重要数据**

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,938	2,375	2,869	3,386
(+/-%)	6.1%	22.6%	20.8%	18.0%
净利润(百万元)	479	611	751	896
(+/-%)	17.9%	27.5%	22.9%	19.3%
每股收益 (元)	0.91	1.17	1.43	1.71
EBIT Margin	33.7%	31.5%	31.6%	32.0%
净资产收益率 (ROE)	20.5%	23.1%	24.9%	25.8%
市盈率 (PE)	26.6	20.9	17.0	14.2
EV/EBITDA	20.6	18.0	15.0	12.7
市净率 (PB)	5.5	4.8	4.2	3.7

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理预测

### 盈利预测情景分析

我们根据乐观、中性、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1）乐观假设下，公司 21-23 年净利润分别为 6.3 亿、7.7 亿、9.2 亿元；2）中性假设下，公司 21-23 年净利润分别为 6.1 亿、7.5 亿、9.0 亿元；3）悲观假设下，公司 21-23 年净利润分别为 6.0 亿、7.3 亿、8.7 亿元。

**表 13：情景分析**

情景分析	2020	2021E	2022E	2023E
<b>乐观预测</b>				
营业收入(百万元)	1,938	2,379	2,879	3,404
(+/-%)	6.1%	22.8%	21.0%	18.2%
净利润(百万元)	479	627	772	922
(+/-%)	17.9%	30.9%	23.1%	19.4%
摊薄 EPS	0.91	1.20	1.47	1.76
<b>中性预测</b>				
营业收入(百万元)	1,938	2,375	2,869	3,386
(+/-%)	6.1%	22.6%	20.8%	18.0%
净利润(百万元)	479	611	751	896
(+/-%)	17.9%	27.5%	22.9%	19.3%
摊薄 EPS(元)	0.91	1.17	1.43	1.71
<b>悲观预测</b>				
营业收入(百万元)	1,938	2,371	2,859	3,369
(+/-%)	6.1%	22.3%	20.6%	17.9%
净利润(百万元)	479	595	731	870
(+/-%)	17.9%	24.1%	22.7%	19.1%
摊薄 EPS	0.91	1.14	1.39	1.66
总股本 (百万股)	1,938	2,371	2,859	3,369

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

## 投资建议：看好品牌力和成长空间，维持“买入”

### 评级

高端时尚运动行业增长强劲，空间广阔。公司借助高尔夫品牌基因，精准定位高端生活男装，营销渠道策略有效强化品牌影响力。目前公司强势的品牌力保

障了存货风险可控，我们看好公司未来持续成长的空间。我们维持盈利预测，预计 21-23 年净利润分别为 6.1/7.5/9.0 亿元，同增 27.5%/22.9%/19.3%，EPS 分别为 1.17/1.43/1.71 元，对应 22 年 21-22x PE 合理估值为 30.1-31.5 元，相对目前股价有 23.6%~29.5%溢价，维持“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 30.1~31.5 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 7.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2022 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 21-22 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

我们对公司的盈利预测基于较多的假设，实际情况存在宏观经济波动风险、税收政策风险、市场竞争环境变化风险以及公司层面的财务风险和经营风险等，具体包括以下方面：

#### 1、新冠肺炎疫情反复且持续过长风险

受新型冠状病毒肺炎疫情的影响，近期全国各地疫情出现反复、零散分布的状况。处在疫情地区的公司终端门店营业受到影响，一方面由于疫情期间各地实行较为严格的出行管制，公司店铺日均客流量可能明显下降，另一方面，疫情可能改变人们消费习惯，造成人们消费更谨慎，需求大幅减少，影响公司当期销售表现和加盟商提货积极性。

#### 2、税收政策变动风险

比音勒芬服饰股份有限公司是经广东省科学技术厅、广东省财政厅、国家税务总局广东省税务局联合认定的高新技术企业，发证时间为 2018 年 11 月 28 日。报告期内，企业所得税税率优惠对公司的经营业绩存在一定程度的影响。如果将来国家的相关税收政策法规发生变化，或者公司在税收优惠期满后未能再次被认定为高新技术企业，所得税税收优惠政策的变化将会对公司的经营业绩产生不利影响。

#### 3、市场竞争加剧与知识产权被仿冒风险

#### 1) 市场竞争加剧风险:

国内品牌服装行业是一个充分市场化竞争的行业。品牌服装企业的竞争力主要体现在品牌定位及品牌影响力、研发设计能力、商业模式、营销网络等方面。本公司主要产品为高尔夫服饰及高端生活服饰,主要目标群体为高尔夫爱好者以及认同高尔夫文化、着装倾向于高尔夫风格的中产收入以上消费人群。目前行业内各品牌之间的竞争较为激烈。如果未来公司不能够持续提升品牌影响力,推出优质受认可的产品,将可能导致消费者流失,公司市场份额下滑。

#### 2) 知识产权被仿冒风险:

比音勒芬品牌定位于高端品牌。比音勒芬品牌在高尔夫服饰行业具有一定的知名度和美誉度,是公司的核心竞争优势之一。品牌是影响消费者购买选择的重要因素,不同品牌产品用料、质量、服务、设计特点不同,产品定价也不同。由于服饰的款式、品牌标识和装修陈列风格十分直观,易于模仿,因此随着公司市场影响力的不断增强,存在因知识产权受到竞品侵害,而导致品牌形象受到损害、经营业绩受到影响的风险。

### 4、存货高企,库龄老化,折扣下滑和存货减值冲击利润风险

#### 1) 存货高企,存货减值冲击利润风险:

截至2021年9月30日,公司存货期末余额6.45亿元,同减1%,存货周转天数358天,虽然有所边际改善但相比同行存货周转仍然偏慢。若未来受到宏观经济波动、消费者行为大幅改变和品牌影响力严重下滑等负面因素影响,导致公司存货消化严重不及预期,存货金额高企,可能会引致存货跌价准备大幅提升,冲击当期业绩。

#### 2) 库龄老化,零售折扣下滑影响毛利率和品牌形象风险:

截至2021年6月30日,公司1年以内/1~2年/2~3年/3年以上存货账面余额占比分别为46.0%/32.9%/16.5%/4.6%,其中1年以内存货相比2020年期末减少3.9p.p.,相比2019年末减少5.3p.p.,3年以上的存货相比增加3.3p.p.,相比19年增加4.1p.p.,过去4~5年库龄有持续老化的趋势。虽然公司库存基本能在2年内消化完成,但若未来受到严重的外部 and 内部因素影响,令公司过季库存清理不及预期,库龄结构大幅老化,平均零售折扣将出现明显下滑,可能有损品牌在消费者心目中的高端形象定位,并对当期毛利率造成冲击,从而令业绩下滑。

### 5、渠道扩张不及预期,新品牌培育失败,规模增长受限风险

#### 1) 渠道扩张不及预期风险:

公司业绩的不断增长需要依靠提升现有店铺的单店盈利额和不断增设新店得以实现。国内适合开设新店的店铺资源主要集中在各级城市的核心商圈,较为稀缺。如果未来公司无法及时获得适合开店的优质店铺资源,公司业务规模的持续扩张将受到一定限制。

#### 2) 新品牌培育不成功风险:

2018年8月,公司在广州举行了盛大的品牌发布会,正式推出威尼斯狂欢节新品牌,开启双品牌运营模式,布局度假旅游服饰市场,以“功能性、时尚度、家庭出行(亲子、情侣)”为特点进行切入。新品牌培育时间一般需要3-5年,一方面需要较高的前期推广费用提升品牌认知,另一方面公司计划在未来2年实现门店数的稳步增加,因此也需要投入一定的费用。如若新品牌最终不能如期培育成功,公司继续投入门店运营费和前期推广费将对业绩造成影响。



## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	579	579	608	709	营业收入	1938	2375	2869	3386
应收款项	206	253	306	361	营业成本	598	709	862	1018
存货净额	642	694	774	833	营业税金及附加	14	17	21	24
其他流动资产	1439	1764	2131	2515	销售费用	544	660	790	923
<b>流动资产合计</b>	<b>2966</b>	<b>3390</b>	<b>3919</b>	<b>4517</b>	管理费用	137	245	293	343
固定资产	288	273	275	264	财务费用	10	9	9	7
无形资产及其他	115	110	106	101	投资收益	25	24	24	24
投资性房地产	265	265	265	265	资产减值及公允价值变动	(51)	(59)	(57)	(68)
长期股权投资	0	(5)	(10)	(15)	其他收入	(49)	14	16	18
<b>资产总计</b>	<b>3635</b>	<b>4034</b>	<b>4554</b>	<b>5132</b>	营业利润	559	713	877	1046
短期借款及交易性金融负债	0	33	26	0	营业外净收支	3	4	5	5
应付款项	135	158	192	226	<b>利润总额</b>	<b>562</b>	<b>717</b>	<b>881</b>	<b>1051</b>
其他流动负债	496	522	630	740	所得税费用	83	106	130	155
<b>流动负债合计</b>	<b>631</b>	<b>713</b>	<b>847</b>	<b>966</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	631	631	631	631	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>479</b>	<b>611</b>	<b>751</b>	<b>896</b>
其他长期负债	32	43	54	65					
<b>长期负债合计</b>	<b>663</b>	<b>674</b>	<b>685</b>	<b>696</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1294</b>	<b>1387</b>	<b>1532</b>	<b>1662</b>					
少数股东权益	1	1	1	1					
股东权益	2340	2645	3021	3469					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3635</b>	<b>4034</b>	<b>4554</b>	<b>5132</b>					

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	479	611	751	896
资产减值准备	22	23	1	(3)
折旧摊销	28	38	45	52
公允价值变动损失	51	59	57	68
财务费用	10	9	9	7
营运资本变动	(735)	(340)	(347)	(346)
其它	(22)	(23)	(1)	3
<b>经营活动现金流</b>	<b>(177)</b>	<b>368</b>	<b>507</b>	<b>670</b>
资本开支	(42)	(100)	(100)	(100)
其它投资现金流	(100)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(142)</b>	<b>(95)</b>	<b>(95)</b>	<b>(95)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(154)	(306)	(376)	(448)
其它融资现金流	731	33	(7)	(26)
<b>融资活动现金流</b>	<b>422</b>	<b>(273)</b>	<b>(383)</b>	<b>(474)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>103</b>	<b>0</b>	<b>29</b>	<b>101</b>
货币资金的期初余额	475	579	579	608
货币资金的期末余额	579	579	608	709
企业自由现金流	(192)	235	372	529
权益自由现金流	538	260	357	497

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.91	1.17	1.43	1.71
每股红利	0.29	0.58	0.72	0.85
每股净资产	4.46	5.05	5.76	6.62
ROIC	23%	21%	23%	25%
ROE	20%	23%	25%	26%
毛利率	69%	70%	70%	70%
EBIT Margin	34%	31%	32%	32%
EBITDA Margin	35%	33%	33%	33%
收入增长	6%	23%	21%	18%
净利润增长率	18%	28%	23%	19%
资产负债率	36%	34%	34%	32%
息率	1.2%	2.4%	2.9%	3.5%
P/E	26.6	20.9	17.0	14.2
P/B	5.5	4.8	4.2	3.7
EV/EBITDA	20.6	18.0	15.0	12.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032