

品牌与圈层的精准匹配，客群与调性的全面契合

2022 年 08 月 02 日

➤ **比音勒芬：深耕高尔夫服饰领域，中高端运动休闲定位保障增长韧性。**比音勒芬服饰有限公司成立于 2003 年，旗下拥有比音勒芬、威尼斯狂欢节品牌，公司服饰兼具运动、休闲、时尚属性，产品定位中高端。比音勒芬品牌在高尔夫服装领域连续五年（2017-2021 年）稳居市占率榜首、2021 年市占率达 63%。公司近年收入规模持续扩张，疫情期间实现逆势增长，2021 年公司营收 27.20 亿元/yoy+18.09%，归母净利润 6.25 亿元/yoy+25.20%，22Q1 增速继续向好，分别实现营收、归母净利润同比分别+30.16%/+41.29%。

➤ **行业机遇：运动休闲坡长雪厚，高尔夫运动天然形成圈层认同，高净值人群消费更加稳定，优秀先行者已踏出道路。**运动服饰是目前不可多得的蓝海消费市场，国内需求正趋“日常化与高端化”。运动板块的 FILA 以及 Lululemon 分别从时尚以及专业性两个角度出发，证明了中高端定位的运动服饰可以自上而下实现突破。高尔夫作为较为小众的运动项目，天然带有社交属性，容易形成圈层认同。我们选取以马球运动作为 Logo 的拉夫劳伦作为对比，观察可知：以“贵族”运动塑造高端定位、以主品牌为基石拓展品牌矩阵的打法行之有效，后来者或借助行业先行品牌经验实现规模增长。

➤ **受众分析：高净值男性客户着装存在三大需求，“定制化”服务更易形成品牌忠诚。**我们认为，比音勒芬产品定位“轻奢”，目标客群为高净值男性中青年，这部分受众着装存在着以下三大需求：1) **品牌诉求在于有辨识度**，能够在保证时尚的同时展示圈层以及生活态度；2) **产品诉求在于提升生活质感**，产品外形、面料以及颜色均需要达到一定水平；3) **服务诉求在于提供“专业化”及“定制化”服务**，即导购人员需要具备一定的穿搭指导水平，能够为其提供专业意见。能够满足消费者以上需求的服饰品牌，往往能够收获较高品牌忠诚度。

➤ **公司亮点：四维度竞争力，打造“T 恤小专家”。**1) **品牌定位：高举高打**，卡位“运动时尚+商务轻奢”，稳健研发投入保障产品“时尚设计”与“科技面料”兼备；2) **目标客群：精准定位男性“KOL”**，以定制化服务建立圈层认同、提升消费粘性与品牌忠诚度；3) **渠道建设：不留短板**，线下渠道高低线城市均衡布局、稳定高效拓店，线上公私域流量结合、提供全新增量；4) **品牌宣传：契合产品气质**，发力奥运赛事赞助，锚定专一、专业品牌形象。公司从以上四个维度出发，保证了产品品质，满足了消费者需求，进而实现了品牌势能的持续积累。

➤ **投资建议：**公司为中高端高尔夫服饰领军企业，品牌力优势、高质量服务助力搭建高粘性客群，保障经营韧性。公司全渠道建设持续进行，线上下渠道拓展潜力可观，新品牌威尼斯仍处培育期，有望成为公司第二成长曲线。我们预测 2022-2024 年公司营业收入分别为 33.24/39.94/47.64 亿元，同比+22.2%/+20.2%/+19.3%；归母净利润分别为 8.05/10.09/12.59 亿元，同比+28.8%/+25.4%/+24.8%，对应 2022-2024 年 PE 为 15X/12X/10X。公司当前业绩仍稳定增长，随着疫情缓解以及公司对品牌的持续打磨，比音勒芬品牌知名度有望持续提升，激发业绩潜能。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**疫情反复影响公司终端零售表现；加盟渠道下沉不及预期；品牌营销效果不及预期；原材料价格上涨。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2720	3324	3994	4764
增长率 (%)	18.1	22.2	20.2	19.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	625	805	1009	1259
增长率 (%)	25.2	28.8	25.4	24.8
每股收益 (元)	1.09	1.41	1.77	2.21
PE	20	15	12	10
PB	3.8	3.2	2.6	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 2 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

21.82 元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 辛泽熙

执业证书：S0100521100001

电话：15000036033

邮箱：xinzexi@mszq.com

目录

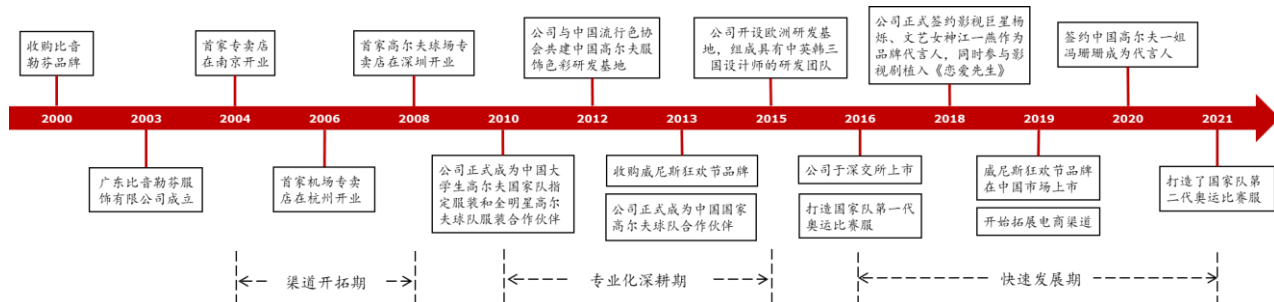
1 比音勒芬：轻奢定位深耕高尔夫，运动与休闲的有机结合	3
1.1 国内高尔夫服饰品牌领先者，产品风格主打时尚运动	3
1.2 疫情冲击不改增长趋势，良好盈利水平彰显品牌韧性	4
1.3 核心高管具备丰富行业经验，推行多次员工持股计划激发团队能量	5
2 所在行业：运动时尚赛道坡长雪厚，高净值人群消费潜力仍待激发，优秀行业前行者已指明方向	7
2.1 运动服饰：仍在增长的蓝海市场，国内需求正趋“日常化与高端化”	7
2.2 高尔夫消费：“轻运动+商务社交”属性，天然形成圈层认同	15
2.3 潜在客户：高端消费客群稳健成长，品质服务催化品牌忠诚	21
3 公司亮点：四维度出发，拆析比音勒芬蓬勃发展动能	24
3.1 品牌定位高举高打，卡位“运动时尚+商务轻奢”打造独特品牌调性	24
3.2 目标客群精确定位，从男性“KOL”出发，定制化服务建立圈层认同	28
3.3 渠道建设不留短板，全渠道布局推动公域私域流量结合	31
3.4 品牌传播契合产品气质，锚定赛事强调专一专业，打造品牌赛事专属 IP	36
3.5 优异经营拉升财务表现：业绩增长有韧性，盈利能力恒稳定	37
4 盈利预测与投资建议	44
4.1 盈利预测假设与业务拆分	44
4.2 估值分析	46
4.3 投资建议	47
5 风险提示	48
插图目录	50
表格目录	51

1 比音勒芬：轻奢定位深耕高尔夫，运动与休闲的有机结合

1.1 国内高尔夫服饰品牌领先者，产品风格主打时尚运动

比音勒芬为高尔夫服饰领域领军品牌。比音勒芬服饰有限公司成立于 2003 年，专注于高品质、高品位、高科技含量的高尔夫服饰研发制造，旗下拥有比音勒芬、威尼斯狂欢节 (Carnaval de Venise) 品牌，其中，比音勒芬品牌为中国高尔夫服饰细分领域领先者，据公司年报披露，中国商业联合会、中华全国商业信息中心数据显示，公司高尔夫服装连续五年 (2017-2021 年) 稳居市占率榜首，2021 年市占率达 63%，公司通过品牌收购、设计强化、渠道扩张，开拓公司发展之路。

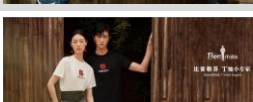
图1：比音勒芬发展复盘



资料来源：公司公告，民生证券研究院

双品牌齐发展，深耕高尔夫服饰。公司成立之初专注高尔夫运动服饰，后切入运动休闲时尚赛道，将高尔夫运动与时尚休闲风相结合，满足消费者高尔夫运动与日常工作场合需求。目前，公司旗下拥有高尔夫时尚休闲品牌比音勒芬以及度假旅游服饰品牌威尼斯狂欢节，均定位中高端客群，已覆盖男女童装市场。

表1：公司旗下自有品牌

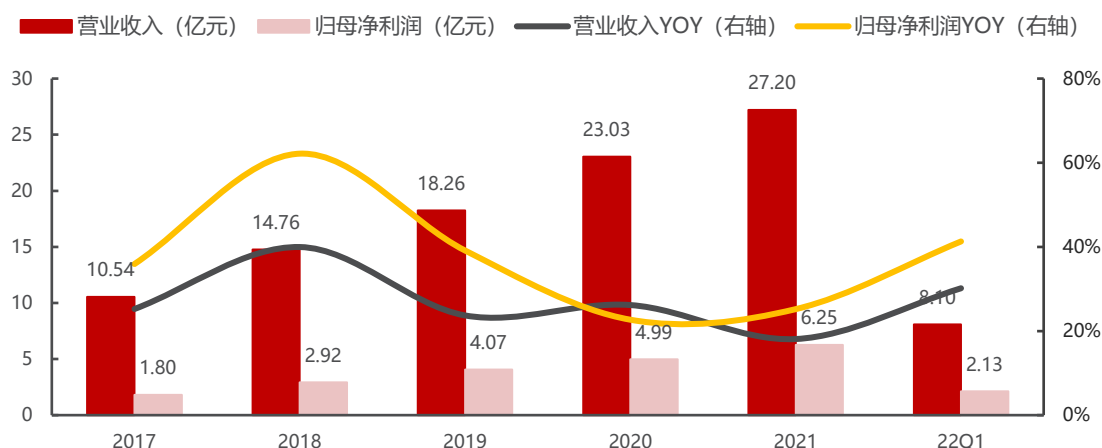
品牌名称	系列产品	主要产品类型	特点	目标客户群	主要价格带(元)
	生活系列		采用国际知名面料、辅料和工艺，精心设计确保产品的高品质和高品位	热衷于休闲舒适、低调奢华的穿着品类，关注自身形象和影响力的消费者	1500-8000
	时尚系列		综合国际潮流的元素，产品兼具时尚度和品质感	热衷于年轻个性、时尚轻奢的着装风格，关注自身形象和着装魅力的消费者	
	故宫宫廷文化联名系列		将故宫宫廷文化和高尔夫运动的設計精华和精神韵味结合	热衷于国潮风格的穿搭，注重服装文化元素的消费者	
	高尔夫系列		定位高端时尚运动，结合高尔夫运动特性，注重功能性和舒适度	热衷于高尔夫运动，注重运动、时尚、功能性的消费者	
	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	追求高品质旅游生活的中产阶级消费人群	300-2000

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 疫情冲击不改增长趋势，良好盈利水平彰显品牌韧性

疫情下韧性凸显，增长趋势维持。公司近年来收入规模持续扩张，疫情期间逆势增长，彰显经营韧性，2021 年公司实现营收 27.20 亿元/yoy+18.09%，归母净利润 6.25 亿元/yoy+25.20%，22Q1 增速继续向好，公司分别实现营收、归母净利润 8.10/2.13 亿元，同比分别+30.16%/+41.29%。近年来，公司归母净利增速基本保持高于或略低于营收增速，彰显公司盈利能力稳健向好。

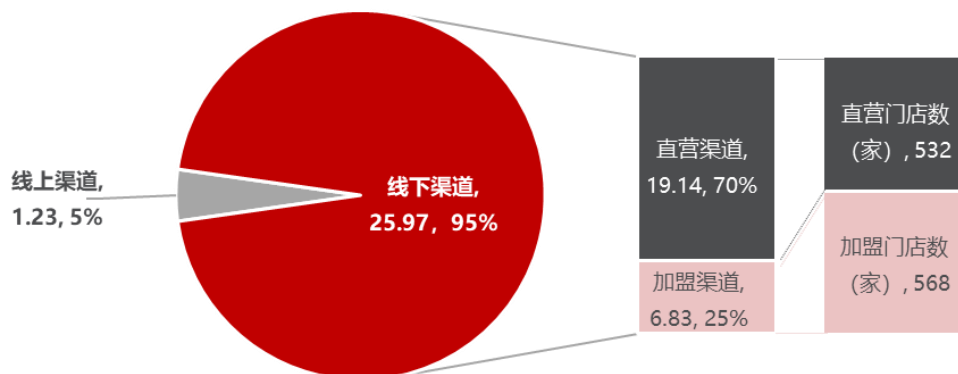
图2：公司近年收入、归母净利润持续增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

线上线下渠道布局日趋完善，拓店进行时。公司于 2019 年开启线上渠道布局，至 2021 年线上/线下收入占比分别 5%/95%（线下直营/线下加盟占比分别 70%/25%），线下仍为公司品牌主力渠道。截至 2021 年末，公司拥有 1100 家终端门店（直营 532 家/加盟 568 家），较 2020 年同期净开店 121 家（直营/加盟分别净开店 46/75 家），门店持续扩张，目前已经覆盖全国主要城市核心商圈、高端百货、机场、知名高尔夫球会等。

图3：公司 2021 年各渠道收入、门店数量情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

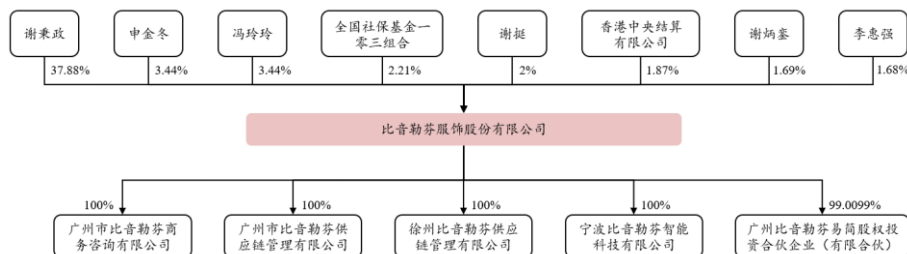
注：数据标签为：渠道分类，2021 年收入情况（亿元），收入占比

1.3 核心高管具备丰富行业经验, 推行多次员工持股计划激

发团队能量

控股股东为创始人谢秉政, 股权相对集中。公司实控人为谢秉政、冯玲玲夫妇, 一致行动人(谢秉政、冯玲玲及谢秉政的兄弟谢挺) 持股超 45%, 股权相对集中。截至 2022 年 3 月 31 日, 公司创始人及董事长谢秉政为第一大股东, 持股 37.88%, 董事兼总经理申金冬为第二大股东, 持股 3.44%。公司拥有 4 家全资子公司, 分别为广州比音勒芬咨询、比音勒芬供应链管理、徐州比音勒芬供应链管理、宁波比音勒芬智能科技; 拥有 1 家控股子公司, 即广州比音勒芬易简股权投资。

图4: 比音勒芬股权结构 (截至 2022 年 3 月 31 日)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

公司管理层服饰相关行业从业经历丰富, 多期员工持股计划激励。公司创始人及董事长谢秉政纺织服饰行业从业经验丰富, 在中国服装协会等多个相关行业协会中任职。申金冬等高层管理人员加入比音勒芬皆超过 10 年, 对公司有充分了解、具备丰富的管理经验。2017 年至今, 公司对高级管理人员、中层管理人员以及核心技术人员实施了三期员工持股计划, 对维持团队稳定、提升员工积极性效果显著, 截止 2022 年 5 月, 公司第三期员工持股计划持有的股票已通过集中竞价交易全部出售完毕。

表2: 公司管理层具备丰富行业经验

姓名	职位	履历
谢秉政	董事长	暨南大学高级管理人员工商管理硕士。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、中国高尔夫球协会副主席、中国服装协会副会长、中国流行色协会副会长、中国纺织规划研究会副会长、广州市总商会副会长。早年曾从各类小商品起步开始创业, 后代理进口高端男装, 如: 华伦天奴、圣罗兰等知名品牌, 为后续创立比音勒芬积累了丰富的行业经验。2007 年 10 月起担任公司执行董事(法定代表人), 2012 年 2 月至今, 任公司董事长。
申金冬	董事、总经理	暨南大学 EMBA。广东省服装服饰行业协会副会长。2003 年 3 月起担任公司常务副总经理。2012 年 2 月至今, 任公司董事、总经理。
唐新乔	董事、副总经理、财务总监	研究生学历, 高级会计师。曾担任广州市富华制衣有限公司财务总监、广州市腾龙电脑有限公司财务总监。2006 年 12 月起担任公司副总经理、财务总监。现任公司董事、副总经理和财务总监。
陈阳	董事、副总经理、董事会秘书	硕士研究生。曾担任华南理工大学工商管理学院校友会办公室主任、江山帝景高尔夫俱乐部总经理。2011 年 9 月起担任公司副总经理、董事会秘书。现任公司董事、副总经理和董事会秘书。
金芬林	副总经理	硕士研究生学历。中国流行色协会常务理事。曾担任大连大显高木模具有限公司副总经理秘书。2008 年起任职于公司, 现任公司副总经理。

资料来源: 公司招股书, 公司公告, 民生证券研究院

表3：公司三期员工持股计划情况

姓名	第一期员工持股计划（2017.08）		第二期员工持股计划（2019.05）		第三期员工持股计划（2021.01）	
	认购金额 (万元)	占本期员工持股 计划份额	认购金额 (万元)	占本期员工持股 计划份额	认购金额 (万元)	占本期员工持股 计划份额
申金冬	108.1	2.16%	190	1.9%	120	0.8%
唐新乔	85.75	1.72%	100	1.0%	100	0.67%
陈阳	35.15	0.7%	120	1.2%	68	0.45%
金芬林	45.6	0.91%	80	0.8%	90	0.6%
史民强	10.4	0.21%	35	0.35%	45.5	0.3%
黄桂英	45.15	0.9%	-	-	-	-
周灿灿	-	-	55	0.55%	60	0.4%
其他员工	4669.85	93.4%	9420	94.2%	14516.5	96.78%
总计	5000	100%	10000	100%	15000	100%

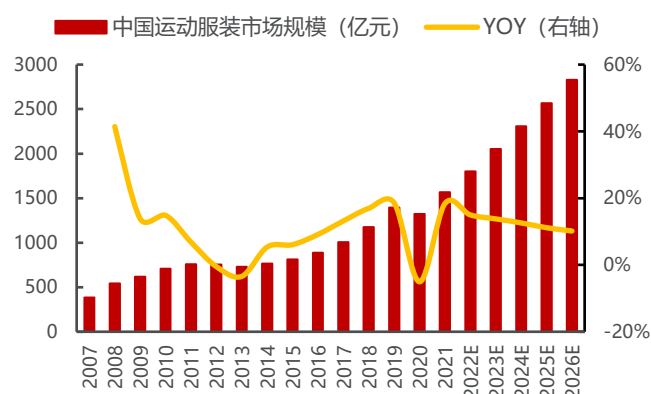
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 所在行业：运动时尚赛道坡长雪厚，高净值人群消费潜力仍待激发，优秀行业前行者已指明方向

2.1 运动服饰：仍在增长的蓝海市场，国内需求正趋“日常化与高端化”

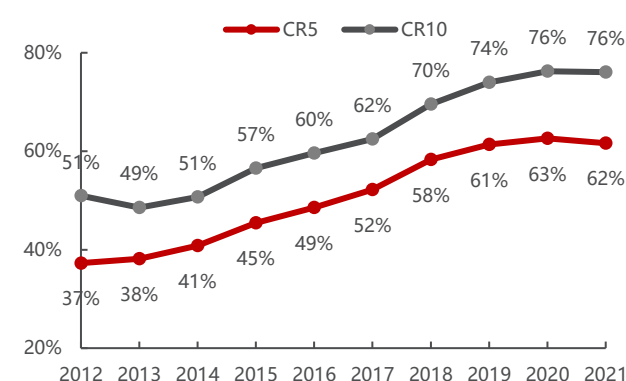
中国运动服装市场规模数年间迅速攀升，是不多得的仍保持中高速增长的消费市场。中国运动服饰（Sports Apparel）市场规模持续高速增长，根据欧睿数据，2015-2019 年间，行业发展增速稳步提升，经 2020 年疫情不利因素影响后，2021 年市场规模迅速恢复至 1567 亿元，2016-2021 年 5 年行业规模 CAGR 达 12.0%，预计未来 5 年 CAGR 达 12.5%，稳健增长趋势不改，为众多运动品牌在中国市场提供了绝佳发展机遇。

图5：中国运动服装市场规模迅速攀升



资料来源：欧睿，民生证券研究院

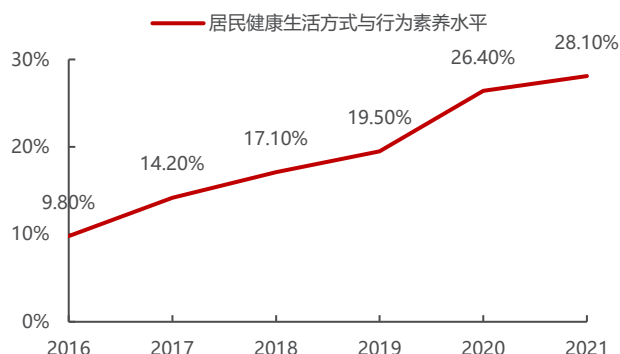
图6：中国运动服装市场的市场集中度稳步提升



资料来源：欧睿，民生证券研究院

中国消费者愈发重视运动及健康，运动需求日常化助推运动服饰市场增长。参考卫健委统计数据，近 5 年来中国居民健康素养水平不断提升，体现出中国消费者对于健康生活方式持续高增的关注度。国务院《全民健身计划（2021-2025）》提出，至 2025 年全国体育产业总规模将达 5 万亿元，伴随相关体育运动鼓励政策陆续出台、中国体育产业规模高速扩张，供给端的丰富进一步推动运动健身成为消费者的日常需求之一，运动活动的日常化，必然带来运动服饰穿着日常化，帮助品牌大幅扩展了潜在受众。

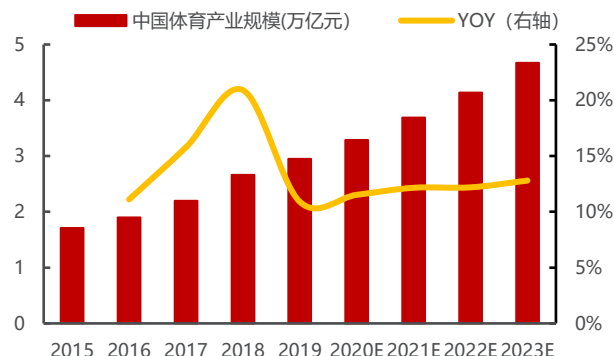
图7：中国居民健康素养水平持续提升



资料来源：卫健委、艾瑞咨询，民生证券研究院

注：依据《中国公民健康素养——基本知识与技能(试行)》，居民健康素养水平分为基本健康知识和理念素养、健康生活方式与行为素养、基本技能素养三个方面。

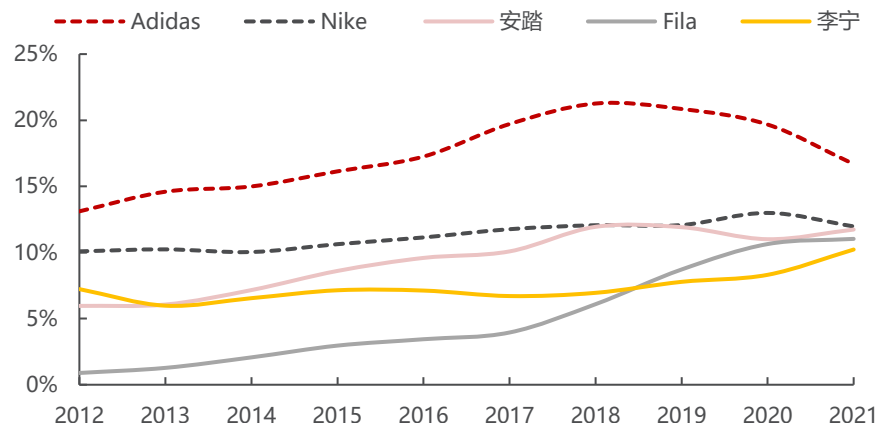
图8：中国体育产业规模不断增长



资料来源：国家统计局、mob 研究院，民生证券研究院

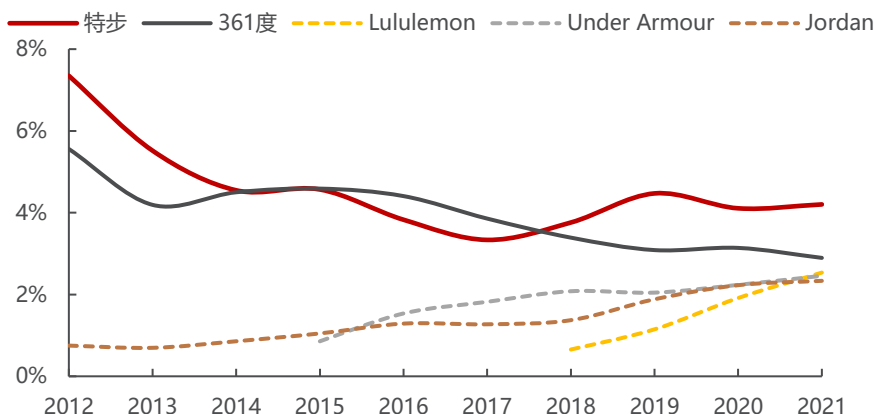
国牌龙头市场份额持续追击，国际品牌面临后来者挑战。2012 年以来，中国运动服饰市场集中度提升趋势明确，市场 CR10 从 2012 年 51%提升至 2021 年 76%。具体从 2021 年市占率 TOP10 品牌发展情况来看，各类品牌的发展趋势分化，部分国际运动品牌巨头如：Adidas、Nike，市占率提升幅度不明显或已经呈现下降趋势；但是部分本土龙头运动品牌如：安踏、FILA、李宁，以及国际运动品牌如：Lululemon、Under Armour，市占率提升幅度明显。

图9：2021 年中国运动服饰市场中市占率 TOP1-5 品牌的市占率变动趋势



资料来源：欧睿，民生证券研究院

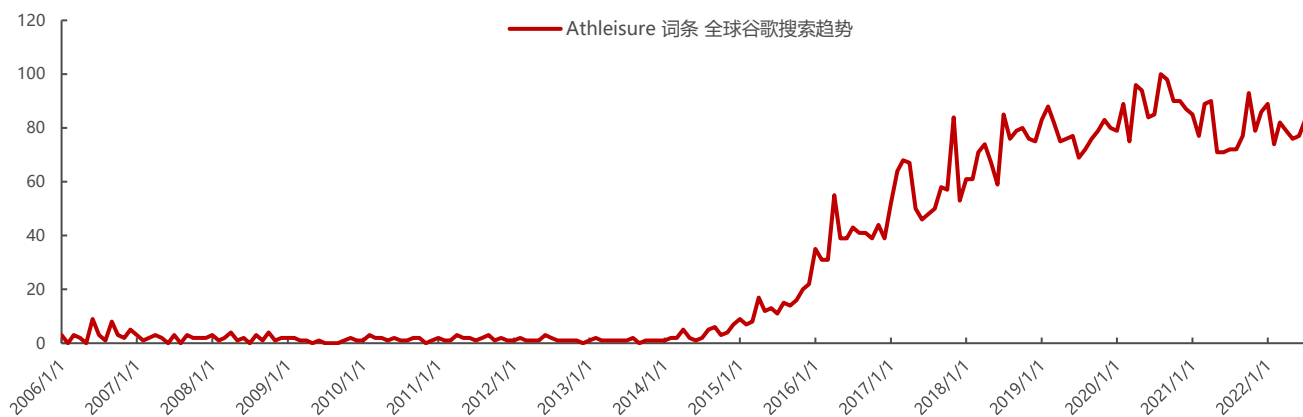
图10：2021 年中国运动服饰市场中市占率 TOP6-10 品牌市占率变动趋势



资料来源：欧睿，民生证券研究院

运动休闲潮流兴起，功能性服务于设计风格与日常穿着需求。自 2014 年起，运动休闲风（Athleisure）成为时尚领域长盛不衰的潮流之一，运动休闲服饰以功能性面料提供舒适穿着体验（如：透气排汗、加热保暖、柔软贴肤等），同时时尚设计剪裁更好地满足日常多场景的穿搭需求，当消费者范围从运动爱好者向更普遍的消费群体扩张，运动休闲服饰的设计风格将超越面料的专业性、功能性特征，成为驱动消费者购买行为更重要的因素。2020 年疫情进一步催化了消费者对于舒适穿着的需求，运动休闲产品热度不减。

图11：运动休闲（Athleisure）全球搜索量自 2014 年起大幅提升（单位：搜索指数）



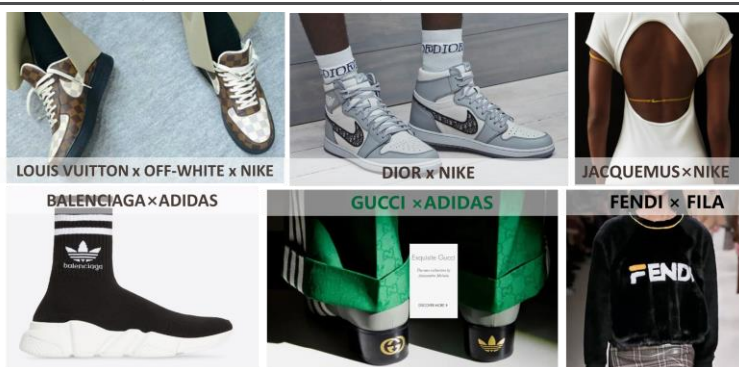
资料来源：Google Trend，民生证券研究院

“运动×时尚”联名成为中高端消费新动力，运动品牌受众扩张。各大运动品牌以运动休闲风潮为契机，推出与设计师或奢侈品牌的联名系列，如：Nike 与潮牌 Off-White、设计师品牌 JACQUEMUS、奢侈品牌 LV 合作推出联名系列。国际运动品牌与奢侈品牌的强强联合进一步促进大众运动服饰品牌触达中高端消费者、激发潜在需求。层出不穷的联名系列也显示出在大众运动品牌定位之上的中高端运动品牌实际较为稀缺，借助消费者对于奢侈品牌的强烈认同感更有助于提升品牌、产品调性，推动中高端运动服饰消费。

表4：部分奢侈/设计师品牌与运动品牌联名系列

奢侈品牌	运动品牌	联名时间
Gucci	The North Face	2021 年 12 月/1 月
	Adidas	2022 年 2 月
Maison Margiela	Reebok	2021 年 6 月/2 月 2020 年 9 月
	Salomon	2022 年 2 月
Prada	Adidas	2021 年 1 月/2019 年 11 月
	ASPENX	2021 年 12 月
Dior	Jordan Brand	2020 年 4 月
	DESCENTE	2021 年 11 月/2020 年 12 月
FENDI	FILA	2018 年 2 月
Lanvin		2021 年 6 月/9 月
Jil Sander	Arc'tery	2021 年 11 月
Miu Miu	New Balance	2022 年 2 月
Loewe	On Running	2022 年 3 月

资料来源：华丽志公众号，民生证券研究院

图12：国际运动品牌与设计师/奢侈品牌的联名系列


资料来源：公司官网、品牌官方公众号，民生证券研究院

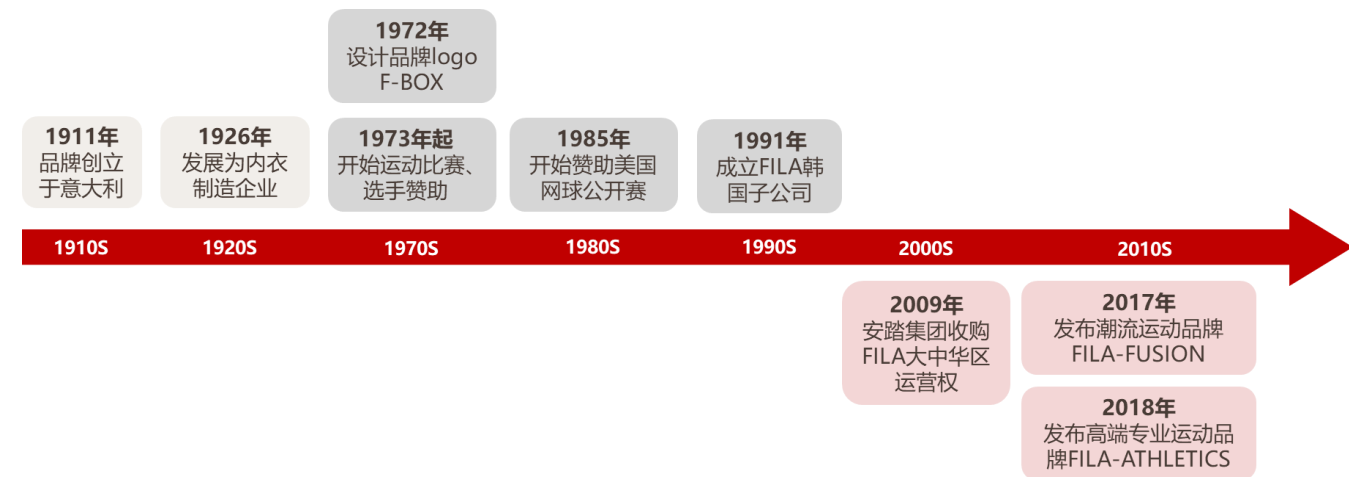
2.1.1 优秀品牌案例：FILA——定位中高端时尚运动，填补空白市场

历史复盘：品牌收购不改意大利设计 DNA，以时尚复古策略占领消费者心智。

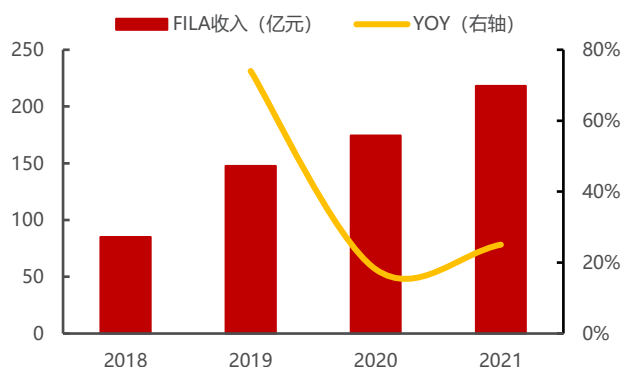
起步于意大利，确立 FILA 经典设计基调。FILA 于 1911 年创立于意大利，最早为以内衣制造为主的毛织类企业，70 年代，公司业务转向运动产品，由日本设计师伊信设计了极具辨识度的红蓝白撞色 F-box logo，为公司发展时尚运动风格奠定基础。80 年代，公司开始赞助比赛、运动员，强化专业运动基因。90 年代，FILA 在韩国锚定运动时尚风格，实现良好发展。

锚定中高端运动休闲市场，占领中国消费者心智。2009 年，安踏集团收购 FILA 品牌于大中华区的专营权和商标使用权，但保证品牌延续自有的意大利设计 DNA 不受股权结构更替影响，确保 FILA 维持中高端定位，并在近年的复古风潮下，借助 F-box logo 的高辨识度复古设计，迅速占领消费者心智，并于 2017、2018 年分别发布子品牌 FILA-FUSION、FILA-ATHLETICS，品牌定位更具针对性、调性

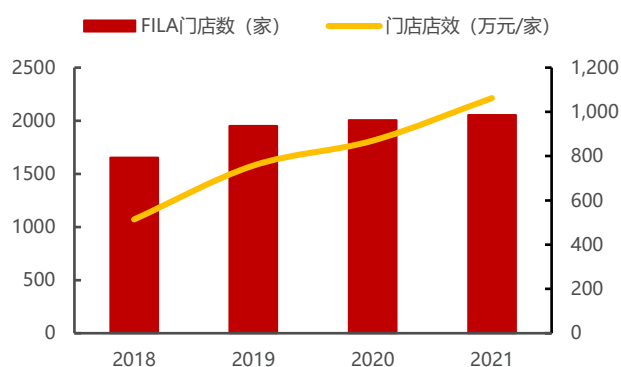
更加高端。借助 FILA 独特的中运动时尚高端市场定位以及公司成熟的渠道运营，FILA 迅速占领中国运动服饰空白市场，根据欧睿数据，其于运动服饰市场市占率自 2012 年 1% 增长至 2021 年的 11%，2021-2022 财年，FILA 为安踏集团贡献收入 218 亿元人民币。

图13：FILA 发展历史复盘


资料来源：公司官网，民生证券研究院

图14：FILA 品牌（中国）收入情况


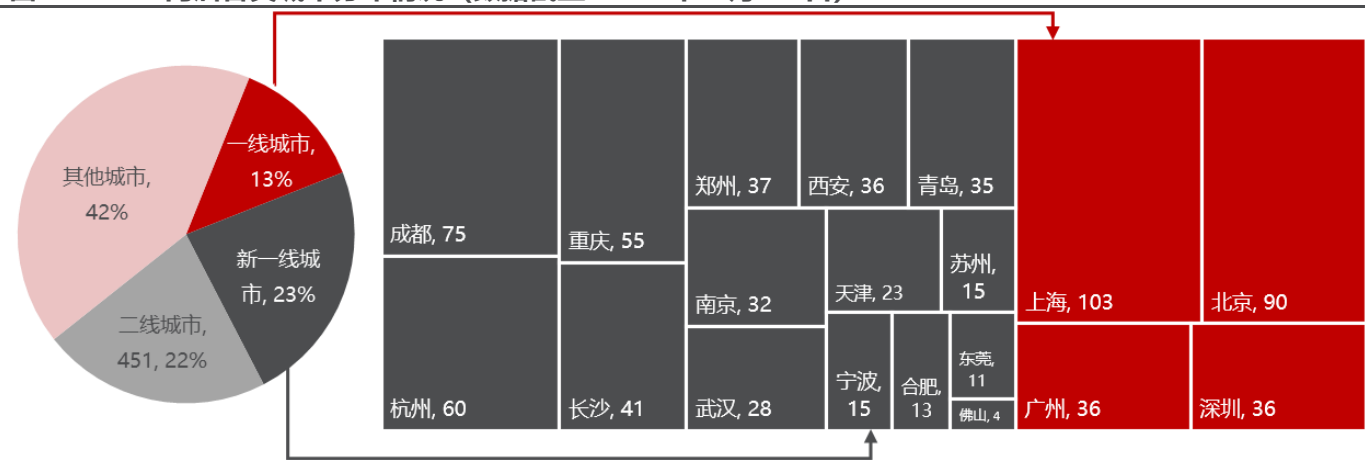
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：FILA（中国）门店数及店效情况


资料来源：wind，民生证券研究院

借助品牌力赢得“下沉”空白市场的核心消费人群。统计 FILA 门店在不同级别城市的布局情况可见，FILA 位于一线、新一线、二线城市、其他城市的门店占比分别为 13%/23%/22%/42%，可见二线以下城市群仍旧为品牌的重要市场，其核心逻辑在于捕捉非一线城市中高消费人群的需求，提供在三四线以下城市中相对稀缺的、具有辨识度以及设计感的日常服饰。在“下沉”市场建立优势后，公司推出潮流系列 Fusion、高端专业运动系列 Athletics，通过更加聚焦的品牌定位，拓展品牌在高线城市的布局。

图16: FILA 门店各类城市分布情况 (数据截止 2022 年 7 月 13 日)



资料来源: FILA 品牌官网, 民生证券研究院

注: 对于城市级别的划分参考第一财经发布的《2022 城市商业魅力排行榜》

对比 FILA 与比音勒芬:

①品牌定位: 发力空白市场, 客群较为相似: 均定位中青年、具备一定消费能力的客群, 在中高端运动休闲服饰市场较为空缺的情况下, 有助于实现品牌扩张。

②渠道拓展: 布局“下沉”市场, 挖掘潜在消费者: 从渠道布局来看, FILA 充分重视二线以下的城市布局, 在中低线城市建立了一定优势后, 通过更加高端、潮流的新品牌占领高线城市市场; 比音勒芬三线以下城市门店占比接近 50%, 同样重视“下沉”渠道布局。

2.1.2 优秀品牌案例: Lululemon——从专业化运动出发, 跑通单品类至全品类大逻辑

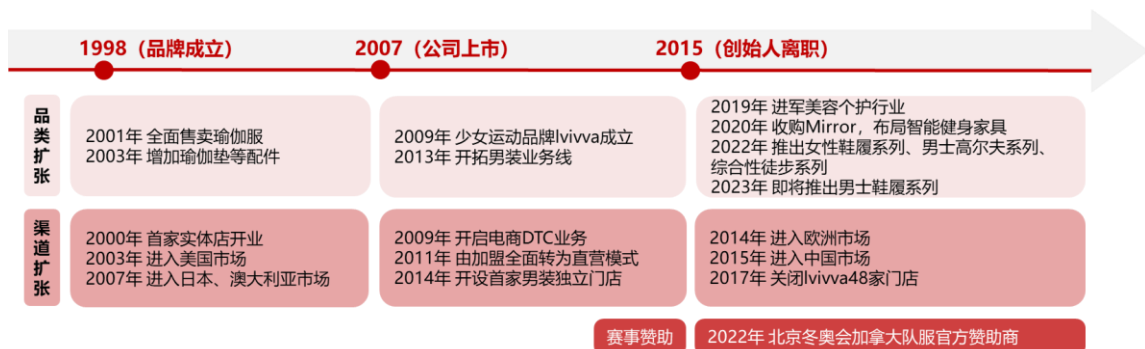
“跨场景+强社交”属性铺就 Lululemon 成长阶梯。

发展复盘: Lululemon 于 1998 年创立于加拿大、于 2000 年开设第一家实体店。2003 年, 公司进入美国市场, 产品从单一瑜伽服扩展至瑜伽垫等配件。2007 年, 公司上市、开启全面扩张时代。

①渠道扩张: 从直营+经销转变为全面直营模式。公司上市后, 重点布局北美地区, 通过门店扩张拓展业务, 美国区域收入占比稳步提升。因 2008 年金融危机, Lululemon 陆续关闭海外加盟店、2009 年开启电商 DTC 业务, 公司转型为全面直营模式, 至 2021 年, 公司线下直营、电商 DTC 业务收入分别占比 45%/44%, 截止 2022 年 1 月末, 公司全球门店数合计 574 家, 较同期增长 53 家, 其中中国区门店增长 31 家。

②品类扩张: 从“女性”品牌向多元化业务转型。2013 年, 公司推出男装系列; 2022 年, 公司推出女性鞋履系列、男士高尔夫系列、综合性徒步系列; 2023 年, 公司将推出男士鞋履系列。

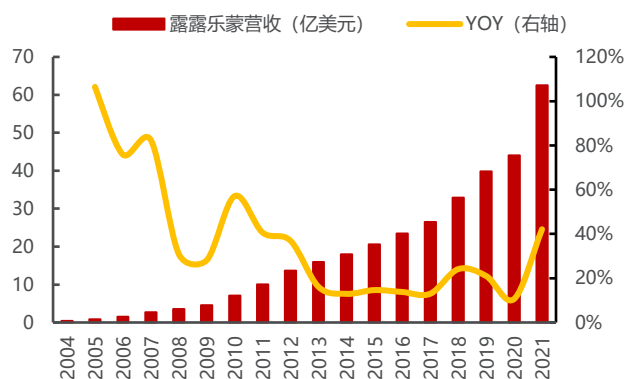
图17: Lululemon 发展历程



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

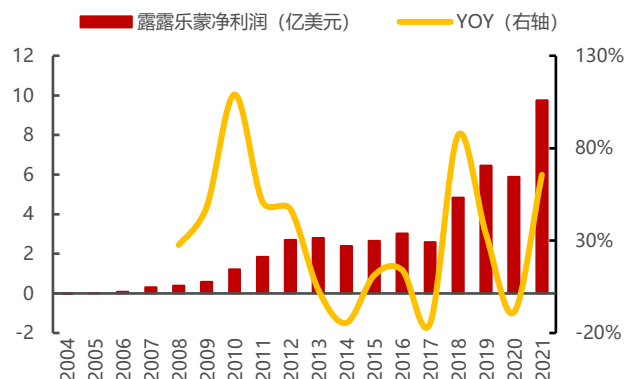
2013年后发生的产品质量、创始人发言不当问题以及2021年新冠疫情冲击并未影响公司营收规模扩张的步伐, 公司收入连续17年(2004-2021年)保持正增长、CAGR高达34%。

图18: Lululemon 营业收入情况



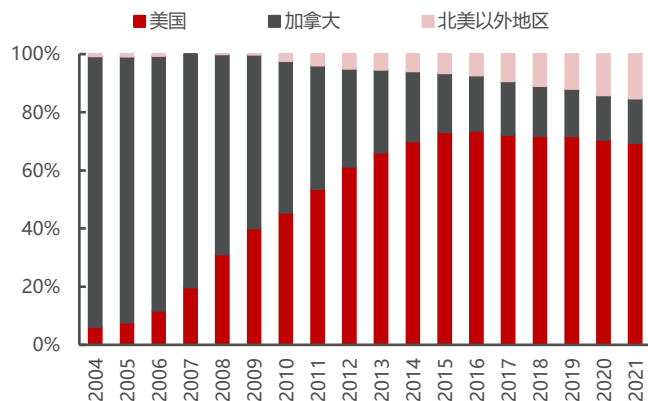
资料来源: Capital IQ, 民生证券研究院

图19: Lululemon 归母净利润及增速



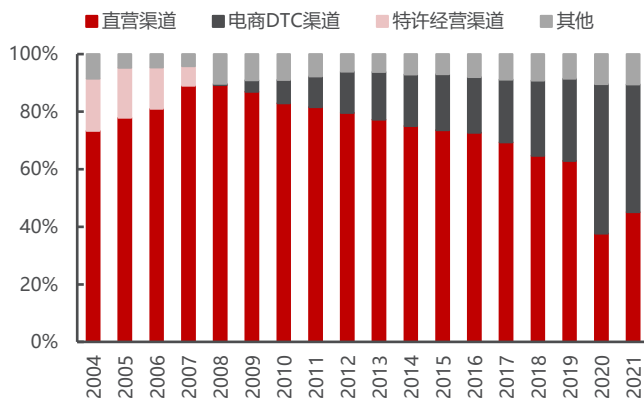
资料来源: Capital IQ, 民生证券研究院

图20: Lululemon 各地区营业收入占比



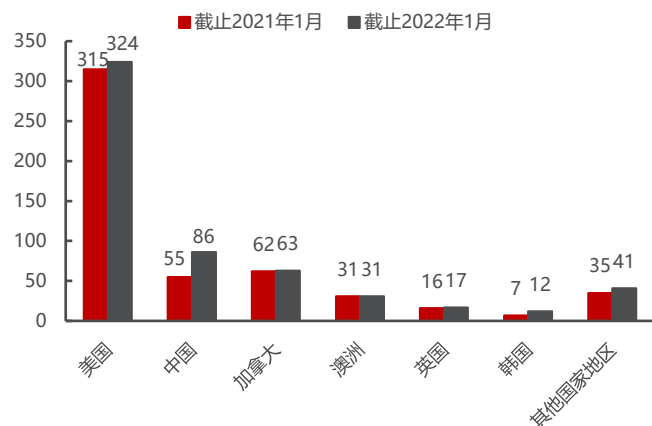
资料来源: Capital IQ, 民生证券研究院

图21: Lululemon 各渠道营业收入占比



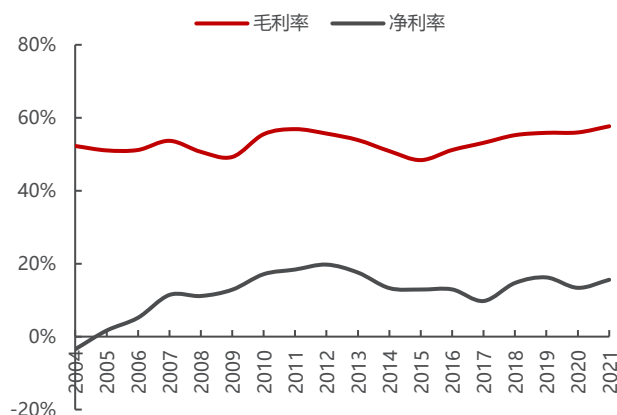
资料来源: Capital IQ, 民生证券研究院

图22: Lululemon 门店分布情况 (单位: 家)



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图23: Lululemon 毛利率、净利率情况



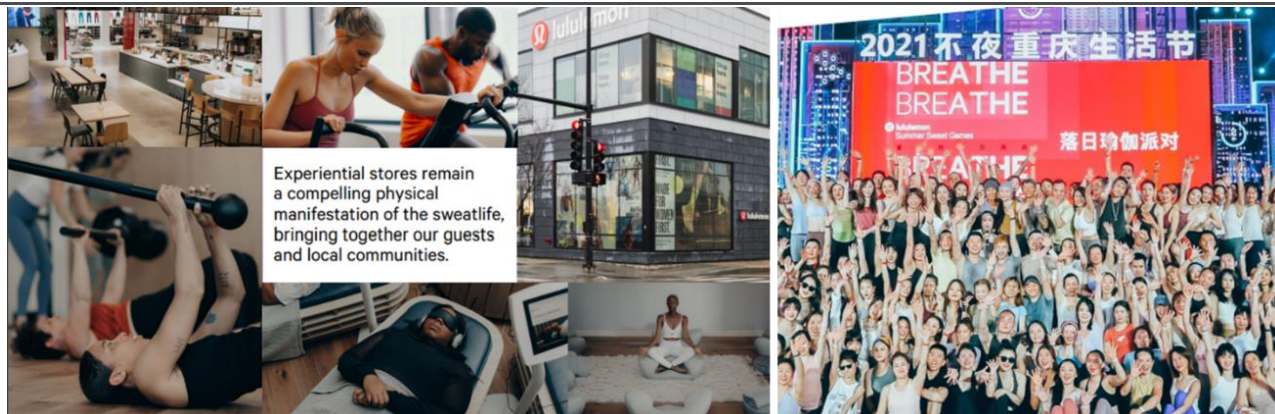
资料来源: Capital IQ, 民生证券研究院

面料技术服务于设计, 品牌产品暗喻的“身份价值”成为购买驱动力。

Lululemon 以明星单品 Align 瑜伽裤为基础, 实现了优于其他国际知名运动品牌商的增长, 核心逻辑在于公司寻找到了存在待满足需求且具备强消费力的“Super Girl”人群, 该部分消费者对于运动服饰产品的剪裁设计、舒适感、美观度提出了更高要求, 但一般运动品牌的产品功能性有余而设计感不足, Lululemon 则提供了兼具设计与功能的产品, 贴合舒适的面料、低饱和度的配色、更修饰身形的剪裁一定程度上弱化了产品的运动基因, 产品的时尚感驱动消费者在更多非运动场景穿着 Lululemon 的产品, 成为一种展示个人“健康生活”的标签。产品的可穿着场景不断丰富、附加了更多“身份价值”, 进而催化了消费者的购买欲望。

强社交属性建立品牌忠诚度。自 Lululemon 公司成立之初, 便已开始利用社群活动进行品牌渗透, 借助免费瑜伽课体验向消费者传播品牌文化, 形成包含一般消费者、瑜伽老师、运动达人的社区生态, 专业运动人士背书强化品牌专业感, 社群活动附加的强社交属性进一步巩固消费者忠诚度。Lululemon 强大的软实力赋予其更强的盈利能力, 近年来公司毛利率、净利率分别基本稳定于 50%-56%/12%-18%, 2021 年公司毛利率达历史高位, 毛利率、净利率分别为 57.7%/15.6%。

图24: Lululemon 通过门店互动体验、举办社群聚会提高品牌认同度与归属感



资料来源: Lululemon 官网, 民生证券研究院

对比 Lululemon 与比音勒芬：

①定位具备较强消费力的中产以上人群：Lululemon 和比音勒芬的产品价格较昂贵，具备高溢价特征；两个品牌均将目标客群定位于注重产品品质，价格敏感度较低的人群；

②以私域营销建立品牌忠诚度：Lululemon 强调社群运营，在各个小社交圈中开展业务。比音勒芬专注私域流量，通过专业导购提升消费者粘性；

③面料创新+时尚设计撬动消费：Lululemon 深挖瑜伽服痛点，以“感触科学 (Science of Feel)”为核心概念进行面料创新，使产品兼具功能性与时尚感，适用于多场景穿着；比音勒芬严选高性能面料，如 Anti Bacterial 抗菌纤维面料、弹力速干面料等，保证消费者在运动、商务、日常等多场景下的穿着体验。

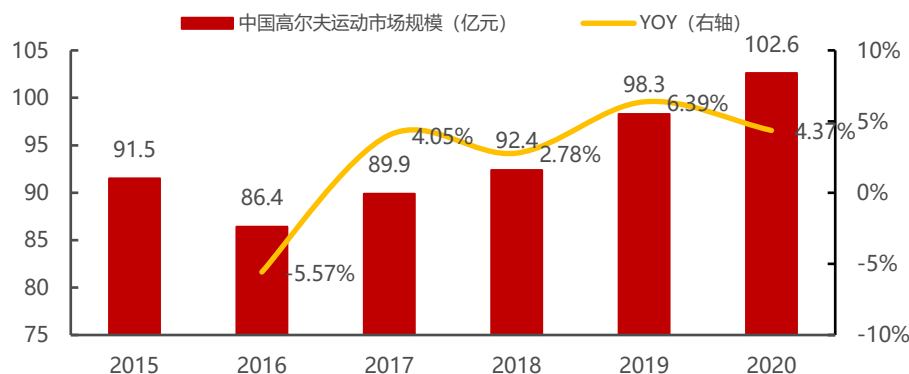
因此，我们认为 Lululemon 近几年的快速增长能印证比音勒芬发展策略的正确性，比音勒芬高尔夫系列服饰仍有较大的增长空间。

2.2 高尔夫消费：“轻运动+商务社交”属性，天然形成圈层认同

2.2.1 行业趋势：运动参与门槛较高，行业马太效应明显

高尔夫运动具备商务休闲特性，国内市场已超百亿。高尔夫运动于 15 世纪发源于苏格兰，早期多流行于贵族阶层，后向中层群体普及，1896 年中国上海高尔夫球俱乐部成立，标志该运动流传入中国。高尔夫运动具备一定门槛，对参与者经济水平要求较高；运动场地为广阔草坪，便于小群体交流，易形成私域空间，适合舒缓压力。高尔夫的起源及运动特点，决定了高尔夫不同于其他运动项目，除能够体现个人竞技能力、具有较高的休闲健身价值外，还附加了较强的商务社交属性。近年来，高尔夫运动市场呈稳定发展趋势，2020 年中国高尔夫运动市场规模超百亿。

图25：中国高尔夫运动市场规模



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

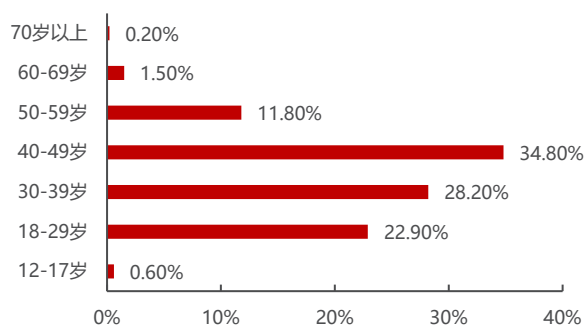
高尔夫运动受众主要为高收入中青年男性。高尔夫运动特点决定了其主要受众的特征：

1) 多为 30-49 岁中青年男性。根据《2013 年中国高尔夫行业报告》，从性别分布来看，中国高尔夫消费者中男性占比高达 85%，远超女性；对女性高净值人群而言，瑜伽运动更具有吸引力。从年龄分布看，我国高尔夫运动消费群体以 30-49 岁的中年人为主，其中 40-49 岁为主力军，占比达 40%。

2) 教育背景良好，本科学历占比最大。观研天下的数据显示，我国高尔夫消费者中本科及以上学历的占比高达 79%，整体学历水平较高。

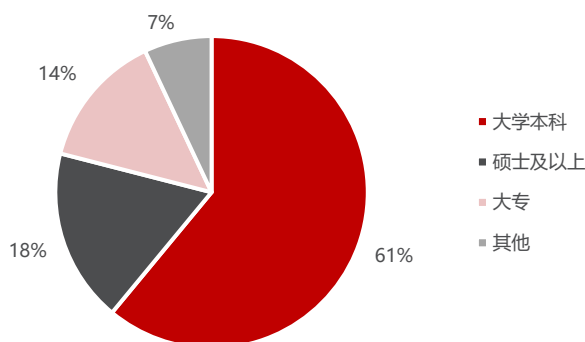
3) 收入水平较高，具有一定社会地位。我国高尔夫运动主要消费群体年收入集中在 10-30 万元，约占 26%，近一半消费者的年收入达 30 万元以上。国内高尔夫人口中企业主占 21%、总经理级别以上人士占 20%，主管、经理、总监级别占 31%，具备一定社会地位。根据《2022 胡润至尚优品—中国高净值人群品牌倾向报告》，高尔夫仅次于游泳、跑步，以 12% 的占比成为高净值人群第三青睐的运动项目。

图26：高尔夫运动受众年龄分布情况



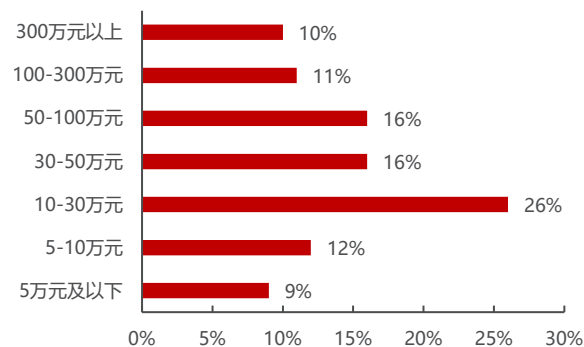
资料来源：《朝向白皮书——中国高尔夫行业报告》，高博会微信公众号，民生证券研究院

图27：高尔夫运动受众学历分布情况



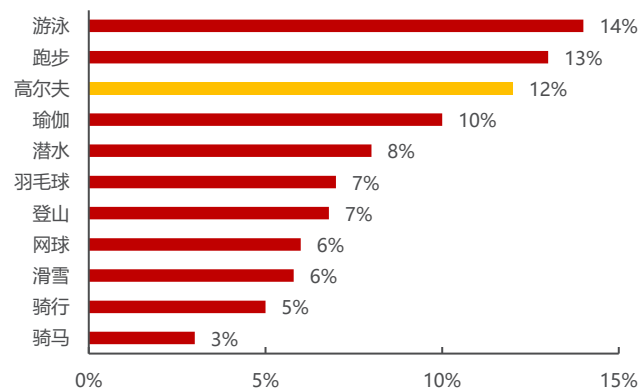
资料来源：观研天下，民生证券研究院

图28：高尔夫运动受众年收入分布情况



资料来源：《朝向白皮书——中国高尔夫行业报告》，高博会微信公众号，民生证券研究院

图29：高尔夫为高净值人群最青睐的运动 TOP3



资料来源：《2022 胡润至尚优品—中国高净值人群品牌倾向报告》，民生证券研究院

高尔夫运动市场受益于国家政策利好稳健增长。2016 年,《竞技体育“十三五”规划》与《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》政策中,将高尔夫运动列入了竞技体育范围。2017 年,高尔夫球协会发布的《高尔夫球运动发展“十三五”规划》征求意见稿提及,2017 年全国高尔夫人口近 500 万,并计划于“十三五”期间推动高尔夫球参与人数达到 3000 万。高尔夫球运动一般在特定户外空旷场地进行,有助于保持充足社交距离,在疫情防控背景下,参与度有望得到维持。

表5: 国家持续出台高尔夫运动相关鼓励政策

时间	政策	政策内容
2016 年 8 月	《竞技体育“十三五”规划》	鼓励与支持有条件的足球、篮球、排球、网球、台球、 高尔夫球 、乒乓球、羽毛球等体育项目走职业化道路,逐步提高职业体育的成熟度和规范化水平。
2016 年 10 月	《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	推动极限运动、电子竞技、击剑、马术、 高尔夫 等时尚运动项目健康发展,培育相关专业培训市场。加强对相关体育创意活动的扶持,鼓励举办以时尚运动为主题的群众性活动。
2017 年 3 月	《高尔夫球运动发展“十三五”规划》	计划试点公众球场布局,推动高尔夫球文化广泛普及、参与人数达到 3000 万、青少年参与人数达到 2000 万。
2019 年 9 月	《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》	以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导,强化体育产业要素保障,激发市场活力和消费热情,推动体育产业成为国民经济支柱性产业,让经常参加体育锻炼成为一种生活方式。
2020 年 11 月	《中国高尔夫球协会运动发展“十四五”规划》	赛事体系更加完备;服务体系更加完善;专业人才队伍发展更加壮大;竞技人才队伍梯度建设更加扎实;大众对高尔夫球的参与程度不断提高;行业标准化体系不断完善。
2021 年 10 月	《“十四五”体育发展规划》	充分调动基层体育部门、体育社会组织和体育企业等的积极性,打造全地域覆盖、全项目设置、全龄化参与、国家、省(区、市)、市、县四级联动、线上线下互动、贯穿全年的全民健身赛事活动体系,不断扩大项目影响。

资料来源:政府网站,民生证券研究院

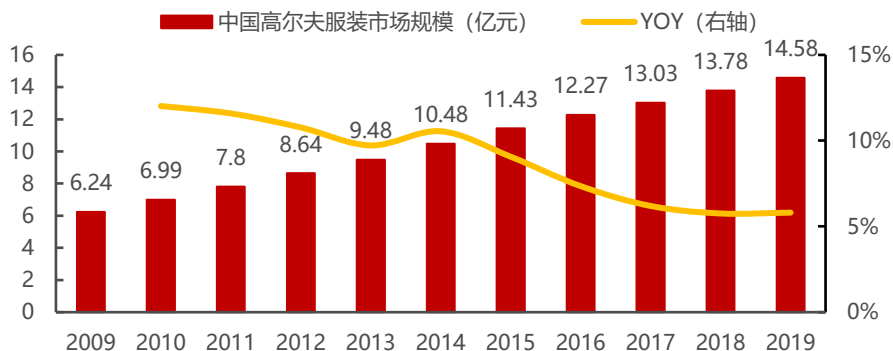
高尔夫运动服饰对标“运动+商务社交”场景,行业稳健增长。基于高尔夫球运动特征,高尔夫运动服饰品牌定位中高端,对标消费者在轻运动场景下的商务社交需求,因此高尔夫服饰产品兼具以下两点特征:

①具备休闲设计:产品设计适宜商务休闲场合,可穿着场景更为广泛;

②应用运动面料:通过使用特殊面料满足轻运动场景下的舒适、透气、排汗等需求。

在高尔夫运动持续普及的背景下,以高尔夫运动为文化基因的高尔夫运动服饰将直接受益,成为时尚运动服装市场较具活力和增长潜力的细分领域。智研咨询数据显示,中国高尔夫运动市场规模自 2009 年 6.24 亿元增长至 2019 年 14.58 亿元,10 年 CAGR 为 8.86%。

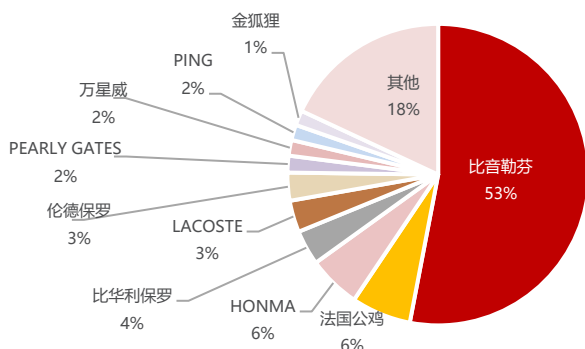
图30: 中国高尔夫服装市场规模 (单位: 亿元)



资料来源:智研咨询,民生证券研究院

基于高尔夫运动所带来的“圈层认同”现象，国内高尔夫消费市场高度集中，领先者马太效应明显。据中国商业联合会、中华全国商业信息中心发布的全国大型零售企业商品销售调查统计结果显示，2020年高尔夫服装市场 CR3 高达 65.07%，2020、2021 年比音勒芬品牌市占率分别为 53%、63%，均位列第一，可见中国高尔夫服饰市场竞争格局处于高度集中状态，龙头具备绝对优势，其他品牌如：雅狮威(Ashworth)、金狐狸 (Wolsey) 等在竞争力方面和龙头品牌尚有差距。

图31：2020 年中国高尔夫服装市场综合占有率



资料来源：中国商业联合会，中华全国商业信息中心，公司公告，民生证券研究院

表6：高尔夫服饰市场部分参与者

品牌名称	品牌基本情况
比音勒芬	品牌 2003 年成立于中国，比音勒芬在中国高尔夫服装市场中，连续五年（2017-2021）综合占有率排名第一
金狐狸 (Wolsey)	品牌起源于英国。目前该品牌由北京业宏达经贸有限公司作为指定授权代理商
黄金熊 (Jack Nicklaus)	美国著名球手 JACK NICKLAUS 创立的品牌。目前该品牌的中国国内市场由韩国企业 FNC KOLON 集团经营
雅狮威(Ashworth)	品牌起源于美国。目前该品牌的中国国内市场由香港 YGM 贸易有限公司经营
万星威 (Munsingwear)	品牌起源于美国。目前该品牌由日本企业迪桑特株式会社下属的上海迪桑特商业有限公司经营

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

2.2.2 品牌案例：拉夫劳伦——Logo 主打马球运动，高辨识度明确品牌调性

历史复盘：50 余年发展，打造多品牌多品类高端零售集团。1968 年，拉夫劳伦男装公司成立，推出品牌 “Polo Ralph Lauren”。1971 年，公司推出经典刺绣小马标，马球运动作为“奢侈”运动，其元素融入 logo 明确品牌高端调性。1972 年，公司推出 Polo 衫，成为美式风格的标志之一。

①**品类扩张**：公司自 1978 年起，陆续将业务版图扩张至香水、家居、餐饮等领域，利用平价单品引流潜在消费者，提供多元增长动力。

②**品牌丰富**：公司于 1971 年开始推出基于 “Ralph Lauren” 延伸出的新品牌，品牌矩阵逐渐丰富。

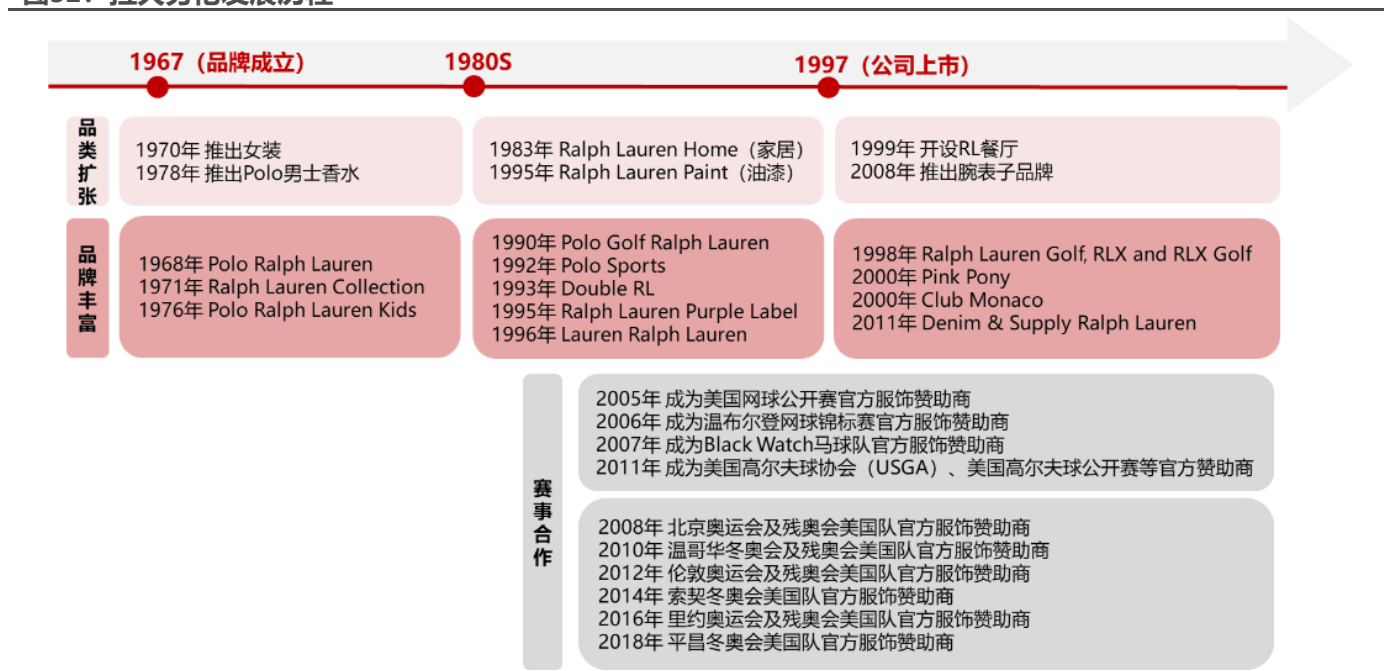
③**渠道探索**：公司于 1971 年开设第一家专卖店、于 1981 年启动海外扩张。1997 年，公司于纽交所上市，逐步开始以授权形式于欧美地区进行渠道门店布局。以品牌授权形式进入海外市场虽然有效推动业绩增长，但弱化了公司对品牌的直

接管理权，为保障品牌的长期发展，公司在 2000 年后陆续收回品牌代理业务，公司授权、批发业务收入占比整体呈现下降趋势。

④**赛事合作**：2005 年起，公司先后于北京、温哥华、伦敦等奥运会成为美国队官方服饰赞助商，拉夫劳伦服装在顶级体育比赛中“亮相”充分提高品牌知名度。

公司营收于 2015 财年达到峰值 76.2 亿美元，1995 至 2015 财年 20 年收入 CAGR 达 11.6%。

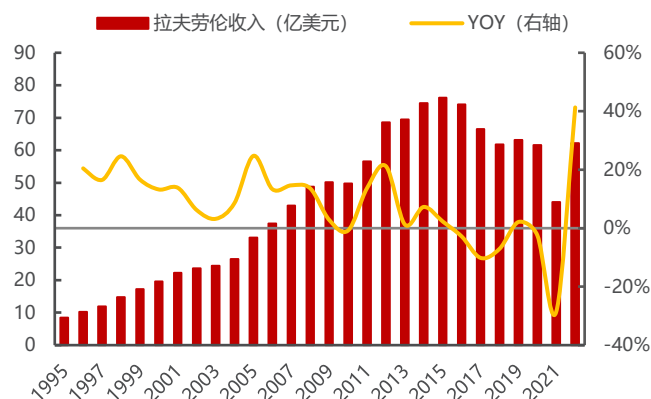
图32：拉夫劳伦发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

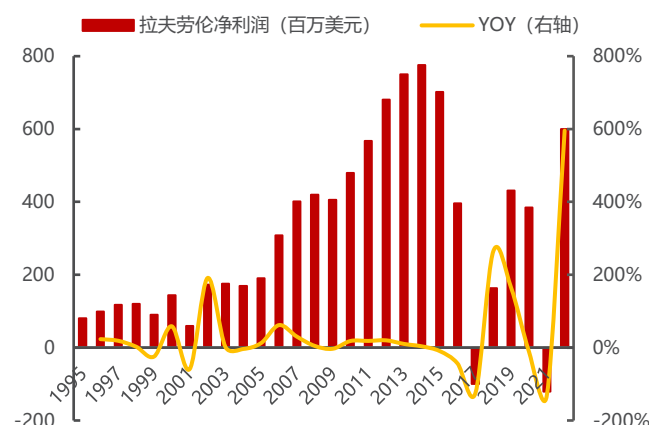
突破瓶颈，高端化+数字化推动品牌重归正轨。2016 财年起，公司收入呈现逐渐下滑趋势。为突破瓶颈，公司进行管理层调整，2017 年 7 月，前宝洁公司总裁 Patrice Louvet 受聘公司 CEO 后，提出“前进计划” (Way Forward Plan)，从“提升品牌形象、创意营销、加大数字化和全球化投资力度以及提升供应链灵活性”四个方面进行改革。2020 年公司将拉夫劳伦旗下 Chaps 品牌改为授权模式、2021 年出售 Club Monaco 品牌，强化对主品牌的聚焦。2022 财年，疫情影响缓解，公司营收、净利润分别同比增长 41.3%/595.5%，较 2020 财年分别回升 1.0%/56.2%。

图33: 拉夫劳伦营业收入情况



资料来源: Capital IQ, 民生证券研究院 (注: 年份为财年, 后同)

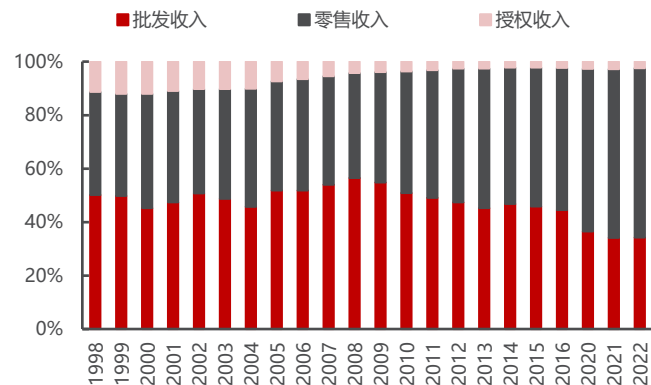
图34: 拉夫劳伦净利润情况



资料来源: Capital IQ, 民生证券研究院

迅速把握渠道数字化趋势。2019年, 拉夫劳伦成为首批与 TikTok (抖音国际版) 达成合作的奢侈品牌, 积极拥抱新兴渠道带来的流量机会。2021年, 拉夫劳伦在北京开设旗舰店 World of Ralph Lauren, 为消费者提供多品类品牌产品的同时, 与腾讯合作将旗舰店打造为品牌位于中国的首家 AI 智能零售店, 通过“Ralph Lauren 智慧零售精品店”小程序帮助顾客实现与店铺的交互, 如: 通过 RFID 智能试衣镜进行 AR 体验、提供产品专属定制服务等。

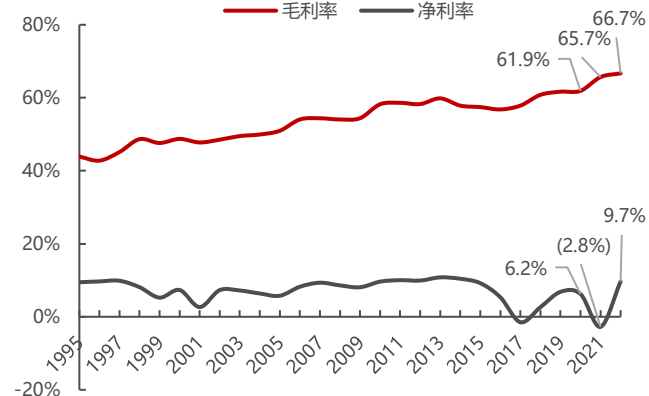
图35: 拉夫劳伦营业收入分渠道占比情况



资料来源: Capital IQ, Wind, 民生证券研究院

注: 2017-2019 财年无渠道拆分数据

图36: 拉夫劳伦毛利率、净利率情况



资料来源: Capital IQ, 民生证券研究院

品牌维持高端调性, 盈利能力稳中有升。1995年以来公司毛利率整体呈现上升趋势, 自1995财年的43.9%增长至2022财年的66.7%, 净利率基本保持稳定, 围绕10%的水平上下波动, 因2017财年公司开启改革重组导致费用率有所上升, 2021财年疫情冲击消费, 导致净利率出现明显波动, 2022财年净利率已经恢复至9.7%。

对比拉夫劳伦与比音勒芬:

①以“贵族”运动塑造高端定位: 拉夫劳伦借助马球定位高端消费者, 比音勒芬同样从高端运动高尔夫入手, 塑造高端品牌形象;

②以主品牌为基石拓展品牌矩阵: 拉夫劳伦持续丰富品牌矩阵, 扩大产品受众

范围；比音勒芬通过推出系列服饰对主品牌进行细分，同时发展副品牌威尼斯狂欢节进军度假旅游服装市场，打开发展空间；

③以赛事合作赞助强化品牌专业定位：拉夫劳伦和比音勒芬都采取了赛事合作方式进行品牌营销，依托顶级赛事影响力，增加品牌曝光度、提升品牌专业感。

因此我们认为，比音勒芬有望复刻拉夫劳伦的快速成长期，长期沉淀后成为国内多品牌、全品类发展的顶尖服饰企业。

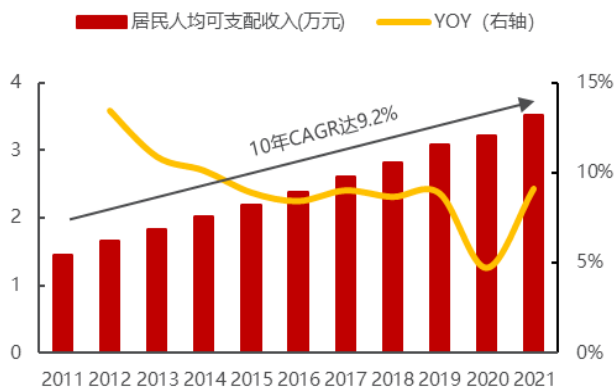
2.3 潜在客户：高端消费客群稳健成长，品质服务催化品牌忠诚

2.3.1 高净值人群规模 12 年间增长超 8 倍，中高端汽车消费直接证明消费潜力

居民人均可支配收入稳健增长提升。国家统计局数据显示，我国居民人均可支配收入从 2011 年的 14551 元增长至 2021 年的 35128 元，10 年 CAGR 达 9.2%，除疫情爆发的第一年外，其余年份同比增速均稳定维持于 8.4% 以上，居民人均可支配收入的平稳增长对居民消费升级需求起到了有力的支撑作用。

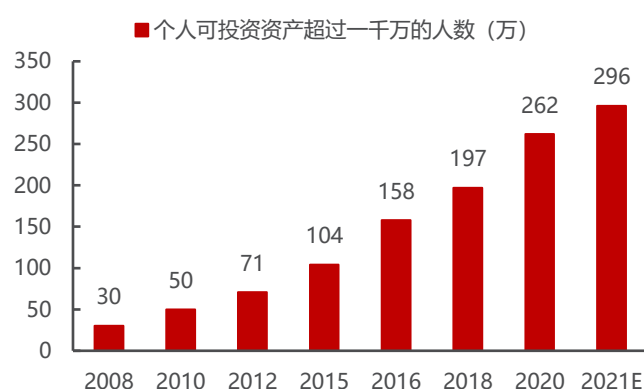
我国高净值人群规模增长快速，高端品牌潜在客户有望扩大。根据招商银行与贝恩公司联合发布的《2021 年中国私人财富报告》，中国高净值人群（指可投资资产位于 1000 万人民币以上的人群）的规模在 2008 至 2020 年间增长超 8 倍，从 30 万人大幅增长至 262 万人，12 年人数 CAGR 达 20%。随高净值人群规模扩大，与之对应，高端服装需求将不断增长。

图37：中国居民人均可支配收入情况



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图38：中国高净值人群的规模（单位：万人）

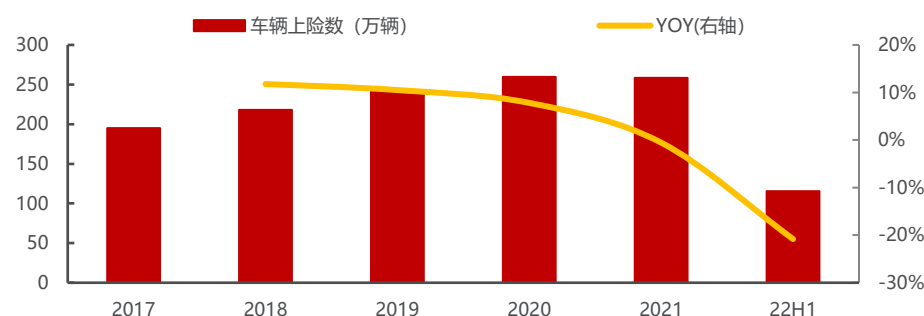


资料来源：招商银行，贝恩公司，民生证券研究院

高端品牌乘用车购买量持续增长，佐证高消费力人群不断扩张。根据易车网每年交强险上险数量统计，2017-2020 年高端品牌乘用车销售量呈现逐年增长趋势，2021 年销售量基本持平，2022 年上半年受到部分一线城市封控影响，在 2022 年 3-5 月，高端品牌乘用车销售量出现明显下滑。高端品牌乘用车目标客群基本为消费力较强的中产及以上消费者，且车辆购置往往具有较长的周期间隔，可部分验证

高端消费者数量呈现增长趋势，高消费人群不断扩张。

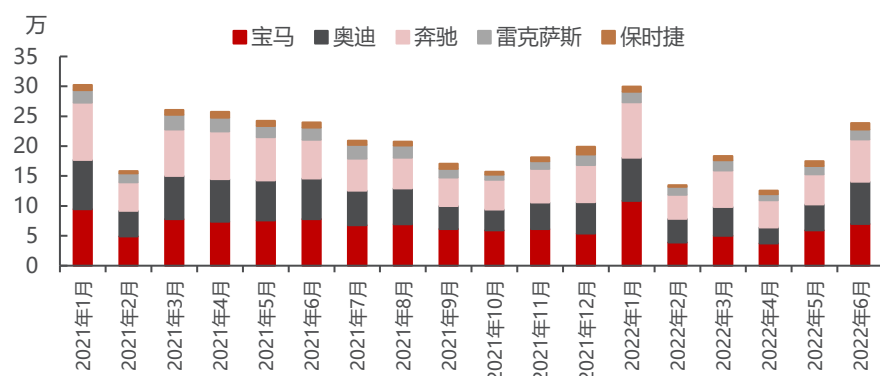
图39：2017-2022H1 部分高端品牌乘用车上险量（万辆）



资料来源：易车网、保监会，民生证券研究院

注：统计宝马、奥迪、奔驰、雷克萨斯、保时捷五种品牌车辆

图40：2021 年至 2022 年 6 月部分高端品牌乘用车上险量（万辆）

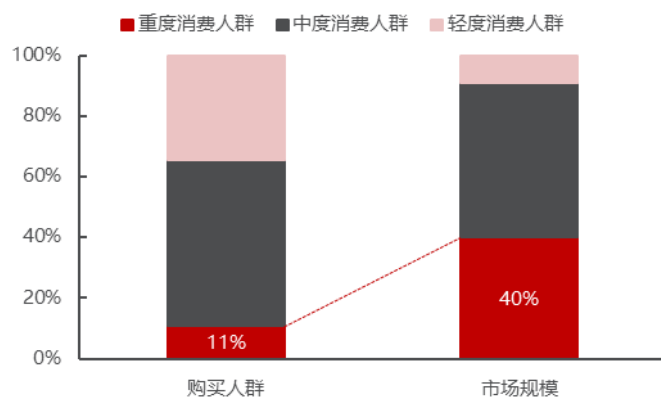


资料来源：易车网、保监会，民生证券研究院

2.3.2 高端消费者消费习惯相对稳定，高品质服务易形成情感链接

高净值人群风险抵御能力更强，高端消费行为不易受环境扰动。高消费人群在高通胀、疫情等不利环境下的风险防御能力更强，消费行为更加稳定。根据腾讯、波士顿咨询于 2021 年的调研，不同消费水平的奢侈品顾客的消费额均在 2021 年呈现明显增长趋势，轻度/中度/重度消费人群消费额同比增速分别为 30-35%、25-30%、20-25%，可见高端消费在疫情后增长依然强劲。其中，重度消费客群（奢侈品年消费 30 万元以上）人群数目占比仅 11%，但对于奢侈品市场规模的贡献达 40%，可见高消费核心人群对于市场发展而言的重要性。

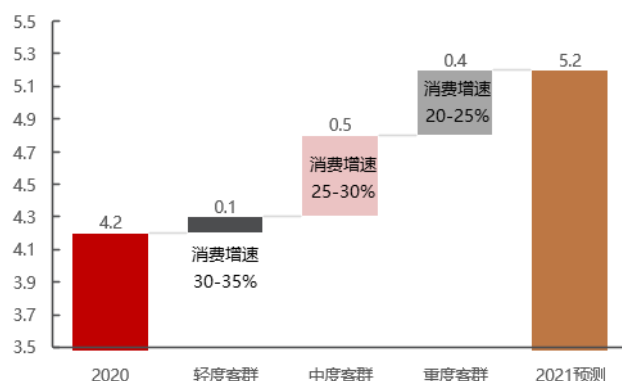
图41：奢侈品市场人群消费结构及贡献



资料来源：腾讯营销洞察、波士顿咨询，民生证券研究院

注：轻/中/重度消费人群分别指奢侈品年消费<5万/5-30万/>30万人群

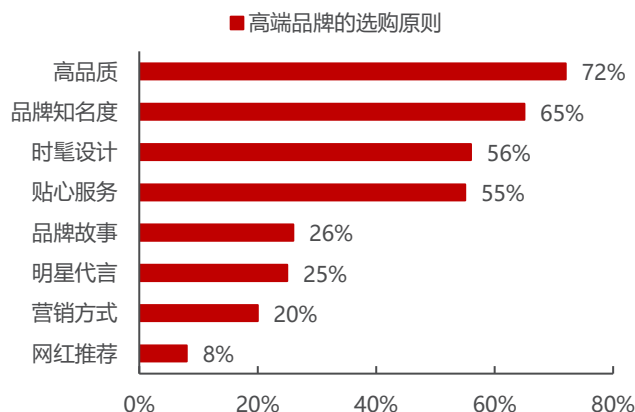
图42：不同客群奢侈品市场增长贡献度（单位：千亿元）



资料来源：腾讯营销洞察、波士顿咨询，民生证券研究院

高消费人群注重服务质量，往往拥有较高的品牌忠诚度。根据腾讯、波士顿咨询调研显示，品牌风格和服务质量是驱动重度客群消费的重要因素，72%的重度客群表示“会因为更好的服务回归国内消费”，“品牌服务”是影响重度客群复购的最重要因素；根据《中国高净值人群品牌倾向报告》，55%的高净值人群将“贴心服务”作为高端品牌选购原则之一，可见品牌服务等软实力对于撬动高端消费的重要性。对于品牌风格、理念的认同以及良好的服务体验一定程度上强化了消费者对于品牌的忠诚度，根据腾讯、波士顿咨询调研，75%的重度客群最常购买的品牌两年内未发生变化。为高净值客户提供优质服务，是建立品牌忠诚度的必要条件。

图43：高净值人群对于高端品牌的选购原则



资料来源：《2022 胡润至尚优品—中国高净值人群品牌倾向报告》，民生证券研究院

图44：影响重度客群复购因素的重要性排序



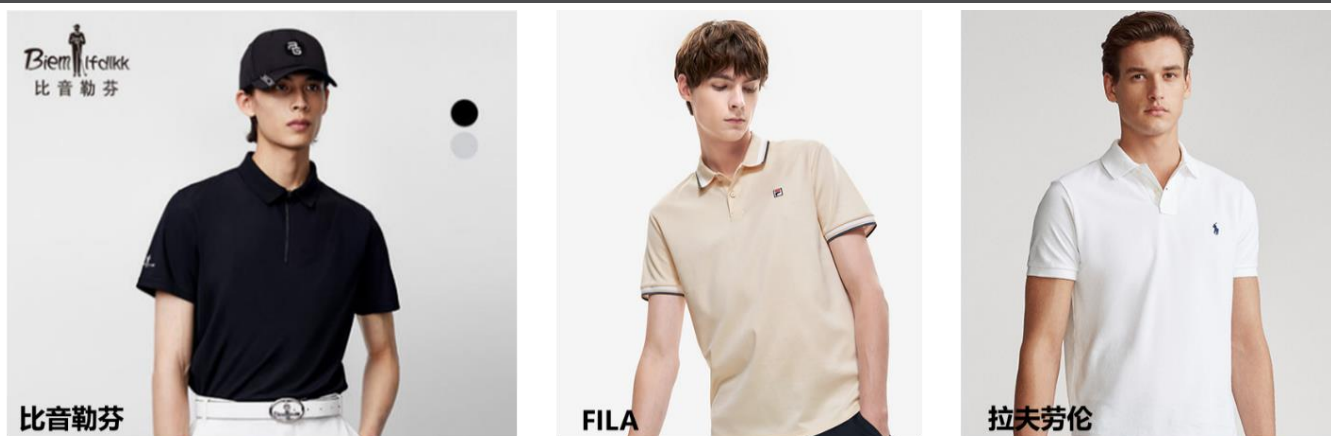
资料来源：腾讯营销洞察、波士顿咨询，民生证券研究院

3 公司亮点：四维度出发，拆析比音勒芬蓬勃发展动能

3.1 品牌定位高举高打，卡位“运动时尚+商务轻奢”打造独特品牌调性

比音勒芬品牌兼具运动时尚+商务轻奢特点。比音勒芬倡导“生活高尔夫”理念，即：产品不仅适宜在高尔夫运动场景下穿着，更能满足日常工作生活对于舒适的需求，品牌定位于“为精英人士提供多场景的服饰解决方案”。比音勒芬聚焦于男士 Polo 衫、T 恤等品类，着力打造“T 恤小专家”品牌认知，在产品的初始定位上，就向国际一线品牌看齐。

图45：比音勒芬、FILA、拉夫劳伦基本款产品



资料来源：天猫商城官方旗舰店，民生证券研究院

持续研发投入保障产品兼具“时尚剪裁”&“科技面料”，满足多场景穿着需求。2017 年-22Q1，公司研发费用率稳定于 2.7%-3.2%间，奠定公司设计研发优势，具体体现在产品设计和科技面料两方面。

(1) 产品设计：设立服饰研究中心、合作多国设计团队。公司于 2013 年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”，为产品研发提供了充分数据技术支持；与中国流行色协会共建中国高尔夫服饰色彩研发基地；在国家纺织开发中心指导下建立了“流行趋势研究中心”。截至 2021 年 12 月 31 日，公司拥有发明专利、实用新型、外观设计等专利数量达 107 项。公司拥有中、英、意、韩四国设计研发团队，均具有多年奢侈品品牌、国际知名品牌高尔夫服饰系列设计经验，公司于 2021 年与法国殿堂级设计大师 SAFA SAHIN 联名推出了融合故宫文化元素的老爹鞋。

图46：比音勒芬部分产品情况



资料来源：天猫商城官方旗舰店，民生证券研究院

图47：公司推出与设计师、IP 联名系列产品



资料来源：比音勒芬官方公众号，民生证券研究院

以 logo 图案设计凸显产品定位，提升品牌辨识度。知名品牌的发展中，具有辨识度的 logo、图案元素不可或缺。对比部分国际知名品牌 logo，如拉夫劳伦以马球运动元素、Jordan 以篮球运动元素作为设计主体，比音勒芬使用高尔夫运动作为核心设计，凸显产品定位，使品牌形象更加清晰，有助于提升品牌辨识度。

图48：运动 Logo 图案设计强化运动定位

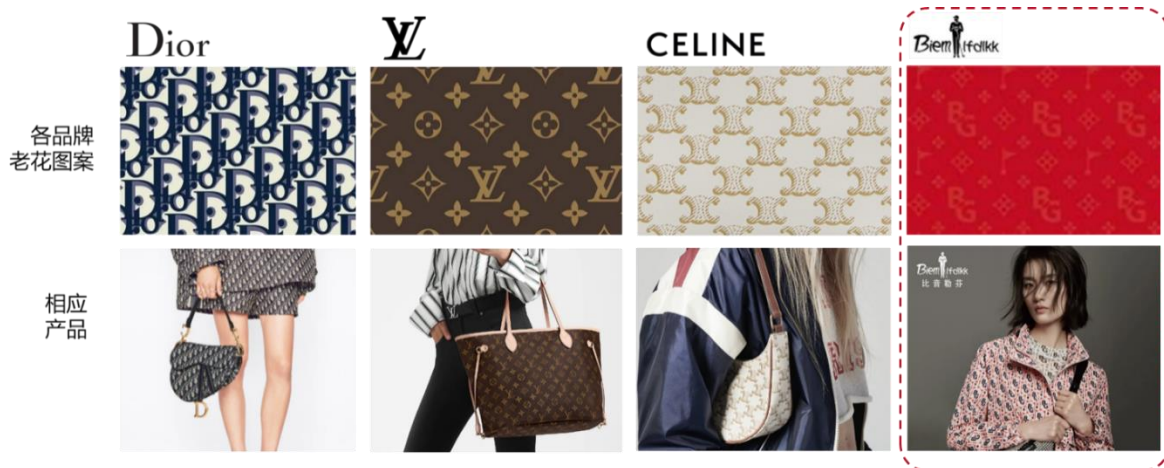


资料来源：公司官网，民生证券研究院

Logo 元素再设计形成老花图案，进一步打造复古时尚风格。老花图案多由品牌 logo 元素重新组合再设计而成、具备复古时尚风格，多运用于服饰、鞋履、包袋的大面积花纹装饰，在保证品牌辨识度的同时，扩大了 logo 设计应用范围、增强其可塑性。复古 (vintage) 潮流下，众多奢侈、轻奢品牌如：LV、Dior、CELINE 等均推出了主打老花设计的产品。2020 年，公司以比音勒芬“BG”字母为主体，

添加高尔夫球和果岭彩旗元素，打造具备复古时尚感的比音勒芬“BG”老花图案。
2021 年，公司在更多 SKU 设计中添加了老花图案元素，进一步强调品牌经典复古的定位，强化品牌的辨识度。

图49：比音勒芬推出品牌老花图案“BG”，提升品牌辨识度



资料来源：公司公告、公司官网、天猫商城官方旗舰店，民生证券研究院

表7：比音勒芬合作设计师团队

设计师	国家	简介
冯玲玲	中国	为比音勒芬提出了“生活高尔夫”的品牌理念。
LEE HYOEONG	韩国	曾先后任职于韩国三星集团、LG 集团。
SAFA SAHIN	法国	法国超现实主义艺术家，LV、VERSACE 等国际品牌长期合作的殿堂级设计师。
Paul Rees	英国	曾任 Burberry 高尔夫系列设计总监。
Giuseppe Palmiero	意大利	曾在 Gucci 工作超过十年。

资料来源：公司官网，民生证券研究院

(2) 科技面料：合作世界知名面料商，打造科技面料系列产品。为保证产品穿着舒适感与造型感，公司较少推出 100%棉产品，同时与 GORE-TEX、POLARTEC、OUTLAST、东洋纺等为国际一线品牌提供面料的供应商保持稳定合作关系，与部分面料供应商进行技术研发人员定期交流、合作开发产品，目前已经推出 Outlast 空调丝/抗 UV 防晒、Anti Bacterial 抗菌纤维、透气棉、冰舒棉等系列产品，以科技面料占领消费者心智。

表8：比音勒芬合作面料供应商

面料供应商	国家	简介	合作品牌
ITOCHU	日本	世界 500 强企业，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、LANVIN 等
CANCLINI	意大利	公司衬衣面料闻名于世，高品质纱线与意大利艺术完美结合，充分展示了面料是服装的灵魂。	Zegna、Armani、PRADA 等
GORE-TEX	美国	公司产品 GORE-TEX 被称为“世界之布”，其面料在宇航、军事、医疗等方面被广泛运用。	CONVERSE、波司登、NIKE 等
POLARTEC	美国	抓绒的发明者、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。	Adidas、SALOMON、PELLIOT 等

资料来源：公司官网，民生证券研究院

图50：比音勒芬“科技面料”系列



资料来源：天猫商城官方旗舰店，民生证券研究院

基于设计研发优势，比音勒芬定位“T恤小专家”，打造T恤超级品类。T恤作为服装搭配基础单品，适合多场景穿着，市场空间巨大。2022年，公司开启以“比音勒芬——T恤小专家”品类引领品牌的发展战略，在高尔夫运动场景联想之外，另辟品类联想新增长点，有利于触达更广泛的消费群体。根据中国商业联合会、中华全国商业信息中心调查数据，比音勒芬T恤产品于2018-2021年连续四年取得“同类产品综合占有率第一”，“超级品类”优势地位已经具备。

图51：比音勒芬开启“T恤小专家”战略



资料来源：天猫商城官方旗舰店，民生证券研究院

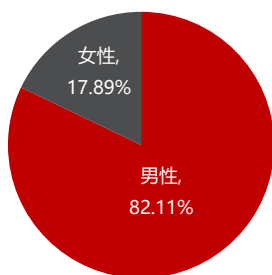
3.2 目标客群精确定位，从男性“KOL”出发，定制化服务

建立圈层认同

3.2.1 以“定制化”服务满足用户着装需求，优化消费者形象带来高消费粘性

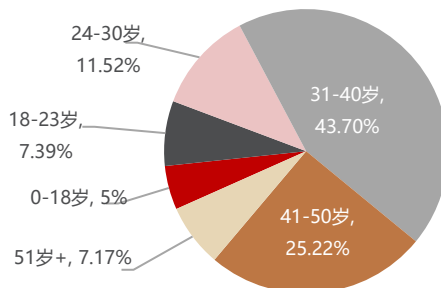
比音勒芬的消费者是谁？符合高尔夫消费人群特征，以 30-50 岁男性消费者为主，具备一定消费能力，往往是所在领域的“KOL”（关键意见领袖）。参考抖音飞瓜数据，比音勒芬主要消费者为男性，且以 30-50 岁中青年消费者为主，基本和高尔夫运动参与人群画像相符，但大部分忠实消费者并非高尔夫运动深度爱好者，根据 2016 年公司对于 VIP 客户的调研，约 78% 的客户不参与高尔夫运动或仅仅在高尔夫练习场打过球。从比音勒芬抖音渠道消费者购买其他产品的偏好来看，购入男装产品的价格偏好区间位于 500 元以上的消费者占比为 48%，可见比音勒芬主要客群具备较强消费能力。从兴趣爱好方面来看，品牌消费者对于房、车类资产较为关注，符合中高端消费者特征。

图52：比音勒芬抖音渠道消费者性别分布



资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院
注：数据截止 2022 年 7 月 8 日

图53：比音勒芬抖音渠道消费者年龄分布



资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院
注：数据截止 2022 年 7 月 8 日

图54：比音勒芬抖音渠道消费者购买喜好分布情况

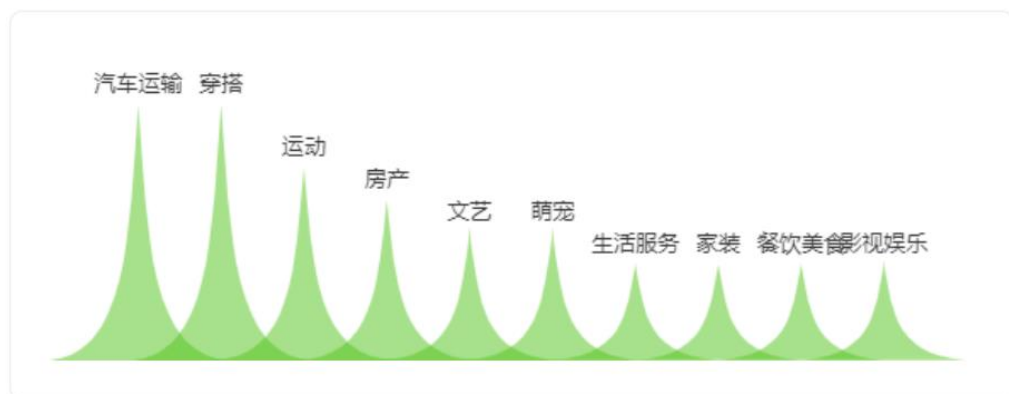
消费者购买喜好分布



资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

图55：比音勒芬抖音渠道消费者兴趣爱好分布情况

消费者内容喜好分布 ?



资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

核心消费者的诉求是什么？

消费者特征决定其产品诉求在于有辨识度&有质感,对于品牌服务体验存在较高要求。结合以上分析,可见比音勒芬消费者主要为男性中青年,具备一定消费能力但大多并非高尔夫运动爱好者,产品主要为日常穿着。

(1) 对品牌诉求在于有辨识度: 由于品牌主要受众为中高端消费人群,对于日常穿着品牌要求具有足够辨识度,满足对外商务社交需求;

(2) 对产品诉求在于提升生活质感: 中高端消费者对于生活质量提出更高要求,因此产品的舒适穿着体验以及良好剪裁是撬动消费的重要因素。

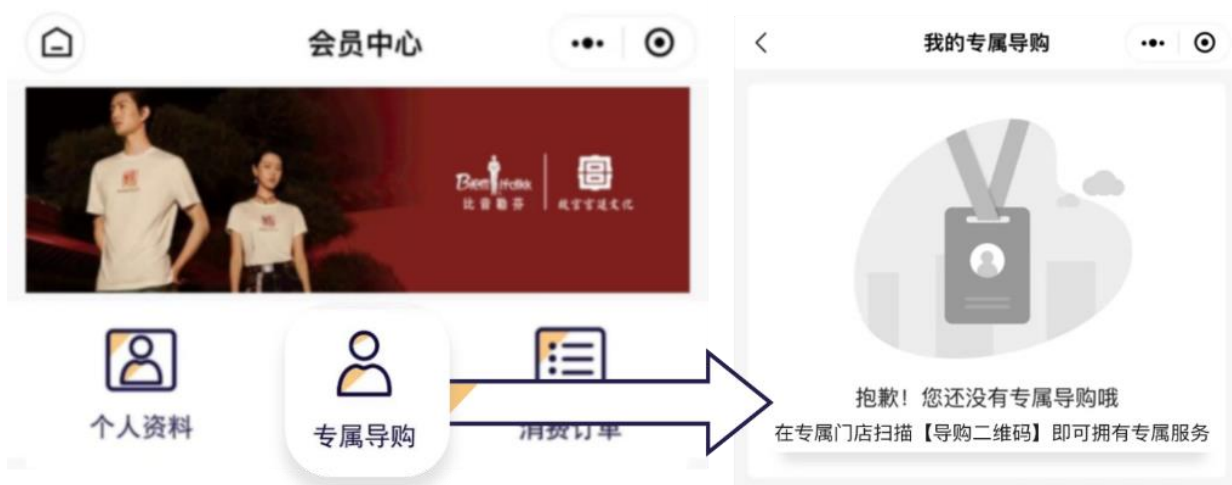
(3) 对于服务诉求在于提供“定制化”服务: 中青年男性消费者往往对于时尚趋势、服装搭配并不敏感,因此能够提供专业化服装搭配服务的导购更容易协助客户达成交易,前文也提及“服务体验”是驱动消费者复购奢侈产品的首要因素。

品牌做到什么满足了消费者需求？

(1) 设计与科技并重,提供良好穿着体验。前文提及,公司聘请多国设计师、和国内专业机构开展剪裁、色彩联合研发,并和多家世界知名科技面料商保持良好合作关系,保证产品的功能性与穿着属舒适感。

(2) 专业导购以“私域流量”建立品牌忠诚度。在品牌核心消费者对于服装搭配不敏感,但却具备充足消费能力的前提下,品牌门店导购会提供专业的服装选择建议,为客户搭配成套服装,带给消费者类似“定制化”的购物体验。品牌通过营销助手、超级导购等系统,将线下会员向线上引流,全面推进VIP精细化管理,完成购物后,导购会品牌会员通过线上渠道保持联系,建立和奢侈品牌相似的、消费者与导购间的信任感,更有利于持续复购、保持高客单价、进而初步建立对于品牌的忠诚度。

图56：消费者可绑定“专属导购”



资料来源：比音勒芬微信小程序，民生证券研究院

卡位轻奢，享受中高端消费者品牌忠诚度。前文提及，目前定位中高端的运动休闲服饰品牌市场尚存空白、竞争者相对较少，同时中高端品牌往往具备相应产品力以及品牌力，在品牌价值得到消费者认可后，更易维持较高水平的品牌忠诚度。比音勒芬目前已经于中国高尔夫服饰细分领域建立绝对领导地位，截止 2021 年末，公司 VIP 会员已经突破 70 万，通过积极维护会员资产，更有助于抵御当前市场环境中的不确定性。

3.2.2 威尼斯狂欢节打造第二曲线：对年轻消费者进行下探，客群覆盖逐步完善

威尼斯狂欢节品牌起源于意大利，定位度假旅游服饰。威尼斯狂欢节 (Carnaval De Venise) 品牌于 20 世纪三十年代诞生于意大利，品牌灵感来自于威尼斯狂欢节节日。2013 年，公司收购品牌后，重新定位于“度假旅游服饰”，并于 2019 年正式于中国市场上市，其设计起源与“旅行度假”定位高度契合，有助于提升品牌认知度。

实现客群差异化，拓展女性&儿童客群。威尼斯狂欢节品牌提供家庭、亲子、情侣装，一定程度上对标更年轻客群，拓展了女性&儿童消费者。对比比音勒芬与威尼斯狂欢节的女装产品，可见比音勒芬产品设计相对更加简约，多使用经典格纹或品牌 logo 等进行装饰，威尼斯狂欢节则融入了更多年轻、个性化的设计元素，如：史努比的联名 logo 或更具度假风的花纹设计等，定位的场景更偏重日常出游，与比音勒芬主品牌运动商务时尚定位做出区隔。

图57：比音勒芬、威尼斯狂欢节女装产品对比



资料来源：天猫商城官方旗舰店，民生证券研究院

IP 联名强调品牌年轻化特征。2019 年，品牌首次跨界与贝肯熊 IP 进行联名合作。2021 年，品牌于年初、秋冬两度与史努比联名合作，有助于打开品牌知名度。2022 年，预计威尼斯狂欢节将继续与史努比合作，并新增哆啦 A 梦联名系列，有望进一步拓展年轻客群。目前威尼斯品牌还在发展初期，未来随旅行市场恢复，品牌知名度提升，有望为公司业务提供更多增量。

图58：威尼斯狂欢节 IP 联名系列产品



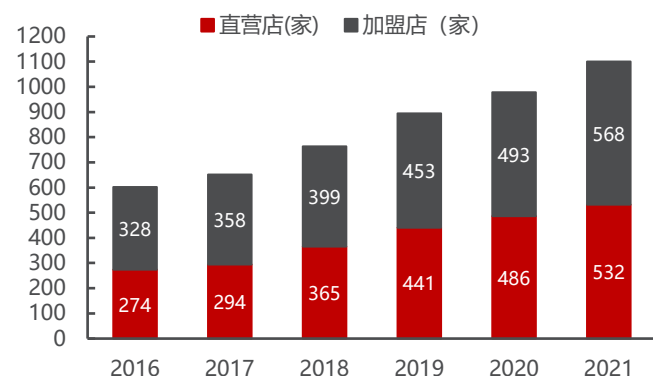
资料来源：天猫商城官方旗舰店，民生证券研究院

3.3 渠道建设不留短板，全渠道布局推动公域私域流量结合

3.3.1 线下渠道：高低线城市均衡布局，深挖低线城市消费潜力

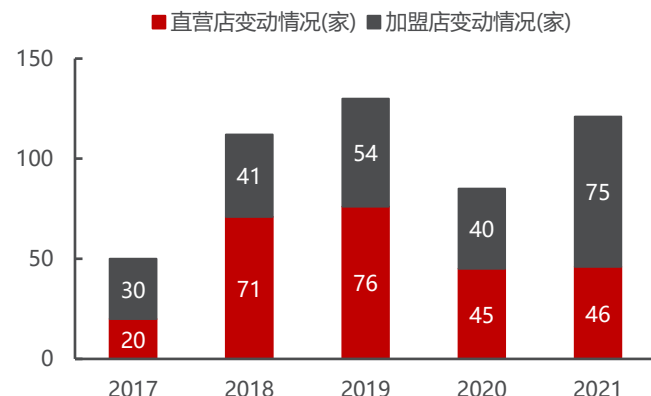
线下渠道覆盖广，服务于品牌高端定位。公司线下渠道现已覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市的高端百货商场、购物中心、机场高铁交通枢纽以及高尔夫球场等高档场所，契合品牌高端定位。机场高铁等高端交通枢纽具有大量经过高票价筛选的中产或高净值旅客消费客群、可减少顾客流失的相对密闭的空间、可刺激游客购物欲望的等待时间，因此这类渠道在奢侈品销售方面具有天然优势。公司以直营模式开拓陌生市场后，再引入经销商继续渗透，截止 2021 年末，公司直营、加盟门店分别 532/568 家，近年来处于持续拓店状态。从门店分布情况看，一、二线城市多为直营店，主要位于高端商场、大型机场、奥特莱斯等，根据官网数据，目前一线（北上广深）、新一线、二线城市的门店数目占比分别 11%/23%/17%。

图59：公司直营、加盟门店情况



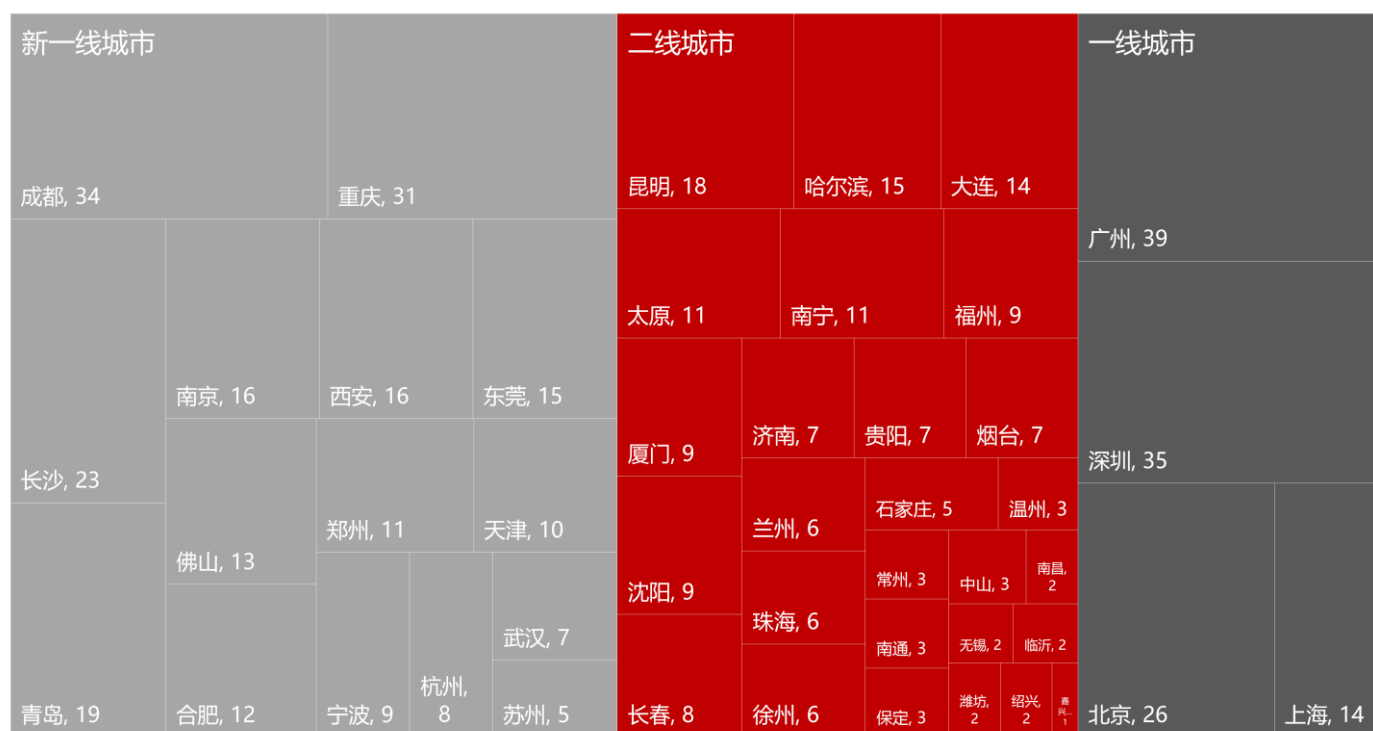
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图60：公司直营、加盟门店变动情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图61：比音勒芬高线城市门店分布情况

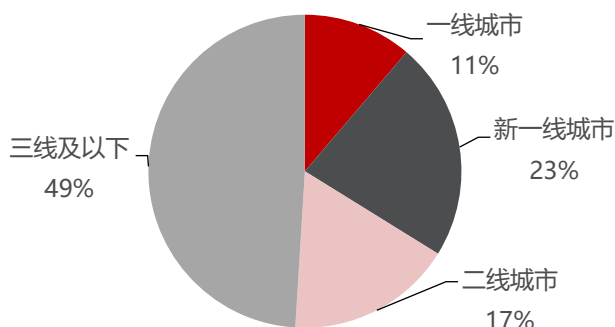


资料来源：公司官网，民生证券研究院

注：对于城市级别的划分参考第一财经发布的《2022 城市商业魅力排行榜》；门店数据统计截止 2022 年 7 月 10 日

以加盟模式发掘“下沉”市场潜力。三、四线城市中产人群对高端服饰的需求潜力充足，比音勒芬主要通过加盟店模式“下沉”至三、四线城市。根据公司官网数据，目前比音勒芬三线及以下城市门店数量约占总门店数的 49%，城市覆盖面广，但每个地区的门店数以 1-3 家为主。

图62：比音勒芬城市门店分布情况

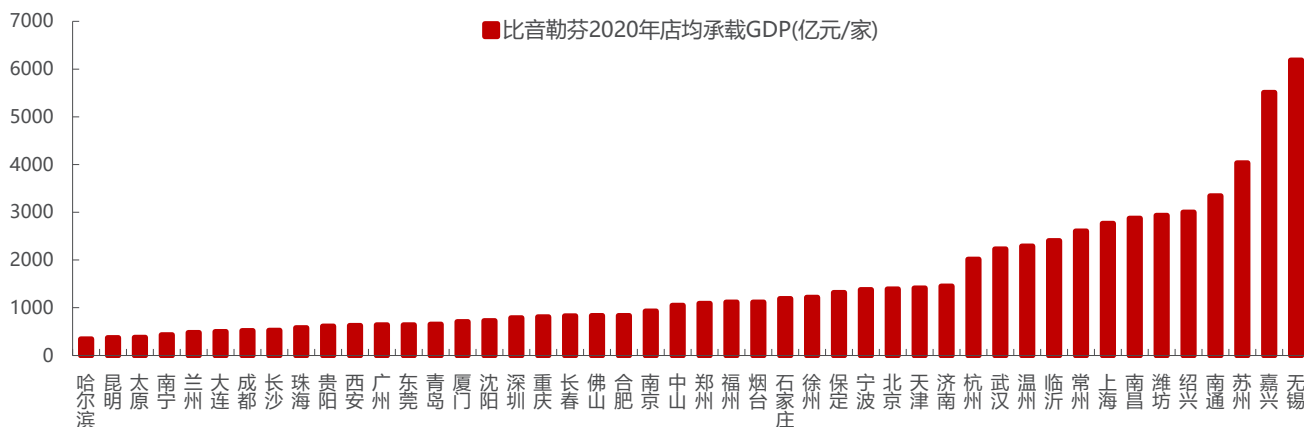


资料来源：公司官网，民生证券研究院

注：门店数据统计截止 2022 年 7 月 10 日

对比部分城市门店店均承载 GDP 数据，部分城市开店潜力可观。通过计算店均 GDP 承载数据（2020 年对应城市 GDP/当地门店数），可对于当地待挖掘的消费潜力进行量化对比，通过上图可见，部分二线城市如昆明、哈尔滨等，店均承载 GDP 位列末尾，而部分新一线城市如苏州、杭州、武汉以及二线城市无锡、嘉兴等，店均承载 GDP 显著高于部分同级别城市，开店空间可观。公司未来可通过合理规划门店布局，重点发力店均承载 GDP 显著较高的城市，实现更优质高效的渠道扩张。

图63：比音勒芬 2020 年店均承载 GDP 情况（2020 年对应城市 GDP/当地门店数）



资料来源：wind、公司官网，民生证券研究院

四类门店设置覆盖差异化客群、满足不同消费场景需求。公司门店主要包括商超店、交通枢纽（机场/高铁站）店、奥莱店、球场店四类，根据官网数据，截止目前，公司旗下奥莱折扣店/交通枢纽店/球场店占比分别约 12%/7%/3%，其他购物中心、商超百货店合计占比 78%。公司多种类门店可满足不同场景下的服饰购物需求，实现差异化客群覆盖：

①商超百货、购物中心店：公司核心门店类型，主要销售正价产品，门店分布广泛、可有力触达更多消费者。

②奥莱折扣店：自 2016 年 Q3 季末 49 家增长至目前约 116 家，为公司销售存货的重要渠道，门店产品折扣约 4-6 折，在保持良好盈利水平的同时，有助于

培养潜在正价产品消费者。

③交通枢纽店：自 2016 年 Q3 季末 49 家增长至目前约 75 家，目标客群聚焦于出行频繁的商旅人士。

④球会店：自 2016 年 Q3 季末 27 家增长至目前约 32 家，增幅较小，但已完整覆盖国内高线城市以及度假城市，主要服务于高尔夫球运动爱好者，建立比音勒芬品牌在运动人士心中的认可度。

图64：比音勒芬各类型门店数量占比、门店形象情况



资料来源：公司官网、大众点评，民生证券研究院

注：门店数据统计截止 2022 年 7 月 10 日

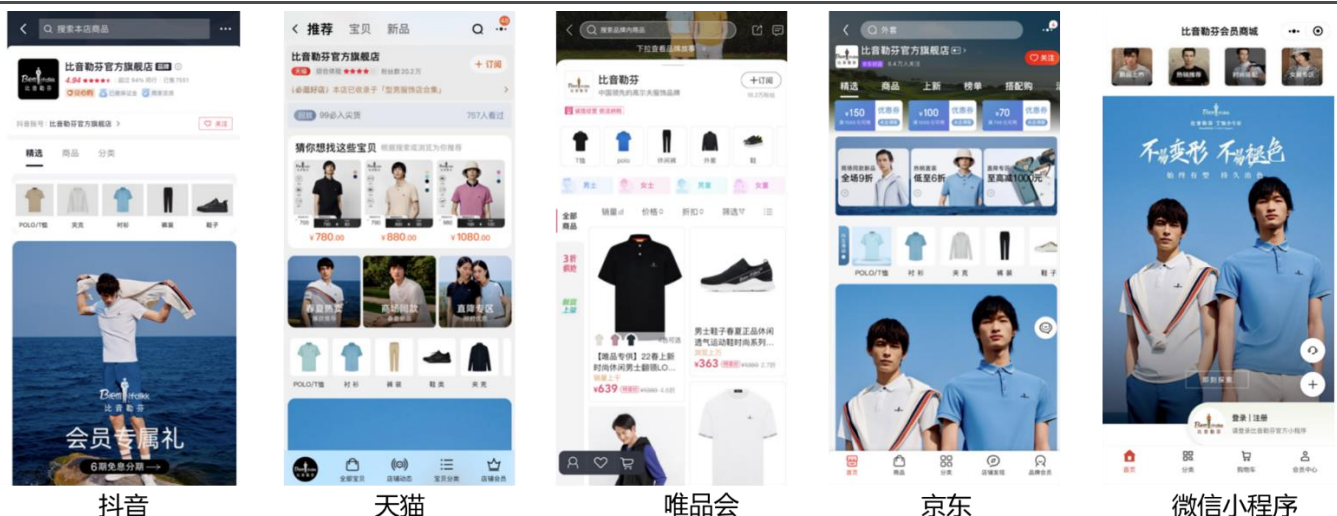
高尔夫系列独立开店，定位高端时尚运动。比音勒芬高尔夫系列在引入新韩国设计师后，时尚度更高、SKU 更丰富，已拥有一批高粘性客户。2022 年，比音勒芬品牌以高尔夫系列独立开店，并将高尔夫系列细分为时尚高尔夫、专业高尔夫，定位为高端时尚运动。高尔夫系列单独开店，充分利用高尔夫文化基因优势，提升高端人群消费体验，巩固比音勒芬第一高尔夫服饰品牌的地位。

携手腾讯打造智慧门店，赋能智慧零售。2020 年，公司与腾讯开展战略合作，正式开启数字化运营，进入智慧零售时代。公司将与腾讯共同建立智慧门店样板店，依托于泛客流管理体系，实现客流可量化、可触达、可追踪。目前，腾讯智慧门店正在加速推进，未来门店形象将全面升级，为顾客营造高端、智能、舒适的购物体验。公司还将与腾讯智慧零售在私域流量运营、IP 联名、超级导购知识赋能、商品生命周期管理、数据中台等领域深度合作。

3.3.2 线上渠道：天猫渠道稳定高增长、增量抖音渠道提供更多可能

线上渠道逐步发力，开启轻奢销售模式。目前，公司线上销售主要渠道包括天猫、唯品会、京东、微信小程序会员商城、抖音等，并通过微信号+VIP 社群营销+小程序直播等方式，将线下会员引流线上，为高端人群提供便捷购物体验，全面推进 VIP 精细化管理，线上线下联动发力。新零售营销模式效果显著。预计公司未来将加大线上拓展力度，促进线上线下同款同价，开启线上轻奢销售新模式，为高端客户提供优质体验与服务。

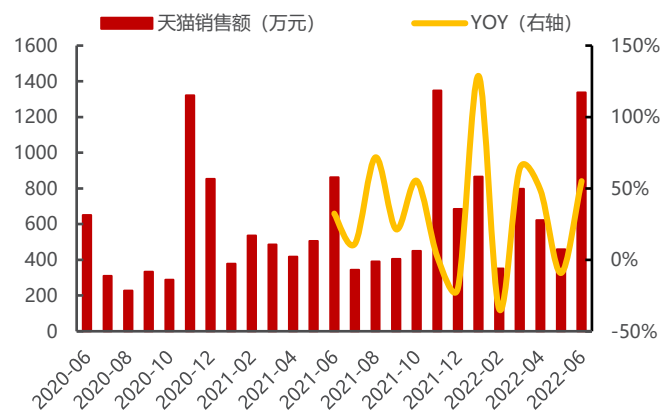
图65：比音勒芬线上渠道布局全面



资料来源：抖音、天猫商城官方旗舰店、唯品会、京东、微信小程序，民生证券研究院

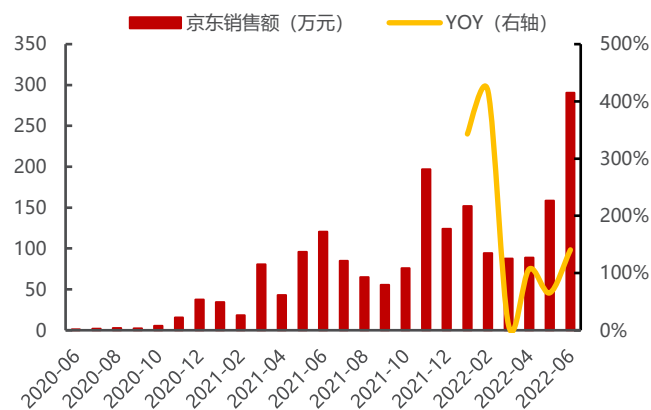
天猫渠道高速增长，抖音渠道提供全新增量。天猫渠道增长向好，均价处于千元以上高价区间，2022年6月比音勒芬天猫渠道销售额同比增55%，销售额已接近2021年11月大促月销售额水平，期待本年“双十一”大促迎来持续增长。抖音电商为今年新拓渠道，目前销售已渐入佳境，月销售额约300-400万元，提供线上渠道全新增量收入。京东渠道特点决定该平台中服饰品牌销售优势不明显，比音勒芬月均销售额约80-160万元，但该渠道具备较多契合品牌调性的优质客群，均价整体较天猫渠道略低但未来仍有成长空间。在疫情加速购物方式从线下向线上转变的背景下，公司借助数字化优势将线下会员引至线上，全方位稳固私域流量，线上渠道增长空间充足。

图66：比音勒芬天猫渠道销售额、均价情况



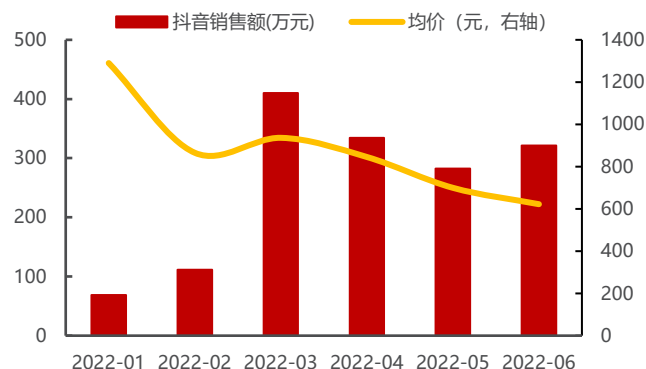
资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图67：比音勒芬京东渠道销售额、均价情况



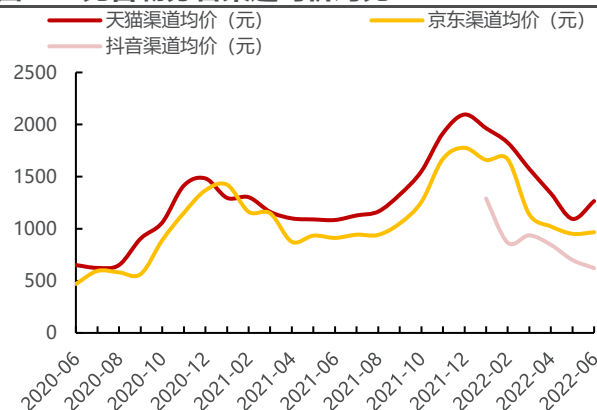
资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图68：比音勒芬抖音渠道销售额、均价情况



资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

图69：比音勒芬各渠道均价对比



资料来源：飞瓜数据、魔镜数据，民生证券研究院

3.4 品牌传播契合产品气质，锚定赛事强调专一专业，打造品牌赛事专属 IP

近年来，公司基于产品的高端定位，通过赛事传播、娱乐营销、事件推广等方式不断强化品牌力。2021 年，为深化品牌文化内核、提升品牌影响力，比音勒芬更是开启品牌“大传播时代”，开启 CCTV-1、高铁广告传播。

以专业赛事赞助巩固高尔夫专业服饰领军地位。公司自 2013 年起，为中国国家高尔夫球队官方唯一专业高尔夫服装赞助商，作为中国国家高尔夫球队合作伙伴，在 2016 年里约奥运会、2018 年雅加达亚运会以及悉尼高尔夫世界杯助力国家队征战赛场。2021 年，比音勒芬再次为国家队打造第二代五星战袍，助力冯珊珊、林希妤、吴阿顺和袁也淳四大高尔夫名将征战东京奥运会，预计 2024 年比音勒芬将在巴黎奥运会与国家队持续合作。

图70：比音勒芬助力国家队出征 2020 东京奥运会



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图71：比音勒芬《创造者的时代》热播



资料来源：公司官网，民生证券研究院

打造品牌赛事 IP。截至 2019 年，公司已连续十年与高尔夫频道联合打造由公司冠名的品牌赛事 IP——“比音勒芬”铁杆会，夯实高尔夫服饰品牌的龙头地位。此外，2020 年，公司还与郎酒·青花郎杯、中海神州半岛队际赛、翰林盃高尔夫精

英赛等诸多赛事合作, 强化高尔夫品牌形象的同时, 拉近与 VIP 客户之间的距离、加强私域客户维护。

通过央媒拔高品牌高度。2020 年, 公司携手 CCTV《大国品牌》节目, 缔造大国品牌形象, 讲述中国品牌故事。同年, CCTV-2《正点财经》深度报道比音勒芬强势复苏之路。2021 年,《创造者的时代》在 CCTV-1《大国品牌》栏目正式热播, 讲述比音勒芬传承创新、致敬时代的故事, 品牌匠心得以在大荧幕呈现。公司以“大国品牌”身份登录央视, 通过国家级权威媒体背书, 不仅拓展了新的推广路径, 品牌权威性也得到进一步提升。

质感代言人进一步明确品牌高端定位。2018 年, 公司签约影视巨星杨烁作为品牌代言人, 杨烁在知名影视剧《欢乐颂》中饰演包奕凡, 其成功、成熟男士的荧幕形象深入人心, 品牌邀请杨烁作为代言人, 强调了品牌质感与高端特性, 使得品牌目标消费者形象更加具象化——对自我形象有一定要求的成熟成功男士。

通过明星矩阵提升品牌时尚感与知名度。除聘请代言人外, 品牌先后邀请金大川、游天翼、赵磊等国际超模成为品牌大使, 强化品牌时尚调性; 并陆续与段奕宏、胡军、吴尊、刘烨、乔振宇、黄轩、刘敏涛、李治廷、蓝盈莹、杨千嬅等知名演员、当红明星合作街拍, 进一步增强品牌知名度和影响力。

图72：比音勒芬品牌代言人杨烁；品牌大使金大川、游天翼；品牌街拍合作段奕宏



品牌代言人杨烁



品牌大使金大川、游天翼



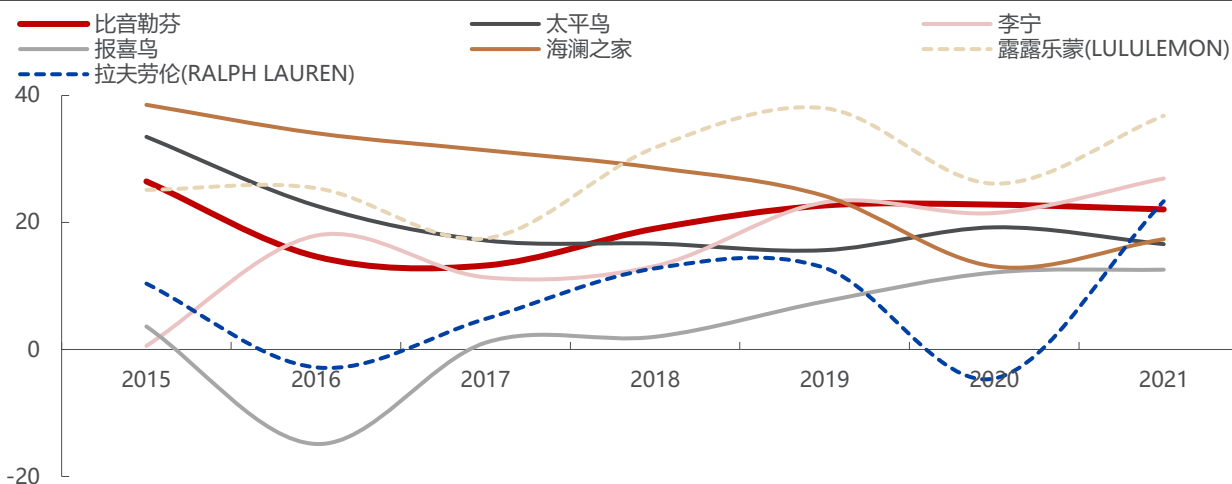
段奕宏（合作街拍）

资料来源：公司官网、公司官方微博，民生证券研究院

3.5 优异经营拉升财务表现：业绩增长有韧性，盈利能力恒稳定

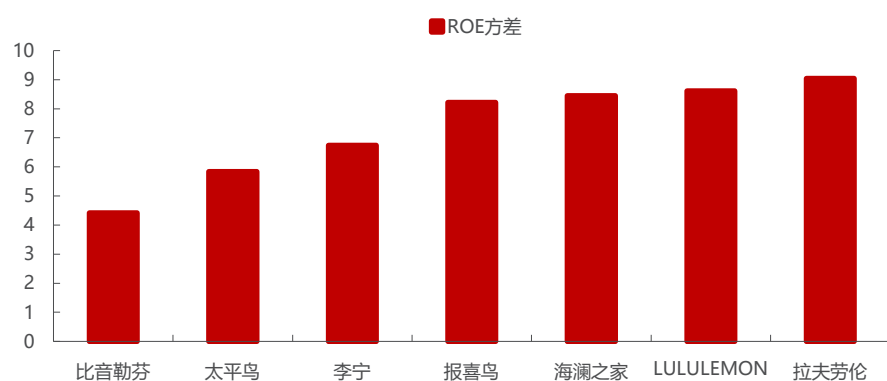
3.5.1 ROE 位于行业前列，“稳定压倒一切”

净资产收益率稳健，优于部分可比公司。对比比音勒芬与行业其他可比公司 ROE 数据, 比音勒芬 ROE 水平处于行业中上游水平, 且在行业受疫情影响较为严重的 2021 年表现优于绝大部分同业, 仅次于国际运动品牌龙头 Lululemon, ROE 保持微增趋势。

图73：可比公司 2015-2021 年净资产收益率对比


资料来源：wind，民生证券研究院

通过计算比音勒芬及行业其他可比公司 2015-2021 年 ROE 方差水平，比音勒芬 ROE 方差低于同业，可见公司盈利效率优异且具备较高稳定性。

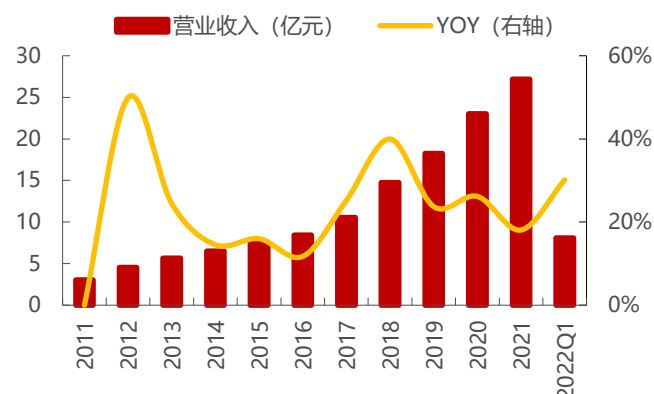
图74：可比公司 2015-2021 年净资产收益率方差情况对比


资料来源：wind，民生证券研究院

3.5.2 公司产品量价齐升，营收净利润稳定增长

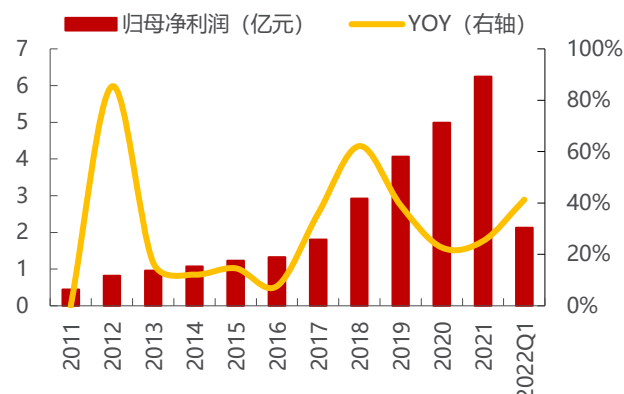
业绩稳定增长，经营韧性彰显。过去十年间（2011-2021 年），公司营业收入自 3.04 亿元增长至 27.20 亿元，10 年收入 CAGR 达 24.50%。受益于比音勒芬品牌力提升、渠道持续扩张，疫情之下收入增速稳健，2021 年公司实现营业收入 27.20 亿元/yoy+18.09%，归母净利润 6.25 亿元/yoy+25.20%；2022 年 Q1 实现营业收入 8.10 亿元/yoy+30.16%，归母净利润 2.13 亿元/yoy+41.29%，收入、业绩增长趋势不改，彰显经营韧性。

图75： 2011-2022Q1 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

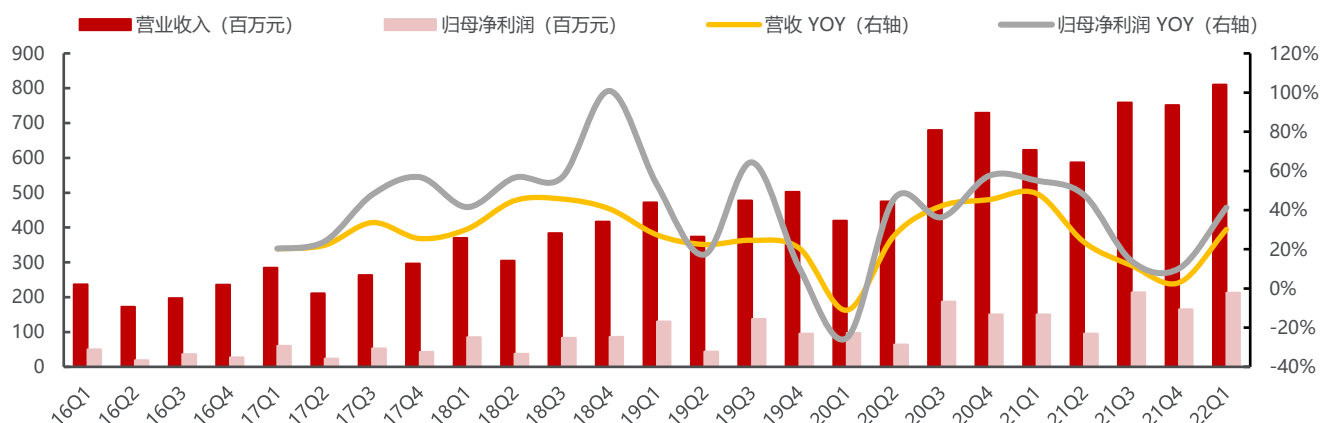
图76： 2011-2022Q1 公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

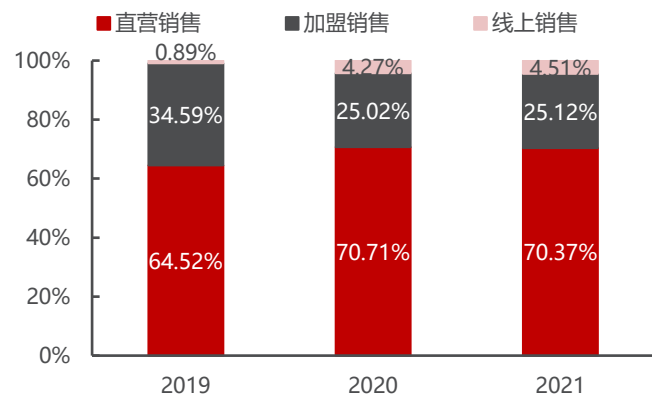
公司淡季区分明显，电商渠道拓展提供全新增长点。2016至2019年，公司收入呈现出自当年Q2至次年Q1环比提升的趋势，每年Q2为销售淡季。因2019年末至2021年中疫情影响较为严重，2020年Q1收入以及归母净利润首次同比下滑，但于Q2迅速好转，同比迅速增长。疫情影响进一步催化线上购买需求，公司于2019年开始逐步布局的电商渠道得到有力增长，大促虹吸效应使每年Q3-Q4销售旺季属性进一步加强，成为公司销售增长重要动力。

图77： 比音勒芬线分季度营收、归母净利润情况

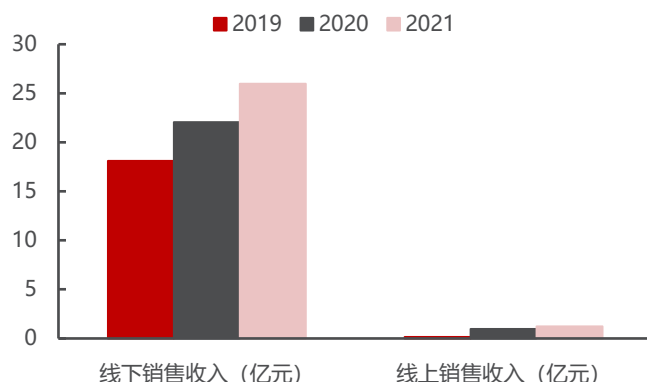


资料来源：公司公告，民生证券研究院

线下渠道为主要收入来源，线上收入占比仍有提升空间 2021年公司线下/线上分别实现收入26.0/1.2亿元、分别同比增长17.8%/24.8%，收入占比分别95.5%（其中直营/加盟占比分别70.4%/25.1%）/4.5%，线上渠道占比仍有提升空间，线下渠道为公司主要收入来源。

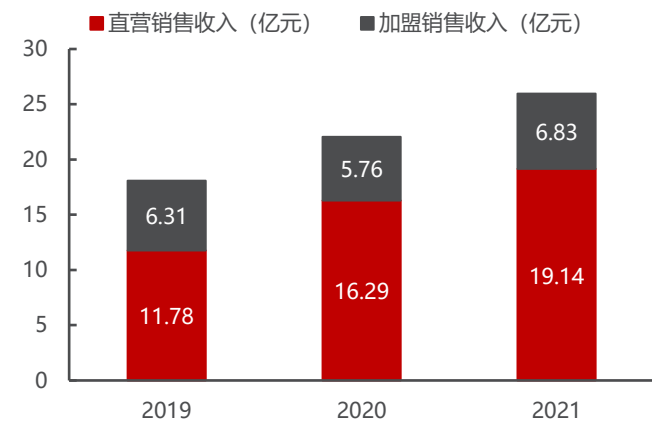
图78：2021 年比音勒芬各渠道收入占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

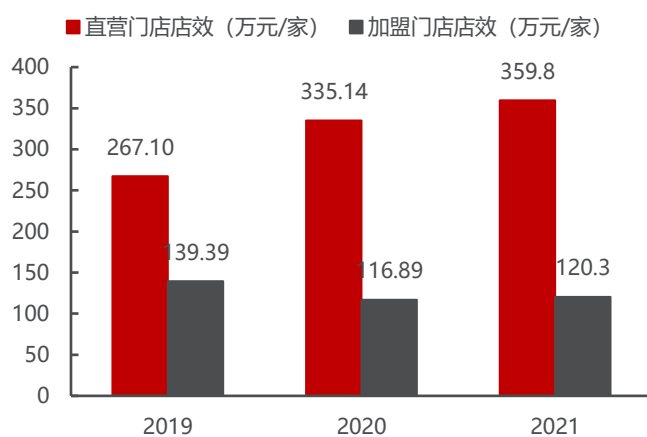
图79：公司线上线下渠道收入情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

直营渠道优化重提效，加盟渠道扩张提规模。2021 年公司直营渠道净拓店 46 家，收入同增 17.5%至 19.1 亿元，单店年店效同增 7.4%达 359.8 万元，随低效直营门店调整闭店，公司直营渠道盈利水平有望继续向好。2021 年公司加盟渠道净拓店 75 家，收入同增 18.6%至 6.8 亿元，单店年店效同比增 2.9%至 120.3 万元，但尚未恢复 2019 年水平，仍有提升空间。

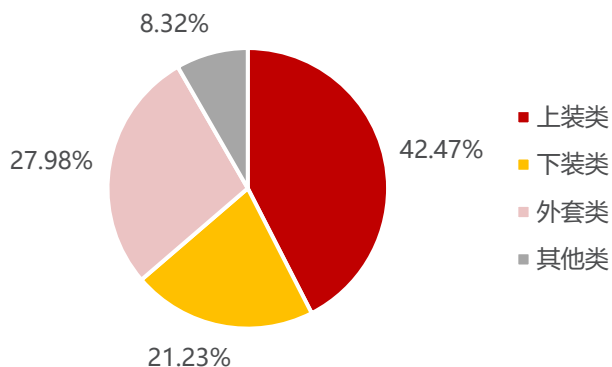
图80：公司直营、加盟渠道收入情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

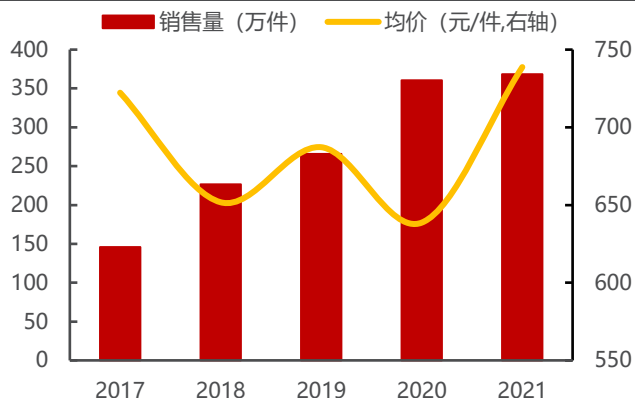
图81：公司直营、加盟单店店效


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司产品量价齐升，上装贡献主要收入。公司始终坚持品质追求，注重运用新技术、新工艺和高科技面料，融合运动、休闲以及时尚元素，为消费者提供时尚、新颖、优质的服装。2021 年公司上衣/外套/下装/其他产品营业收入分别占比 42.5%/28.0%/21.2%/8.3%，其中收入贡献主要收入。拆分量价来看，公司产品销量自 2017 年起持续提升，2021 年销量微增 2%至 368 万件；均价基本在 630-740 元区间内波动，2021 年均价大幅增长 16%至 739 元/件。

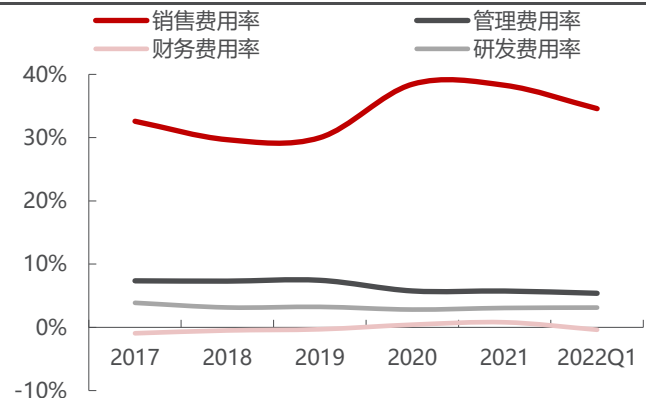
图82： 2021 年比音勒芬各产品收入占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

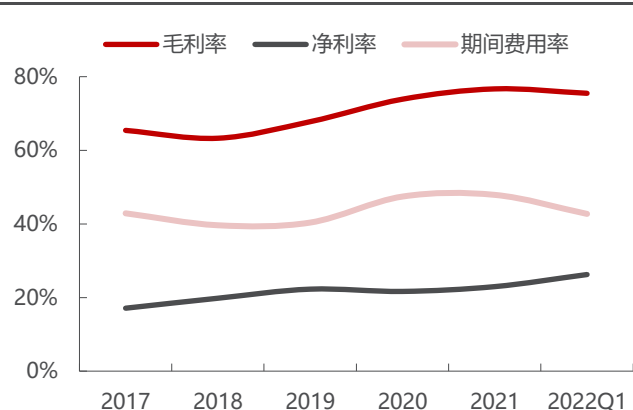
图83： 比音勒芬产品均价趋势


资料来源：公司公告，民生证券研究院

费用控制稳健，盈利能力行业领先。2017 年以来公司销售费用率基本稳定在约 30% 水平，2020 年由于执行新收入准则，商场提成费用分类计入销售费用，叠加电商渠道投入随业绩增长，销售费用率同比+8.44pct（2020 年毛利率同比+6.11pct）。2021 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 38.27%/5.75%/0.80%/3.07%，同比分别-0.16/-0.01/+0.38/+0.25pct，费率水平基本保持稳定。2021 年毛利率为 76.69%、同比+2.80pct，呈现持续提升趋势，其中，直营/加盟/线上渠道毛利率分别为 81.11%/68.90%/50.93%，分别同增 2.85/1.21/13.34pct；2021 年净利率 22.96%、同增 1.31pct。对比同业，公司毛利率、净利率稳健提升趋势较同业更为明显，毛利率水平持续处于高位、2021 年净利率表现超其他同业。

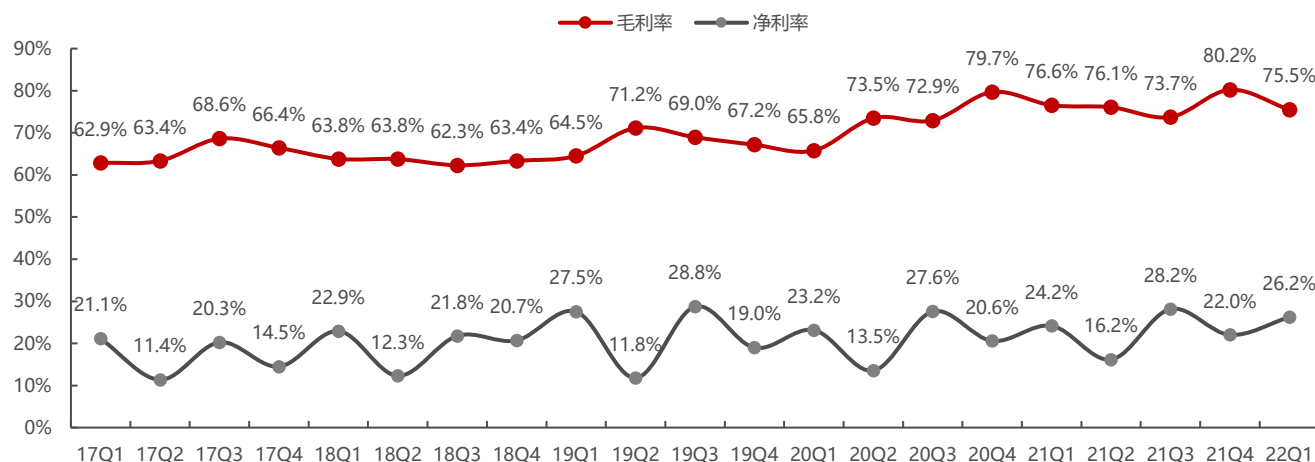
图84： 公司费用率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图85： 公司毛利率、净利率、期间费用率情况


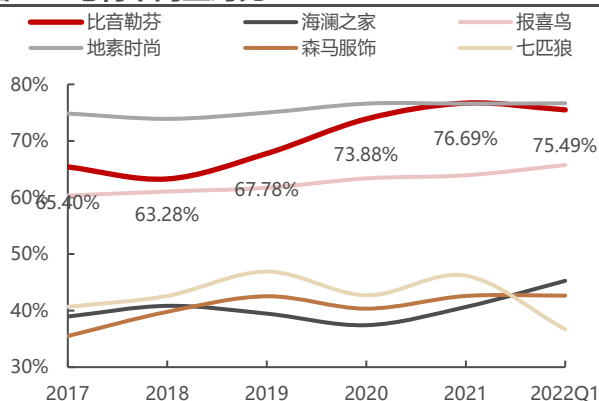
资料来源：wind，民生证券研究院

图86：2017-2022Q1 公司分季度毛利率、净利率情况



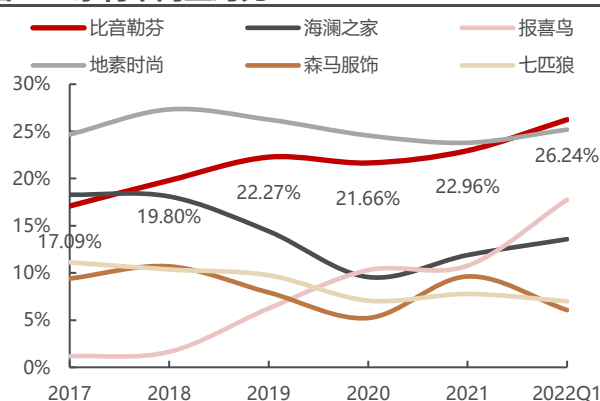
资料来源：wind，民生证券研究院

图87：毛利率同业对比



资料来源：wind，民生证券研究院

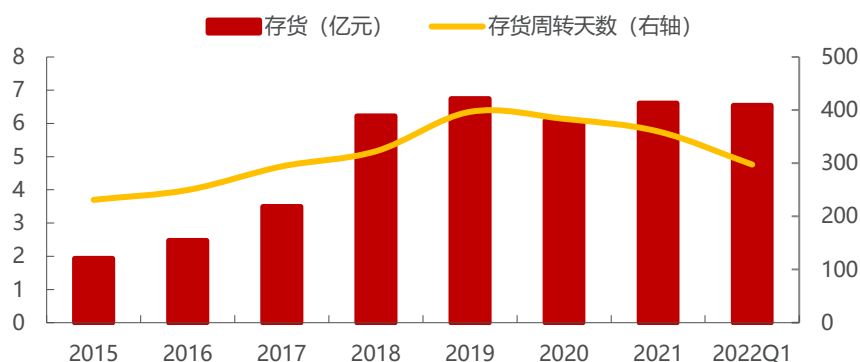
图88：净利率同业对比



资料来源：wind，民生证券研究院

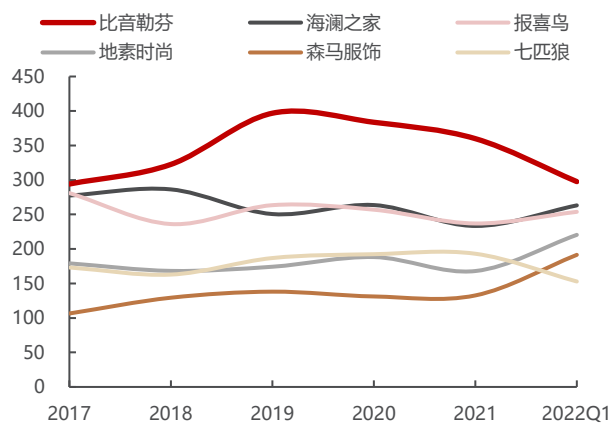
存货管控优秀，营运能力增强。对比同业，公司存货管理水平仍有提升空间，考虑部分源于为保持品牌高端性定位，较少进行大幅促销打折，从而导致存货周转稍慢，目前公司主要通过自营奥莱店以消化库存，一定程度上影响存货周转天数表现，奥莱渠道折扣维持 4-6 折，保证盈利空间，该渠道对于库龄位于 1-2 年内的存货具备较强消化能力，缓冲在经济不确定环境下，渠道扩张可能带来的库存压力，从库龄结构来看，2021 年库龄 2 年以下的存货占比 82.3%，同比+4.8pct。

图89：公司存货以及存货周转天数情况



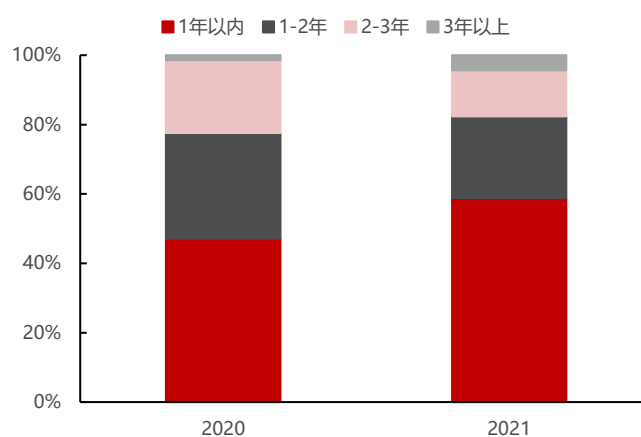
资料来源：wind，民生证券研究院

图90：存货周转天数同业对比



资料来源：wind，民生证券研究院

图91：公司库龄结构情况



资料来源：wind，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司作为国内高端运动休闲服装品牌的优质运营商，旗下拥有比音勒芬品牌和威尼斯狂欢节品牌。目前，公司积极布局“线上+线下”渠道，以线上线下融合实现品牌可持续发展。其中，线下渠道分为直营和加盟，线上渠道则入驻天猫、京东、唯品会和抖音等平台。

线下渠道：

线下渠道采用直营+加盟结合的模式，深入各大城市核心商圈、高端百货、机场和知名高尔夫球会会所。

(1) 直营门店店效持续提升，系列独立店为转型方向。公司 2019 年以来直营店店效持续提升，2019-2021 年店效分别为 267.10/335.14/359.79 万元。随着城市社区化的发展趋势，公司继续深挖一、二线城市的高端社区以及国内知名商场、机场等高端受众较多的渠道。同时，为进一步发展细分品牌，公司合理调整门店结构，在商场、高尔夫球会会所等区域单独开设高尔夫系列独立店，提升高端人群的消费体验。

(2) 加盟门店加速下沉，深挖低线城市需求。随着三四线城市中产阶层消费水平的提升，加盟商的开店意愿增强，公司稳步拓展加盟渠道，2019-2021 年加盟门店净拓店 54/40/75 家，达 453/493/568 家，门店店效分别为 139.39/116.89/120.31 万元。考虑疫情下三四线城市门店业绩的稳定性，公司未来将坚定“渠道下沉”战略，通过“直营门店试水渠道可行性+加盟门店牵引客户长期消费”的模式，把握低线城市的高端消费市场。

线上渠道：

主动拥抱数字化新零售，携手线下提升运营效率。公司于 2018 年开始布局线上渠道，截至目前已覆盖天猫、唯品会、京东、微信小程序会员商城、抖音等平台。同时，公司通过微信号+VIP 社群营销+小程序直播等方式，将线下会员引流线上，实现 VIP 精细化管理，VIP 会员已超 70 万人。2019-2021 年，公司线上营收分别为 0.16/0.98/1.23 亿元，同比增 0.89%/4.27%/4.51%。公司打通线上线下，统一全渠道价格体系，线上渠道毛利率有望改善，且随着与各电商平台深入合作，公司将继续享受新平台红利，营收增长逐渐提速。

综上，我们做出以下假设：

直营渠道：假设公司 2022/2023/2024 年直营门店净增 55/55/47 家，达 587/642/689 家，单店店效同比增长 4.0%/6.5%/7.0%，直营渠道毛利率为 81%/83%/85%。

加盟渠道：假设公司 2022/2023/2024 年加盟门店净增 68/75/72 家，达

636/711/783 家，单店店效同比增长 2.5%/5.0%/4.0%，加盟渠道毛利率为 68.0%/70.0%/72.0%。

线上渠道：假设公司 2022/2023/2024 年线上渠道营收增速分别为 180.0%/50.0%/50.0%，达 3.43/5.15/7.72 亿元，毛利率为 54.0%/60.0%/67.0%。

综上，公司 2022/2023/2024 年营收增速分别为 22.20%/20.15%/19.30%，达 33.24/39.94/47.64 亿元，毛利率为 75.14%/77.04%/79.21%。

表9：公司收入预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2303.33	2719.99	3323.92	3993.80	4764.48
YOY	26.17%	18.09%	22.20%	20.15%	19.30%
线下渠道收入	2205.08	2597.41	2980.71	3478.98	3992.25
YOY	21.87%	17.79%	14.76%	16.72%	14.75%
收入占比	95.73%	95.49%	89.67%	87.11%	83.79%
直营渠道收入	1628.79	1914.08	2196.44	2558.39	2937.88
YOY	38.28%	17.52%	14.75%	16.48%	14.83%
收入占比	70.71%	70.37%	66.08%	64.06%	61.66%
门店数量	486	532	587	642	689
门店店效	3.35	3.60	3.74	3.99	4.26
店效 YOY	25.48%	7.35%	4.00%	6.50%	7.00%
加盟渠道收入	576.28	683.33	784.27	920.59	1054.37
YOY	-8.74%	18.58%	14.77%	17.38%	14.53%
收入占比	25.02%	25.12%	23.59%	23.05%	22.13%
门店数量	493	568	636	711	783
门店店效	1.17	1.20	1.23	1.29	1.35
店效 YOY	-16.14%	2.92%	2.50%	5.00%	4.00%
线上渠道收入	98.25	122.58	343.21	514.82	772.23
YOY	508.00%	24.76%	180.00%	50.00%	50.00%
收入占比	4.27%	4.51%	10.33%	12.89%	16.21%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

从费用端看，我们认为当前公司线上渠道正处快速发展阶段，因此将会提高渠道扩张力度和费用投入水平，因此电商服务费和广告宣传费等费用将会上升，2022/2023/2024 年销售费用率分别为 36.00%/37.50%/38.97%；加大高尔夫系列产品的研发力度，2022/2023/2024 年研发费用率达 3.23%/3.46%/3.73%；考虑公司组织架构清晰，管理效率提升，2022/2023/2024 年管理费用率为 5.61%/5.44%/5.28%；公司货币资金充足，预计 2022/2023/2024 年财务费用率为 0.04%/-0.18%/-0.39%。

表10：毛利率及各项费用率预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	67.78%	73.88%	76.69%	75.14%	77.04%	79.21%
销售费用率	29.99%	38.44%	38.27%	36.00%	37.50%	38.97%
管理费用率	7.44%	5.76%	5.75%	5.61%	5.44%	5.28%
研发费用率	3.24%	2.81%	3.07%	3.23%	3.46%	3.73%
财务费用率	-0.31%	0.42%	0.80%	0.04%	-0.18%	-0.39%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

考虑公司旗下比音勒芬品牌定位运动休闲商务，消费者主要为具备充足消费力的中产以上群体，威尼斯狂欢节品牌定位偏重休闲时尚、更加年轻化，消费者主要为青年人群，因此我们选取两类品牌公司进行对比，包括：（1）中国运动龙头品牌公司：安踏体育、李宁；（2）中国高端男女装品牌公司：欣贺股份、歌力思、地素时尚、七匹狼、太平鸟、报喜鸟。计算得可比公司 2021-2023 年港股运动品牌公司 PE 平均值分别为 31x/27x/22x；2021-2023 年 A 股中高端男女装品牌公司 PE 平均值分别为 12x/11x/9x。比音勒芬当前市值对应 2022 年归母净利润约为 15 倍 PE，考虑公司定位相对稀缺，增长确定性较强，因此公司可获得一定的估值溢价。

表11：可比公司 PE 数据

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
2020.HK	安踏体育	73.09	2.81	3.00	3.81	26	24	19
2331.HK	李宁	55.30	1.58	1.81	2.26	35	31	24
港股公司平均值						31	27	22
003016.SZ	欣贺股份	8.47	0.66	0.74	0.92	13	11	9
603808.SH	歌力思	8.76	0.82	1.05	1.21	11	8	7
603587.SH	地素时尚	13.79	1.43	1.51	1.79	10	9	8
002029.SZ	七匹狼	5.25	0.31	0.38	0.42	17	14	13
603877.SH	太平鸟	19.85	1.42	1.64	1.97	14	12	10
002154.SZ	报喜鸟	3.72	0.38	0.39	0.48	10	10	8
A 股公司平均值						12	11	9
002832.SZ	比音勒芬	21.82	1.09	1.41	1.77	20	15	12

资料来源：wind，民生证券研究院预测，股价采用 8 月 2 日收盘价，港元兑人民币汇率为 0.86

注：除比音勒芬、歌力思外，其他标的 EPS 均为 wind 一致预期

4.3 投资建议

作为高端运动生活服饰行业的领先企业，(1) 公司打造专业化、国际化的研发团队，基于“三高一新”——高品质、高品位、高科技和创新的研发理念，全面提升产品高端性、时尚性、舒适性，产品具备强大竞争力；(2) 公司通过线下渠道持续下沉打开三四线城市市场，携手线上新零售推进客群管理升级，渠道具备扩张力；(3) 公司与国家队、杨烁等当红明星的长期合作贡献稳定流量，IP 联名高效赋能，品牌具有广泛影响力。

我们预测 2022-2024 年公司营业收入分别为 33.24/39.94/47.64 亿元，同比 +22.2%/+20.2%/+19.3%；归母净利润分别为 8.05/10.09/12.59 亿元，同比 +28.8%/+25.4%/+24.8%，对应 2022-2024 年 PE 为 15X/12X/10X。公司当前业绩仍稳定增长，随着疫情缓解以及公司对品牌的持续打磨，比音勒芬品牌知名度有望持续提升，激发业绩潜能。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

5 风险提示

1) 疫情反复影响公司终端零售表现。公司近 95%的收入来自线下门店，目前全国疫情呈多点散发态势，局部地区形势较为严峻，或影响线下门店客流和业绩；

2) 加盟渠道下沉不及预期。经济增速放缓或引起三四线城市居民消费意愿大幅下降，加盟商拓店速度低于预期，公司加盟渠道出货量及收入增速将受到影响。

3) 品牌营销效果不及预期。若品牌营销及新系列推出反响不佳，可能对公司收入及盈利增长造成不利影响。

4) 原材料价格上涨。若原材料价格大幅上涨，可能导致服装产成品成本上行，压缩公司盈利空间。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2720	3324	3994	4764
营业成本	634	826	917	991
营业税金及附加	24	27	32	38
销售费用	1041	1197	1498	1857
管理费用	156	186	217	252
研发费用	83	107	138	178
EBIT	718	981	1192	1449
财务费用	22	1	-4	-14
资产减值损失	-79	-90	-80	-65
投资收益	39	40	49	59
营业利润	738	947	1186	1480
营业外收支	-5	-1	-1	-1
利润总额	733	946	1185	1479
所得税	108	141	177	220
净利润	625	805	1009	1259
归属于母公司净利润	625	805	1009	1259
EBITDA	1011	1219	1436	1698

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1083	1102	1670	2511
应收账款及票据	280	341	462	486
预付款项	67	96	94	105
存货	660	791	861	939
其他流动资产	1555	1828	1948	2093
流动资产合计	3645	4157	5035	6134
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	244	265	288	281
无形资产	120	121	122	123
非流动资产合计	1218	1170	1198	1208
资产合计	4863	5327	6232	7341
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	165	192	224	247
其他流动负债	917	990	1057	1136
流动负债合计	1082	1182	1281	1383
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	535	250	250	250
非流动负债合计	535	250	250	250
负债合计	1617	1433	1531	1633
股本	550	571	571	571
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	3246	3894	4701	5708
负债和股东权益合计	4863	5327	6232	7341

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	18.09	22.20	20.15	19.30
EBIT 增长率	26.61	36.68	21.51	21.62
净利润增长率	25.20	28.84	25.35	24.81
盈利能力 (%)				
毛利率	76.69	75.14	77.04	79.21
净利率	22.96	24.21	25.26	26.42
总资产收益率 ROA	12.84	15.11	16.18	17.15
净资产收益率 ROE	19.24	20.67	21.46	22.06
偿债能力				
流动比率	3.37	3.52	3.93	4.44
速动比率	2.70	2.77	3.19	3.68
现金比率	1.00	0.93	1.30	1.82
资产负债率 (%)	33.24	26.89	24.56	22.24
经营效率				
应收账款周转天数	37.54	37.80	42.62	37.54
存货周转天数	380.00	389.04	374.36	370.00
总资产周转率	0.56	0.62	0.64	0.65
每股指标 (元)				
每股收益	1.09	1.41	1.77	2.21
每股净资产	5.69	6.82	8.24	10.00
每股经营现金流	1.57	1.42	1.96	2.48
每股股利	0.30	0.31	0.35	0.44
估值分析				
PE	20	15	12	10
PB	3.8	3.2	2.6	2.2
EV/EBITDA	11.94	9.65	7.80	6.10
股息收益率 (%)	1.37	1.42	1.62	2.02

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	625	805	1009	1259
折旧和摊销	294	238	244	249
营运资金变动	-70	-306	-195	-125
经营活动现金流	898	812	1116	1414
资本开支	-215	-221	-273	-260
投资	0	-180	-100	-100
投资活动现金流	-184	-331	-325	-300
股权募资	0	20	0	0
债务募资	0	-285	0	0
筹资活动现金流	-225	-462	-223	-273
现金净流量	489	19	568	841

插图目录

图 1: 比音勒芬发展复盘	3
图 2: 公司近年收入、归母净利润持续增长 (单位: 亿元)	4
图 3: 公司 2021 年各渠道收入、门店数量情况 (单位: 亿元)	4
图 4: 比音勒芬股权结构 (截至 2022 年 3 月 31 日)	5
图 5: 中国运动服装市场规模迅速攀升	7
图 6: 中国运动服装市场的市场集中度稳步提升	7
图 7: 中国居民健康素养水平持续提升	8
图 8: 中国体育产业规模不断增长	8
图 9: 2021 年中国运动服饰市场中市占率 TOP1-5 品牌的市占率变动趋势	8
图 10: 2021 年中国运动服饰市场中市占率 TOP6-10 品牌市占率变动趋势	9
图 11: 运动休闲 (Athleisure) 全球搜索量自 2014 年起大幅提升 (单位: 搜索指数)	9
图 12: 国际运动品牌与设计师/奢侈品牌的联名系列	10
图 13: FILA 发展历史复盘	11
图 14: FILA 品牌 (中国) 收入情况	11
图 15: FILA (中国) 门店数及店效情况	11
图 16: FILA 门店各类城市分布情况 (数据截止 2022 年 7 月 13 日)	12
图 17: Lululemon 发展历程	13
图 18: Lululemon 营业收入情况	13
图 19: Lululemon 归母净利润及增速	13
图 20: Lululemon 各地区营业收入占比	13
图 21: Lululemon 各渠道营业收入占比	13
图 22: Lululemon 门店分布情况 (单位: 家)	14
图 23: Lululemon 毛利率、净利率情况	14
图 24: Lululemon 通过门店互动体验、举办社群聚会提高品牌认同度与归属感	14
图 25: 中国高尔夫运动市场规模	15
图 26: 高尔夫运动受众年龄分布情况	16
图 27: 高尔夫运动受众学历分布情况	16
图 28: 高尔夫运动受众年收入分布情况	16
图 29: 高尔夫为高净值人群最青睐的运动 TOP3	16
图 30: 中国高尔夫服装市场规模 (单位: 亿元)	17
图 31: 2020 年中国高尔夫服装市场综合占有率	18
图 32: 拉夫劳伦发展历程	19
图 33: 拉夫劳伦营业收入情况	20
图 34: 拉夫劳伦净利润情况	20
图 35: 拉夫劳伦营业收入分渠道占比情况	20
图 36: 拉夫劳伦毛利率、净利率情况	20
图 37: 中国居民人均可支配收入情况	21
图 38: 中国高净值人群的规模 (单位: 万人)	21
图 39: 2017-2022H1 部分高端品牌乘用车上险量 (万辆)	22
图 40: 2021 年至 2022 年 6 月部分高端品牌乘用车上险量 (万辆)	22
图 41: 奢侈品市场人群消费结构及贡献	23
图 42: 不同客群奢侈品市场增长贡献度 (单位: 千亿元)	23
图 43: 高净值人群对于高端品牌的选购原则	23
图 44: 影响重度客群复购因素的重要性排序	23
图 45: 比音勒芬、FILA、拉夫劳伦基本款产品	24
图 46: 比音勒芬部分产品情况	25
图 47: 公司推出与设计师、IP 联名系列产品	25
图 48: 运动 Logo 图案设计强化运动定位	25
图 49: 比音勒芬推出品牌老花图案“BG”，提升品牌辨识度	26
图 50: 比音勒芬“科技面料”系列	27
图 51: 比音勒芬开启“T 恤小专家”战略	27
图 52: 比音勒芬抖音渠道消费者性别分布	28
图 53: 比音勒芬抖音渠道消费者年龄分布	28
图 54: 比音勒芬抖音渠道消费者购买喜好分布情况	28

图 55:	比音勒芬抖音渠道消费者兴趣爱好分布情况	29
图 56:	消费者可绑定“专属导购”	30
图 57:	比音勒芬、威尼斯狂欢节女装产品对比	31
图 58:	威尼斯狂欢节 IP 联名系列产品	31
图 59:	公司直营、加盟门店情况	32
图 60:	公司直营、加盟门店变动情况	32
图 61:	比音勒芬高线城市门店分布情况	32
图 62:	比音勒芬城市门店分布情况	33
图 63:	比音勒芬 2020 年店均承载 GDP 情况 (2020 年对应城市 GDP/当地门店数)	33
图 64:	比音勒芬各类型门店数量占比、门店形象情况	34
图 65:	比音勒芬线上渠道布局全面	35
图 66:	比音勒芬天猫渠道销售额、均价情况	35
图 67:	比音勒芬京东渠道销售额、均价情况	35
图 68:	比音勒芬抖音渠道销售额、均价情况	36
图 69:	比音勒芬各渠道均价对比	36
图 70:	比音勒芬助力国家队出征 2020 东京奥运会	36
图 71:	比音勒芬《创造者的时代》热播	36
图 72:	比音勒芬品牌代言人杨烁; 品牌大使金大川、游天翼; 品牌街拍合作段奕宏	37
图 75:	2011-2022Q1 公司营业收入及增速	39
图 76:	2011-2022Q1 公司归母净利润及增速	39
图 77:	比音勒芬线分季度营收、归母净利润情况	39
图 78:	2021 年比音勒芬各渠道收入占比	40
图 79:	公司线上线下渠道收入情况	40
图 80:	公司直营、加盟渠道收入情况	40
图 81:	公司直营、加盟单店店效	40
图 82:	2021 年比音勒芬各产品收入占比	41
图 83:	比音勒芬产品均价趋势	41
图 84:	公司费用率情况	41
图 85:	公司毛利率、净利率、期间费用率情况	41
图 86:	2017-2022Q1 公司分季度毛利率、净利率情况	42
图 87:	毛利率同业对比	42
图 88:	净利率同业对比	42
图 89:	公司存货以及存货周转天数情况	43
图 90:	存货周转天数同业对比	43
图 91:	公司库龄结构情况	43

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司旗下自有品牌	3
表 2: 公司管理层具备丰富行业经验	5
表 3: 公司三期员工持股计划情况	6
表 4: 部分奢侈/设计师品牌与运动品牌联名系列	10
表 5: 国家持续出台高尔夫运动相关鼓励政策	17
表 6: 高尔夫服饰市场部分参与者	18
表 7: 比音勒芬合作设计师团队	26
表 8: 比音勒芬合作面料供应商	26
表 9: 公司收入预测 (单位: 百万元)	45
表 10: 毛利率及各项费用率预测	46
表 11: 可比公司 PE 数据	46
公司财务报表数据预测汇总	49

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026