

比音勒芬(002832)

新发展，新期待，高端运动系列勾勒第二增长曲线

——比音勒芬更新报告

✍️ 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
☎️ 联系人：詹陆雨 王长龙  
✉️ 邮件：mali@stocke.com.cn

报告导读

强产品力+日益成熟的品宣打法+渠道结构持续优化与扩张，有望持续兑现自身高增长曲线。22/23年强化T恤单品策略推进，与以高尔夫系列单独开店为代表的高端运动系列新发展更是值得期待。公司作为A股稀缺强成长性的优质标的，估值具备吸引力。

投资要点

□ A股高尔夫服饰第一股，十年业绩高度兑现

公司为高尔夫球领域国内市占率第一的品牌，自03年成立以来专注中高端体育休闲服饰设计研发与品牌运营，旗下品牌包含主品牌比音勒芬与CARNAVAL DE VENISE（威尼斯狂欢节）。11-21年公司营业收入/归母净利润CAGR高达25%/30%，即便是疫情影响严重的2020年/2021年净拓店数量仍达到85家/121家。2022Q1，公司收入/归母净利润同比增长30%/41%至8.10亿/2.13亿，无论是增速抑或是持续性，公司在行业中表现一枝独秀。

□ 产品端：强产品力是公司高速发展的核心基础

强产品力所带来的客户高粘性与高折扣率支撑了渠道商的高利率，因此，公司渠道高速增长的可持续的根本在于公司的产品。我们认为公司产品之所以能从服装的红海中脱颖而出，在于：1)卡位精准：以高尔夫球为起点，中长期受益体育赛道红利，高端定位保障各渠道利润率。2)消费者洞察深入：深入的消费者观察切实迎合主要客户群体即中高收入阶层男士需求，产品兼具舒适性、体面度以及适当的潮流元素融入。3)高度重视设计、面料：设计端中英意韩四国设计师组成的多元化团队，面料方面与日本伊藤忠、日本东丽、意大利康利科尼、美国戈尔等等全球一线供应商长期合作，共同助力产品概念落地。4)持续强化单品打造强消费者心智：22H2年起以高尔夫系列为代表的高端运动系列有望单独开店，SKU数量较同期翻倍增长，专业线产品功能性再提升，休闲线产品年轻化显著，加盟商订货会反响极佳，值得期待。同时，公司自22年起大力推广“T恤专家”品牌形象，持续推进以小领T为代表的常青产品，有望加速占领消费者心智。

□ 营销端：国家高尔夫球独家合作伙伴，多元化品宣持续拓展受众

公司连续16年赞助国家高尔夫球队，对高尔夫运动稀缺营销资源的长久把控已经构成了其他品牌难以逾越的护城河。专业运动资源外，公司通过代言人、明星及运动员街拍、影视资源植入、IP联名等方式持续拓展品牌知名度。在产品和品牌力加持下，比音勒芬品牌在百货渠道竞争力突出，在男装楼层销售排名稳居前列。

□ 渠道端：主品牌单店收入及店数上升空间充分

展望未来：1)单店店效仍在上行通道：即便在疫情影响之下，公司17-21年渠道拓展同时公司直营/加盟单店收入复合增速仍高达21%/12%，目前正价店终端零售店效在400-500万之间，对比lululemon等可比同业公司提升空间充分；2)渠道开店意愿强，空间仍然广阔：根据模型测算，加盟商营业利润率可达到20%+，在男装领域表现突出，公司现有门店数量1100家，较成熟男装平均2000+以上数量具备充足空间。

□ 盈利预测及估值

我们认为公司通过持续深耕运动时尚领域，打造了精准的产品定位并持续进行多元化的

评级

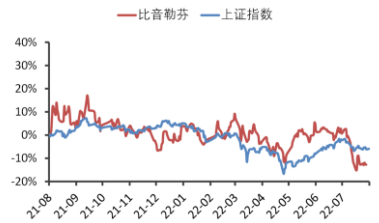
买入

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥21.82

单季度业绩

元/股

1Q/2022	0.37
4Q/2021	0.30
3Q/2021	0.39
2Q/2021	0.17



公司简介

公司主要从事自有品牌比音勒芬高尔夫服饰的研发设计、品牌推广、营销网络建设及供应链管理。

相关报告

- 《比音勒芬：持续高质量强劲增长势头，细分龙头领跑行业》2021-08-17
- 《比音勒芬：Q3 展现健康、稳健增长，运动时尚细分龙头继续领跑》2021-10-28
- 《比音勒芬：Q3 再现高质量增长，优质服装股行情的开始》2020-10-19
- 《比音勒芬：领跑高端运动时尚，业绩持续亮丽增长》2022-02-22
- 《比音勒芬：Q1 开局亮丽增长领跑，拓店加速+品类升级推动全年高增》2022-04-17

品宣投入，带动渠道质量持续提升、高速增长同时营运周转效率提升势头也非常明显，未来成长空间充分，预计公司 22~24 年归母净利润 8.13/10.26/12.46 亿，对应增速 30%/26%/21%，对应 PE 15/12/10X，看好赛道及成长性继续推荐，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

疫情反复；公司改革不及预期；行业竞争激烈导致增长不及预期；

#### 财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	2,720	3,336	4,028	4,791
(+/-)	18.1%	22.6%	20.8%	18.9%
归母净利润	625	813	1,026	1,246
(+/-)	25.2%	30.3%	26.2%	21.4%
每股收益(元)	1.13	1.43	1.80	2.18
P/E	19.9	15.3	12.1	10.0

## 正文目录

1. 上市以来业绩高度兑现，成长性一枝独秀 .....	5
2. 产品端：强产品力是公司增长的核心支撑 .....	7
2.1. 卡位优势：赛道优势得天独厚，优质 DNA 有效平滑行业周期波动 .....	7
2.2. 消费洞察：量身设计版型与设计，深入核心客群需求 .....	8
2.3. 概念落地：创始人主导设计，面料、版型、制造精益求精 .....	8
2.4. 强化单品：高端运动系列勾勒第二成长曲线，T 恤单品策略值得期待 .....	10
3. 营销端：国家高尔夫球队独家服装合作伙伴，多元化品宣持续拓展受众 .....	11
3.1. 长久把控高尔夫稀缺营销资源高筑自身护城河 .....	11
3.2. 多元化品宣持续拓展自身受众 .....	12
4. 渠道端：单店店效及门店数量均有充分提升空间 .....	13
5. 盈利预测 .....	15
6. 风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1: 公司品牌矩阵.....	5
图 2: 公司资本市场表现一览.....	6
图 3: 公司历年营业收入及增速 (百万元/%).....	6
图 4: 公司历年归母净利润及增速 (百万元/%).....	6
图 5: 为国人生活习惯与身材设计专属版型.....	8
图 6: 国际化设计团队.....	9
图 7: 公司时尚线产品已逐步形成鲜明辨识度.....	9
图 8: 22 年起, 公司针对强势品类 T 恤重点推广.....	11
图 9: 对高尔夫运动稀缺营销资源的长久把控已经构成品牌自身强护城河.....	12
图 10: 品宣资源多元化持续拓宽自身受众.....	13
表 1: 公司产品主要价格带分布.....	7
表 2: 公司面料端绑定全球顶级供应商.....	10
表 3: 公司各渠道销售表现.....	13
表 4: 国内成熟男装品牌渠道均在 2000 家以上.....	15
表 5: 比音勒芬典型门店单店模型估算.....	15
表 6: 比音勒芬盈利预测.....	16
表附录: 三大报表预测值.....	17

## 1. 上市以来业绩高度兑现，成长性一枝独秀

**A 股高尔夫服饰第一股，逐步拓展至生活、时尚及度假旅游领域。**公司成立于 2003 年 1 月，2016 年 12 月 23 日正式在深交所挂牌上市，主要从事自有品牌比音勒芬高尔夫服饰的研发设计、品牌推广、营销网络建设及供应链管理，在高尔夫球领域为国内市占率第一品牌。除专业高尔夫系列之外，公司亦积极推进生活系列、时尚系列与度假旅游系列产品，在 T 恤领域行业地位领先，连续三年（2018-2020）获市场综合占有率第一位。品牌方面，除主品牌外，公司亦储备威尼斯狂欢节为第二增长曲线。

图 1：公司品牌矩阵



定位于高尔夫运动与时尚休闲生活相结合的细分市场

高尔夫系列

生活系列

时尚系列

威尼斯狂欢节定位于度假旅游服饰蓝海市场，着力打造亲子装、情侣装以及家庭装等产品

男装

女装

童装

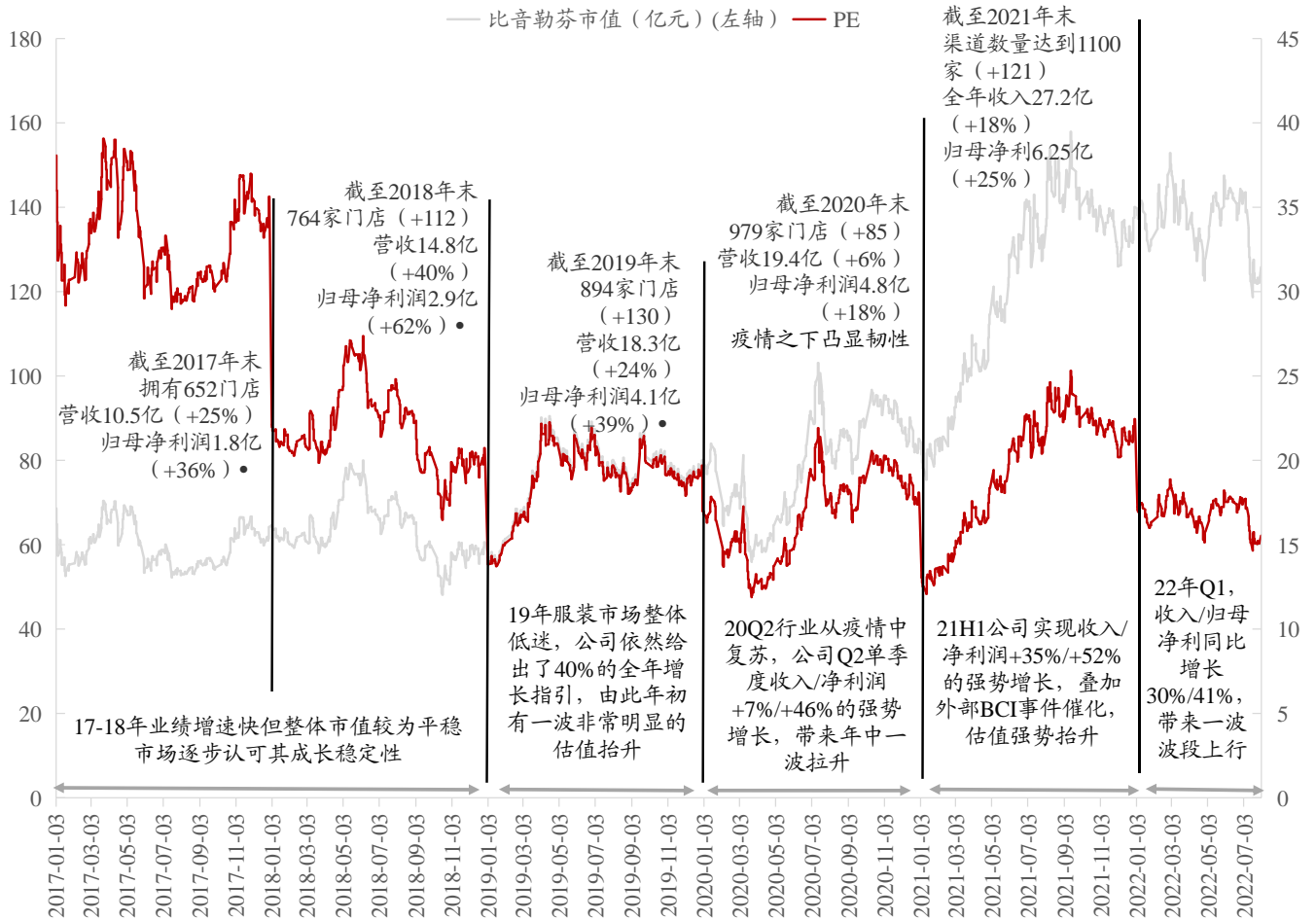
资料来源：公司官网、浙商证券研究所

**业绩持续高速兑现，成长性一枝独秀。**中国的服装产业的市场历经多年的发展，已步入成熟发展的低增速阶段。根据 Euromonitor 的数据，2021 年中国服装(包括童装、男装、女装、配饰、袜类等)市场规模达到 2.7 万亿元，CAGR 为 6%。而这当中，比音勒芬表现出强势的成长性。2011-2021 年公司营业收入（自 3.04 亿上升至 27.20 亿）CAGR~24.7%；归母净利润（自 0.44 亿上升至 6.25 亿）CAGR~30.4%，即便是疫情影响严重的 2020/2021 年净拓店数量仍达到 85/121 家。截至 2022Q1，公司收入/归母净利润同比增长 30%/41%至 8.10 亿/2.13 亿。

**复盘公司历来资本市场表现，业绩持续驱动估值抬升。**2017-2018 年，公司营收/归母净利润增速为+40%/+62%，虽业绩增速快，但整体市值表现较为平稳，市场逐步认可其成长稳定性；虽 2019 年服装市场整体表现低迷，但公司依然给出了全年 40% 业绩增长（且年末兑现）的高预期，由此年初有一波非常明显的估值抬升，PE 一度自 14X 提升至 22X。2020 年 Q2，外部疫情影响严重，公司率先复苏，单季收入/净利润增速为+7%/+46%，强势增长带来一波估值自 12X 到 22X 的修复。2021 年 H1，公司延续自身强势增长，营收/净利润增速为+35%/+52%，在外部 BCI 新疆棉事件催化

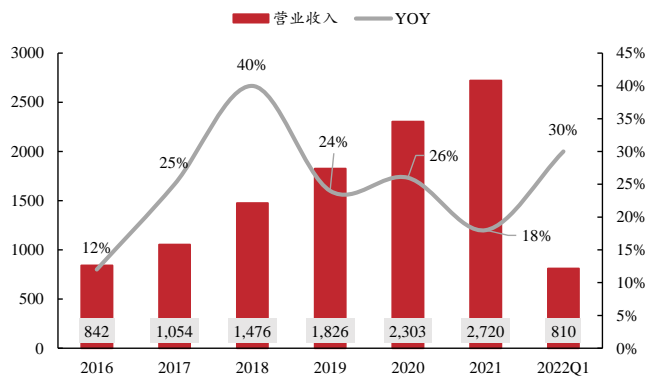
下, 估值一度提升至 26X。2022 年 Q1, 尽管外部疫情扰动, 公司收入/归母净利润同比增长 30%/41%至 8.10 亿/2.13 亿, 估值攀升至接近 20X。22Q2 以来, 伴随疫情扰动, 行业部分公司业绩发布预警, 公司受情绪影响估值小幅波动。

图 2: 公司资本市场表现一览



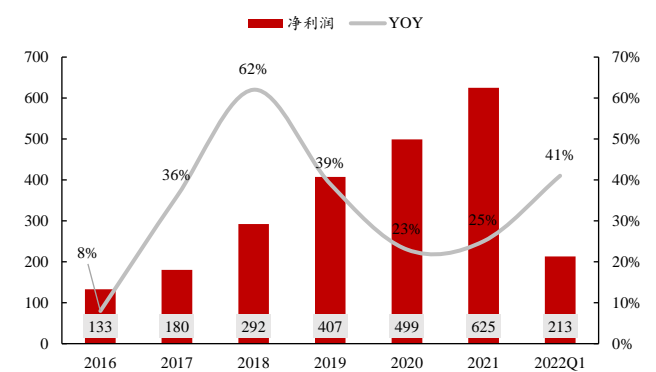
资料来源: wind、公司公告、浙商证券研究所

图 3: 公司历年营业收入及增速 (百万元/%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 4: 公司历年归母净利润及增速 (百万元/%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 2. 产品端：强产品力是公司增长的核心支撑

**我们认为公司能持续兑现高速增长的核心在于其极强的产品力。**公司产品精准卡位高尔夫球+运动时尚+中高端男装的优质赛道，精准的消费者洞察解决了核心客户的痛点，顶级的面料和国际化的设计团队保证了概念的落地。

### 2.1. 卡位优势：赛道优势得天独厚，优质 DNA 有效平滑行业周期波动

**运动基因+中高端消费+男装赛道，三大优势构筑优质底层 DNA。**公司作为国内专业高尔夫球服饰领域国内市占率第一的品牌，高尔夫球基因所带来的运动属性、中高端消费天然具有更强的韧性、男士对于品牌忠诚度与粘性较高等三大因素助力平滑了行业周期的波动性对公司业绩的影响。优质的卡位是公司的底层基因。具体而言：

**运动服饰市场空间广阔，系服装行业内增长最快速的子版块。**2013-2021年，中国运动服装行业市场规模不断扩大，CAGR 高达 12.8%，从 1347 亿元提升至 3123 亿元，为同期美国的 1/2（按照 1 美元=6.7 元人民币换算）。若考虑到中国 8 亿+城镇人口和美国 3 亿+总人口，仍有充分提升空间。2013-2020 年，中国运动鞋服人均花费呈波动上升的趋势，自 15.1 美元提升至 32.4 美元，CAGR 约 11.5%。但若对标发达国家，中国运动服饰人均花费仅为日本的 1/4、德国的 1/5、英国的 1/6、美国的 1/12；若对标全球平均水平，距全球平均水平仍有 12.3 美元的差距，行业增长远未到头。

表 1：公司产品主要价格带分布

品类	主流价格带（元）
T 恤	780~2680
衬衫	1080~3980
外套	1980~4980
裤装	980~5280
裙装	1380~2380
鞋类	1780~3680

数据来源：天猫旗舰店，京东，浙商证券研究所

**定位中高端，高净值人群消费韧性更强。**高尔夫球通常是高净值人群所钟爱的运动，参与者具有收入高、对生活品质有要求、品牌忠诚度高、价格敏感性低的特点。因此，一旦满足此类群体对于产品的核心诉求，将步入行业地位领先、定价能力优秀的良性循环。公司产品加价倍率较高，2017 年上市以来，毛利率水平逐年提升，自 65% 提升至 74%，净利率水平自 16% 提升至 25%，但库龄结构及库存周转依然健康。作为消化库存的主要渠道的奥莱店的折扣集中在 4-6 折，仍有较大的利润空间。

**男装相对女装流行趋势变化较缓慢。**公司收入约 7 成由男装贡献，男装的流行趋势相较女装变化较小，款式亦多以经典款为主，因此一定程度上亦减少了公司存货减值风险。同时，男性消费者往往具有更高的品牌忠诚度与粘性，这样的特质也一定程度上保证了奥莱渠道盈利水平、高折扣率的可行性。

## 2.2. 消费洞察：量身设计版型与设计，深入核心客群需求

**主流消费者为中高收入阶层人群，追求产品美观性与舒适性。**优秀的品牌永远离不开好的消费者洞察。比音勒芬以高尔夫球为强势的产品，所锚定的主流消费者为中高收入阶层人群，通常为 35-50 岁，收入高、对生活品质有要求、品牌忠诚度高、高价接受度。从该阶层工作及生活实用性出发，目标客群所需要的产品需要同时具备舒适性、体面度以及适当的潮流元素融入。

**针对核心人群的需求，设计专属版型、搭配优质面料，客户粘性极高。**由于设计感（色彩及花纹元素更适合公务员、企业高管等目标消费群体工作及生活场景需求）、版型（遮掩亚洲人肩窄、中年腹部易突出等特点）、面料（韩国、意大利进口，舒适度高、垂坠感强、易打理）都非常贴合目标客群需求，同时，亦根据国人的洗衣习惯（机洗居多，自然晾干，较少熨烫）进行细节设计和面料选择。比音勒芬品牌客户粘性极强（老客单次消费连带率 3 以上，70% 消费来自老客）。

图 5：为国人生活习惯与身材设计专属版型



- 使用前方后收剪裁
- 包容性强，修饰身型



- 侧面设置撞色织带
- 曲线分割，修饰腰部线条



- 高品质扁机领
- 力挺有型，不易变形



- 包边双车线工艺
- 做工平整，细致不易脱线

资料来源：天猫官方旗舰店，浙商证券研究所

## 2.3. 概念落地：创始人主导设计，面料、版型、制造精益求精

**创始人主导产品设计，多年研发经验的积累与对市场需求的把控，已摸索出一套成熟的打法。**公司创立以来设计团队一直由实控人主导，夫妻二人直接持股 43%，董事长之兄谢挺持股 3%。三位一致行动人合计直接持股 46%。谢秉政先生是暨南大学高级管理人员工商管理硕士、中国服装协会理事、广东省服装服饰行业协会副会长、广州市民营企业商会副会长，冯玲玲女士则担任公司研发中心负责人，夫妻二人根据多年来研发经验的积累与对市场需求的把控，已摸索出一套节奏合适打法。

**设计团队分工明确，国际化团队掌握前沿视野。**公司分别设立了针对面料研究、色彩研发和成衣设计的独立部门，以保证产品制造的专业性与分工明确。从初始的调研阶段对流行趋势的预测和对上期销售情况的分析，到产品构思和初始设计，到制版评审再到最后订货会的反馈修改，每个流程都有特定的部门负责以保证各个环节的把控。目前比音勒芬拥有接近 70 人的设计团队，拥有中、英、意、韩四国设计研发团队现研发创意顾问 Paul Rees 曾担任 Burberry 高尔夫设计总监，意大利艺术总监 Giuseppe Palmiero 则在 Gucci 拥有超过十年工作经验，而担任威尼斯品牌设计总监的韩国设计师李孝贞曾供职于三星、LG。

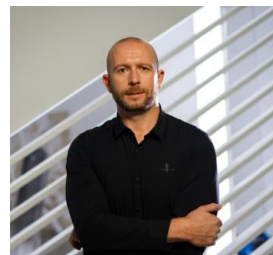
图 6：国际化设计团队



**谢秉政**  
创始人，暨南大学高级管理  
人员工商管理硕士、中国服  
装协会理事、广东省服装服  
饰行业协会副会长、广州市  
民营企业商会副会长。



**冯玲玲**  
创始人之一，深具国际视野  
的设计师，为比音勒芬提出  
了“生活高尔夫”的品牌理  
念。



**Paul Rees**  
全球产品研发中心创意顾问，曾  
在Burberry任职多年的保罗，拥  
有对时尚趋向敏锐的感知能力。

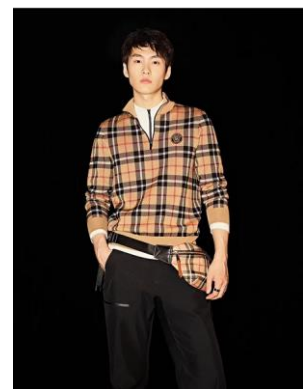


**李孝贞**  
韩国知名设计师李孝贞女士曾  
先后任职于韩国三星集团、LG  
集团。

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

具体而言，在色彩搭配方面，公司团队基于多年经验，已经在色彩的搭配、对比、明暗及深浅的对照、线条处理、细节设计等方面形成高辨识度的品牌风格，并在每一季在延续品牌风格的同时结合当季流行进行创新。在辨识度方面，公司时尚线产品已逐步形成自有的辨识性设计，如以品牌元素高尔夫球、果岭旗、BG 等元素进行重组打造的品牌老花、故宫 IP 的打造、经典条纹格系列等。

图 7：公司时尚线产品已逐步形成鲜明辨识度



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**面料端绑定全球顶级供应商，制造端精选成衣工厂，部分产品韩国加工。**高尔夫服饰本身对面料的性能有很高的要求，包括排汗、吸湿、易干性能和抗菌、环保、抗紫外线功能等。为最大化产品舒适性，公司与日本伊藤忠、日本东丽、意大利康利科尼、美国戈尔等等全球一线纤维及面料公司长期进行采购合作，并与包括北京服装学院、中国流行色协会等众多机构进行共同研发，以保证各服装品类前沿面料信息及资源的可得性。

具体而言，仅 2020 年，公司在面料端的应用突破就包括 1) Outlast (空调纤维) 面料：系通过将相变调温纤维直接混纺到织物中，可达到温度调节功能；2) Anti-Bacterial 抗菌纤维：可根据面料中和因汗液而升高或降低的 pH 值变化进行调节，从而有效清新汗液蒸发，抑制细菌的生长和繁殖；3) 活力棉系列：采用新疆优质长绒棉，同时纱线升级，织数更细，最终形成高密高支的精纺面料，触感温暖超柔，轻薄细腻

制造方面，公司服装生产都采用外包的轻资产模式，但在筛选成衣加工工时流程完善严格，后期质量检验方面也有严密把控。同时，为了追求细节的精美，虽然会增加成本，但部分产品仍交由韩国成衣厂加工，保证产品细节处理以增强品质感。

表 2：公司面料端绑定全球顶级供应商

图例	面料名称	所属公司	面料介绍	其他合作品牌
	Toray	<b>TORAY</b> Innovation by Chemistry 日本东丽集团	特力飞透气透湿防水面料具有专业级透气透湿防水性能，通过耐久淡水加工处理，多次洗涤后淡水性能良好，该面料质地柔软穿着舒适，有效减少运动时的闷热感提高运动蒸汽排出速度，保持柔软、弹性以及安全性。	 PUMA, MIZUNO, CALLAWAY
	ITOCHU	<b>ITOCHU</b> 日本伊藤忠商事株式会社	ITOCHU面料由纺织学与人体工学结合制作而成，透气性良好，穿着舒适，是一款会“呼吸”的舒适面料。	 LV, GUCCI
	CANCLINI	<b>CANCLINI</b> CREATING TOGETHER SIDE BY SIDE 意大利康科利尼纺织股份有限公司	CANCLINI 90支面料采用经过严格控制的原纱。所有的原纱都采用长纤维顶级埃及棉，这种棉既保证了面料具有更好的抗皱性和耐穿性，同时又能保证丝绒般光滑细腻的手感。同时该款面料将意大利艺术融入纱线，具有时尚感。	 HERMES, BOSS, CANALI
	LEGGIUNO	<b>LEGGIUNO</b> Distinctive shirting fabrics 意大利LEGGIUNO公司	Leggiuno面料只使用最好和最稀有的埃及和苏皮玛棉，采用典型的意大利风格进行织造，这种面料具有丝滑的光泽和轻盈的纹理，不易起皱。并且Leggiuno面料使用很少的染料，让面料尽可能接近其原始状态。	 D&G, Dior, Paul Smith
	POLARTEC	 美国Malden mills公司	全球首块摇粒绒。摇粒绒是针织面料的一种，使用大圆机编织而成，织成坯布后先经染色，再经拉毛、梳毛、剪毛、摇粒等多种后整理工艺加工处理后制作而成。摇粒蓬松密集而又不易掉毛、起球，反面拉毛疏稀匀称，绒毛短少，组织纹理清晰、蓬松、弹性好。这种面料手感柔软，在冬天具有很好的御寒效果。在同等条件下，摇粒绒的御寒性能是羊毛的2倍，棉的4倍。	 ArcTERYX Lululemon、始祖鸟
	GORE	 美国戈尔公司	具有防风、防水和透气的特点，有“世纪之布”的誉称。戈尔面料使用PTFE薄膜与织物制作而成，该薄膜的孔隙直径在水蒸气与雨水之间因而可以实现防水与透气功能，同时该薄膜表面的孔隙非常小，能够实现极佳的防风效能。	 MARMOT、始祖鸟
	OUTLAST TECHNOLOGIES GMBH	 德国Kelheim纤维公司	Outlast面料采用了美国国家航空与航天局（NASA）研究项目所开发的微胶囊相变材料“碳化氢蜡（HYDROCARBONWAX）”专利技术，通过在面料中植入成千上百万个具有能量转换功能的相变材料，就可以根据环境温度吸收和释放热量，在内衣与人体之间形成一个稳定的“小气候环境”，可以智能调温，实现冬暖夏凉的效果。	 NIKE, BOSS, Adidas

数据来源：公开资料、公司公告、浙商证券研究所

## 2.4. 强化单品：高端运动系列勾勒第二成长曲线，T恤单品策略值得期待

**T恤单品多年市占率第一，具备深厚积淀。**通过20年的探索，公司在T恤的版型、面料、工艺上已经拥有多项实用新型专利，并积累了上千万人体数据。根据中国商业联合会、中华全国商业信息中心发布的销售调查统计结果显示，公司T恤单品类产品连续三年(2018-2020)获市场综合占有率第一位。22年起，公司针对自身强势品类T恤为，以“比音勒芬T恤小专家”的SLOGAN进行重点推广，并拓宽价格带，以引流更多年轻客户体验品牌产品。

**T恤单品重点推广，线下重点投放交通枢纽，线上持续加码新零售平台。**具体而言，公司线下将持续注重交通枢纽渠道的广告投放，目前相关slogan已陆续覆盖各大高铁站与城市核心商圈。而在线上端，公司将持续加码私域流量与新零售平台的打造，精准投放目标消费客群，扩大品牌声量。通过对于大单品的强化营销，

有望持续加速公司占领消费者心智，而 T 恤单品公司本身优势显著，连带率、复购率行业领先，有望形成商业可持续正循环。

图 8：22 年起，公司针对强势品类 T 恤重点推广



资料来源：公开资料，浙商证券研究所

以高尔夫球系列为代表的高端运动产品升级，时尚度提升、SKU 更为丰富，有望 22H2 实现单独开店。作为拥有高尔夫基因的运动时尚品牌，高尔夫系列过去多以球会店/商场门店少量 SKU 陈列方式进行销售，铺货比例占比不到 10%，但 22 秋冬订货会开始，高尔夫系列在新韩国设计师主导下产品时尚度提升、配色更为多元、SKU 更为丰富，数量实现翻倍式增长，订货会反响极好。除加盟商订货外，公司计划从 22H2 开始单独为高尔夫线开辟专业门店（直营为主），进一步提升高端人群触达。

产品专业度与时尚性并举，产品年轻化显著。具体而言，高尔夫系列将分为专业高尔夫线与时尚高尔夫线。专业高尔夫方面，公司一如既往擅长创新面料的应用，并锁定多款独家面料，在产品功能性、版型设计，抑或是 ESG 方面都力求加固自身领先地位。在休闲时尚系列中，延续比音勒芬经典产品基因，注入专属老花与条纹设计，并持续推进系列创新；同时，配色上也更为多元、大胆。高尔夫系列产品年轻化特征更为显著，价格带更为宽泛，将助力品牌加大自身受众的拓展。

### 3. 营销端：国家高尔夫球队独家服装合作伙伴，多元化品宣持续拓展受众

#### 3.1. 长久把控高尔夫稀缺营销资源高筑自身护城河

公司对高尔夫运动稀缺营销资源的长久把控已经构成了其他品牌难以逾越的护城河。公司自 13 年便成为中国国家高尔夫球队官方唯一专业高尔夫服装赞助商，打下深厚基础核心营销资源，并且在 20 年 10 月，公司签约“高球一姐”

冯珊珊为品牌代言人。在与中国国家高尔夫球队继 2013 年的八年合作之后，公司再续八年，成为国家高尔夫球队长达 16 年的唯一官方赞助商。

同时，公司作为细分行业龙头，也多次参与制定行业标准，如 2014 年的《高尔夫球包》和 2017 年的《高尔夫球服装基本技术要求》行业标准。依靠对高尔夫核心营销资源的长期绑定，比音勒芬成功地将自己的品牌 DNA 与运动紧紧相连。

图 9：对高尔夫运动稀缺营销资源的长久把控已经构成品牌自身强护城河



资料来源：公司官网，公司微信公众号，公司公告，浙商证券研究所

### 3.2. 多元化品宣持续拓展自身受众

专业运动资源外，公司通过代言人、明星及运动员街拍、影视资源植入、IP联名等方式持续拓展品牌知名度。除了高尔夫相关的专业运动资源外，比音勒芬近年持续致力通过组合拳提升品牌曝光度——2017年起聘请《欢乐颂》中扮演“小包总”的高人气演员杨烁成为品牌代言人并沿用至今，同时近年加大与明星杂志街拍的合作力度，与 2017 年热播剧《延禧攻略》中乾隆的扮演者聂远、2018 年热播剧《小欢喜》中的实力派女演员陶虹、2020 年大热综艺《乘风破浪的姐姐》中的高话题度选手蓝盈莹等艺人都有过产品街拍合作，并与高人气台球运动员、“九球天后”潘晓婷也达成服装赞助合作。

此外，公司将产品植入包括《恋爱先生》、《三十而已》等热播时装剧，2019 年开始更通过故宫联名产品系列与热门文化 IP 进行深度联动，故宫系列也成为公司目前最重要的引流产品系列。2021 年，公司二次携手 CCTV 拍摄《大国品牌》，述说中国品牌故事。同时，品牌加速跨界发展，与腾讯、青花郎等多方式进行跨界合作。

图 10：品宣资源多元化持续拓宽自身受众



资料来源：公司官网，公司微信公众号，公司公告，浙商证券研究所

#### 4. 渠道端：单店店效及门店数量均有充分提升空间

**线下销售占比 95%，以百货商超为主，渠道管理优秀。** 2021 年公司销售收入接近 95% 来源于线下渠道，其中 70% 来源于直营门店，25% 来源加盟门店。渠道选择方面，公司以百货商超为主，并逐步扩大自身购物中心比例（购物中心消费者大多年龄较低，与公司的核心定位人群匹配度并不算高，因此公司在购物中心的发力时间较晚。但是随着公司销售规模的不断提升、公司联名款等新系列的持续推出、以及电视剧的植入，公司也正在不断扩大品牌认知度，同时也在购物中心渠道不断扩大）。公司直营店铺普遍开设在一二线城市的商场、高尔夫球会馆、机场高铁站内，其他城市以设立加盟店为主。公司亦积极布局线上渠道，通过与电商平台深度合作，将线下优质 VIP 客户通过直播平台进行线上引流以提供更多的消费体验和更便捷的服务。

渠道数量方面，截至 2021 年年末，公司拥有 1100 家门店，覆盖全国 31 个地区，直营 532 家，加盟店 568 家，比例约 1:1。

**产品力与品牌力共同支撑公司单店销售水平持续提升。** 凭借着自身运动休闲风格的稀缺性以及产品和品牌力的不断提升，我们看到其在各地的百货商场同楼层中的排名一直位居前列，在众多百货商场同楼层均牢牢占据男装第一的位置。产品力支撑下的高加价倍率亦支撑了渠道的高盈利能力，帮助公司的百货渠道店铺不断获得位置上的升级，逐步获得同楼层的最佳位置。这种由销售带来的正向循环，让比音勒芬在百货渠道上与竞争对手相比也逐步获得了垄断性的优势。

表 3：公司各渠道销售表现

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>直营收入 (百万元)</b>	<b>776.06</b>	<b>1,029.51</b>	<b>1,177.90</b>	<b>1,628.79</b>	<b>1,914.08</b>
YOY		32.70%	14.41%	38.28%	17.52%
收入占比	73.60%	69.80%	65.40%	70.71%	70.37%
<b>直营门店数量 (家)</b>	<b>294</b>	<b>365</b>	<b>441</b>	<b>486</b>	<b>532</b>
YOY	7.40%	24.15%	20.82%	10.20%	9.47%
<b>加权平均单店报表收入 (万元/店)</b>	<b>173.26</b>	<b>312.45</b>	<b>292.28</b>	<b>351.41</b>	<b>376.05</b>
YOY		80.30%	-6.45%	20.23%	7.01%
<b>毛利率</b>	<b>66.59%</b>	<b>63.79%</b>	<b>71.36%</b>	<b>78.26%</b>	<b>81.11%</b>
<b>加盟收入 (百万元)</b>	<b>278.37</b>	<b>446.23</b>	<b>631.45</b>	<b>576.28</b>	<b>683.33</b>
YOY		60.30%	41.51%	-8.74%	18.58%
收入占比	26.40%	30.20%	34.60%	25.02%	25.12%
<b>加盟门店数量 (家)</b>	<b>358</b>	<b>399</b>	<b>453</b>	<b>493</b>	<b>568</b>
YOY	9.00%	11.50%	13.53%	8.83%	5.72%
<b>加权平均单店报表收入 (万元/店)</b>	<b>81.16</b>	<b>117.89</b>	<b>148.23</b>	<b>121.84</b>	<b>128.81</b>
YOY		45.30%	25.74%	-17.81%	5.72%
<b>毛利率</b>	<b>62.35%</b>	<b>62.00%</b>	<b>60.99%</b>	<b>67.69%</b>	<b>68.90%</b>
<b>电商收入 (百万元)</b>	/	/	<b>16.159</b>	<b>98.25</b>	<b>122.575</b>
收入占比	/	/	0.89%	4.27%	4.51%
YOY	/	/	/	508.01%	24.76%
<b>毛利率</b>			<b>60.42%</b>	<b>37.59%</b>	<b>50.93%</b>
<b>总收入 (百万元)</b>	<b>1,054.43</b>	<b>1,475.75</b>	<b>1,825.50</b>	<b>2,303.33</b>	<b>2,719.99</b>
YOY	25.20%	40.00%	23.70%	26.18%	18.09%
<b>门店总数 (家)</b>	<b>652</b>	<b>764</b>	<b>894</b>	<b>979</b>	<b>1100</b>
YOY	8.30%	17.20%	17.02%	9.51%	12.36%
<b>毛利率</b>	<b>65.40%</b>	<b>63.28%</b>	<b>67.78%</b>	<b>72.28%</b>	<b>76.69%</b>

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

注：加权平均单店收入中门店数量以年初年末均值计算，2020H1 同期未披露直营与加盟单项收入无法核算单店收入

从渠道增长的可持续上来说，

**单店店效仍在上行通道。**从报表平均单店收入来看，公司披露的 2020 年直营/加盟的报表平均单店收入分别达到 351/122 万元，17-21 年单店店效的复合增速分别达到 21%/12%；从终端来看，目前正价店单店零售收入在 400 万-500 万元水准。从单店店效来看，无论从客流转化、连带率、复购率来看都有提升空间，产品力和品牌力的持续提升也支撑着公司在渠道拿到更好的楼层和位置、更大的营业面积。

参考同样具备高加价倍率与运动时尚基因的行业标杆品牌 lululemon，根据 lululemon 公司年报，FY2021 年公司平均直营门店零售店效高达 515 万美金，比音勒芬单店店效上行空间依然充分。

**渠道开店意愿强，空间仍然广阔。**作为年轻品牌，比音勒芬仍处在门店积极扩张的阶段，2017/18/19/20 年门店净增分别达到 50/112/130/85 家，即使是疫情下的 2020/2021 年门店仍然呈现强势增长，21 年末门店总数达到 1100 家，全年净增有望

实现 121 家，22 年有望净增 180 家。门店快速增长的背后来自于产品和品牌力支撑下的渠道高利润，根据我们的单店模型测算，预计比音勒芬品牌经营利润率可以达到 20% 水准，在男装品牌领域非常优秀；同业比较来看，中国利郎、九牧王、七匹狼等下沉较为充分的闽派男装品牌门店数量都在 2000 家以上，比音勒芬具备充足向上空间。

**表 4：国内成熟男装品牌渠道均在 2000 家以上**

		2016	2017	2018	2019	2020
124.HK	中国利郎	2400	2410	2670	2815	2761
	YOY		0.42%	10.79%	5.43%	-1.92%
601556.SH	九牧王	2779	2633	2774	2932	2756
	YOY		-5.25%	5.36%	5.70%	-6.00%
002029.SZ	七匹狼	/	/	/	2115	1912
	YOY	/	/	/	/	-9.60%
002832.SZ	比音勒芬	601	652	764	894	979
	YOY	/	8.30%	17.20%	17.02%	9.51%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

已知公司对批发商的拿货折扣为 3.6 折，同时，公司的正价店为 9 折销售。则，若假设以 90 万提货成本进行测算，通常商超扣点往往集中于 18%-30%、人工成本占比通常为 10%。依然 2021 年年报披露数据，直营门店平均面积约 158 平。依照装修价格约每平方米 5000 元成本核算，3 年摊销，则折旧为 26.3 万元；假设规范纳税，税率 25%，预计净利润为 83 万元，净利润为 23%。

**表 5：比音勒芬典型门店单店模型估算**

项目	数额 (万元)	备注
<b>单店零售收入</b>	<b>360</b>	加盟商 3.6 折拿货，正价店 9 折销售
单店提货成本	90	
<b>毛利润</b>	<b>270</b>	
毛利率	75.0%	
租金	90	一般扣点率在 18%-30%，此处取 25%
人工	36	通常为 10%
租金折旧	26.3	依然 2021 年年报披露数据，直营门店平均面积约 158 平。依照装修价格约每平方米 5000 元成本核算，3 年摊销
水电	7.2	通常为 2%
<b>营业利润</b>	<b>111</b>	
营业利润率	30.6%	
所得税	27.6	假设规范纳税，税率 25%
<b>净利润</b>	<b>83</b>	
净利率	23.0%	

数据来源：浙商证券研究所估算

## 5. 盈利预测

我们认为公司通过持续深耕运动时尚领域,打造了精准的产品定位并持续进行多元化的品宣投入,带动渠道质量持续提升、高速增长同时营运周转效率提升势头也非常明显,未来成长空间充分,预计公司 22~24 年归母净利润 8.13/10.26/12.46 亿,对应增速 30%/26%/21%,对应 PE 15/12/10X,看好赛道及成长性继续推荐,维持“买入”评级。

**表 6: 比音勒芬盈利预测**

	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>合计收入 (百万元)</b>	<b>2,303.33</b>	<b>2,719.99</b>	<b>3,336.01</b>	<b>4,028.34</b>	<b>4,791.13</b>
YOY	26.17%	18.09%	22.65%	20.75%	18.94%
门店数量	979	1,100	1,280	1,460	1,640
毛利率	73.88%	76.69%	75.33%	75.85%	75.64%
<b>其中: 直营渠道收入</b>	<b>1,628.79</b>	<b>1,914.08</b>	<b>2,323.07</b>	<b>2,780.37</b>	<b>3,277.60</b>
YOY	508.01%	24.76%	25.00%	30.00%	30.00%
占比	37.59%	50.93%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>门店数量</b>	<b>463.5</b>	<b>509</b>	<b>572</b>	<b>652</b>	<b>732</b>
估算报表单店收入 (万元)	351.41	376.05	406.13	426.44	447.76
YOY	20.23%	7.01%	8.00%	5.00%	5.00%
毛利率	78.26%	81.11%	80.00%	81.00%	81.00%
<b>加盟渠道收入</b>	<b>576.28</b>	<b>683.33</b>	<b>859.73</b>	<b>1048.78</b>	<b>1254.59</b>
YOY	-8.74%	18.58%	25.81%	21.99%	19.62%
<b>门店数量</b>	<b>493</b>	<b>568</b>	<b>668</b>	<b>768</b>	<b>868</b>
估算报表单店出货 (万元)	121.84	128.81	139.11	146.07	153.37
YOY	-17.81%	5.72%	8.00%	5.00%	5.00%
毛利率	67.69%	68.90%	69.00%	69.00%	69.00%
<b>归母净利润 (百万元)</b>	<b>498.82</b>	<b>624.54</b>	<b>813.47</b>	<b>1026.37</b>	<b>1245.94</b>
同比 (%)	22.68%	25.20%	30.25%	26.17%	21.39%
P/E (倍)	25	20	15	12	10

数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所估算

## 6. 风险提示

- 1、疫情反复, 导致终端整体消费趋势不及预期;
- 2、公司改革不及预期, 导致产品销售出现波动;
- 3、行业竞争激烈导致增长不及预期;

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>3,645</b>	<b>4,059</b>	<b>5,247</b>	<b>6,299</b>
现金	1,083	1,469	2,409	3,145
交易性金融资产	635	0	0	0
应收账款	280	387	418	540
其它应收款	90	93	113	142
预付账款	67	98	97	136
存货	660	712	910	1,035
其他	831	1,300	1,300	1,300
<b>非流动资产</b>	<b>1,218</b>	<b>1,155</b>	<b>796</b>	<b>806</b>
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	244	291	285	276
无形资产	120	129	122	114
在建工程	148	50	50	50
其他	706	684	340	366
<b>资产总计</b>	<b>4,863</b>	<b>5,213</b>	<b>6,044</b>	<b>7,105</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,082</b>	<b>1,095</b>	<b>1,184</b>	<b>1,358</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	127	178	184	248
预收账款	146	187	216	264
其他	809	729	784	846
<b>非流动负债</b>	<b>535</b>	<b>249</b>	<b>249</b>	<b>249</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	535	249	249	249
<b>负债合计</b>	<b>1,617</b>	<b>1,344</b>	<b>1,433</b>	<b>1,607</b>
少数股东权益	1	0	0	0
归属母公司股东权益	3,245	3,869	4,611	5,498
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,863</b>	<b>5,213</b>	<b>6,044</b>	<b>7,105</b>

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>898</b>	<b>928</b>	<b>1048</b>	<b>1302</b>
净利润	625	813	1026	1246
折旧摊销	106	58	90	93
财务费用	40	9	2	(6)
投资损失	(39)	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	(70)	11	(160)	(141)
其它	237	62	114	135
<b>投资活动现金流</b>	<b>(184)</b>	<b>(370)</b>	<b>179</b>	<b>(213)</b>
资本支出	216	148	22	25
长期投资	0	0	0	1
其他	(32)	222	(202)	188
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(225)</b>	<b>(172)</b>	<b>(287)</b>	<b>(353)</b>
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(225)	(172)	(287)	(353)
<b>现金净增加额</b>	<b>489</b>	<b>386</b>	<b>940</b>	<b>736</b>

资料来源: 浙商证券研究所

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2,720</b>	<b>3,336</b>	<b>4,028</b>	<b>4,791</b>
营业成本	634	823	973	1,167
营业税金及附加	24	30	36	43
营业费用	1,041	1,259	1,489	1,738
管理费用	156	190	226	268
研发费用	83	110	133	158
财务费用	22	9	2	(6)
资产减值损失	79	89	115	135
公允价值变动损益	3	0	0	0
投资净收益	39	25	25	25
其他经营收益	15	15	15	15
<b>营业利润</b>	<b>738</b>	<b>961</b>	<b>1,212</b>	<b>1,470</b>
营业外收支	(5)	(4)	(4)	(4)
<b>利润总额</b>	<b>733</b>	<b>957</b>	<b>1,207</b>	<b>1,466</b>
所得税	108	144	181	220
<b>净利润</b>	<b>625</b>	<b>813</b>	<b>1,026</b>	<b>1,246</b>
少数股东损益	(0)	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>625</b>	<b>813</b>	<b>1,026</b>	<b>1,246</b>
EBITDA	922	1,059	1,364	1,643
EPS (最新摊薄)	1.13	1.43	1.80	2.18

<b>主要财务比率</b>				
	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	18.1%	22.6%	20.8%	18.9%
营业利润	26.8%	30.3%	26.0%	21.3%
归属母公司净利润	25.2%	30.3%	26.2%	21.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	76.7%	75.3%	75.8%	75.6%
净利率	23.0%	24.4%	25.5%	26.0%
ROE	22.1%	22.9%	24.2%	24.7%
ROIC	23.3%	23.4%	24.7%	25.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	33.2%	25.8%	23.7%	22.6%
净负债比率	49.8%	34.7%	31.1%	29.2%
流动比率	3.4	3.7	4.4	4.6
速动比率	2.7	3.0	3.6	3.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收帐款周转率	9.4	10.0	10.0	10.0
应付帐款周转率	4.2	4.3	4.3	4.3
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.13	1.43	1.80	2.18
每股经营现金	1.63	1.63	1.84	0.00
每股净资产	5.90	6.78	8.08	9.63
<b>估值比率</b>				
P/E	19.9	15.3	12.1	10.0
P/B	3.8	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	9.6	7.9	5.3	3.7

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：深圳市福田区广电金融中心 33 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>