

高级运动休闲服饰龙头，高尔夫品类重塑第二增长曲线

核心观点

- **比音勒芬为国内高级运动休闲服饰龙头。**比音勒芬品牌以高尔夫运动为核心，专注于高端运动休闲服饰的研发设计、品牌推广、营销网络建设及供应链管理。根据全国大型零售企业商品销售调查统计结果显示，比音勒芬高尔夫服装连续五年（2017-2021）综合市场占有率第一位，比音勒芬T恤连续五年取得“同类产品综合占有率第一”。公司于2003年在广州正式成立，2016年底在深交所成功上市。
- **我们认为公司品牌成功的关键因素包括：1）运动时尚赛道的高景气是比音成功的重要基础。**根据前瞻产业研究院数据，2021年国内运动服饰市场规模为3,718亿元，其中2013-2019和2019-2021年复合增速分别为15.5%和7.8%，均大幅高于服饰行业平均增速。另一方面在运动服饰领域运动时尚蔚然成风，以Lululemon、FILA和中国李宁等为代表的品牌呈现出相对行业更好的成长性。**2）卡位中高端目标人群痛点，是近年来业绩持续快速增长的根本原因。**在发展初期，公司利用高尔夫品类作为切入点，成功抓住目标客群，之后围绕高尔夫先后推出了生活、时尚品类和故宫联名系列，不断延伸品牌内涵和扩展消费场景，大获成功。我们认为品牌让核心客群保持较高粘性的原因包括：a、通过强调面料、版型和设计带来的“高级感”和附加值，锁定忠实用户；b、VIP运营增强目标客群体验；c、线下渠道更为下沉，满足低线城市中高端人群需求。
- **重新发力高尔夫品类，深挖高级运动时尚赛道，打造第二增长曲线。**我们认为随着国民消费的升级、行业的变迁和品牌的成熟，公司高尔夫品类已具备独立开店的基础，此举既能进一步提升高端人群触达，也将成为未来门店和规模扩张的新增长。具体来看：**1）高尔夫行业已进入发展新阶段：**2017年，国内高尔夫行业整治完成，行业逐步走向大众化、年轻化，众多运动时尚品牌例如露露柠檬、迪桑特等也在积极拓展高尔夫品类，赛道景气度提升。**2）公司在高尔夫领域的龙头地位稳固，**为独立开店奠定良好基础。公司在国内率先提出“生活高尔夫”理念，并且通过赞助专业赛事、针对性的品牌投放的手段夯实行业地位。**3）公司紧跟国潮机遇，以高尔夫为抓手深挖高级运动时尚赛道，**进一步提升品牌势能，并获得更大的发展空间。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司2022-2024年每股收益为1.40、1.74、2.13元，参照可比公司平均估值，给予公司2022年22倍PE，对应目标价30.89元，首次给予“买入”评级！

风险提示： 存货减值风险，经济减速，疫情反复，时尚潮流的快速变化

公司主要财务信

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,303	2,720	3,269	3,925	4,687
同比增长(%)	26.2%	18.1%	20.2%	20.1%	19.4%
营业利润(百万元)	582	738	945	1,170	1,430
同比增长(%)	23.1%	26.8%	28.1%	23.8%	22.3%
归属母公司净利润(百万元)	499	625	801	993	1,215
同比增长(%)	22.7%	25.2%	28.3%	23.9%	22.4%
每股收益(元)	0.87	1.09	1.40	1.74	2.13
毛利率(%)	73.9%	76.7%	75.5%	75.8%	76.3%
净利率(%)	21.7%	23.0%	24.5%	25.3%	25.9%
净资产收益率(%)	22.8%	22.1%	22.6%	23.9%	25.3%
市盈率	26.2	20.9	16.3	13.2	10.8
市净率	5.4	4.0	3.4	2.9	2.5

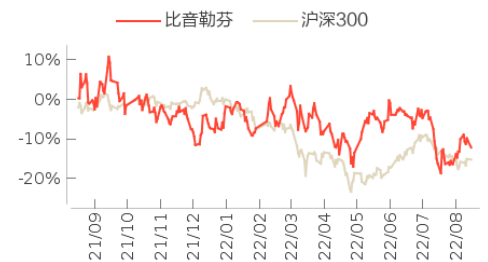
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入（首次）

股价（2022年08月15日）	22.47元
目标价格	30.89元
52周最高价/最低价	29.34/20.3元
总股本/流通A股（万股）	57,071/38,942
A股市值（百万元）	12,824
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2022年08月16日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.56	4.76	-9.03	-13
相对表现	-3.54	6.03	-9.74	11.06
沪深300	-0.02	-1.27	0.71	-24.06



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
赵越峰	021-63325888*7507 zhaoyuefeng@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860513060001 香港证监会牌照：BPU173
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006

联系人

杨妍	yangyan3@orientsec.com.cn
----	---------------------------

目录

公司概况：国内高级运动休闲服饰龙头	5
品牌成功的关键因素分析	8
1、运动时尚赛道的高景气是比音成功的重要基础	8
2、卡位中高端目标人群痛点，是业绩持续快速增长的根本原因	10
重新发力高尔夫品类，打造第二增长曲线	15
1、高尔夫行业发展进入新阶段	16
2、公司在国内高尔夫领域龙头地位稳固，为独立开店奠定良好基础	17
3、紧跟国潮机遇，以高尔夫为抓手深挖高级运动时尚赛道	18
2020 年后库存状况边际改善	20
盈利预测与投资建议	22
盈利预测	22
投资建议	22
风险提示	23

图表目录

图 1: 公司营业收入及增速 (百万元)	5
图 2: 公司归母净利润及增速 (百万元)	5
图 3: 公司毛利率变化	6
图 4: 公司归母净利率变化	6
图 5: 公司渠道结构占比变化 (按销售收入)	6
图 6: 公司分渠道毛利率变化	6
图 7: 公司线下门店稳步增长	6
图 8: 比音勒芬股权结构图 (截至 2021 年报)	7
图 9: 中国运动服饰市场规模及增速 (十亿元)	8
图 10: 运动服饰市场规模占服饰比重	8
图 11: FILA 中国零售额快速增长 (百万元)	9
图 12: 露露柠檬中国零售额快速增长 (百万元)	9
图 13: FILA 门店数量快速增长 (家)	9
图 14: 露露柠檬大中华区门店数量快速增长 (家)	9
图 15: 高尔夫人群职业分布统计	10
图 16: 高尔夫人群个人收入占比	10
图 17: 比音勒芬分产品系列 SKU 占比 (2022 年 7 月)	11
图 18: 比音勒芬分性别 SKU 占比 (2022 年 7 月)	11
图 19: 比音勒芬分产品价格带 (2022 年 7 月, 元)	11
图 20: 比音勒芬研发费用率在 2016 年后逐步提升	13
图 21: 比音勒芬研发费用率在同行中维持高位 (2017-2021)	13
图 22: 比音在全国推行 169 场漫画师活动	14
图 23: 2020 年“以国风之名, 圆你仙侠梦”国风主题活动	14
图 24: 公司线上线下全渠道运营	15
图 25: 中国高尔夫行业市场规模 (亿元)	16
图 26: 中国高尔夫行业发展仍在初级阶段 (万人, 2017)	16
图 27: 比音勒芬 X 故宫宫廷文化联名系列	18
图 28: On Running 亚太区销售额疫情期间高速增长 (百万瑞士法郎)	20
图 29: 露露柠檬销售额疫情期间增长韧性强 (百万美元)	20
图 30: 各品牌库存周转天数比较 (2017-2021 年平均)	21
图 31: 比音勒芬直营门店数量在 2018-2019 年呈现高速增长	21
图 32: 比音勒芬存货周转天数在 2020 年后边际改善	21
图 33: 比音勒芬 2021 年库龄结构边际改善	21

表 1: 比音勒芬发展历程	5
表 2: 公司管理层背景	7
表 3: 公司第三期员工持股计划 (2021 年 1 月)	8
表 4: 服饰各细分赛道增速及集中度	8
表 5: 高尔夫相关品牌概览	10
表 6: 公司产品系列	11
表 7: 公司面料供应商介绍 (不完全统计)	12
表 8: 公司设计师团队经验丰富, 专业性强	13
表 9: 2021 年前五大直营门店收入和平效 (万元)	15
表 10: 十三五和十四五规划涉及高尔夫运动内容	16
表 11: 运动和休闲时尚服饰对高尔夫品类的扩展	17
表 12: 公司历年来代言人和品牌大使 (不完全统计)	18
表 13: 龙头在高级运动时尚领域的布局	19
表 14: 安踏旗下迪桑特、可隆等品牌分季度流水增速	20
表 15: 行业可比公司估值 (截至 2022 年 8 月 12 日)	23

公司概况：国内高级运动休闲服饰龙头

比音勒芬是国内运动休闲服饰龙头。公司以高尔夫运动为核心，专注于高端运动休闲服饰的研发设计、品牌推广、营销网络建设及供应链管理，目前旗下有比音勒芬和威尼斯狂欢节两大品牌。根据全国大型零售企业商品销售调查统计结果显示，比音勒芬高尔夫服装连续五年（2017-2021）综合市场占有率第一位，比音勒芬 T 恤连续五年取得“同类产品综合占有率第一”。

公司于 2003 年在广州正式成立，创业初期仅 35 人，2016 年底在深交所成功上市，2019 年，公司荣获“新中国 70 周年 70 品牌”的殊荣。

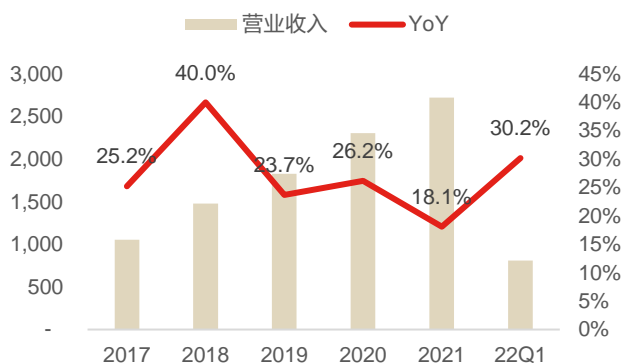
表 1：比音勒芬发展历程

年份	企业历程	简介
2003 年	比音勒芬公司成立	比音勒芬公司在广州正式成立，创业初期仅 35 人
2004 年	第一家专卖店开业	比音勒芬的第一家专卖店“南京金鹰店”于六朝古都南京诞生。作为国内定位高尔夫服饰品牌，比音勒芬以精良的设计、优质的面料迅速引起市场关注。
2013 年	牵手中国国家高尔夫球队	正式成为中国国家高尔夫球队合作伙伴，为国家队提供专业比赛及训练服装。卓越的产品性能、舒适的穿着效果，不仅让中国球员可以更轻松面对比赛；时尚的款式设计，更让他们在国际赛场上尽显中国风采。
2016 年	深交所上市	比音勒芬在深交所成功上市，股票代码：002832。同年，助力中国国家高尔夫球队首征奥运，夺取奥运会百年来的首枚高尔夫球项目奖牌，创造了新的历史。
2018 年	开启“星时代”	比音勒芬正式签约影视巨星杨烁、文艺女神江一燕作为品牌代言人，同时参与影视剧植入《恋爱先生》，开启品牌“星时代”。在 2019 年，将有田亮、陆毅等更多明星加入我们的“明星阵营”，共同创造比音勒芬更美好明天。
2019 年	荣获“新中国 70 周年 70 品牌”	由 CCTV-1《大国品牌》、中国广告协会共同举办的“新中国成立 70 周年品牌峰会”在北京国家会议中心举行，比音勒芬作为中国高尔夫服饰品牌的代表出席，并与华为、中国中车等企业共同获得“新中国成立 70 周年 70 品牌”荣誉。
2020 年	进驻中国总部大楼	2020 年 1 月 3 日，比音勒芬进驻全新总部大楼

数据来源：公司公告，公司官网，东方证券研究所

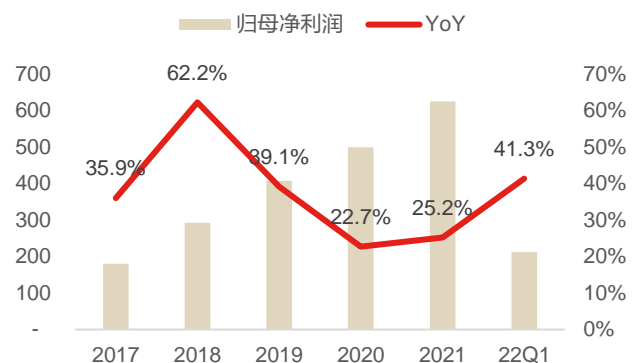
从营业收入来看，2017-2021 年收入复合增速为 26.7%，成长性十分优秀，远远超越行业平均水平。22Q1 在疫情影响下，公司仍然实现同比增长 30.2%，增长韧性强。**从净利润来看**，2017-2021 年归母净利润复合增速为 36.4%，22Q1 实现同比增长 41.3%，均高于收入增速。年度毛利率和净利率分别在 2021 年创出近年来新高，分别达到 76.7%和 23.0%，22Q1 单季度净利率进一步提升至 26.2%。

图 1：公司营业收入及增速（百万元）

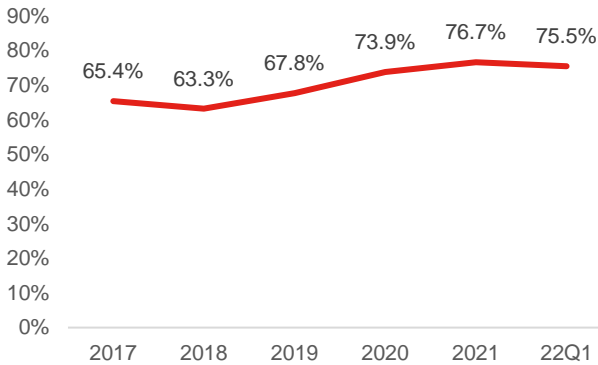


数据来源：公司公告，东方证券研究所

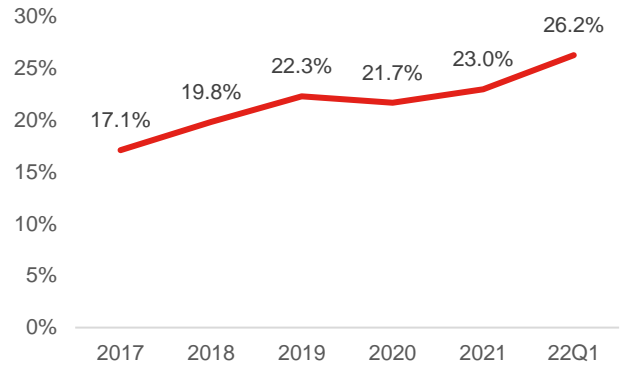
图 2：公司归母净利润及增速（百万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

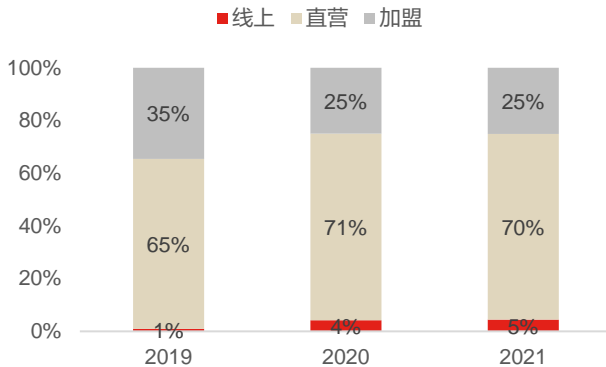
图 3：公司毛利率变化


数据来源：公司公告，东方证券研究所

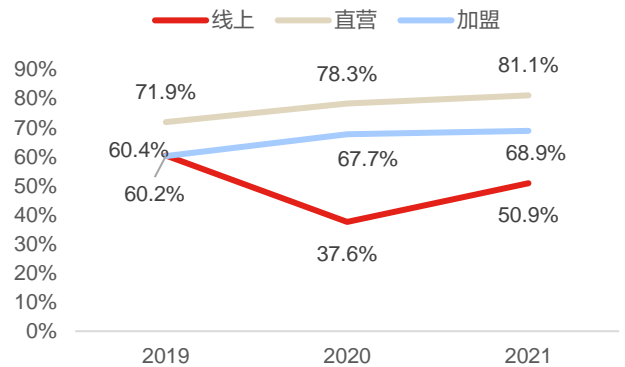
图 4：公司归母净利率变化


数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司以线下直营销售为主，加盟为辅，同时近年电商销售占比快速提升。2019-2021 年，公司线下直营渠道销售占比分别为 65%、71%和 70%，占据大头；其次是加盟渠道，三年收入占比分别为 35%、25%和 25%；电商渠道销售占比快速提升，从过年 2019 年的 1%提升至 2021 年的 5%。毛利率角度，直营和加盟渠道毛利率保持相对稳定，2021 年分别为 81.1%和 68.9%，线上渠道受制于较小的收入体量，过去三年有所波动。

图 5：公司渠道结构占比变化（按销售收入）


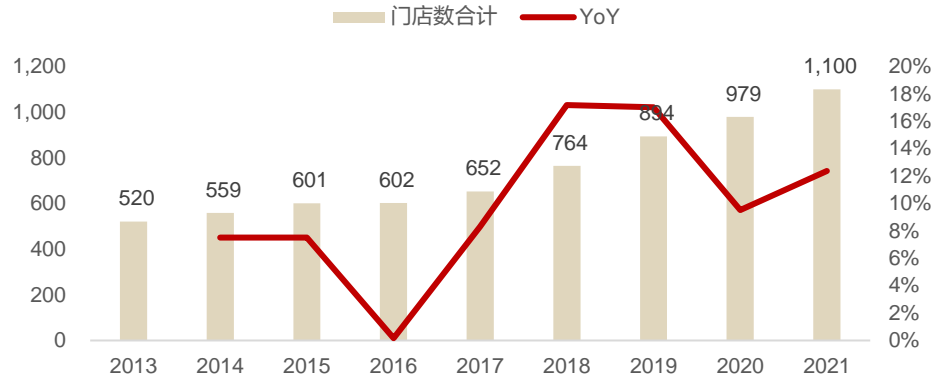
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：公司分渠道毛利率变化


数据来源：公司公告，东方证券研究所

多年来保持稳健的开店速度，同店呈现持续优良的增长态势。公司线下门店从 2013 年的 520 家增长至 2021 年的 1,100 家，复合增速为 10%，2017-2021 年后提速，复合增速为 14%。另一方面，2013-2021 年与 2017-2021 年线下营业收入复合增速分别为 21%和 25%，均大幅快于门店增长，我们推断同店平均增速也在 10%+，增长健康。

图 7：公司线下门店稳步增长

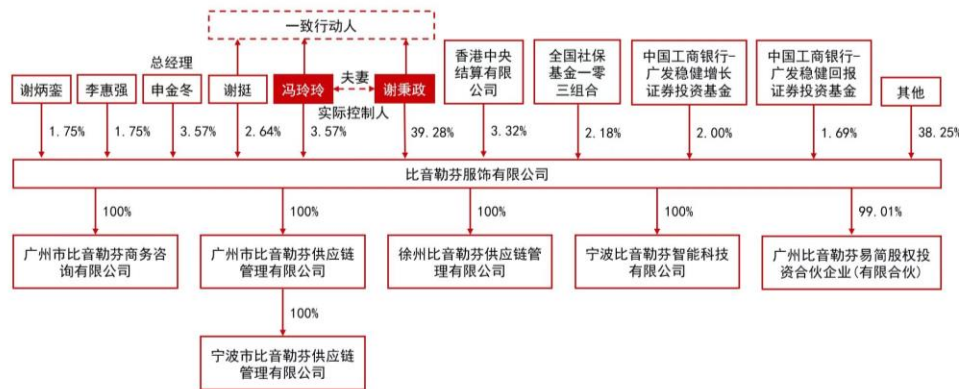


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

公司股权结构相对集中。截至 2021 年 12 月 31 日, 公司一致行动人为谢秉政、冯玲玲夫妇和谢挺 (谢秉政之兄, 在公司无任职), 分别持股 39.28%、3.57% 和 2.64%, 合计为 45.49%。2022 年 6 月 3 日, 比音勒芬发布公司股东减持股份预披露公告, 谢秉政之兄谢挺计划减持自身全部持有的本公司股份 6,678,095 股, 占本公司总股本的 1.17%。

核心管理层在公司任职时间超 10 年以上, 人员十分稳定且经验丰富。**公司通过三期员工持股调动积极性、绑定利益**, 公司分别于 2017 年 8 月、2019 年 5 月和 2021 年 1 月已经连续三次实施员工持股计划, 激励的员工数量分别为 600、900 和 1,320 人, 激励范围不断扩大。

图 8: 比音勒芬股权结构图 (截至 2021 年报)



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

表 2: 公司管理层背景

姓名	出生年份	职位	加入公司时间	简介
谢秉政	1969 年	董事长	创始人	全国纺织工业劳动模范、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; 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	1975 年	总经理	2003 年	广东省服装服饰行业协会副会长。自 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	1973 年	财务总监	2006 年	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。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

陈阳	1980年	董秘	2011年	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	1979年	副总经理	2008年	中国流行色协会常务理事。2008年起任职于公司，现任公司副总经理。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：公司第三期员工持股计划（2021年1月）

序号	姓名	职务	认购金额（万元）	占本期员工持股计划的份额
1	申金冬	董事、总经理	120	0.80%
2	唐新乔	董事、副总经理、财务总监	100	0.67%
3	陈阳	董事、副总经理、董事会秘书	68	0.45%
4	金芬林	副总经理	90	0.60%
5	史民强	监事会主席	45.5	0.30%
6	周灿灿	职工监事	60	0.40%
7	其他员工（不超过 1,314 人）		14,516.5	96.78%
		合计	15,000	100.00%

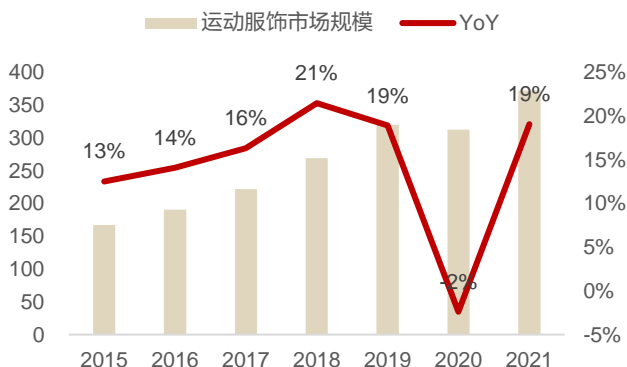
数据来源：公司公告，东方证券研究所

品牌成功的关键因素分析

1、运动时尚赛道的高景气是比音成功的重要基础

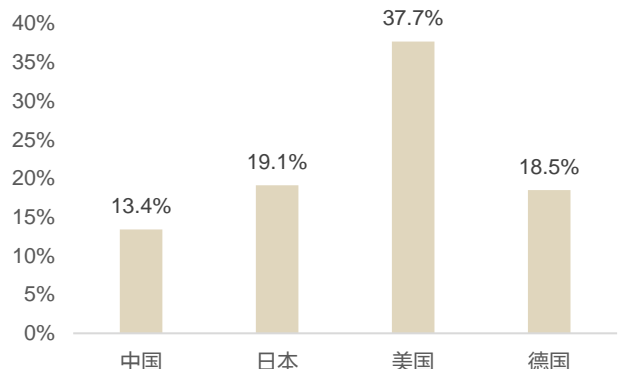
运动时尚是国内景气度最高的服饰赛道。根据前瞻产业研究院数据，2021年国内运动服饰市场规模为 3,718 亿元，其中 2013-2019 和 2019-2021 年复合增速分别为 15.5% 和 7.8%，均大幅高于服饰行业平均增速，主要受益于国内运动渗透率的提升以及运动时尚风潮的兴起，另一方面，我们也明显观察到运动服饰的快速发展对其他服饰类别有明显的替代效应。

图 9：中国运动服饰市场规模及增速（十亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 10：运动服饰市场规模占服饰比重



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 4：服饰各细分赛道增速及集中度

	2013-2019CAGR	2019-2021CAGR	2021CR5
--	---------------	---------------	---------

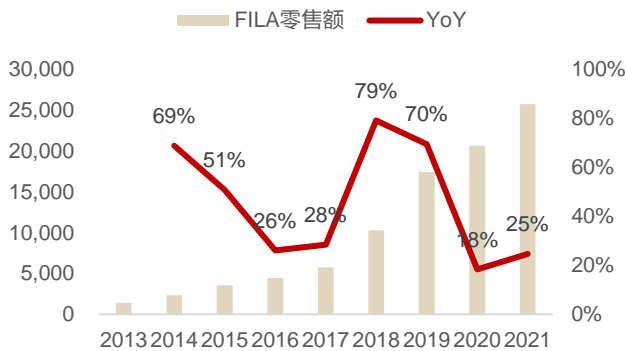
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

运动服饰	15.5%	7.8%	58.1%
男装	4.6%	1.9%	12.0%
女装	6.2%	2.3%	4.9%
童装	12.8%	3.5%	12.1%
童鞋	9.7%	8.1%	19.4%
男鞋	6.3%	6.6%	39.5%
女鞋	3.3%	6.0%	21.2%

数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

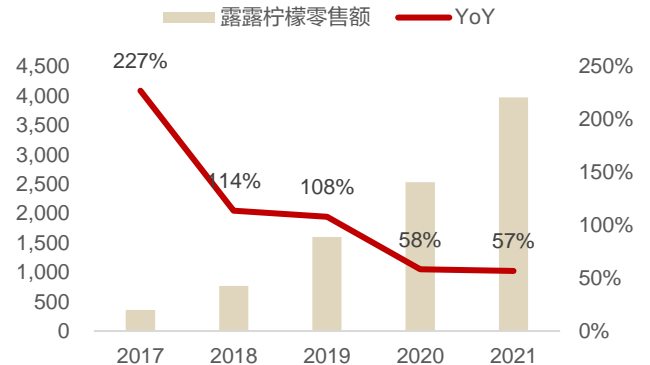
在运动服饰行业内部，近年来因为国内外运动时尚蔚然成风，相关的代表性品牌比如 Lululemon、FILA 和中国李宁等都呈现出相对行业更好的成长性。以运动时尚标杆品牌 FILA 为例，门店数量从 2013 年的 416 家快速提升至 2021 年的 2054 家，复合增速达 22%，其中 2016 年后门店净增长明显提速。露露柠檬在大中华区的门店数从 2017 年的 15 家快速增长至 2021 年的 86 家，期间零售额复合增速为 105%。中国李宁品牌在 2018 年纽约时装周亮相后也实现快速增长，截至 2021 年底门店数约为 300 家。

图 11: FILA 中国零售额快速增长 (百万元)



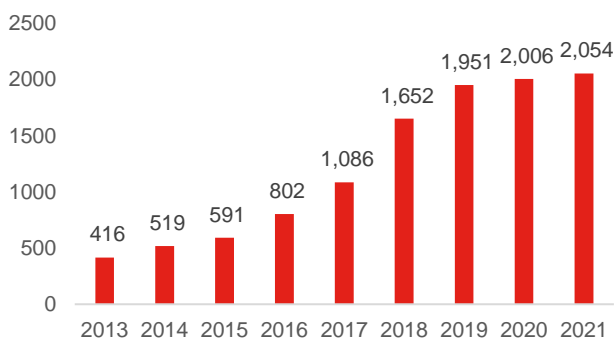
数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 12: 露露柠檬中国零售额快速增长 (百万元)



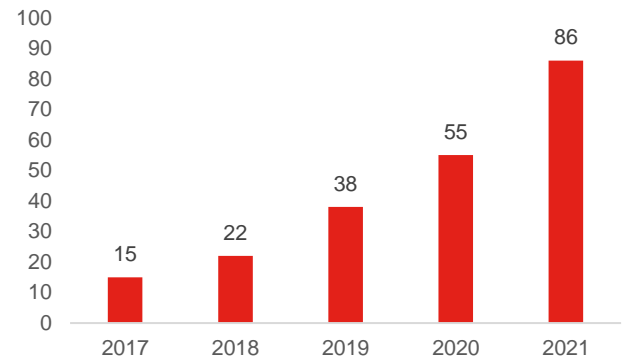
数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 13: FILA 门店数量快速增长 (家)



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 14: 露露柠檬大中华区门店数量快速增长 (家)



数据来源：公司公告，东方证券研究所

比音勒芬作为运动时尚龙头品牌，充分享受了行业红利。比音的产品定位于高尔夫运动与时尚休闲生活相结合的细分市场。在品牌发展初期，除了一些专业高尔夫服饰品牌外，国内类似定位的

品牌相对较少，公司占据了先发优势；另一方面，公司凭借以高尔夫为品牌内核的定位，也充分享受到了过去几年运动时尚风潮的增长红利。

表 5：高尔夫相关品牌概览

品类	品牌名称	国家	成立时间	介绍
专业高尔夫服饰	万星威	美国	1886 年	1997 年进入中国市场，目前由 DESCENTE 下属的上海迪桑特商业有限公司经营。
	雅狮威	美国	1987 年	以高尔夫服饰起家，创立初期业绩增长迅速，1998 年进入中国市场，2020 年被香港 YGM 贸易有限公司以 400 万美元收购。
	黄金熊	美国	1922 年	目标群体为 30-40 岁的高尔夫球爱好者，产品特点是高贵优雅，强调靓丽的色彩和合体的剪裁。2002 年进入中国市场，目前已在北 京、上海及南京等各大城市开设店铺。
	金狐狸	英国	1755 年	19 世纪 20 年代开始涉足高尔夫领域，1995 年进入中国市场。
高尔夫用品 (全品类)	泰勒梅	美国	1979 年	全球著名高尔夫球具制造商，签约球星泰格伍兹。1999 年被阿迪达斯收购。
	卡拉威	美国	1982 年	全球高尔夫球具制造商龙头
	Titleist	美国	1910 年	全球高尔夫球具制造商龙头

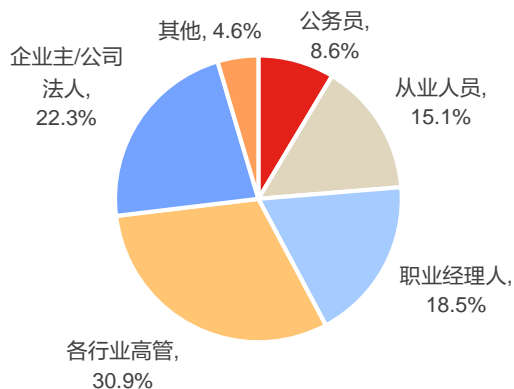
数据来源：公司官网，东方证券研究所

2、卡位中高端目标人群痛点，是业绩持续快速增长的根本原因

在发展初期，公司利用高尔夫品类作为差异化切入点，成功抓住目标客群。高尔夫运动起源于苏格兰，至今已有 500 多年的发展历史，高尔夫（GOLF）一词是由绿色（GREEN）、氧气（OXYGEN）、阳光（LIGHT）、步履（FOOT）四个英语单词的第一个字母组成，原意为“在绿地和新鲜空气中的健康生活”，是一种把享受大自然乐趣、体育锻炼和游戏集于一身的运动。从用户画像来看，高尔夫运动人群通常是高收入人群，社会地位一般较高。

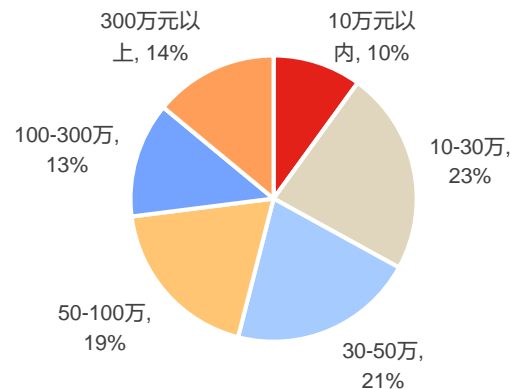
我们认为，高尔夫不仅有运动属性，更重要的是能传递品味、生活方式和文化内涵，因此，公司通过高尔夫品类切入，不仅能抓住部分打高尔夫的人群，更能够吸引认同高尔夫文化、从而在着装上倾向于高尔夫风格的消费者，根据美国 NPD 市场研究公司 2006 年针对美国女性消费者所做的一项数据统计，有 62% 的女性购买高尔夫服饰并不是专门为了去球场挥杆，而是选择在平日的休闲生活中穿着。根据公司对 2020 年 VIP 客户的调查统计，约 78% 的人表示不打高尔夫或仅仅在高尔夫练习场打过球。

图 15：高尔夫人群职业分布统计



数据来源：产业信息网，东方证券研究所

图 16：高尔夫人群个人收入占比



数据来源：朝向白皮书，东方证券研究所

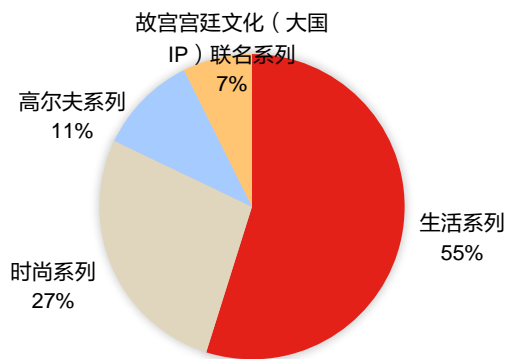
在抓住目标客群后，公司围绕高尔夫先后推出了生活、时尚品类和后期的故宫宫廷文化联名系列，不断延伸品牌内涵和扩展消费场景。2018 下半年，公司正式推出“威尼斯”品牌，前瞻布局度假旅游服饰市场。根据天猫旗舰店数据分析，比音勒芬品类中生活系列 SKU 占比达到一半以上，占比 55%，其次为时尚系列占比 27%，高尔夫系列仅占 11%。性别来看，男性 SKU 占比为 74%。从件单价来看，价格段较宽，销量最高产品中，除 POLO 衫和 T 恤为 880 元，其他品类均在 1,000 元以上。

表 6：公司产品系列

	高尔夫	生活	时尚	故宫宫廷文化联名系列
简介	采用国际领先的功能性面料，结合高尔夫运动特性进行产品设计，注重功能性和舒适度。	采用国际知名面料和辅料，采用极致工艺，利用出彩的设计，确保产品的高品质和高品质。	综合国际最潮流的元素，采用奢华面料，极致裁剪，确保产品的时尚度和品质感	将故宫宫廷文化和高尔夫的设计精华和精神韵味结合，同时用高品质工艺赋予服装更值得品味的魅力，展现民族自信
目标人群	热衷于高尔夫运动，注重运动礼仪与着装运用功能性的消费者。	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	热衷于年轻个性、轻奢的着装风格，关注自身形象和着装魅力的消费者	
图片				

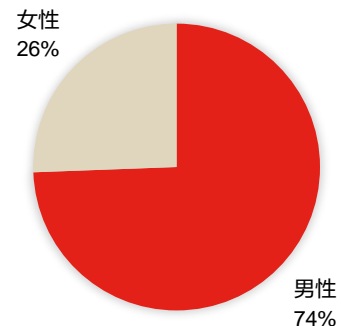
数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 17：比音勒芬分产品系列 SKU 占比（2022 年 7 月）



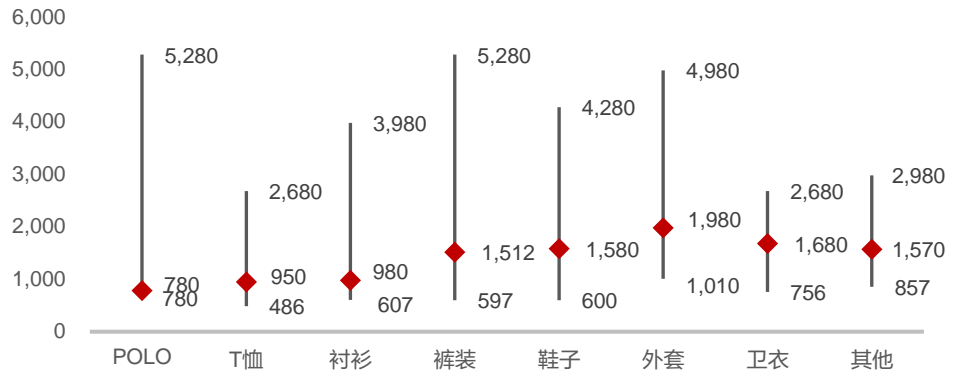
数据来源：天猫旗舰店，东方证券研究所

图 18：比音勒芬分性别 SKU 占比（2022 年 7 月）



数据来源：天猫旗舰店，东方证券研究所

图 19：比音勒芬分产品价格带（2022 年 7 月，元）



数据来源：天猫旗舰店，东方证券研究所，注：线条高低代表同类产品中的最高和最低价，红点代表销量最高产品价格

我们认为，大众定位品牌的经营更注重降本和提效，产品上力争符合大部分人群的审美和需求，而中高端品牌由于定位于特定人群，必须通过差异化战略保障客户粘性，并通过扩充消费场景驱动成长。

比音的核心消费群的标签为：二三四线城市、男性、中产、认可高尔夫文化、高收入人群或高知识分子。公司目标人群体现出对品牌较强的粘性和忠诚度，我们认为核心原因如下：

1) 通过强调面料、版型和设计带来的“高级感”和附加值，锁定忠实用户。

公司坚持以高品质、高品位、高科技和创新研发理念的“三高一新”品牌发展理念，引领精英人群的穿着文化，主要体现在以下方面：

首先，公司与全球顶级面料供应商积极合作，与传统休闲时尚品类形成显著差异化。公司的合作方包括美国 POLARTEC、美国戈尔、日本 ITOCHU、意大利 CANCLINI 公司等国际一线面料供应商，满足消费者不同场景的穿着需求。

表 7：公司面料供应商介绍（不完全统计）

供应商名称	国家	成立时间	简介	面料	主要客户
POLARTECLC	美国	1906 年	美国 PolartecLLC 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，使 POLARTECLC 相比普通抓绒更加柔软暖和，有弹性	Polartec 热力宝、Polartec 阿尔法棉等重点面料	耐克, Adidas, 始祖鸟, Supreme 等
戈尔公司	美国	1958 年	戈尔公司的 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，被美国“财富”杂志列为世界上最好的一百个美国产品之一	Gore-Tex	始祖鸟, 耐克, 波司登, Supreme, TheNorthFace 等
ITOCHU	日本	1858 年	日本 ITOCHU 是世界 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。	会呼吸的舒适面料	GUCCI,BURBERRY,迪桑特等
CANCLINI	意大利	1925 年	CANCLINI 的衬衣面料闻名于世，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。		Armani, HUGOBOSS, zegna 等
OUTLAST	美国	1990 年	由权威航空航天局 NASA 研发，从上世纪至今，仍在不断测试与概念以提高用途的效能和安全性，目前 Outlast 已有超 96 项与调温材料相关专利。	OUTLAST 空调纤维、OUTLAST 凉感布	Adidas,AdamSells,Sunwin,ASRV 等
TOYOBO 东洋纺	日本	1882 年	日本首家民间大型纺织公司，创业至今约有 130 年，在广泛领域上不断拓	黛奥兰抗菌纤维	Goldwin, 蕉内等

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

			展提供了大量技术，目前，正在通过提供薄膜、汽车用材料、环境关联材料、生物和医药等大量高机能产品，朝着“高功能产品制造商”目标前进。		
CARVICO	意大利	1962年	CARVICO 公司，意大利知名布料商，世界经纬编面料制造领域领头羊，拥有高超纺织工艺，纱线精选优质尼龙		Nike , Adidas , HugoBoss , CalvinKlein 等
EUROJERS EY	意大利	1960年	意大利针织面料供应商，主要从事经编面料的设计开发、生产制造和销售。1989年时，公司旗下最知名的专利面料 SensitiveFabrics 问世，并逐渐为泳衣、内衣及运动服饰等产品所用且衍生出各种功能性高科技面料	欧怡 SENSITIVE 面料	Celine,Prada,DG,Dior 等

数据来源：公司官网，微信公众号，东方证券研究所

其次，公司通过强专业背书，占领消费者心智。2013年2月，比音勒芬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”，共同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，开展高性能高尔夫服饰产品功能性与特殊版型研发，跟踪国际高尔夫服饰在材料、款式、加工技术等领域的的前沿动态等。此外，考虑到服饰颜色对于高尔夫运动的重要性，比音勒芬与中国流行色协会共建中国高尔夫服饰色彩研发基地，并成为中国高尔夫服饰领域的战略合作伙伴。

最后，在设计研发方面，公司团队既有国际视野，又兼顾国情。比音拥有中、英、意、韩四国设计研发团队，公司实控人冯玲玲担任创意设计总监，全球化团队包括曾就职于三星和 LG 集团的威尼斯品牌设计总监李孝贞、法国超现实主义艺术家 SAFASAHIN、前 Burberry 高尔夫系列设计总监保罗里斯等。

另一方面，考虑到中国国情，产品在设计（色彩和花纹元素符合二三线城市高收入人群穿着特点）、版型（针对国内中年人做优化，如收腹等）、面料选择上（舒适、意大利，国外进口有高级感），都紧密贴合目标人群需求。

表 8：公司设计师团队经验丰富，专业性强

姓名	简介
冯玲玲	深具国际视野的设计师——冯玲玲女士，为比音勒芬提出了“生活高尔夫”的品牌理念。其设计带给消费者的不仅仅是在高尔夫球场上的洒脱与自信，更是在平时工作和生活中的阳光与活力。
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。她善于从品牌自身定位的角度去进行设计研发，让服装都拥有独特风格和灵魂。曾任职韩国三星/FF 部开发部，韩国 LGFASHION 开发部经理、中国 E-LAND 男装 SCOFIELD 开发部总监，现任职威尼斯品牌设计总监。
SAFASAHIN	法国超现实主义艺术家、法国殿堂级设计大师，因超前的设计理念、超强的想象力和不拘泥于现实的卓越设计而被国际时尚界高度认同。LV、VERSACE、耐克、阿玛尼等品牌也与他长期合作
保罗·里斯	曾经先后服务于 Burberry、苏格兰金鹰等国际奢侈品品牌，专业负责高尔夫服饰的产品研发。

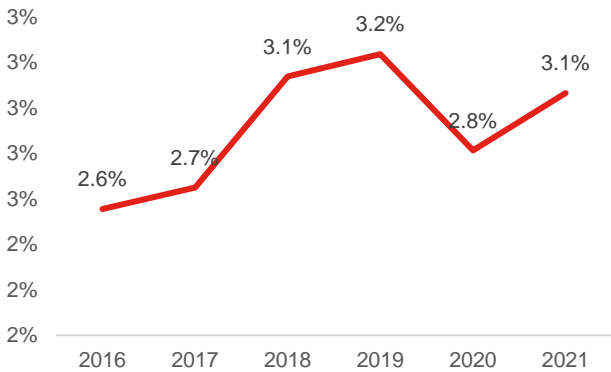
数据来源：公司官网，微信公众号，东方证券研究所

近年公司研发费用率稳步上升，显著优于其他服装企业。2021年公司研发费用为0.83亿，同比增长29%，研发费用率自2016年起稳步上升，2021年为3.1%。从同行比较来看，比音勒芬研发费用率也高于其他女装、家纺、男装和休闲品类。截至2021年底，公司拥有发明专利、实用新型、外观设计等专利数量达到107项，其中授权发明专利6项，授权实用新型专利69项，授权外观设计专利32项，另有7项发明专利实质审查中。研发人员数量为205人，占公司总人数6.5%左右。

图 20：比音勒芬研发费用率在 2016 年后逐步提升

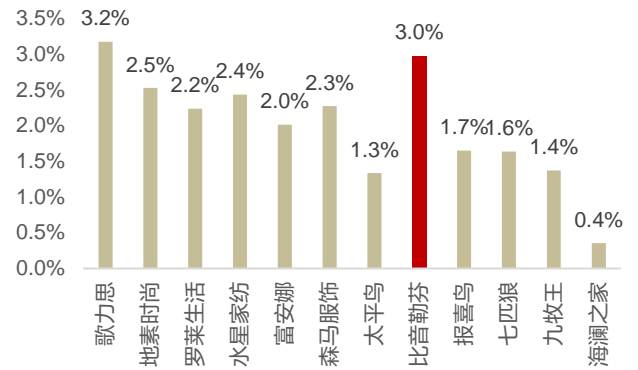
图 21：比音勒芬研发费用率在同行中维持高位（2017-

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



数据来源：天猫旗舰店，东方证券研究所

2021)



数据来源：公司公告，东方证券研究所，注：研发费用率为 2017-2021 年平均

2) 重视 VIP 运营，强化消费体验

中高端客群对消费体验要求较高，公司非常重视对 VIP 会员的运营维护。截至 2021 年底，公司 VIP 会员人数突破 70 万人，VIP 销售占比约 80%。公司通过 VIP 服务中心向客户提供全面细致的个性化服务，客户忠诚度和复购率在业内保持领先，核心内容包括：

- ✓ **举办丰富的线下活动，有效提升客户活跃度和忠诚度**，根据年报，公司 2019 年在全国推行 169 场漫画师活动，为 VIP 客户现场绘制漫画；2020 年 5 月，比音与杨烁举办首场直播，同年公司在全国推出全新线下主题活动，邀请国内知名画师与摄影师前往比音勒芬店铺，为顾客现场作画及拍摄国风全家福等。
- ✓ **线下专属导购服务，注重私域流量**。消费者可通过微信小程序，在专属门店扫描“导购二维码”，与专属导购保持长期微信联络，并建立私域流量，定期进行产品推介。
- ✓ **数字化平台助力**，公司 2019 年前后引入物流数字化系统、VIP 管理系统、CRM 平台系统，持续唤醒 VIP 客户，建立私域流量，为公司发力新零售奠定基础，并且通过营销助手、超级导购、智能寻货系统、万店掌等系统，将线下会员引流线上，全面推进 VIP 精细化管理。2020 年，公司与腾讯智慧零售牵手战略合作协议，正式开启数字化运营，进入智慧零售时代，并与腾讯共同建立智慧门店样板店。

男性作为比音的主力客群，消费忠诚度通常较高。公司通过精细化的运营维护，不断推升销售频次、客单价和连带率，在各大百货和商场中的表现位列前茅。根据 2021 年报披露，前五大门店单店收入均超过 2,000 万元，平效在 5 万至十几万不等。

图 22：比音在全国推行 169 场漫画师活动



▶ “就这么Q”漫画师活动

2019 年比音勒芬在全国共举办 169 场全国漫画师活动，邀请国内知名漫画师前往比音勒芬店铺为顾客现场画漫画以新颖的活动提升 VIP 活跃度和忠诚度。

数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 23：2020 年“以国风之名，圆你仙侠梦”国风主题活动



数据来源：公司年报，东方证券研究所

表 9：2021 年前五大直营门店收入和平效（万元）

门店名称	开业日期	营业收入	店面平效
门店一	2007 年 11 月 14 日	4,607	5.04
门店二	2012 年 7 月 1 日	3,063	9.72
门店三	2003 年 03 月 1 日	2,659	11.27
门店四	2015 年 04 月 1 日	2,095	16.24
门店五	2007 年 04 月 27 日	2,022	12.25
合计		14,446	8.21

数据来源：公司年报，东方证券研究所

3) 渠道更为下沉，满足二、三线城市中高端人群需求

相比于类似中高端定位的男装品牌，公司的线下门店更为下沉，渠道结构更为多元。从门店数量来看，截至 2021 年，公司线下门店合计为 1,100 家，显著超越哈吉斯、TommyHilfiger、Lacoste 等门店数仅在 400 家左右的水平。从渠道结构来看，公司在商场百货、购物中心、机场高铁、奥莱、高尔夫球场店、度假景区等均有布局，特别是机场高铁门店，符合比音核心客户群的画像，同时也起到了良好的品牌宣传作用。

我们认为，比音的核心客群具备一定的消费能力，但海外大牌缺乏对这类人群的有效触达。公司凭借在渠道方面的积累，成功填补市场空白，并结合在产品、VIP 运营等优势，实现对客户的有效留存。

在后疫情时代，我们判断居民消费意愿和能力的恢复需要时间，而偏功能性的服饰将更具成长韧性，公司产品兼具功能属性和中高端定位，核心客群的抗风险能力更强。另一方面，中高端产品也将充分受益于疫情带来的消费回流，保障更长时间的消费景气度。

图 24：公司线上线下全渠道运营



数据来源：公司年报，东方证券研究所

重新发力高尔夫品类，打造第二增长曲线

2022 年初，公司宣布对高尔夫品类单独开店（直营为主），过往高尔夫系列主要在线下球会店或商场门店少数陈列销售。如前所述，在公司发展初期，高尔夫品类是切入目标客群的重要途径，但是随着国民消费的升级、行业的变迁和自身品牌的成熟，我们认为高尔夫品类已具备独立开店的基础，此举既能进一步提升高端人群触达，也将成为公司未来门店和规模扩张的新增长点来源，核心原因包括：

1、高尔夫行业发展进入新阶段

针对行业乱象，2017年前国内高尔夫行业面临长期整治状态。主要分为两个阶段：

- ✓ 2004年1月，国务院发布《关于暂停新建高尔夫球场的通知》，在政策端对高尔夫行业的发展产生了巨大的冲击。通知指出，为合理利用和保护土地资源，遏制高尔夫球场的盲目建设，要求各地方政府暂停新的高尔夫球场建设，并对已建、在建的高尔夫球场项目进行清理。此后的十余年内，高尔夫球场的新建一直受到严格限制，仅能作为房地产的附属项目进行建设。
- ✓ 2012年十八大后，针对高尔夫球场滋生腐败的乱象，国企官员和政府官员参加高尔夫运动逐渐受到限制，这进一步打击了高尔夫运动的发展与高尔夫文化的传播。

2017年整治完成后，行业进入历史发展新阶段，逐步普及化（渗透率提升）和年轻化。

- ✓ 2017年3月，中国高尔夫球协会发布《高尔夫球运动发展“十三五”规划》（征求意见稿），系统回顾了近年来高尔夫运动的发展情况。规划中明确提出：国家有关部门对于高尔夫球场的综合清理整治基本完成，为行业规范发展打下基础。
- ✓ 冯珊珊、李昊桐、窦泽成、张新军等国内运动员在国际赛场上捷报频传，推动行业普及化、年轻化的发展进程。尤其是冯珊珊继2016年里约奥运会夺得中国高尔夫历史上的首枚奥运奖牌之后，2017年又成为历史上第一位摘得世界高尔夫第一头衔的中国内地高尔夫球员。

表 10：十三五和十四五规划涉及高尔夫运动内容

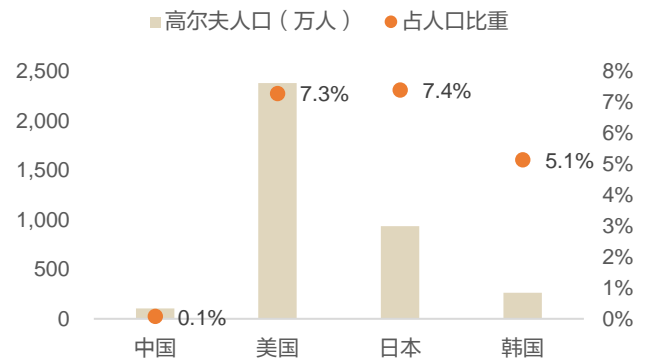
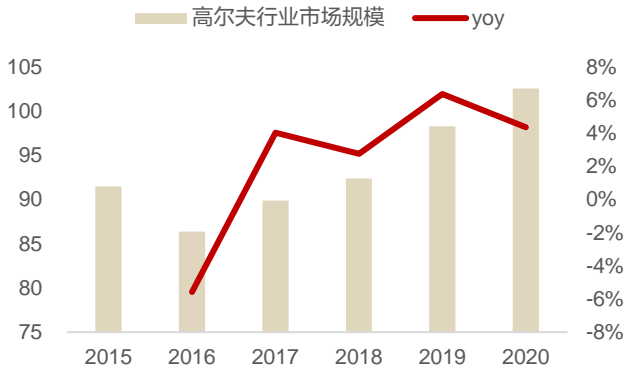
	十三五规划（2017年）	十四五规划（2022年）
发展现状	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 高尔夫球运动竞技水平迅速提高，人才梯队建设逐步完善； ✓ 群众高尔夫球运动蓬勃开展，全国高尔夫球人口接近500万，并逐渐从高收入阶层向社会中间阶层延展； ✓ 高尔夫球运动产业初步兴起。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 高尔夫球运动竞技水平迅速提高、佳绩频传，赛事体系日趋完善； ✓ 推出“大众高尔夫”战略，让高尔夫球运动成为全民健身体系的一部分； ✓ 高尔夫球运动文化宣传全面开展，产业发展更具活力。
面临的问题	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 高尔夫球运动的参与门槛仍然很高，竞技高尔夫球运动的发展方式亟待转型升级； ✓ 高尔夫产业总体规模较小，与教育、文化、旅游等产业融合度较浅。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 高尔夫球文化建设、公共服务体系建设薄弱，高尔夫球场的数量和布局依然受到政策限制，群众运动与竞技运动发展不均衡。
发展机遇	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 国家有关部门对于高尔夫球场的综合清理整治基本完成，为行业规范发展打下基础； ✓ 高尔夫运动有适合全人群、全生命周期开展的特点，能够满足人民群众多样化的体育文化需求。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 高尔夫运动积累了一定的球迷和爱好者，人才队伍日渐壮大，高尔夫球所具备的户外运动、休闲运动和社交活动的综合功能为进一步普及提供良好的基础。
发展目标	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 到2020年，初步形成以场地设施经营为基础、以大众休闲健身为核心，以职业巡回赛为动力、以专业人才培养为支撑、以球具服装装备制造为龙头、以旅游度假为带动、以产业融合为延展的高尔夫产业体系。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 继续提高竞技水平，建设完备的赛事体系、服务体系、人才培养体系； ✓ 通过室内模拟器、综合练习场、迷你高尔夫等多种形式，开展丰富多样的高尔夫球主题全民健身活动； ✓ 推进高尔夫运动与旅游、互联网+等领域融合，创新发展模式加快产业链转型升级。

数据来源：政府官网，东方证券研究所

图 25：中国高尔夫行业市场规模（亿元）

图 26：中国高尔夫行业发展仍在初级阶段（万人，2017）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：智研咨询，东方证券研究所

数据来源：朝向管理集团，美国 NGF，韩国 Golfzon，东方证券研究所

众多时尚品牌也在积极拓展高尔夫品类，赛道景气度提升。

- ✓ **国际玩家：**2022 年露露柠檬推出首个男士高尔夫球系列，涵盖运动衫、运动裤等产品。牛仔品牌李以“让高尔夫更轻松，更休闲”为主题，推出高尔夫系列，将品牌工作服的细节与舒适、轻松的运动版型相结合。耐克、安德玛旗下均长期布局高尔夫服饰和用品。
- ✓ **国内玩家：**安踏旗下的迪桑特于 2020 年正式宣布签约中国高尔夫领军运动员李昊桐，并独立开设迪桑特高尔夫门店，加大投入。报喜鸟旗下哈吉斯品牌也将于 2022 年开始布局高尔夫品类。2022 年上半年，TEENIEWEENIE 高尔夫作为独立品牌正式登场，以品牌经典 IP 熊形象为基础，将品质、专业、时尚融入高尔夫运动场景，为高尔夫运动爱好者，提供舒适兼具时尚的运动体验。

表 11：运动和休闲时尚服饰对高尔夫品类的扩展

类别	品牌名称	国家	门店数	成立时间	介绍
运动服饰	法国公鸡/乐卡克	法国	445	1882 年	法国运动品牌，旗下 LecoqSportif Golf 经营高尔夫服饰。2004 年成立宁波乐卡克，进入中国市场。
	迪桑特	日本	21 (高尔夫独立门店)	1935 年	日本运动品牌，旗下 DESCENTE GOLF 经营高尔夫服饰。安踏体育拥有大中华区经营权。
	美津浓	日本	133	1906 年	品牌覆盖几乎所有运动品类，1931 年开始销售高尔夫球具，1933 年开始生产高尔夫球具，产品以科技为基础，注重舒适
	露露柠檬	加拿大	102	1998 年	品牌以瑜伽运动为特色，近期秉持“触感科学”的设计理念，推出首个男士高尔夫球系列。
	耐克	美国		1972 年	1984 年开发首款高尔夫球系列，1986 年正式发表 Nike 首批高尔夫服饰。
休闲时尚	哈吉斯	英国	449	2000 年	2007 年进入中国市场，2021 年推出高尔夫系列 HAZZYS GOLF。
	李	美国		1889 年	美国知名牛仔裤品牌，以“让高尔夫更轻松，更休闲”为主题，推出高尔夫系列。
	TEENIEWEENIE	中国		1997 年	2017 年品牌被锦泓时装集团全资收购，2022 年上半年，甜维尼高尔夫作为独立品牌正式登场。

数据来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所，注：门店数截至 2022 年 7 月

2、公司在国内高尔夫领域龙头地位稳固，为独立开店奠定良好基础

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

比音的高尔夫品类经过多年的深耕，已奠定了国内的龙头地位。

- ✓ **在国内率先提出“生活高尔夫”理念**，公司专注于向市场传播高尔夫的“阳光、健康、舒适”的文化内涵，推广高尔夫“健康慢生活”的生活方式；通过差异化定位，在品牌、产品、风格、文化等方面和其它服饰品牌区别开来。从品牌 LOGO 来看，精准地把握住了高尔夫运动和服饰的神形特征，给消费者鲜明的高尔夫视觉认知。营销方面，通过与明星、演员合作，提升品牌热度。
- ✓ **全面赞助专业赛事**。自 2013 年起，比音勒芬就成为中国国家高尔夫球队合作伙伴，2020 年 9 月再次续签 8 年。自 2009 年起，公司连续十多年冠名高尔夫频道“比音勒芬”铁杆会。2021 年东京奥运会上，比音勒芬为中国国家高尔夫奥运之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名将征战赛场。
- ✓ **品牌投放针对性强**。公司选择《高尔夫频道》、《高尔夫大师》等与自身品类强相关的垂直媒体，或者财经类媒体进行投放，直接接触目标客户。

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，比音勒芬高尔夫服装荣列 2021 年度同类产品综合占有率第一位，市场综合占有率为 62.87%，市场销售份额为 72.81%，市场覆盖率为 56.25%。比音勒芬高尔夫服装连续五年（2017-2021）综合占有率第一位。

表 12：公司历年来代言人和品牌大使（不完全统计）

代言开始时间	姓名	头衔	身份
2022 年 7 月	赵磊	比音勒芬品牌大使	国际男超模
2021 年 1 月	金大川	比音勒芬品牌大使	国际男超模
2021 年 1 月	游天翼	比音勒芬品牌大使	女模特
2020 年 2 月	冯珊珊	比音勒芬代言人	中国高尔夫一姐，中国女子高尔夫球运动员，登顶世界高尔夫第一
2019 年 10 月	田亮、叶一茜夫妇	威尼斯代言人	跳水冠军
2018 年 8 月	江一燕	比音勒芬代言人	演员，娱乐圈文艺女神。玩摄影、玩音乐、玩文字、喜欢旅行又热心公益
2018 年 1 月	杨烁	比音勒芬代言人	实力派演员，形象健康、阳光、自信，与比音勒芬提倡的生活方式一致。主演电视剧《我们都要好好的》《欢乐颂》《大江大河》等

数据来源：微信公众号，东方证券研究所

3、紧跟国潮机遇，以高尔夫为抓手深挖高级运动时尚赛道

伴随中国国力的日益增强和主力消费人群的结构变化（90 和 00 后逐步成为核心消费人群），国人对本土文化的认同度不断提升，再叠加疫情的变量，在消费领域呈现出国潮日益深化的大趋势。

公司近年紧抓国潮机遇方面，也做了不少规划，比如与故宫宫廷文化 IP 的跨界联名，演绎高端国潮，陆续推出“朕都依你”、“天官赐福”、“福禄寿”、“奉天承运”等系列产品，为大众带来极具国潮韵味的联名款服饰，与李宁、安踏等传统运动品牌的国潮定位形成区隔，取得了良好的市场反馈。

图 27：比音勒芬 X 故宫宫廷文化联名系列



数据来源：公司年报，东方证券研究所

除了整个消费服饰领域的国潮趋势，从运动服饰领域看，高级、专业、时尚和细分也成为行业的最新趋势。我们认为这些趋势恰恰契合了疫情和消费升级的大背景。三年的疫情导致消费者生活方式和消费行为发生显著变化，宅家时间延长、对健康、舒适的关注度日益提升，因而疫情后运动服饰的潜在需求和应用场景大幅提升。而整体国力和人均可支配收入的提升，使得部分高端人群更加追求高级时尚的服饰。

根据《华杂志》旗下的时尚产业研究部门华丽智库与微博共同推出的“2021 年度奢侈品用户白皮书”调查显示，有 49.2% 的用户觉得市面上的运动高端系列产品还不够时尚，尤其女性用户，占比高达 51.3%。高级运动时尚成为不少头部争相布局的赛道，比如早些年 Adidas 联手日本时装设计大师山本耀司创立的 Y-3 品牌、Nike 推出的 NikeLab 和 ESC 系列、Lululemon 推出的 Lab 品牌，再比如李宁于 2021 年推出的独立子品牌 LI-NING1990 等等，纷纷瞄准了这一高潜力赛道。

我们认为目前在高级运动时尚赛道，龙头虽有布局，但需求仍未得到有效满足（且需求在疫情常态化背景下更具韧性），且从竞争格局角度看国内还没有绝对优势的品牌。而公司凭借高尔夫领域的龙头优势，以独立开店为契机，叠加国潮大趋势，有望深挖在这一赛道的优势，进一步提升品牌势能，为门店和规模扩张带来新的增长点。

表 13：龙头在高级运动时尚领域的布局

品牌	国家	子品牌 (收购品牌)	推出时间	联名	产品特点
Adidas	德国	Y-3	2002 年	香港 yanis3、皇家马德里	结合了时装鞋的浮夸和运动鞋的实用
Nike	美国	NikeLab	2014 年	DoverStreetMarke MartineRose , sacai , OlivierRousteing	有较多和其他独立设计师的合作款和限量鞋，门店低奢布局
Lululemon	加拿大	Lab	2019 年	RobertGeller	极简主义。去掉了那些能够突出女性形象的曲线设计和缝纫要素，不那么女性化，设计也更加简约。采用了一些快干和吸湿排汗面料
Puma	德国	PumaSelect		MStand 咖啡,ATTEMPT, ROARINGWILD	从音乐、时尚、街头文化等各个领域汲取灵感，合作方包括全球知名街头品牌、户外品牌、涂鸦艺术家等，开展了众多跨界合作
李宁	中国	LI-NING1990	2021 年	星球大战、成龙、艺术家 DFT、敦煌博物馆联名、 JASONWU	充分融合中国艺术文化元素
安踏	中国	Descente	2016 年	KAZUKIKURAISHI、玛莎拉蒂、ZUCCA	坚持开发创新的运动产品的理念

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

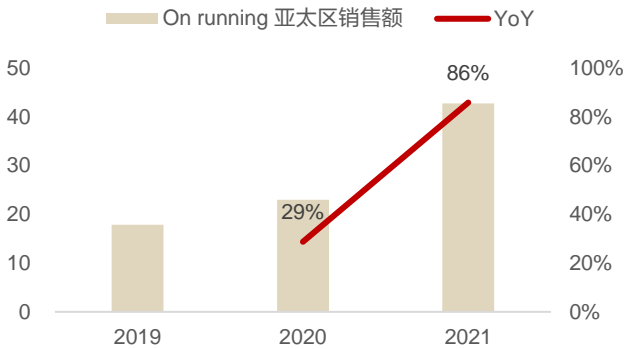
三夫户外	中国	X-BIONIC	2020 年	BOMBER、兰博基尼	产品融合高科技。设计理念是源于自然的仿生智慧，优于自然的功能性设计。其四大核心就是仿生、功能性、专业、高科技
------	----	----------	--------	-------------	--------------------------------------------------------

数据来源：各公司官网，东方证券研究所

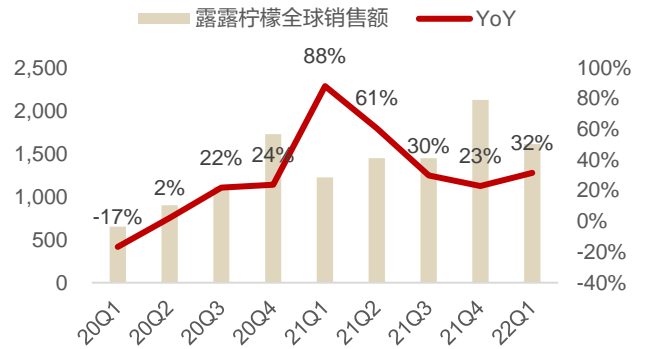
表 14：安踏旗下迪桑特、可隆等品牌分季度流水增速

	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
安踏其他品牌流水增速 (迪桑特和可隆为主)	50-55%	55-60%	115-120%	70-75%	35-40%	30-35%	40-45%	20-25%
其中：迪桑特流水增速	90%	80%	150%	100%	50%	40-50%		

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 28：On Running 亚太区销售额疫情期间高速增长（百万瑞士法郎）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 29：露露柠檬销售额疫情期间增长韧性较强（百万美元）


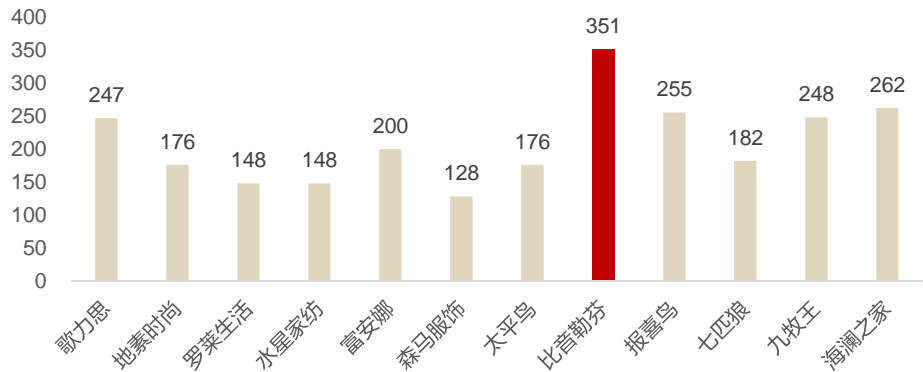
数据来源：公司公告，东方证券研究所

2020 年后库存状况边际改善

从历史上看，比音的库存周转天数高于同行，减值计提标准较为宽松。从库存周转天数来看，2017-2021 年比音勒芬平均天数为 351 天，明显高于同行竞争对手。另一方面，比音的存货减值计提标准相比同行较为宽松，其中 1 年以内产品不计提，1-2 年、2-3 年、3-4 年分别计提 6%、15% 和 30%（计提标准来源于 2019 年可转债募集说明书，后续公司计提标准可能更严格），我们认为背后的原因包括：

- 1) 比音的产品定位中高端，同时男性产品偏标品，销售周期较长，其中一些经典款型保持长销不衰，从而延长了库存商品的适销周期。
- 2) 比音的销售渠道以线下直营为主，且过去几年增长势头较好。
- 3) 比音折扣控制力度较强，过季产品不会当季直接打折促销，而是在 1 年以后进入折扣渠道进行销售，另一方面，折扣渠道如奥莱、电商等库存消化能力强，因此存货减值计提比例较低。根据草根调研显示，公司基本以 1:10 的比例配备奥莱渠道，而且因为库存不够支撑奥莱渠道，奥莱店开发了大量专供款。从经营回报看，奥莱店盈利能力高于不少常规店，也从一个侧面显示公司实际的库存压力不大。

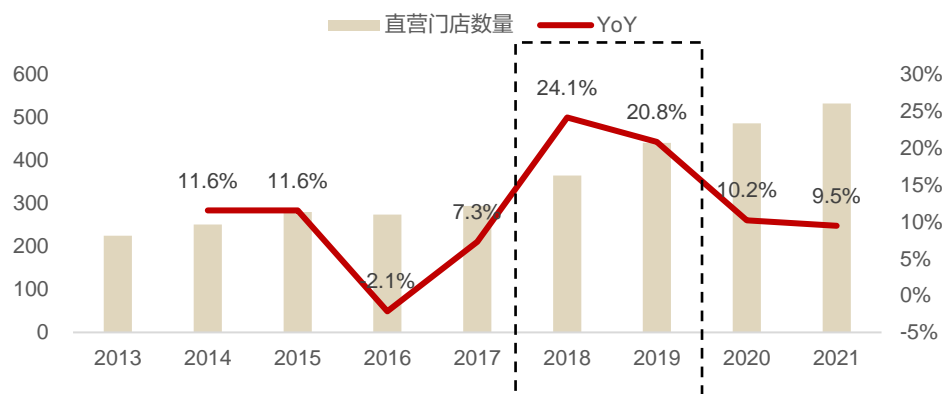
图 30：各品牌库存周转天数比较（2017-2021 年平均）



数据来源：wind，东方证券研究所

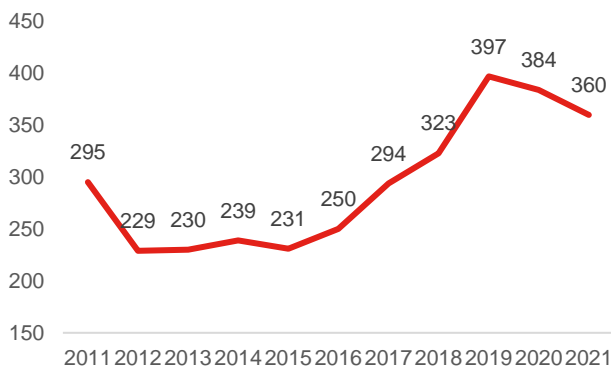
2020 年后存货状况边际好转。回顾历史，2019 年是公司存货情况的重要分水岭，无论是存货周转天数、还是库龄情况同比都有所弱化，主要可能与公司上市之后一度追求更快的规模快速扩张所致（2018 年和 2019 年直营净开店速度分别在 24%和 21%左右，2020 年开始逐步回归稳健水平），导致存货规模快速攀升。2019 年后，公司一方面加大了在奥莱、电商等渠道的拓展，加速库存去化，另一方面也适当加大快反力度，并在新品备货方面边际趋紧，因此尽管 2020 年起因为疫情有所反复，但公司库存状况呈现边际改善趋势，2021 年的库存周转天数和库龄均优于 2019 年表现。

图 31：比音勒芬直营门店数量在 2018-2019 年呈现高速增长



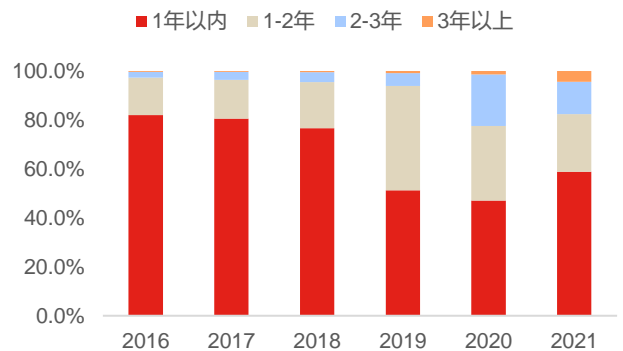
数据来源：wind，东方证券研究所

图 32：比音勒芬存货周转天数在 2020 年后边际改善



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 33：比音勒芬 2021 年库龄结构边际改善



数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) 线上收入预计同比增长 70.0%、50.0%与 30.0%，公司线上保持较快增速；毛利率为 51.5%、52.5%与 53.5%，稳中微升。
- 2) 直营收入预计同比增长 16.8%、18.3%与 18.9%，保持较快增速；毛利率为 80.5%、81.0%与 81.5%。
- 3) 加盟收入预计同比增长 20.6%、17.5%与 17.2%，公司稳步推进门店建设，保持较快增长；毛利率为 68.0%、69.0%与 70.0%。

公司 22-24 年销售费用率分别为 37.9%、37.6%与 37.4%，管理费用率为 5.5%、5.4%与 5.3%，预计受益于经营杠杆，导致费用率逐年小幅下降。研发费用率为 3.1%、3.1%与 3.1%，公司重视设计研发，费用率保持稳定。

盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
线上					
销售收入（百万元）	98.2	122.6	208.4	312.6	406.3
增长率	508.0%	24.8%	70.0%	50.0%	30.0%
毛利率	37.6%	50.9%	51.5%	52.5%	53.5%
直营					
销售收入（百万元）	1,628.8	1,914.1	2,236.0	2,644.2	3,145.2
增长率	38.3%	17.5%	16.8%	18.3%	18.9%
毛利率	78.3%	81.1%	80.5%	81.0%	81.5%
加盟					
销售收入（百万元）	576.3	683.3	824.2	968.6	1,135.1
增长率	-8.7%	18.6%	20.6%	17.5%	17.2%
毛利率	67.7%	68.9%	68.0%	69.0%	70.0%
合计					
销售收入	2,303.3	2,720.0	3,268.5	3,925.4	4,686.7
增长率	26.2%	18.1%	20.2%	20.1%	19.4%
综合毛利率	73.9%	76.7%	75.5%	75.8%	76.3%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 2022-2024 年每股收益为 1.40、1.74、2.13 元，参照可比公司平均估值，给予公司 2022 年 22 倍 PE，对应目标价 30.89 元，首次给予“买入”评级！

表 15：行业可比公司估值（截至 2022 年 8 月 12 日）

公司名称	公司代码	股价	每股收益				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
太平鸟	603877	19.25	1.42	1.53	1.88	2.21	14	13	10	9
报喜鸟	002154	3.91	0.32	0.38	0.46	0.54	12	10	8	7
安踏	2020.HK	75.32	2.8	3.0	3.8	4.6	27	25	20	16
李宁	2313HKEQUITY	70.10	1.8	2.1	2.6	3.2	38	33	27	22
NIKE	NKEUSEQUITY	116.07	3.8	4.0	4.8	5.6	30	29	24	21
阿迪达斯	ADSGREQUITY	172.69	7.5	8.9	10.7	12.8	23	19	16	13
调整后平均							22	18	15	

数据来源：wind, Bloomberg, 东方证券研究所，注：李宁股价/EPS 单位是港币，耐克是美元，阿迪达斯是欧元

风险提示

1) 存货减值风险

公司存货减值计提标准相较同行较为宽松，若未来出现减值，则会对公司业绩造成影响。

2) 经济减速

经济减速将导致人均可支配收入减少，会影响终端消费需求和目标客户消费意愿，公司收入增速也将放缓。

3) 疫情反复

若国内疫情反复，并导致线下商场、购物中心人流减少，对公司线下业务造成较大影响。

4) 时尚潮流的快速变化

若时尚潮流较快变化，公司可能难以快速适应行业变化，对收入、业绩造成影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	579	1,083	1,452	1,898	2,423	营业收入	2,303	2,720	3,269	3,925	4,687
应收票据、账款及款项融资	301	280	336	404	482	营业成本	602	634	801	951	1,111
预付账款	60	67	81	97	115	营业税金及附加	14	24	29	35	41
存货	608	660	834	990	1,157	销售费用	885	1,041	1,239	1,477	1,754
其他	1,532	1,555	1,573	1,595	1,620	管理费用及研发费用	197	240	280	333	392
流动资产合计	3,079	3,645	4,276	4,983	5,798	财务费用	10	22	3	(8)	(12)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	54	78	28	25	27
固定资产	239	244	321	354	362	公允价值变动收益	0	3	3	3	3
在建工程	49	148	74	37	19	投资净收益	25	39	39	39	39
无形资产	115	120	115	110	105	其他	15	15	15	15	15
其他	266	706	441	407	407	营业利润	582	738	945	1,170	1,430
非流动资产合计	669	1,218	951	908	894	营业外收入	5	1	1	1	1
资产总计	3,749	4,863	5,227	5,892	6,691	营业外支出	2	6	6	6	6
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	585	733	940	1,165	1,425
应付票据及应付账款	135	165	208	247	288	所得税	86	108	139	172	210
其他	533	917	946	980	1,019	净利润	499	625	801	993	1,215
流动负债合计	667	1,082	1,153	1,226	1,307	少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	499	625	801	993	1,215
应付债券	631	285	0	0	0	每股收益 (元)	0.87	1.09	1.40	1.74	2.13
其他	32	250	217	217	217						
非流动负债合计	663	535	217	217	217	主要财务比率					
负债合计	1,331	1,617	1,371	1,444	1,525		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1	1	1	1	1	成长能力					
实收资本 (或股本)	524	550	571	571	571	营业收入	26.2%	18.1%	20.2%	20.1%	19.4%
资本公积	227	600	580	580	580	营业利润	23.1%	26.8%	28.1%	23.8%	22.3%
留存收益	1,608	2,068	2,704	3,296	4,015	归属于母公司净利润	22.7%	25.2%	28.3%	23.9%	22.4%
其他	57	27	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,418	3,246	3,856	4,448	5,166	毛利率	73.9%	76.7%	75.5%	75.8%	76.3%
负债和股东权益总计	3,749	4,863	5,227	5,892	6,691	净利率	21.7%	23.0%	24.5%	25.3%	25.9%
						ROE	22.8%	22.1%	22.6%	23.9%	25.3%
						ROIC	20.1%	19.1%	20.8%	22.8%	24.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	35.5%	33.2%	26.2%	24.5%	22.8%
净利润	499	625	801	993	1,215	净负债率	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	91	103	104	73	45	流动比率	4.61	3.37	3.71	4.06	4.43
财务费用	10	22	3	(8)	(12)	速动比率	3.60	2.66	2.87	3.13	3.41
投资损失	(25)	(39)	(39)	(39)	(39)	营运能力					
营运资金变动	(879)	651	(218)	(214)	(235)	应收账款周转率	10.4	9.4	10.6	10.6	10.6
其它	940	(464)	186	22	23	存货周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
经营活动现金流	637	898	837	827	997	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
资本支出	(68)	(130)	(30)	(30)	(30)	每股指标 (元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.87	1.09	1.40	1.74	2.13
其他	(977)	(54)	15	42	42	每股经营现金流	1.22	1.63	1.47	1.45	1.75
投资活动现金流	(1,045)	(184)	(15)	12	12	每股净资产	4.23	5.69	6.75	7.79	9.05
债权融资	631	(150)	(285)	0	0	估值比率					
股权融资	0	400	0	0	0	市盈率	26.2	20.9	16.3	13.2	10.8
其他	(106)	(475)	(168)	(393)	(484)	市净率	5.4	4.0	3.4	2.9	2.5
筹资活动现金流	525	(225)	(453)	(393)	(484)	EV/EBITDA	16.4	13.0	10.7	9.1	7.7
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	19.0	14.8	11.8	9.7	7.9
现金净增加额	118	489	369	446	525						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn