

纺织服装组

比音勒芬 (002832.SZ) 买入 (首次评级)

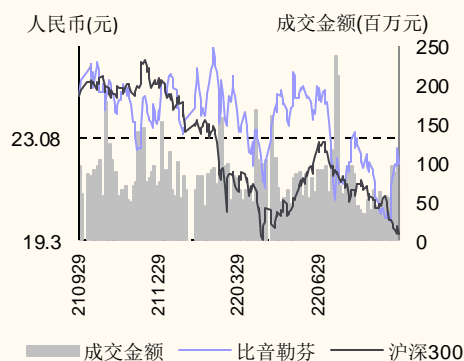
公司深度研究

市场价格(人民币): 22.12元

目标价格(人民币): 26.59元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.71
已上市流通A股(亿股)	3.89
总市值(亿元)	126.24
年内股价最高最低(元)	26.46/19.95
沪深300指数	3829
深证成指	10900



高端国牌领军者，逆势增长全年可期

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,303	2,720	3,051	3,562	4,201
营业收入增长率	26.17%	18.09%	12.17%	16.76%	17.91%
归母净利润(百万元)	499	625	799	994	1,213
归母净利润增长率	22.68%	25.20%	27.91%	24.43%	22.01%
摊薄每股收益(元)	0.952	1.135	1.400	1.742	2.125
每股经营性现金流净额	1.22	1.63	1.43	1.78	2.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.64%	19.24%	20.77%	21.42%	21.56%
P/E	17.06	22.43	15.80	12.70	10.41
P/B	3.52	4.32	3.28	2.72	2.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **中高端运动休闲龙头，业绩成长/稳定性行业领先。**公司为从高尔夫服饰起家的中高端时尚服装集团，旗下有“比音勒芬”、“威尼斯狂欢节”两大品牌，已连续4年取得高尔夫服饰市占率第一。2016-21年公司营收/归母净利年复合增速分别为26%/36%，增长稳健，其中即使在疫情背景下，20/21年公司归母净利分别同增22.7%/25.2%，表现好于同业；1H22公司营收/归母净利同增8.6%/20.2%，弱市下业绩韧性突出，反映公司核心定位高端男性客群对品牌忠诚度高且消费力强，从而带动公司实现逆势成长。
- **发力高尔夫赛道，品牌势能再提升。**公司22年重点打造高尔夫线，1)设计：专业方面继续采用功能性面料，深入绑定意大利康利科尼、美国戈尔、日本伊藤忠等全球优质面料供应商；时尚方面注入老花、苏绣等元素，设计多元化有助于核心客群进一步拓展。2)“大单品”策略：以小领T恤作为拳头产品打造“T恤专家”品牌形象，巩固自身高尔夫基因，22年起高尔夫线SKU数量翻倍，设计年轻化、配色多元化。3)营销：持续赞助专业高尔夫赛事以树立自身专业形象，同时加强VIP精细化管理，通过个性化资料定制、线下门店活动等方式为消费者提供轻奢购物体验，增强核心客户粘性。
- **拓店空间仍较大，多元优质渠道触达目标客户。**公司已在中高端商场、机场高铁站、高尔夫球会等占据优质门店，1H22公司新开12/13家直营/加盟门店至544/581家，22全年公司计划共新增150-180家门店，其中包括30-40家高尔夫专营店，另一方面继续“调位置、扩面积”提升单店效益；奥莱与正价店比例约1:9，匹配清库存能力。

投资建议

- 公司作为中高端运动休闲龙头，高质量产品与精准营销深度绑定高消费力男性客群，继续发力高尔夫赛道，渠道扩容叠加产品迭代下品牌独特调性得到巩固，业绩韧性与成长性优势突出。我们预计2022~24年公司归母净利润分别为7.99/9.94/12.13亿元，对应EPS为1.40/1.74/2.13元，给予公司22年19倍PE，对应目标价26.59元/股，首次覆盖予以公司“买入”评级。

风险提示

- 存货积压、库存老化，拓店不及预期，疫情反复影响线下门店，门店经营管理不及预期，税收政策变动，股东减持。

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

杨欣 分析师 SAC 执业编号: S1130522080010
yangxin1@gjzq.com.cn

内容目录

1、高尔夫服饰起家的中高端运动休闲品牌	4
1.1、主副品牌调性协同，直营、加盟渠道并举	4
1.2、财务分析：盈利能力强，库存压力有所减轻	5
1.3、股权结构：控股股东持股比例较高，员工持股计划彰显信心	9
2、优势与动力：卓越品质+轻奢形象+渠道触达	10
2.1、“三高一新”追求卓越品质，满足目标客群需求	10
2.2、深耕高尔夫文化，塑造轻奢品牌形象	12
2.3、拓店空间仍较大，多元优质渠道触达目标客户	13
3、盈利预测与投资建议	15
3.1、盈利预测	15
3.2、相对估值	16
4、风险提示	17

图表目录

图表 1：公司旗下包括主品牌及威尼斯狂欢两大品牌	4
图表 2：公司线下门店主要以直营店、加盟店的方式经营	4
图表 3：公司营收、业绩保持稳健增长（亿元，%）	5
图表 4：疫情以来公司利润表现好于收入端（%）	5
图表 5：公司直营门店及线上占比不断提升（%）	6
图表 6：2016 年以来公司保持积极拓店节奏（家）	6
图表 7：疫情背景下积极拓店导致直营店效短期承压（%）	6
图表 8：加盟门店不断调整且店效积极改善（%）	6
图表 9：公司直营门店占比提高带动整体毛利率提升（%）	7
图表 10：公司销售费用率微增、管理/研发费用率相对平稳（%）	7
图表 11：公司所得税率有所下降（%）	7
图表 12：公司归母净利率不断提升（%）	7
图表 13：2013-1H22 公司存货周转天数略高于同业（天）	8
图表 14：公司存货跌价准备占期末存货账面余额比例有所升高（百万元，%）	8
图表 15：公司应收账款周转天数略有下降（天）	8
图表 16：公司应付账款周转天数不断增加（天）	8
图表 17：公司经营活动产生的现金流净额有所上升（亿元，%）	9
图表 18：公司股权结构（截至 22 年中报披露）	9
图表 19：公司上市后已推出三期员工持股计划	9
图表 20：高尔夫人群中高收入客群占比大	10
图表 21：购买比音勒芬品牌客群年龄分布	10
图表 22：品牌旗下高尔夫线定位高端、价位与国际知名男装品牌相近	10

图表 23: 公司在国产品牌中定位高端、调性独特.....	11
图表 24: 公司产品面料具有透气、抗菌、柔软等特性.....	11
图表 25: 公司与全球知名面料制造公司达成合作.....	12
图表 26: 公司合作高尔夫运动赛事.....	12
图表 27: 公司线下门店 VIP 主题活动.....	13
图表 28: 公司门店服务多元化.....	13
图表 29: 公司总开店空间为 1740~2445 家.....	13
图表 30: 公司线下门店构成 (截至 2016/9/30).....	14
图表 31: 公司线下门店构成 (截至 2020).....	14
图表 32: 比音勒芬品牌天猫旗舰店销售额维持同比正增长 (万元, %).....	15
图表 33: 比音勒芬品牌天猫旗舰店平均单价维持千元以上 (元).....	15
图表 34: 公司分渠道盈利预测.....	16
图表 35: 可比估值.....	16

1、高尔夫服饰起家的中高端运动休闲品牌





公司成立于 2003 年，是一家从高尔夫服饰起家的高端时尚运动服饰集团，主要从事自有品牌“比音勒芬”的研发设计、供应链管理、品牌推广及渠道销售。2016 年 12 月，公司成功登陆 A 股。

据中国商业联合会、中华全国商业信息中心调查统计结果，比音勒芬高尔夫服装、T 恤连续 5 年（2017~2021）、4 年（2018~2021）取得同类产品综合占有率第一。

1.1、主副品牌调性协同，直营、加盟渠道并举

公司主品牌“比音勒芬”以高尔夫服饰起家，覆盖高尔夫爱好者，此后推出生活、时尚系列丰富产品风格、穿着场景，将目标客户扩大至高尔夫爱好者以外的高净值人群，主力价格带为 1500~8000 元。2017 年 8 月，公司推出新品牌“威尼斯狂欢”、定位中产阶层度假旅游服饰，价格带较主品牌下移至 300~2000 元。

图表 1：公司旗下包括主品牌及威尼斯狂欢两大品牌

品牌系列	比音勒芬（2003）			威尼斯狂欢节（2017）
	高尔夫系列	生活系列	时尚系列	-
示意图				
定位	高端			中高端
主力价格带	1500~8000 元			300~2000 元
产品特点	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、极致工艺，利用出彩的设计，确保产品高品质和高品位。	综合国际最潮流的元素，采用优质面料，极致裁剪，确保产品的时尚度和品质感。	能够满足消费者对服装功能性和时尚感的要求，特别符合消费者对出行服装拍照效果。
目标群体	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、时尚轻奢的着装风格，关注自身形象和着装魅力的消费者。	追求高品质旅行生活的中产消费人群。

来源：公司公告，国金证券研究所

作为中高端品牌，且高尔夫系列产品体验性较强，公司渠道仍以线下门店为主。公司线下渠道模式包括加盟店、直营店（又分为联营和非联营模式，联营店由联营方提供经营场地，货款通过联营方系统统一收款，主要为一二线城市核心商圈的中高端商场、机场、高尔夫球会等区域，非联营则全部由公司负责）。

截至 1H22 末，公司共有线下门店 1125 家（直营/加盟分别为 544/581 家）。公司通过加盟、联营模式快速拓展渠道，打开下沉市场；通过直营渠道加大开店规模，树立品牌形象。在一二线城市以直营店为主，三四线城市以加盟店为主。

图表 2：公司线下门店主要以直营店、加盟店的方式经营

项目	直营店		加盟店
	联营方式	非联营方式	
主要区域	一二线城市核心商圈的高端商场、机场、高尔夫球会、部分奥莱店	高端酒店、少部分机场和高铁站、部分奥莱店	一二线城市之外的经济较发达城市
经营场地的取得方式	联营方提供		加盟商提供
店员管理	◆人事权：按联营合同约定店员委派和管理方式。除少部分高尔夫球会店由联营方委派外，大部分由公司委派店员	◆人事权：公司委派、管理 ◆培训：公司定期统一组织	◆人事权：加盟商委派、管理 ◆培训：公司定期统一组织

	◆培训：公司定期统一组织		
产品定价	公司统一指导市场定价	公司统一指导市场定价	公司统一指导市场定价
货款结算	对消费者销售时，通过联营方系统统一收款。公司与联营方根据上月销售清单，按照联营合同约定分成比例实行净额结算	消费者按商品销售价格付款给门店	公司对加盟商实行买断式销售。加盟商按照合同确定的折扣比例计算货款。每年两次订货后按比例缴纳订金。发货时先按订单结算货款后发货
信用政策及退换货	无信用政策，消费者可按规定进行退换货		对少数优质加盟商给予一定的信用额度。除质量问题不得退货，可按一定比例换货
收入确认	于收到联营方的结算清单，按扣除联营方分成后的销售净额确认	于货品交付给消费者并收取价款时确认销售收入	于货品交付给加盟商或加盟商指定的物流公司，并取得加盟商的确认文件时确认收入。
门店数量及占比（1H22）	544家（48.4%）		581家（51.6%）
报表收入及占比（1H22）	19.1亿元（72.61%）		6.8亿元（21.01%）

来源：公司公告，国金证券研究所

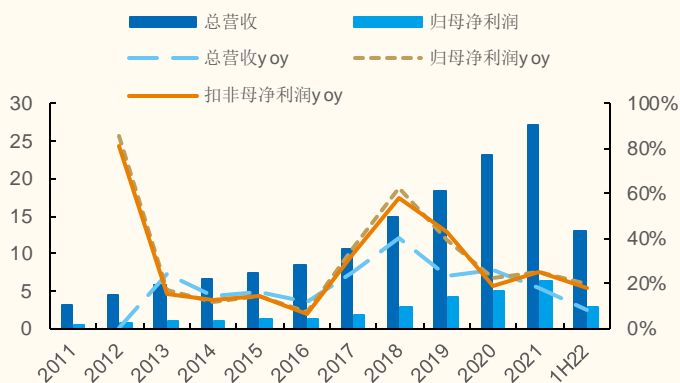
1.2、财务分析：盈利能力强，库存压力有所减轻

■ 成长：外延内生共同推动业绩稳定增长

以公司上市（2016年）为界，2013~2016年公司营收、归母净利润年均复合增速分别为14.1%、11.4%；2016~2021年营收、归母净利润年均复合增速分别为26.43%、36.33%，外延（净拓店加快）和内生（店效提升）共同推动期间营收规模加快扩大，2018年净利端增速明显高于收入端主要源于所得税率下降。

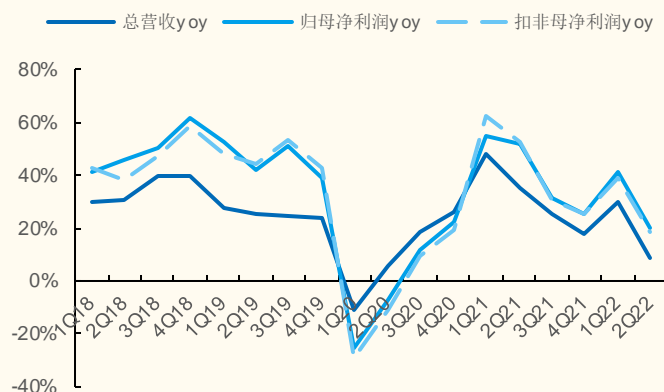
2021年公司实现营收、归母净利润27.2亿元、6.3亿元，同增18.1%、25.2%；1H22公司实现营收、归母净利润13.13亿元、2.95亿元，较2021年同期增长8.6%、20.2%，弱市下增长稳健，且净利增速好于收入，反映经营效益突出。

图表 3：公司营收、业绩保持稳健增长（亿元，%）



来源：公司公告，国金证券研究所

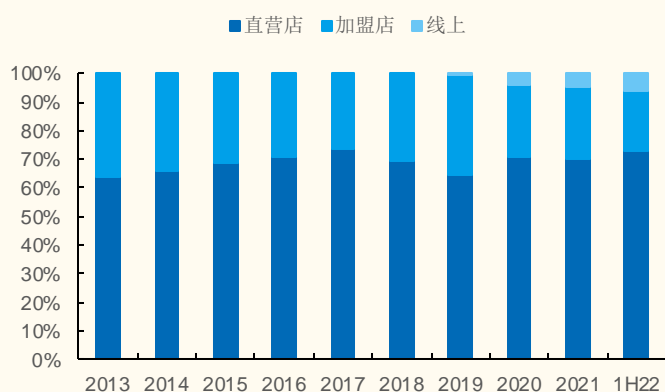
图表 4：疫情以来公司利润表现好于收入端（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

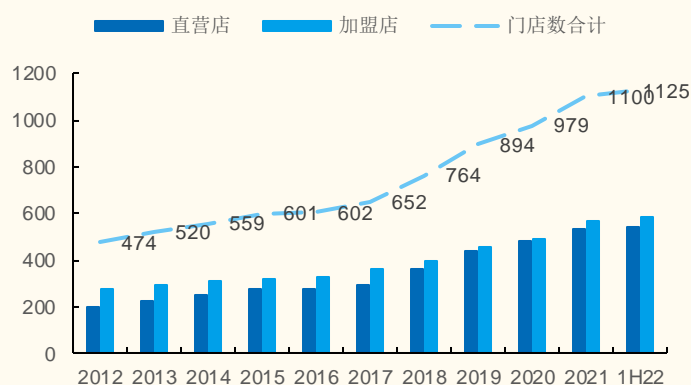
分渠道看，2021年公司直营/加盟/线上收入占比分别为70.37%/25.12%/4.51%，1H22分别为72.61%/21.01%/6.38%，加盟占比低于直营主要源于销售模式差异（公司产品以买断式销售给加盟商、按折扣比例计算货款），线上占比提升（+0.24pct/1.69pct）。

图表 5: 公司直营门店及线上占比不断提升 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 2016 年以来公司保持积极拓店节奏 (家)

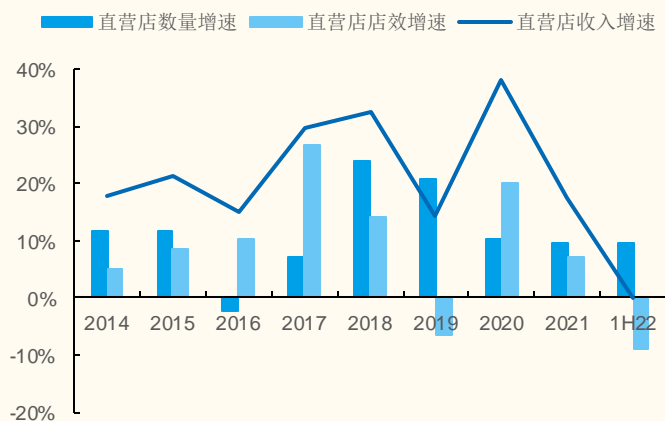


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2016~2021 年公司直营店、加盟店收入年均复合增速分别为 26.21%、22.85%; 其中, 2016~2021 直营门店数量、店效年均复合增速分别为 12.94%、11.75%; 2016~2021 加盟门店数量、店效年均复合增速分别为 10.33%、11.35%, 拓店及店效提升共同贡献收入增长。

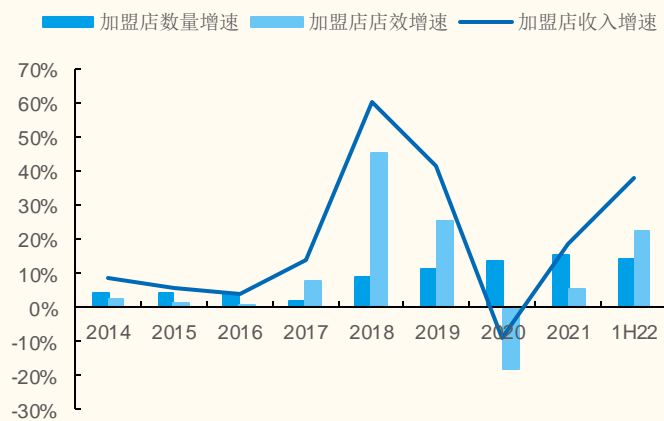
2021 年公司直营店、加盟店、线上收入分别同增 17.52%、18.58%、24.76%; 其中, 直营店正增长主要因为拓店, 门店数量、店效分别同增 9.47%、7.01%; 加盟店店效增速由负转正, 较去年同期增长 5.72%, 门店数同比增长 15.21%。1H22 公司直营店、加盟店、线上收入分别同增 0.04%、38.18%、47.80%; 直营店受疫情影响增速相对放缓, 公司与电商平台进行深度合作, 线上收入持续上升。

图表 7: 疫情背景下积极拓店导致直营店效短期承压 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 店效=门店营业收入/期初期末平均门店数量

图表 8: 加盟门店不断调整且店效积极改善 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

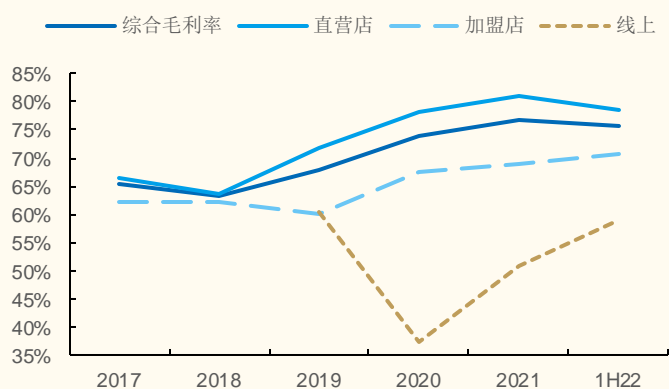
■ 毛利率高+费用率下降+所得税率下降, 公司盈利能力强

2013~2016 年公司毛利率较为稳定、年均 62.0%, 且直营、加盟渠道毛利率水平差异不大。2019 年, 公司毛利率上升至 67.8% (+4.5pct), 较大幅度提升源于: 终端折扣控制加强、产品结构优化以及增值税税率下降 (2019 年 4 月起增值税税率由 16% 下调至 13%); 2021-1H22 公司毛利率分别为 76.69%/75.55%、同比提升 2.81pct/-0.78pct。

2017~2019 年销售费用率下降主要与收入端规模效应提升以及加盟店收入占比提升 (加盟店较直营店少员工薪酬、门店运营等费用) 相关; 2020 年有所上升, 同比提升 8.45pct, 主要系新准则下商场提成计入销售费用; 2021 年为 38.27%、与 20 年基本持平, 1H22 微升至 40.59%。管理、研发费用率在公司

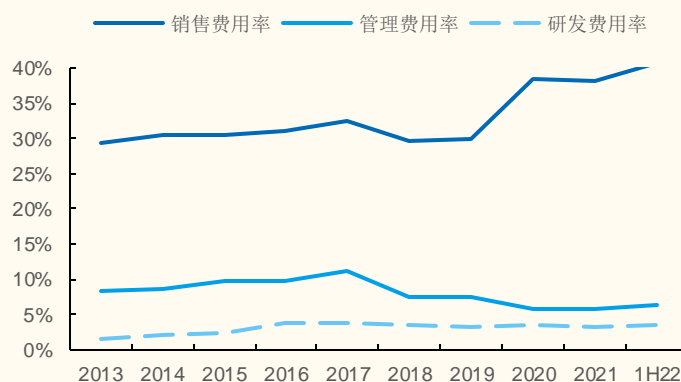
上市后略有波动但整体较为稳定，2021 年分别为 5.75%/3.07%、同比变动-0.01pct/-0.27pct，1H22 分别为 6.17%/3.53%，同比上升 0.63pct/0.35pct。

图表 9：公司直营门店占比提高带动整体毛利率提升 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

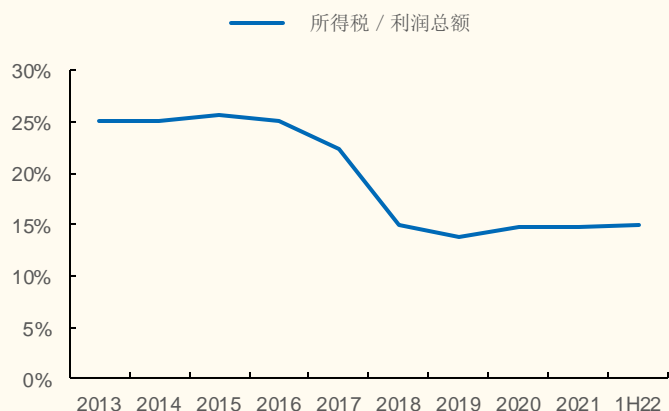
图表 10：公司销售费用率微增、管理/研发费用率相对平稳 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

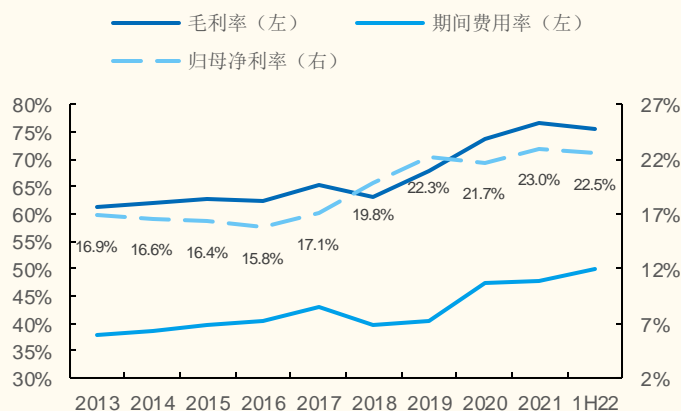
公司盈利能力较强，2013~2017 年归母净利率保持在 16%左右，2018 年开始明显上升。除受毛利率上升、费用率下降带动外，还源于 2018 年公司通过高新技术企业认证，享受所得税率按 15%缴纳优惠（2021 年再次获得认证，21-23 年均可按 15%征收企业所得税）。2021 年公司归母净利率为 22.96%（+1.3pct），1H22 为 22.45%，保持稳定。

图表 11：公司所得税率有所下降 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：公司归母净利率不断提升 (%)



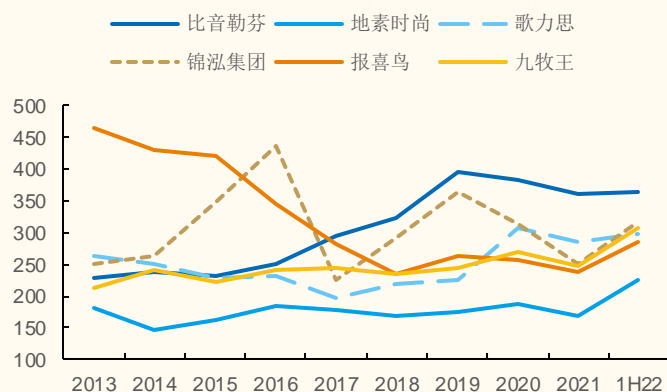
来源：公司公告，国金证券研究所

■ 营运：存货周转保持平稳，奥莱消化库存能力较强

公司存货周转天数在上市后有所上升，与公司拓店速度较快（且集中于 Q4）、备货规模上升相关；在 19 年达到 397 天后周转能力逐年改善，2021 年为 360 天（同比下降 24 天），1H22 为 363 天。横向来看，公司的存货周转天数高于同业水平，主要系公司为保护品牌形象严控正价店折扣，过季商品进入奥莱销售，而公司凭借较强的品牌力仍能保证 4-6 折清货折扣，对应毛利率在 40%以上；截至 21 年末，2018/19/20 年末存货分别销售了 95%/87%/74%，可见公司消化过季商品能力强，周转较慢并未增加库存积压风险。

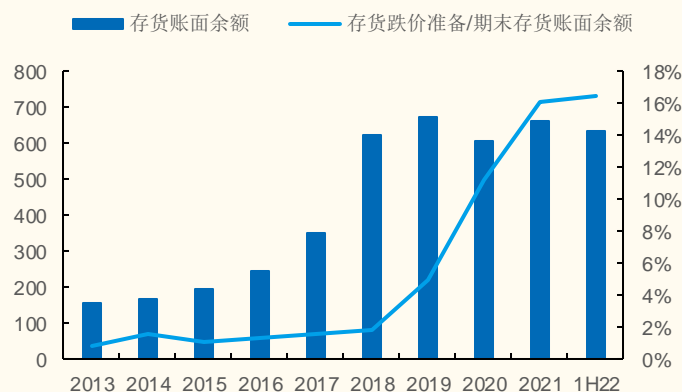
从存货跌价情况看，2019 年开始存货跌价准备占期末存货账面余额比例出现较明显上升，2021-1H22 分别为 16.12%/16.46%，主要由于 1 年以上库龄的库存商品占比上升（2021 年公司对 1 年以下/1~2 年/2~3 年/3 年以上库龄库存商品跌价准备计提比例分别为 0%/6%/15%/30%）。但从存货账面余额绝对值看，2018 年以来已逐渐企稳，2021-1H22 分别为 6.6/6.4 亿元，同比增加 8.64%/12.83%。

图表 13: 2013-1H22 公司存货周转天数略高于同业 (天)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

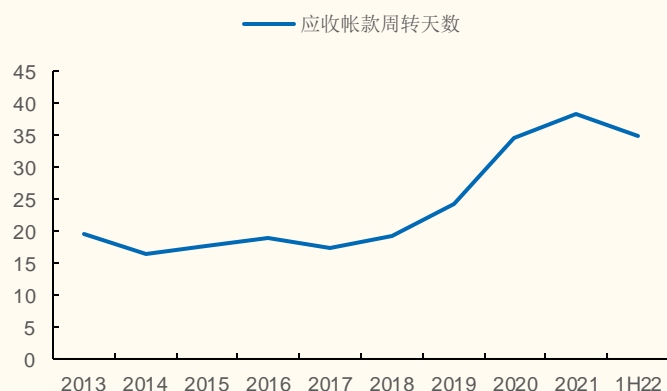
图表 14: 公司存货跌价准备占期末存货账面余额比例有所升高 (百万元, %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

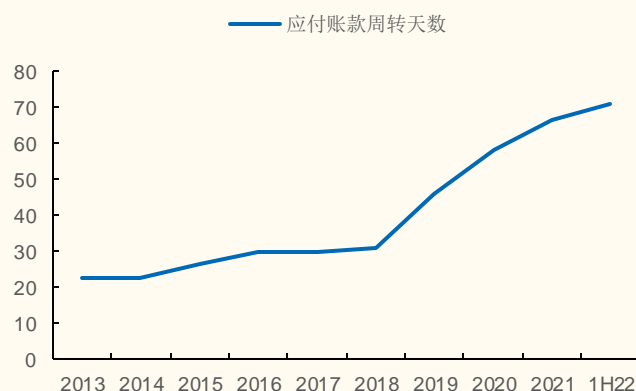
应收账款天数整体较为稳定, 2020、2021 两年受疫情影响略有上升至 35 天、38 天, 1H22 回落至 35 天; 应付账款周转天数自 2019 年开始出现上升, 2020-1H22 分别为 58 天、66 天、71 天。

图表 15: 公司应收账款周转天数略有下降 (天)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 16: 公司应付账款周转天数不断增加 (天)

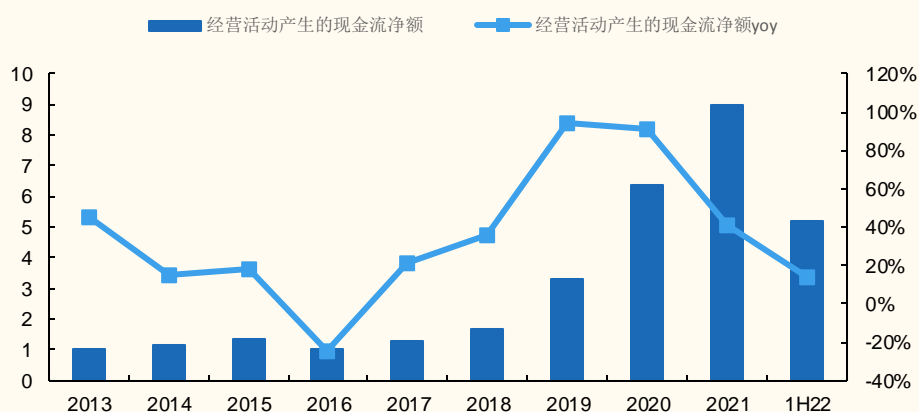


来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 现金流: 经营性现金流上升, 反映终端需求回暖、加盟商订货积极

公司经营性活动现金流净额整体呈上升趋势, 2021 年为 8.98 亿元、同比提升 40.97%, 增长主要源于销售规模扩大及有效控制支出, 同时经营相关保证金收入增长也是影响因素之一 (1284.5 万元、同增 185.0%)。1H22 公司经营性活动现金流净额为 5.17 亿元, 较 21 年同期增长 13.88%, 主要由销售商品增长驱动 (销售商品、提供劳务收到的现金同增 11.75%), 由此推测公司终端销售情况良好、加盟商订货积极。

图表 17: 公司经营活动产生的现金流净额有所上升 (亿元, %)



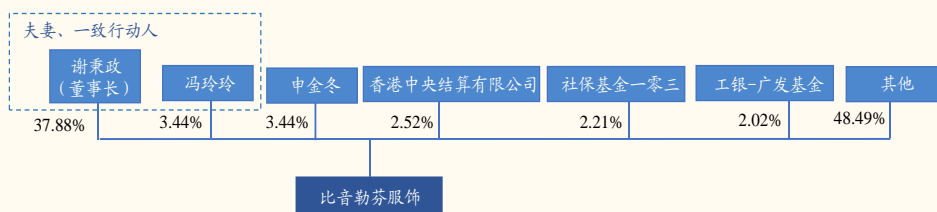
来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.3、股权结构: 控股股东持股比例较高, 员工持股计划彰显信心

■ 实控人为谢秉政、冯玲玲夫妇, 股权集中且较稳定

公司实控人为谢秉政、冯玲玲夫妇, 截至 1H22 末, 夫妇二人合计直接持股比例 41.32%。前十大股东中公司董事兼总经理申金冬持股 3.44%, 与公司利益深度绑定。

图表 18: 公司股权结构 (截至 22 年中报披露)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 上市以来已推出三期员工持股计划, 充分调动内部积极性

公司上市以来已推出三期员工持股计划, 覆盖对象包括公司中高层管理人员、核心业务人员、技术骨干等。2021/1/14, 公司推出第三期员工持股计划, 授予不超过 1320 人, 覆盖对象数量超过前两期, 涉及股票数量 649.5 万股, 占当时总股本比例 1.24%。截至目前前三期员工持股计划持有的公司股票已全部出售完毕。

图表 19: 公司上市后可推出三期员工持股计划

	公告时间	授予人数 (人)	覆盖对象	股票来源	成交均价或认购均价 (元/股)	股份数量 (万股)	占计划完成股票购买或过户时总股本比例
第一期	2017/8/21	不超过 600 (含董监高 6 人)	公司董监高、公司及公司全资或控股子公司中层管理人员、核心业务人员、技术骨干等	二级市场购买	59.05	169.3	1.59%
第二期	2019/5/30	不超过 900 (含董监高 6 人)		公司回购专用账户回购的公司 A 股股票	38.32	237.4	1.31%
第三期	2021/1/14	不超过 1320 (含董监高 6 人)		二级市场购买	16.93	649.5	1.24%

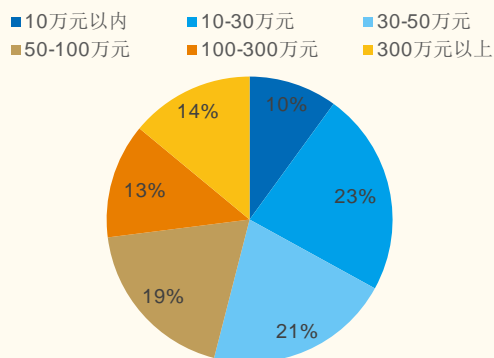
来源: 公司公告, 国金证券研究所

2、优势与动力：卓越品质+轻奢形象+渠道触达

2.1、“三高一新”追求卓越品质，满足目标客群需求

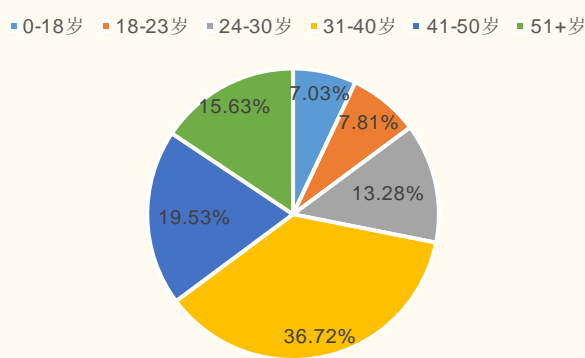
品牌从高尔夫差异化切入高端服饰赛道，核心客群定位 25~40 岁高收入男性，多年以来公司坚持高品质、高品位、高科技和创新的“三高一新”产品设计研发理念，产品剪裁设计、功能面料使用、以及时尚度把控方面积累较强优势，把握核心消费群体对服装穿着的差异化需求，客户粘性高、复购率高。

图表 20：高尔夫人群中高收入客群占比大



来源：朝向白皮书，国金证券研究所





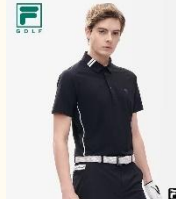
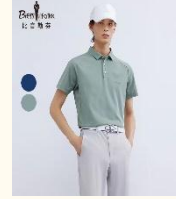
图表 21：购买比音勒芬品牌客群年龄分布



来源：飞瓜数据，国金证券研究所

对标国际优质男装品牌，版型更加贴合亚洲人身材。横向来看，与 Huge Boss、Ralph Lauren 等国际优质服饰品牌相比，公司在品牌调性、定价方面与国际品牌持平，但由于公司主要定位国内客群，剪裁设计上更加符合亚洲人体型与审美：1) 颜色低调耐看，符合企业中高层、公务员等客群日常工作需求；2) 版型上根据亚洲中年男性体型特点设计，翻领采用 18 针高密织法、久穿不易变形，且下摆使用“前方后收”剪裁，修饰身形；3) 面料大多可以机洗，且具有抗皱的特点，与国人平时习惯相符。高端功能性面料使用叠加独特裁剪设计优势下，品牌对应客群粘性较强，预计 70%左右销售额来自存量客群。

图表 22：品牌旗下高尔夫线定位高端、价位与国际知名男装品牌相近

品牌名称	Ralph Lauren	Huge Boss	Lacoste	Descent Golf	FLA	比音勒芬
天猫旗舰店 SKU 数量	999+件	334 件	850 件	204 件	高尔夫线 144 件	全店 999+件、 高尔夫线 67 件
价位	600-50000 元	600-16000 元	200-4290 元	600-1800 元	200-3099 元	800-4000 元
产品形象						

来源：各品牌天猫旗舰店，国金证券研究所






维持高端定位，采用顶级功能性面料，有效与其他国产男装品牌区隔开。由于高端消费者对产品品质有较高要求，因此在面料方面，公司产品注重专业性、舒适性，较少使用 100%棉，而是选用功能性面料，满足高尔夫爱好者舒适挥杆以及日常穿着等要求，部分产品具有抗菌、透气、抗紫外线、防晒、冰肤等功能。纵向来看，比音在品牌理念打造、面料使用方面保持领先，与其他国产男装品牌形成有效区隔，相同价位带下竞争对手空缺。

图表 23: 公司在国产品牌中定位高端、调性独特

品牌名称	卡帝乐鳄鱼	报喜鸟	海澜之家	Jeep	啄木鸟	比音勒芬
价位	50-2000 元	300-5000 元	50-2000 元	150-2000 元	60-800 元	800-4000 元
产品形象						

来源: 各品牌天猫旗舰店, 国金证券研究所

图表 24: 公司产品面料具有透气、抗菌、柔软等特性

产品系列	科技属性	
Outlast 空调纤维系列	采用独特国际航空材料, 通过纤维混合技术, 将 Outlast 相变调温纤维直接混纺到织物中, 以达到最佳的温度调节功能	
Anti-Bacterial 抗菌纤维系列	通过研究纤维、纱线、面料、整理等技术, 根据不同材质结合具有 pH 值调节功能的纱线, 让面料中和因汗液而升高或降低的 pH 值, 从而有效清新汗液蒸发过程, 抑制细菌的生长和繁殖	
抗 UV 防晒面料	将吸收、反射紫外线的科技材质融入纤维中, 面料功能升级, 防晒指数达到 UPF50+。	
韩国透气棉	采用韩国进口 100 织细珠面料打造, 布面透气性更好, 布底平纹贴身穿穿着舒服。具备透气、吸热快干的性能, 且弹力较好, 穿上抗皱易打理	
冰舒棉面料	清爽亲肤、自带凉感, 比普通面料清凉 2 度; 100 支超细高纱支, 面料色泽纯正, 有回弹, 清爽舒适。	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

为确保产品的高档次、高性能, 公司选用全球优质面料, 与美国 Polartec LLC、美国戈尔公司、日本伊藤忠、意大利 Canclini 等全球顶级面料商保持稳定的合作关系, 其合作面料商主要供应 Prada、爱马仕等在内的高奢品牌以及始祖鸟、Burton、Asics 等专业运动户外品牌。除此之外, 公司与部分面料供应商建立了技术研发人员定期交流合作机制, 并结合公司产品的风格特点, 发挥各自的优势进行产品的定向开发。

图表 25: 公司与全球知名面料制造公司达成合作

面料名称	对应制造公司	面料特征	面料方其他合作品牌
POLARTEC	美国 Malden Mills 公司	Malden Mills 为抓绒的发明者，该款面料具有超高耐磨性，轻量的可压缩性以及极强的保暖性，最早用于高端服饰和极限运动装备，后随着技术进步衍生出基础层、中层和外层，对应不同功能及使用场景。	始祖鸟、Asics、Burton、FILA、UA、Moncler、Prada 等
GORE-TEX	美国戈尔公司	由戈尔公司独家发明的一种集合轻薄、坚固和耐用的薄膜，具有防水、透气和防风功能，被誉为“世界之布”。GORE-TEX 薄膜构成为极其精薄的膨体聚四氟乙烯层（ePTFE），每平方英寸上有 90 多亿个微细孔，保证持久防水的同时保证高度透气性，即使在高强度运动下也能轻松排出汗液。	Converse、波司登、Nike、始祖鸟、Marmot、
ITOCHU	日本伊藤忠商事株式会社	当前供应包括 RENU、Scafe、POC 等环保原料以及 MIYABI（抗起球腈纶）、Lycra、铜氨丝等特殊原料。销售面料透气性良好、穿着舒适，被广泛运用于运动户外及高端品牌中。	LV、GUCCI、Burberry、LANVIN 等
CANCLINI	意大利康科利尼纺织	公司旗下 90 纱支面料所使用的原纱采用长纤维顶级埃及棉，既保证面料具有更好的抗皱性和耐穿性，同时又保证手感细腻光滑。另外，公司不断创新，开发出一些比较前沿、时尚的工艺，如割绒、大提花、刺绣、透孔织物等。	爱马仕、阿玛尼、LV、Huge Boss、Gucci、Zegna、Massimo Dutti

来源：各面料公司官网，国金证券研究所

时尚度方面，公司一方面顺应国际潮流升级品牌老花图案，并将产品设计与传统文化进行有机结合，打造独特品牌调性。2020 年，公司以比音勒芬品牌“BG”字母主题加入高尔夫球、果岭彩旗的元素，通过色彩碰撞，升级老花图案设计，进一步提升高端品牌时尚感；同年重磅推出“天官赐福”、“福禄寿”系列，献礼紫禁城建成六百周年，演绎国潮文化，沉淀品牌价值内涵。2022 年品牌在设计上与国潮趋势进一步结合，联合故宫宫廷文化 IP 推出非遗苏绣设计款，将苏绣技艺与高尔夫运动时尚有机结合，进一步加固品牌的文化属性。

启动大单品战略，带动复购率提升与品牌形象再加固。T 恤作为服装搭配基础单品，可以广泛应用于各种场合，市场空间巨大。2022 年初，公司正式提出“T 恤小专家”口号，主推小领 T 采用 5cm 左右的精致小领设计，打造更贴合亚洲人脖颈弧度的领口，在视觉上起到延伸颈部曲线的作用，彰显年轻与精致的同时凸显干净利落设计理念。

2.2、深耕高尔夫文化，塑造轻奢品牌形象

■ 专业领域彰显品牌价值，深耕高尔夫文化

合作专业运动赛事，树立高尔夫专业品牌形象。2009 年开始连续 10 年冠名高尔夫频道“比音勒芬杯”铁杆会；2013 年签约中国国家高尔夫球队，为国家队持续提供训练服、比赛服，2020 年续约 8 年，助力国家队征战东京奥运会；2020 年签约“高球一姐”冯珊珊为品牌代言人，举办首场“比音勒芬杯·冯珊珊慈善赛”；2021 年为中国国家高尔夫奥运之队打造第二代五星战袍；长期在“高尔夫频道”、“高尔夫大师”等高尔夫垂直平台以及财经类媒体进行广告投放。

图表 26: 公司合作高尔夫运动赛事

时间	运动赛事
2009 年至今	冠名高尔夫频道“比音勒芬杯”铁杆会
2013 年至今	中国国家高尔夫球队合作伙伴，2020 年 9 月再续约 8 年
2016 年	助力国家高尔夫球队首征奥运
2017 年	中国国家高尔夫球队亚运之队合作伙伴
2018 年	助力国家队备战印度尼西亚
2019 年	举办中国-新西兰青少年高尔夫团体对抗赛
2019 年	自然高尔夫丝绸之路探索赛合作伙伴
2020 年	携手冯珊珊举办首场“比音勒芬杯·冯珊珊慈善赛”
2021 年	为中国国家高尔夫奥运之队打造第二代五星战袍

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

■ 明星代言、广告植入注重情感营销，瞄准中高端潜在客群

2018年，公司签约杨烁为品牌代言人，同年推出品牌 TVC 广告《只和自己比》，巧用情感营销，引发中青年的情感共鸣。2021年扩大明星矩阵，与刘恺威、黄轩、段奕宏等符合公司品牌调性的明星合作，通过持续曝光与内容创新，拉近与消费者距离，提升品牌影响力。另外，“比音勒芬”品牌通过高尔夫剧情植入《三十而已》、《了不起的儿科医生》、《恋爱先生》等都市剧，营造都市品质生活氛围，精准狙击潜在中高端客群。

■ 加强 VIP 精细化管理，线上线下联动提供轻奢购物体验

公司设立 VIP 会员中心，向核心客户提供个性化服务，以提升品牌忠诚度和用户粘性：1) 从而推荐客户偏好的服装搭配；2) 建立告知系统，定期推送时尚资讯、流行趋势及品牌新品，开展积分兑换活动加强与会员互动；3) 向符合条件的 VIP 客户发送邀请函，参加所在城市举办的消费体验、客户高尔夫联谊赛等活动；4) VIP 线下门店主题活动，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 年邀请国内知名画师与摄影师在门店为顾客现场作画及拍摄国风全家福；5) 线上社群营销，2020 年全面推进 VIP 精细化管理，通过微信号+VIP 社群营销+小程序直播将线下会员引流线上，线上线下联动，共同发力。6) 22 年 9 月起新增门店咖啡服务及礼品卡，通过提供多元化服务保证消费者在门店获得全方位优质体验。

图表 27: 公司线下门店 VIP 主题活动



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28: 公司门店服务多元化



来源：国金证券研究所

2.3、拓店空间仍较大，多元优质渠道触达目标客户

■ 公司拓店目标较为合理，预计未来仍有 615~1320 家拓店空间

根据 wind 数据，至 2021 年末我国有购物中心 5936 家、民用机场 240 多个（不含港澳台）、高铁站 500 多个。鉴于中高端商场、大客流量机场/高铁站集中于经济发达的城市，以及公司主力产品所处价格带较高，我们根据第一财经《2022 城市商业魅力排行榜》中的城市分级标准，假设一线城市、新一线城市、二线城市、三线城市、四线城市分别能开设 50-65 家（包括 15-20 家高尔夫店）、32-45 家（包括 12-15 家高尔夫店）、10-12 家、7-10 家、3-5 家门店，测算得到理想状态下公司在全国可开店空间为 1740~2445 家（平均 2093 家），与公司 2020 年报给出的 1958 家品牌总开店容量基本吻合。截至 1H22 末公司线下门店共 1125 家，按照测算结果，我们预计公司未来仍有 615~1320 家拓店空间（包括约 240~305 家高尔夫专卖店）。

图表 29: 公司总开店空间为 1740-2445 家

	城市数量	可容纳店铺数	小计
一线	4	50-65	200-260
新一线	15	32-45	480-675
二线	30	10-12	300-360
三线	70	7-10	490-700
四线	90	3-5	270-450
五线	128	-	-
总计		1740-2445	

来源：第一财经《2022城市商业魅力排行榜》，国金证券研究所测算

■ 多元门店类型触达消费者，商场净拓店、调位置，奥莱提升库存消化能力

我们统计了公司官网所载有明确地址的门店 913 家（截至 2020 年），其中商场正价店（包括购物中心、百货商场）538 家，占比 58.9%，与公司品牌定位相符。将官网门店统计数据与公司招股说明书中所披露的 3Q16 末不同类型门店数量对比，可以发现上市以来拓店速度较快的门店类型为商场店（净增 225 家、+71.9%）、奥莱（净增 49 家、+100.0%）、机场或高铁站（净增 17 家、+34.7%）。截至 2021 年末，公司门店达到 1100 家，较 2020 年末净增加 121 家，包括直营店 532 家，加盟店 568 家。

图表 30：公司线下门店构成（截至 2016/9/30）

	直营	加盟	合计	占比
商场店	145	168	313	52.1%
奥莱店	49	0	49	8.2%
机场（含高铁）	49	0	49	8.2%
独立门店	3	160	163	27.1%
球会店	27	0	27	4.5%
合计	273	328	601	100.0%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 31：公司线下门店构成（截至 2020）

	门店数	占比
商场店	538	58.9%
奥莱店	98	10.7%
机场（含高铁）	66	7.2%
独立门店/专卖店	179	19.6%
球会店	32	3.5%
官网统计合计	913	100.0%
2020 年末公告总数	979	-

来源：公司官网，国金证券研究所（注：数据为 2022/9/5 根据公司官网所载门店地址统计，或存在门店信息滞后）

公司不同类型门店定位有所差异，通过多元方式触达消费者：

1) 商场正价店：主要销售渠道，考虑主品牌核心消费群体年龄段和消费习惯，商场店除维护中高端品牌调性外，能提供有更优质的消费体验和服务，其中一二线以直营为主、三线及以下以加盟为主。近年来，公司拓店主要集中在商场店，同时通过“调位置、扩面积”的店铺优化策略，已占据国内百货商场的优质位置，拥有多家精品店和大型体验店，门店优势较为明显。除此之外随着新品中高尔夫系列占比显著提升，预计全年将新增 30-40 家高尔夫专卖店，品牌调性有望得到进一步巩固。

2) 奥莱店：用于处理过季商品，一般以吊牌价 4~5 折销售，为了不伤害品牌形象，公司严格区分过季打折商品与当季新品，通过奥莱折扣店销售过季商品。根据公司招股说明书数据，公司奥莱（直营折扣店）店效约 370 万元、明显高于其他类型直营门店，毛利率仍有约 38%，体现过季商品仍能为公司带来不错的利润。根据官网数据统计，奥莱店数量已较 3Q16 末翻番，我们估计目前公司奥莱店与正价店的比值约 1: 9（3Q16 末为 1: 11），公司线下拓店过程中同步匹配用于消化过季商品的渠道，或对改善品牌存货上升产生帮助。

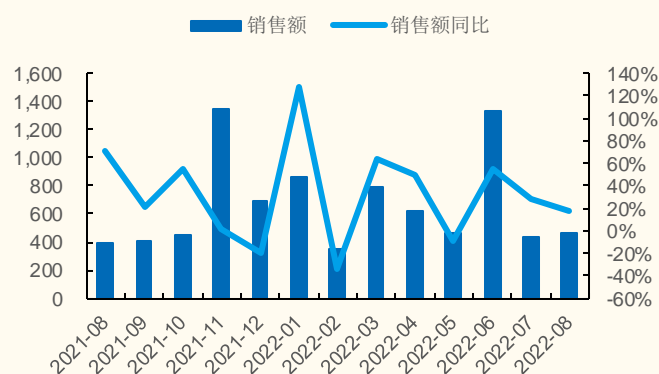
3) 机场店（包含高铁）：作为产品展示以及商旅人士购物渠道。公司目标客户与商旅人士重叠度较高，通过在客流量大的机场、高铁等交通枢纽布局，较好解决了目标客户因忙于工作无时间逛街购物的问题。截至 2020 年末，公司已布局机场（含高铁）店有 66 家。

4) 球会店：开在高尔夫球会内，平均面积较小（2015 年平均面积 28.5 平米），店效一般只有非球会直营店的 1/6~1/3。此类门店主要面对高尔夫爱好者，绑定品牌与高尔夫文化。截至 2020 年末，公司已布局球会店有 32 家。

■ 携手腾讯智慧零售，积极布局数字化新零售

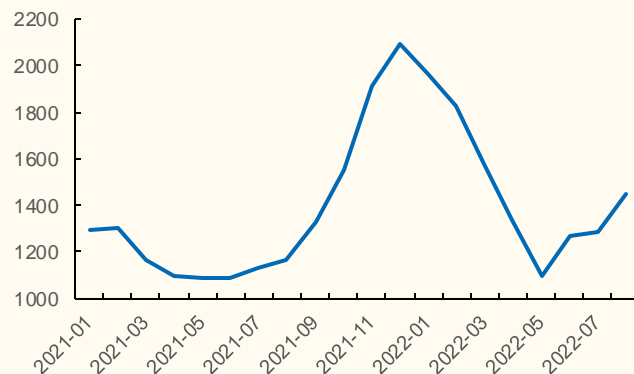
公司积极布局数字化新零售渠道，2022 年以来，即使在疫情导致部分一线城市快递运输受到拖累背景下，比音勒芬天猫旗舰店销售额依然保持亮眼增长；2022 年 6-8 月旗舰店销售额分别实现 55%/29%/17% 的同比增长，在品牌服饰中增速保持领先。除在天猫、京东、唯品会开设旗舰店外，还通过直播带货、小红书种草、抖音、微信小程序等方式，发挥高黏性客群和高复购率的品牌优势，通过线上线下融合，形成全渠道布局

图表 32: 比音勒芬品牌天猫旗舰店销售额维持同比正增长 (万元, %)



来源: 魔镜市场情报, 国金证券研究所

图表 33: 比音勒芬品牌天猫旗舰店平均单价维持千元以上 (元)



来源: 魔镜市场情报, 国金证券研究所

2020年7月, 公司与腾讯智慧零售签订战略合作协议, 正式开启数字化运营, 将与腾讯共同建立智慧门店样板店, 基于线下门店在泛会员体系、产品整合、流量引入等方面进行合作, 预计有望加强公司私域流量管理和变现能力。

3、盈利预测与投资建议

3.1、盈利预测

收入端: 公司目前主品牌门店数量离天花板尚存距离且正向三四线城市下沉, 高尔夫专卖店加速落地, 预计直营店、加盟店数量仍将保持净拓店; 店效随着门店位置调整、升级改造, 新店进入正常运营, 有望稳步提升; 公司线上布局刚刚起步、目前规模尚小, 预计未来三年仍将有高速增长。经分渠道测算, 预计 2022E~2024E 公司实现收入 30.51/35.62/42.01 亿元, 同比增长 12.2%/16.8%/17.9%。

毛利率: 公司品牌力强、产品品质高, 作为中高端品牌有较高加价倍率; 而公司自身价格体系不断优化、线上线下同价趋势下预计 2022E~2024E 毛利率分别为 77.5%/77.9%/78.0%, 较为稳定。

费用率: 考虑到收入端规模效应, 预计 2022E~2024E 公司销售费用率为 36.7%/36.0%/35.8%, 管理费用率相对保持稳定; 研发费用率方面考虑到公司注重产品开发投入, 预计分别为 3%/2.5%/2.3%。

图表 34: 公司分渠道盈利预测

单位: 百万元	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
直营店							
销售收入	1,029.50	1,177.90	1,263.07	1,914.08	2,054.29	2,347.45	2,704.57
YOY	32.70%	14.41%	7.23%	51.54%	7.33%	14.27%	15.21%
门店数量	365	441	486	532	557	607	655
净增	71	76	45	46	25	50	48
YOY	24.10%	20.80%	10.20%	9.47%	4.70%	8.98%	7.91%
店效	3.1	3.1	2.8	3.8	3.8	4.1	4.4
YOY	14.30%	-6.50%	-6.80%	37.76%	-0.80%	8.00%	6.00%
毛利率	63.80%	71.90%	72.20%	81.11%	82.00%	82.50%	82.70%
占比	69.80%	64.50%	65.20%	70.37%	67.33%	65.89%	64.38%
加盟店							
销售收入	446.2	631.5	576.3	683.3	819.1	941.3	1082.8
YOY	60.30%	41.50%	-8.70%	18.58%	19.86%	14.92%	15.03%
门店数量	399	453	493	568	613	673	733
净增	41	54	40	75	45	60	60
YOY	11.50%	13.50%	8.80%	15.21%	7.92%	9.79%	8.92%
店效	1.2	1.5	1.2	1.4	1.4	1.5	1.6
YOY	45.30%	25.70%	-17.80%	16.67%	1.00%	6.00%	5.00%
毛利率	62.10%	60.20%	67.70%	68.90%	71.00%	72.00%	73.00%
占比	30.20%	34.60%	29.70%	25.12%	26.84%	26.42%	25.78%
线上销售							
销售收入		16.2	98.25	122.6	177.7	273.7	413.3
YOY			508.00%	24.76%	45.00%	54.00%	51.00%
毛利率		60.40%	37.59%	50.93%	55.00%	59.00%	60.00%
占比		0.90%	5.10%	4.51%	5.83%	7.68%	9.84%
合计							
销售收入	1,475.75	1,825.52	2,303.33	2,719.99	3,051.09	3,562.43	4,200.64
YOY	40.00%	23.70%	6.10%	18.09%	12.17%	16.76%	17.91%
毛利率	63.30%	67.80%	69.10%	76.68%	77.47%	77.92%	77.97%

来源: wind, 国金证券研究所测算

3.2、相对估值

我们预计, 2022E~2024E 公司归母净利润分别为 7.99/9.94/12.13 亿元, 对应 EPS 分别为 1.40/1.74/2.13 元。

我们选取五家 A 股中高端服饰企业作为可比公司对比音勒芬进行估值, 2022E~2024E 同业平均 PE 为 18/11/9 倍。考虑到公司作为高端运动时尚龙头, 自身品牌势能突出, 且未来拓店计划明确、成长动能充足, 综合来看给予公司 22 年 19 倍 PE, 对应目标价 26.59 元/股, 首次覆盖予以公司“买入”评级。

图表 35: 可比估值

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)					PE				
			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
603587.SH	地素时尚	14.30	1.31	1.43	1.34	1.50	1.85	11	10	11	10	8
603808.SH	歌力思	8.88	1.34	0.82	0.59	0.86	1.19	7	11	15	10	7
003016.SZ	欣贺股份	8.32	0.42	0.66	0.55	0.77	0.92	20	13	15	11	9
601566.SH	九牧王	7.34	0.64	0.34	0.23	0.56	0.66	11	22	32	13	11
603877.SH	太平鸟	16.65	1.50	1.42	1.07	1.31	1.47	11	12	16	13	11
	平均	-	-	-	-	-	-	12	13	18	11	9
002832.SZ	比音勒芬	22.12	0.95	1.13	1.40	1.74	2.12	23	19	16	13	10

来源：Wind，国金证券研究所（除地素时尚、歌力思、太平鸟采用国金预测值以外，其他可比公司采用 wind 一致预测；股价对应 9 月 28 日收盘价）

4、风险提示

拓店不及预期：公司通过不断增设新店促进规模增长，2017-21 每年净增 50/112/130/85/121 家门店（包括直营+加盟），公司未来计划保持高速开店节奏，并将旗下高尔夫系列进行单独开店。考虑到当下疫情反复、零售环境承压，若公司拓店速度放缓，可能会导致公司收入增长不达预期。

疫情反复影响线下门店：公司线下渠道收入占比达到 95%，若疫情反复可能导致线下客流减少，从而影响门店销售。

门店经营管理不及预期：公司在高速开店时若不能同步提升门店运营及人员管理等能力，可能会导致单店盈利水平有所下滑，进而影响公司业绩。

存货积压、库龄老化：公司作为高端服饰品牌，未来若因为宏观环境变化、竞争加剧、消费者喜好改变等导致过季商品销售放缓，可能导致存货跌价大幅增加，从而对公司经营带来不利影响。

税收政策变动：公司于 2021 年 12 月 20 日获得由广东省科学技术厅、广东省财政厅和国家税务总局广东省税务局联合颁发的《高新技术企业证书》，自 21 年起可连续三年享受按 15% 税率征收企业所得税优惠。若公司未来经营变动或高新企业评选规则改变，可能导致公司 3 年以后无法享受 15% 税率优惠政策，进而对公司经营业绩带来较大影响。

股东减持：公司股东谢挺于 22 年 6 月 3 日发布公告计划 6 个月内以集中竞价方式减持公司 667.81 万股（占比 1.17%），截至 9 月 23 日已减持 161.46 万股、减持比例 0.28%，减持后持有 506.35 万股，占总股本的 0.89%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,826	2,303	2,720	3,051	3,562	4,201	货币资金	475	579	1,083	1,326	1,816	2,543
增长率		26.2%	18.1%	12.2%	16.8%	17.9%	应收款项	191	355	370	376	449	529
主营业务成本	-588	-602	-634	-687	-787	-926	存货	674	608	660	643	656	691
%销售收入	32.2%	26.1%	23.3%	22.5%	22.1%	22.0%	其他流动资产	558	1,538	1,532	1,517	1,579	1,646
毛利	1,237	1,702	2,086	2,364	2,776	3,275	流动资产	1,899	3,079	3,645	3,862	4,500	5,409
%销售收入	67.8%	73.9%	76.7%	77.5%	77.9%	78.0%	%总资产	75.2%	82.1%	75.0%	73.0%	73.6%	75.2%
营业税金及附加	-17	-14	-24	-21	-25	-29	长期投资	99	93	98	98	98	98
%销售收入	0.9%	0.6%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	237	288	393	468	538	599
销售费用	-548	-885	-1,041	-1,120	-1,282	-1,504	%总资产	9.4%	7.7%	8.1%	8.9%	8.8%	8.3%
%销售收入	30.0%	38.4%	38.3%	36.7%	36.0%	35.8%	无形资产	220	220	225	376	516	646
管理费用	-136	-133	-156	-174	-189	-214	非流动资产	626	669	1,218	1,427	1,612	1,784
%销售收入	7.4%	5.8%	5.7%	5.7%	5.3%	5.1%	%总资产	24.8%	17.9%	25.0%	27.0%	26.4%	24.8%
研发费用	-59	-65	-83	-92	-89	-97	资产总计	2,524	3,749	4,863	5,289	6,112	7,193
%销售收入	3.2%	2.8%	3.1%	3.0%	2.5%	2.3%	短期借款	0	0	197	180	155	172
息税前利润 (EBIT)	478	605	781	957	1,191	1,431	应付款项	191	179	220	221	252	296
%销售收入	26.2%	26.3%	28.7%	31.4%	33.4%	34.1%	其他流动负债	343	488	664	596	662	729
财务费用	6	-10	-22	-1	10	25	流动负债	535	667	1,082	997	1,069	1,197
%销售收入	-0.3%	0.4%	0.8%	0.0%	-0.3%	-0.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-33	-54	-78	-64	-90	-89	其他长期负债	31	663	535	445	402	371
公允价值变动收益	0	0	3	0	0	0	负债	566	1,331	1,617	1,442	1,471	1,568
投资收益	17	25	39	48	60	60	普通股股东权益	1,957	2,417	3,245	3,846	4,640	5,624
%税前利润	3.6%	4.2%	5.3%	5.1%	5.1%	4.2%	其中：股本	308	524	550	571	571	571
营业利润	473	582	738	941	1,170	1,428	未分配利润	1,073	1,414	1,810	2,437	3,232	4,216
营业利润率	25.9%	25.3%	27.1%	30.8%	32.9%	34.0%	少数股东权益	1	1	1	1	1	1
营业外收支	-1	3	-5	-1	-1	-1	负债股东权益合计	2,524	3,749	4,863	5,289	6,112	7,193
税前利润	472	585	733	940	1,169	1,427	比率分析						
利润率	25.8%	25.4%	26.9%	30.8%	32.8%	34.0%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-65	-86	-108	-141	-175	-214	每股指标						
所得税率	13.8%	14.8%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.319	0.952	1.135	1.400	1.742	2.125
净利润	407	499	625	799	994	1,213	每股净资产	6.349	4.612	5.897	6.738	8.130	9.855
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.082	1.215	1.631	1.432	1.777	2.147
归属于母公司的净利润	407	499	625	799	994	1,213	每股股利	0.500	0.500	0.300	0.300	0.350	0.400
净利率	22.3%	21.7%	23.0%	26.2%	27.9%	28.9%	回报率						
							净资产收益率	20.77%	20.64%	19.24%	20.77%	21.42%	21.56%
							总资产收益率	16.11%	13.31%	12.84%	15.10%	16.26%	16.86%
							投入资本收益率	21.04%	16.90%	17.85%	18.86%	19.91%	19.99%
							增长率						
							主营业务收入增长率	23.70%	26.17%	18.09%	12.17%	16.76%	17.91%
							EBIT增长率	46.22%	26.50%	29.12%	22.54%	24.37%	20.19%
							净利润增长率	39.13%	22.68%	25.20%	27.91%	24.43%	22.01%
							总资产增长率	19.11%	48.50%	29.73%	8.76%	15.56%	17.69%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	24.5	35.0	39.0	36.0	37.0	37.0
							存货周转天数	402.3	388.9	364.9	375.0	376.0	368.0
							应付账款周转天数	46.4	59.0	67.4	66.0	66.0	66.0
							固定资产周转天数	43.8	37.9	32.8	34.7	33.5	30.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-24.28%	-1.99%	-38.07%	-38.90%	-43.33%	-48.37%
							EBIT利息保障倍数	-85.6	62.4	35.8	1,046.7	-116.3	-56.3
							资产负债率	22.42%	35.50%	33.24%	27.27%	24.07%	21.80%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	36	50	68	131
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402