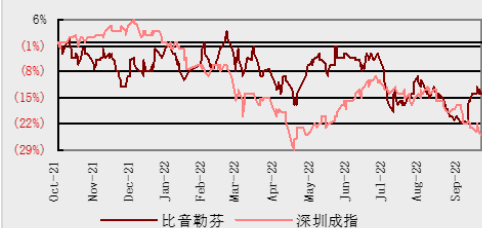


002832.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 22.11

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11.0)	9.9	4.1	(10.4)
相对深证成指	13.6	10.8	14.1	12.2

发行股数(百万)	571
流通股(%)	68
总市值(人民币 百万)	12,618
3个月日均交易额(人民币 百万)	58
主要股东(%)	
谢秉政	38

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 10 月 25 日收市价为标准

**中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格**
纺织服饰: 服装家纺
证券分析师: 郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号 S1300521030002

证券分析师: 丁凡

(8610)66229231

fan.ding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号 S1300521090001

联系人: 杨雨钦

(8610)66229231

yuqin.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080061

比音勒芬

高端运动休闲龙头, 独有品牌基因奠定稳增长

凭借独有的高尔夫运动基因, 公司在高端休闲服饰行业脱颖而出, 逐步占据市场龙头地位。未来随着高尔夫品牌深化战略布局的进一步展开, 渠道仍有下沉空间, 成长动能有望进一步释放, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司定位于高端运动休闲服饰市场, 具备运动文化基因。**公司专注于高尔夫服饰的研发设计和品牌运营, 在服饰行业具备一定市场基础后, 逐步将高尔夫文化提炼融入休闲服饰并衍生打造生活休闲、时尚休闲等系列, 无论在专业高尔夫服饰领域还是高端休闲服饰领域, 公司均具备支撑其高端专业品牌形象的文化底蕴。渠道方面, 公司以直营和经销渠道为主, 线下涵盖购物中心、百货、高铁、机场、奥特莱斯等多元门店结构。同时发力线上业务, 2021年线上业务收入1.23亿元, 同增24.76%。在多渠道共同驱动下, 2021年公司收入27.20亿元, 同增18.09%, 净利润6.25亿元, 同增25.20%, 多年来维持稳健增长。
- 品牌、产品、营销三大优势, 支撑公司占据市场龙头地位。**1) 公司借助高尔夫球运动, 奠定了中高端高尔夫球服饰品牌效应。对比国内其他中高端休闲男装, 公司品牌具备运动和时尚属性。2) 产品设计方面, 公司始终坚持高品质、高品位、高科技和创新的“三高一新”产品设计研发理念, 产品兼具时尚与功能属性, 且适合多重场景。3) 公司定位的中高端男性为主的客群决定了客流相对稳定, 因此疫情反复波动对公司影响也相对有限, 此外公司百货商场低开店成本的联营模式, 能够有效助力公司成本可控式扩张。
- 渠道铺设+店铺改造, 公司布局不断优化。**公司线下渠道持续拓展优化, 同时拥抱新零售布局, 实现线上线下相融合的全渠道布局模式。此外公司在不断拓店的同时持续实施“调位置, 扩面积”的店铺改造计划, 推动单店店效的不断提升。我们估算公司主品牌开店空间为1644家左右, 对比2022年H1的1125家的门店规模仍有较大的发展空间。此外, 公司依托高尔夫球品牌龙头地位优势, 开始打造高尔夫球独立门店, 我们预计2022年底高尔夫独立门店将陆续开出, 为公司打造新的增长点。

盈利预测与估值

- 当前股本下, 预计2022至2024年每股收益分别为1.41/1.76/2.13元, 同增24%/25%/21%; 市盈率分别为16/13/10倍。维持买入评级。**

风险提示

- 行业竞争加剧、新品拓展不达预期、原材料价格波动。**

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	2303	2,720	3,382	4,017	4,687
变动(%)	26	18	24	19	17
净利润(人民币 百万)	499	625	803	1,003	1,218
全面摊薄每股收益(人民币)	0.87	1.09	1.41	1.76	2.13
变动(%)	17.9	30.3	24.1	24.9	21.4
全面摊薄市盈率(倍)	25.3	20.2	15.7	12.6	10.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1.公司概况：聚焦高端服饰消费市场，专注运动休闲主业	6
1.1 发展历程：高尔夫专家进军高端休闲市场，近 20 年耕耘业务处多元扩张期	6
1.2 品牌定位：从高尔夫运动到多元场景覆盖	7
1.3 股权结构：股权结构集中稳定，员工持股助力企业上下齐心协力	8
1.4 财务分析：业绩保持稳健增长，资产结构健康合理	9
2.行业背景：运动之风席卷市场，男装品牌乘风而上	12
2.1 需求端：男装市场规模大，运动服饰增长潜力高	12
2.2 结构端：体育属性品牌客户粘性大，男装龙头企业市占率具有提升空间	13
3.三大优势：品牌、产品、营销协同发力	14
3.1 品牌差异化定位：高端休闲服饰市场独具运动文化基因	14
3.2 产品“三高一新”理念：“尖端设计”+“顶级供应”保障高品质、功能性	18
3.3 营销多元化模式：针对客群画像布局渠道，品牌影响力与业绩齐头并进	21
4.渠道剖析：渠道布局合理健康，增长空间广阔	24
4.1 渠道布局模式合理，类型结构健康	24
4.2 渠道空间测算：渠道仍具发展潜力	28
5.盈利预测与投资建议	32
风险提示	34

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司从高尔夫服饰出发进军高端休闲服饰市场.....	6
图表 2. 公司历经三大发展阶段.....	6
图表 3. 公司采用全渠道布局模式.....	7
图表 4. 公司构建起双品牌多系列产品矩阵.....	8
图表 5. 公司股权结构稳定.....	8
图表 6. 公司第三期员工持股计划.....	9
图表 7. 公司营业收入保持稳健增长（亿元）.....	9
图表 8. 公司毛利率远高于可比同行.....	10
图表 9. 公司整体费用率保持稳定，管理费用率改善明显.....	10
图表 10. 公司净利润实现高速增长（亿元）.....	10
图表 11. 公司净利率位于行业领先水平.....	10
图表 12. 公司存货周转天数明显改善（天）.....	11
图表 13. 公司存货结构合理（图为 2021 年数据）.....	11
图表 14. 公司应收账款周转天数有一定上涨（天）.....	11
图表 15. 公司应收账款账龄健康（万元）.....	11
图表 16. 我国男装行业整体规模增长稳定（亿元）.....	12
图表 17. 中国运动服饰零售额增速远高于美国与日本（亿美元）.....	12
图表 18. 全国人民人均可支配收入稳定提升（元）.....	12
图表 19. 居民人均运动消费逐渐提升（美元）.....	13
图表 20. 中国体育服饰行业集中度提高.....	13
图表 21. 中国男装行业主要参与者市占率逐年提高.....	13
图表 22. 公司与高尔夫文化之缘.....	14
图表 23. 公司“高尔夫生活化”衍生系列.....	14
图表 24. 公司助力国家高尔夫队出征东京.....	14
图表 25. 公司 2021 年高尔夫营销事件.....	15
图表 26. 公司百货商场同区域店铺统观画像.....	16
图表 27. 国内高端休闲服饰市场竞争格局.....	17
图表 28. 佛朗尼齐拉“欧洲风情”和哈吉斯“英伦风情”.....	17
图表 29. 比音勒芬故宫宫廷系列.....	17
图表 30. 国际高端休闲服饰市场竞争格局.....	18

图表 31. 国际专业高尔夫服饰市场竞争格局	18
图表 32. 公司历年研发费用 (万元)	19
图表 33. 公司研发投入对比竞争对手	19
图表 34. 公司面料科技系列	19
图表 35. 公司主要设计师	20
图表 36. 公司主要面料供应商	21
图表 37. 我国高净值人群数 (万人)	21
图表 38. 我国高净值人群可投资资产规模 (万亿元)	21
图表 39. 公司疫情以来各季度营业收入及增速 (亿元)	22
图表 40. 公司疫情以来营业收入增速对比同业	22
图表 41. 公司大型旗舰店	22
图表 42. 公司单店店效变化 (万元)	22
图表 43. 线上渠道多平台发展	23
图表 44. 线上轻奢销售新模式成效显著 (单位: 亿元)	23
图表 45. 公司 2021 年分渠道营业收入	24
图表 46. 公司门店数量增长及比例变化 (家)	25
图表 47. 公司门店数量增速	25
图表 48. 公司分地区店铺数量排名 (家)	25
图表 49. 公司全国范围内店铺分布	26
图表 50. 公司店铺类型结构	26
图表 51. 比音勒芬获王府井百货商场品牌推介	26
图表 52. 公司全国范围内机场店分布	27
图表 53. 公司布局 2 家及以上机场店的地区	27
图表 54. 公司高尔夫球会店分布 (部分)	28
图表 55. 公司独立店铺	28
图表 56. 公司百货渠道渗透情况 (家)	29
图表 57. 公司机场渠道渗透情况 (家)	29
图表 58. 公司千万级机场布局情况	29
图表 59. 公司区域 1 开店空间测算	30
图表 60. 公司区域 2 开店空间测算	30
图表 61. 公司区域 3 开店空间测算	31
图表 62. 公司收入拆分表 (单位: 亿元)	32
图表 63. 公司盈利预测的主要假设	32
图表 64. 公司 PE 估值表 (单位: 亿元)	33
损益表(人民币 百万)	35

资产负债表(人民币 百万).....	35
现金流量表(人民币 百万).....	35
主要比率 (%).....	35

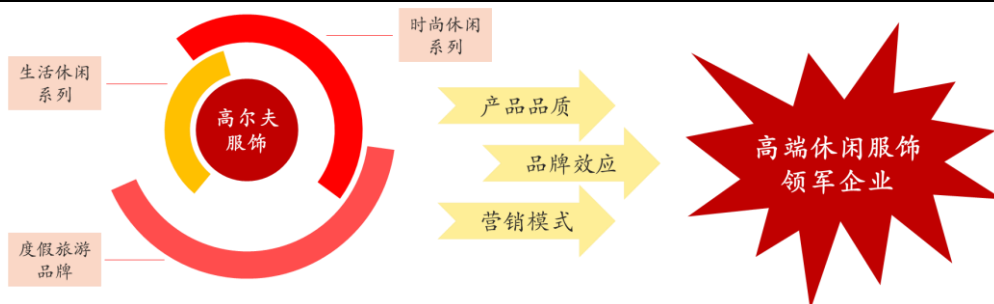
1.公司概况：聚焦高端服饰消费市场，专注运动休闲主业

公司成立于2003年，是国内高端运动休闲服饰领军企业，主营男士休闲服饰的研发设计、品牌运营以及营销网络建设。公司锚定高端时尚运动服饰定位，实施多品牌发展战略，旗下拥有高端运动休闲服饰品牌比音勒芬和度假旅游服饰品牌威尼斯狂欢节两条支线。截至2022年H1公司门店共计为1125家，覆盖全国百货商场、购物中心、机场高铁站、高尔夫球场等多种渠道。2016年12月公司在深交所上市，上市以来经营稳定、业绩增长迅速，2017年-2021年收入CAGR达26.43%，净利润CAGR达36.33%。

1.1 发展历程：高尔夫专家进军高端休闲市场，近20年耕耘业务处多元扩张期

从专业高尔夫服饰出发，逐步站稳高端休闲服饰市场龙头地位。公司成立之初专注于高尔夫服饰的研发设计和品牌运营，经年累月地深耕服饰市场，公司逐步将高尔夫文化提炼融入休闲服饰，提出“生活高尔夫”理念，在高尔夫系列的基础上衍生打造出生活休闲系列、时尚休闲系列以及新的威尼斯狂欢节度假旅游品牌线路。双品牌多系列的产品矩阵帮助公司完成从专业高尔夫服饰市场到高端运动休闲市场的破圈，叠加品牌效应、产品品质、营销模式三大优势，公司目前已成长为高端休闲服饰领军企业。

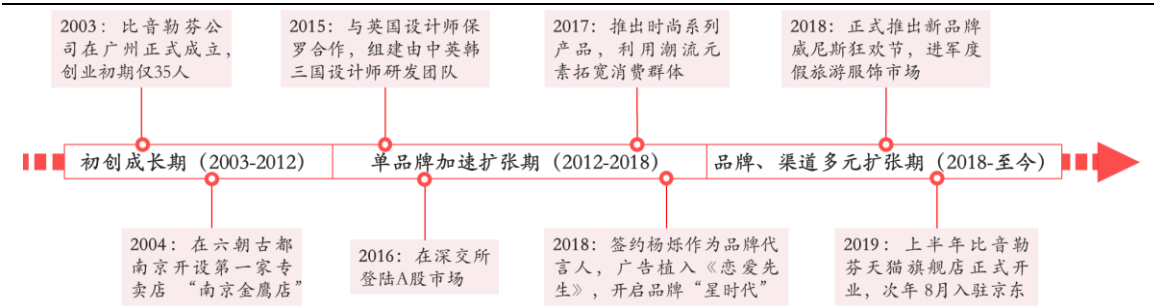
图表 1. 公司从高尔夫服饰出发进军高端休闲服饰市场



资料来源：公司公告，中银证券

历经初创成长阶段、单品牌加速扩张阶段，公司业务目前处于品牌、渠道多元扩张期，表现为：品牌端实行多品牌发展战略，适时推出度假旅游品牌威尼斯狂欢节；渠道端实行全渠道发展战略，积极布局线上渠道拥抱新零售。

图表 2. 公司历经三大发展阶段



资料来源：公司官网，中银证券

初创成长期 (2003-2012)： 高尔夫服饰起家，运动文化引人注目。2003年，比音勒芬公司在广州正式成立，创业初期仅35人，2004年在南京开设第一家专卖店。作为国内首家定位于高尔夫服饰的品牌，比音勒芬凭借精良的设计、优质的面料迅速引起市场关注。

单品牌加速扩张期（2012-2018）：进军高端休闲市场，渠道规模加速扩张。随着公司所倡导的“生活高尔夫”理念被更多人认识、接受，公司也逐步加快向高端休闲服饰市场进军的步伐。2015年，公司与英国设计师保罗合作，开展品牌创意设计工作，同年由中英韩三国设计师组成的研发团队正式成立，比音勒芬品牌披上国际化水平光环。2016年，公司成功在深交所登陆A股市场，被更多消费者所认知。2017年，公司推出时尚系列产品，汇集国际潮流元素，旨在将风格偏好时尚、个性的年轻消费者扩充到品牌目标客群。随后签约影视明星杨烁作为品牌代言人，广告植入《恋爱先生》、《了不起的儿科医生》等多播热播电视剧，比音勒芬开启品牌“星时代”。2012年到2018年，公司线下门店由474家扩张到764家，增长61.18%。在这一阶段，公司瞄准高端休闲服饰市场，借助运动基因优势开启爆发式扩张，迅速占领了国内市场。

品牌、渠道多元扩张期（2018-至今）：品牌战略多元拓展，线上渠道完善布局。2018年8月，公司正式推出新品牌威尼斯狂欢节，进军度假旅游服饰市场。新品牌的推出标志着公司开启双品牌运营模式，品牌战略得到多元拓展。2019年上半年比音勒芬天猫旗舰店开业，2020年8月比音勒芬入驻京东。截至2020年底公司已经开通天猫旗舰店、京东旗舰店和唯品会旗舰店，并通过直播带货、小红书种草、抖音、微信小程序等方式，充分发挥出了品牌高黏性客群和高复购率的优势。线上渠道的开辟为客户提供了更加便捷高效的消费途径，同时也成为了开拓新消费流量、提高客户粘性的平台，线上线下相融合，形成了全渠道布局模式。

图表 3. 公司采用全渠道布局模式



资料来源：公司公告，中银证券

1.2 品牌定位：从高尔夫运动到多元场景覆盖

公司以比音勒芬品牌为主线，布局涵盖运动、休闲、时尚等多元系列。主品牌比音勒芬定位于高尔夫运动与时尚休闲生活相结合的细分市场，品牌旗下先后开发设立高尔夫、生活、时尚3个产品系列，目标客群广泛覆盖到高尔夫文化爱好者、品味偏好低调奢华的高收入人士以及热衷个性、时尚着装风格的年轻消费者。产品具备运动、生活、时尚兼容特性，能够满足精英阶层多场景的着装需求和精致时尚的消费品位。副品牌威尼斯狂欢节定位旅游度假市场，是公司在主品牌稳健增长的基础上落实“高端化+细分化”战略布局的大胆尝试。品牌围绕度假旅游场景推出亲子装、情侣装以及家庭装等系列产品，旨在满足高品质旅行生活中“功能性、设计感与拍照效果、家庭装温情体验以及时尚度”的四大核心需求，进而打造成为度假旅游服饰的细分品牌。

图表 4. 公司构建起双品牌多系列产品矩阵

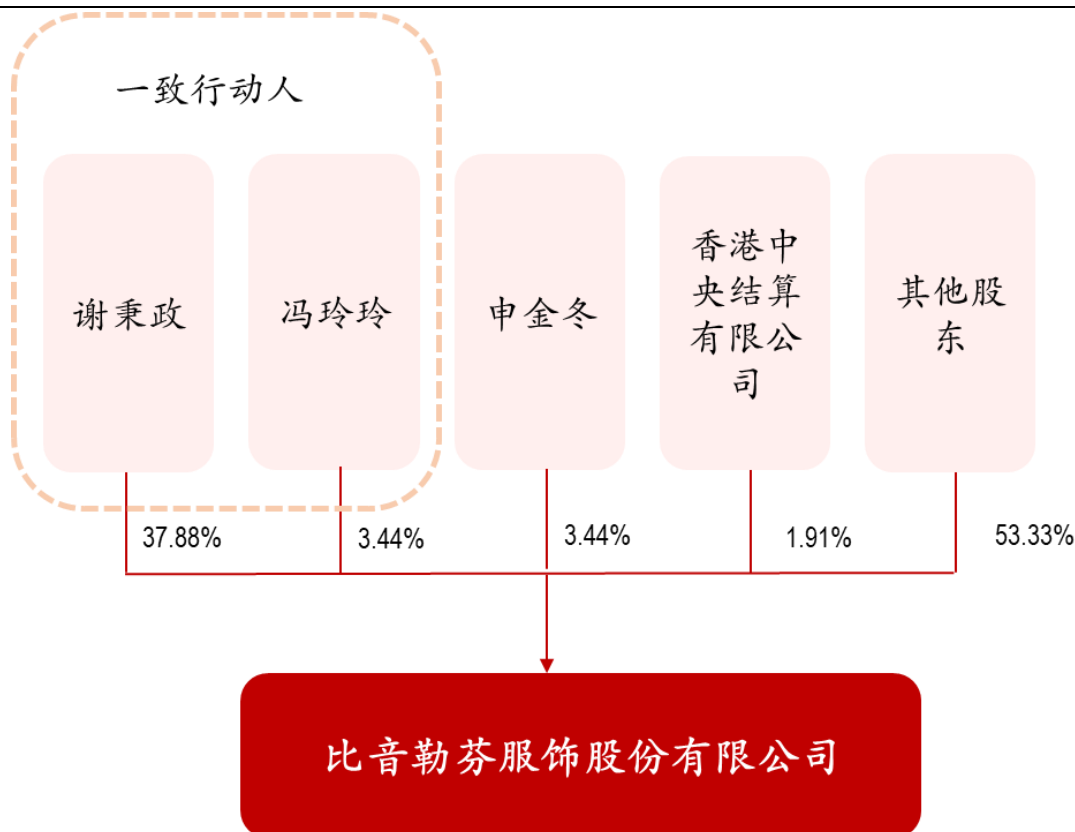
品牌系列	高尔夫系列	比音勒芬生活系列	时尚系列	威尼斯狂欢节
产品图示				
产品特点	采用国际领先的功能性面料，结合高尔夫运动特性进行产品设计，注重功能性和舒适度。	采用国际知名面料和辅料，用极致工艺，利用出彩的设计，确保产品的高品质和高品质。	综合国际潮流元素，采用优质面料，极致裁剪，确保产品的时尚度和品质感。	家庭装、亲子装、情侣装，适用不同度假出游场景。
目标客群	热衷于高尔夫运动，注重运动礼仪与着装运用功能性的消费者。	热衷于休闲舒适、低调奢华的穿着品类，关注自身形象和影响力的消费者。	热衷于年轻个性、时尚轻奢的着装风格，关注自身形象和着装魅力的消费者。	追求高品质旅行生活的中产消费人群。

资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

1.3 股权结构：股权结构集中稳定，员工持股助力企业上下齐心协力

公司股权集中度高，一致行动人持股比例达 41.32%。自上市以来，公司实际控制人始终为谢秉政、冯玲玲夫妇，截至 2022 年 9 月谢秉政持股 37.88%，冯玲玲持股 3.44%，两人合计持有 41.32% 的股份。此外申金冬为公司总经理，持有公司股份 3.44%，公司股权结构集中、稳定。

图表 5. 公司股权结构稳定



资料来源：万得，中银证券

三期员工持股计划深度绑定员工与公司利益，充分调动企业上下积极性。自 2017 年第一期员工持股计划推行以来，公司陆续推出第二期、第三期计划，持续落实并迭新该类股权激励方案。2019 年 6 月，第一期员工持股计划持有的公司股票全部出售完毕，合计占公司总股本的 1.59%，激励员工不超过 600 人；2020 年 10 月，公司实施完毕第二期员工持股计划，激励人数不超过 900 人，合计占总股本 1.31%。公司于 2021 年 1 月推出第三期员工持股计划，并于 2 月底完成股票购买，累计购入股票数量占公司总股本 1.24%。此次员工持股计划覆盖面相比之前两次更广，覆盖不超过 6 名高管和 1314 名员工。广泛的员工覆盖面积有利于更深入绑定员工与公司的利益关系，进而全面调动企业上下积极性。

图表 6. 公司第三期员工持股计划

姓名	职务	认购份额上限 (万份)	占总份额的比例
申金冬	董事、总经理	120	0.80%
唐新乔	董事、副总经理、财务总监	100	0.67%
陈阳	董事、副总经理、董事会秘书	68	0.45%
金芬林	副总经理	90	0.60%
史民强	监事会主席	45.5	0.30%
周灿灿	职工监事	60	0.40%
	其他员工 (不超过 1314 人)	14,516.50	96.78%
	合计	15,000.00	100%

资料来源：公司公告，中银证券

1.4 财务分析：业绩保持稳健增长，资产结构健康合理

1.4.1 营业收入高速增长，盈利能力保持强势

收入保持长期稳定增长，业绩呈现出高成长性。受益于线下渠道的快速扩张以及店铺效益的不断优化，公司营业收入实现高速增长。2017-2021 年公司营业收入由 10.54 亿元增长到 27.20 亿元，复合增长率达 26.43%，其中 2018 年单年增速高达 39.96%，呈现出高速发展势头。2019-2021 年受新冠疫情及宏观经济的影响，增速有所放缓，但仍保持了稳健增长。同时相比其他服饰企业，公司受疫情影响程度小，近两年公司积极完善电商、新零售等线上渠道布局，配合线下渠道效益优化，整体营运能力和效率得到有效保障，实现了疫情冲击下逆势高增长。我们预计在持续落实“调位置、扩面积”店铺优化战略的支持下，公司后续业绩有望继续保持高速增长。

图表 7. 公司营业收入保持稳健增长 (亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
比音勒芬	10.54	14.76	18.26	23.03	27.20	22.25
yoy	25.23%	39.96%	23.70%	26.17%	18.09%	13.02%

资料来源：公司公告，万得，中银证券

品牌高端定位给予支撑，公司毛利率保持较高水准。公司高端休闲服饰的定位叠加轻资产运营模式奠定了品牌的高溢价，2017-2021 年，公司毛利率分别为 65.40%/63.28%/67.78%/73.88%/76.69%，均保持在 60% 以上，高于行业平均水平。分渠道来看，2021 年直营销售毛利率为 81.11%，同比增长 2.85pct；加盟销售毛利率为 68.90%，同比增长 1.21pct；线上销售毛利率为 50.93%，同比增长 13.34pct，盈利能力不断提升。公司目前仍以线下渠道为主要销售模式，直营店和加盟店毛利率均保持在较高水平。

图表 8. 公司毛利率远高于可比同行

	2017	2018	2019	2020	2021
比音勒芬	65.40%	63.28%	67.78%	73.88%	76.69%
七匹狼	40.66%	42.60%	46.89%	42.70%	46.17%
九牧王	57.41%	56.61%	56.74%	59.37%	60.06%
海澜之家	38.95%	40.84%	39.46%	37.42%	40.64%

资料来源：公司公告，万得，中银证券

费用率整体保持稳定，管理费用率有明显改善。公司上市以来控费效果良好，总费用率水平稳定保持在 45% 左右，其中销售费用占主要部分并基本保持稳定。其余部分中，研发费用率和财务费用率保持稳定波动，管理费用率整体表现出优化趋势，主要系公司规模效应不断体现，管理费用得到有效管控。

图表 9. 公司整体费用率保持稳定，管理费用率改善明显

	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
销售费用率	32.58%	29.67%	29.99%	38.44%	38.27%	35.49%
管理费用率	8.63%	7.31%	7.44%	5.76%	5.74%	5.32%
研发费用率	2.66%	3.14%	3.24%	2.81%	3.07%	3.18%
财务费用率	(0.94%)	(0.49%)	(0.31%)	0.42%	0.80%	(0.50%)
总费用率	42.88%	39.63%	40.37%	47.43%	47.89%	43.49%

资料来源：公司公告，万得，中银证券

净利润实现高速增长，净利率水平优于同行业可比公司。公司上市以来净利润保持高速增长，2017-2021 年公司净利润由 1.80 亿元增长到 6.25 亿元，复合增长率达 36.51%。即使在 2019 年经历暖冬，2020 年受疫情影响，公司仍然表现出了高于行业平均水平的逆势增长。此外受益于毛利率的提升及所得税率的优化，公司净利率持续增长，相比同行业可比公司逐渐走低的净利率水平表现出强劲的竞争力。

图表 10. 公司净利润实现高速增长（亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
比音勒芬	1.80	2.93	4.07	4.99	6.25	5.73
yoy	35.92%	62.16%	39.12%	22.68%	25.20%	24.93%

资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 11. 公司净利率位于行业领先水平

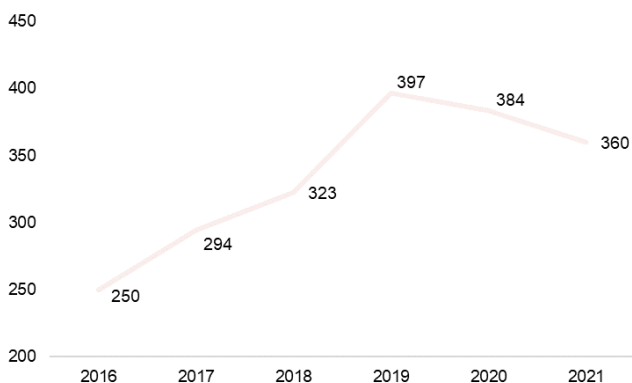
	2017	2018	2019	2020	2021
比音勒芬	17.09%	19.80%	22.27%	21.66%	22.96%
七匹狼	11.13%	10.37%	9.75%	7.06%	7.77%
九牧王	19.19%	19.27%	12.42%	13.29%	5.99%
海澜之家	18.29%	18.10%	14.42%	9.56%	11.89%

资料来源：公司公告，万得，中银证券

1.4.2 存货管理成效显著，应收账款账龄健康

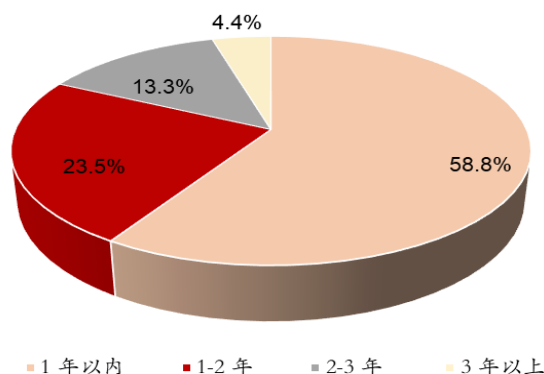
公司注重存货管理，存货周转得到明显改善。公司不断加强存货管理，2020/2021 年公司存货周转天数为 360/384 天，同比减少 13/24 天，加强库存管理后，公司存货周转得到明显改善。从存货结构上来看，公司存货库龄大多都在 2 年以内，而公司也在渠道层面布局了部分奥特莱斯店，因此一般库龄在 2 年以内的存货能得到较好的消化。此外，公司年 2018 年斥资建设智能化仓储中心，预计建成后将实现出入库自动化操作，能够有效提升仓储配送效率，改善存货周转。

图表 12. 公司存货周转天数明显改善 (天)



资料来源: 万得, 中银证券

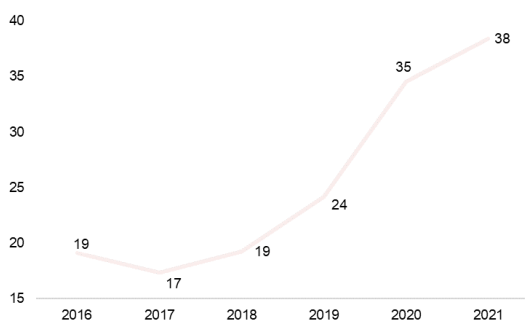
图表 13. 公司存货结构合理 (图为 2021 年数据)



资料来源: 万得, 中银证券

公司应收账款结构健康, 周转天数上涨但仍保持在较低水平。近些年公司应收账款周转天数有一定幅度上涨趋势, 但仍保持在 40 天以下, 处于较低水平。应收账款周转天数上涨主要系公司近年来直营店销售收入占比加大所致。此外, 从账龄来看, 公司 99.61% 的应收账款均在 1 年以内, 3 年及以上的应收账款占比仅为 0.11%, 账款结构健康, 坏账风险较小。

图表 14. 公司应收账款周转天数有一定上涨 (天)



资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

图表 15. 公司应收账款账龄健康 (万元)

账龄	账面余额	占比
1 年以内	29448.0	99.61%
1-2 年	80.9	0.27%
3-4 年	0.2	0.00%
4-5 年	13.2	0.04%
5 年以上	20.9	0.07%
合计	29563.2	100.00%

资料来源: 公司公告, 中银证券

2.行业背景：运动之风席卷市场，男装品牌乘风而上

就公司产品的定位属性来看，首先公司服饰具有高尔夫运动基因，并且公司围绕该基因主打高尔夫运动休闲系列服饰。除此之外，公司还有针对男士设立的中高端商务、时尚、休闲系列，因此公司所处定位市场主要包括男装行业和运动服饰行业。

2.1 需求端：男装市场规模大，运动服饰增长潜力高

我国男装行业稳定发展，市场规模逐步增长。根据欧睿咨询统计数据，男装规模在 2003 年-2011 年间经历双位数高速增长，2012 年后增速放缓，除 2020 年受疫情影响的低基数外目前已稳定在 4% 左右，处于稳定增长阶段。

图表 16. 我国男装行业整体规模增长稳定 (亿元)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
市场规模	4225	4529	4703	4917	5120	5346	5726	5959	5108
同比增长	8.5%	7.2%	3.8%	4.6%	4.1%	4.4%	7.1%	4.1%	-14.3%

资料来源：Euromonitor，中银证券

运动服饰行业开启稳步上升期，市场规模重回高速增长态势。我国体育行业规模增长强劲且存在巨大发展潜力。2015 年市场规模为 240 亿美元，2020 年为 452.9 亿美元，五年间复合增速为 13.54%，对比海外成熟国家，日本和美国五年复合增速则分别为 0.86%/0.73%，我国体育服饰行业目前正处于高速发展时期。

图表 17. 中国运动服饰零售额增速远高于美国与日本 (亿美元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中国运动服饰零售额	213.3	240.0	273.8	318.5	386.9	460.0	452.9
yoy	10.14%	12.52%	14.09%	16.33%	21.46%	18.90%	(1.54%)
日本运动服饰零售额	125.7	131.5	135.8	139.5	142.4	146.7	137.3
yoy	4.76%	4.61%	3.30%	2.66%	2.11%	3.01%	(6.42%)
美国运动服饰零售额	911.4	976.7	1030.1	1089.9	1186.4	1261.1	1012.9
yoy	7.07%	7.16%	5.46%	5.81%	8.85%	6.30%	(19.68%)

资料来源：Euromonitor，中银证券

运动服饰行业强劲增长的背后是产业政策+消费升级的双轮驱动。1) 政策层面政府大力扶持，体育强国建设推动运动行业高速发展：2019 年 9 月，国务院发布《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》，提出 10 个方面政策举措，推动体育产业成为国民经济支柱性产业。未来随着政策支持方式的不断优化，将形成政府、市场双轮驱动效应，有助于在保证体育产业快速增长的同时提高发展质量，国内运动服饰行业将显著受益。2) 消费层面国民收入稳步提高，运动消费需求旺盛：2020 年我国城镇居民人均可支配收入达到 32189 元，同比增长 4.74%。随着经济水平的上升，国内中产阶级人群不断扩大，消费模式逐渐转型，当前消费者更注重健康生活质量的提升和舒适的体育消费体验，逐渐养成运动消费习惯。

图表 18. 全国人民人均可支配收入稳定提升 (元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
人均可支配收入	20167	21966	23821	25974	28228	30733	32189
yoy	10.14%	8.92%	8.44%	9.04%	8.68%	8.87%	4.74%

资料来源：国家统计局，中银证券

图表 19.居民人均运动消费逐渐提升（美元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中国人均运动服饰消费	15.7	17.5	19.9	23.0	27.8	33.0	32.4
yoy	9.79%	11.46%	13.71%	15.58%	20.87%	18.71%	(1.82%)
日本人均运动服饰消费	98.8	103.5	107.0	110.1	112.6	116.3	109.2
yoy	4.88%	4.76%	3.38%	2.90%	2.27%	3.29%	(6.10%)
美国人均运动服饰消费	286.3	304.6	319.0	335.4	363.1	384.2	307.3
yoy	6.27%	6.39%	4.73%	5.14%	8.26%	5.81%	(20.02%)

资料来源：Euromonitor，中银证券

2.2 结构端：体育属性品牌客户粘性大，男装龙头企业市占率具有提升空间

功能性运动服饰更容易形成消费者品牌粘性，行业集中度不断提升。2020 年我国体育服饰行业 CR10 为 84%，相比日本（CR10 为 62.7%），美国（CR10 为 42.8%）呈现显著的头部集聚效应，本土头部企业发挥规模效应和品牌影响力优势，市占率逐年上升，预计未来市场份额还会持续扩张。国民收入和人均运动消费的提升与行业稳定的高增速和高集中度造就了运动服饰行业的长期增长。

图表 20. 中国体育服饰行业集中度提高

	CR5					CR10				
	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020
中国	49.40%	53.10%	58.90%	64.70%	70.7%	64.40%	66.90%	72.20%	78.70%	84.0%
日本	40.8%	41.1%	41.4%	44.5%	47.8%	51.7%	52.4%	53.1%	58.1%	62.7%
美国	34.8%	34.1%	33.4%	28.5%	34.1%	42.7%	41.7%	40.7%	36.5%	42.8%

资料来源：Euromonitor，中银证券

男装品牌低消费频次决定客户高忠诚度，市场内主要参与者市占率逐年提高。我国男装行业竞争格局较为分散，但赖于男装品牌客户高忠诚度的推动，主要参与者市占率逐年提高。根据欧睿咨询数据，男装行业主要参与者市占率 CR3、CR5 不断提升，CR3 由 2011 年的 7.6% 增长至 2020 年的 13.6%，CR5 由 2011 年的 13.3% 增长至 2020 年的 20.4%。未来头部品牌有望借助规模及品牌优势，在全渠道持续发力，男装集中度有望进一步提升。

图表 21. 中国男装行业主要参与者市占率逐年提高

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
CR3	7.60%	7.60%	8.10%	9.80%	10.70%	11.10%	11.80%	11.90%	12.80%	13.60%
CR5	13.30%	13.50%	13.30%	14.50%	15.40%	15.90%	16.80%	17.30%	18.90%	20.40%

资料来源：Euromonitor，中银证券

3.三大优势：品牌、产品、营销协同发力

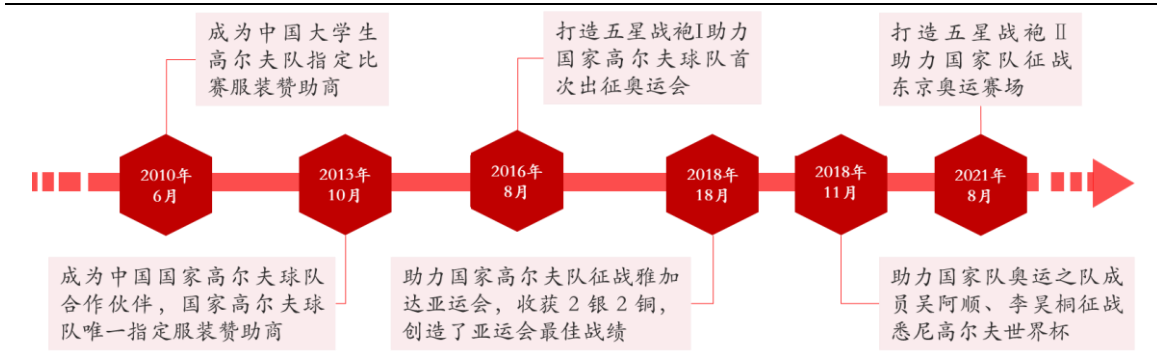
3.1 品牌差异化定位：高端休闲服饰市场独具运动文化基因

3.1.1 深度绑定高尔夫运动奠定品牌文化底蕴

公司定位于中高端休闲服饰市场，与同市场其他休闲服饰品牌相比，比音勒芬拥有独特的运动基因，这也为其品牌的差异化战略奠定了文化底蕴。

起家于高尔夫服饰，深耕高尔夫文化。早在 2003 年成立之初，比音勒芬就与高尔夫运动绑定，之后陆续围绕高尔夫运动推出专业高尔夫系列服饰，在专业的运动领域打造专业的运动品牌基因。成立以来近 20 年，比音勒芬先后成为中国国家高尔夫球队合作伙伴、助力国家队征战奥运赛场，如今已成为高尔夫服饰领先品牌。

图表 22. 公司与高尔夫文化之缘



资料来源：公司公告，中银证券

立足于高尔夫文化，进军高端休闲服饰市场。在高尔夫服饰领域积累了一定的品牌优势后，公司进一步借助高尔夫运动品牌基因，打造男士高端休闲系列服饰，相继推出时尚、生活、度假旅游系列（现独立开店），沿着其高尔夫文化“生活化”的理念路线，拓宽市场定位边界，吸引中高收入消费群体，树立品牌高端休闲形象。至今，公司已逐步发展成为中国高端休闲服饰领军品牌，高尔夫文化也已深刻在其品牌基因当中，成为其立足高端休闲服饰品牌之林的根基所在。因此，无论在专业高尔夫服饰领域还是高端休闲服饰领域，比音勒芬均具备支撑其高端专业品牌形象的文化底蕴。

图表 23. 公司“高尔夫生活化”衍生系列



资料来源：公司官网，中银证券

图表 24. 公司助力国家高尔夫队出征东京



资料来源：公司官网，中银证券

此外，高尔夫基因不仅是比音勒芬品牌内涵的保障，更是品牌营销、形象打造的有力支撑点。近年来，公司不断基于高尔夫文化展开营销宣传，包括赞助影响力较大的专业高尔夫赛事、在专业高尔夫杂志上投放宣传广告以及在高尔夫球会开设店铺等等，广泛传播其专业高尔夫服饰的品牌形象，持续强化外界对其品牌内高尔夫基因的认知。

图表 25. 公司 2021 年高尔夫营销事件

时间	营销事件	事件简介
8 月	助力国家队征战东京奥运赛场	1) 设立“比音勒芬中国国家高尔夫球队奥运金牌奖励金”，承诺东京奥运赛场上取得金牌的运动员将获得 300 万元奖励 2) 为国家队倾力打造五星战袍 II，功能上助力国家队征战东京，时尚度上展现中国高尔夫的魅力,展现大国品牌的风度
9 月	赞助云南高尔夫球队备战全运会	为云南高尔夫球队提供服饰赞助，助力球队获得女子个人赛银牌，这是云南高尔夫历史上首枚全运会奖牌
10 月	董事长当选中高协副主席	第四届中国高尔夫协会会员代表大会选举比音勒芬董事长谢秉政先生当选协会副主席
11 月	赞助 2021 中海神州半岛队际高尔夫球擂台赛	为冠军奖杯队伍提供国家队同款“五星战袍”，比音勒芬“五星战袍”是历史上第一件中国国家高尔夫球队奥运战袍,目前在中国体育博物馆和中国奥林匹克博物馆收藏。

资料来源：公司公告，中银证券

3.1.2 对比竞争品牌市场格局，比音勒芬具备多维竞争优势

比音勒芬深挖高尔夫运动与时尚休闲生活相结合的细分市场，为直观显示公司品牌的竞争优势，以及其在行业中所处具体地位，我们通过百度地图商场导览功能考察公司店铺周边品牌的分布情况，进而从终端渠道、竞品结构分析公司品牌影响力。

位居一线百货商场，跻身高端品牌行列。由于公司主要布局一、二线城市的百货商场渠道，因此我们对重点城市百货商场男装区域的各品牌进行了详细的梳理。在百货业态中，男装区域大致可以划分为国内高端休闲服饰品牌、国内高端商务正装品牌、国际高端休闲服饰品牌和大众休闲服饰品牌 4 个类别。其中比音勒芬属于国内高端休闲服饰品牌类别，与之同属一个类别的还有博斯绅威、哈吉斯等。此外，国内高端商务正装品牌包括雅戈尔、金利来等；国际高端休闲服饰品牌包括沙驰、圣大保罗等；大众休闲服饰品牌包括杰克琼斯、九牧王等。这些品牌中与比音勒芬百货布局重复率最高的两个品牌分别为金利来和雅戈尔，这两个品牌均是国内知名高端商务正装品牌，比音勒芬与之相似的商场布局折射出其品牌市场定位的高端格调。此外国内高端休闲服饰品牌类别中与比音勒芬百货布局重复率最高的品牌是鄂尔多斯。鄂尔多斯作为国内知名轻奢品牌，定位于高端羊绒时装，单品价格在 990-5290 元之间，处同行业较高水平。**比音勒芬与鄂尔多斯等高端品牌店铺在百货渠道中高频同区域出现，能够强化消费者对其的高端形象的认知与认可。**

图表 26. 公司百货商场同区域店铺统观画像

国内高端休闲服饰品牌		注册地	创办时间	进入中国市场时间	文化基因	品牌风格/形象	价格区间(元)
中文名称	英文名称						
比音勒芬	Biemfildkk	中国	2003	-	高尔夫球	舒适、阳光、时尚	720-3680
鄂尔多斯	ERDOS	中国	1997	-	-	高端羊绒时装	990-5290
鳄鱼恤	CROCODILE	中国香港	1952	1987	-	个性、时尚、经典、品位	480-2460
博斯绅威	BOSSsunwen	中国	2002	-	-	典雅、时尚、商务	270-2380
佛伦斯	FOLUNSI	中国	2000	-	-	简约、典雅	280-1490
哈吉斯	HAZZYS	中国	2007	-	赛艇	英伦风情、经典、奢华与尊贵	720-3290
国内高端商务正装品牌		注册地	创办时间	进入中国市场时间	文化基因	品牌风格/形象	价格区间
中文名称	英文名称						
雅戈尔	Youngor	中国	1979	-	-	多品种、多档次、系列化、	470-4680
金利来	Goldlion	中国香港	1968	1984	-	设计统一、色泽高贵、包装精美	300-2190
卡利斯特	callisto	中国	1996	-	-	更优雅、更年轻活力	488-3190
卡尔丹顿	KALTENDIN	中国	1993	-	-	优雅、精致、高品质	300-2610
国际高端休闲服饰品牌		注册地	创办时间	进入中国市场时间	文化基因	品牌风格/形象	价格区间
中文名称	英文名称						
沙驰	Satchi	意大利	20世纪30年代初	20世纪80年代初	-	考究、自然、飘逸、儒雅	960-2016
斐乐	FILA	意大利	1911	1982	网球	经典、时尚、性感、高品质	640-3080
比华利保罗	Beverly Hills Polo Club	美国	1982	2002	马球	时尚、轻运动	630-3230
诺诗兰	NORTHLAND	奥地利	1973	2003	登山	科技创新、智慧设计、品质完善	340-1480
圣大保罗	SANTA BARBARA POLO	美国	1910	2000	马球	经典、简洁、绅士	320-1350
大众休闲服饰品牌		注册地	创办时间	进入中国市场时间	文化基因	品牌风格/形象	价格区间
中文名称	英文名称						
杰克琼斯	JACK & JONES	丹麦	1990	2000	-	欧式风格、时尚、革新	130-1350
虎都	Fordoo	中国	1988	-	-	细腻、个性	80-799
吉普	JEEP	美国	1941	2016	户外越野	个性化、功能化、自然舒适	170-1400
九牧王	JOEONE	中国	1989	-	-	精工匠心、男裤专家	400-1980
名盾	M&D	中国	1991	-	-	质感、时尚、潮流	160-1120

资料来源：公司官网，中银证券

多维对比细分市场品牌，比音勒芬竞争优势显著。为准确绘制与公司产生直接竞争关系的品牌画像，我们筛选剔除上述 20 个品牌中的大众休闲服饰品牌和高端商务正装服饰品牌，根据其市场定位和产品系列进行适当补充，最终得到公司所处细分市场的竞争格局。该竞争格局大致可以描绘为国内高端休闲服饰品牌、国际高端休闲服饰品牌和国际专业高尔夫服饰品牌 3 个类别，共包含比音勒芬、金狐狸、沙驰等 17 个品牌，其中：

1) 国内高端休闲服饰品牌：包括比音勒芬(Biemfildkk)、佛朗尼齐拉(Frognie Zila)、博斯绅威(BOSSsunwen)佛伦斯(FOLUNSI)和哈吉斯(HAZZYS) 5 个品牌。与国内高端休闲服饰品牌相比，比音勒芬具有渠道布局、文化底蕴等多方面优势。

在渠道布局方面，比音勒芬线下门店数量遥遥领先国内同行。截至 2022 年 6 月 30 日，比音勒芬在全国范围内共布局线下门店 1125 家，而佛朗尼齐拉、博斯绅威、哈吉斯的门店数量分别为比音勒芬的 1/8、1/3 和 1/3，渠道数量远远小于比音勒芬。此外，比音勒芬采用多元渠道布局模式，除以百货商场、购物中心为主要销售渠道外，还广泛布局机场高铁站、高尔夫球场等品牌相关区域，因而渠道结构相比国内其他高端休闲服饰品牌更健康。

图表 27. 国内高端休闲服饰市场竞争格局

国内高端休闲服饰品牌 中文名称	英文名称	注册地	创办时间	进入中国市场时间	文化基因	品牌风格/定位	价格区间 (元)	渠道类型 重心	国内门店数量(家)
比音勒芬	Biemifdikk	中国	2003	-	高尔夫球	舒适、阳光、时尚	720-3680	高端百货、购物中心	1125
佛朗尼齐拉	Frognie Zila	中国	2010	-	-	欧洲风情、东方时尚	435-2850	高端百货、购物中心	120
博斯绅威	BOSSsunwen	中国	2002	-	-	典雅、时尚、商务	270-2380	高端百货	297
佛伦斯	FOLUNSI	中国	2000	-	-	简约、典雅	280-1490	高端百货	-
哈吉斯	HAZZYS	中国	2007	-	赛艇	英伦风情、经典、奢华与尊贵	720-3290	高端百货	390

资料来源：公司官网，品牌服装网，高德地图，中银证券

在文化底蕴方面，相比国内同行的“舶来文化”，比音勒芬具备高尔夫运动文化支撑，借以传递出品牌“舒适、阳光、时尚”的风格定位。国内其他高端休闲服饰品牌大多直接借鉴国外品牌的设计风格 and 款式，例如佛朗尼齐拉定位的“欧洲风情”和哈吉斯定位的“英伦风情”的品牌风格，缺乏本土特色和文化根基。此外，比音勒芬自 2020 年起牵手故宫宫廷文化，推出了众多联名款系列产品，紧跟国潮文化势头，从经典中挖掘时尚。

图表 28. 佛朗尼齐拉“欧洲风情”和哈吉斯“英伦风情”



资料来源：公司官网，中银证券

图表 29. 比音勒芬故宫宫廷系列



资料来源：公司官网，中银证券

2) 国际高端休闲服饰品牌：包括比华利保罗 (Beverly Hills Polo Club)、圣大保罗 (SANTA BARBARA POLO)、汤米·希尔费格 (TOMMY HILFIGER)、法国鳄鱼 (Lacoste)、拉夫·劳伦 (Polo Ralph Lauren)、沙驰 (Satchi) 和甘特 (GANT) 7 个品牌。与国际高端休闲服饰品牌相比，比音勒芬具有渠道布局优势。比音勒芬全渠道广布局，以高端百货和购物中心为营销重心，建立起了强大的营销网络。就总量而言，国际高端休闲服饰品牌中在国内开设门店数量最多的 3 家是比利华保罗、圣大保罗和汤米希尔费格，而比音勒芬 1125 家的线下门店数量，分别是其 1.41、2.51 和 2.78 倍，远高于这些国际高端休闲服饰品牌在国内的渠道规模。就结构而言，国外高端休闲服饰品牌的线下店铺大多集中在一、二线城市的高端百货、购物中心等核心商圈，渠道渗透能力有限。而比音勒芬通过授权加盟商开设加盟店的方式，将渠道布局渗透到一些消费能力较强的三四线城市，有效地提升了品牌的知名度。

图表 30. 国际高端休闲服饰市场竞争格局

国际高端休闲服饰品牌 中文名称	英文名称	注册地	创办时间	进入中国市场时间	文化基因	品牌风格/定位	价格区间 (元)	渠道类型重心	国内门店数量 (家)
沙驰	Satchi	意大利	20世纪30年代	20世纪80年代	-	考究、自然、飘逸、儒雅	960-2016	高端百货	-
比华利保罗	Beverly Hills Polo Club	美国	1982	2002	马球	时尚、轻运动	630-3230	高端百货	800
圣大保罗	SANTA BARBARA POLO	美国	1910	2000	马球	经典、简洁、绅士	320-1350	高端百货、购物中心	448
汤米·希尔费格	Tommy Hilfiger	美国	1985	2011	-	年轻、动感、活力	290-2390	购物中心	404
法国鳄鱼	Lacoste	法国	1933	-	-	舒适、优雅	470-1890	高端百货、购物中心	415
拉夫劳伦	Polo Ralph Lauren	美国	1968	2005	马球	浪漫、创新、古典	690-3290	高端百货、购物中心	125
甘特	GANT	美国	1949	2005	-	成熟、积极、健康	490-2090	购物中心	-

资料来源：公司官网，一路商机网，高德地图，中银证券

3) 国际专业高尔夫服饰品牌：包括金狐狸 (Wolsey)、万星威 (Munsingwear)、卡拉威 (Callaway)、泰勒梅 (TaylorMade) 和美津浓 (Mizuno) 5 个品牌。与国际专业高尔夫服饰品牌相比，比音勒芬具有消费者规模优势。国际专业高尔夫服饰品牌虽然在高尔夫市场中具有较高的品牌认知度与客户忠诚度，但这些品牌大都专注于高尔夫球、球杆等高尔夫用品，高尔夫服饰方面发力相对不足。而比音勒芬专注服饰服装，在高尔夫服饰领域具备较强竞争优势。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，同时这是比音勒芬高尔夫服装连续第五年 (2017-2021) 综合占有率第一。此外相比这些品牌局限于专业高尔夫用品的定位，比音勒芬从高尔夫服饰市场出发，进军高端休闲服饰市场，具有更为广阔的市场空间。

图表 31. 国际专业高尔夫服饰市场竞争格局

国际专业高尔夫服饰品牌 中文名称	英文名称	注册地	创办时间	进入中国市场时间	文化基因	品牌风格/定位	价格区间 (元)	渠道类型重心	国内门店数量 (家)
金狐狸	Wolsey	英国	1755	1995	高尔夫球	品质精湛、设计完美、工艺细致	690-2290	高端百货	-
万星威	Munsingwear	美国	1886	1996	高尔夫球	美式传统、舒适性、机能性	490-1440	高端百货	121
卡拉威	Callaway	美国	1982	2006	高尔夫球	革新、功能性	-	高尔夫球会	99
泰勒梅	TaylorMade	美国	1979	2005	高尔夫球	创新、卓越	818-2138	高尔夫球会	95
美津浓	Mizuno	日本	1906	2005	高尔夫球	舒适、感性、功能性	230-1250	高端百货	133

资料来源：公司官网，高德地图，中银证券

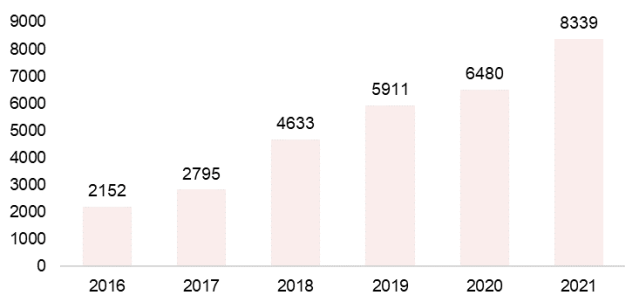
3.2 产品“三高一新”理念：“尖端设计”+“顶级供应”保障高品质、功能性

3.2.1 公司研发支出充足，助力打造功能性面料科技

公司作为国家高尔夫球队唯一指定供应商，成为“中国高尔夫服饰第一品牌”。高尔夫服饰的专业性要求公司产品具备符合运动特性的设计和剪裁，同时对产品面料的功能性也异常考究，以满足球手在户外不同气候条件下排汗、透气、防风、保暖的需求。因此为提高产品竞争力，保持头部地位，建造市场壁垒，公司始终坚持高品质、高品位、高科技和创新的“三高一新”产品设计研发理念，注重研发投入并显示出高水平的研发成果。

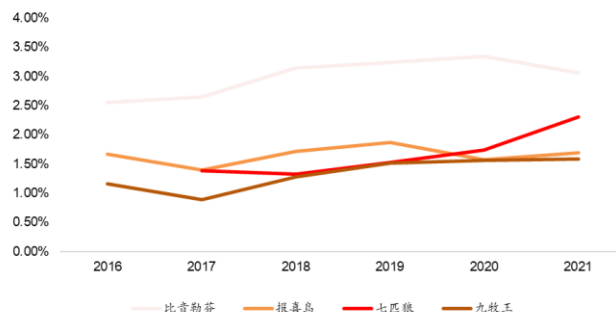
坚持高比例研发支出，远高于可比同行。多年来公司始终坚持高比例研发投入，2016 年至今研发投入逐年增加。据公司 2021 年报披露，截止 2021 年底公司拥有 205 名研发人员，年内研发费用投入金额达 8339 万元，占比营业收入 3.07%，显著高于同业。

图表 32. 公司历年研发费用（万元）



资料来源：万得，中银证券

图表 33. 公司研发投入对比竞争对手



资料来源：万得，中银证券

研发投入成果显著，打造行业领先面料科技。据公司 2021 年报披露，截至 2021 年底，公司拥有发明专利和实用新型等专利数量达到 107 项，在申请中的实用新型专利 69 项。此外公司设计部门每年设计的产品超过千款，研发设计能力不言而喻。目前公司在产品研发上持续创新，在产品的功能性、质感、高端化等方面取得显著成果，不断推出如 Outlast（空调纤维）系列、抗菌系列、新疆长绒棉系列等高品质面料。

图表 34. 公司面料科技系列

面料	展示	简介
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 抗菌系列		采用不同材质结合具有 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。
冰舒棉系列		采用特殊冰染丝光处理技术，光泽亮丽、不易变形，触感舒适冰凉，穿身瞬间降低皮肤表面温度，达到清凉效果。
活力棉系列		采用了新疆优质长绒棉，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。

资料来源：公司官网，中银证券

3.2.2 设计团队顶级，面料品质标齐国际大牌

公司定位于国内高端休闲服饰领军企业，为保证产品品质，树立品牌高端形象，公司从设计研发与面料供应双管齐下，为消费者提供“优质面料、亮丽色彩、新颖款式、精细做工”的高品质产品，进而与国内其他休闲服饰形成显著区分，获得了较强的品牌辨识度和影响力。

重金打造顶级设计团队，保证高水准研发设计。公司目前拥有一支高水准国际化研发设计团队，包含了中、英、意、韩四国知名设计师。据公司 2021 年报披露，截至 2021 年底，公司设计团队囊括自有服装设计师 85 人，签约服装设计师共 7 人，均在设计理念、色彩应用、工艺设计与表现、面料处理与把握等方面具有较高的专业素养。其中不乏具备多年知名高尔夫服饰品牌、高端休闲服饰品牌设计经验的国际一流设计师。公司研发设计中心负责人冯玲玲毕业于香港服装学院，在服装行业有着丰富的从业经验，如今携手现任创意总监保罗·里斯、威尼斯品牌设计总监李孝贞共同操刀打造“**高品质、高品位、高科技**”的优质产品。

图表 35. 公司主要设计师

设计师	国籍	职务	简介
冯玲玲	中国	研发中心负责人	毕业于香港服装学院； 中山大学岭南学院 MBA 深造； 提出“生活高尔夫”的品牌理念。
Paul Rees	英国	高尔夫服饰创意顾问	曾任 Burberry 品牌高尔夫系列设计总监； 曾任苏格兰金鹰 (Lyle & Scott) 高尔夫服饰设计总监； 曾任英国高尔夫服饰品牌 Golfino 创意总监； 具有高尔夫服饰款式设计、面料研发的丰富经验。
金良姬	韩国	研发中心设计总监	曾任 NON-NO (依依) 品牌服装设计师； 曾任国际高尔夫服饰品牌金狐狸 (Wolsey) 设计总监；曾任国际高尔夫服饰品牌黄金熊设计总监。
李孝贞	韩国	威尼斯品牌设计总监	曾先后任职于韩国三星集团、LG 集团； 善于从品牌自身定位的角度去进行设计研发，让每件服装都拥有了独特的风格和灵魂。
Giuseppe Palmiero	意大利	品牌艺术总监	曾在世界顶级奢侈品牌 Gucci 任职超十年； 注重细节，精益求精，富有奢侈品牌工匠精神，擅长通过富有情绪的摄影表达人物和品牌的性格和精神。

资料来源：公司官网，中银证券

面料供应严格把关，品质标齐国际大牌。在面料选择方面，公司严格精选高品质、高档次、高性能的面料以确保产品优异的品质。公司与美国、意大利、韩国和日本等国的知名面料供应商保持稳定的合作关系，例如美国军方面料供应商 Malden Mills、意大利高品质纱线供应商 CANCLINI 和日本奢侈品面料供应商 TORAY 等。这些面料供应商同时也是 Hermes、GUCCI 等国际一线服饰品牌的合作伙伴。**在合作过程中，不仅产品的品质得到了有效保证，比音勒芬品牌的影响力与认知度也得到了很大程度的提升。**

图表 36. 公司主要面料供应商

合作面料商	成立时间	国家	简介	合作品牌
Thomas Mason	1796	英国	具有 200 年历史的英国衬衫面料；英国上流社会专用衬衫面料供应商；是判断男士着装是否优雅的衡量标准；一直延续着优雅的衬衫面料风格，其面料质量得到世界各地工匠的一致认可。	ZEGNA、GUCCI
CANCLINI	1925	意大利	意大利三大顶级面料供应商之一；专业生产高品质衬衫面料；面料种类繁多，花型变化无穷，风格包括经典、时尚、休闲、提花、印花等等，每一个系列的产品都在风格定位不同的客户中深受欢迎。	HERMES、BOSS、CANALI
LEGGIUNO	1908	意大利	生产棉和亚麻纱线面料，从夹带的设计到多彩的印染工艺，面料不易起皱；产品风格从经典到后现代，款式从时尚到休闲。	Paul Smith、Dior
ITOCHU	1858	日本	“2021 福布斯全球企业 2000 强”位列第 117 位；将纺织与人体力学相结合，创造出了“会呼吸”的舒适面料；1858 年创业于麻布销售，历经一个半世纪，在世界 63 个国家和地区已拥有约 120 个据点。	BURBERRY、LANVIN、GUCCI
TORAY	1926	日本	日本最大的高科技面料生产商之一；专注纺织面料技术研究开发，防水透气面料世界领先。	PUMA、MIZNO
Malden Mills	1906	美国	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；旗下 POLARTEC 产品系列已有超过 200 种不同面料，并被《时代周刊》及《福布斯》杂志誉为世上 100 种最佳发明之一。	The North Face、Mountain HARD WEAR

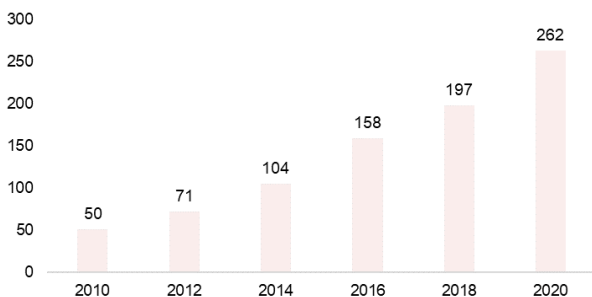
资料来源：公司官网，中银证券

3.3 营销多元化模式：针对客群画像布局渠道，品牌影响力与业绩齐头并进

3.3.1 目标客群定位决定客流稳定，疫情反复波动影响较小

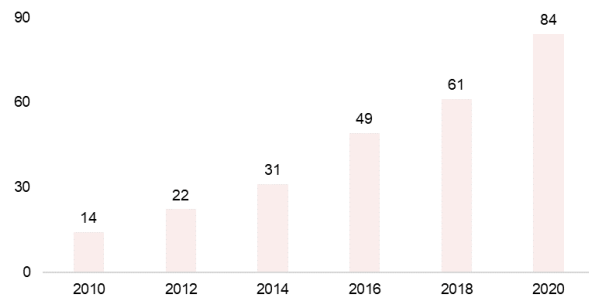
公司核心消费群体主要为中产及以上收入的人群，伴随着我国高净值人士群体数量的快速增长，品牌需求端有望得到有效保障。根据招商银行联合贝恩公司发布的《2021 中国私人财富报告》数据，2020 年国内可投资资产在 1000 万人民币以上的高净值人群数量达 262 万人，相比 2018 年增加了 65 万人，2018-2020 年年均复合增长率达 15%。这些高净值人群人均持有可投资资产约 3209 万人民币，高净值人群数量增加推动消费升级，消费者对服装品质、性能、档次等要求也逐渐提高，预计未来国内高端休闲服装市场具有较大发展空间，定位于中高端和轻奢市场的比音勒芬品牌也将借势获得发展机会。

图表 37. 我国高净值人群数 (万人)



资料来源：《2021 中国私人财富报告》，中银证券

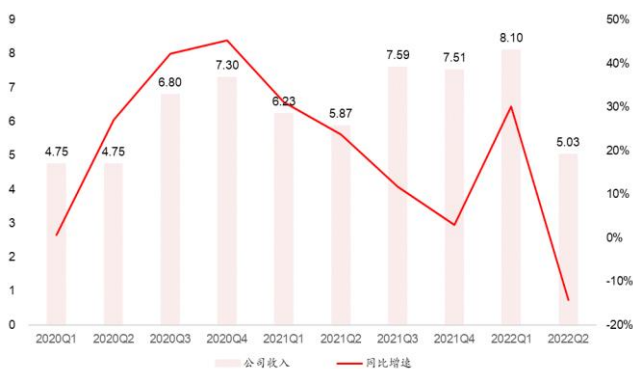
图表 38. 我国高净值人群可投资资产规模 (万亿元)



资料来源：《2021 中国私人财富报告》，中银证券

目标客群也决定了其品牌客户粘性大和消费频次低两个特点。高净值消费者具有独特的价值取向、居住习惯和文化品位，尤其对服饰类消费品通常表现为品牌依赖性较强，因此具有较高的品牌忠诚度。据此公司采取建立VIP客户服务中心并以线下门店为终端开展服务的方式维护品牌核心消费群体，保护品牌的客户粘性。同时消费频次低决定了公司销售收入来源是建立在单个客户单次消费金额高当中。因而与大众消费品牌不同，比音勒芬品牌表现出店铺客流量较小、成交率高，产品毛利率高等特征。因此客户粘性大和消费频次低两个独特优势能够为公司带来稳定的客流量和销售收入，配合公司全渠道营销布局，品牌整体业绩稳健增长，受疫情反复波动影响较小。

图表 39. 公司疫情以来各季度营业收入及增速（亿元）



资料来源：万得，中银证券

图表 40. 公司疫情以来营业收入增速对比同业



资料来源：万得，中银证券

3.3.2 百货商场联营模式成本可控，调位置、扩面积确保业绩稳定

百货商场低开店成本的联营模式，有效助力公司成本可控式扩张。公司线下渠道布局类型全面，覆盖范围广泛，截至 2022 年 6 月 30 日，公司拥有 1125 个终端门店。其中传统百货商场是公司重点布局渠道，在所有类型店铺中占比最高。在传统百货渠道中，公司直营店大多采用联营的经营模式。联营模式下，公司与商场签署联营协议，由商场提供场地，公司提供产品和销售管理，销售收入方面采取扣点制，即双方按照约定的比例对销售收入进行分成。相比非联营模式，联营模式下公司不需要支付店铺租金费用，开店成本大大降低，营业风险也部分分散向联营方。因此百货商场联营模式下，公司线下店铺数量得以低成本、低风险地迅速扩张。截至 2022 年 6 月 30 日，公司拥有线下直营店铺 544 家，相比 2016 年的 274 家扩张将近一倍。

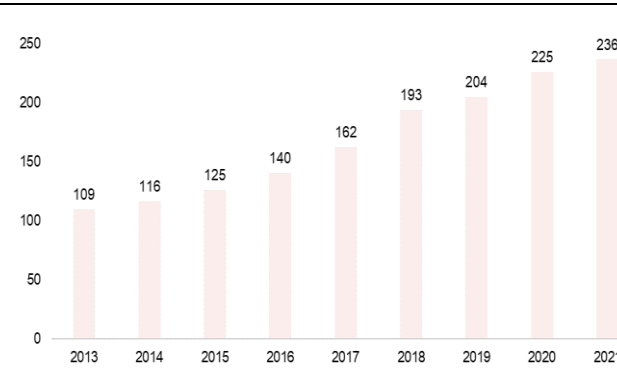
线下渠道优化效果显著，单店店效不断提升。公司在持续开设新店的同时，也展开了对原有店铺的升级优化。2017 年公司启动“调位置、扩面积”的店铺改造战略，一方面选取位于一、二、三线等城市的 200 家直营门店进行重新装修，完成店面形象及智能化水平的升级，另一方面重点打造一批大型旗舰品牌店及精品店，旨在为消费者提供更加优质购物体验的同时拉升品牌形象。截至目前线下渠道布局优化成效显著，公司单店收入和店面平效不断增长。

图表 41. 公司大型旗舰店



资料来源：公司官网，中银证券

图表 42. 公司单店店效变化（万元）



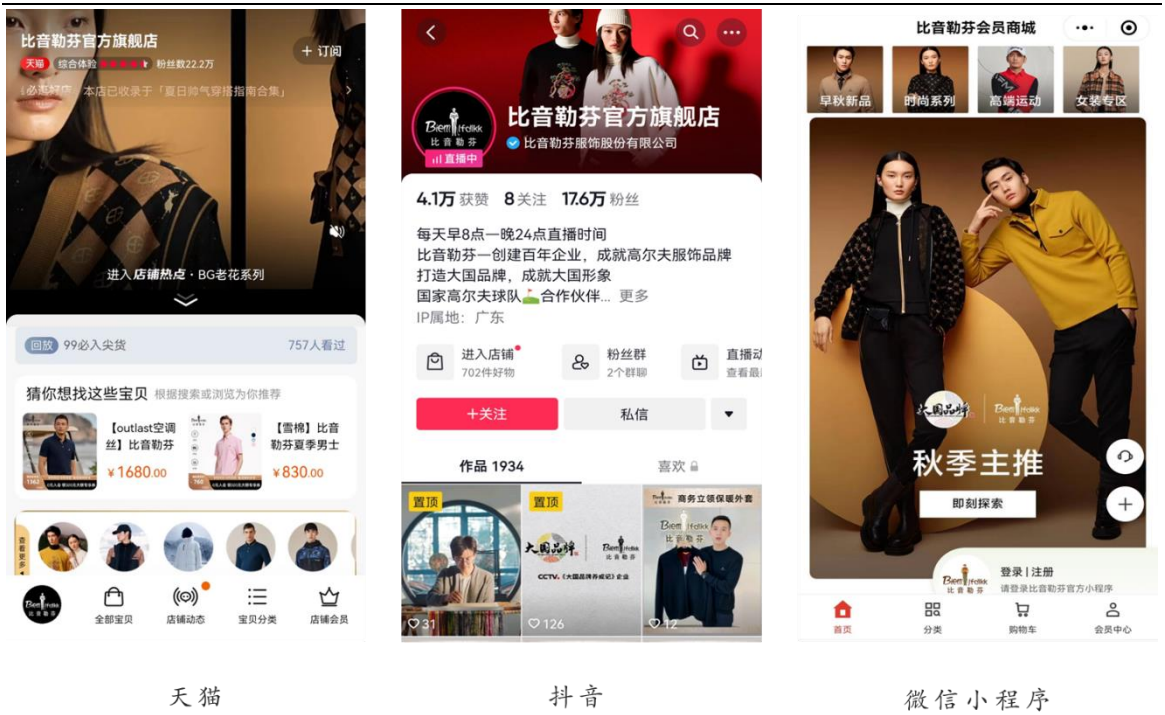
资料来源：公司公告，中银证券

此外为提高运营效率，公司深化落实数字化运营管理模式，建立了VIP服务中心，向VIP客户提供全面细致的个性化服务，包括建立VIP客户资料库以提供专属搭配方案、定期向VIP客户传递时尚资讯、邀请VIP客户参加消费体验活动等。通过终端门店的精准服务，公司有效加强了与客户之间的联系，增强了客户忠诚度，进而保证了单店收入的持续性增长。在低成本迅速扩张店铺的同时推出“调位置、扩面积”战略，公司线下营销网络得到有效优化。优质拓店叠加单店收入提升，量价双管齐下我们预计公司销售业绩能够得到稳定保证。

3.3.3 线上渠道快速布局，多元平台助力收入增长

线上渠道多平台发展，轻奢销售新模式成效显著。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等，公司坚持为线上高端人群提供购物便利，以体验和服务为主，线上线下统一价格体系，开启线上轻奢销售新模式。公司全面推进VIP精细化管理，将线下会员引流线上，据公司2021年报披露，截至2021年末公司VIP会员人数总计超70万。2021年公司线上销售收入1.23亿元，同比增长24.76%，线上收入占比从2019年0.89%提升至2021年4.51%，2022H1公司线上销售收入0.84亿元，同比增长47.80%。

图表 43. 线上渠道多平台发展



资料来源：天猫，抖音，微信小程序，中银证券

图表 44. 线上轻奢销售新模式成效显著（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022H1
线上渠道收入	0.16	0.98	1.23	0.84
yoy	-	508.00%	24.76%	47.80%
占比	0.89%	4.27%	4.51%	6.38%

资料来源：公司公告，中银证券

4.渠道剖析：渠道布局合理健康，增长空间广阔

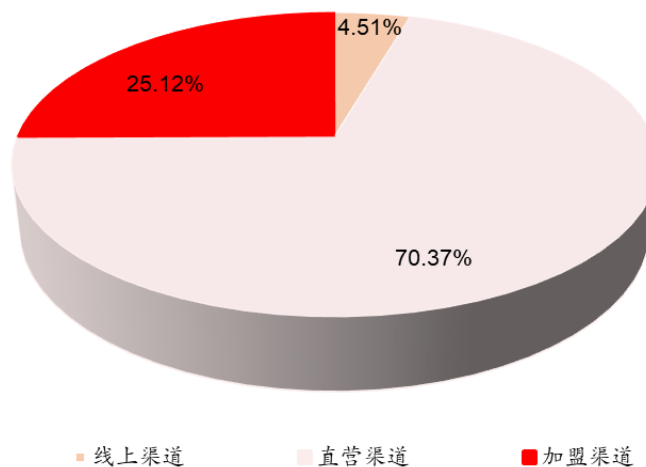
在渠道布局方面，整体而言公司采取“线下+线上”的多元化全渠道布局模式，并以线下店铺为主要营销渠道。我们利用高德地图搜集公司线下店铺分布数据进行分类处理分析，并在此基础上测算未来店铺规模增长空间。综合而言我们采取公司公告和高德地图数据两个口径剖析公司渠道布局情况。

4.1 渠道布局模式合理，类型结构健康

4.1.1 “直营+加盟”布局模式合理，规模显著增长比例平稳波动

公司线下渠道采取“直营+加盟”的复合模式，一方面可保证公司对营销网络的控制力度，保持品牌形象，另一方面可借助加盟商的区域资源扩大市场覆盖面。直营店主要分布在国内一、二线城市的百货商场、购物中心等核心商圈以及客流量较大的机场、知名球会会所等区域，是公司主要营业收入来源。2021年营业收入分渠道来看，直营店营业收入占比达到70.37%，是公司业务发展的关键。加盟店主要分布在一、二线城市以外的经济较发达地区。在加盟模式下，公司将产品直接销售给加盟商，由加盟商自行对外销售并负责终端门店的运营管理工作，承担相应的渠道费用，加盟商自行承担经营的收益与风险。加盟店是公司实现产品下沉到三四线城市的重要渠道，营业收入占比也达到25.12%，能够有效帮助公司扩大市场覆盖率、提高终端密度。

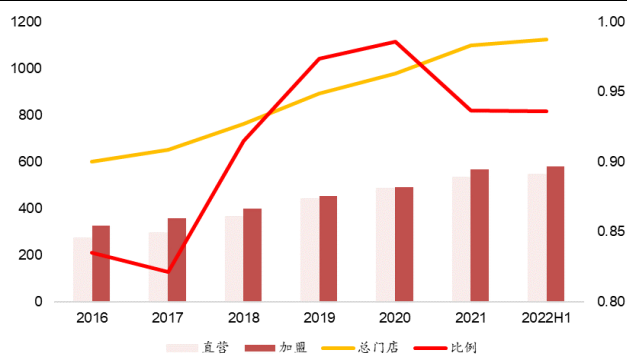
图表 45. 公司 2021 年分渠道营业收入



资料来源：公司公告，中银证券

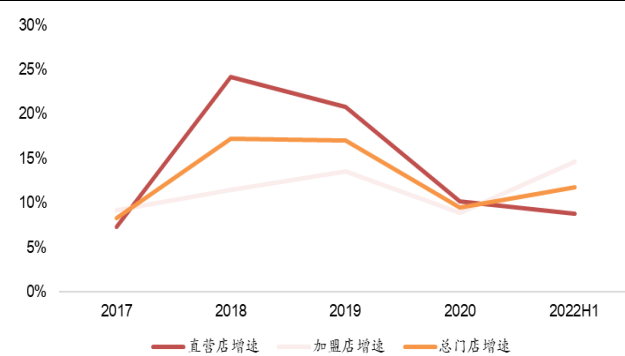
公司线下门店规模显著增长，直营店铺与加盟店铺比例平稳波动。截至2022年6月30日，公司线下营销网络覆盖全国31个省、自治区及直辖市的核心商圈、高端百货、机场、知名高尔夫球会会所等，门店总数达1125家，其中直营店铺544家，加盟店铺581家，直营加盟比例接近1:1。就渠道数量来看，公司自上市以来，持续扩大经营规模，线下门店数量逐年增加，门店总数由2016年的602家扩张至2021年的1100家，净增498家。就渠道增速来看，2018年与2019年公司直营门店扩张速度高于加盟门店，2020年趋向接近。就渠道类型结构来看，公司直营店与加盟店的比例在2016年到2018年有一定幅度提高，近三年基本在0.9-1的范围内维持平稳波动。

图表 46. 公司门店数量增长及比例变化 (家)



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 47. 公司门店数量增速



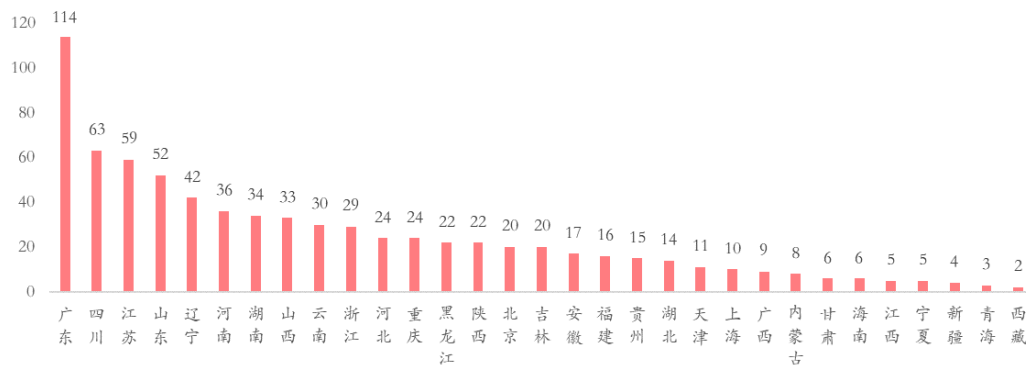
资料来源: 公司公告, 中银证券

4.1.2 渠道地区分布“广覆盖、深扎根”，类型结构健康多元化

我们使用高德地图搜索公司在全国各省市的店铺布局情况，进而对公司线下渠道的布局现状及未来发展空间展开剖析。（注：高德地图搜索引擎算法问题导致部分店铺缺失，因而存在高德口径与公司公告口径存在不一致的问题，但高德口径的覆盖率已达 70% 以上，渠道画像相对准确）。

渠道地区分布“广覆盖、深扎根”，重点布局经济发达地区。在营销渠道地区布局方面，公司门店广泛分布于全国 31 个省、自治区及直辖市，并主要集中在经济发达地区，在一、二线城市覆盖密度较大，其中店铺分布数量最多的 5 个地区为广东、四川、江苏、山东、辽宁省，对应门店数量分别为 114、63、59、52、42 家，前五大销售地区门店数量占全国门店总数量的 43.71% 左右。公司起源于广东并深扎广东市场，数据显示公司在广东省建立了 114 家门店，远高于第二大布局区四川省的 63 家。在此基础上根据公司品牌定位高端及目标消费人群高收入等特点，向东南沿海地区及商务旅游中心等地区展开扩张，形成了独特的区域化渠道布局模式。

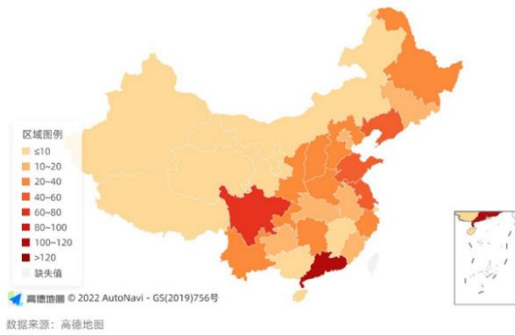
图表 48. 公司分地区店铺数量排名 (家)



资料来源: 高德地图, 中银证券

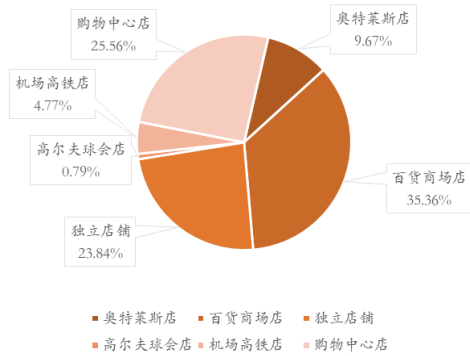
渠道类型结构健康多元化，不同类型渠道聚焦独特营销定位。公司在渠道布局方面采用全渠道分层布局的模式，有利于兼顾营销传播与市场渗透。一方面基于高端休闲服饰品牌的定位，公司在包括传统百货商场和新兴购物中心在内的核心商圈和客流量较大的机场高铁站大量布局终端门店，达到渠道供应与品牌推广的双重目的。同时立足于品牌的高尔夫基因，公司还在部分国内知名高尔夫球会会所设立终端门店，借助高尔夫文化及特定消费群体传播品牌形象。另一方面公司实行“直营+加盟”的渠道销售模式，因而有众多加盟店以独立店铺形式下沉到三四线城市的商业街、居民区等区域，有利于品牌形象的广泛传播，提升品牌知名度。此外公司还积极布局作为库存消化重要途径的奥特莱斯店，有效保证了渠道布局的健康性。

图表 49. 公司全国范围内店铺分布



资料来源：高德地图，中银证券

图表 50. 公司店铺类型结构



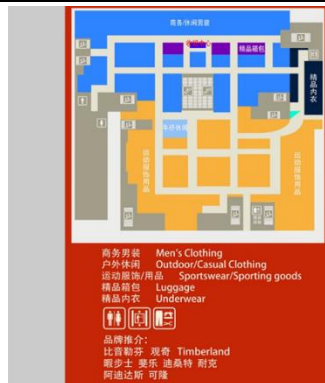
资料来源：高德地图，中银证券

根据店铺类型及核心功能的不同公司的线下渠道门店可分类归纳为百货商场店、购物中心店、奥特莱斯店、高尔夫球会店、机场高铁店和独立店铺 6 个类型，其中：

1) 百货商场店和购物中心店

百货商场和购物中心门店是公司产品销售的主要渠道，截至 2022 年 3 月两者共计 460 家，占比高达 60.93%。结合地区分布来看，一线区域中北京、上海、广州、深圳四个城市的商场店数量（百货商场店数量+购物中心店数量）分别为 13、4、24、33 家，四座一线城市合计达 74 家，其中又以广州和深圳见多，体现了公司在一线区域高端商场的重点布局。百货商场和购物中心中又以百货商场渠道为销售重心，门店数量占比达到 35.36%。公司通过分析目标客户画像，针对目标客群的购物习惯选择高端百货商场开设门店并迅速扩张，树立起高端品牌形象的同时广泛覆盖各级城市的高收入精英群体，致力跻身国内一线高端休闲服饰品牌。此外，基于同百货商场建立的长期合作关系及品牌自身良好的门店绩效，比音勒芬还获得百货商场在店铺位置、面积及扣点等多方面的支持，并结合其“调位置、扩面积”的举措有效保证了公司百货门店的竞争优势与店铺效益，进而形成品牌绩效与渠道议价能力互推共进的良性循环。

图表 51. 比音勒芬获王府井百货商场品牌推介



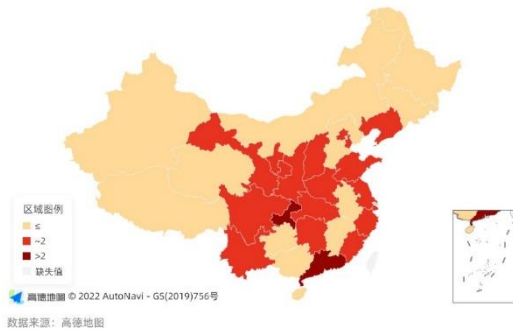
资料来源：王府井百货官网

相比百货渠道对于新兴购物中心的布局，公司发力较晚。一方面通常来讲购物中心所吸引的消费群体年龄层偏低，也更偏向大众消费，与比音勒芬品牌定位的目标客群存在一定程度的偏差；另一方面新兴的购物中心大都是集购物、餐饮、休闲娱乐于一体的大型综合性活动场所，购物只是其承载的一部分功能，因而存在部分购物中心消费者并不具备购物预期，进而导致部分购物中心店店效偏低。但近年来随着高端购物中心的迅速兴建、消费者年龄迭代及购物习惯的变化，公司也在逐步加大购物中心渠道的布局，不断更新以逼近最适应市场的渠道结构。

2) 机场高铁店

机场高铁店是公司独具特色的销售渠道，高德地图数据显示截至 2022 年 3 月公司在全国范围内共开设 36 家门店，其中 31 家机场店和 5 家高铁店。结合地区分布来看，36 家机场高铁店广泛覆盖到 19 个省和自治区及直辖市，占其 31 个省和自治区及直辖市覆盖面的 61.29%。机场高铁店的设立使得比音勒芬品牌与目标客群有了更加直接的接触。机场高铁站客流量大，其中的高端商旅人士是公司重要营销与服务对象。一方面作为针对性营销场景，在机场高铁站开店可以提高宣传效率，有效提升品牌认知度；另一方面作为特定消费场景，在机场高铁站开店可以帮助客户充分利用候机候车时间，为客户提供便捷购物渠道的同时加强了客户粘性。

图表 52. 公司全国范围内机场店分布



资料来源：高德地图，中银证券

图表 53. 公司布局 2 家及以上机场店的地区

地区	机场名称	门店数
广东	广州/白云；深圳/宝安；珠海/金湾	5
重庆	重庆/江北	3
湖南	长沙/黄花	2
江苏	南京/禄口；无锡/苏南硕放	2
辽宁	大连/周水子；沈阳/桃仙	2
上海	上海/虹桥；上海/浦东	2
云南	昆明/长水	2
浙江	杭州/萧山；宁波/栎社	2

资料来源：高德地图，中银证券

3) 奥特莱斯店

奥特莱斯店是公司消化库存商品的重要销售渠道，高德地图数据显示截至 2022 年 3 月公司在全国范围内共开设 73 家门店，占公司全部门店数量的 9.67%。比音勒芬定位于高端休闲服饰，品牌形象是立足之本，因此为维护品牌高端形象，公司普通门店一般不设或很少设置折扣，而是专门设立折扣店消化过季服装库存。奥特莱斯店主要销售上市 1 年以上的产品，由于产品本身毛利率高、折扣集中在 4-6 折，折扣后销售仍存在一定利润空间，因而奥特莱斯店在去库存的同时也为公司带来了不菲的利润收入。

4) 高尔夫球会店

高尔夫球会店是公司另一特定场景的销售渠道，截至 2022 年 3 月我们在高德地图上搜索到 6 家高尔夫球会门店，均开设在国内知名高尔夫球会会所附近。高尔夫球会店的设立凸显了品牌内在的高尔夫文化基因，配合旗下的高尔夫系列对高尔夫球爱好者以及偏好高尔夫服饰风格的高收入人群展开针对性营销。公司力图打造“中国高尔夫服饰第一品牌”，从根部入手高效精准覆盖高尔夫文化相关人群，夯实品牌业内知名度及影响力，建立竞争优势。此外高尔夫球爱好者通常都是高收入、高品位的精英人士，利用高尔夫系列拉近品牌与这类人群的距离，能够为进一步将之发展为品牌旗下休闲、时尚系列的消费者奠定了坚实基础。

图表 54. 公司高尔夫球会店分布（部分）

序号	店铺名称	所处地区	球会名称	地址
1	昆明红塔东路店	云南	万达高尔夫球会	昆明市西山区昆明滇池国家旅游度假区红塔东路 12 号滇池卫城万达高尔夫会所
2	广州堂福路店	广东	汇景高尔夫乡村俱乐部	广州市天河区棠下街道科韵路棠福路 19 号比音勒芬专卖店
3	珠海翠湖球会店	广东	翠湖高尔夫球会	珠海市香洲区唐家湾镇翠湖高尔夫球会会所前台旁边
4	佛山君临路球会店	广东	君兰高尔夫俱乐部	佛山市顺德区北滘镇君临路 2 号君兰高尔夫俱乐部(和月会)二楼
5	佛山君兰大道球会店	广东	君兰高尔夫俱乐部	佛山市顺德区北滘镇君兰大道君兰高尔夫俱乐部二层
6	中山球会店	广东	雅居乐长江高尔夫球会	中山市东区街道中山市东区雅居乐长江球会专卖店

资料来源：高德地图，中银证券

5) 独立店铺

独立店铺是品牌下沉市场、扩大覆盖面的基本途径，截至 2022 年 3 月门店数量共计 180 家占比达到 23.84%。独立店铺多为公司特许授权加盟商开设的加盟店，主要分布在一、二线城市以外的经济较发达地区。这些店铺分散分布在商业街道、居民区、酒店旁等多种生活区域中，为公司营销网络提供了丰富多元的渠道场景，是品牌**扩大知名度、贴近生活**的重要一环。

图表 55. 公司独立店铺



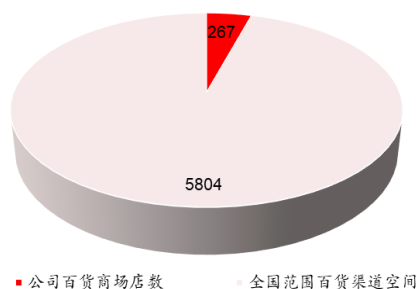
资料来源：公司官网，中银证券

4.2 渠道空间测算：渠道仍具发展潜力

4.2.1 分类型探讨部分渠道空间

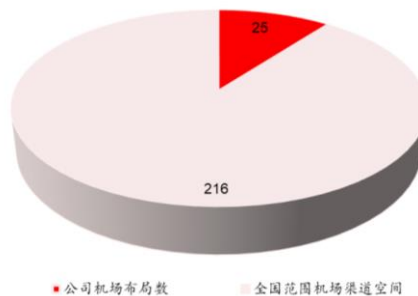
全国范围百货商场店渗透率较低，存在布局空间。根据国家统计局，截至 2020 年末全国共有 6071 家零售百货商场，而公司在百货渠道布局了 267 家门店，渗透率较低仅为 4.40%，因此公司在百货渠道方面仍存在较大的布局空间。

图表 56. 公司百货渠道渗透情况 (家)



资料来源: 高德地图, 中银证券

图表 57. 公司机场渠道渗透情况 (家)



资料来源: 中国民用航空局, 高德地图, 中银证券

全国范围机场店渗透率较低, 存在布局空间。根据中国民用航空局数据, 截至 2020 年末我国境内民用运输机场 (不含香港、澳门和台湾地区) 241 个。高德地图显示公司 32 个机场店分布在 26 个国际机场, 渗透率仅为 10.79%, 公司在机场渠道方面也存在较大的布局空间。此外数据还显示, 2021 年全国范围旅客吞吐量达 1000 万人次以上的机场数量有 29 个, 客运吞吐量占全国比例达 70.78%。公司在这 29 家机场中布局了 18 家机场共 24 个门店, 渗透率为 62.07% 较高, 但仍有一定布局空间。

图表 58. 公司千万级机场布局情况

序号	机场名称	2021 年度旅客吞吐量 (百万人次)	开设门店数	序号	机场名称	2021 年度旅客吞吐量 (百万人次)	开设门店数
1	广州/白云	40.25	2	16	海口/美兰	17.52	-
2	成都/双流	40.12	1	17	贵阳/龙洞堡	16.96	-
3	深圳/宝安	36.36	2	18	乌鲁木齐/地窝堡	16.88	-
4	重庆/江北	35.77	3	19	三亚/凤凰	16.63	-
5	上海/虹桥	33.21	1	20	青岛/胶东	16.03	-
6	北京/首都	32.64	2	21	天津/滨海	15.13	1
7	昆明/长水	32.22	1	22	厦门/高崎	14.95	-
8	上海/浦东	32.21	1	23	沈阳/桃仙	13.92	1
9	西安/咸阳	30.17	1	24	济南/遥墙	13.62	-
10	杭州/萧山	28.16	1	25	哈尔滨/太平	13.50	-
11	北京/大兴	25.05	-	26	兰州/中川	12.17	1
12	长沙/黄花	19.98	2	27	长春/龙嘉	11.29	-
13	武汉/天河	19.80	1	28	南宁/吴圩	10.85	-
14	郑州/新郑	18.95	1	29	大连/周水子	10.37	1
15	南京/禄口	19.91	1				

资料来源: 中国民用航空局, 高德地图, 中银证券

4.2.2 分地区测算渠道铺设空间

公司公告称比音勒芬品牌总开店空间约 1500-2000 家, 对此我们在已有渠道布局画像的基础上, 分区域分别采用购物中心及百货商场体量渗透和各地区居民人均可支配收入对标的方法对渠道空间进行测算, 测算过程及结果如下:

1) 分区域刻画店铺地区分布

由于各地区经济发展水平和公司营销网络覆盖的差异, 我们首先对全国比音勒芬品牌店铺覆盖的 31 个省和自治区及直辖市进行划分。基于行政区划、地理位置、经济发展水平及公司发展历程等多重因素, 我们划分出如下 3 个区域:

区域 1: 北京、上海、天津和重庆 4 个直辖市。4 个直辖市具备地区面积小、常住人口多、经济发达等特点, 因此我们将其划入一个可比区域。

区域 2: 东北、东南沿海及中部发达地区。这些地区相对而言经济发展水平相当, 均处于较高水平, 因此我们将其划入一个可比区域。

区域 3: 西南、西北等经济发展水平较低的内陆地区。这些地区包括新疆、西藏、甘肃、青海、宁夏和内蒙古 6 个省和自治区，均具有经济发展水平较低、地区偏远、品牌渗透率低等特点，因此我们将其划入一个可比区域。

2) 测算各地区开店空间

对于区域 1 渠道空间的预测，采用购物中心及百货商场体量渗透的方法。我们假设区域 1 中所有地区未来均具有达到区域内最大渗透率的开店空间，因而使用重庆市目前的渗透率作为区域内其他地区的目标渗透率，进而计算开店空间。对于重庆市我们考虑同步增长，使用其他 3 市渗透率增长的平均值加上重庆市目前的渗透率作为其目标渗透率，进而计算开店空间。

图表 59. 公司区域 1 开店空间测算

地区	购物中心&百货商场数量(家)	门店数量	渗透率(%)	目标渗透率(%)	开店空间
上海	455	10	2.20	6.90	31
北京	415	20	4.82	6.90	29
天津	186	11	5.91	6.90	13
重庆	348	24	6.90	9.48	33
合计					106

资料来源: 高德地图, 中银证券

对于区域 2、3 渠道空间的预测，采用各地区居民人均可支配收入对标的方法。考虑到居民收入水平对销售终端数量的决定性作用，我们假定区域 2、3 中公司各地区店铺数量饱和值与该地区居民人均可支配收入成正比比例关系，计算各地区门店数量与人均可支配收入的比值，并使用相应的统计值作为预测的目标基准。具体来看：

对于区域 2，首先取区域内各地区门店数量与人均可支配收入之比的均值 9.39、70%分位数 11.96、最大值 80%的 20.59 以及最大值 25.34 作为目标基准。根据该省市当前比值以及人均可支配收入确定目标比值；对于该比值为 25.34 的广东省考虑同步增长，使用其他 20 个地区该比值增长的平均值加上广东省目前的比值作为其目标比值，进而计算开店空间。

图表 60. 公司区域 2 开店空间测算

地区	2021 年人均可支配收入(万元)	门店数量	门店数量/人均可支配收入	目标比值	开店空间
浙江	5.75	29	5.04	20.59	118
江苏	4.75	59	12.42	25.34	120
广东	4.50	114	25.34	30.60	138
福建	4.07	16	3.94	20.59	84
山东	3.57	52	14.56	20.59	74
辽宁	3.51	42	11.96	20.59	72
湖南	3.20	34	10.63	11.96	38
安徽	3.09	17	5.50	11.96	37
湖北	3.08	14	4.54	11.96	37
江西	3.06	5	1.63	6.00	18
海南	3.05	6	1.97	3.00	9
河北	2.94	24	8.17	11.96	35
四川	2.91	63	21.66	25.34	74
陕西	2.86	22	7.70	11.96	34
吉林	2.78	20	7.20	11.96	33
山西	2.74	33	12.03	15.00	41
黑龙江	2.72	22	8.10	9.39	25
河南	2.68	36	13.43	15.00	40
广西	2.67	9	3.37	5.00	13
云南	2.57	30	11.69	11.96	31
贵州	2.40	15	6.25	7.00	17
全部					1090

资料来源: 高德地图, 中银证券

对于区域 3，首先取区域内各地区门店数量与人均可支配收入之比的均值 1.72 和最大值 2.72 作为目标基准。对于该比值小于 1.72 的地区，预测时目标比值取 1.72；对于该比值大于 1.72 而小于 2.72 的地区，预测时目标比值取 2.72；最终对于该比值为 2.72 的甘肃省考虑同步增长，使用其他 5 个地区该比值增长的平均值加上甘肃省目前的比值作为其目标比值，进而计算开店空间。

图表 61. 公司区域 3 开店空间测算

地区	2021 年人均可支配收入 (万元)	门店数量	门店数量/ 人均可支配收入	目标比值	开店空间
甘肃	2.21	6	2.72	3.32	7
内蒙古	3.41	8	2.35	2.72	9
宁夏	2.79	5	1.79	2.72	8
新疆	2.61	4	1.53	1.72	4
青海	2.59	3	1.16	1.72	4
西藏	2.50	2	0.80	1.72	4
合计					37

资料来源：高德地图，中银证券

据测算，区域 1、2、3 开店空间分别可达 106、1090、37 家，合计 1233 家。考虑到测算时采用的数据为高德地图口径的 755 家门店，相比公司 2021 年中报公告的 1007 家门店覆盖率约为 75%。因此开店空间预测值折算为公司公告口径可达 1644 家，测算结果符合公司公告所称的 1500-2000 家开店空间。对比目前 1125 家的门店规模，我们认为比音勒芬品牌渠道数量当前仍有至少 50% 的发展空间。

5. 盈利预测与投资建议

直营渠道：随着公司持续新开门店叠加优化门店质量，新推产品系列，预计 2022-2024 年收入分别为 23.8/28.2/32.9 亿元，同比增长 24.1%/18.5%/16.7%。

加盟渠道：随着持续新开门店叠加优化门店质量，预计 2022-2024 年收入分别为 8.6/10.1/11.7 亿元，同比增长 25.2%/18.3%/16.0%。

线上渠道：公司近年大力发展线上渠道，在巩固天猫等传统渠道同时拓展抖音等新渠道，我们预计 2022-2024 年收入分别为 1.5/1.9/2.3 亿元，同比增长 23.0%/25.0%/20.0%。

图表 62. 公司收入拆分表 (单位: 亿元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入 (亿元)	23.0	27.2	33.8	40.2	46.9
yoy	26.2%	18.1%	24.3%	18.8%	16.7%
直营渠道	16.3	19.1	23.8	28.2	32.9
yoy	0.0%	17.5%	24.1%	18.5%	16.7%
加盟渠道	5.8	6.8	8.6	10.1	11.7
yoy	0.0%	18.6%	25.2%	18.3%	16.0%
线上渠道	1.0	1.2	1.5	1.9	2.3
yoy	0.0%	24.8%	23.0%	25.0%	20.0%

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

毛利率：预计公司总体毛利率保持稳健提升趋势，预计 2022-2024 年公司毛利率分别为 77.7%/78.4%/78.7%。

费用率：随着公司持续优化销售及管理费用率，我们预计 2022-2024 年公司销售费用率为 38.1%/37.9%/37.9%，管理费用率为 5.7%/5.3%/5.3%，研发费用率为 3.1%/3.1%/3.1%。

综合来看，预计公司 2022-2024 年营收分别为 33.8 /40.2/46.9 亿元，同比增长 24.3%/18.8%/16.7%；归母净利润为 8.0/10.0/12.2 亿元，同比增长 28.7%/24.9%/21.4%。

图表 63. 公司盈利预测的主要假设

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入 (亿元)	23.0	27.2	33.8	40.2	46.9
yoy (%)	26.2%	18.1%	24.3%	18.8%	16.7%
毛利率 (%)	73.9%	76.7%	77.7%	78.4%	78.7%
费用率 (%)	47.4%	47.9%	47.5%	46.8%	45.8%
销售费用率 (%)	38.4%	38.3%	38.1%	37.9%	37.9%
管理费用率 (%)	5.8%	5.7%	5.7%	5.3%	5.3%
研发费用率 (%)	2.8%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
财务费用率 (%)	0.4%	0.8%	0.6%	0.5%	-0.4%
营业利润率 (%)	25.3%	27.1%	28.0%	29.4%	30.6%
所得税率 (%)	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
归母净利润 (%)	5.0	6.2	8.0	10.0	12.2
yoy (%)	22.7%	25.2%	28.7%	24.9%	21.4%
净利润率 (%)	21.7%	23.0%	23.8%	25.0%	26.0%
EPS (元)	0.9	1.1	1.4	1.8	2.1

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

我们选取国内其他中高端服饰企业作为其可比公司。当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 15.7/12.6/10.4 倍，对比行业平均值 15.5/8.8/7.5 倍，我们认为公司具备多元优势，疫情下业绩确定性强，同时高尔夫独立门店陆续开设有望构建第二成长曲线。维持**买入**评级。

图表 64. 公司 PE 估值表 (单位: 亿元)

公司名称	公司代码	收盘价	净利润				净利润同增速				PE			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
报喜鸟	002154.SZ	3.44	4.6	5.5	6.8	8.1	26.7	19.3	22.1	19.5	13.2	9.1	7.4	6.2
九牧王	601566.SH	6.94	1.9	1.3	3.2	3.8	-47.3	-31.1	141.8	16.7	36.5	29.8	12.3	10.6
海澜之家	600398.SH	4.14	24.9	23.2	27.3	30.9	39.6	-6.9	17.7	13.1	11.1	7.7	6.6	5.8
行业平均			10.5	10.0	12.4	14.3	6.3	-6.2	60.5	16.4	20.3	15.5	8.8	7.5
比音勒芬	002832	22.11	6.2	8.0	10.0	12.2	25.2	28.7	24.9	21.4	22.4	15.7	12.6	10.4

资料来源: 万得, 中银证券, 比音勒芬采用预测数据, 其余公司盈利预测皆来自万得预期。

注: 股价及 PE 均对应 10 月 25 日收盘数据

风险提示

行业竞争加剧：疫情反复影响下流量，中高端服饰行业内竞争逐渐激烈，若之后竞争加剧，可能进一步对公司业绩产生影响。

新品拓展不达预期：公司立足高端服饰拓展高尔夫系列产品，目前处于独立开店过程中，若未来高尔夫独立门店开设不及预期，可能对公司收入增长带来一定影响。

原材料价格波动：原材料为公司成本主要组成部分，若未来产生波动，可能对公司毛利率产生一定影响。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	2,303	2,720	3,382	4,017	4,687
销售成本	(616)	(658)	(783)	(904)	(1,042)
经营费用	(1,092)	(1,254)	(1,607)	(1,869)	(2,186)
息税折旧前利润	638	808	992	1,245	1,459
折旧及摊销	(94)	(106)	(64)	(81)	(82)
经营利润(息税前利润)	544	702	928	1,163	1,377
净利息收入/(费用)	(3)	(4)	(3)	(3)	36
其他收益/(损失)	44	37	37	37	37
税前利润	585	733	943	1,177	1,429
所得税	(86)	(108)	(139)	(174)	(211)
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	499	625	803	1,003	1,218
核心净利润	498	624	803	1,003	1,218
每股收益(人民币)	0.87	1.09	1.41	1.76	2.13
核心每股收益(人民币)	0.87	1.09	1.41	1.76	2.13
每股股息(人民币)	0.636	0.829	1.028	1.284	1.559
收入增长(%)	6	40	24	19	17
息税前利润增长(%)	3	33	32	25	18
息税折旧前利润增长(%)	8	30	23	25	17
每股收益增长(%)	18	30	24	25	21
核心每股收益增长(%)	18	30	24	25	21

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	585	733	943	1,177	1,429
折旧与摊销	94	106	64	81	82
净利息费用	10	22	22	22	(18)
运营资本变动	58	3	85	11	(40)
税金	(83)	(108)	(139)	(174)	(211)
其他经营现金流	(4)	143	(82)	(106)	(66)
经营活动产生的现金流	637	898	892	1,011	1,177
购买固定资产净值	52	109	(75)	20	(3)
投资减少/增加	25	39	39	39	39
其他投资现金流	(1,121)	(331)	(191)	(290)	(307)
投资活动产生的现金流	(1,045)	(184)	(227)	(231)	(271)
净增权益	(350)	(456)	(587)	(733)	(890)
净增债务	0	0	0	0	1
支付股息	350	456	587	733	890
其他融资现金流	525	(225)	(470)	(345)	(739)
融资活动产生的现金流	525	(225)	(470)	(345)	(738)
现金变动	118	489	195	434	168
期初现金	475	579	1,083	1,278	1,712
公司自由现金流	(408)	714	665	779	906
权益自由现金流	(398)	736	687	801	889

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	579	1,083	1,278	1,712	1,880
应收帐款	301	280	241	262	324
库存	608	660	756	877	1,004
其他流动资产	61	67	70	75	79
流动资产总计	3,079	3,645	4,758	5,025	5,792
固定资产	244	239	299	313	303
无形资产	115	120	138	144	152
其他长期资产	160	601	98	108	119
长期资产总计	564	1,113	535	565	573
总资产	3,749	4,863	5,402	5,703	6,485
应付帐款	135	165	186	209	236
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	496	917	930	847	868
流动负债总计	667	1,082	1,116	1,056	1,104
长期借款	631	285	285	285	285
其他长期负债	33	250	253	39	43
股本	524	550	571	571	571
储备	1,758	2,668	3,150	3,751	4,482
股东权益	2,418	3,245	3,721	4,322	5,053
少数股东权益	1	1	1	1	1
总负债及权益	3,749	4,863	5,402	5,703	6,485
每股帐面价值(人民币)	4.25	5.85	6.52	7.57	8.85
每股有形资产(人民币)	4.04	5.63	6.28	7.32	8.59
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.05)	(1.97)	(2.24)	(3.00)	(3.29)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	32.1	29.7	29.3	31.0	31.1
息税前利润率(%)	27.3	25.8	27.4	29.0	29.4
税前利润率(%)	29.0	26.9	27.9	29.3	30.5
净利率(%)	24.7	23.0	23.8	25.0	26.0
流动性					
流动比率(倍)	4.7	3.4	4.3	4.8	5.2
利息覆盖率(倍)	33.0	17.7	23.4	29.3	n.a.
净权益负债率(%)	2.2	-	-	-	-
速动比率(倍)	3.7	2.8	3.6	3.9	4.3
估值					
市盈率(倍)	25.3	20.2	15.7	12.6	10.4
核心业务市盈率(倍)	25.3	20.2	15.7	12.6	10.4
市净率(倍)	5.2	3.8	3.4	2.9	2.5
价格/现金流(倍)	19.0	13.5	14.1	12.4	10.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.3	14.2	11.4	8.7	7.3
周转率					
存货周转天数	392.2	361.1	330.1	329.8	329.5
应收帐款周转天数	27.7	29.0	28.1	22.8	22.8
应付帐款周转天数	27.3	20.1	18.9	17.9	17.3
回报率					
股息支付率(%)	73.0	73.0	73.0	73.0	73.0
净资产收益率(%)	22.3	22.5	23.2	24.9	26.0
资产收益率(%)	14.6	14.1	15.4	17.9	19.3
已运用资本收益率(%)	4.9	4.8	5.3	5.8	6.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371