

比音勒芬 (002832.SZ) 把握核心客群价值，品类深化&渠道扩张驱动高成长

2022年12月26日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

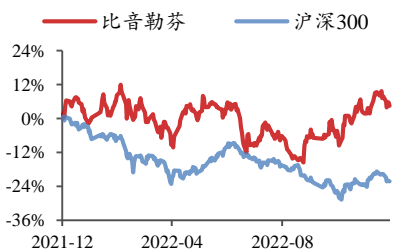
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2022/12/23
当前股价(元)	24.70
一年最高最低(元)	26.90/19.70
总市值(亿元)	140.96
流通市值(亿元)	96.19
总股本(亿股)	5.71
流通股本(亿股)	3.89
近3个月换手率(%)	43.33

股价走势图



数据来源：聚源

● 高端运动休闲龙头，品类深化&渠道扩张促高成长，首覆给予“买入”评级
作为细分高景气赛道龙头，公司凭借高品质产品与定制化服务，把握核心消费人群。通过“T恤小专家”联想品牌打造叠加渠道加速扩张，公司未来3-5年业绩有望保持较快增速，我们预计2022-2024年归母净利润分别为8.11/10.01/12.20亿元，对应EPS为1.42/1.75/2.14元，当前股价对应PE为17.4/14.1/11.6倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 行业展望：高端化、运动化，商务、休闲、运动男装潜力较大
商务休闲男装呈现运动化的发展趋势，主要由于疫后运动健康的生活观念深入人心，居家办公模糊了工作与生活的边界。随着运动融入生活方式，运动时尚成为新风尚。商务、休闲、运动服饰均呈现高端化趋势，我们认为随着中国中产阶层群体的不断增长，以比音勒芬为代表的中高端运动休闲行业景气度将持续向好。

● 竞争优势：高品质产品与定制化服务，把握核心消费人群
品牌定位：卡位优质细分赛道，公司起源于高尔夫服饰，具备天然的高端运动属性，打造高端运动休闲品牌，收割商务、运动、休闲的多重男装市场；客户画像是中高收入中年男性群体，他们消费能力较强，价格敏感性低且具备较高品牌忠诚度。公司抓住该群体的核心诉求，即**产品品质与服务体验**。产品上，内外并举构建研发设计团队，提供优秀的设计与剪裁；与知名供应商稳定合作，进行优质面料研发，提供品质面料与舒适体感。**营销运营上**，私域精细化运营管理VIP，维持高品牌粘性复购率；公域结合多种营销手段，持续构建高品牌壁垒。

● 驱动力：打造“T恤小专家”联想品牌，线下拓店潜力较大
(1) “T恤小专家”：公司将持续发挥自身品类优势，在同质化竞争严重的市场中持续深化品牌形象，以超级单品策略打造“T恤小专家”联想品牌。**(2) 渠道扩张：**我们认为比音勒芬在高、低线城市均具备一定的拓店空间，以增加终端消费者触达，主要拓店逻辑在于在高线城市加密，布局区域消费中心；在低线城市下沉，打开空白市场。经过测算，我们预计比音勒芬的门店数有望达到1717家，预计还有约53%的开店空间。**(3) 高尔夫独立店&威尼斯品牌：**细化消费人群与穿着场景，拓宽客群边界，渠道扩张下打开成长空间。

● 风险提示：渠道拓展不及预期，市场竞争加剧等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,303	2,720	3,187	3,834	4,594
YOY(%)	26.2	18.1	17.2	20.3	19.8
归母净利润(百万元)	499	625	811	1,001	1,220
YOY(%)	22.7	25.2	29.9	23.3	21.9
毛利率(%)	73.9	76.7	75.6	75.9	75.7
净利率(%)	21.7	23.0	25.5	26.1	26.6
ROE(%)	20.6	19.2	20.8	21.4	21.5
EPS(摊薄/元)	0.87	1.09	1.42	1.75	2.14
P/E(倍)	28.3	22.6	17.4	14.1	11.6
P/B(倍)	6.0	4.4	3.6	3.0	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 比音勒芬：起源高尔夫文化，打造高端运动休闲品牌.....	4
1.1、 发展历程：起源于高尔夫服饰，打造高端运动休闲第一联想品牌.....	4
1.2、 股权结构：股权结构稳定，股权激励充分调动员工积极性.....	5
1.3、 财务分析：业绩稳健增长，盈利能力保持较高水平.....	6
2、 行业展望：高端化、运动化，商务休闲运动男装潜力较大.....	9
3、 竞争优势：高品质产品与定制化服务，把握核心消费人群.....	11
3.1、 品牌定位：高景气赛道卡位，客户画像精准.....	11
3.1.1、 高景气赛道卡位：高端运动休闲品牌，高尔夫文化巩固核心消费人群.....	11
3.1.2、 客户画像精准：中高收入中年男性群体，抓取核心诉求与特征.....	11
3.2、 产品：内外并举赋能优秀设计，稳定合作研发优质面料.....	12
3.3、 营销运营：私域运营掌握核心客户，公域营销构建高品牌壁垒.....	14
3.3.1、 私域运营：精细化管理VIP，维持高品牌粘性和复购率.....	14
3.3.2、 公域营销：结合多种营销手段，持续构建高品牌壁垒.....	15
4、 驱动力一：超级单品策略，打造“T恤小专家”联想品牌.....	16
5、 驱动力二：线下拓店潜力较大，新零售渠道贡献增量.....	17
5.1、 线下渠道：直营与加盟持续拓店，仍有较大开店空间.....	17
5.1.1、 渠道布局：门店数量持续扩张，一、二线城市占比较高.....	17
5.1.2、 拓店逻辑：高低线城市均衡布局，挖掘线下开店空间.....	18
5.1.3、 未来增量：比音勒芬仍有53%的开店空间，店效爬坡持续贡献增量.....	20
5.2、 线上渠道：线下客流引流至线上，新零售渠道贡献增量.....	22
6、 驱动力三：布局高尔夫独立店&威尼斯品牌，打开成长空间.....	23
6.1、 开设高尔夫系列独立开店，持续打开客群边界、开店空间.....	23
6.2、 威尼斯定位于度假游服饰蓝海市场，渠道拓展下未来可期.....	24
7、 盈利预测与投资建议.....	25
8、 风险提示.....	26
附：财务预测摘要.....	27

图表目录

图 1： 公司起源于高尔夫服饰，打造高端运动休闲第一联想品牌.....	5
图 2： 股权结构稳定，实控人为谢秉政、冯玲玲夫妇.....	5
图 3： 2022Q1-3 公司营收增速稳健.....	7
图 4： 2022Q1-3 归母净利润保持较快增长.....	7
图 5： 上衣品类营收占比持续提升.....	7
图 6： 公司以直营渠道为主，线上渠道增速较快（亿元）.....	7
图 7： 2022Q1-3 保持较高盈利水平.....	8
图 8： 2022Q1-3 期间费用率同比下降 2.5pct，控费效果显著.....	8
图 9： 比音勒芬存货周转天数高于大众品牌（天）.....	8
图 10： 公司存货规模总体保持稳定.....	8
图 11： 公司存货库龄主要为一年以内的货品（万元）.....	9
图 12： 公司经营性现金流充足.....	9
图 13： 商务、时尚休闲男装销量占比较大（亿件）.....	9
图 14： 商务、时尚休闲男装销量保持较高增速.....	9

图 15: FILA 带动安踏体育营收持续高增.....	10
图 16: 运动时尚带动李宁零售流水增长	10
图 17: 中产阶层人群及其消费不断扩大	10
图 18: 除 2020 年外, 恩格尔系数逐年下降.....	10
图 19: 比音勒芬用户画像精准, 符合高尔夫运动人群特征.....	11
图 20: 公司拥有经验丰富的研发设计团队.....	12
图 21: 针对研发设计核心流程进行升级再造.....	13
图 22: 高尔夫服饰人体工程研究中心开展产品研发.....	13
图 23: 公司严格筛选供应商, 供应商综合实力优秀.....	13
图 24: 比音勒芬为会员绑定专业导购并提供定制化服务.....	15
图 25: 公司定期举办活动维护 VIP.....	15
图 26: 结合多种营销手段, 持续构建高品牌壁垒.....	16
图 27: T 恤品类具备六大优势基础.....	17
图 28: 比音勒芬推行 T 恤超级单品策略.....	17
图 29: 2022H1 门店数量为 1125 家, 较年初净增加 25 家.....	17
图 30: 直营店、加盟店店数比例稳定	17
图 31: 比音勒芬门店城市层级分布以一、二线城市为主.....	18
图 32: 高线城市门店多集中在原来的市区中心, 具备扩张机会.....	19
图 33: 城镇居民人均可支配收入全国前 10-50 排名的城市中, 三线及以下城市占比为 42.5% (元)	20
图 34: 经过测算, 我们预计比音勒芬的门店数有望达到 1717 家.....	21
图 35: 比音勒芬近五年公司均处于快速拓店期.....	22
图 36: 新开店平均面积持续上涨	22
图 37: 比音勒芬天猫销售额同比持续增长.....	23
图 38: 比音勒芬天猫件单价持续上涨	23
图 39: 对标 FILA, 比音勒芬高尔夫独立店具备发展机会.....	24
图 40: 2022Q3 以来, 旅游较 2019 年恢复程度向好.....	24
图 41: 威尼斯计划 3 年内新开店 150 家	24
表 1: 3 期员工持股计划充分调动员工积极性.....	6
表 2: 公司研发储备多种优质面料	14
表 3: 一线城市规划打造区域性消费中心	18
表 4: 目前低线城市中高端品牌竞争相对缓和.....	19
表 5: A 类店中 2022H1 营收排名前三门店营收与店效增速稳健.....	21
表 6: 预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 8.11/10.01/12.20 亿元	25
表 7: 预计比音勒芬归母净利润复合增速较高, 估值水平仍具备提升空间.....	26

1、比音勒芬：起源高尔夫文化，打造高端运动休闲品牌

比音勒芬成立于2003年，作为中国高端时尚运动服饰龙头企业，旗下拥有比音勒芬品牌和威尼斯狂欢节品牌。**比音勒芬品牌**：定位高端运动时尚，同时也能满足商务场合需求；目标群体为中产及以上收入人群，通过满足精英阶层的着装需求，客群忠诚度高且消费能力强，成功打造高端运动休闲服饰第一联想品牌，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，2021年高尔夫服装综合市占率达62.87%。**威尼斯狂欢节品牌**：2018年推出，定位于度假旅游服饰蓝海市场，通过深化细分品类满足高品质旅行生活的中产消费人群多场景着装需求。

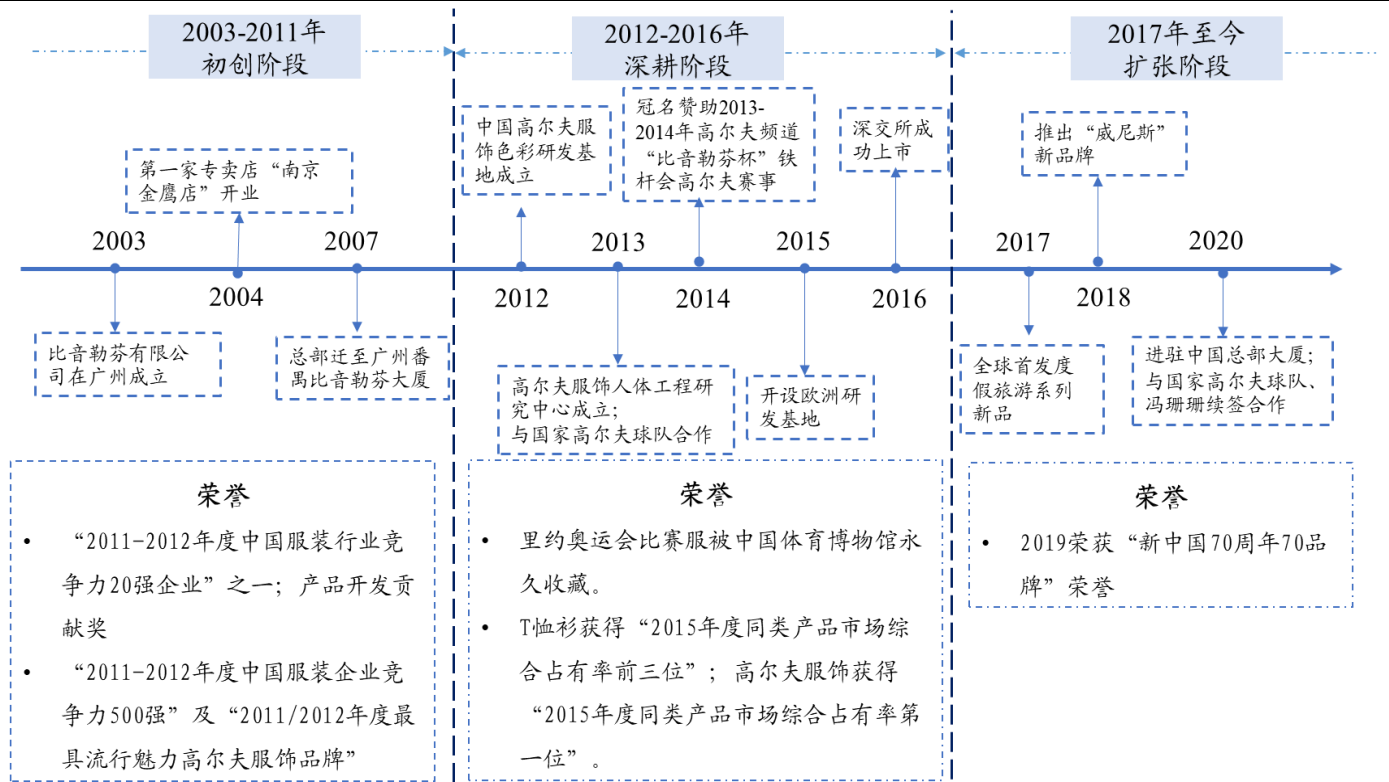
1.1、发展历程：起源于高尔夫服饰，打造高端运动休闲第一联想品牌

初创阶段（2003年-2011年）：定位高尔夫运动与时尚休闲生活相结合的优质细分赛道。2003年，公司在广州正式成立。2004年，公司首家专卖店“南京金鹰店”开业。公司将比音勒芬定位高尔夫运动与时尚休闲生活相结合风格，与传统高端商务男装作出区分。凭借优质功能性面料、精良的设计，公司产品上身效果出色，积累了公司的第一批忠实顾客。

深耕阶段（2012年-2016年）：起源于高尔夫行业，逐步成长为标杆企业。2012年，公司由有限公司变更为股份有限公司；先后成立高尔夫服饰色彩研发基地、高尔夫服饰人体工程研究中心、欧洲研发基地；获得“国家高尔夫服装产品开发基地”、“杰克·第九届中国服装品牌年度大奖创新大奖”、“2013中国纺织服装行业十大服装品牌”、“2015年度同类产品市场综合占有率第一位”等荣誉奖项；成为中国国家高尔夫球队的合作伙伴，为国家队提供专业比赛及训练服装；逐步成长为行业标杆企业，并于2016年在深交所成功上市。

扩张阶段（2017年至今）：聚焦“运动+休闲”细分领域，积极推动高端化与细分化的战略布局。比音勒芬品牌定位于高端市场，商务休闲与运动特性兼容，目标群体为中产及以上收入人群，满足精英阶层的着装需求和精致时尚的消费品味。2017年，公司举行“缤纷旅型”新品发布会，并于2018年推出威尼斯新品牌，威尼斯品牌定位于度假旅游服饰蓝海市场，通过深化细分品类满足高品质旅行生活的中产消费人群多场景着装需求。

图1：公司起源于高尔夫服饰，打造高端运动休闲第一联想品牌

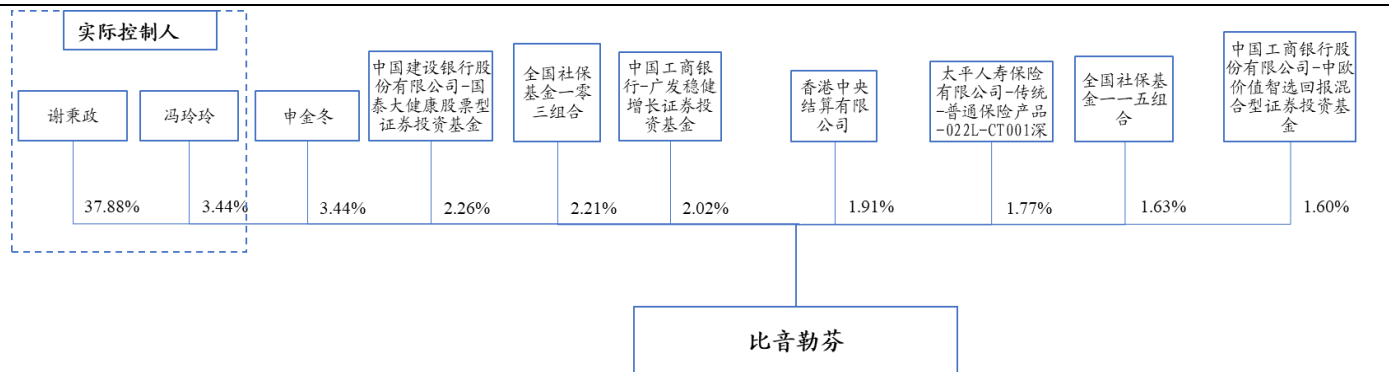


资料来源：公司官网，公司公告，开源证券研究所

1.2、股权结构：股权结构稳定，股权激励充分调动员工积极性

公司股权结构稳定，一致行动人持股比例达 41.32%。截至 2022Q3，公司实际控制人为谢秉政、冯玲玲，二人系夫妻关系，董事长谢秉政直接持股 37.88%，冯玲玲直接持股 3.44%，一致行动人持股比例合计达 41.32%，股权结构稳定且集中，利于公司战略有效落地。董事长谢秉政有 26 年高端服饰贸易经历，从业经验丰富。

图2：股权结构稳定，实控人为谢秉政、冯玲玲夫妇



资料来源：Wind、开源证券研究所

3 期员工持股计划充分调动积极性，董事长兜底承诺彰显发展信心。2017-2021 年 3 期员工持股计划合计分别占当期股本的 1.59%、1.31%、1.14%，有效激发了公司管理层及员工的积极性，提升公司运营效率：（1）深度绑定公司高管利益，累计激励董事、监事、高管等 7 人，截至 2022Q1 公司董事兼总经理申金冬持股比例达 3.44%，系公司第二大股东之一；（2）激励员工人数逐期增加，3 期员工持股计划激

励其他员工数分别不超过 594/894/1314 人；(3) 董事长兜底承诺彰显发展信心，公司董事长谢秉政承诺对员工参与认购员工持股计划的本金扣除借款利息后金额与最终收益分配的金额的差值部分承担差额补足的义务。

表1：3期员工持股计划充分调动员工积极性

员工持股计划	激励对象	职务	认购份额 (万)	占本期员工持股计划的份额
第一期 (2017)	申金冬	董事、总经理	108.10	2.16%
	唐新乔	董事、副总经理、财务总监	87.75	1.72%
	陈阳	董事、副总经理、董事会秘书	35.15	0.70%
	金芬林	副总经理	45.60	0.91%
	史民强	监事会主席	10.40	0.21%
	黄桂英	职工监事	45.15	0.90%
	其他员工 (不超过 594 人)		4,669.85	93.40%
	合计		5,000.00	100.00%
第二期 (2019)	申金冬	董事、总经理	190.00	1.90%
	唐新乔	董事、副总经理、财务总监	100.00	1.00%
	陈阳	董事、副总经理、董事会秘书	120.00	1.20%
	金芬林	副总经理	80.00	0.80%
	史民强	监事会主席	35.00	0.35%
	周灿灿	职工监事	55.00	0.55%
	其他员工 (不超过 894 人)		9,420.00	94.20%
	合计		10,000.00	100.00%
第三期 (2021)	申金冬	董事、总经理	120.00	0.80%
	唐新乔	董事、副总经理、财务总监	100.00	0.67%
	陈阳	董事、副总经理、董事会秘书	68.00	0.45%
	金芬林	副总经理	90.00	0.60%
	史民强	监事会主席	45.50	0.30%
	周灿灿	职工监事	60.00	0.40%
	其他员工 (不超过 1314 人)		14,516.50	96.78%
	合计		15,000.00	100.00%

资料来源：公司公告，开源证券研究所

1.3、财务分析：业绩稳健增长，盈利能力保持较高水平

公司业绩发展良好，收入与归母净利润保持较快增长。2016 年以来，公司业绩持续增长，营业收入从 2016 年的 8.42 亿元增长至 2021 年 27.20 亿元，CAGR 达 26.43%，归母净利润从 2016 年的 1.33 亿元增长至 2021 年 6.25 亿元，CAGR 达 36.33%；2022Q1-3 营收/归母净利润分别实现 22.25/5.73 亿元，分别同比增长 13.02%/24.93%，在疫情扰动终端销售承压的背景下，公司业绩体现出一定的经营韧性，我们预计随着疫情影响减弱带动线下消费逐步复苏，公司业绩有望进一步增长。

图3: 2022Q1-3 公司营收增速稳健

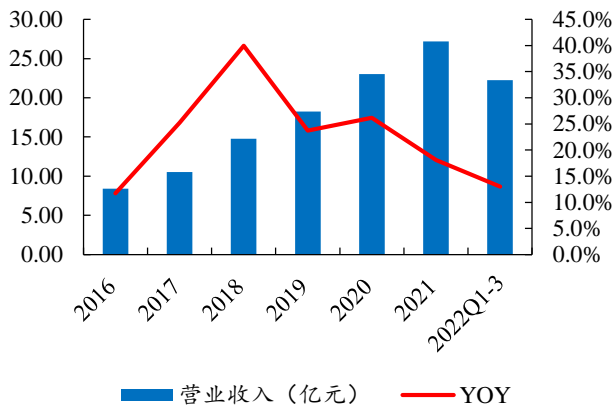
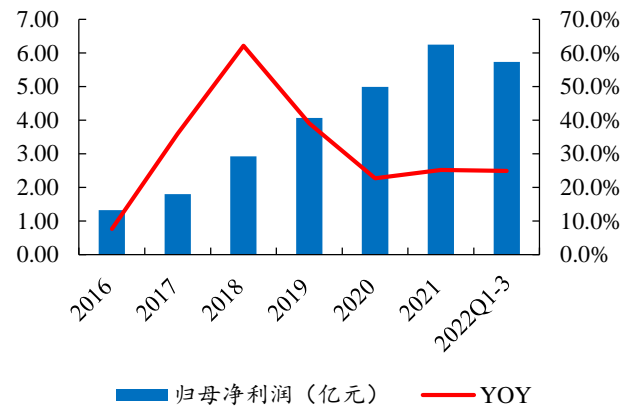


图4: 2022Q1-3 归母净利润保持较快增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

分品类看，上衣营收占比持续提升。2022H1 上装、下装、外套分别实现营收 6.78/3.18/1.98 亿元，分别同比变动 19.8%/11.4%/-20.3%，上装营收占比从 2016 年的 44.60% 提升至 2022H1 的 51.66%。分渠道看，公司以直营渠道为主，线上渠道增速较快。2022H1 线下直营/加盟/线上渠道分别实现营收 9.54/2.76/0.84 亿元，同比增长 0.04%/38.18%/47.80%，其中线上销售渠道保持较高增速，占比提升至 6.38%。

图5: 上衣品类营收占比持续提升

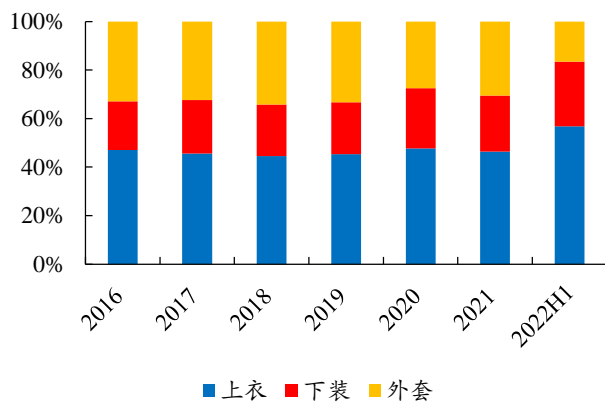
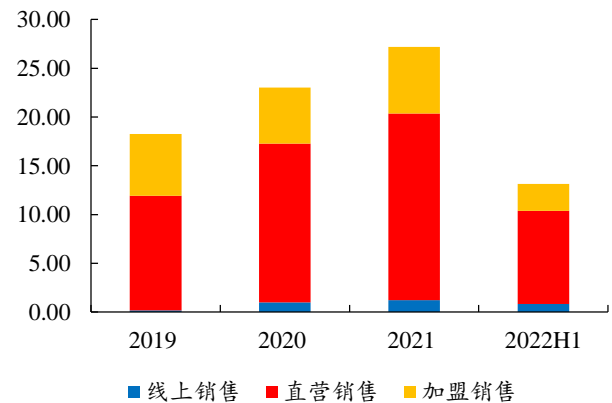


图6: 公司以直营渠道为主，线上渠道增速较快（亿元）

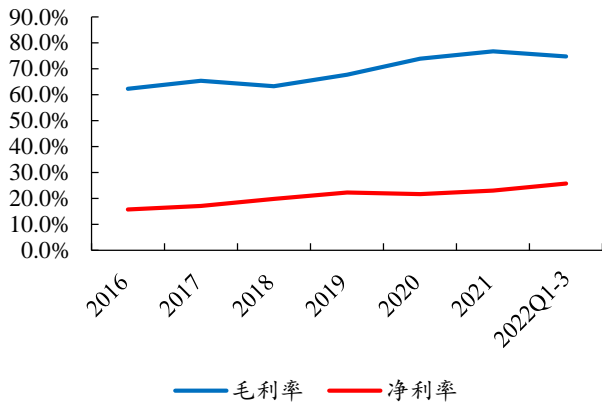


数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

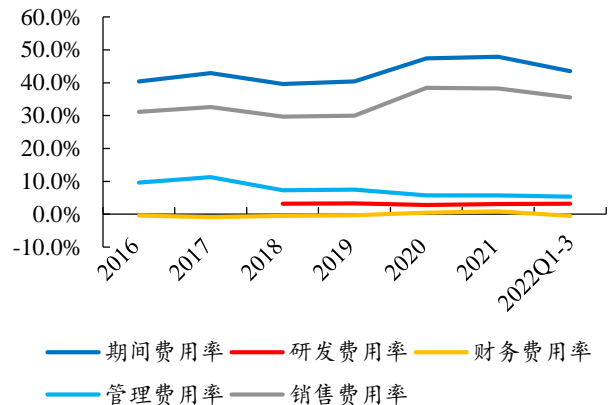
公司控费效果显著，盈利能力保持较高水平。(1) 毛利率: 毛利率整体呈高位上升趋势，2016-2022Q1-3 公司毛利率从 62.28% 增长至 74.82%，维持较高毛利水平；(2) 费用率: 剔除会计准则变化影响，2016-2021 年公司管理费用率稳中有降，2022Q1-3 期间费用率为 43.49%，同比下降 2.5pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -2.5pct/+0.2pct/+0.3pct/-0.5pct 至 35.49%/5.33%/3.18%/-0.50%，疫情环境下 g 公司控费效果显著；(3) 净利率: 归母净利率逐年提升，2016-2022Q1-3 公司归母净利率从 15.75% 上升至 25.78%，盈利能力保持较高水平。

图7：2022Q1-3 保持较高盈利水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2022Q1-3 期间费用率同比下降 2.5pct，控费效果显著



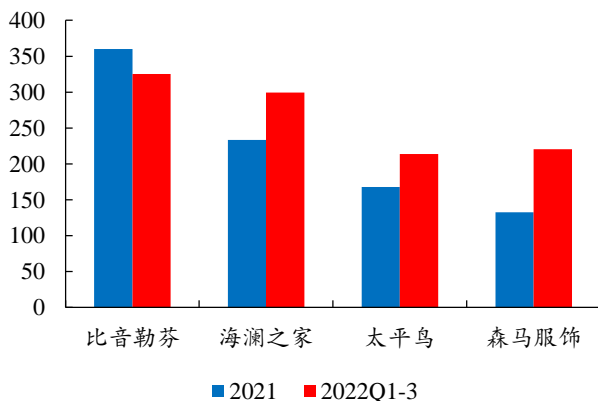
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司品牌策略天然导致高存货，实际库存结构健康且存货周转效率持续改善。

作为中高端品牌，公司存货周转天数高于海澜之家、森马服饰等大众品牌，主要由于为保持中高端调性并保护价格体系，公司采取正价店基本不打折，当季未售罄货品在第二年进入奥莱渠道清货的品牌策略。奥莱店能够较好地消化库龄两年以内的存货，在业务规模扩张的同时，保持较高的存货管理能力；此外，奥莱折扣集中在4-6折，仍具备较大的利润空间；库龄在3年以上的存货则通过商场特卖形式清理。

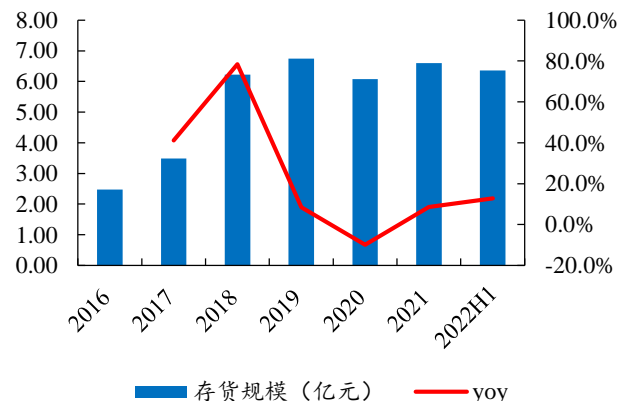
(1) **存货**：2022H1 存货规模为 6.36 亿元，同比增长 12.8%；其中一年以内的存货占比为 59.9%，1-2 年的存货占比为 22.9%，超过 80% 的存货库龄均小于两年，为消化且变现能力较强的存货，实际库存结构较为健康。(2) **存货周转天数**：公司持续改善库存管理，存货周转天数由 2019 年的 397 天显著下滑至 2022Q1-3 的 325 天，主要由于公司新建数字化系统精准把控终端销售情况，提高下单的科学性，供应链快反能力持续提升。(3) **经营性现金净额**：整体呈持续上升趋势，2022Q1-3 经营性现金净额为 7.91 亿元，同比增长 15.1%，充足的现金流有利支撑该品牌策略。

图9：比音勒芬存货周转天数高于大众品牌（天）



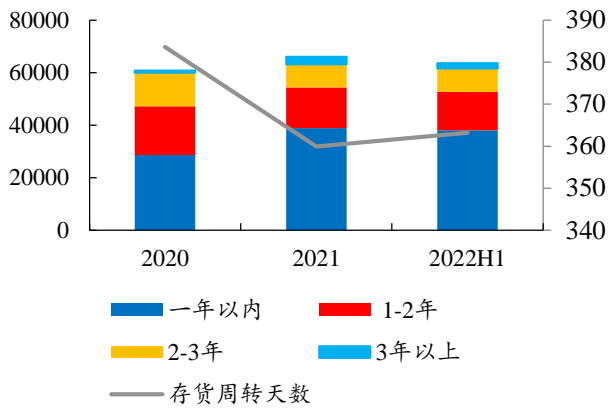
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公司存货规模总体保持稳定



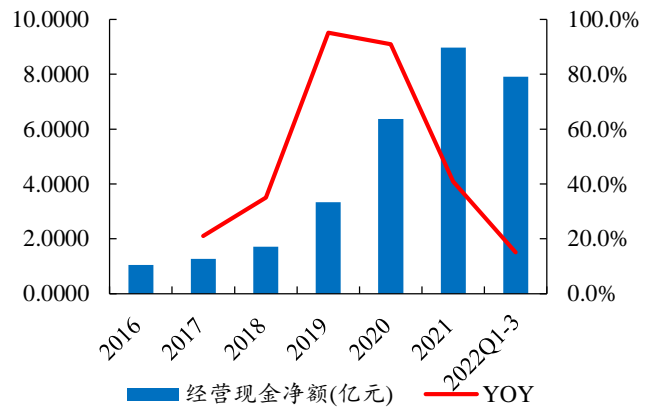
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11: 公司存货库龄主要为一年以内的货品 (万元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图12: 公司经营现金流充足

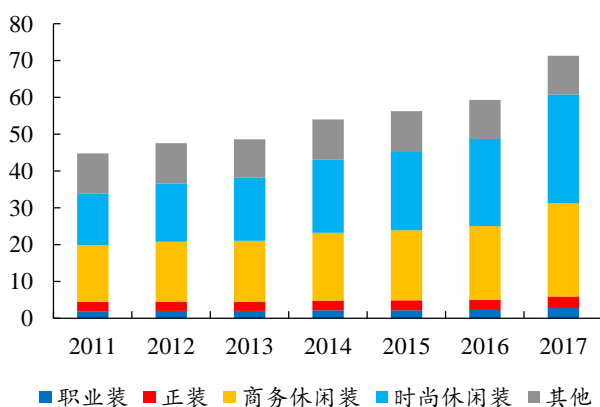


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、行业展望：高端化、运动化，商务休闲运动男装潜力较大

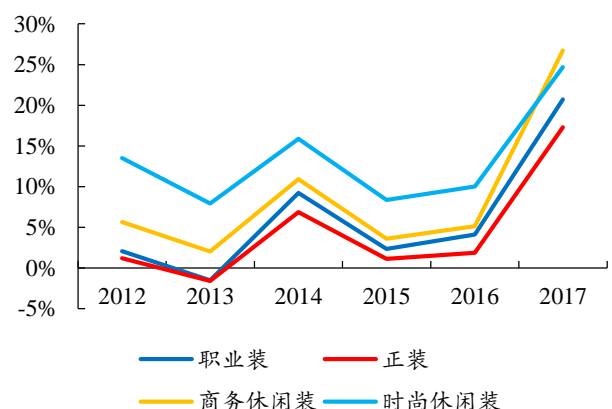
(1) 商务休闲男装：呈现运动化发展趋势。 休闲男装行业主要分为时尚休闲、商务休闲两大类，根据BCG的市场调查显示，有三分之二的消费者不再像以往那样热衷于正装，主要由于熟龄消费者拥有的正装已经可以满足正式场合的需求。2017年时尚与商务休闲男装销量为54.91亿件，占比超过75%，2012-2017年CAGR为11%，远高于正装与职业装的5%。**时尚休闲男装：**客群相对年轻，年轻一代在正式场合的着装风格正逐渐趋于运动时尚化，兼具舒适性与时尚感，如Polo衫这类单品成为这种趋势的代表。**商务休闲男装：**呈现运动化趋势，疫后运动健康的生活观念深入人心且居家办公模糊工作与生活的边界，兼具运动属性的商务休闲服饰更具竞争力。据全球行业分析公司的《运动与健身服装-全球市场轨迹与分析》显示2021年近24%的民众在家工作时穿着运动服装，26%的民众希望办公室着装需求可以不那么严格。即使在恢复正常上班后，人们也倾向于选择集通勤休闲娱乐为一体的服饰，2021年结合运动休闲与优雅正式的“Athflow”成为穿搭热潮，一服实现办公、运动、居家、生活等多场景穿搭。

图13: 商务、时尚休闲男装销量占比较大 (亿件)



数据来源: 欧赛斯、开源证券研究所

图14: 商务、时尚休闲男装销量保持较高增速

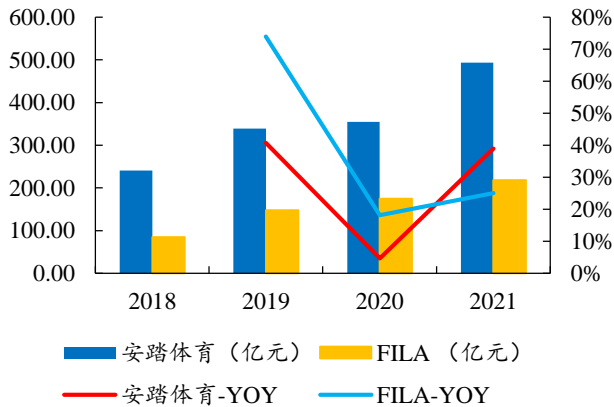


数据来源: 欧赛斯、开源证券研究所

(2) 运动服饰：运动融入生活方式，呈现时尚化趋势。 近年来，随着运动时尚逐渐融入生活方式，运动服饰不再局限于运动场景，而是延伸至生活日常场景。集舒适性、功能性、时尚感于一身的运动时尚成为新风尚，2018年开始，高端时尚运

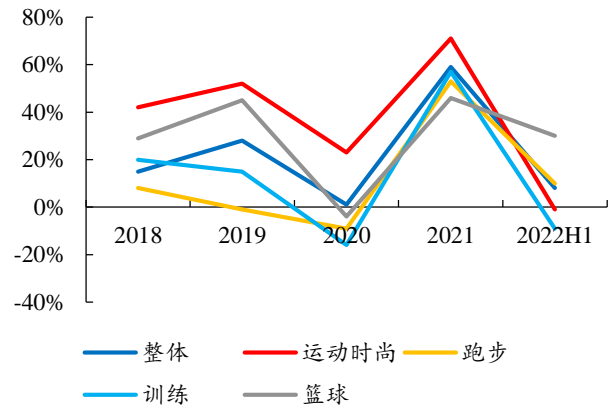
动品牌FILA带动安踏体育营收持续高增,FILA的营收2018-2021年CAGR为36.97%,高于安踏体育整体的26.97%;中国李宁通过品牌文化塑造,结合中国传统文化与西方美学进行产品设计,成功引领国潮,定义国风运动新时尚,包括中国李宁在内的运动时尚带动李宁零售流水增长,2021年李宁运动时尚的零售流水增速为71%,高于李宁整体的59%,占比也从2018年的25%提升至2021年的43%。

图15: FILA 带动安踏体育营收持续高增



数据来源: 安踏体育公司公告、开源证券研究所

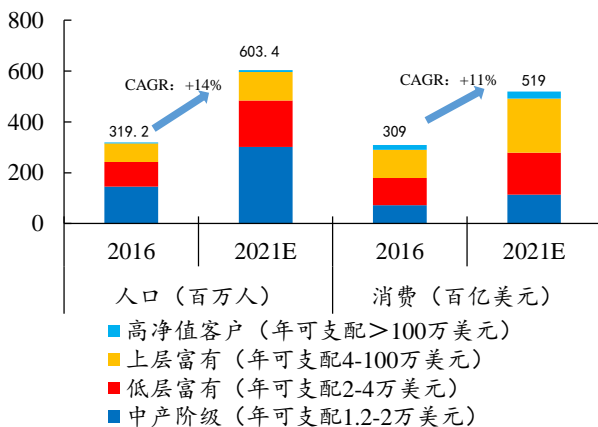
图16: 运动时尚带动李宁零售流水增长



数据来源: 李宁公司公告、开源证券研究所

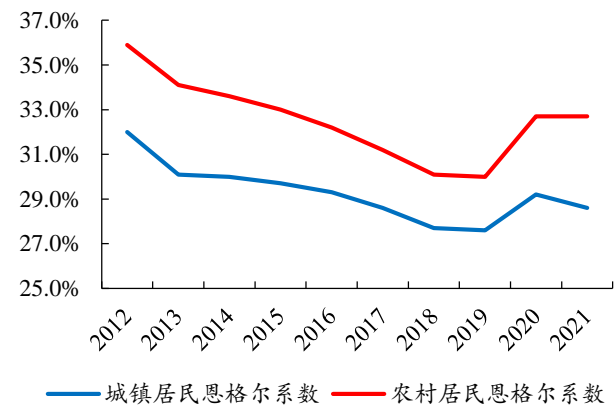
(3) 商务、休闲、运动服饰均呈现高端化趋势。中产阶级人群扩大利好中高端服饰行业增长。截至2021年,中国人均GDP以及居民人均可支配收入分别达到80976元、35128元,连续5年保持增长;除2020年外,城镇和农村的恩格尔系数均逐年下降。中产阶级的人口和消费增速可观,2021年分别达6.03亿人次及5.19万亿美元,2016-2021年复合增速分别为14%及11%,中国的中产阶级具备以下特征:(1)集中在大城市,大部分受过高等教育;(2)具有稳定的工作,大部分为从事脑力劳动的高级白领;(3)在努力工作的同时,生活素质、时尚品味也与世界密切接轨;(4)在服饰消费方面,中产阶级更重视服饰的社会价值,即通过服装来表达个人品味的同时还可以达到对群体和个性的认同。这些特性使得以高尔夫文化为底蕴的运动时尚服饰,与中产阶级的文化存在很高的契合度。我们认为随着中国中产阶级群体的不断增长,以比音勒芬为代表的中高端运动时尚行业未来的景气度将持续向好。

图17: 中产阶级人群及其消费不断扩大



数据来源: 中为咨询、开源证券研究所

图18: 除2020年外, 恩格尔系数逐年下降



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

3、竞争优势：高品质产品与定制化服务，把握核心消费人群

3.1、品牌定位：高景气赛道卡位，客户画像精准

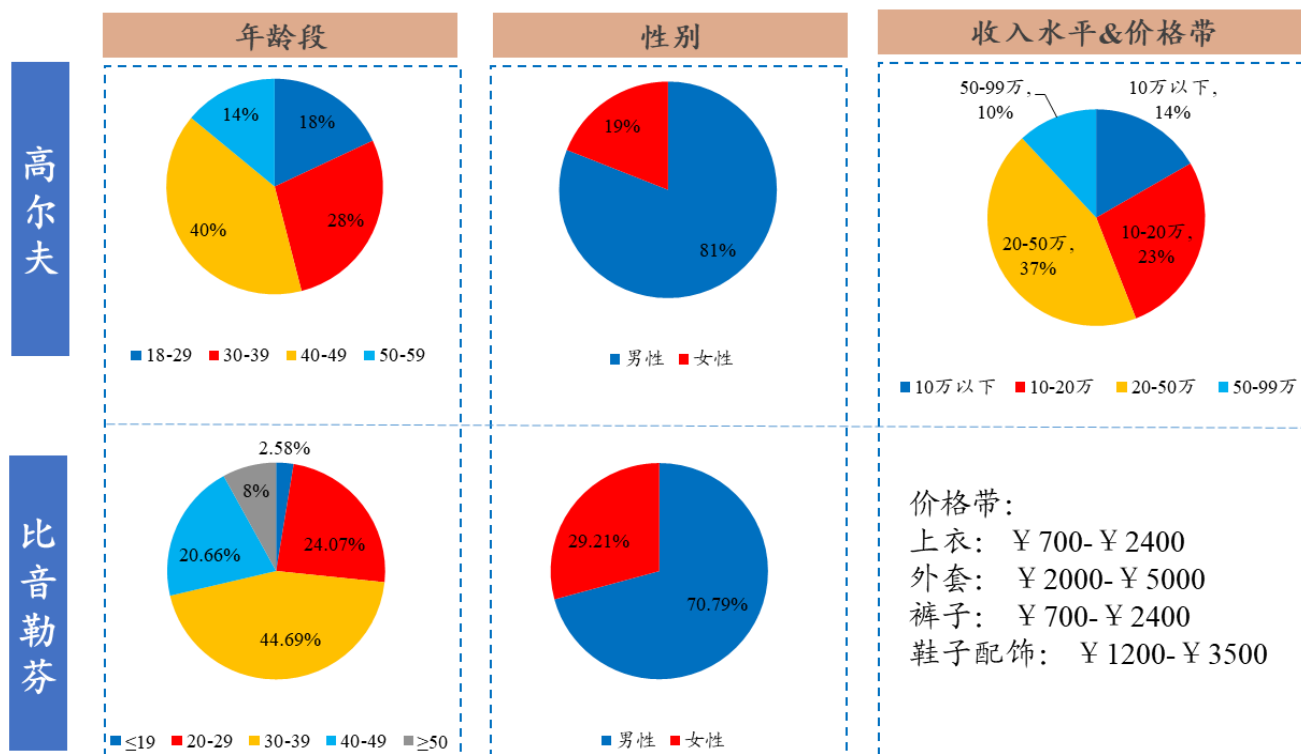
3.1.1、高景气赛道卡位：高端运动休闲品牌，高尔夫文化巩固核心消费人群

比音勒芬卡位优质细分赛道，定位高端运动时尚兼具商务属性，而不是传统商务男装，迎合未来发展趋势。比音勒芬从高尔夫圈层文化出发，具备天然的高端运动属性，吸引了一批具备相近消费习惯和文化审美的忠实用户，逐步将高尔夫的生活方式带到了商务休闲男装，打造成为高端运动休闲第一联想品牌，收割商务、运动、休闲的多重男装市场。凭借出色的产品力牢牢地抓住首批核心客群并不断扩大。与大众品牌追求热度及流量不同，比音勒芬深耕各产品系列，多年来坚持“三高一新”——高品质、高品位、高科技和创新的研发理念，获得消费者的认可，具备较高品牌粘性。

3.1.2、客户画像精准：中高收入中年男性群体，抓取核心诉求与特征

比音勒芬客户画像为中高收入中年男性，消费能力较强，价格敏感性低且具备较高品牌忠诚度。我们认为比音勒芬的主要消费人群和高尔夫运动人群具有相似性，根据《2022年中国高尔夫运动行业分析报告》和百度指数数据，比音勒芬的用户画像与高尔夫运动人群特征相似，比音勒芬和高尔夫均呈现以下特征：中年男性为主，男性占比均超过70%；消费年龄段均以30-49岁为主，分别占比为65%/68%；高尔夫运动人群属于中高收入人群，以20万以上年收入为主，消费能力较强，与比音勒芬价格带相符。

图19：比音勒芬用户画像精准，符合高尔夫运动人群特征



资料来源：百度指数、观研天下《2022年中国高尔夫运动行业分析报告》、开源证券研究所

注：百度指数数据截止2022年10月

针对中高收入中年男性这一群体，普遍具备以下消费习惯与诉求：(1) 追求舒适质感与良好剪裁，产品低调奢华体现生活品质，可以满足商务和运动的多场景穿搭需求；(2) 追求服务质量，此类男性消费者往往比较忙碌且对于服装穿搭并不敏感，追求快速便捷的消费体验以及服务质量。**公司抓住核心消费群体的诉求及消费习惯：**(1) 提供舒适的面料与优秀和设计，以出色的产品力得到消费者的认可；(2) 专业导购提供定制化服务，定期向核心消费者进行专业搭配以及合适新品的推荐，此类消费群体可以花费较少时间在挑选搭配服装上，获得定制化的服务体验，有利于加强消费者的品牌忠诚度。

3.2、产品：内外并举赋能优秀设计，稳定合作研发优质面料

目前比音勒芬的产品涵盖多个系列满足多种场景穿搭需求，公司坚持高品质、高品位、高科技和创新的“三高一新”的产品设计研发理念，通过面料研发、工艺创新以及版型创新等提升产品力，为消费者提供舒适的面料以及优秀的设计，满足消费者的核心诉求。

(1) 内外并举构建研发设计团队，提供优秀设计与剪裁

公司拥有经验丰富的研发设计团队，形成行业内领先的研发设计优势。公司设计师团队具有多年服饰设计经验，研发中心负责人系董事长夫人冯玲玲女士，毕业于香港服装学院，并提出“生活高尔夫”的设计理念，在公司内部负责设计多年，注重研发设计。公司设计师定期参加国际流行前沿的时装发布会、知名时装走秀活动以及国际面料展，在及时把握国际流行时尚趋势的同时能够准确把握中国消费者的着装心理、功能需求和审美取向的差异。截至 2022H1，公司拥有发明专利、实用新型、外观设计等专利数量 120 项，其中授权发明专利 6 项，授权实用新型专利 78 项，授权外观设计专利 36 项，设计研发优势业内领先。

图20：公司拥有经验丰富的研发设计团队

设计师名称	形象	履历和职位介绍
Paul Rees		2015年比音勒芬正式与英国设计师保罗合作，开展品牌创意设计工作；全面负责产品的设计创意和开发规划。
冯玲玲		深具国际视野的设计，为比音勒芬提出了“生活高尔夫”的品牌理念。其设计带给消费者在高尔夫球场上的洒脱与自信，与工作生活中的阳光与活力
李孝贞 (이효정)		韩国知名设计师，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进行设计，让每件服装都拥有了独特的风格和灵魂。
张默闻		连续七年蝉联中国中央电视台广告战略顾问，中国国际广告节专家顾问，姓哈哈和恒大两任中国首富的全案品牌策划人

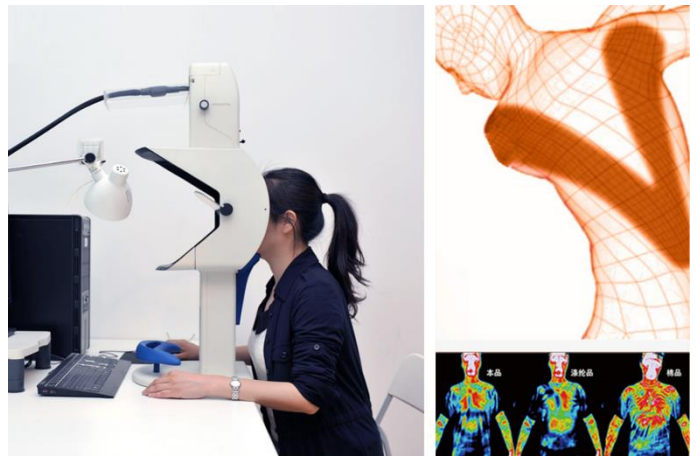
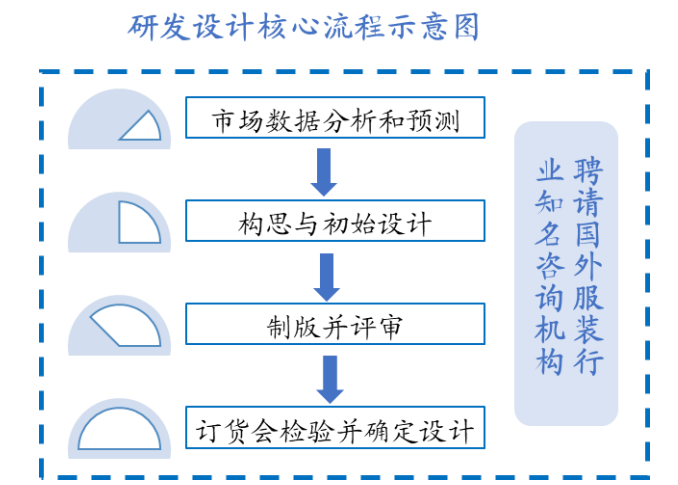
资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司积极与外部设计团队、科研院所等合作，逐步接近国际水准。公司聘请国外服装行业知名咨询机构，对研发设计核心流程进行升级再造，涵盖市场数据分析和预测、构思与初始设计、制版并评审、订货会检验并确定设计四个阶段，建立起中、日、韩、越等国际化生产制作基地，在运作模式、设计理念和设计水准上已经越来越接近国际水准。2013年，公司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，提高产品科技含量。

图21：针对研发设计核心流程进行升级再造

图22：高尔夫服饰人体工程研究中心开展产品研发



资料来源：公司公告、开源证券研究所

资料来源：公司官网

(2) 知名供应商稳定合作与优质面料研发，提供品质面料与舒适体感

公司制定严格的供应商甄选体系，与知名优质面料供应商稳定合作。公司重视面料的性能提升与研发创新，针对外包的生产环节建立了严格的供应商评估、审核、甄选和淘汰体系，对供应商的生产规模、技术工艺、管理水平、交货能力、成本控制、员工流动等方面进行综合评估，初审通过后还会通过试单再次确认供应商产品质量，这有利于公司规避外包环节带来的产品质量风险。目前，公司已经和意大利、韩国和日本等国的多家知名优质面料供应商保持稳定的合作关系，并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，如 GORE-TEX、POLARTEC、ITOCHU、OUTLAST 等。

图23：公司严格筛选供应商，供应商综合实力优秀

供应链规划	供应商资料收集	供应商评估	供应商送样	合格供应商审批	可靠性验证	小批量试用	样品检测	签订合同	大规模使用	供应商管理
面料商	国家	公司简介	产品介绍	合作品牌						
	美国	抓绒的发明者，美国军方面料供应商，致力于研发最完整分层体系的功能面料。	发明了全球首款摇粒绒(FLEECE)；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。	始祖鸟，耐克，阿迪达斯，Supreme等						
	美国	戈尔公司出产的面料不仅用于登山、远足、滑雪等各项户外运动，以及军队、安全消防等装备，还广泛地用于城市休闲服装，代表着最高的品质标准。	GORE-TEX被称为“世纪之布”，其面料在宇航、军事、医疗、户外登山等方面被广泛运用，被美国“财富”杂志列为世界上最好的一百个美国产品之一。	始祖鸟，耐克，Supreme, The North Face, Converse, ASICS, Vans等						
	日本	世界500强企业，将纺织与人体力学相结合，是国际一线奢侈品牌的面料供应商。	创造出了“会呼吸”的舒适面料	GUCCI, BURBERRY, 迪桑特等						
	意大利	意大利顶级衬衫面料集团之一，高品质纱线与意大利艺术完美结合。	更高端的产品120支双股和170支双股面料均采用特殊的仅供贵族使用的埃及棉GIZA45。	Armani, HUGOBOSS, Zegna等						

资料来源：招股说明书、公司官网、开源证券研究所

公司研发储备多种优质面料，提供品质面料与舒适体感。高端差异化的创新面料如 Outlast（空调纤维）、Anti-Bacterial 抗菌纤维面料、活力棉面料等，(1) Outlast（空调纤维）：采用独特国际航空材料，通过纤维混合技术，将 Outlast 调温纤维直

接混纺到织物中，达到最佳的温度调节功能。(2) Anti-Bacterial 抗菌纤维：通过研究纤维、纱线、面料、整理等技术，将不同材质结合具有 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。高性能优质面料如钻石纤维面料、皇家匈牙利白鹅绒、18 针双面澳绒羊毛、韩国竹节保暖绒等，(1) 18 针双面澳绒羊毛：采用德国进口机，超细纱织 18 针双面织法，纱线细腻、柔滑，塑形效果较好。(2) 韩国竹节保暖绒：采用韩国高温水蒸气拉毛工艺（毛长 1.5MM），既不会破坏面料的组织，又可以达到羊毛的保暖感和舒适度，穿着不易产生静电。

表2：公司研发储备多种优质面料

面料分类	面料名称	面料介绍	面料特点
高端化、差异化的创新面料	Outlast（空调纤维）系列产品	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。	弹力、透气、舒适
	Anti-Bacterial 抗菌纤维面料	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。	抗菌、亲肤、舒适
	活力棉系列产品	采用优质的新疆长绒棉，同时升级纱线织数，形成了高密高支的精纺面料，面料的触感轻薄细腻，温暖柔顺。	细腻、轻便、舒适
高性能优质面料	钻石纤维面料	钻石纤维面料，轻量保暖，耐磨环保，相比同厚度普通纤维面料轻 1/3，保暖率高 50%。	舒适、轻盈、保暖
	皇家匈牙利白鹅绒	采用高端稀缺的皇家匈牙利白鹅绒，蓬松度达到 1000FP，保证羽绒服更轻、更暖。防风、保暖、蓬松	
	18 针双面澳绒羊毛	采用德国进口机，超细纱织 18 针双面织法，纱线细腻、至柔至滑，塑形效果好，如羊绒般细腻和舒适。	柔软、细腻、保暖
	韩国竹节保暖绒	升级竹节保暖绒，纱织更细更轻，色泽更通透，采用韩国高温水蒸气拉毛工艺（毛长 1.5MM），既不会破坏面料的组织，又可以达到羊毛的保暖感和舒适度，穿着不易产生静电。	保暖、舒适、抗静电

资料来源：公司公告、比音勒芬官方旗舰店、开源证券研究所

3.3、营销运营：私域运营掌握核心客户，公域营销构建高品牌壁垒

3.3.1、私域运营：精细化管理 VIP，维持高品牌粘性和复购率

公司精细化管理 VIP，维持高品牌粘性及复购率。比音勒芬为会员绑定专业导购并提供定制化服务，在消费后店员会记录该顾客的衣服尺码及偏好，并定期根据顾客需求通过微信定向更新新款产品信息。顾客可以选择到店或者在家试穿，门店可直接将新品快递到家完成远程交易。公司核心客群普遍价格敏感性较低且追求购物高效率，离店销售成效显著，保持高复购率。同时，公司十分关注 VIP 的需求并定期维护，如定期邀请 VIP 进店、生日回访、赠送礼品或邀请 VIP 成为首批新品体验官等，增加 VIP 品牌粘性。

公司重视消费者触达，门店定期反馈客户诉求和问题。公司定期收集终端门店的客户诉求，且部分重点门店的店长可参与公司订货会。对于直营门店，公司专门设立了 VIP 部门，下设 15 个左右办事处分管不同区域，负责运营和维护所在区域内的直营门店 VIP。对于产品设计问题和售后问题，VIP 部可以直接对接商品部或其他部门帮助 VIP 解决问题。对于加盟门店，公司从 2019 年开始搭建 ERP 平台，逐渐整合打通加盟商 VIP 数据，预计 2022 年可以实现 70% 的加盟商 VIP 数据打通，帮助加盟商维护所在区域的 VIP。

图24：比音勒芬为会员绑定专业导购并提供定制化服务


资料来源：比音勒芬微信公众号会员小程序、开源证券研究所

图25：公司定期举办活动维护 VIP


资料来源：比音勒芬官方微博、开源证券研究所

3.3.2、公域营销：结合多种营销手段，持续构建高品牌壁垒

公司专注文化内核和高端调性，结合明星代言、赛事传播、娱乐营销、事件推广、公益活动等营销手段，持续构建高品牌壁垒。

(1) 明星代言：持续加大明星矩阵建设力度，2022 年与王耀庆、吴尊、李小冉、刘敏涛等明星进行深度合作，签约国际超模赵磊和谢欣等，助力品牌知名度提升；**植入多部热剧**，2018 年公司代言人杨烁、江一燕合作的《恋爱先生》、《三十而已》、《了不起的儿科医生》、《赖猫的狮子倒影》等，品牌影响力进一步提高。

(2) 赛事传播：赞助国家高尔夫球队，2013 年开始成为中国国家高尔夫球队合作伙伴，助力雅加达亚运会、悉尼高尔夫世界杯、东京奥运会等，**为国家队打造专属比赛服**，如东京奥运会的第二代奥运比赛服——五星战袍 II，借势奥运营销，强化品牌高尔夫文化，大国品牌形象凸显。

(3) 事件推广：权威官媒背书，CCTV-1《大国品牌养成记》讲述了比音勒芬传承创新、致敬时代的故事；2022 年 5 月董事长谢秉政先生做客央视财经《财访·看财报》栏目，国家级权威媒体助力品牌公信力提升；**国潮文化赋能**，与故宫宫廷文化和苏绣非遗传承人张雪老师合作打造联名款，缔结十二年之约；张雪老师以故宫博物院馆藏文物《徐悲鸿虎图轴》为灵感，以二十多种不同针法创作出《瑞虎佑福》图，比音勒芬借势推出故宫宫廷文化系列 2022 秋冬新款；**跨界合作**，与青花郎跨界合作，打造高尔夫运动赛事“醉美”跨界、与永达传媒（中国最大高铁媒体与高速媒体运营商）跨界合作，通过全国高铁大屏将比音勒芬品牌理念与价值文化传递给数亿级用户，有效提升品牌势能。

(4) 公益活动：成立比音勒芬慈善基金，预计 2019-2028 年，公司将捐款不少于 2000 万元投入到助老扶幼的慈善项目当中，积极履行社会责任；**携手冯珊珊举办首场慈善赛**，助力青少年发展公益事业，构建良好品牌形象。

图26：结合多种营销手段，持续构建高品牌壁垒

明星代言	代言人	品牌大使	合作明星(2022年)				
	 杨烁 (18-22)  江一燕 (18-19)  谢欣 (20-22)  赵磊 (2022)	 吴宣仪  刘敏涛  李小冉  吴尊  王耀庆					
赛事传播	国家高尔夫球队	国家队五星战袍 II	公益活动		比音勒芬慈善基金	比音勒芬杯·冯珊珊慈善赛	
							
事件推广	权威官媒	国潮文化赋能	跨界合作				
	 	 	 				

资料来源：比音勒芬官方微信公众号、公司公告、开源证券研究所

4、驱动力一：超级单品策略，打造“T恤小专家”联想品牌

T恤行业空间广阔，公司打造“T恤小专家”联想品牌。根据中央研究院《2020-2025年中国T恤衫行业市场全景调研及投资价值评估咨询报告》数据显示，中国每年消费T恤超过30亿件，行业空间广阔，T恤具备刚需、易耗、跨季节、跨地域的特点。2021年，公司开启“品类引领”升级战略，将比音勒芬“高尔夫第一联想品牌”升级到“T恤第一联想品牌”。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“T恤单品类”销售调查统计结果显示，比音勒芬T恤2018年开始连续4年取得同类产品综合占有率第一，成为比音勒芬品牌的超级单品。

T恤品类具备明显优势，持续深化品牌形象。公司在T恤的版型、面料、工艺上积累较多专利储备以及实验室性能检测经验，版型上更符合亚洲男性身形，有效遮盖中年发福身材缺陷，面料上采用进口功能性面料，满足客群运动和工作场景需求，目前在T恤品类已经呈现出复购率高、成长性持续等明显优势。2022年公司推出超级单品小领T，该单品实现了一件T恤满足休闲、运动、社交乃至商务等的多场景需求，同时具备以下亮点：(1) 独家专利的“微八小领型”，更贴合中国人脖颈弧度；(2) UPF50+，可有效隔离95%以上紫外线；(3) C型断面结构纱线搭配具有良好导汗排湿性能的面料，洗涤300次依旧不易变形、不易褪色。我们认为公司将持续发挥自身品类优势，在同质化竞争严重的市场中持续深化品牌形象，以超级单品策略打造“T恤小专家”联想品牌。

图27: T恤品类具备六大优势基础

创新	精工	科技
20年深耕研究 打造最适合中国 人体型的T恤	精工细作 匠心严选 精益求精	全球优质面料 抗菌、速干、抗 UV等多种功能
引领	畅销	极致
多项T恤专利引 领行业革新	连续三年获得同 类产品综合占有 率第一	创新研发实验室 反复多轮性能检 测

资料来源:公司公告、开源证券研究所

图28: 比音勒芬推行T恤超级单品策略

T恤系列	生活系列	时尚系列	高尔夫系列
SKU	52	14	8
价格带	780-2880	880-1680	680-2980
主打小领T			

资料来源:比音勒芬淘宝官方旗舰店、开源证券研究所

5、驱动力二: 线下拓店潜力较大, 新零售渠道贡献增量

5.1、线下渠道: 直营与加盟持续拓店, 仍有较大开店空间

5.1.1、渠道布局: 门店数量持续扩张, 一、二线城市占比较高

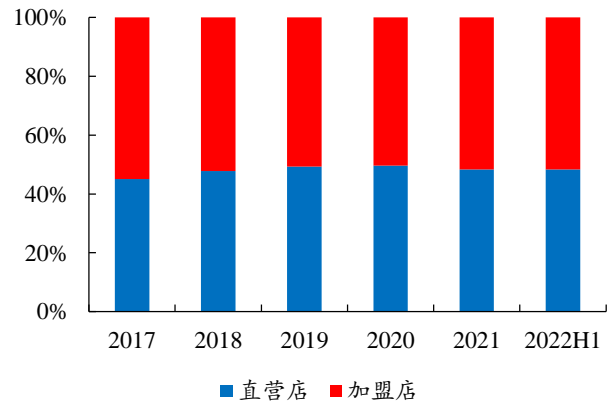
门店数量: 近年来线下渠道持续扩张。公司线下渠道已覆盖全国31个省、自治区及直辖市的核心商圈、高端百货、机场、知名高尔夫球会会所等, 截至2022H1, 终端销售门店数量为1125家, 较2022年初净增加25家; 其中直营店/加盟店分别为544/581家, 比例较为稳定。

图29: 2022H1 门店数量为1125家, 较年初净增加25家



数据来源:公司公告、开源证券研究所

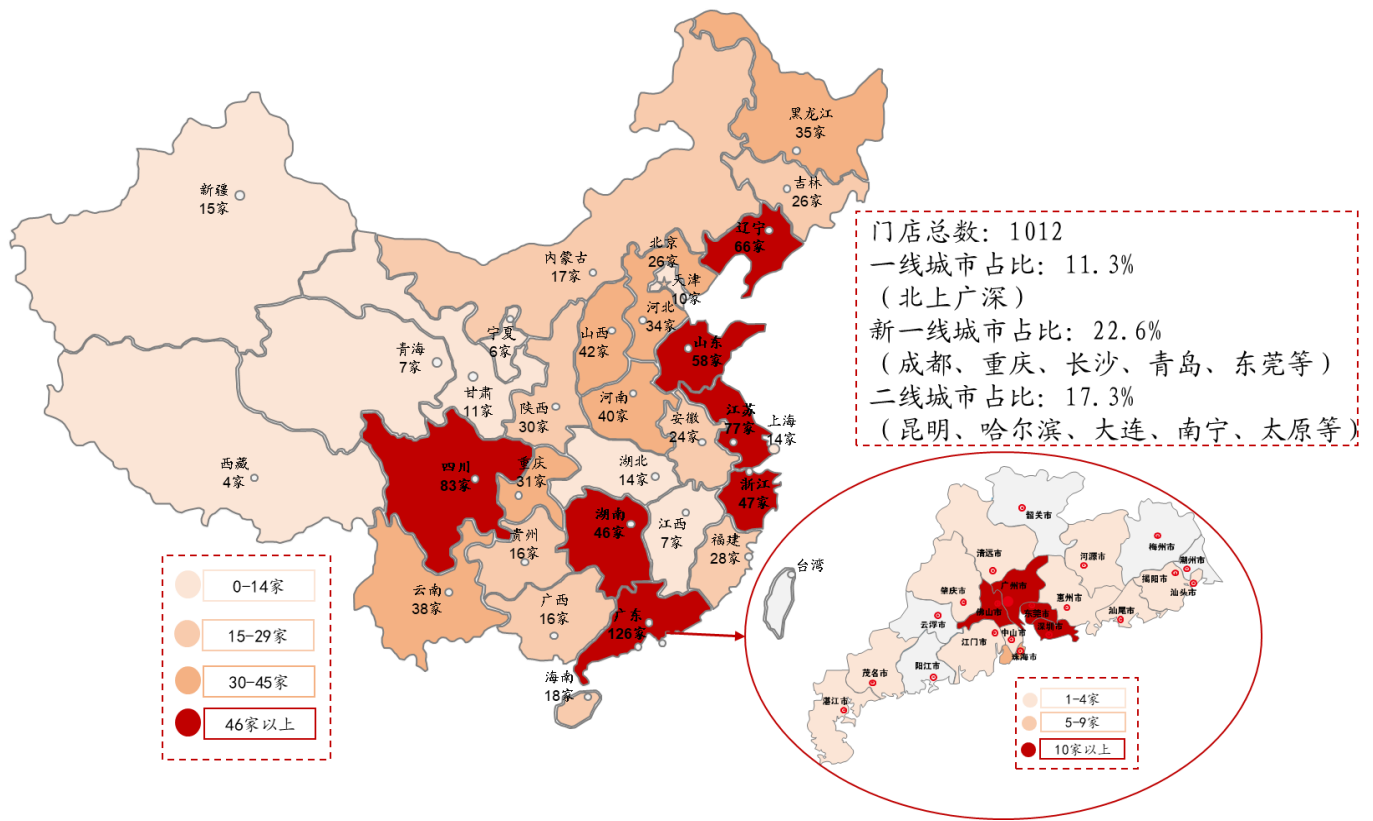
图30: 直营店、加盟店店数比例稳定



数据来源:公司公告、开源证券研究所

城市层级分布: 以一、二线城市为主。根据官网的门店数据, 目前一线(北上广深)、新一线、二线城市的门店数量占比分别为11.3%/23.1%/17.3%, 门店主要位于高端商场、高铁机场、奥特莱斯等。而三线以下城市门店占比为48.3%, 以门店数量排名前二的省份广东和四川为例, 三线以下城市的单城市门店数以1-3家为主。

图31：比音勒芬门店城市层级分布以一、二线城市为主



资料来源：公司官网、第一财经《2022 城市商业魅力排行榜》、开源证券研究所

5.1.2、拓店逻辑：高低线城市均衡布局，挖掘线下开店空间

我们认为比音勒芬在高、低线城市均具备一定的拓店空间，以增加终端消费者触达。主要拓店逻辑在于在高线城市加密，布局区域消费中心；在低线城市下沉，打开空白市场。

(1) 高线城市：区域消费中心陆续布局，高线城市具备加密机会。

多地政府特别是一线城市，均规划打造区域性消费中心，各区开始针对性发展布局，如北京规划打造 29 个城市消费中心、上海规划打造 29 个市级商业中心和 45 个地区级商业中心等，而北京和上海的比音勒芬门店仅 26 和 14 家，具备较大的扩张空间。从不同拓展程度的深圳市、上海市、苏州市（不含下辖县级市）的门店布局来看，除去高尔夫球会、高铁机场、奥特莱斯这类门店，上海和苏州的门店多集中在原来的市区中心，我们认为一、二线城市各区消费中心具备布局机会，未来有望进一步增加各区门店密度，达到深圳市等覆盖较全面城市的渠道布局水平。

表3：一线城市规划打造区域性消费中心

颁发机构	规划文件	规划内容
北京市规自委会、北京市商业消费空间布局专项规划（2022年-2035年） 北京市商务局	北京市商业消费空间布局专项规划（2022年-2035年）	全市规划打造 4 片国际消费体验区、29 个城市消费中心、84 个地区活力消费圈和若干个社区便民生活圈。
上海市商务委员会、上海市商业空间布局专项规划（2021-2035年） 上海市规划和自然资源局	上海市商业空间布局专项规划（2021-2035年）	在全市构建“4+x+2”的商业空间体系，4 级商业中心体系由国际级消费集聚区、市级商业中心、地区级商业中心、社区级商业构成，共确定 29 个市级商业中心、45 个地区级商业中心。
广州市商务局	广州市建设国际消费中心城市规划	依托现有市级商业中心，规划打造白云新城、科学城、番禺市桥、花都城区、从化

颁发机构	规划文件	规划内容
	市发展规划	城区、增城城区、南沙蕉门河等存量提质型消费中心，针对 11 区“量身定制”发展方向。
深圳市商务局	深圳市商务发展“十四五”规划	依托福田中心商业区、后海超级商业区等现有商业网点建设基础，打造世界级地标性商圈。优化市级核心商圈、区级商业中心、社区商业网点建设布局，完善市级、区级、社区三级商业网点体系。

资料来源：各市商务局、上海市商务委员会、上海市规划和自然资源局、北京市规自委会、开源证券研究所

图32：高线城市门店多集中在原来的市区中心，具备扩张机会



资料来源：公司官网、开源证券研究所

(2) 低线城市：竞争优势明显叠加城市经济发展，空白市场具备打开机会

目前低线城市中高端品牌竞争相对缓和，公司率先抢占消费者心智。对比定位商务休闲风格的路卡迪龙(LUKA DILONG)、威可多(VIUTU)和法国鳄鱼(Lacoste)，中高端运动休闲风格的拉夫劳伦(Ralph Lauren)、中高端商务风格的迪柯尼(DIKENI)这些相似定位的品牌的渠道布局，我们发现拉夫劳伦、法国鳄鱼、路卡迪龙、威可多、迪柯尼的三线及以下城市的门店占比分别为 0.7%/22.9%/35.2%/31.1%/14.0%，中高端品牌在低线城市的渠道布局较少，竞争相对缓和；布局相对较多的品牌多为中端商务休闲品牌，而作为兼具商务、运动、休闲的中高端男装品牌，比音勒芬在三线及以下城市的门店数量为 489 家，占比 48.3%，数量及占比均远超这五个品牌，公司率先布局低线城市，有望进一步抢占消费者心智。

表4：目前低线城市中高端品牌竞争相对缓和

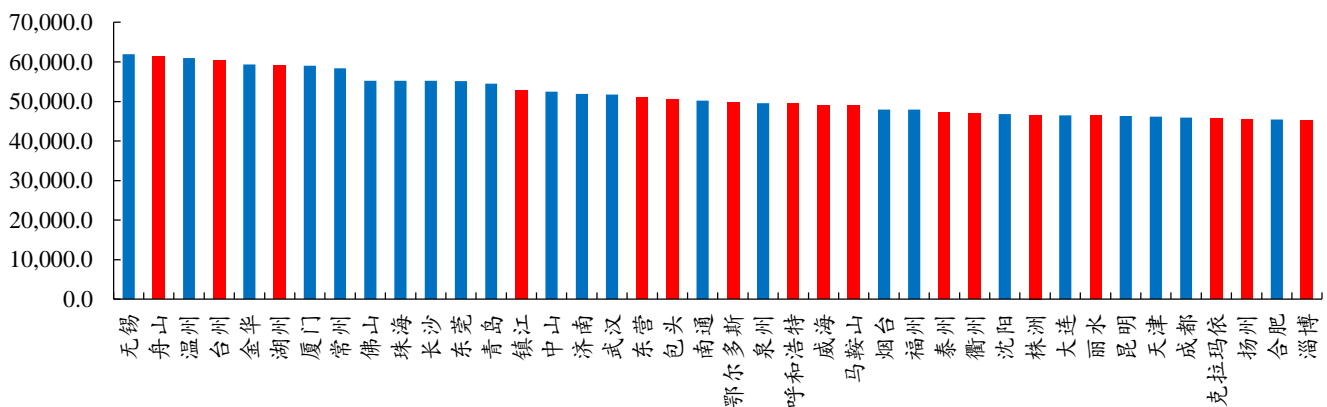
品牌	定位	客单价 (元)	一线城市		新一线城市		二线城市		三线及以下城市		合计 店数
			店数	占比	店数	占比	店数	占比	店数	占比	
比音勒芬	商务&运动&休闲	800-1500	114	11.3%	234	23.1%	175	17.3%	489	48.3%	1012
拉夫劳伦	运动&休闲	1000-2000	49	36.3%	63	46.7%	22	16.3%	1	0.7%	135
法国鳄鱼	商务&休闲	800-1600	93	22.1%	112	26.7%	119	28.3%	96	22.9%	420
路卡迪龙	商务&休闲	500-700	13	9.2%	46	32.4%	33	23.2%	50	35.2%	142

威可多	商务&休闲	400-600	52	11.1%	150	31.9%	122	26.0%	146	31.1%	470
迪柯尼	商务	500-1000	26	14.0%	71	38.2%	63	33.9%	26	14.0%	186

数据来源：各公司官网、各公司官方公众号、百度地图、赢商大数据、开源证券研究所

低线城市经济发展较快，具备对中高端品牌的消费能力和需求。根据《城市商业魅力排行榜》的模型，主要通过商业资源集聚度、城市枢纽性、城市人活跃度、生活方式多样性和未来可塑性五大指标评估城市。从城镇居民人均可支配收入可以看出，低线城市的城镇居民同样具备对中高端品牌的消费能力。以高线城市最低的年人均可支配收入的 3.27 万元的河北保定为基准，超过这一基准的三线城市共 44 个，占比达 88.0%；超过这一基准的四线以下城市共 144 个，占四线以下城市比重为 60.5%。在城镇居民人均可支配收入全国前 10-50 排名的城市中，三线及以下城市占比为 42.5%。根据麦肯锡《2020 年中国消费者调查报告》，低线城市的富裕消费者显著增加，从占比来看，2018 年三、四线城市的宽裕小康和大众富裕家庭的占比为 34%，基本达到 2013 年一、二线城市的占比水平；从家庭数量来看，2010-2018 年低线城市的复合增长率高达 38%，增速超过一、二线城市 15pct。中低线城市对中国消费支出的贡献大幅增长，主要由于中低线城市的生活成本较低，且该消费群体具备更多的空闲时间，对高端品牌和提高品质生活的需求持续增加。我们认为发展较快的低线城市具备高端品牌的消费能力和需求，未来有望积极下沉渠道布局空白市场。

图33：城镇居民人均可支配收入全国前 10-50 排名的城市中，三线及以下城市占比为 42.5%（元）



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

5.1.3、未来增量：比音勒芬仍有 53% 的开店空间，店效爬坡持续贡献增量

(1) 开店空间测算：门店数有望达到 1717 家，仍有 53% 的开店空间

公司在 2020 年发行可转债时对各层级市场进行预估，预计比音勒芬品牌市场容量为 1500-2000 家。市场对于中高端品牌的开店空间存在一定的担忧，下面我们对各个层级的城市的指标和情况进行拆解，测算公司的拓店空间。

测算过程：(1) **筛选满足支出水平的城市：**统计各省份城镇居民家庭在衣着上的人均消费性支出占比，平均占比为 7.1%，根据产品价格和赢商大数据的统计来看，比音勒芬的客单价位于 800-1500 元之间，我们假设一年平均购买次数为 3 次，年支出则为 2400-4500 元，筛选出超过 2400 元的服装消费能力的城市。(2) **计算开店空间：**我们假设，人均可支配收入相同水平的城市具备同等的开店空间，我们选取目前布局较为完善的城市如广州市进行对标；具体计算如用该城市人均可支配收入/广州市人均可支配收入×广州市目前人均门店数，确定该城市的开店空间。

结论：经过测算，我们预计比音勒芬的门店数有望达到 1717 家。截至 2022H1，比音勒芬品牌门店数为 1125 家，预计比音勒芬品牌还有约 53% 的开店空间，总体与公司公告中展望的 1500-2000 家门店数相符。

图34：经过测算，我们预计比音勒芬的门店数有望达到 1717 家

指标	一线城市	新一线城市	二线城市	三线及以下城市		合计
				符合	不符合	
人均可支配收入	69,394	50,761	46,467	38,275	-	45,314
人口数	8,314	19,792	22,340	47,420	-	97,867
城市数	4	15	30	153	176	378
现存门店数	114	234	175	238	251	1125
平均人均门店数	1.37	1.18	0.78	0.50	-	1.15
开店空间	185	331	343	606	251	1717
增量	71	97	168	368	0	595
增幅	61.9%	41.6%	96.2%	154.8%	-	52.6%

城市	城镇人均可支配收入(元)	常住人口(万人)	现存门店数	人均门店数(家/百万人)	目标门店数	开店空间
广州	65,052.0	1,874.0	39	2.08	39	39
北京	73,849.0	2,189.0	26	1.19	52	52
上海	73,615.0	2,488.0	14	0.56	59	59
深圳	62,522.0	1,763.4	35	1.98	35	35
苏州	68,600.0	1,275.0	10	0.78	28	28
杭州	66,068.0	1,196.5	8	0.67	25	25
宁波	64,886.0	942.0	9	0.96	20	20
南京	64,372.0	932.0	16	1.72	19	19
佛山	55,233.0	951.9	13	1.37	17	17
长沙	55,211.0	1,006.1	23	2.29	18	23
东莞	55,156.0	1,048.4	15	1.43	18	18
青岛	54,484.0	1,010.6	19	1.88	18	19
武汉	51,706.0	1,244.8	7	0.56	21	21
天津	46,118.9	1,387.0	10	0.72	20	20
成都	45,878.0	2,094.7	34	1.62	31	34
合肥	45,404.0	937.0	12	1.28	14	14
郑州	42,087.0	1,261.7	11	0.87	17	17
西安	41,850.0	1,296.0	16	1.23	17	17
重庆	37,939.0	3,209.0	31	0.97	39	39

开店空间测算过程：

- 1、计算城市消费能力：人均可支配收入 × 衣着人均消费性支出占比，即人均可支配收入 × 7.1%；
- 2、筛选具备高端品牌消费力的城市：筛选出人均可支配收入 × 7.1% ≥ 2400 元；
- 3、人均目标门店数：高线：该城市人均可支配收入 / 广州市人均可支配收入 × 广州市目前人均门店数；低线：该城市人均可支配收入 / 珠海市人均可支配收入 × 珠海市目前人均门店数；
- 4、开店空间：人均目标门店数 × 人口数。
- 5、特殊情况：（1）若目标门店数小于现有门店数，取现有门店数；（2）针对已有门店但是并未在筛选出的城市名单中城市，取现存门店数。

测算举例：

上海市开店空间 = 上海市人均可支配收入 / 广州市人均可支配收入 × 广州市目前人均门店数 × 上海市常住人口数。

注：

人均可支配收入采用 2019 年收入水平；
常住人口采用 2020 年年末常住人口数；
现存门店数根据官网门店查询口径进行统计。

数据来源：国家统计局、地方统计局、公司官网、开源证券研究所

(2) 店效驱动：新门店效益持续爬坡，门店升级提升整体店效

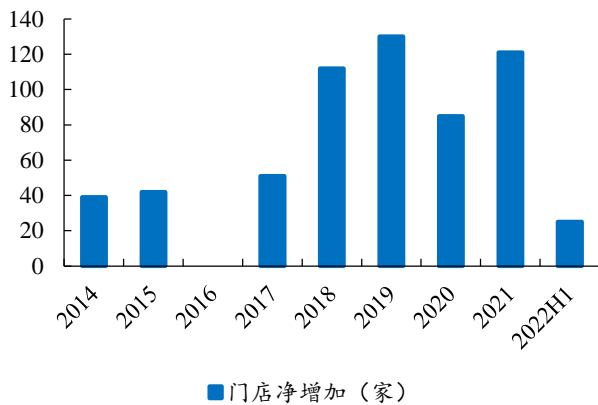
新门店效益持续爬坡，实现坪效与面积快速增长。门店坪效方面，根据招股说明书披露，成熟店铺坪效为新开门店的两倍左右，而近三年公司均处于快速拓店期，2019-2022H1 新增门店数占总门店数量的 32%，这部分新开的门店运营模式尚未成熟，成熟店铺贡献稳定增长的流水，参考连续三年营收排名前五的门店，此类门店均为 2012 年以前开设的成熟店铺，2022 年上半年营收和坪效仍然保持稳健的增长。门店面积方面，A 类门店平均面积超 200 平，占比为 20%；新开门店平均面积从 2013 年的 82 平持续提升至 2016 年的 156 平，渠道布局整体呈现开大店的趋势。按报表口径的收入和门店数计算，月均店效也呈现逐步提升趋势，从 2019 年的 16.9 万元提升至 2022H1 的 18.2 万元，未来新门店经营持续成熟，有望贡献坪效和面积的快速增长。

表5：A 类店中 2022H1 营收排名前三门店营收与店效增速稳健

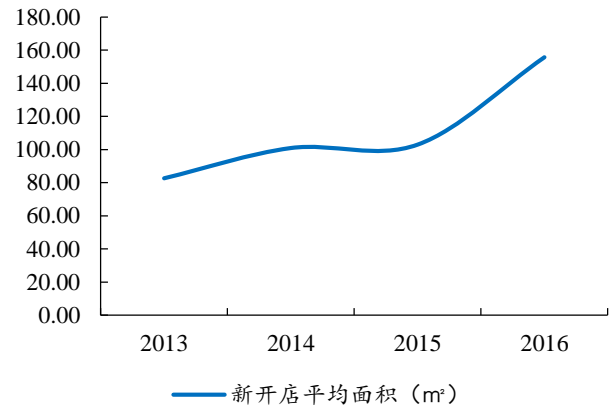
直营门店分类/名称	开业时间	占比	面积(平)	店效(万元)			坪效(万元)			
				2020	2021	2022H1	2020	2021	2022H1	YOY
A 类店		预计接近 20%	200 以上	年店效 800 万以上			4 万元以上			
门店一	2007/11/14		914	3956	4607	2158	4.33	5.04	2.36	10.8%
门店二	2012/7/1		315	2465	3063	1617	7.83	9.72	5.13	7.1%
门店三	2007/4/27		165	1905	2022	1112	11.54	12.25	6.74	4.5%

B 类店	预计超 50%	150-200 平	年店效 500-800 万	3.5 万-4.0 万
C 类店		100-150 平	年店效 350-500 万	
D 类店	预计为 30%	100 平以下	年店效 350 万以下	3.5 万以下

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：比音勒芬近五年公司均处于快速拓店期


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：新开店平均面积持续上涨


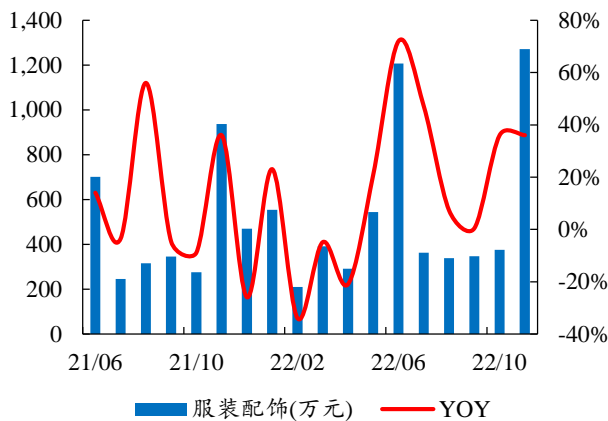
数据来源：公司公告、开源证券研究所

建立智慧门店样板店，数字运营提升整体店效。2020 年上半年，公司与腾讯智慧零售签订战略合作协议，双方将共同建立智慧门店样板店。公司将借助腾讯在人脸识别、互动设备、AR/VR 技术、LBS、C 端连接等领域的积累，建立泛客流管理体系，未来将会在线下门店，在泛会员体系、产品整合、流量引入等方面与腾讯进行合作。我们认为公司通过打造智慧门店试点，布局数字化新零售，提升客户购物体验，实现精准营销，未来综合店效有望持续增长。

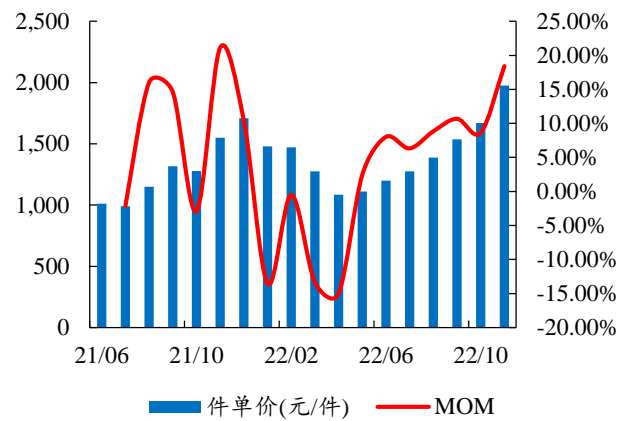
5.2、线上渠道：线下客流引流至线上，新零售渠道贡献增量

传统渠道销售稳健增长，新零售渠道贡献增量。公司积极布局数字化新零售渠道，目前已开通天猫旗舰店、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、微信小程序等方式持续培养消费者心智。2022H1 线上渠道实现收入 0.84 亿元，同比增长 47.80%，根据久谦中台数据，天猫双 11 销售额达 793 万元，同比增长 46%，件单价同环比持续上涨至 1838 元，传统渠道销售稳健增长，新零售渠道布局成果显现，有望持续贡献增量。

线下客流引流至线上，信息化赋能全渠道打通。公司先后引入物流数字化系统、VIP 管理系统、CRM 平台系统，打造小程序线上商城供直营店和加盟店入住使用，有助于公司更好触达消费者，提高运营效率。截至 2021 年底，公司核心 VIP 会员人数突破 70 万人，公司充分利用线下渠道优势，通过营销助手、超级导购、智能寻货系统、万店掌等系统，将线下会员引流至线上，全面推进 VIP 精细化管理，形成线上线下载联动，增加会员的复购率和品牌粘性。2019 年开始搭建 ERP 平台，逐渐将加盟商 VIP 资源整合打通，预计 2022 年可以实现 70% 的加盟商 VIP 数据打通，进一步维护 VIP 资源。

图37：比音勒芬天猫销售额同比持续增长


数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图38：比音勒芬天猫件单价持续上涨


数据来源：久谦中台、开源证券研究所

6、驱动力三：布局高尔夫独立店&威尼斯品牌，打开成长空间

6.1、开设高尔夫系列独立开店，持续打开客群边界、开店空间

定位高端时尚运动，拓宽客群边界。在新韩国设计师主导下，高尔夫系列产品时尚度更高、SKU更加丰富，有较好的消费者认知基础。公司在2022年将高尔夫系列进行独立开店，在部分高尔夫系列占比高的门店进行试点。高尔夫系列细分为时尚高尔夫和专业高尔夫两大系列，定位高端时尚运动，通过单独开店进一步提升高端人群对于时尚运动的消费体验。

对标 FILA，细分品类独立门店存在较大发展机会。FILA FUSION 定位潮流运动品牌，针对 18-28 岁年轻消费人群；FILA Athletics 定位高端专业运动，产品覆盖健身、滑雪、网球和高尔夫等专业运动；而 FILA GOLF 聚焦高尔夫运动场景，将消费人群和产品系列进一步细化，把握消费需求变化和消费体验差异，打开品牌开店空间。对标 FILA，比音勒芬起源于高尔夫服饰，在高尔夫服饰品类更具优势。目前人们对于高尔夫等品质运动的需求增加，流行高尔夫文化，我们认为在景气度向好的高尔夫服饰行业，公司具备较大的发展机会，高尔夫独立店有望扩张至 40-60 家。

图39：对标 FILA，比音勒芬高尔夫独立店具备发展机会



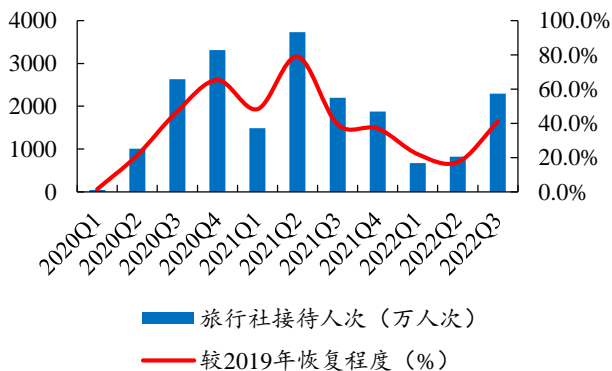
资料来源：中兴沈阳商业大厦公众号、FILA 官网、开源证券研究所

6.2、威尼斯定位于度假游服饰蓝海市场，渠道拓展下未来可期

定位中高端度假旅游服饰，承接蓝海市场红利。在比音勒芬主品牌稳健发展的背景下，公司推动“高端化+细分化”的战略布局，2018年，将威尼斯狂欢节重新定位，300-2000元价格带补充公司比音勒芬主品牌1500-8000元价格带；将时尚与功能延伸到独家旅游场景，通过深化细分品类，满足高品质旅行生活的中产消费人群着装需求。同时，品牌所定位的度假旅游服饰市场尚处蓝海市场，公司作为国内唯一度假游服饰品牌，有望承接蓝海红利。

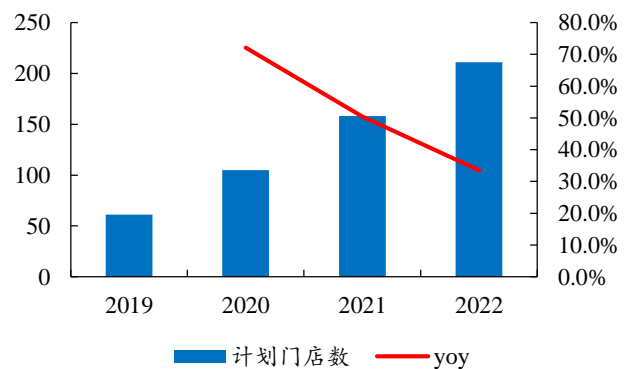
受疫情扰动渠道拓展进度较慢，疫后复苏渠道拓展未来可期。2019年公司制定拓店计划，2020-2022年新开店150家，较2019年底增长246%。随着疫情防控逐步放开，人们出行与旅游逐渐恢复，对于休闲度假服饰需求增长，公司前期受疫情扰动的渠道扩张计划有望稳步进行，品牌将逐步提升影响力，成长未来可期。

图40：2022Q3以来，旅游较2019年恢复程度向好



数据来源：文旅部、开源证券研究所

图41：威尼斯计划3年内新开店150家



数据来源：公司可转债募集书、开源证券研究所

7、盈利预测与投资建议

收入端：线下渠道：假设 2022-2024 年每年分别新开 130/145/160 家门店，直营与加盟占比接近 50%；假设 2022 年直营/加盟店效分别增长 3.5%/4.0%，直营/加盟收入分别增长 15%/17%。线上渠道：占比较低，仍保持较高增速，2022-2024 年收入增长分别为 50%/40%/35%。

成本端：假设公司吊牌价 2022-2024 年保持每年提升 5%-10%，加价倍率仍有提升空间，即使受疫情扰动，正价店毛利率仍保持较高水平，预计 2022-2024 年公司综合毛利率保持在 75%左右。

费用端：假设 2022-2024 年管理费用率、销售费用率较 2021 年稳步下滑；公司加大研发投入，研发费用率提升至 3.5%；2022-2024 年期间费用为 47.4%/46.8%/46.8%。

表6：预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 8.11/10.01/12.20 亿元

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	23.03	27.20	31.87	38.34	45.94
YOY	26.17%	18.09%	17.18%	20.28%	19.83%
直营收入 (亿元)	16.29	19.14	22.05	26.25	31.13
YOY	38%	18%	15%	19%	19%
直营门店店数	486	532	592	662	737
直营净开店	45	46	60	70	75
单店收入 (万元)	335	360	372	397	422
YOY	25.48%	7.35%	3.50%	6.50%	6.50%
直营营业成本 (亿元)	3.54	3.62	4.52	5.25	6.23
YOY	7.06%	2.11%	24.99%	16.19%	18.57%
毛利率(%)	78.26%	81.11%	79.50%	80.00%	80.00%
加盟收入 (亿元)	5.76	6.83	7.98	9.50	11.32
YOY	-9%	19%	17%	19%	19%
加盟门店数	493	568	638	713	798
加盟净开店	40	75	70	75	85
单店收入 (万元)	117	120	125	133	142
YOY	-16.14%	2.92%	4.00%	6.50%	6.50%
加盟营业成本 (亿元)	1.86	2.13	2.47	2.90	3.45
YOY	-25.86%	14.14%	16.44%	17.10%	19.20%
毛利率(%)	67.69%	68.90%	69.00%	69.50%	69.50%
线上收入 (亿元)	0.98	1.23	1.85	2.58	3.49
YOY	508.00%	25.19%	50.00%	40.00%	35.00%
线上营业成本 (亿元)	0.61	0.60	0.77	1.08	1.46
YOY	858.70%	-1.57%	28.39%	40.00%	35.00%
毛利率(%)	37.59%	50.93%	58.00%	58.00%	58.00%
营业成本 (亿元)	6.02	6.34	7.77	9.23	11.14
YOY	2.29%	5.39%	22.53%	18.85%	20.69%
毛利 (亿元)	17.02	20.86	24.10	29.10	34.80

YOY	37.53%	22.58%	15.55%	20.75%	19.55%
综合毛利率 (%)	73.88%	76.69%	75.63%	75.92%	75.74%
YOY	6.10%	2.81%	-1.06%	0.29%	-0.17%
销售费用率	38.44%	38.27%	38.00%	37.50%	37.50%
管理费用率	5.76%	5.75%	5.90%	5.80%	5.80%
研发费用率	2.81%	3.07%	3.50%	3.50%	3.50%
归母净利润 (亿元)	4.99	6.25	8.11	10.01	12.20
YOY	22.68%	25.20%	29.92%	23.32%	21.93%
归母净利率	21.66%	22.96%	25.46%	26.10%	26.56%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

根据以上假设，我们预计公司 2022-2024 年总体营收分别为 31.87/38.34/45.94 亿元，同比增长 17.18%/20.28%/19.83%，归母净利润分别为 8.11/10.01/12.20 亿元，同比增长 29.92%/23.32%/21.93%，对应 EPS 为 1.42/1.75/2.14 元，当前股价对应 PE 为 17.4/14.1/11.6 倍。

我们选取了安踏体育、李宁、七匹狼作为可比公司，与比音勒芬具备相似定位，李宁和安踏体育定位高端运动服饰，七匹狼定位商务休闲男装，具备一定可比性。公司 2022-2024 年估值水平低于可比公司平均值，而 2022-2024 年归母净利润 CAGR 为 22.62%，高于可比公司平均水平，估值水平仍具备一定的提升空间。考虑到公司在疫情期间表现出一定的经营韧性；长期来看，商务休闲男装整体呈现运动化、高端化的趋势，公司作为细分高景气赛道龙头，凭借高品质产品与定制化服务，把握核心消费人群。通过“T恤小专家”联想品牌打造叠加渠道加速扩张，公司未来 3-5 年业绩有望保持较快增速，首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：预计比音勒芬归母净利润复合增速较高，估值水平仍具备提升空间

公司名称	收盘价(元)		EPS			PE				归母净利润
	2022/12/23	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2022-2024CAGR
安踏体育	92.08	2.81	2.97	3.52	4.20	33.47	30.99	26.19	21.95	18.82%
李宁	60.60	1.58	1.73	2.10	2.52	45.52	35.12	28.91	24.04	20.87%
七匹狼	5.42	0.31	0.34	0.41	0.42	20.20	15.96	13.35	12.86	11.40%
平均		1.57	1.68	2.01	2.38	33.06	27.36	22.82	19.62	17.03%
比音勒芬	24.70	1.13	1.42	1.75	2.14	22.43	17.37	14.09	11.55	22.62%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：比音勒芬、李宁、安踏体育盈利预测来源于开源证券研究所，其他来源于 Wind 一致预期）

8、风险提示

渠道拓展不及预期，市场竞争加剧等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3079	3645	3991	4442	5360
现金	579	1083	1473	1419	2257
应收票据及应收账款	301	280	0	383	127
其他应收款	54	90	78	124	118
预付账款	60	67	81	97	117
存货	608	660	893	953	1275
其他流动资产	1478	1465	1465	1465	1465
非流动资产	669	1218	1282	1416	1554
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	239	244	330	434	551
无形资产	115	120	132	132	133
其他非流动资产	315	854	820	850	870
资产总计	3749	4863	5273	5858	6914
流动负债	667	1082	1218	977	1054
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	135	165	202	234	292
其他流动负债	533	917	1016	743	761
非流动负债	663	535	142	196	169
长期借款	631	285	0	0	0
其他非流动负债	32	250	142	196	169
负债合计	1331	1617	1359	1173	1223
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	524	550	571	571	571
资本公积	227	600	600	600	600
留存收益	1608	2068	2644	3368	4242
归属母公司股东权益	2417	3245	3912	4684	5690
负债和股东权益	3749	4863	5273	5858	6914

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	637	898	951	547	1216
净利润	499	625	811	1001	1220
折旧摊销	94	106	95	48	57
财务费用	10	22	-20	-11	-26
投资损失	-25	-39	-24	-26	-28
营运资金变动	21	-70	93	-461	-3
其他经营现金流	38	255	-3	-3	-3
投资活动现金流	-1045	-184	-131	-154	-163
资本支出	95	216	64	135	138
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-949	32	-68	-19	-25
筹资活动现金流	525	-225	-430	-447	-215
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	631	-346	-285	0	0
普通股增加	216	26	20	0	0
资本公积增加	-216	374	0	0	0
其他筹资现金流	-106	-278	-166	-447	-215
现金净增加额	118	489	390	-54	838

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2303	2720	3187	3834	4594
营业成本	602	634	777	923	1114
营业税金及附加	14	24	27	31	36
营业费用	885	1041	1211	1438	1723
管理费用	133	156	188	222	266
研发费用	65	83	112	134	161
财务费用	10	22	-20	-11	-26
资产减值损失	-48	-79	-33	-51	-82
其他收益	15	15	0	0	0
公允价值变动收益	0	3	3	3	3
投资净收益	25	39	24	26	28
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	582	738	953	1177	1433
营业外收入	5	1	3	2	2
营业外支出	2	6	4	5	4
利润总额	585	733	952	1174	1431
所得税	86	108	140	173	211
净利润	499	625	811	1001	1220
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	499	625	811	1001	1220
EBITDA	709	835	1026	1193	1451
EPS(元)	0.87	1.09	1.42	1.75	2.14

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	26.2	18.1	17.2	20.3	19.8
营业利润(%)	23.1	26.8	29.2	23.5	21.8
归属于母公司净利润(%)	22.7	25.2	29.9	23.3	21.9
获利能力					
毛利率(%)	73.9	76.7	75.6	75.9	75.7
净利率(%)	21.7	23.0	25.5	26.1	26.6
ROE(%)	20.6	19.2	20.8	21.4	21.5
ROIC(%)	17.0	15.7	18.4	20.1	20.4
偿债能力					
资产负债率(%)	35.5	33.2	25.8	20.0	17.7
净负债比率(%)	3.4	-10.9	-27.0	-26.3	-36.9
流动比率	4.6	3.4	3.3	4.5	5.1
速动比率	1.5	1.9	1.8	2.6	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	10.4	9.4	23.0	20.0	18.0
应付账款周转率	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.09	1.42	1.75	2.14
每股经营现金流(最新摊薄)	1.12	1.57	1.67	0.96	2.13
每股净资产(最新摊薄)	4.12	5.64	6.77	8.12	9.89
估值比率					
P/E	28.3	22.6	17.4	14.1	11.6
P/B	6.0	4.4	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA	19.9	15.7	12.1	10.3	7.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

27 / 29

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn