

高端运动时尚服饰龙头，业绩持续领跑行业

比音勒芬(002832)

纺织服装业/可选消费品

——比音勒芬更新报告

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：39.71

上次预测：39.71

当前价格：20.63

刘佳昆(分析师)	赵博(分析师)
021-38038184	010-83939831
liujiakun029641@gtjas.com	zhaobo026729@gtjas.com
登记编号 S0880524040004	S0880524070004

本报告导读：

公司定位于高端运动时尚领域，产品力及品牌力优势突出，2023年业绩靓丽增长；未来旗下多品牌有望协同发展，门店扩张叠加店效提升有望驱动公司持续成长。

投资要点：

- 投资建议：**考虑到 Q2 至今国内消费需求偏弱，下调 2024-2026 年 EPS 预测至 2.00/2.40/2.86 元（调整前为 2.11/2.51/2.97 元），考虑到公司经营表现领先行业，业绩弹性佳且龙头地位稳固，综合 PE 估值与 DCF 估值两种方法，维持目标价 39.71 元，维持“增持”评级。
- 国际化布局再进一步，高端运动时尚服饰龙头大有可为。**公司是高端运动时尚服饰龙头，2023 年收入/利润同增 23%/25%，业绩领跑行业；2023 年收购国际奢侈品牌 CERRUTI 1881 和 KENT&CURWEN，两大品牌新品将于 2024 年秋冬全新亮相，国际化布局再进一步。从行业趋势来看，近年来高尔夫服饰穿着场景逐渐向日常休闲、通勤、商务拓展，随着中产阶级快速崛起，高端时尚运动市场空间进一步打开，同时社交化需求催生更多消费机遇，比音勒芬作为行业龙头将大有可为。
- 公司竞争优势突出，牢牢占据消费者心智。在产品端，**公司产品兼具功能性和时尚性，应用国际高端面料，产品设计向高端化和年轻化持续升级。**在渠道端，**近年来公司保持较快的拓店增速(2013-2022 年 CAGR 为 9%)，2024 年有望进一步提速，同时公司增加鞋类、配饰等 SKU、打造 T 恤超级单品策略来提升连带率和消费粘性，从而带动店效提升。**在营销端，**公司通过打造故宫联名 IP、赛事赞助及明星代言等多圈层营销提高了品牌影响力，市占率排名国内第一。
- 十年规划锚定方向，多品牌协同发展可期。**2023 年公司提出“到 2033 年营收超过 300 亿”的发展规划，对应 CAGR 约为 24%。公司将聚焦国际化、高端化，持续提升品牌竞争力，通过差异化战略定位和布局，促进多品牌协同发展，中长期来看，公司市场份额有望稳步提升。
- 风险提示：**新收购品牌培育不及预期，拓店效果不及预期。

财务摘要(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,885	3,536	4,187	4,912	5,733
(+/-)%	6.1%	22.6%	18.4%	17.3%	16.7%
净利润(归母)	728	911	1,139	1,368	1,633
(+/-)%	16.5%	25.2%	25.1%	20.1%	19.4%
每股净收益(元)	1.27	1.60	2.00	2.40	2.86
净资产收益率(%)	17.6%	18.6%	20.8%	22.2%	23.5%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	16.18	12.93	10.33	8.61	7.21

请务必阅读正文之后的免责条款部分

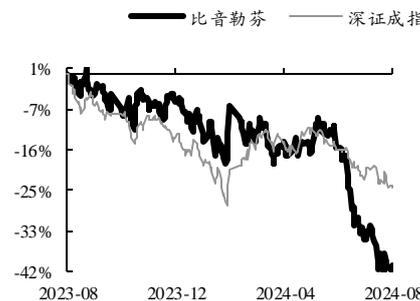
交易数据

52 周内股价区间(元)	20.46-35.43
总市值(百万元)	11,774
总股本/流通 A 股(百万股)	571/389
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	5,260
每股净资产(元)	9.22
市净率(现价)	2.2
净负债率	-60.98%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-10%	-30%	-41%
相对指数	-6%	-15%	-17%

相关报告

业绩符合预期，持续高质量成长 2024.04.28

高尔夫龙头持续领跑，Q3 业绩靓丽增长 2023.11.13

H1 业绩高增，期待下半年加速拓店 2023.09.03
推出员工持股计划，彰显公司发展信心 2023.06.11

Q1 业绩高增，成长领跑行业 2023.04.28

财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,145	2,160	2,155	2,384	2,520	营业总收入	2,885	3,536	4,187	4,912	5,733
交易性金融资产	1,379	772	772	772	772	营业成本	652	756	889	1,045	1,223
应收账款及票据	253	324	372	437	510	税金及附加	25	33	38	44	52
存货	746	708	878	935	1,063	销售费用	1,036	1,312	1,528	1,768	2,064
其他流动资产	603	363	413	421	453	管理费用	196	277	293	344	401
流动资产合计	4,124	4,327	4,590	4,949	5,317	研发费用	100	124	126	147	172
长期投资	0	0	0	0	0	EBIT	801	1,007	1,308	1,577	1,886
固定资产	462	581	616	688	748	其他收益	23	43	33	39	57
在建工程	70	3	53	103	153	公允价值变动收益	5	2	0	0	0
无形资产及商誉	129	1,077	1,398	1,824	2,389	投资收益	39	20	21	25	57
其他非流动资产	794	739	728	728	728	财务费用	-8	-28	-32	-32	-36
非流动资产合计	1,455	2,400	2,795	3,343	4,019	减值损失	-97	-69	-60	-50	-50
总资产	5,579	6,728	7,385	8,293	9,335	资产处置损益	2	6	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	营业利润	855	1,063	1,340	1,609	1,922
应付账款及票据	231	260	304	357	418	营业外收支	0	-4	0	0	0
一年内到期的非流动负债	202	212	191	191	191	所得税	128	148	201	241	288
其他流动负债	833	1,075	1,141	1,312	1,479	净利润	728	911	1,139	1,368	1,633
流动负债合计	1,266	1,546	1,635	1,860	2,087	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	728	911	1,139	1,368	1,633
应付债券	0	0	0	0	0						
租赁债券	141	254	254	254	254	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
其他非流动负债	40	30	29	29	29	ROE(摊薄,%)	17.6%	18.6%	20.8%	22.2%	23.5%
非流动负债合计	182	284	282	282	282	ROA(%)	13.9%	14.8%	16.1%	17.4%	18.5%
总负债	1,447	1,830	1,917	2,142	2,369	ROIC(%)	15.2%	16.2%	18.8%	20.3%	21.6%
实收资本(或股本)	571	571	571	571	571	销售毛利率(%)	77.4%	78.6%	78.8%	78.7%	78.7%
其他归母股东权益	3,559	4,326	4,896	5,579	6,394	EBIT Margin(%)	27.8%	28.5%	31.2%	32.1%	32.9%
归属母公司股东权益	4,130	4,897	5,467	6,150	6,965	销售净利率(%)	25.2%	25.8%	27.2%	27.8%	28.5%
少数股东权益	1	1	1	1	1	资产负债率(%)	25.9%	27.2%	26.0%	25.8%	25.4%
股东权益合计	4,131	4,898	5,468	6,151	6,966	存货周转率(次)	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2
总负债及总权益	5,579	6,728	7,385	8,293	9,335	应收账款周转率(次)	10.8	12.3	12.0	12.1	12.1
						总资产周转率(次)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
						净利润现金含量	1.3	1.4	1.0	1.2	1.1
现金流量表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资本支出/收入	17.3%	22.2%	11.8%	13.4%	14.0%
经营活动现金流	942	1,296	1,116	1,607	1,757	EV/EBITDA	12.17	11.81	6.90	5.63	4.68
投资活动现金流	-683	-1,124	-530	-692	-803	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.18	12.93	10.33	8.61	7.21
筹资活动现金流	-218	-255	-592	-685	-818	P/B(现价)	2.85	2.40	2.15	1.91	1.69
汇率变动影响及其他	0	-5	0	0	0	P/S(现价)	4.08	3.33	2.81	2.40	2.05
现金净增加额	41	-88	-5	229	135	EPS-最新股本摊薄(元)	1.27	1.60	2.00	2.40	2.86
折旧与摊销	334	382	150	169	185	DPS-最新股本摊薄(元)	0.30	0.30	1.00	1.20	1.43
营运资本变动	-174	-45	-218	45	-55	股息率(现价,%)	1.5%	1.5%	4.8%	5.8%	6.9%
资本性支出	-499	-784	-496	-657	-801						

数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

目录

1. 核心结论及盈利预测	4
1.1. 核心结论	4
1.2. 盈利预测与估值	4
1.2.1. 盈利预测	4
1.2.2. 估值	5
2. 概况：高端运动时尚服饰龙头，聚焦高端运动时尚	6
2.1. 专注于高端运动时尚服饰，盈利表现优异	6
2.2. 股权结构较为集中，员工持股彰显信心	8
3. 行业：中产崛起拓宽时尚运动市场空间，比音勒芬龙头地位稳固	9
3.1. 高尔夫是运动领域细分黄金赛道，中产崛起拓宽市场空间	9
3.2. 竞争格局：比音勒芬稳居第一，龙头地位稳固	13
4. 竞争优势：产品力显著提升，牢占消费者心智	14
4.1. 产品：聚焦消费者需求，产品升级引领时尚潮流	14
4.2. 研发：注重研发投入，满足消费者功能性需求	18
4.3. 营销：多圈层营销，牢占消费者心智	19
4.4. 渠道：全渠道融合发展，运营效率持续提升	22
5. 未来展望：门店扩张叠加店效提升驱动成长，中长期份额有望持续提升	25
5.1. 短期：门店扩张、店效提升，业绩有望持续快速增长	25
5.2. 长期：十年规划锚定方向，多品牌协同快速发展	29
6. 风险提示	30

1. 核心结论及盈利预测

1.1. 核心结论

投资建议：考虑到 Q2 至今国内消费需求偏弱，下调 2024-2026 年 EPS 预测至 2.00/2.40/2.86 元（调整前为 2.11/2.51/2.97 元），考虑到公司经营表现领先行业，业绩弹性佳且龙头地位稳固，综合 PE 估值与 DCF 估值两种方法，维持目标价 39.71 元，维持“增持”评级。

国际化布局再进一步，高端运动时尚服饰龙头大有可为。公司是高端运动时尚服饰龙头，2023 年收入/利润同增 23%/25%，业绩领跑行业；2023 年收购国际奢侈品牌 CERRUTI 1881 和 KENT&CURWEN，两大品牌新品将于 2024 年秋冬全新亮相，国际化布局再进一步。从行业趋势来看，近年来高尔夫服饰穿着场景逐渐向日常休闲、通勤、商务拓展，随着中产阶级快速崛起，高端时尚运动市场空间进一步打开，同时社交化需求催生更多消费机遇，比音勒芬作为行业龙头将大有可为。

公司竞争优势突出，牢牢占据消费者心智。在产品端，公司产品兼具功能性和时尚性，应用国际高端面料，产品设计向高端化和年轻化持续升级。**在渠道端，**近年来公司保持较快的拓店增速(2013-2022 年 CAGR 为 9%)，2024 年有望进一步提速，同时公司增加鞋类、配饰等 SKU、打造 T 恤超级单品策略来提升连带率和消费粘性，从而带动店效提升。**在营销端，**公司通过打造故宫联名 IP、赛事赞助及明星代言等多圈层营销提高了品牌影响力，市占率排名国内第一。

十年规划锚定方向，多品牌协同发展可期。2023 年公司提出“到 2033 年营收超过 300 亿”的发展规划，对应 CAGR 约为 24%。公司将聚焦国际化、高端化，持续提升品牌竞争力，通过差异化战略定位和布局，促进多品牌协同发展，中长期来看，公司市场份额有望稳步提升。

风险提示：新收购品牌培育不及预期，拓店效果不及预期

1.2. 盈利预测与估值

1.2.1. 盈利预测

核心假设：

➤ **收入：**

- 1) 线上：假设公司 2024-2026 年线上收入增速为 25%/25%/25%；
- 2) 直营：考虑到比音勒芬高尔夫品牌将加速拓店、同时新收购品牌将持续拓店，假设 2024-2026 年直营每年拓店 50 家；公司通过增加 SKU、打造 T 恤超级单品策略提升连带率和消费粘性，店效有望提升，假设 2024-2026 年单店收入分别提高 10%、8%、8%；
- 3) 加盟：近年来公司深耕一二线城市的同时，持续增加三四线城市布局，假设 2024-2026 年加盟每年拓店 60 家；公司致力于加强门店经营管理

及零售效率提升, 假设 2024-2026 年单店收入分别提高 15%、8%、8%。

- **毛利率:** 2021-2023 年公司毛利率分别为 76.7%、77.4%、78.6%，主要受益于折扣的改善。考虑到未来公司折扣有望维稳，2024-2026 年毛利率有望维持在 79%左右。
- **费用率:**
 - 1) **销售费用率:** 2021-2023 年公司销售费用率分别为 38.3%、35.9%、37.1%，假设 2024-2026 年销售费用率为 36.5%/36.0%/36.0%；
 - 2) **管理费用率:** 2021-2023 年管理费用率为 5.7%、6.8%、7.8%，假设 2024-2026 年管理费用率维持在 7%。
 - 3) **研发费用率:** 2021-2023 年管理费用率为 3.1%、3.5%、3.5%，假设 2024-2026 年管理费用率维持在 3%。

盈利预测: 根据以上假设，2024-2026 年公司营业收入分别为 41.9、49.1、57.3 亿元，分别同比增长 18.4%、17.3%、16.7%；归母净利润分别为 11.4、13.7、16.3 亿元，分别同比增长 25.1%、20.1%、19.4%。

表 1: 根据盈利预测，2024-2026 年归母净利将同比增长 25.1%、20.1%、19.4%

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	35.4	41.9	49.1	57.3
yoy	22.6%	18.4%	17.3%	16.7%
营业成本 (亿元)	7.6	8.9	10.5	12.2
毛利 (亿元)	27.8	33.0	38.7	45.1
毛利率	78.6%	78.8%	78.7%	78.7%
归母净利润 (亿元)	9.1	11.4	13.7	16.3
yoy	25.2%	25.1%	20.1%	19.4%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

1.2.2. 估值

➤ PE 估值

根据公司的业务类型, 我们选择同样旗下经营多品牌的服饰行业龙头报喜鸟、安踏体育作为可比公司, 可比公司 2025 年平均 PE 为 10 倍。考虑到公司所处赛道佳、未来拓店成长性更优, 给予公司 2025 年高于行业平均的 16 倍 PE, 对应合理估值为 38.35 元。

表 2: 2025 年可比公司平均 PE 为 10 倍

代码	简称	货币	股价	EPS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2020.HK	安踏体育	HKD	70.25	4.68	4.97	5.68	15	14	12
002154.SZ	报喜鸟	CNY	4.01	0.55	0.63	0.70	7	6	6
601566.SH	九牧王	CNY	8.02	0.53	0.75	0.89	15	11	9
002563.SZ	森马服饰	CNY	4.91	0.50	0.57	0.65	10	9	8
	平均						12	10	9
002832.SZ	比音勒芬	CNY	20.63	2.00	2.40	2.86	10	9	7

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (股价对应 2024 年 8 月 9 日收盘价, 九牧王盈利预测来自 Wind 一致盈利预测, 其余可比公司请务必阅读正文之后的免责条款部分 5 of 31)

司盈利预测来自国泰君安)

➤ DCF 估值

由于公司现金流较为充裕且可预测性较强，适用于 DCF 估值。

我们假设公司未来发展分为三个阶段：1) 2024-2026 年：根据我们的盈利预测，预计公司营收分别为 41.9、49.1、57.3 亿元，分别同比增长 18.4%、17.3%、16.7%；2) 2027-2033 年：考虑到公司收购新品牌打造新的增长点，假设公司收入增速为 5%；3) 2034 年之后：永续增长阶段。

无风险利率取十年期国债收益率 2.3%，风险溢价假设为 7.00%， β 系数为 1.00，假设税后债务成本为 4.50%，永续增长率假设为 0.5%，计算公司的股权成本 k_e 为 7.00%，WACC 为 6.86%。

估值结果：FCFF 结果显示，公司每股内在价值为 40.45 元。

表 3：未来十年公司现金流有望持续增长

(单位：亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	10.1	13.1	15.8	18.9	18.6	19.6	20.6	21.6	22.7	23.9	25.1
息前税后利润 (NOPLAT)	8.7	11.1	13.4	16.0	15.8	16.6	17.5	18.4	19.3	20.3	21.4
+非现金调整	4.5	2.1	2.2	2.4	1.8	2.0	2.1	2.3	2.4	2.6	2.7
-营运资金的净变动	-10.9	1.8	-0.9	0.0	0.0	-0.5	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2
-资本性投资	7.8	5.0	6.6	8.0	6.7	7.1	7.3	7.0	7.1	7.1	7.1
公司自由现金流量 FCFF	16.3	6.5	10.0	10.3	10.8	11.4	12.0	12.6	13.2	13.8	14.5

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 4：DCF 每股合理估值结果对永续增长率 (TV) 和加权平均资本成本 (WACC) 的敏感性分析

	WACC=5.86%	WACC=6.86%	WACC=7.86%
TV=0.0%	45.00	38.77	34.15
TV=0.5%	47.53	40.45	35.32
TV=1.0%	50.57	42.42	36.66

数据来源：国泰君安证券研究

出于谨慎性考虑，综合 PE 估值与 DCF 估值两种估值方法，取二者平均值作为公司目标价，维持目标价 39.71 元，维持“增持”评级。

2. 概况：高端运动时尚服饰龙头，聚焦高端运动时尚

2.1. 专注于高端运动时尚服饰，盈利表现优异

高尔夫服饰龙头异军突起，产品聚焦高端运动与时尚，业绩持续领跑行业。

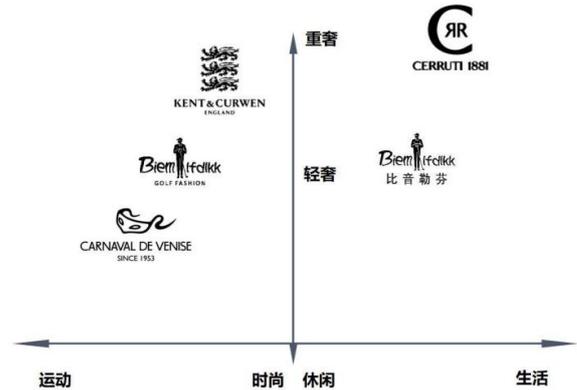
公司是国内高端运动时尚服饰龙头，坚持多品牌发展战略，旗下拥有比音勒芬品牌、比音勒芬高尔夫品牌和威尼斯狂欢节品牌，2023 年收购国际奢侈服装品牌“CERRUTI 1881”和“KENT&CURWEN”，进一步丰富高端品牌矩阵。2017-2022 年，公司的营业收入由 10.5 亿元增长至 28.8 亿元，CAGR 高达 22.3%，疫情期间体现强劲的经营韧性，收入增速领跑行业；2023 年收入同比增长 22.6%，保持了快速增长态势，且销售增速遥遥领先于中高端及运动服饰领域的龙头公司。

图 1：近年来公司营收持续快速增长



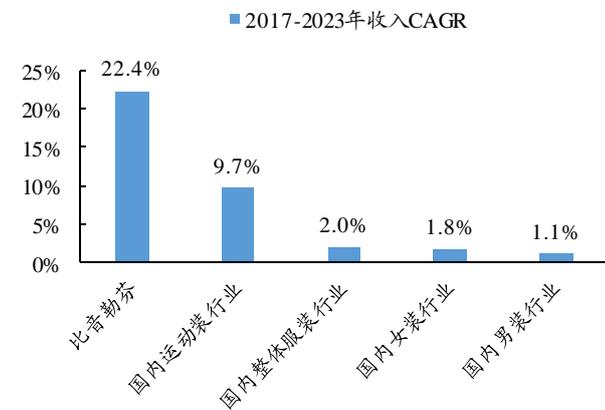
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 2：公司进行多品牌战略布局



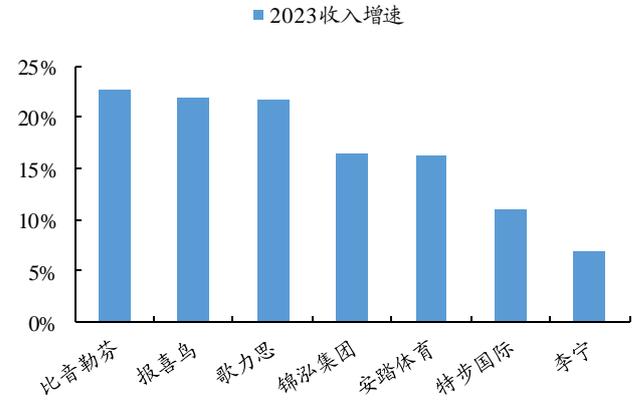
数据来源：公司公告

图 3：2017-2023 年公司收入增速远高于行业增速



数据来源：Wind，Euromonitor，国泰君安证券研究

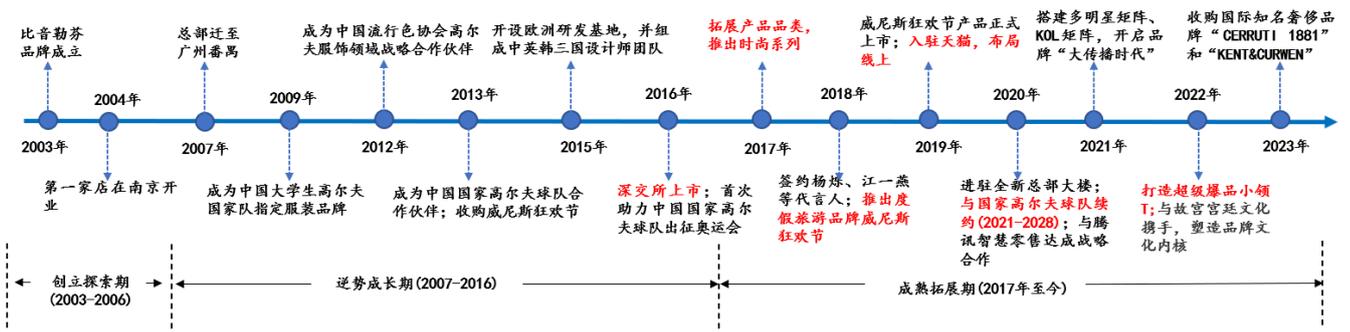
图 4：2023 年公司收入增速遥遥领先于中高端及运动服饰领域龙头



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

发展历程：2000 年创始人谢秉政全资收购比音勒芬品牌，并于 2003 年在广州成立公司。比音勒芬前瞻性定位于高尔夫运动与时尚休闲生活相结合的高端细分市场，围绕产品、渠道、营销等多方位发力，奠定在消费者心目中的高端品牌形象，成功打造成为 A 股高尔服饰第一股。自 2016 年上市以来，公司持续聚焦高端定位，并积极围绕消费者需求与时俱进、拓展产品品类，近年来陆续推出时尚系列、威尼斯狂欢节品牌、比音勒芬高尔夫品牌，并于 2023 年收购国际奢侈品品牌“CERRUTI 1881”和“KENT&CURWEN”，进一步完善高端化布局。

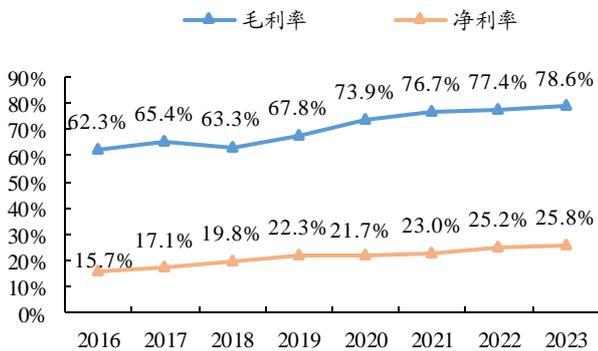
图 5: 比音勒芬持续拓展品类、完善多品牌高端化布局



数据来源: Wind, 公司官网, 国泰君安证券研究

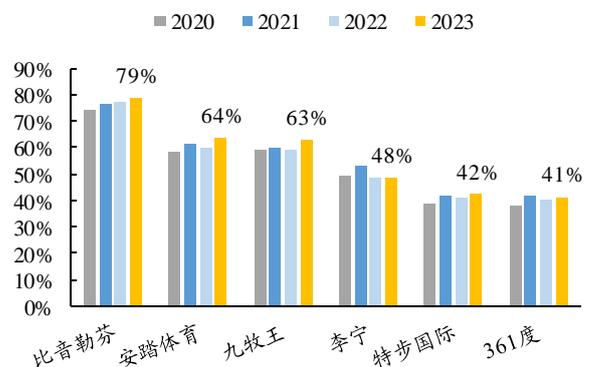
公司盈利能力持续提升, 且毛利率居于行业前列。2016-2019 年公司毛利率提升 5.5pct, 2019-2022 年受益于零售折扣持续改善, 公司毛利率在疫情期间仍保持稳步提升, 由 67.8%提升至 77.4% (+9.6pct), 领先于同行业公司。在净利率端, 2016-2019 年公司净利率提升 6.6pct, 快于毛利率增速, 表明公司经营效率及盈利能力明显提升; 2019-2022 年, 公司净利率由 22.3%进一步提升至 25.2%, 2023 年净利率再创新高, 同比提升 0.6pct 至 25.8%。

图 6: 公司毛利率和净利率稳步提升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 7: 公司毛利率居于行业前列

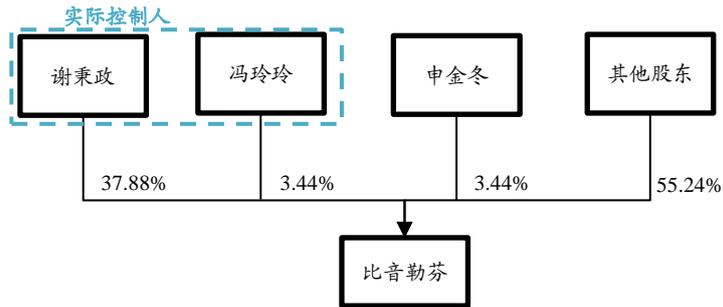


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.2. 股权结构较为集中, 员工持股彰显信心

公司一致行动人持股 41.3%, 股权较为集中。公司创始人兼董事长谢秉政担任中国高尔夫球协会副主席、中国服装协会副会长、中国流行色协会副会长、中国纺织规划研究会副会长等职务, 从业经验丰富。公司实际控制人为董事长谢秉政与其妻冯玲玲, 二人合计持股 41.3%, 股权较为集中。

图 8：实际控制人合计持股 41.3%（截止 2024 年 3 月 31 日）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：谢秉政与冯玲玲系夫妻关系，为公司实际控制人）

推出第四期员工持股计划，彰显公司发展信心。公司曾于 2017 年、2019 年、2021 年推出三期员工持股计划，激励员工数量分别为不超过 600 人、不超过 900 人、不超过 1320 人。2023 年公司推出第四期员工持股计划，参与人数不超过 1624 人（包括 6 名高管及 1618 名员工），员工持股计划覆盖范围进一步扩大。截至 2023 年 7 月底，激励对象已完成股票购买，合计购入 591 万股，占公司总股本的 1.04%，除参加对象使用自筹资金外，公司控股股东谢秉政先生也为其提供借款支持（借款金额与参加对象自筹金额的比例不超过 1:1），并承诺对到期股票变现与认购本金扣除借款利息金额的差值承担补足的义务，彰显对公司未来发展的信心。

表 5：近年来公司陆续推出四期员工持股计划

持股计划	时间	董高监持有情况		其他员工持有情况		占总股本比例
		人数	占比	人数	占比	
第一期	2017 年 8 月	6	6.6%	不超过 594	93.4%	1.59%
第二期	2019 年 5 月	6	5.8%	不超过 894	94.2%	1.31%
第三期	2021 年 1 月	6	3.2%	不超过 1314	96.8%	1.97%
第四期	2023 年 6 月	6	2.7%	不超过 1618	97.3%	1.09%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3. 行业：中产崛起拓宽时尚运动市场空间，比音勒芬龙头地位稳固

3.1. 高尔夫是运动领域细分黄金赛道，中产崛起拓宽市场空间

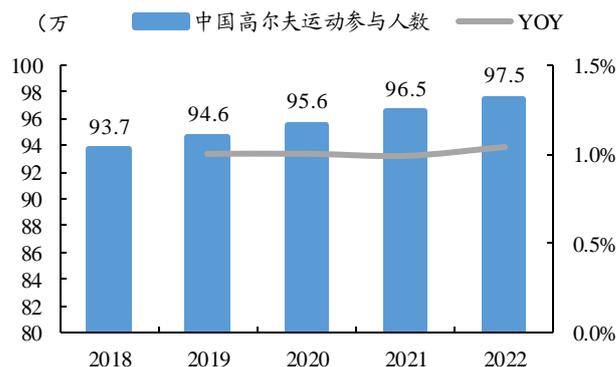
高尔夫是运动领域细分的黄金赛道，2016 年至今蓬勃发展。2016 年高尔夫重新被列为奥运会的正式比赛项目，此后在国家政策引领下，我国高尔夫运动产业快速发展。根据智研咨询及中研普华产业研究院数据，2016-2022 年中国高尔夫运动市场规模稳步扩大，CAGR 约为 2.5%，其中参与高尔夫运动的人数稳步增长，2018-2022 年增加约 4 万人，对应 CAGR 约为 1%，因此我们判断过去几年高尔夫运动领域人均消费支出亦处于稳步上升趋势。

图 9：2016 年以来高尔夫运动市场规模稳步扩大



数据来源：智研咨询，中研普华产业研究院，国泰君安证券研究

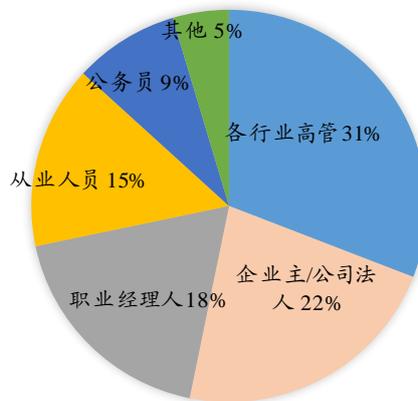
图 10：2018-2022 年高尔夫运动参与人数稳步增长



数据来源：观研天下《中国高尔夫球场市场竞争现状分析与投资战略研究报告（2023-2030 年）》，国泰君安证券研究

高尔夫运动参与者通常为高收入人群，消费韧性较强。从职业画像来看，高尔夫运动参与者通常为各行业高管、企业家、职业经理人、从业人员等，其中行业高管、企业家及职业经理人合计占比约 7 成左右，属于高收入人群，消费韧性较强。此外从消费场景来看，近年来高尔夫也逐渐成为时尚的代名词，受到高收入人群的青睐，因此高尔夫品牌服饰也延伸出通勤、休闲时尚品类，从传统的高尔夫运动服饰，逐渐演变成为部分消费者日常穿着、彰显身份和品味的选择。

图 11：高尔夫运动参与者通常为高收入人群

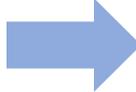


数据来源：产业信息网，国泰君安证券研究

图 12：高尔夫品牌服饰穿着场景由专业运动拓宽至日常休闲、通勤、商务等场景



早期：高尔夫运动时着装

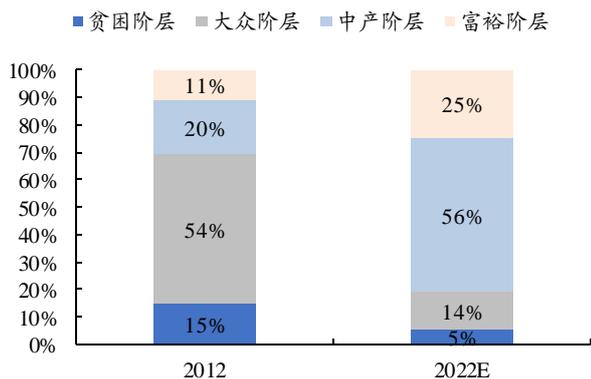


现在：产品兼具时尚运动属性，成为日常、通勤、商务场景的穿着选择

数据来源：比音勒芬公众号，公司官网，国泰君安证券研究

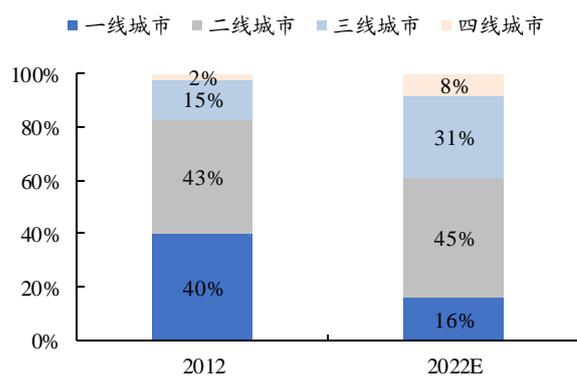
未来展望 1: 中产阶级崛起, 拓宽市场空间。随着人均收入水平的不断提升, 中产阶级规模持续扩大, 据头豹研究院数据, 2010-2022 年中国新中产人群的人数规模 5300 万人增长至 4 亿人。根据麦肯锡的预测, 预计到 2022 年, 我国中产以上阶层(家庭年收入超过 6 万元人民币)的占比将大幅度提升至 81%。2022 年我国人均 GDP 达 1.2 万美元, 随着中产阶级的快速崛起, 运动需求有望升级, 高端时尚运动市场空间有望进一步增长。

图 13: 2022 年我国中产以上阶层占比将提升至 81%



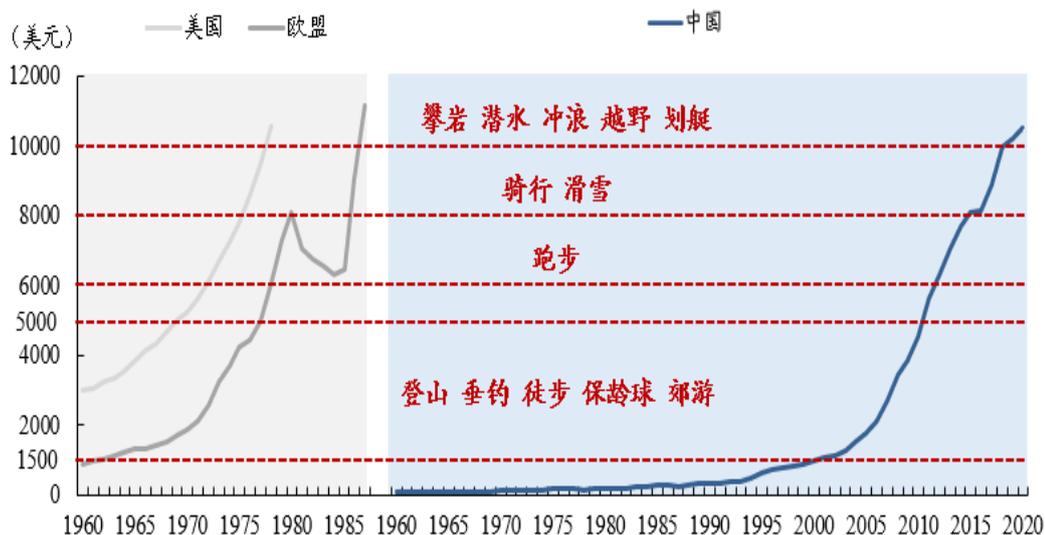
数据来源：麦肯锡《中产阶级重塑中国消费市场》，国泰君安证券研究

图 14: 2022 年三四线城市中产阶层占比将近 40%



数据来源：麦肯锡《中产阶级重塑中国消费市场》，国泰君安证券研究

图 15: 随着中产阶级的快速崛起, 运动需求有望升级

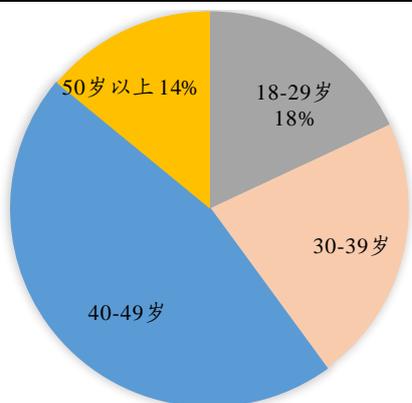


数据来源：中国产业信息网，国泰君安证券研究

未来展望 2: 目前消费主力为 30-49 岁消费者, 年轻消费者及女性消费者占比有所提高, 未来渗透率提升仍有空间。自 2016 年 8 月, 在国家体育总局和国务院发布的《竞技体育“十三五”规划》中高尔夫运动被列入竞技体育范围, 国内越来越多的高尔夫专业培训中心为中国青少年提供专业的高尔夫球训练, 提升年轻人对高尔夫运动的参与程度。根据华经产业研究院, 目前国内高尔夫产业的消费主力为 30-49 岁消费者, 占比约 68%; 18-29 岁年轻消费者占比为 18%(约 17-18 万)。2013 年我国青少年高尔夫人口仅有 3 万人,

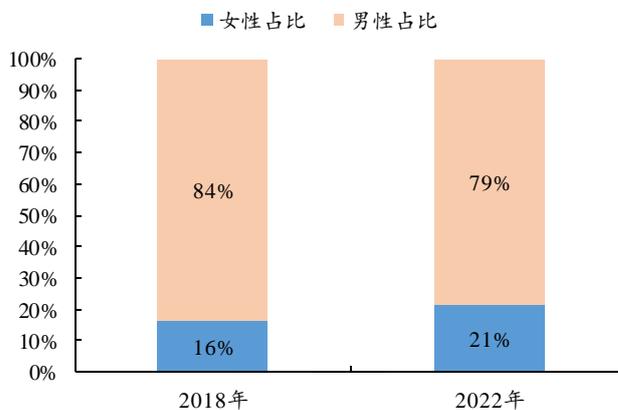
据此我们判断年轻消费者数量显著增长。根据 2022 年朝向集团的《朝向白皮书—中国高尔夫行业报告》，2022 年，此外 2022 年女性参与者占比约为 21.4%，较 2018 年提升 5.4pct。2022 年美国女性参与者占比 25%，因此女子高尔夫运动的渗透率仍有提升空间。

图 16: 高尔夫产业消费主力为 30-49 岁人群 (占比 68%，2022 年数据)



数据来源: 华经产业研究院, 国泰君安证券研究

图 17: 2018-2022 年参与高尔夫运动的女性占比明显提升



数据来源: 2022 年《朝向白皮书—中国高尔夫行业报告》, 国泰君安证券研究(问卷投放时间为 2022 年 12 月, 共触达 2457 人次, 最终获得有效样 751 份, 样本覆盖全国除新疆、西藏、青海、甘肃和内蒙古之外的全部省市自治区)

未来展望 3: 社交及娱乐需求是消费主力的核心动机, 且消费需求更加多元化, 催生更多消费机遇。根据 2022 年朝向集团的调研统计, 受访人群接触高尔夫的前三大原因分别为娱乐需求、健身需求和社交需求, 其中从 30-49 岁消费核心主力来看, 社交是其最主要的动机, 认同人数占比超过 40%, 其次为娱乐需求; 从年轻消费群体来看, 娱乐需求占比最高, 认同人数占比高达 50%以上。同时, 消费者的需求更加多元化, 例如对产品版型、面料透气性、透湿性、防水性等提出更高的要求, 中高端运动品牌有望迎来新机遇。

图 18: 28-49 岁消费者接触高尔夫运动最主要的动机是社交需求 (其中主要为商务需求)



数据来源：2022年《朝向白皮书—中国高尔夫行业报告》（问卷投放时间为2022年12月，共触达2457人次，最终获得有效样本751份，样本覆盖全国除新疆、西藏、青海、甘肃和内蒙古之外的全部省市自治区）

图 19：消费者需求更加多元，催生更多发展机遇



数据来源：各品牌官方公众号，各品牌小红书官方账号，国泰君安证券研究

3.2. 竞争格局：比音勒芬稳居第一，龙头地位稳固

比音勒芬旗下拥有三大系列产品，分别面向不同的竞争对手。比音勒芬定位于高端时尚运动服饰，旗下产品包括专业高尔夫系列、生活休闲系列及时尚系列。在不同系列的产品中，比音勒芬的竞争对手也有所不同，包括聚焦专业高尔夫领域的法国公鸡、以马球运动服饰著称的拉夫·劳伦以及主打时尚风格的雨果·博斯等。

图 20：比音勒芬不同系列产品面临不同细分赛道的竞争对手

■ 专业高尔夫系列竞争对手:			
<p>法国公鸡于1882年在法国成立，目前在国内外高尔夫市场占据较为领先的地位。</p>	<p>金狐狸于1755年在英国成立，以袜业起家，19世纪20年代开始涉足高尔夫、网球与游泳领域。</p>	<p>黄金熊于1922年在美国成立，主要产品为高尔夫服饰，其产品特点是高贵优雅，2002年进入中国市场。</p>	<p>泰勒梅于1979年在德国成立，主要产品为高尔夫球具，2017年Adidas将泰勒梅出售给KPS。</p>
<p>雅狮威于1987年在美国成立，以高尔夫服饰起家，2020年被香港YGM收购。</p>	<p>万星威于1886年在美国成立，1955年开始涉足专业高尔夫球服领域。</p>	<p>卡拉威于1982年在美国成立，主要产品为高尔夫器具、服饰、配件等，是目前全球最大的高尔夫球具制造商。</p>	<p>HONMA于1959年在日本成立，以生产高尔夫球杆起家，是高尔夫行业标志性品牌之一。</p>
■ 生活休闲系列竞争对手:		■ 时尚系列竞争对手:	
<p>拉夫劳伦于1967年在美国成立，以马球运动服饰起家，目前是全球高端时尚行业巨头。</p>	<p>比华利保罗于1982年在美国成立，主要产品系列包括马球系列、时尚系列及轻运动系列等。</p>	<p>雨果博斯于1923年在德国成立，是世界知名奢侈品牌，主营男女装、香水、手表与其他配件。</p>	<p>CK于1968年在美国成立，2020年CK全球销售额62亿美元(包含授权商)，中国市场是主要增长动力。</p>
<p>法国鳄鱼于1933年在法国成立，以专业网球服起家，还生产高尔夫球衫、帆船衫等，70年代产品拓展至鞋履、皮具、腕表、眼镜及香水等。</p>	<p>Londa Polo于1958年在英国成立，目前LONDA POLO在中国地区的店铺已突破260家，产品包含服装、箱包、皮具等，覆盖生活休闲、时尚潮流、商务运动三大领域。</p>		

数据来源：各公司官网，国泰君安证券研究

比音勒芬位居国内高尔夫服装市场第一，龙头优势显著。通过与竞争对手对比，可以发现比音勒芬的竞争优势主要体现在：

1) 渠道端：从渠道数量来看，截至 2023 年底比音勒芬终端门店共计 1255 家，同比 2022 年底净增 64 家，其中直营/加盟店数量分别为 607/648 家，净开店 28/36 家。而法国鳄鱼、卡拉威、雨果博斯等品牌在中国地区的门店数量均低于 500 家，海外品牌的覆盖范围尚且有限。此外，大部分海外品牌在中国采用授权商代理的模式，品牌力优势难以发挥，且对终端市场的把控能力不强。

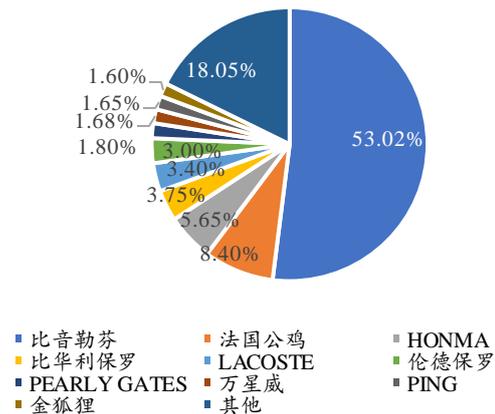
2) 产品端：针对功能性产品，比音勒芬以高尔夫服饰起家，秉持“高品质、高品位、高科技和创新”的理念，深耕产品研发多年。针对时尚休闲类产品，比音勒芬比海外品牌更加了解国人的身材特点，采用人体工程学原理，专门针对亚洲人的身型进行合理剪裁。凭借产品及渠道等方面突出的竞争力，比音勒芬已连续四年位列我国高尔夫服装市场第一，2020 年市占率高达 53.02%，龙头地位稳固。

图 21：比音勒芬国内门店数量远高于竞争对手



数据来源：Wind，各公司官网，高德地图，国泰君安证券研究（注：HONMA 数据为直营门店数量）

图 22：2020 年比音勒芬市占率位居我国高尔夫服装市场第一



数据来源：中国商业联合会，国泰君安证券研究

4. 竞争优势：产品力显著提升，牢占消费者心智

4.1. 产品：聚焦消费者需求，产品升级引领时尚潮流

比音勒芬主品牌旗下拥有三大系列产品，分别为生活系列、时尚系列和故宫宫廷文化联名系列。1) 生活系列：目标人群为热衷于休闲时尚、低调奢华的穿着品类，且关注自身形象和影响力的消费者，产品采用国际高端面料和辅料，采用优质工艺和产品设计，充分满足客群对高品质产品的需求；2) 时尚系列：目标人群为热衷于年轻个性、时尚轻奢着装风格的消费者，产品综合国际潮流元素，采用优质面料、极致裁剪，确保时尚度和品质感；3) 故宫宫廷文化联名系列：公司将故宫宫廷文化与高尔夫运动属性相结合，凸显国货魅力，近年来产品持续升级，陆续推出“朕都依你”、“天官赐福”、“福禄寿”、“奉天承运”、“瑞虎佑福”、“玉兔朝元”等系列产品，极具国潮韵味的联名款服饰备受消费者青睐。

图 23: 比音勒芬主品牌旗下拥有三大系列产品



生活系列 (700-8000 元)

时尚系列 (800-3800 元)

故宫宫廷文化联名系列 (900-2990 元)

数据来源: 公司公告, 比音勒芬天猫官方旗舰店, 国泰君安证券研究

产品持续迭代升级, 专注高端化、年轻化。1) 面料品质佳和注重功能性, 2023 年秋冬以 BG 老花设计为经典特色, 推出了轻柔、保暖、时尚的羽绒服产品; 2) 款式迭代创新, 推出新国风“故宫宫廷文化联名”系列, 2024 年龙年新款“龙行天下”引领新潮流; 3) 推出极肤系列羽绒服, 结合户外与时尚都市元素, 产品时尚感佳, 且兼具保暖、防水等功能性; 4) 2022 年高尔夫系列开始线下独立开店, 产品 SKU 持续拓展, 聚焦高端运动市场, 持续满足消费者多样化需求。

图 24: 2023 年比音勒芬结合 BG 老花设计轻柔、保暖、时尚的羽绒服产品



数据来源: 比音勒芬小红书官方账号

图 25: 新国风“故宫宫廷文化联名”系列持续迭代, 2024 年春推出龙年新款“龙行天下”系列



数据来源: 比音勒芬小红书官方账号

图 26: 推出极肤系列羽绒服, 融合户外与时尚都市风格



数据来源: 比音勒芬天猫官方旗舰店

图 27: 高尔夫系列产品持续丰富 (2022 年已实现独立开店)



数据来源: 比音勒芬高尔夫小红书官方账号

比音勒芬高尔夫、威尼斯品牌分别聚焦户外运动、度假旅游领域。1) 比音勒芬高尔夫品牌: 定位于高端时尚运动, 目标人群为热衷于高尔夫等户外运动, 注重运动、时尚、功能性的消费者, 采用国际领先的功能性面料, 结合高尔夫等户外运动特性进行产品设计, 注重功能性和舒适度。2) 威尼斯狂欢节品牌: 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, 旨在成为度假旅游服饰的第一联想品牌。根据公司可转换债券募集资金说明书, 2019 年比音勒芬主品牌/威尼斯狂欢节门店数量分别为 833/61 家, 我们预计近年来威尼斯狂欢节门店数量已实现较快增长。

图 28: 比音勒芬高尔夫品牌定位高端时尚运动



数据来源: 公司公告

图 29: 威尼斯狂欢节品牌定位度假旅游服饰领域

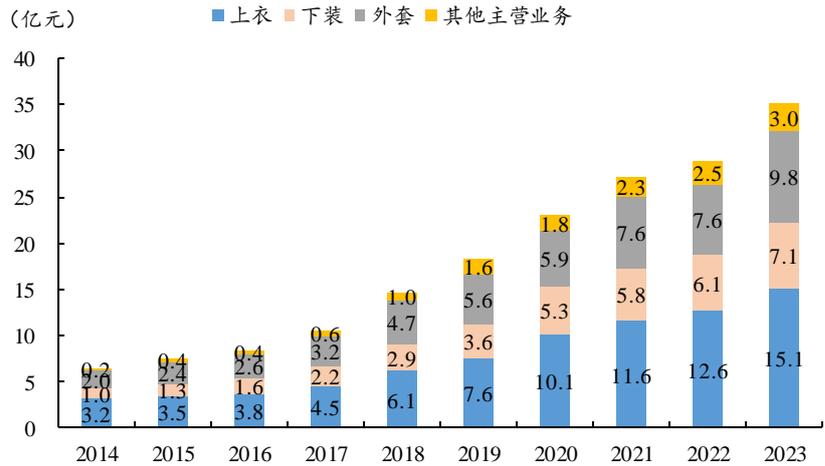


价格带: 300-2000 元

数据来源: 公司公告

分产品: 近年来公司持续拓店并提升店效, 同时加速布局线上渠道, 带动各产品收入规模持续快速增长, 2023 年上衣/下装/外套收入分别为 15.1/7.1/9.8 亿元, 2017-2023 年 CAGR 为 22%/22%/20%。此外, 公司加大配饰、鞋子等 SKU 布局以提升连带率, 2022 年其他产品收入 3.0 亿, 2017-2023 年 CAGR 为 31%, 保持相对高速的增长态势。

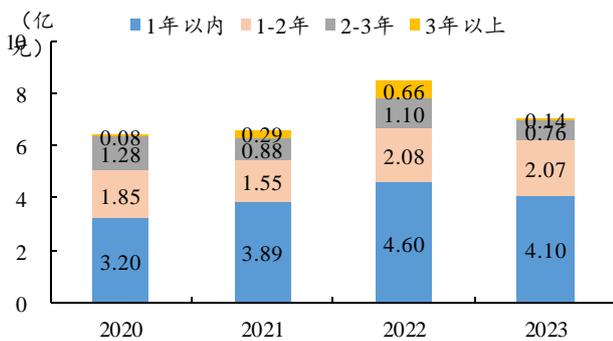
图 30: 比音勒芬分产品收入情况



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

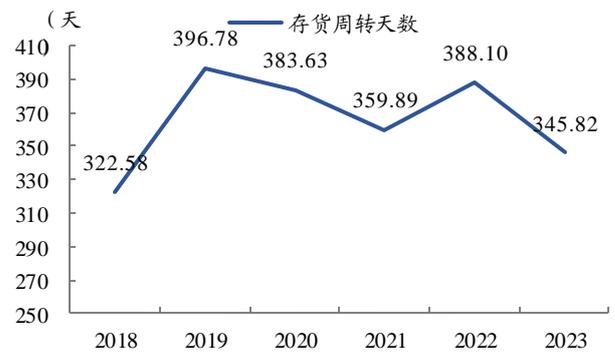
产品加价倍率高, 存货减值压力相对较小, 为公司盈利保障护航。公司毛利率与中高端女装较为接近, 我们判断公司加价倍率较高, 同时考虑到中高端男装的产品迭代节奏要慢于女装, 有些经典款式销售多年仍能保持较好的市场热度, 因此产品的减值压力要更小。目前公司大部分库龄在 2 年内, 基本处于适销期内; 两季以上库存能够通过奥莱、线上唯品会等进行消化, 公司对正价店和折扣店进行严格区分, 正价店折扣很小, 根据公司公告, 奥莱门店折扣通常为 4-6 折, 此时得益于原来较高的加价倍率, 公司仍能保持较好的盈利水平。

图 31: 截至 2023 年公司 2 年以内库存占比 87%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 32: 公司存货周转效率提升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 6: 比音勒芬存货跌价准备政策

品牌	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
比音勒芬	-	6%	15%	30%
威尼斯狂欢节	按照成本和可变现净值孰低			

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

4.2. 研发：注重研发投入，满足消费者功能性需求

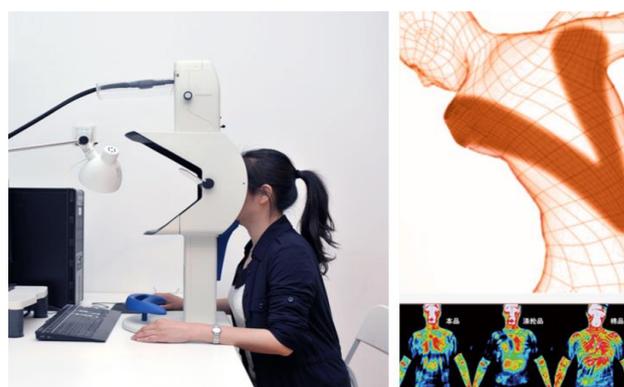
注重研发投入，打造兼具功能性与时尚性产品。公司在色彩研究、版型设计及面料研发方面持续发力，例如 2012 年公司与中国流行色协会共建“中国高尔夫服饰色彩研发基地”，加强流行趋势跟踪；2013 年成立“高尔夫服饰人体工程研究中心”，开展高性能高尔夫服饰产品功能性与特殊版型的研发；此外，公司层在国家纺织开发中心的指导下，参与建立“流行趋势研究中心”，负责“Fabrics China 中国流行面料”系统工程相关的面料流行趋势研究工作，并设立“纺织面料设计师培训中心”。目前公司凭借领先的产品研发能力和先进的生产技术，已成为国内高尔夫服饰流行趋势的领导者，其研发费用与人员投入均居于行业前列。

图 33：公司参与建立多个研究中心

时间	合作对象	研究中心
2012 年	中国流行色协会	中国高尔夫服饰色彩研发基地
2013 年	北京服装学院	高尔夫服饰人体工程研究中心
近年来	国家纺织开发中心	流行趋势研究中心
近年来	未披露	纺织面料设计师培训中心

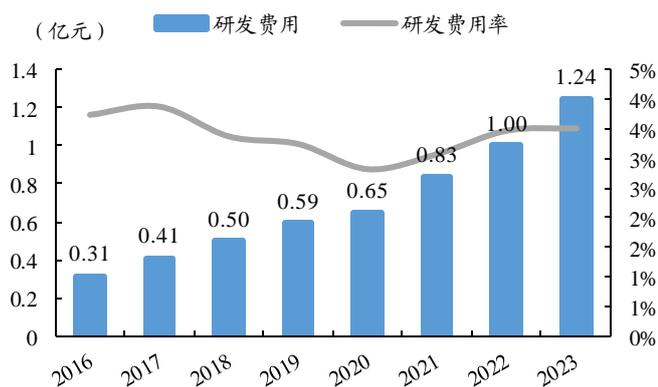
数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

图 34：公司设有高尔夫服饰人体工程研究中心



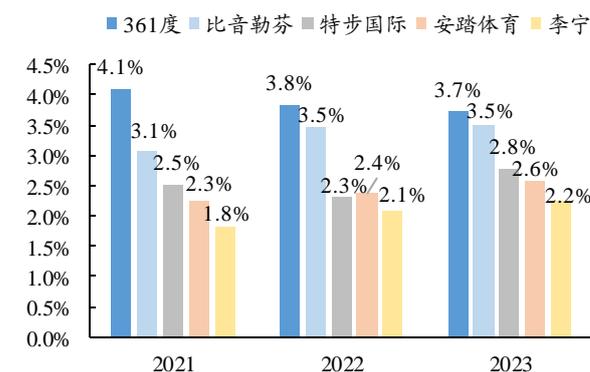
数据来源：公司官网

图 35：上市至今公司持续加大研发投入



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 36：公司研发费用率居前，不输于高研发的运动品牌



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注重产品打磨，功能性与时尚型兼备。比音勒芬拥有中、英、意、韩四国设计研发团队，聘请中外知名的设计师，如韩国知名设计师李孝贞女士、深具国际视野的设计师冯玲玲女士等，通过工艺创新、面料创新、版型创新、跨界设计创新四方面，使公司产品在具备功能性的同时，又拥有国际化的时尚感且不失中国特色。

功能性强: 始终坚持“三高一新”的面料理念,与国际知名供应商研发合作。消费者对高尔夫服饰的透气、易干、吸汗等功能性提出很高的要求,为较好的满足消费者需求,公司秉持“高品质、高品位、高科技和创新”的研发理念,与 ITOCHU、CANCLINI、GORE-TEX、POLARTEC 等国际知名面料供应商合作,整合全球优质资源,打造优质产品,保障产品能够在品质、品味和功能性等方面充分满足消费者的穿着需求。

表 7: 公司与 GORE-TEX、POLARTEC、ITOCHU、CANCLINI 等国际知名面料供应商合作

合作商名称	标志	所属国家	优势
POLARTEC LLC		美国	美国 Polartec LLC 公司,是抓绒的发明者,也是美国军方面料供应商,致力于研发最完整分层体系的功能面料。
GORE-TEX		美国	美国戈尔公司生产的 GORE-TEX 被称为“世界之布”,其面料在宇航、军事、医疗等方面被广泛运用,被美国“财富”杂志列为世界上最好的一百个美国产品之一。
ITOCHU		日本	日本 ITOCHU 是世界 500 强企业,它将纺织与人体力学相结合,创造出了“会呼吸”的舒适面料,是国际一线奢侈品牌的面料供应商。
CANCLINI		意大利	CANCLINI 的衬衣面料闻名于世,高品质纱线与意大利艺术完美结合,充分展示了面料是服装的灵魂。

数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

4.3. 营销: 多圈层营销, 抢占消费者心智

➤ 打造故宫联名 IP, 引领高端国货新潮流

公司服饰贴合中国风格,通过打造与故宫联名的高端产品,增强品牌中国力量。产品长期使用新疆优质长绒棉,在新疆棉事件后,公司第一时间发声坚决支持新疆棉,并在未来也将继续优先使用新疆优质长绒棉,此举获得国内消费者的支持,品牌影响力也有所提升。2020 年至今,公司联手故宫推出一系列知名优质 IP 产品,如“朕都依你”、“天官赐福”、“福祿寿”、“奉天承运”、“瑞虎佑福”、“玉兔朝元”、“龙行天下”等系列产品,通过与故宫跨界联名演绎国潮文化,沉淀品牌价值内涵。这一系列举措在文化自信和消费商机的背景下,得到了市场的广泛认同,增强了品牌的中国力量。

图 37: 新疆棉事件后, 在微博发声坚决支持新疆棉



数据来源: 公司官方微博

图 38: 比音勒芬 x 故宫宫廷文化联名系列



数据来源: 公司官网

➤ 多圈层营销, 提升品牌影响力

赛事赞助: 从专业领域出发, 赞助多项体育赛事, 彰显品牌价值。从 2013 年起, 比音勒芬牵手中国国家高尔夫球队, 成为其唯一专业高尔夫服装赞助商, 并在 2016 年助力国家队首次参加奥运会; 2017 年, 作为第一起草单位正式发布了国内首个高尔夫服饰技术标准; 2018 年, 公司助力国家队的亚运会和悉尼高尔夫世界杯之旅; 在 2021 年为国家高尔夫队提供专业比赛服, 并承诺为在东京奥运会上夺冠的运动员提供 300 万元的奖励, 以此为奥运健儿打气; 2022-2023 年陆续赞助国家队备战杭州亚运会、亚太女子业余锦标赛等, 深度联动国内多个知名业余赛事, 提高曝光频率, 不断夯实品牌地位。

表 8: 公司参与多项赛事合作, 提升比音勒芬品牌影响力

年份	合作赛事
2010 年-2011 年	中国大学生高尔夫代表队指定比赛服装赞助商 全明星高尔夫球队服装合作伙伴
2012 年	“东风日产杯”中国亚太职业高尔夫球队际对抗赛指定服装赞助商 中国国家高尔夫球队官方唯一专业高尔夫服装赞助商
2013 年至今	比音勒芬品牌成为中国国家高尔夫球队（奥运之队）指定品牌 比音勒芬铁杆会赞助
2014 年	“南山·中国大师赛”的服装赞助商 “2014 观澜湖世界明星赛”的官方供应商
2015 年	“2015 年中韩明星高尔夫慈善赛”的唯一高尔夫服装赞助商
2018 年	助力中国国家高尔夫队亚运会、悉尼高尔夫世界杯之旅
2020 年	赞助业余赛事: 比音勒芬与郎酒 青花郎杯、中海神州半岛队际赛、翰林盃高尔夫精英赛
2021 年	为中国国家高尔夫队提供专业比赛服, 助力 2021 东京奥运会
2022 年	赞助国家队备战杭州亚运会
2023 年	赞助国家队参加亚太女子业余锦标赛, 中国国家高尔夫球队的倪梓心、曹欣妤、安彤、寇欣、刘宇婕、张雅惠 6 位球员身穿比音勒芬高尔夫服装出战, 均进入决赛, 创下五届参赛史新高

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 39: 比音勒芬是中国国家高尔夫球队官方合作伙伴



数据来源: 公司官网

明星娱乐: 宣传品牌文化并吸引明星的粉丝群体, 提升品牌知名度 2018 年至今, 比音勒芬先后签约影视明星杨烁、江一燕, 利用明星效应宣传阳光自信的品牌形象。此后, 公司又签约品牌大使金大川、游天翼, 还与吴晓波、冯唐、吴宣仪、张新成、张晚意、古力娜扎、陈雨锶等进行深度合作, 并通过上城士、新旅行等知名时尚类媒体提升品牌知名度, 传播精英着装文化。2023 年比音勒芬重磅官宣国民男神吴尊为品牌代言人, 延续品牌自律、进取的精神价值主张, 并在线下召开明星举办会, 揭幕 2023 年全新小领 T 系列, 进一步提升比音勒芬在年轻消费群体中的影响力。

图 40: 比音勒芬重磅官宣国民男神吴尊为代言人



数据来源: 公司官网

图 41: 比音勒芬联手明星深度合作, 传播精英着装文化



数据来源: 公司官网

事件营销: 多渠道、多角度提升品牌影响力。 2020 年, 比音勒芬携手 CCTV 《大国品牌》, 作为中国高尔夫服饰细分领域标杆品牌, 向世界展现中国服饰品牌的魅力和风采, 讲述中国故事, 彰显文化自信; 2021 年, 比音勒芬与中国最大高铁媒体永达传媒合作, 搭载中国速度, 将品牌理念与价值文化传递给更多用户; 2023 年 20 周年盛典发布新战略, 以“开辟、超越、非凡、传奇”四个精彩篇章呈现了比音勒芬的闪耀历程, 展现品牌魅力、传递品牌价值, 国内外数百家知名媒体关注并报道, 总曝光超 1 亿; 同年 5 月, 公司董事长谢秉政先生作为服饰行业代表, 受邀做客中央广播电视总台财经节目中心大型融媒体直播节目《财访·看财报》, 通过亮相国家级权威媒体, 品牌的行业公信力、影响力得到进一步提升。

图 42: 公司携手 CCTV, 讲述中国故事



数据来源: 公司官网

图 43: 董事长受邀参加中央广播电视总台财经节目, 解读公司发展及未来战略, 进一步提升品牌势能



数据来源: 公司官网

公益活动: 公司参与多项公益活动, 积极承担社会责任。2019 年比音勒芬成立了广州市番禺区慈善会-比音勒芬慈善基金, 将于 10 年注入总额不低于 2000 万元的善款, 定向用于区内外扶老爱幼、精准扶贫等慈善用途; 2020 年疫情爆发, 公司迅速开展应急物资生产, 通过广州市番禺区慈善会向山区小学及边远地区捐赠防护服及口罩 135.80 万元, 彰显大国品牌应有的社会责任心。近年来, 公司创新探索“社区+社工+社区志愿者+社会组织+社区公益慈善资源+心理服务专业力量”的“五社一心”模式的社会心理服务体系的慈善项目, 截至 2023 年 6 月, 已累计开展个案心理咨询 176 节、专才志愿者培训 52 场、亲子团辅活动 79 场。

图 44: 2019 年公司成立了番禺区慈善会-比音勒芬慈善基金, 用于扶老爱幼、精准扶贫等



数据来源: 公司官网

图 45: 2020 年疫情期间, 公司向边远山区捐赠口罩等物资

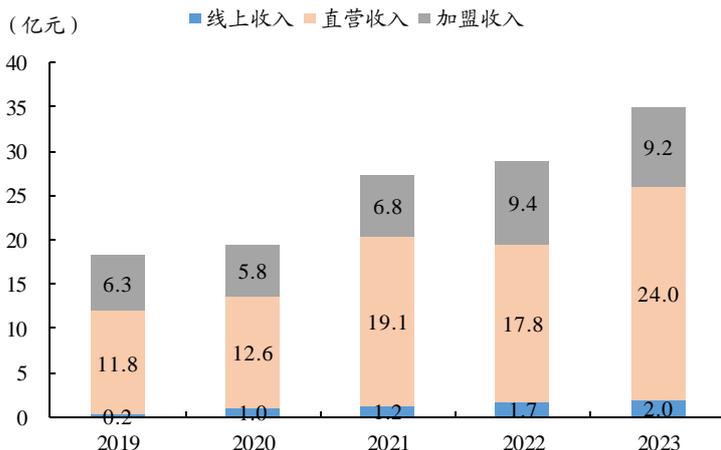


数据来源: 公司官网

4.4. 渠道: 全渠道融合发展, 运营效率持续提升

加强线上渠道布局, 同时线下渠道持续扩展, 覆盖面积广。线上渠道包括天猫旗舰店、京东旗舰店等, 同时已上线微信小程序; 线下渠道主要覆盖全国高端百货商场、购物中心、专卖店、机场高铁交通枢纽、高尔夫球场、奥莱等。截至 2023 线上/线下渠道收入占比分别为 5.6%/94.4%, 同比增长 16.1%/21.9%。

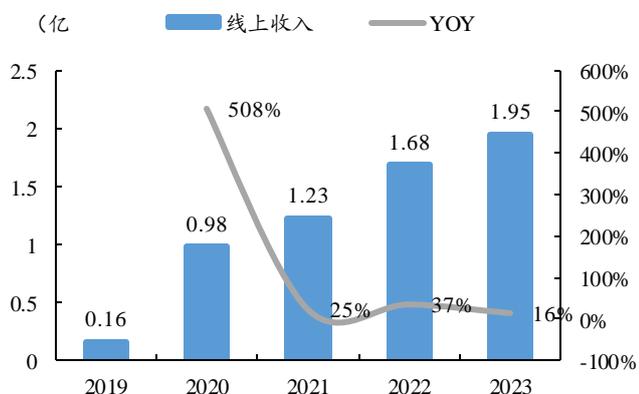
图 46: 比音勒芬线上收入增速稳健, 线下快速增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

线上: 积极布局线上渠道, 在新零售方面持续发力。2019年起, 公司积极布局线上渠道, 通过与电商平台深度合作, 将线下优质VIP客户通过直播平台进行线上引流。2021年6月9日, 比音勒芬在深圳腾讯总部, 与腾讯智慧零售签署战略合作协议, 积极发展数字化新零售模式, 将数字化技术运用到人、货、场、会员、促销、品推的各个环节, 提升线上管理效率。

图 47: 2023 年线上收入稳健增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

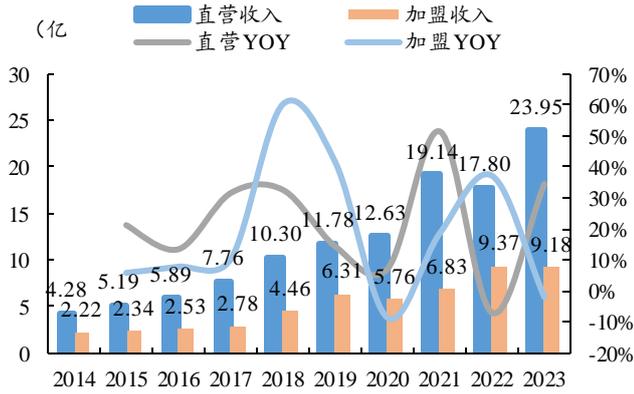
图 48: 线上毛利率逐步改善



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

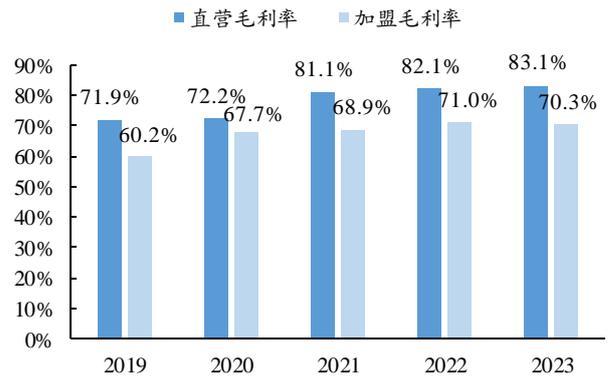
线下: 门店有效覆盖全国市场, 深耕高线城市、布局下沉市场。公司的直营店多开在国内的一二线城市中的高端商场、大型机场、高端知名高尔夫球会所、酒店等高端渠道, 设立专柜或专卖店进行销售。其他城市以加盟店为主, 特许加盟商通过与公司签订合同, 买断销售。2023年直营/加盟收入同增34.6%/-2.1%, 同时受益于公司主动收窄正价店折扣, 毛利率持续提升。截至2023年, 公司共有1255家门店, 覆盖全国31个地区, 其中直营/加盟分别为607/648家。根据公司官网, 截至2023年一二线城市门店占比约为5成, 考虑到城市社区化正处于高速发展阶段, 公司将一二线城市的高端社区作为潜在市场, 同时将下沉至发展较快的三四线城市, 以抢占下沉市场份额, 进一步打开市场空间。

图 49: 2023 年直营/加盟收入快速增长



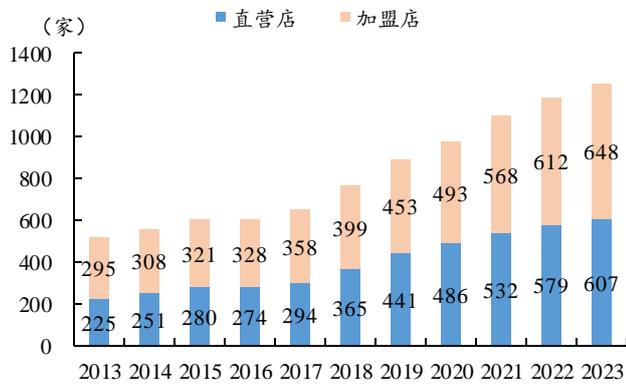
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 50: 近年来线下渠道毛利率持续提升



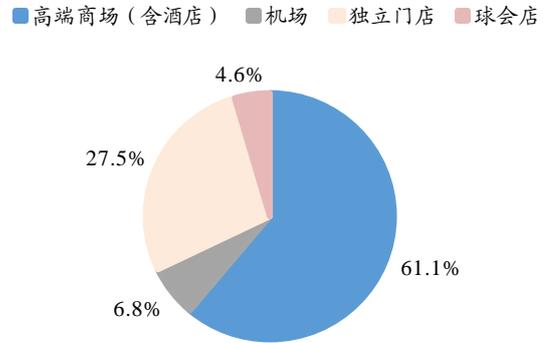
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 51: 公司门店数量稳步增长



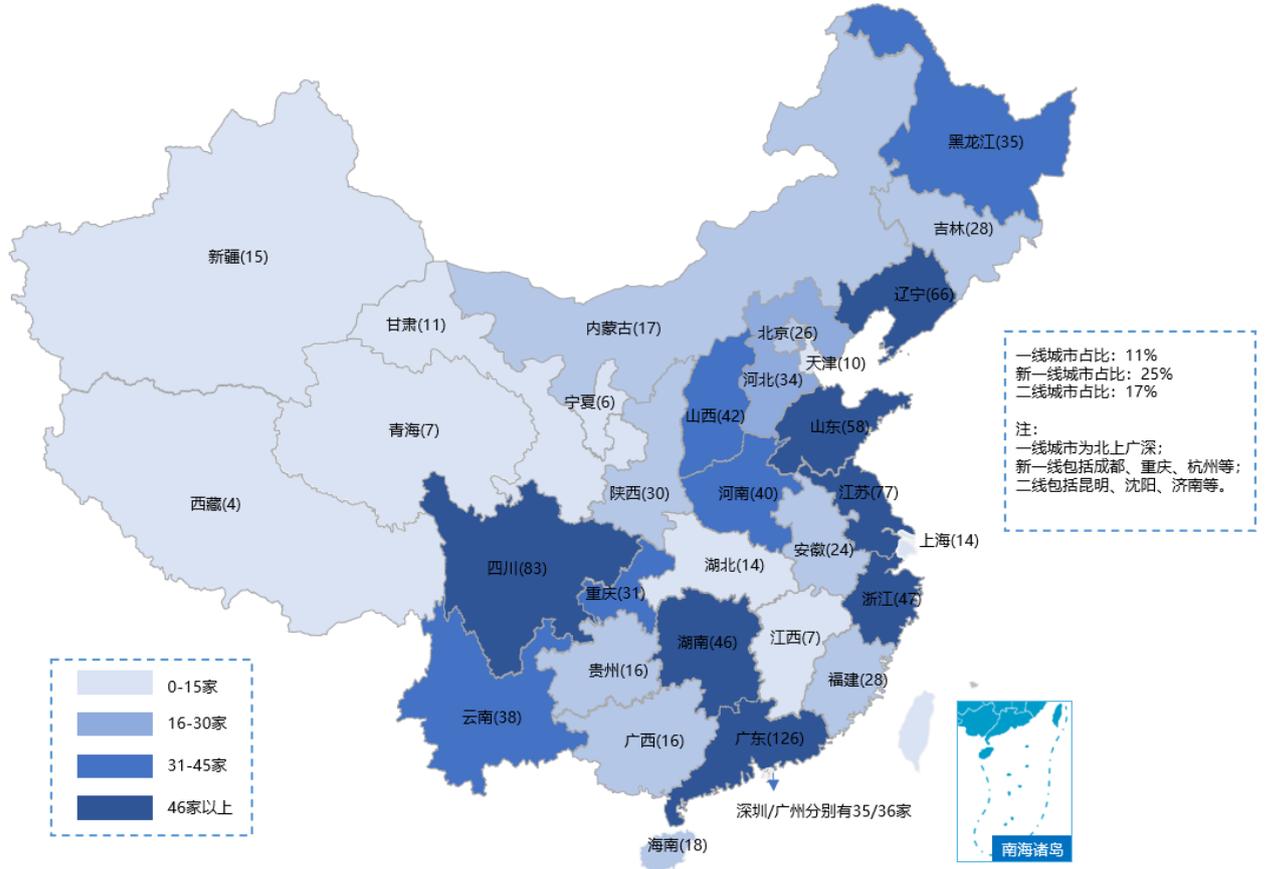
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (注: 门店数量包含比音勒芬、比音勒芬高尔夫与威尼斯狂欢节)

图 52: 公司线下门店主要位于高端渠道



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (注: 数据截止至 2016 年 9 月 30 日)

图 53: 比音勒芬门店在全国布局广泛, 且高线城市门店数量占比较高



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究（注：上图为 2023 年官网披露数据，较年报更新速度略有滞后，实际门店数量仍需以公告为准）

5. 未来展望：门店扩张叠加店效提升驱动成长，中长期份额有望持续提升

5.1. 短期：门店扩张、店效提升，业绩有望持续快速增长

收购国际奢侈品牌，持续推进高端化布局。2023 年 4 月，公司通过持有 99.86% 股份的厚德载物产业投资基金于近日向香港凯瑞特及盈丰泽润分别投资 5700/3800 万欧元（折合约 4.3/2.9 亿元人民币），通过凯瑞特收购利邦时装、托佳投资持有的 Cerruti 新加坡、Cerruti 法国 100% 股权，通过盈丰泽润收购利邦服务控股持有的 K&C 新加坡 100% 股权，从而间接收购国际奢侈品牌“CERRUTI1881”和“KENT&CURWEN”的全球商标所有权。2022 年 1-11 月标的公司分别实现净利润 372.12 万港元/ 118.20 万欧元/ 71.29 万新加坡元。

1) CERRUTI 1881: 于 1881 年在意大利成立，具有 142 年的品牌历史，产品以简洁流畅的线条、细致奢华的质感与优雅的人文气息著称，兼具舒适、自在与现代风格。公司将对 CERRUTI1881 品牌重塑，以定制和销售高端西服等为核心业务，同时采用开设大型旗舰店模式进行扩张，再现百年奢品辉煌，预计新品 2024 年秋冬全新亮相；

2) KENT&CURWEN: 于 1926 年在伦敦成立，品牌标志中的三头狮子，是

英国李察一世御用的徽章，象征 KENT & CURWEN 显赫、尊贵与荣耀的骑士精神；在历经百年的时代试炼后，KENT & CURWEN 以其对品质一丝不苟的坚持，赢得英国多项绅士运动服装的指定制造。未来公司将延续 CERRUTI1881 品牌英伦绅士风格和板球运动 DNA，打造轻奢设计师品牌，瞄准年轻人市场，让百年品牌焕发新活力。

表 9: “CERRUTI1881” 和 “KENT&CURWEN” 定位于高奢市场

	成立时间	创始人及创始地	商标数量	简介	LOGO
CERRUTI 1881	1881 年	Antonio Cerruti (意大利)	1000+件	全球知名奢侈品牌，来以简洁流畅的线条、细致奢华的质感与优雅的人文气息著称，舒适、自在与现代风格并列，藉由服装所传达出的无声语汇，表达不凡的自信与优雅	CERRUTI 1881
KENT&CU RWEN	1926 年	Eric Kent 及 Dorothy Curwen (伦敦)	300+件	国际知名奢侈品牌。品牌标志中的三头狮子，是英国李察一世御用的徽章，象征品牌显赫、尊贵与荣耀的骑士精神。该品牌已，赢得英国多项绅士运动服装的指定制造。	

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 10: 2022 年 1-11 月标的公司分别实现净利润 372.12 万港元/ 118.20 万欧元/ 71.29 万新加坡元

	Cerruti 新加坡 (万港元)	Cerruti 法国 (万欧元)	K&C 新加坡 (万新加坡元)
营业收入	465.61	424.22	78.63
营业利润	395.16	140.65	75.18
净利润	372.12	118.2	71.29
资产总额	23,916.00	260.1	2,083.44
负债总额	1,296.77	113.36	507.57
应收款项总额	-	64.38	-
净资产	22,619.23	146.75	1,575.87

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

联手国际大牌设计师，有望重新赋予品牌增长新动能。两大国际品牌的创意中心和研发中心设立在法国巴黎，并在国内加速组建运营中心。2023 年 9 月，比音勒芬集团正式官宣 Daniel Kearns 为首席创意官，负责 Cerruti 1881 和 Kent&Curwen 两个品牌的男女装成衣、高级定制、皮具、配饰和生活方式系列。Daniel Kearns 在 2016 年至 2021 年期间就曾担任 Kent&Curwen 品牌创意总监，现任 Gucci 男装设计总监，此前也曾在 Alexander McQueen、Saint Laurent 和 Zegna 等品牌担任设计总监。预计 Daniel 加盟后的首个创意系列将于 2024 年 9 月发布，两大品牌有望重新焕发生机，同时在品牌影响力方面与比音勒芬主品牌形成互补，有利于推进公司品牌多样化、国际化、高端化发展，为公司打造全球奢侈品集团奠定基础。

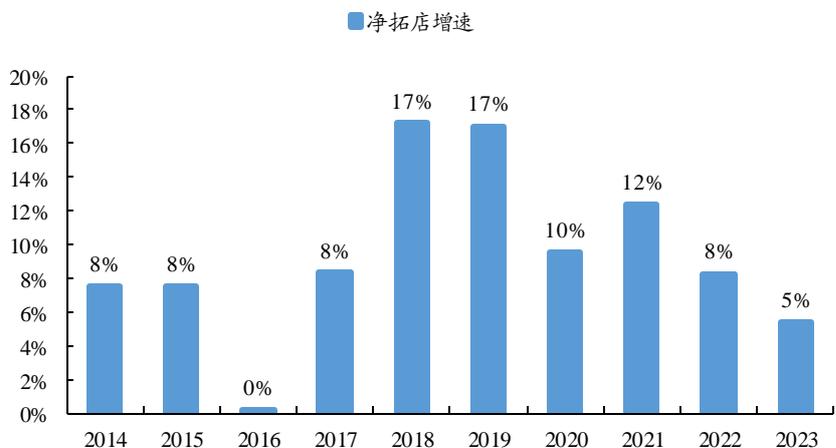
图 54: 比音勒芬集团牵手 GUCCI 现任男装设计总监, 进一步完善国际化布局



数据来源: 比音勒芬公司官网

门店数量: 门店扩张持续推进, 2024 年有望加速。2023 年比音勒芬直营/加盟分别净增 28/36 家, 我们判断 2024 年公司拓店步伐进一步加快, 全年对应拓店增速为高个位数, 其中比音勒芬主品牌、比音勒芬高尔夫品牌、威尼斯狂欢节品牌门店数量均有望增长。高尔夫系列自 2022 年开始独立拓店, 但受到疫情及消费大环境的影响, 目前拓店节奏略慢于此前规划。因此我们判断 2024 年公司有望持续快速拓店, 考虑到新品牌 CERRUTI 1881 和 KENT&CURWEN 于 2024 年有望新开店, 预计门店增速有望进一步提升至 10-15%。

图 55: 近年来公司门店数量保持较快净增长速度



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

店效: 不断丰富 SKU 品类, 提高连带率, 店效有望持续提升。2017-2021 年直营店效由 273 万元快速提升至 376 万元, 2022 年受疫情影响略有下滑。

2023 年随着疫情影响消散，店效水平快速恢复。比音勒芬店效提升得益于公司积极的产品及品类拓展以及连带率、复购率管理：

1) **拓系列**：2017 年新增时尚系列产品，将目标客户由高尔夫运动爱好者拓展至认同高尔夫文化、热衷于年轻个性与时尚轻奢着装风格的消费者。得益于国内时尚运动风潮的兴起及良好的品牌力，时尚系列取得良好的市场反馈，带动 2017-2019 年公司收入分别高增 25.2%/40.0%/23.7%。

2) **拓品类**：比音勒芬积极进行品类延展和创新，近年来持续加大鞋类、配饰类布局，例如 2021 年与法国殿堂级设计师 SAFA SAHIN 合作，推出备受市场喜爱的联名款老爹鞋。由于比音勒芬的鞋子舒适、轻便、且价格相对服装更低，鞋类产品销售极大地带动了公司连带率提升。

3) **超级单品策略带动复购率增长**：2021 年公司开启“品类引领”升级战略，打造适用于客群运动及工作场景的 T 恤大单品。凭借独家的“微八小领型”等研发设计及高端优质的功能性面料，产品在市场上脱颖而出，核心爆款增强消费者粘性，拉动复购率提升。中长期来看，在品类优化及数字化运营的助力下，店效有望持续提升。

图 56: 比音勒芬积极进行鞋类产品拓展及创新



□ 比音勒芬 X SAFA SAHIN 联名老爹鞋 (2021/2022年款)
✓ 价格: 2680元

□ 比音勒芬 X-STATIC银纤维板鞋/休闲鞋
✓ 价格区间: 1000-2000元

图 57: 公司致力于打造“T 恤小专家”



数据来源：公司公告，比音勒芬天猫官方旗舰店，国泰君安证券研究

数据来源：公司公告

同业对比：2021-2023 年比音勒芬直营平均店效约为 376/320/404 万元，优于同行业国产品牌，但国际男装奢侈品牌 2021-2023 年直营平均店效（即 DTC 渠道门店店效）分别为 1066/1185/1471 万元，比音勒芬与 ZEGNA 相比还有较大提升空间。我们对标 ZEGNA 进行分析，认为其较高的单店收入主要得益于：1) 持续优化渠道，提升门店经营效率；2) 优化产品线组合，提升客单价；3) 旗下意大利制造奢侈纺织品与制造实验室平台专注生产高质量面料，能够更快地迎合消费者“更年轻、更挑剔”的消费趋势；4) 推出联名款，吸引更多潜在新客户（例如 2023 年 ZEGENA 与西班牙足球俱乐部

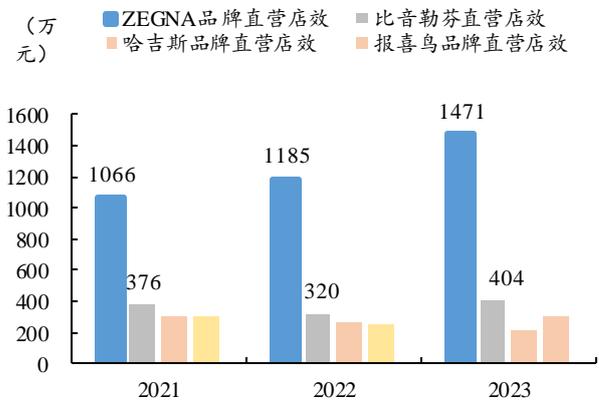
部皇家马德里等推出旅行系列)。

图 58: 2023 年公司直营店效同比增长 26%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 59: 比音勒芬店效优于国内同行, 但与国际男装奢侈品牌巨头 ZEGNA 相比仍有较大提升空间



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5.2. 长期: 十年规划锚定方向, 多品牌协同快速发展

十年规划奠定发展基调, 高尔夫龙头行稳致远。2023 年 6 月公司举办二十周年庆典, 董事长谢秉政先生提出公司多品牌发展战略及未来十年发展规划: 预计到 2033 年公司营收将超过 300 亿元 (以 2022 年营收为基数, 预计年均复合增速为 24%), 其中比音勒芬主品牌/比音勒芬高尔夫/CERRUTI 1881/KENT&CURWEN/威尼斯狂欢节品牌营收有望分别超过 150/50/50/30/20 亿元。

图 60: 公司于二十周年庆典提出“未来十年品牌实现十倍增长”的营收目标



数据来源: 比音勒芬官方微博

打造高端多品牌矩阵, 持续提升品牌竞争力。1) 比音勒芬主品牌: 围绕 T 恤打造超级品类, 持续强化 T 恤小专家的用户心智。2) 比音勒芬高尔夫: 加快发展速度, 在巩固高尔夫第一联想品牌的同时, 抢占高端时尚运动风口。3) 威尼斯狂欢节: 以时尚户外为主要风格, 打造度假旅游第一联想品牌。4) CERRUTI 1881: 重塑定位, 定位重奢, 价格对标 Burberry 和 Zegna, 采用大店模式, 产品包括西服、奢华定制、奢华休闲、奢华男女装、运动、鞋等。5) KENT&CURWEN: 延续英伦绅士风格和板球运动 DNA, 瞄准年轻人市场, 利用品牌的超级符号, 打造轻奢设计师品牌。公司将聚焦国际化、

高端化、年轻化、标准化的发展方向，通过差异化的战略定位和布局，促进集团多品牌协同发展，通过创造精致品位的生活，不断提升市场竞争力。

图 61: 公司持续完善品牌梯队，提升市场竞争力



数据来源：比音勒芬官方微博

6. 风险提示

新收购品牌培育不及预期:公司收购 CERRUTI 1881 和 KENT&CURWEN，持续拓展新增长点，若品牌培育不及预期，将影响公司业绩。

拓店效果不及预期:公司持续拓展直营及加盟门店，若门店爬坡不及预期，将拖累公司盈利表现。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%
股票投资评级	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
行业投资评级	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 栋 27 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		