

比音勒芬 (002832.SZ)

国际多品牌矩阵初建，高端化征程再上台阶

公司宣布收购两大国际奢侈品牌，进一步完善高端化、国际化布局。据公司 2023 年 4 月 4 日公告，公司旗下子公司厚德载物近日向凯瑞特/盈丰泽润分别投资 5700/3800 万欧元，进而间接收购国际奢侈品牌“CERRUTI 1881”和“KENT&CURWEN”的全球商标所有权。

➢ CERRUTI 1881 是起源于意大利的奢侈品品牌，早期首推高端男装成衣，后期覆盖全品类，产品以面料质量和精致细节著称。CERRUTI 新加坡、CERRUTI 法国（系本次收购标的，持有品牌商标权 1000 余件）2022 年 1~11 月收入分别 466 万港元/424 万欧元，净利润分别 372 万港元/118 万欧元。

➢ K&C 是起源于英国的运动时尚品牌，以三狮、玫瑰、徽章图案作为产品设计常用元素及标志。K&C 新加坡（系本次收购标的，持有 K&C 商标权 300 余件）2022 年 1~11 月收入/净利润分别为 79 万/71 万新加坡元。

我们认为这一收购动作标志着公司国际化多品牌集团的雏形初步确立，也为公司长远发展带来更广阔的想象空间。在此时间点上，我们对当下公司业务及核心竞争优势重新进行系统性梳理，并对未来发展作出前瞻展望：

我们跟踪主品牌近期流水高速增长，2023 年业绩确定性强。1) 2023 年以来线下客流恢复，出行需求带动交通枢纽流量回暖，我们估计公司 1~3 月流水同比高速增长，加盟商信心明显恢复。在拓店+店效双轮驱动下，我们预计 2023 年公司业绩有望增长 30% 左右。2) 过去公司经营稳健，我们判断 2022 年业绩依然有望快速增长，公司现金流优渥、存货周转可控，为业务健康增长奠定基础。

产品：牢抓中高端商务客群诉求，创新驱动，品质领先。1) 公司主品牌打造生活商务、时尚、高尔夫运动三大系列，为中高端商务客群提供多场景服饰解决方案。①以创新引领设计，占领消费者心智：早期以经典 logo 及 BG 老花等元素设计形成品牌辨识度，后期创新推出“故宫宫廷文化联名”引领消费者需求。②强调高品质、功能性：与 GORE-TEX、OUTLAST 等国际知名面料供应商深度合作，研发功能性面料产品并持续迭代。2) 在出色的产品基础上，公司针对高粘性、低价格敏感度的中高端商务客群进行精准营销：①通过机场高铁、高尔夫门店精准触达商务客群；②登陆央视财经，借助权威媒体提升品牌公信力；③合作国家高尔夫队，强化品牌专业形象。

渠道：注重会员精细化管理，中长期成长空间广阔。1) 店数：公司当前仍在拓店阶段，未来高线加密、低线下沉共同驱动业务增长。2022H1 末公司店数 1125 家（其中直营 544 家/加盟 581 家），我们预计 2023 年有望净增 150 家左右（店数增幅达 10%+），中长期估计门店规模有望到有望达 1800~2200 家（仍有 50%~80% 的增幅空间）。2) 店效：渠道私域流量维护有效，销售人员激励机制完善，我们判断后续环境转好、品牌提升、效率优化有望持续驱动店效增长。2) 店数：布局多平台，精准匹配客群流量并引流线下，通过全渠道融合发挥高粘性、高复购率的品牌优势。

投资建议。公司卡位运动时尚优质细分赛道，具备差异化品牌优势，成长性突出。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 7.20/9.39/11.74 亿元，当前市值 187 亿元，对应 2023 年 PE 为 20 倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动风险；渠道扩张不及预期；威尼斯品牌孵化不达预期；收购品牌效果不达预期；运动休闲消费市场景气度回落。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,303	2,720	3,013	3,686	4,515
增长率 yoy (%)	26.2	18.1	10.8	22.3	22.5
归母净利润（百万元）	499	625	720	939	1,174
增长率 yoy (%)	22.7	25.2	15.2	30.5	25.1
EPS 最新摊薄（元/股）	0.87	1.09	1.26	1.65	2.06
净资产收益率 (%)	20.6	19.2	18.9	20.6	21.1
P/E (倍)	37.5	30.0	26.0	19.9	15.9
P/B (倍)	8.0	5.8	5.0	4.1	3.4

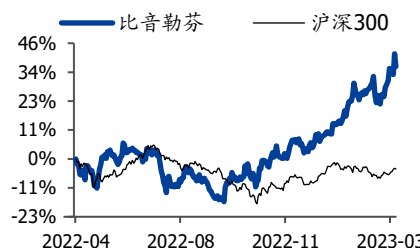
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 4 月 6 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
4月6日收盘价(元)	32.78
总市值(百万元)	18,707.78
总股本(百万股)	570.71
其中自由流通股(%)	68.23
30日日均成交量(百万股)	2.91

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

研究助理 侯子夜

执业证书编号：S0680121070015

邮箱：houziye@gszq.com

研究助理 王佳伟

执业证书编号：S0680122060018

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

1、《比音勒芬 (002832.SZ)：成长领先行业，长期看好》2023-02-09

2、《比音勒芬 (002832.SZ)：2022 年表现超越行业，2023 年期待继续成长》2023-01-09

3、《比音勒芬 (002832.SZ)：单三季度业绩同增 30%，强势领跑行业》2022-10-17

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3079	3645	4057	4780	5727
现金	579	1083	1286	1769	2344
应收票据及应收账款	301	280	364	423	541
其他应收款	54	90	69	125	113
预付账款	60	67	73	98	112
存货	608	660	800	899	1152
其他流动资产	1478	1465	1465	1465	1465
非流动资产	669	1218	1198	1261	1342
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	239	244	282	347	431
无形资产	115	120	132	132	133
其他非流动资产	315	854	784	781	777
资产总计	3749	4863	5255	6041	7069
流动负债	667	1082	961	1021	1082
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	135	165	180	221	263
其他流动负债	533	917	781	800	819
非流动负债	663	535	473	431	395
长期借款	631	285	222	181	145
其他非流动负债	32	250	250	250	250
负债合计	1331	1617	1433	1452	1477
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	2596	3332	4293
归属母公司股东权益	2417	3245	3820	4588	5591
负债和股东权益	3749	4863	5255	6041	7069

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	637	898	596	771	891
净利润	499	625	720	939	1174
折旧摊销	94	106	93	45	51
财务费用	10	22	12	9	3
投资损失	-25	-39	-39	-38	-20
营运资金变动	21	-70	-190	-184	-317
其他经营现金流	38	255	0	0	0
投资活动现金流	-1045	-184	-34	-70	-111
资本支出	95	216	-20	63	81
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-949	32	-54	-7	-31
筹资活动现金流	525	-225	-359	-217	-205
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	631	-346	-62	-41	-37
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	-317	-176	-168
现金净增加额	118	489	203	483	575

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2303	2720	3013	3686	4515
营业成本	602	634	730	849	1026
营业税金及附加	14	24	26	30	36
营业费用	885	1041	1153	1392	1674
管理费用	133	156	182	208	250
研发费用	65	83	92	113	138
财务费用	10	22	12	9	3
资产减值损失	-48	-79	30	37	45
其他收益	15	15	17	17	15
公允价值变动收益	0	3	0	0	0
投资净收益	25	39	39	38	20
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	582	738	843	1102	1378
营业外收入	5	1	3	3	3
营业外支出	2	6	3	3	3
利润总额	585	733	844	1102	1378
所得税	86	108	125	163	203
净利润	499	625	720	939	1174
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	499	625	720	939	1174
EBITDA	703	825	910	1107	1372
EPS (元)	0.87	1.09	1.26	1.65	2.06

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	26.2	18.1	10.8	22.3	22.5
营业利润(%)	23.1	26.8	14.3	30.7	25.0
归属于母公司净利润(%)	22.7	25.2	15.2	30.5	25.1
获利能力					
毛利率(%)	73.9	76.7	75.8	77.0	77.3
净利率(%)	21.7	23.0	23.9	25.5	26.0
ROE(%)	20.6	19.2	18.9	20.6	21.1
ROIC(%)	16.9	15.4	16.1	17.9	18.7
偿债能力					
资产负债率(%)	35.5	33.2	27.3	24.0	20.9
净负债比率(%)	3.4	-10.9	-20.0	-28.0	-33.8
流动比率	4.6	3.4	4.2	4.7	5.3
速动比率	1.5	1.9	2.4	2.9	3.4
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	9.4	9.4	9.4
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	1.26	1.65	2.06
每股经营现金流(最新摊薄)	1.12	1.57	1.05	1.35	1.56
每股净资产(最新摊薄)	4.12	5.64	6.61	7.96	9.71
估值比率					
P/E	37.5	30.0	26.0	19.9	15.9
P/B	8.0	5.8	5.0	4.1	3.4
EV/EBITDA	26.6	21.5	19.0	15.2	11.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 6 日收盘价

内容目录

1. 2022年及2023年表现如何？	6
2. 支撑品牌卓越表现的核心竞争力在哪里？	7
2.1 行业：中高端运动赛道景气上行	7
2.2 品牌：追求卓越，打造差异化中高端优质国牌	10
2.2.1 产品：创新驱动，品质领先，设计彰显稳重成熟	10
2.2.2 渠道：业态独特，拓店+店效持续驱动业务增长	12
2.2.3 营销：多管齐下，精准营销，与客群建立情感链接	14
3. 公司长期成长的未来在哪里？	17
3.1 主品牌渠道外延+内生提效，预计中长期零售规模或超百亿	17
3.2 多品牌新征程初启，新收购两大国际奢侈品牌、持续孵化威尼斯	21
4. 财务分析与盈利预测	24
5. 估值与投资建议	28
6. 风险提示	29

图表目录

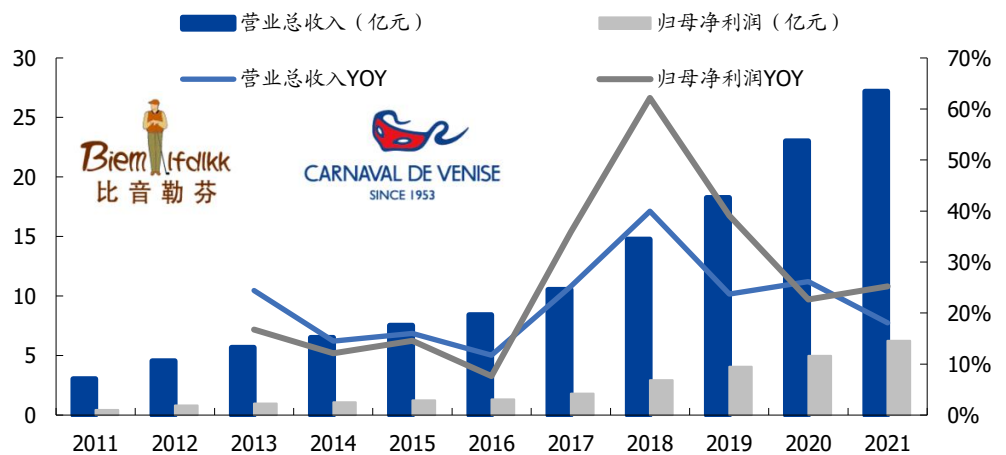
图表 1: 2011年至今公司营业总收入/归母净利润及 YOY (亿元, %)	5
图表 2: 公司上市以来总市值走势图 (亿元)	5
图表 3: 2020Q1~2022Q3 公司营业总收入及 YOY (亿元, %)	6
图表 4: 2020Q1~2022Q3 公司归母净利润及 YOY (亿元, %)	6
图表 5: 2022年至今服装针纺类/社零总额当月同比 (%)	7
图表 6: 比音勒芬品牌标志及品牌代言人吴尊	7
图表 7: 威尼斯品牌 (公司旗下度假旅游服饰品牌) 标志	7
图表 8: 2021年中国运动鞋服用户使用场景情况 (%)	8
图表 9: 中国服饰行业消费者偏好类型	8
图表 10: Lululemon 公司收入及中国区门店 (家, 亿美元)	8
图表 11: 迪桑特门店数量及流水规模 (家, 亿元)	8
图表 12: 不同收入的城镇家庭数量 (百万户)	9
图表 13: 不同收入群体消费意愿 (较上一年) 变化	9
图表 14: 下沉市场消费者对商品属性的重视程度	9
图表 15: 下沉市场倾向购买品牌商家的品类	9
图表 16: 比音勒芬品牌产品核心系列 (生活系列/时尚系列/高尔夫系列)	10
图表 17: 比音勒芬部分功能性面料产品系列	11
图表 18: 比音勒芬产品版型开发设计	11
图表 19: 比音勒芬x故宫宫廷文化联名《瑞虎佑福》苏绣特别设计款	11
图表 20: 比音勒芬产品设计元素“BG”老花 (左) 及格纹 (右)	11
图表 21: 比音勒芬鞋类产品示例	12
图表 22: 比音勒芬女装产品线	12
图表 23: 2016-2022H1 公司直营/加盟门店数量 (家)	13
图表 24: 2017-2021 年公司分销售模式销售收入 (亿元)	13
图表 25: 2017-2021 年公司分销售模式毛利率 (%)	13
图表 26: 公司特色化渠道网络布局	14
图表 27: 比音勒芬品牌门店形象	14
图表 28: 品牌天猫旗舰店 (左)、微信小程序 (中)、抖音旗舰店 (右)	14
图表 29: 公司销售收入中 VIP 贡献占比	15
图表 30: 比音勒芬核心消费人群画像	15
图表 31: 比音勒芬是中国国家高尔夫球队合作伙伴	16
图表 32: 比音勒芬登录央视权威媒体	16
图表 33: 比音勒芬举办首场国礼苏绣主题沙龙	16
图表 34: 比音勒芬于核心交通枢纽高铁站投放广告	16
图表 35: 比音勒芬主品牌开店空间测算	17

图表 36: 2021 年公司分地区销售收入占比 (%)	18
图表 37: 2023 年初比音勒芬品牌分线级城市门店数量占比 (%)	18
图表 38: 比音勒芬直营店铺数量 (家)	18
图表 39: 2017-2021 年公司直营收入及 YOY、直营毛利率 (亿元, %)	18
图表 40: 2021 年公司向前五大加盟商销售收入及合作情况	19
图表 41: 2016-2022H1 加盟店数量 (家)	19
图表 42: 2017-2021 年公司加盟收入及 YOY、加盟毛利率 (亿元, %)	19
图表 43: 2011-2021 年全国购物中心数量 (家)	20
图表 44: 比音勒芬运动高尔夫系列 SKU 持续丰富	20
图表 45: 比音勒芬直营正价店/奥莱店/加盟店店效 (万/家)	20
图表 46: 2027E 公司营业收入规模估计 (亿元)	20
图表 47: CERRUTI 1881 品牌标志	21
图表 48: CERRUTI 新加坡、CERRUTI 法国 2022 年 1-11 月营业收入、净利润 (人民币万元)	21
图表 49: CERRUTI 1881 官网形象	22
图表 50: CERRUTI 1881 品牌产品	22
图表 51: KENT&CURWEN 商标标志	22
图表 52: K&C 新加坡 2022 年 1-11 月营业收入、净利润 (人民币万元)	22
图表 53: KENT&CURWEN 店内陈列	23
图表 54: KENT&CURWEN 品牌产品及标志性三狮、玫瑰、徽章图案	23
图表 55: 2015-2021 年公司营业总收入及 YOY (亿元, %)	24
图表 56: 2016-2022H1 公司店铺数量合计 (家)	24
图表 57: 2020~2024 年公司营业总收入分渠道拆分预测 (亿元, %)	24
图表 58: 2015-2021 年公司毛利率 (%)	25
图表 59: 2017-2021 年公司分销售模式毛利率 (%)	25
图表 60: 2016-2021 年公司销售/管理/财务/研发费用率 (%)	25
图表 61: 2020~2024 年公司盈利质量拆分预测 (亿元, %)	26
图表 62: 2015-2021 年公司归母净利润及 YOY (亿元, %)	26
图表 63: 2015-2021 年公司净利率 (%)	26
图表 64: 2017-2022Q3 末公司存货金额及 YOY (亿元, %)	27
图表 65: 2017-2022Q1~Q3 公司存货周转天数 (天)	27
图表 66: 2017-2021 年公司资产减值损失 (亿元)	27
图表 67: 2021 年末存货库龄结构 (%)	27
图表 68: 2018-2021 年公司经营性现金流 (亿元)	28
图表 69: 2017-2022Q3 末公司应收账款周转天数 (天)	28
图表 70: 2018-2021 年公司应收账款货币资金 (亿元)	28
图表 71: 2018 年至今公司 PE (NTM)	29

自上市以来公司估值稳步上升，2022年9月至今涨幅超过60%，出色的市场表现背后是强劲的基本面支撑：①2017-2021年业绩CAGR达37%/收入CAGR达27%；②2022年在环境波动下仍然展现出稀缺的韧性，全年业绩仍有望实现快速增长；③2023年以来消费环境转好，我们跟踪公司终端流水率先恢复高速增长，在外延拓店+店效修复双重驱动下，我们预计公司2023年全年业绩增速有望高达30%左右。

快速成长、稳健运营的基本面背后的品牌核心支撑力是什么？我们在本文中进行了讨论和回答：公司始终牢牢抓住中高端商务消费人群需求，针对客群特征打出产品、营销组合拳，持续为优质品牌的建设添砖加瓦：①产品：沉淀品质，追求创新，为中高端客群提供多场景服饰解决方案。②渠道：围绕品牌基因，打造全面而牢固的营销网络。③营销：匹配客群习惯进行精准营销，与消费者建立情感链接。在做实、做精服装领域的同时，公司开始启程探索多品类、多品牌的模式，续写年轻化、高端化、国际化篇章，为长期业务发展带来更大的想象空间。

图表1：2011年至今公司营业总收入/归母净利润及YOY（亿元，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：公司上市以来总市值走势图（亿元）



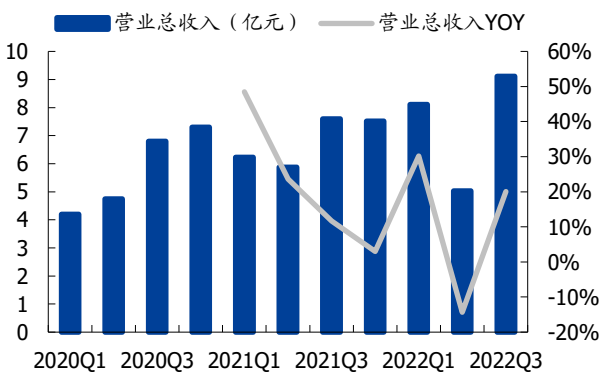
资料来源：Wind，国盛证券研究所

1. 2022年及2023年表现如何？

2022年消费环境波动较大，公司仍保持快速增长，彰显出超越行业的品牌韧性：1) 服饰行业消费在2022年内受到明显冲击：年内全国各地客流反复波动，影响线下服饰消费，同时电商物流发货也受到一定程度的波及。据国家统计局数据，2022年内服装鞋帽针纺类商品零售额累计下降6.5%。2) **公司客群粘性高、私域流量维护效果好、2022年表现远远领先行业，彰显经营韧性：**2022Q1~Q3公司收入+13%/业绩+25%，我们跟踪2022Q4以来公司流水表现依然优于行业，综合预计2022全年公司收入及业绩依然有望稳健快速增长，背后原因主要系：

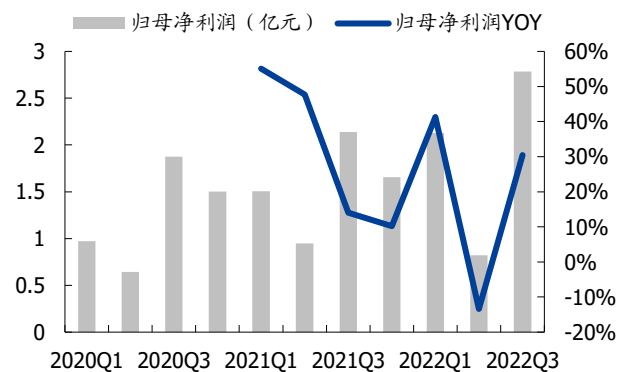
- **客群需求稳定：**公司核心客群系中高端商务男性，消费力、消费需求相对稳定。公司核心客群是2~4线城市35~55岁中年中高端商务男性客群，这部分消费者经济宽裕、生活压力较小、服饰消费需求稳定，我们判断在2022年环境波动下其消费力和服饰消费意愿受影响相对较小。
- **品牌私域流量维护有效：**渠道销售不依赖线下随机客流，VIP忠诚度强。作为目标用户是中年商务男性的中高端服饰品牌，公司门店运营始终强调以客群为中心的精细化管理，私域流量维护较早、效果较好，我们根据运营情况估计公司2021年线下离店销售占比或超过20%（我们估计2022年有提升），一定程度上弥补了渠道客流受损带来的影响。我们估计2022年VIP客户贡献收入占比约80%（我们估计此前为近70%）。

图表3：2020Q1~2022Q3公司营业总收入及YOY（亿元，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：2020Q1~2022Q3公司归母净利润及YOY（亿元，%）



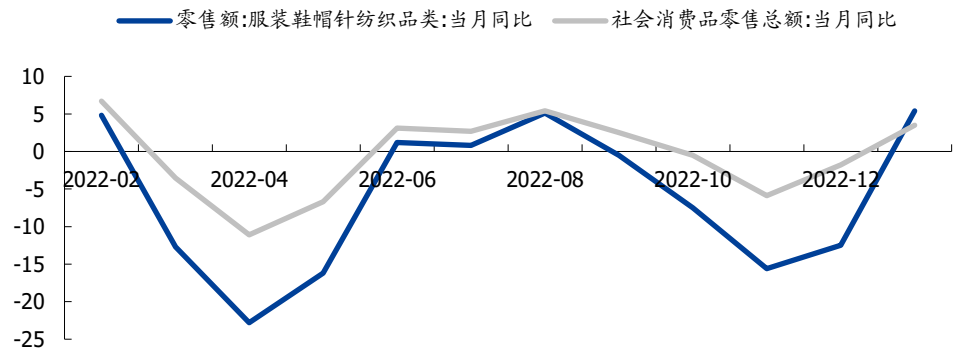
资料来源：Wind，国盛证券研究所

我们跟踪判断主品牌近期流水持续高增长、2023全年业绩确定性较强。2023年以来消费环境逐步转好、线下客流明显恢复，进而驱动服饰行业终端消费出现环比改善。据国家统计局数据，1~2月我国服装鞋帽针纺类零售额合计同增5.4%（较2022年11月下月15.6%、2022年11月下月12.5%有明显改善）。

- **近期公司流水高速增长，订货会加盟商信心充足。**2023年以来线下客流恢复，出行需求带动交通枢纽流量迅速回暖，我们判断公司1~3月公司流水同比高速增长、加盟商信心明显恢复、2023Q1报表端快速增长确定性较强。根据公司终端情况及行业表现，我们估计2023Q1公司收入有望增长20%+、业绩有望增长20%~30%。

- **拓店+店效双轮驱动，有望带动公司 2023 年业绩增长 30%左右。** 1) 店数：消费环境转好，渠道外延确定性较强。我们估计全年公司门店有望净开 150 家左右（店数增幅达 10%+）。2) 店效：2022 年公司店效受到环境影响，2023 年步入修复通道。考虑公司产品基础优秀、渠道会员维护有效、品牌客群粘性强且需求稳，我们判断后续店效改善可持续性较强。综上，在消费环境改善、公司渠道外延、内生效率优化的多重带动下，我们综合估计 2023 年公司收入有望增长 20%~25%，业绩有望快速增长 30%左右。

图表 5: 2022 年至今服装针纺类/社零总额当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 支撑品牌卓越表现的核心竞争力在哪里？

2.1 行业：中高端运动赛道景气上行

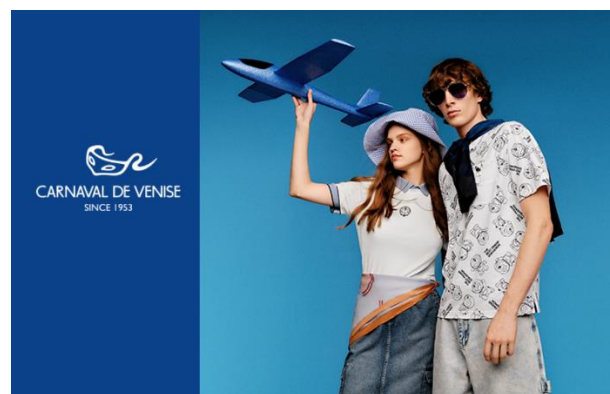
公司精准卡位高端运动休闲赛道，在行业的高景气中迅速成长。过去服饰行业结构性变化明显，运动休闲风潮成为流行，中高端人群消费持续升级。比音勒芬品牌精准卡位中高端运动休闲赛道，以高尔夫服饰为品牌基因及特色，深度触达 1~4 线城市的中高端商务客群，经历十余年并成长为收入规模近 30 亿、门店规模超过 1100 家、VIP 会员突破 70 万的优质品牌。

图表 6: 比音勒芬品牌标志及品牌代言人吴尊



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 7: 威尼斯品牌 (公司旗下度假旅游服饰品牌) 标志



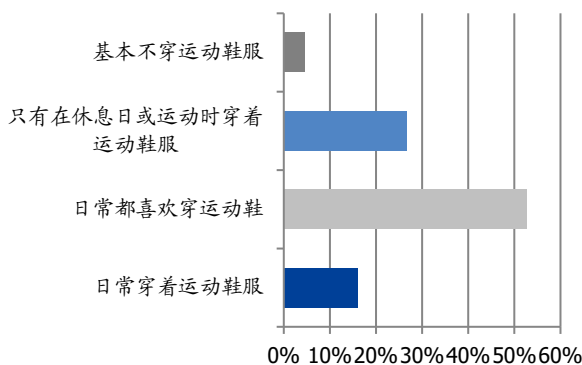
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

1、在追求健康、舒适的生活习惯及审美偏好导向下，“泛运动”在服饰行业成为中长期流行方向，其中具备差异化特色的中高端运动休闲赛道近年来快速成长。

伴随着运动鞋服使用场景的延伸，我国运动鞋服市场规模在过去以双位数的 **CAGR** 迅速发展，运动休闲市场景气度高。在服饰消费中，近年来运动鞋服品类的升级需求是明显的：消费者不仅在运动穿着需求上更加注重专业性能的细分化与匹配性，在日常穿着中也习惯穿着轻运动风格的产品。据艾媒咨询市场调查数据显示，中国消费者在服饰选择中最偏好的风格是休闲风（占比 59.5%）、其次便是运动风（45.6%），超 50%的消费者表示在日常生活中青睐穿着运动鞋服，并且超 40%消费者习惯于在换季时购买运动鞋服。

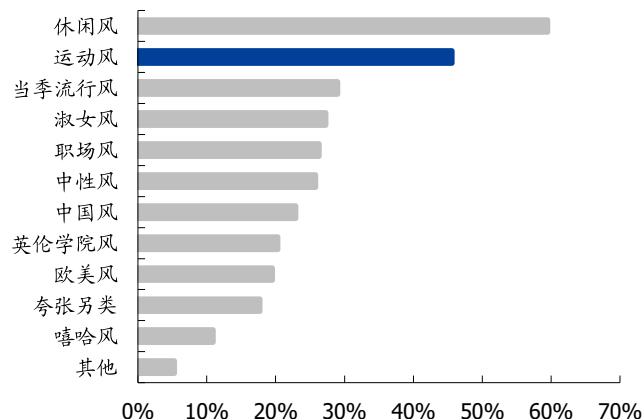
具备差异化的中高端运动休闲品牌迅速崛起，迎合升级的消费需求。近年来，随着消费者对产品品质需求的提升，部分迎合了细分需求、打造差异化定位的中高端运动、泛运动品牌迅速发展，譬如以瑜伽等室内运动为主要穿着场景的 Lululemon、以滑雪为核心品牌基因的 DESCENTE、以高端户外为定位的 ARCTERYX 在中国市场近年均有表现亮眼：据安踏集团公告及我们估算 2022 年迪桑特流水已近 30 亿人民币、门店数量超 190 家；据 Bloomberg 数据，Lululemon 中国地区门店从 FY2018 的 15 家增长至 FY2022 的 86 家。

图表 8: 2021 年中国运动鞋服用户使用场景情况 (%)



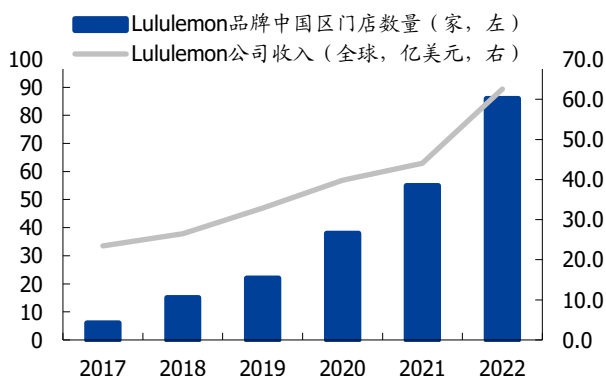
资料来源：艾媒咨询，国盛证券研究所
注：样本量：N=708；调研时间：2021 年 3 月。

图表 9: 中国服饰行业消费者偏好类型



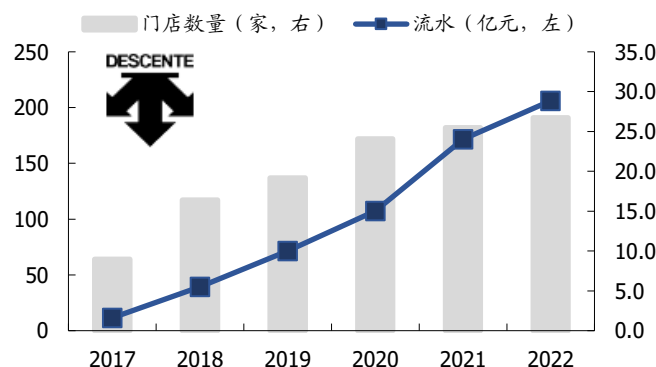
资料来源：艾媒咨询，国盛证券研究所。样本来源：草莓派数据调查与计算系统，样本量：N=1953，调研时间：2022 年。

图表 10: Lululemon 公司收入及中国区门店 (家, 亿美元)



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

图表 11: 迪桑特门店数量及流水规模 (家, 亿元)



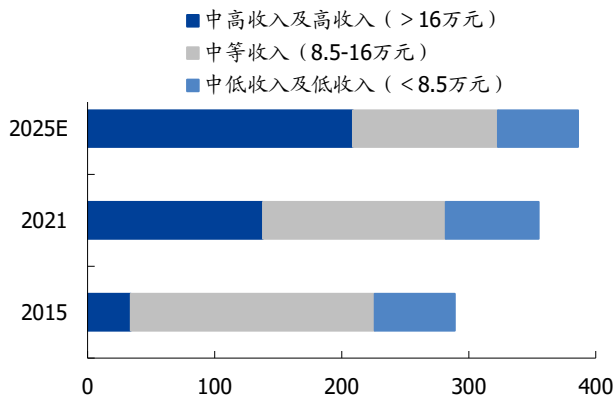
资料来源：安踏体育公司公告，国盛证券研究所估算，仅供参考

2、在此前报告《纺织服饰行业专题：服装消费，升级？降级？》中我们曾讨论过，当下我们认为低线城市消费当前整体仍处于过程升级中，下沉市场的中高端消费潜力可能是之前被市场所低估的蓝海潜力市场。

近年来低线城市中产人群迅速增加，稳定的收入水平+较低的生活成本带动居民消费意愿与购买力提升，驱动低线市场消费升级。1) 近年三四线城市中产阶级消费者数量快速增长。据麦肯锡数据，2010-2018年三四线城市中，年可支配收入达到14万至30万元人民币的家庭数量CAGR达到38%（同期一二线城市23%），这些较富裕家庭当前占到三四线城市人口的34%以上。2) 由于低线城市生活压力小、物价房价水平相对较低，身处低线城市的中高端收入群体往往消费意愿更为乐观、存在较强的购买潜力。

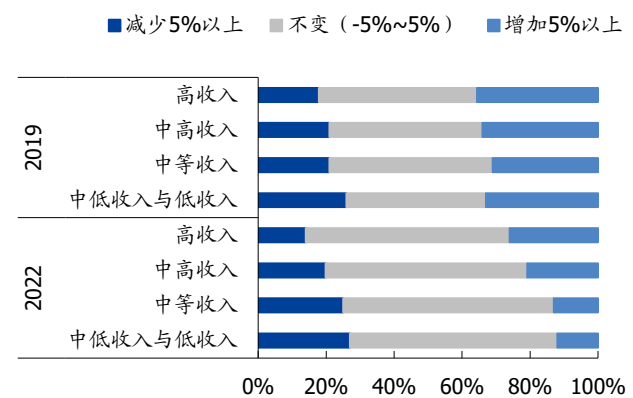
体现在服饰消费方面的表现为：品牌意识有明显提升，同时也要追求产品品质。基于提升物质生活水平的诉求，低线消费者对于产品的品质的重视程度有明显提升。另外，服装产品除了其穿着使用价值之外，具备装饰性、符号性消费的特征，而在低线城市的中高端圈层里，服饰的圈层效应和社交属性发挥的更加明显。据Accenture调研统计，有66%的下沉市场消费者倾向于在服饰鞋帽类产品中购买具备品牌附加值的产品，较食品饮料、休闲娱乐等品类更高。

图表 12: 不同收入的城镇家庭数量 (百万户)



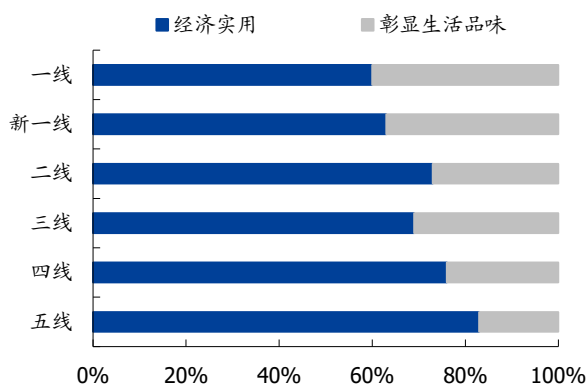
资料来源: 麦肯锡, MGI 洞见中国宏观模型, 国盛证券研究所

图表 13: 不同收入群体消费意愿 (较上一年) 变化



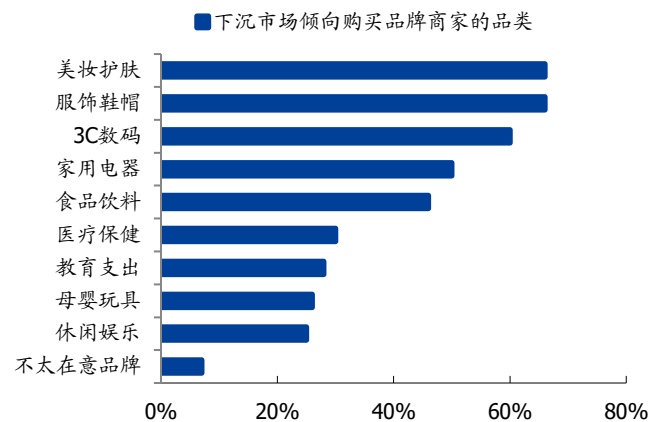
资料来源: 麦肯锡, MGI 洞见中国宏观模型, 国盛证券研究所

图表 14: 下沉市场消费者对商品属性的重视程度



资料来源: Accenture, 国盛证券研究所

图表 15: 下沉市场倾向购买品牌商家的品类



资料来源: Accenture, 国盛证券研究所

2.2 品牌：追求卓越，打造差异化中高端优质国牌

品牌的成长离不开行业外生因素的催化，但究其本质是内核精神的驱动，包括创新驱动的产品、卓越成长的渠道、匹配客群需求的精准营销等。

2.2.1 产品：创新驱动，品质领先，设计彰显稳重成熟

针对核心客群的消费诉求，公司已形成全面、高质的产品体系，为中高端客群打造多场景的服饰解决方案：1) 产品注重高品质、舒适性、功能性，早期以经典 logo 及 BG 老花等元素等设计形成品牌辨识度，后期推出国潮等创新设计等，彰显消费者稳重成熟的品质、低调有腔调的文化内涵。2) 针对核心客群的消费习惯，在做深、做实男装品类后将业务延伸至鞋类、女装等品类，为中高端群体打造一站式的服饰消费解决方案。

1、针对不同的穿着场景，打造生活商务、时尚、运动三大核心产品系列，一站式满足消费者的差异化需求。

- **生活商务系列：款式经典，注重面料品质，既能满足消费者轻商务场合穿着需求，又能保证穿着舒适度。**生活系列产品以经典款式为主，设计简约大方，同时擅于运用具备功能性的优质面料及剪裁打造舒适穿着体验、传递高品味生活理念。公司与 GORE-TEX、POLARTEC、OUTLAST 等国际知名面料供应商深度合作，推出清泉纱、抗皱易打理面料服饰系列，打造 X-STATIC 银纤维抗菌防臭科技鞋履系列。
- **时尚系列：整体设计相对更加年轻，色彩及图案兼具趣味与品位。**时尚系列针对相对偏年轻的客群（30~45 岁），款式、颜色、图案设计相对更加丰富鲜活，同时又饱含品牌自身调性。近年来公司在时尚系列下创新推出国潮联名产品（故宫宫廷文化联名专题），受到消费者喜爱。
- **运动高尔夫系列：强调专业化、年轻化，2022 年起尝试独立开店，打造品牌辨识度及专业形象。**公司以高尔夫运动服饰为品牌差异化特色，旗下运动系列产品线采用立体剪裁+高科技面料，强调年轻化、专业化。我们跟踪运动系列产品线近年来持续丰富，并于 2022 年起尝试独立开店，在强化品牌专业形象的同时深挖高端运动休闲市场消费潜力。

图表 16: 比音勒芬品牌产品核心系列（生活系列/时尚系列/高尔夫系列）

生活系列	时尚系列	高尔夫运动系列
<p>款式简约大方，注重品质，运用具备功能性的优质面料及剪裁打造舒适穿着体验，旨在传递高品味生活、儒雅慢生活理念。</p>	<p>在经典板型的基础上用之靓丽色彩、挑之趣味图案，打造低调时尚不乏味的高品质服饰，整体设计相对更加年轻。</p>	<p>针对高尔夫运动爱好者，立体剪裁+高科技面料，打造功能性与舒适性的完美结合，深挖高端运动休闲市场潜力。</p>
		

资料来源：天猫，国盛证券研究所

图表 17: 比音勒芬部分功能性面料产品系列



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

图表 18: 比音勒芬产品版型开发设计



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

2、在产品风格秉持品牌调性的同时，持续推出创新设计，从有意识的挖掘客群偏好、到主动通过产品创新引领消费需求。据公司公告，每年公司设计部门所设计的产品超过千款，截至 2021 年末公司拥有专利数量达 107 项。

- **早期打造经典 logo 及老花元素、形成品牌辨识度。**在产品设计中，公司打造并使用“Biemlfdlkk”品牌标志、BG 图案老花、经典格纹元素等，形成品牌自身辨识度与调性，匹配中高端客群审美，并占领消费者心智。
- **近年来产品结构年轻化，“国潮”联名、小领T恤产品受到消费者欢迎。**在保持品牌风格的同时，公司也在有意识的通过产品创新引领消费者需求，推出相对年轻化的产品，包括小领T恤、“国潮”联名等：1) 近年国潮元素受到消费者欢迎，公司推出故宫宫廷文化联名系列并持续迭代更新，多采用符合中年中高端人群审美的传统吉利的意象（如 2022 年夏款以瑞兽虎、鹿为主要元素，推出“天禄永昌”系列、2022 年秋款以《徐悲鸿虎图轴》为灵感推出“瑞虎佑福”系列，2023 年春款推出玉兔朝元主题），加以非遗苏绣工艺，深挖中华传统文化的内涵、致敬东方美学。2) 聚焦核心品类推出小领 T 恤，颜色靓丽多彩、款式更加年轻化，采用高针密织、不易变形褪色、快速排湿导汗的 C 型纱线，打造“T 恤小专家”品牌定位。

图表 19: 比音勒芬 × 故宫宫廷文化联名《瑞虎佑福》苏绣特别设计款



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 20: 比音勒芬产品设计元素“BG”老花(左)及格纹(右)



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

3、针对核心客群的消费习惯，拓展并丰富鞋类产品，推出类似调性的女装产品，提升销售连带率。中高端商务男性客群服饰需求稳定、品牌粘性高、消费目的性强、购买力雄厚，常与家人结伴出行消费、并习惯成套购买服装及鞋类产品。1) 针对客群消费习惯，公司推出鞋类产品并与服装成套搭配售卖，为消费者提供一站式、全面的服饰消费选择方案。例如打造 X-STATIC 银纤维抗菌防臭科技鞋履，兼具舒适性与搭配实穿性。2) 拓展女性消费人群，推出相似调性和风格的女装产品，有效实现客群的拓展。我们估计品牌销售连带率超过3，我们判断明显高于同业平均水平。

图表 21: 比音勒芬鞋类产品示例



资料来源：天猫，国盛证券研究所

图表 22: 比音勒芬女装产品线



资料来源：公司官网，天猫，国盛证券研究所

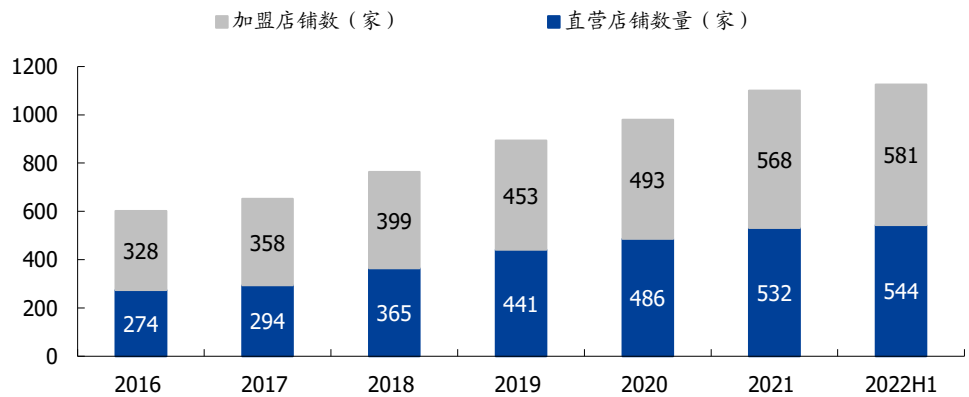
2.2.2 渠道：业态独特，拓店+店效持续驱动业务增长

目前公司已经形成具备品牌特色、全渠道覆盖的营销网络，线下门店超过 **1100** 家。公司打造直营+加盟+电商全模式覆盖的营销网络，目前门店数量仍在规模化扩张的阶段，叠加品牌与效率驱动的店效提升，共同驱动公司销售收入规模持续增长。

分拆销售模式来看：收入端直营/加盟/电商各占 70%/25%/5%。公司当前渠道销售以线下门店为主、线上为辅。据公司公告，2021年公司直营门店/加盟门店/电商销售收入分别 19.1/6.8/1.2 亿元，占比分别为 70%/25%/5%，毛利率分别为 81%/69%/51%。我们认为：得益于卓越的品牌力、较高的加价倍率、良好的折扣水平、高效的运营管理，公司核心销售渠道（包括直营及加盟门店）盈利质量明显领先同业。

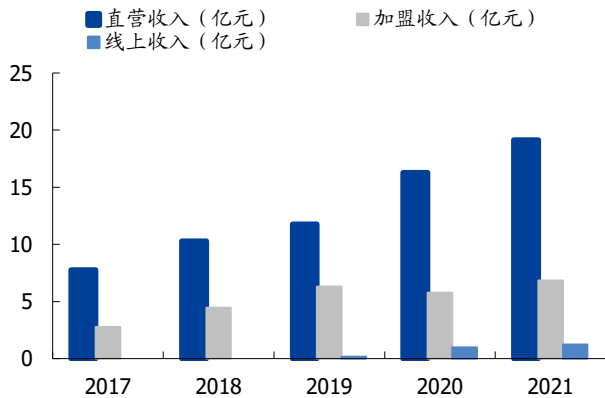
分拆量价来看：门店数量过去 CAGR 达 10%+，剩下为店效增长及渠道结构优化贡献。
 1) 店数：公司当前仍在拓店阶段，高线加密、低线下沉共同驱动业务增长。在过去的业务拓展中，公司逐渐建立起成熟、标准化、高效的拓店管理体系，中长期来看公司渠道数量仍在规模化扩张的阶段，过去 4 年内（2018~2021 年）公司平均每年净开门店 112 家（每年店数增幅在 10%~17% 不等），未来 2~3 年内仍有望保持着这一增幅。截至 2022H1 公司店数 1125 家，其中直营 544 家/加盟 581 家。2) 店效：效率优化、品牌提升有希望驱动店效稳健上行，成为中期持续驱动公司业绩 CAGR 远超行业的源动力。

图表 23: 2016-2022H1 公司直营/加盟门店数量 (家)



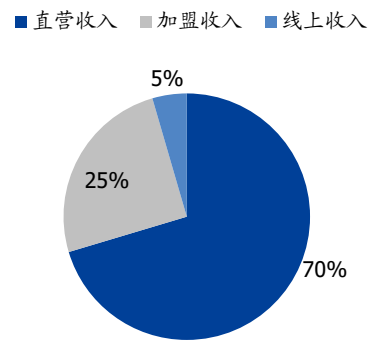
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: 2017-2021 年公司分销售模式销售收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 25: 2017-2021 年公司分销售模式收入占比 (%)



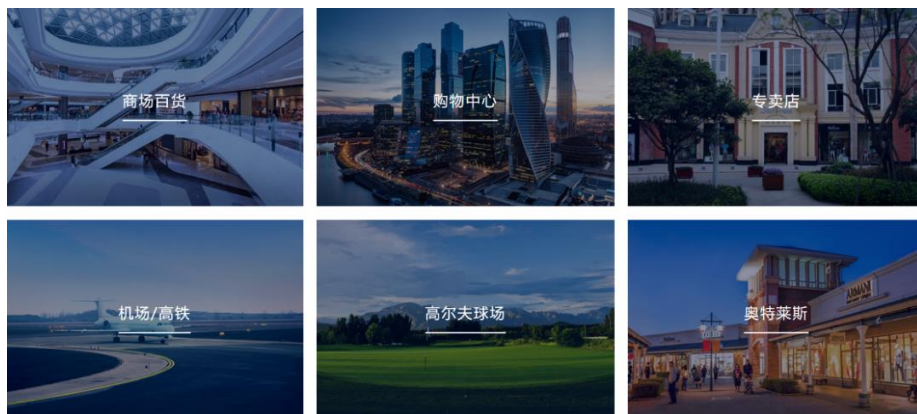
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

分拆渠道业态来看: 公司针对品牌特征及核心客群的消费习惯, 打造匹配品牌形象、且具备差异化的特色渠道布局。

- **线下门店选址以高端百货、购物中心、优质社区街边店为主。**公司线下门店广泛位于 1~4 线城市的大型百货及购物中心, 所处地周围客流消费倾向与品牌的中高端定位相符, 便于有效培养忠实稳定的品牌用户。
- **于全国大型的机场、高铁站开设门店。**公司的目标用户是中高端商务客群, 这部分人群出差较为频繁、购买决策迅速, 公司门店覆盖全国各地重要交通枢纽的高铁、机场, 在高效获客的同时能够广范围输出品牌力。
- **在大型高尔夫球场开设联营店, 强化专业形象。**在品宣方面, 对于高级球所店的布局能够强化品牌印象中的运动时尚属性。在销售方面, 能够精准捕捉有高尔夫运动需求的消费人群并引流终端, 利于进一步培养长期稳定消费。
- **以 10:1 的数量比例布局线下奥莱渠道, 协助品牌库存去化。**据公司公告, 公司奥莱门店折扣在 4~6 折, 我们判断公司奥莱渠道去化库存能力强、同时能够保证较好的盈利。根据奥莱店铺数量及行业奥莱销售情况, 我们估计公司奥莱渠道销售占比或达 20%+。

- 电商以客群维护、引流为主，打造全渠道融合的营销网络。公司线上渠道直接实现的消费占比相对较小（2021年线上销售为1.2亿，占公司当年收入比重仅5%），主要以客群维护、引流为主，通过新零售工具促进全渠道融合，发挥高粘性、高复购率的品牌优势，同时借助小红书等新兴渠道进行品牌年轻化建设。

图表 26: 公司特色化渠道网络布局



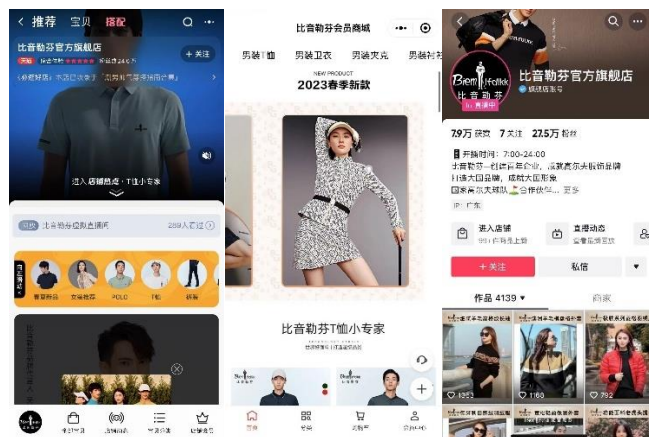
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 27: 比音勒芬品牌门店形象



资料来源: 微博, 国盛证券研究所

图表 28: 品牌天猫旗舰店 (左)、微信小程序 (中)、抖音旗舰店 (右)

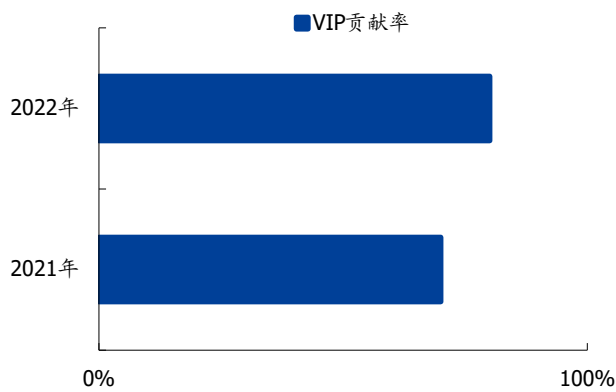


资料来源: 天猫, 抖音, 微信, 国盛证券研究所

2.2.3 营销: 多管齐下, 精准营销, 与客群建立情感链接

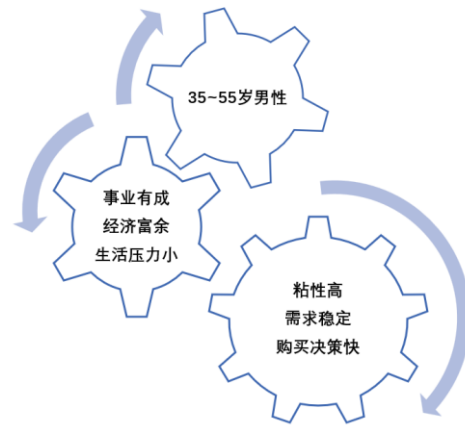
产品营销方面: 销售服务匹配客群需求, 门店一线人员终端销售能力出色、与消费者建立深层情感链接。中高端商务男性的日常着装具备较为明显的圈层效应和社交属性, 对于服饰消费品牌忠诚度高、消费目的性强、购物连带率高。营销的本质是消费者的需求管理: 1) 在产品层面, 比音勒芬为客群提供质量卓越、设计低调、舒适度高的产品, 彰显消费者成熟稳健的品质; 2) 在具体销售层面, 公司注重终端精细化的运营管理, 员工培训及考核激励体系完善, 较早以 1V1 的方式做针对性的核心会员服务, 一线销售人员能与消费者建立深度情感链接, 我们跟踪会员服务包括微信维护、服饰搭配推荐、售后产品服务等, 我们估计 2022 年公司销售中会员贡献占比约 80%。

图表 29: 公司销售收入中 VIP 贡献占比



资料来源: 国盛证券研究所测算, 仅供参考

图表 30: 比音勒芬核心消费人群画像



资料来源: 国盛证券研究所绘制

品牌营销方面: 针对核心用户群体精准曝光, 营销动作深度契合品牌定位。作为以高尔夫为品牌基因、以中高端商务客群为核心目标用户的品牌, 公司并没有采用传统服饰品牌偏好的流量明星代言的思路, 而是针对品牌形象及核心客群进行精准营销, 具体包括赞助高尔夫相关赛事、合作国家高尔夫队、在机场及高铁站投放广告、登陆权威媒体等。

- **合作国家高尔夫球队近 10 年, 深度刻画品牌高尔夫文化基因。**自 2013 年起公司成为中国国家高尔夫球队合作伙伴、并于 2020 年 9 月与其续约合作 8 年。期间公司赞助高尔夫国家队征战 2021 东京奥运会、并相约 2024 巴黎奥运会, 通过专业运动员的影响力、打造品牌作为高尔夫服饰的专业形象和辨识度。
- **借助权威媒体提升品牌公信力, 营造优质国牌形象。**公司积极接洽高质量、影响广泛深远的影视宣传资源, 包括携手 CCTV《大国品牌》栏目组讲述品牌故事, 借助权威媒体背书, 有效提升品牌公信力、夯实优质国牌形象。
- **线下在机场、高铁站、高尔夫门店设立销售网点并投放广告, 精准触达中高端商务消费群体的视线。**为针对商务消费群体进行有效曝光, 2021 年公司与永达传媒正式达成高铁传播战略合作, 通过全国高铁大屏加速提升品牌传播力, 投放广告覆盖 60 个城市、国内 80% 高铁站点。
- **签约匹配品牌形象的高质量代言人, 并与各类杂志、明星街拍新媒体、影视剧资源合作, 保持一定的品牌曝光度。**2018 年公司签约杨烁作为比音勒芬品牌代言人, 2023 年签约吴尊为品牌代言人, 签约对象的大众形象均与品牌理念高度契合。与此同时, 公司参与了《三十而已》、《了不起的儿科医生》等多部影视剧植入, 持续保持品牌力的露出。

图表 31: 比音勒芬是中国国家高尔夫球队合作伙伴



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 32: 比音勒芬登录央视权威媒体



资料来源: 微博, 国盛证券研究所

图表 33: 比音勒芬举办首场国礼苏绣主题沙龙



资料来源: 品牌官方微信公众号, 国盛证券研究所

图表 34: 比音勒芬于核心交通枢纽高铁站投放广告



资料来源: 微博, 国盛证券研究所

3. 公司长期成长的未来在哪里？

3.1 主品牌渠道外延+内生提效，预计中长期零售规模或超百亿

中期来看，主品牌渠道的快速成长为公司的规模可持续扩张奠定下基础。在服饰行业大部分成熟品牌已经进入渠道饱和、修炼内功的时候，比音勒芬作为后起之秀、目前仍在渠道规模化扩张的阶段：我们跟踪目前公司门店超过 **1100** 家，过去公司每年门店数量 **CAGR 达 10%+**，未来 **2~3** 年内仍有望保持着较快增幅，同时效率优化、品牌提升有望驱动店效稳健上行，成为中期持续驱动公司业绩 **CAGR 远超行业** 的直接动力。

1、品牌成长的未来在哪里？我们首先对公司渠道扩张的空间进行讨论，当下公司门店数量 **1100** 家左右，我们认为未来有望达到 **1800~2200** 家。

比音勒芬主品牌：分线级城市来看：品牌针对中高端消费人群，覆盖市场范围相对竞品品牌更广。比音勒芬品牌所针对的核心客群是 2~4 线的 35~55 岁商务男性，定价处于中高端档位。目前公司线下门店（超过 1100 家）广泛分布于全国 1~4 线城市，相较于同类型品牌而言纵向覆盖范围更广（以 lacoste、Ralph Lauren 为代表的国际休闲品牌及以 FILA、Lululemon 为代表的中高端运动品牌仅覆盖 1~2 线高线市场）。

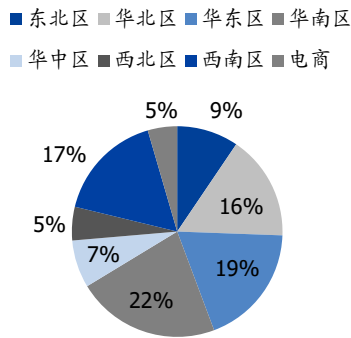
未来高线加密、低线下沉将共同驱动渠道规模增长。我们综合考虑当前品牌门店分布情况、目前我国各线级城市数量，对公司未来开店空间进行简单测算：1~5 线城市数量（其中包括新一线城市）分别 4/15/30/70/90/128 个，我们分别假设 1~5 线城市容纳比音勒芬品牌门店的合理数量在 30~40 家/20~30 家/10~20 家/5~7 家/3~5 家/1~3 家，综合测算未来比音勒芬品牌在全国市场的合理门店数量约 1800~2200 家，当前门店数量仍有 50%~80% 的增长空间。

图表 35：比音勒芬主品牌开店空间测算

	城市数量（个）	每个城市计划门店数量（家）	每线级市场计划门店数量（家）
一线城市	4	30~40 家	120~160 家
新一线城市	15	20~30 家	350~400 家
二线城市	30	10~20 家	400~500 家
三线城市	70	5~7 家	400~450 家
四线城市	90	3~5 家	350~400 家
五线城市	128	1~3 家	200~300 家
全国门店数量空间测算合计（家）			1800~2200 家

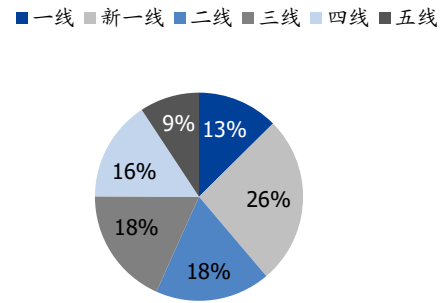
资料来源：国盛证券研究所测算，仅供参考

图表 36: 2021 年公司分地区销售收入占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

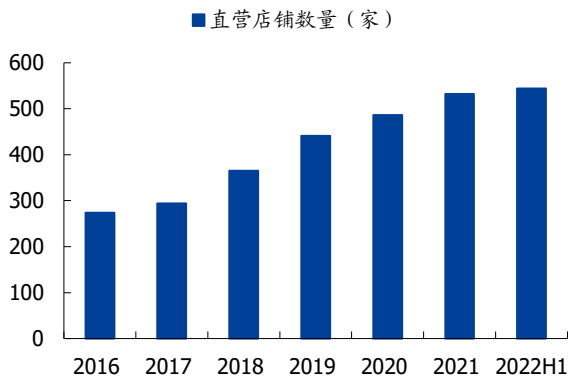
图表 37: 2023 年初比音勒芬品牌分线城市门店数量占比 (%)



资料来源: 百度地图, 国盛证券研究所统计, 仅供参考

高线直营: 2022H1 末直营门店 544 家, 我们估计扣除奥莱店后在 400~450 家左右, 未来仍有加密空间。公司在高线城市以直营门店为主, 强调品牌形象与调性, 并对全国范围内的消费市场产生品牌力辐射作用。

图表 38: 比音勒芬直营店铺数量 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 2017-2021 年公司直营收入及 YOY、直营毛利率 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

低线加盟: 2022H1 末加盟门店 581 家, 未来有望全面渗透国内各地区 3~4 线市场。公司在低线市场以加盟模式为主, 借助各地加盟商的资源量快速进行全国范围内的渠道渗透, 截至 2022H1 末公司加盟门店 581 家, 下沉存在较大空间。分区域来看, 我们判断公司在华南地区发展相对较为成熟, 而华中、西北等地区仍存在下沉覆盖的空间。

- **公司目前已形成较为成熟的加盟商管理体系: 加盟商合作关系稳定、盈利水平较好、开店意愿旺盛。**1) 我们跟踪公司与大部分加盟商合作时间较久、关系稳定性较强, 而加盟商门店盈利能力稳定、开店意愿旺盛。据公司 2021 年年报, 公司向 5 大加盟商年销售金额均超千万元, 前 5 大加盟商合计占公司加盟渠道收入的 15%。2) 公司对加盟商考核严格、扁平化管理、把控力强。对于计划新拓的加盟门店, 公司对加盟商资质、选址及周边消费环境等考察较为严格, 同时门店装修设计亦均由公司统一把控, 以形成高质量、标准化、匹配公司品牌调性的渠道形象。3) 我们跟踪公司目前已打通大部分的加盟商库存及会员数据系统, 能够做到高频捕捉加盟商终端数据以反馈后台管理。

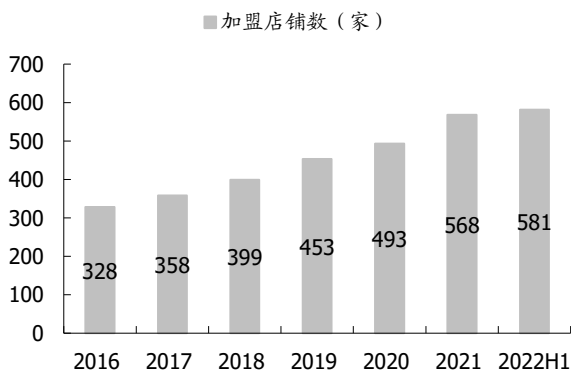
- **提供换货、培训等支持，提升加盟商终端零售能力，优化顾客消费体验。** 1) 公司定期派出人员对加盟门店的货品配置与陈列、人员销售服务等进行相关培训。例如在订货会上针对新款产品的文化背景、表达内涵等对店长、加盟商提供培训，提升加盟门店经营管理水平及零售能力。2) 我们估计公司给予加盟商 20%~30% 的换货率，有效降低加盟商存货风险并鼓励其把握产品销售机会。

图表 40: 2021 年公司向前五大加盟商销售收入及合作情况

加盟商名称	开始合作时间	销售总额 (万元)	占公司加盟销售比例	层级
加盟商 1	2006 年 9 月 1 日	2,928	4%	一级
加盟商 2	2007 年 12 月 1 日	2,340	3%	一级
加盟商 3	2019 年 2 月 1 日	1,785	3%	一级
加盟商 4	2011 年 10 月 1 日	1,689	2%	一级
加盟商 5	2013 年 12 月 1 日	1,307	2%	一级
前 5 大加盟商合计	-	10,048	15%	-

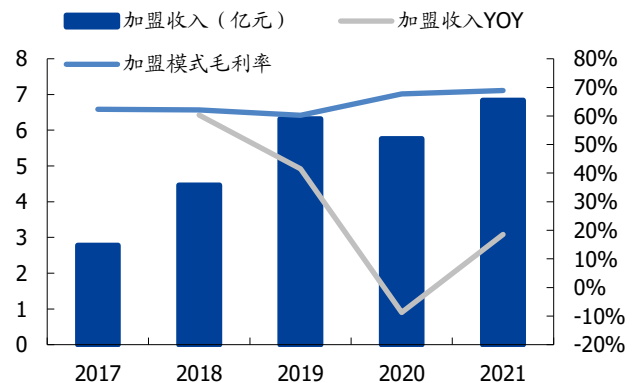
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: 2016-2022H1 加盟店铺数量 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

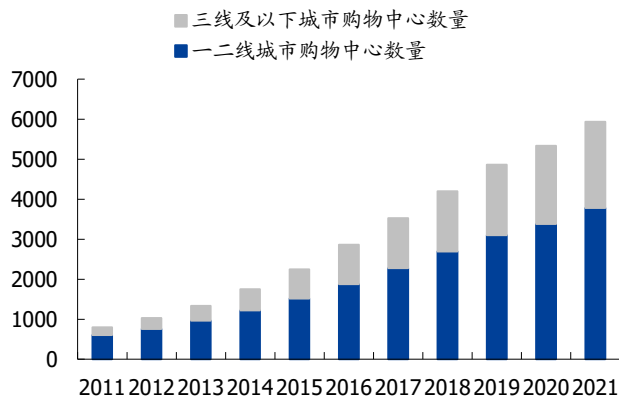
图表 42: 2017-2021 年公司加盟收入及 YOY、加盟毛利率 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

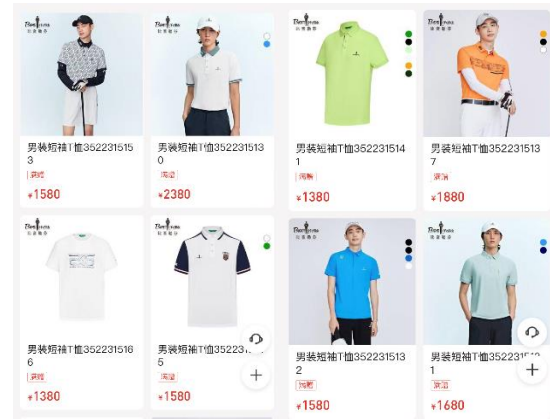
运动高尔夫系列独立开店，有望上拓渠道规模天花板。 为强化高端运动的品牌形象、深挖运动时尚风潮潜力，公司自 2022 年起尝试高尔夫系列产品独立开店，有望进一步上拓公司渠道扩张空间。在产品方面，我们跟踪公司运动高尔夫系列在新韩国设计师的主导下时尚度有明显提升，目前高尔夫系列又细分为时尚高尔夫和专业高尔夫两大系列、SKU 数量持续丰富，旨在深挖高端人群时尚运动消费需求。

图表 43: 2011-2021 年全国购物中心数量 (家)



资料来源: 赢商大数据, Wind, 国盛证券研究所

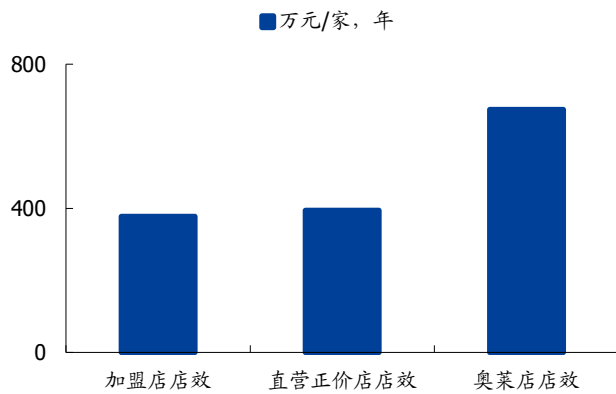
图表 44: 比音勒芬运动高尔夫系列 SKU 持续丰富



资料来源: 微信, 国盛证券研究所

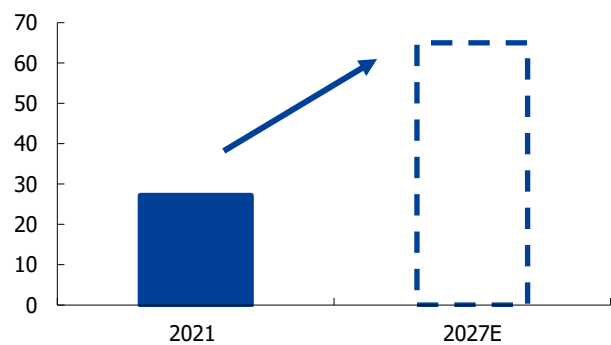
2、店效方面: 我们估计公司当前直营正价门店平均店效约 **400 万/家**, 较同业而言仍有明显提升空间, 未来随着门店面积增加以及连带率的上升, 我们预计公司中长期店效有望到 **600 万/家左右**。1) 根据公司直营、加盟渠道收入及渠道数量, 我们基于加价倍率、拿货折扣、终端折扣等假设对公司门店店效进行分拆测算, 我们综合估算公司 2021 年直营正价店店效约 400 万/直营奥莱店店效 600 万+/加盟店店效约 350~400 万。2) 与同业对比来看, 我们估计中高端运动品牌 FILA 门店店效约 1000 万、终端销售能力较强的中高端女装品牌 Ellassay (在经营正常环境下) 店效为 600~700 万, 相比之下公司中长期店效有较大的提升空间, 随着品牌力提升、运营效率的优化, 我们认为中长期来看公司直营正价店及加盟店店效或有望达 **550~600 万**。

图表 45: 比音勒芬直营正价店/奥莱店/加盟店店效 (万/家)



资料来源: 国盛证券研究所测算, 仅供参考

图表 46: 2027E 公司营业收入规模估计 (亿元)



资料来源: 国盛证券研究所绘制, 仅供参考

综上, 从主品牌层面来看, 考虑渠道数量+店效成长空间预测, 我们估算中长期主品牌比音勒芬零售规模有望过百亿。考虑单一品牌 (主品牌比音勒芬) 层面, 从前文的渠道规模及店效预测来看: 若假设中长期 (2027 年) 公司门店数量达到 1800 家左右、平均店效达 600 万左右, 则我们估计品牌流水规模有望达超百亿。

3.2 多品牌新征程初启，新收购两大国际奢侈品牌、持续孵化威尼斯

从品牌集团层面来看：多品牌矩阵雏形初步建立，为公司长期发展打开想象空间。公司在以主品牌比音勒芬深耕中高端男性商务客群需求的同时，副品牌威尼斯定位于出行度假服饰、目前仍在孵化中，2023年4月4日公司公告收购两大国际奢侈品牌CERRUTI 1881”和“KENT&CURWEN”的全球商标所有权，这标志着公司国际化多品牌集团的雏形初步确立。

我们判断高端奢侈品牌集团的发展战略有望为公司长期规模增长带来动力储备。我们认为多品牌运营的核心价值和必要性在于：1) 中高端品牌往往服务于中高端收入客群，客群稳定，在这种情况下，多品牌外延扩张是持续扩大业务体量的有效方式。2) 核心客群的消费诉求是中高端品牌安身立命之本，而多品类、多品牌运营的模式能够有效为客群提供一站式的购物体验、打造匹配品牌理念的综合生活方式。3) 通过外延收购优质全球奢侈品牌，我们认为公司高端化及国际化布局进一步完善、影响力及知名度有望持续提升。

公司发布公告，收购两大国际奢侈品牌全球商标权，高端化、国际化征程进一步向前推进。据2023年4月4日公司公告，公司旗下子公司厚德载物近日向凯瑞特/盈丰泽润分别投资5700/3800万欧元（通过凯瑞特以5700万欧元收购“Cerruti 新加坡”和“Cerruti 法国”，通过盈丰泽润以3800万欧元收购“K&C 新加坡”），从而间接收购国际奢侈品牌“CERRUTI 1881”和“KENT&CURWEN”的全球商标所有权，目前相关股权收购协议已经签署，相关交割手续在办理中。

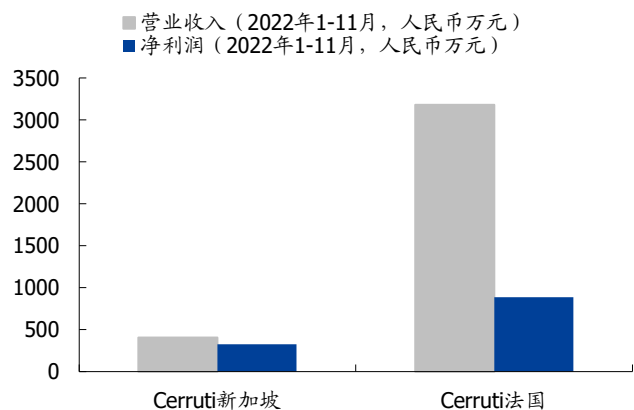
- **CERRUTI 1881 是起源于意大利的全球奢侈品品牌，目前中国地区门店数量 46 家。**1) CERRUTI 1881 最早起源于意大利，目前已有 142 年历史。品牌建立之初首推高端成衣系列，后续逐步覆盖成衣、香水、皮具、珠宝配饰等多个品类。2) 产品价格定位高档，据天猫旗舰店数据，短袖 Polo 衫单价多为 1990~2190 元/件、单西单价多为 2277~9990 元/件、西服套装多为 11990-15990 元/套，注重面料质量和精致细节，设计方面舒适、自在与现代风格并列，以满足男士对优雅和型格的要求。3) 据公司公告，目前 CERRUTI 新加坡、CERRUTI 法国（系公司所收购的标的公司，持有“CERRUTI 1881”品牌全球商标所有权，商标共计 1000 余件）2022 年 1~11 月营业收入分别 466 万港元/424 万欧元（分别约人民币 410/3180 万元），同期净利润分别 372 万港元/118 万欧元（分别约人民币 330/890 万元）。据品牌官网，目前 CERRUTI 1881 品牌在中国地区（中国大陆+港澳台）门店数量合计为 46 家。

图表 47: CERRUTI 1881 品牌标志

CERRUTI 1881

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 48: CERRUTI 新加坡、CERRUTI 法国 2022 年 1-11 月营业收入、净利润（人民币万元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

注：数值系根据 2023 年 4 月 6 日中间价汇率测算，仅供参考

图表 49: CERRUTI 1881 官网形象



资料来源: 品牌官网, 国盛证券研究所

图表 50: CERRUTI 1881 品牌产品



资料来源: 利邦集团官网, 国盛证券研究所

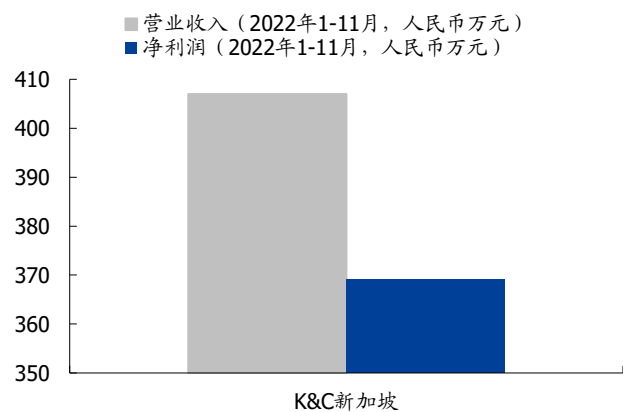
- **KENT&CURWEN** 是起源于英国的运动时尚品牌，以三狮、玫瑰、徽章图案作为产品设计常用元素及标志，目前中国地区门店达 **53** 家。1) KENT&CURWEN 于 1926 年在伦敦创立，目前已有近百年历史，以强调品质著称，赢得英国多项绅士运动服装的指定制造。2) K&P 品牌定位于高端运动时尚潮牌，以具备品牌标志性的三狮、玫瑰、徽章图案深入人心，设计充满复古调性、同时具备运动色彩。据天猫旗舰店数据，卫衣单价多在 1000~2590 元/件，polo 衫单价多在 980~2190 元/件，单西单价多在 3500~7190 元/件。3) 据公司公告，目前 K&C 新加坡（系公司所收购的标的公司，持有 KENT&CURWEN 品牌全球商标所有权，商标共计 300 余件）2022 年 1~11 月营业收入/净利润分别 79 万新加坡元/71 万新加坡元（分别约人民币 410/370 万元）。据品牌官网，目前 K&C 品牌在中国地区（中国大陆+港澳台）门店数量合计为 53 家。

图表 51: KENT&CURWEN 商标标志



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 52: K&C 新加坡 2022 年 1-11 月营业收入、净利润（人民币万元）

资料来源: Wind, 国盛证券研究所
注: 数值系根据 2023 年 4 月 6 日中间价汇率测算, 仅供参考

图表 53: KENT&CURWEN 店内陈列



资料来源: 品牌官方微信公众号, 国盛证券研究所

图表 54: KENT&CURWEN 品牌产品及标志性三狮、玫瑰、徽章图案

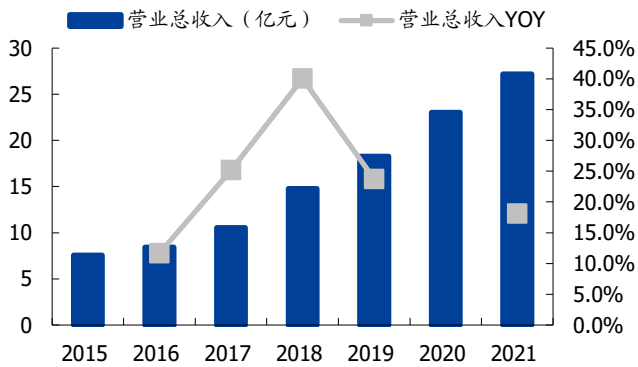


资料来源: 微信, 国盛证券研究所

4. 财务分析与盈利预测

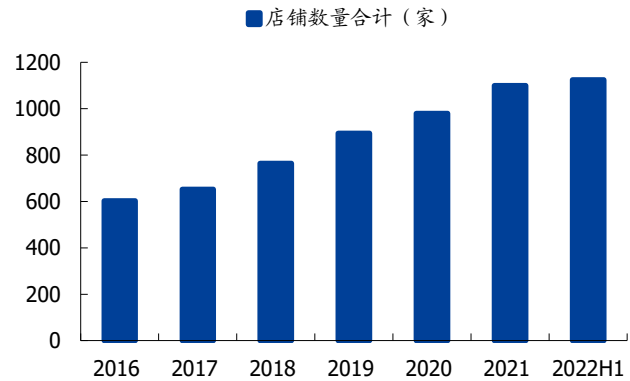
收入：2021年公司收入27.2亿元，过去4年收入CAGR为27%。公司过去几年内收入保持快速增长（不包含2020年，2020年存在会计政策变动及消费环境波动），主要系店数扩张+店效上行共同驱动：1）过去4年内（2017年末~2021年末）公司平均每年净开门店112家，每年店数增幅在10%~17%不等。2）叠加效率优化、品牌提升带来的店效上行，共同驱动公司收入快速增长。

图表 55: 2015-2021 年公司营业总收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 56: 2016-2022H1 公司店铺数量合计 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

中长期来看，公司仍在渠道规模化扩张驱动收入快速增长的阶段。我们估计未来3年公司每年店数有望保持10%+增幅，叠加品牌力提升、效率优化带来的店效提升，我们综合估计公司**2022-2024年**营业务收入分别为**30.1/36.9/45.1**亿元，同比分别增长**11%/22%/23%**。

➤ **分渠道来看：**我们预计2022-2024年直营收入分别为20.7/25.1/30.3亿元，同比分别增长8.0%/21.2%/21.0%；加盟收入预计分别为7.9/9.7/12.1亿元，同比分别增长15.2%/23.6%/24.7%；线上收入预计分别为1.6/2.1/2.7亿元，在低基数下有望保持较快的复合增速。

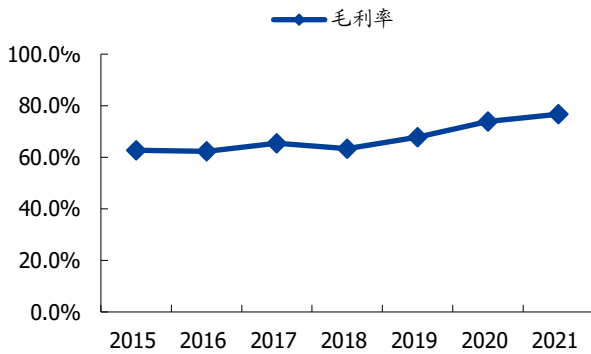
图表 57: 2020~2024 年公司营业总收入分渠道拆分预测 (亿元, %)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (亿元)	23.0	27.2	30.1	36.9	45.1
YOY	-	18.1%	10.8%	22.3%	22.5%
直营收入 (亿元)	16.3	19.1	20.7	25.1	30.3
直营收入 YOY	-	17.5%	8.0%	21.2%	21.0%
加盟收入 (亿元)	5.8	6.8	7.9	9.7	12.1
加盟收入 YOY	-8.7%	18.6%	15.2%	23.6%	24.7%
线上收入 (亿元)	1.0	1.2	1.6	2.1	2.7
线上收入 YOY	508.0%	24.8%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

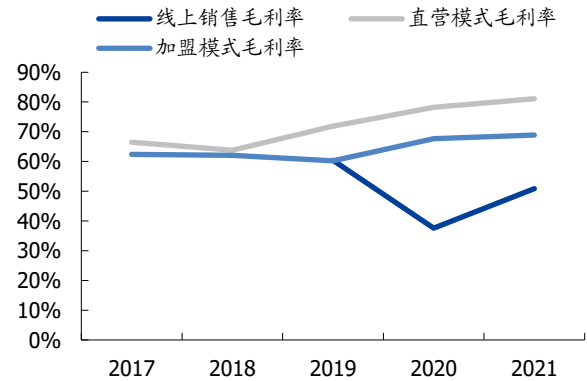
毛利率：公司过去几年毛利率逐步上升，从**2018年63.3%**稳步提升至**2021年76.7%**。主要原因系：1) 公司品牌力持续提升，终端折扣把控严格，存货管理谨慎，同时规模效应在成本方面有所体现，驱动毛利率稳步上升。2) 分销售模式来看，直营渠道毛利率上升较快。展望未来，我们判断**2022年毛利率因环境因素略有下降**，后续有望恢复**稳中有升**的趋势，我们预计**2022-2024年毛利率分别为75.8%/77.0%/77.3%**。

图表 58: 2015-2021 年公司毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

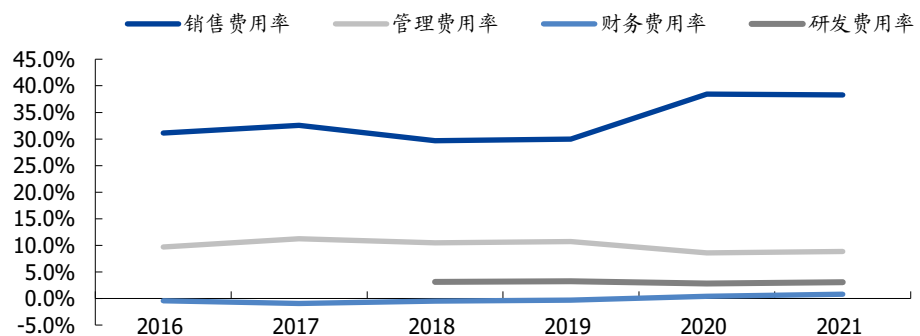
图表 59: 2017-2021 年公司分销售模式毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

费用率：**2023年**及以后公司费用率有望在**平稳中有优化**。1) 公司销售费用率自**2020年**起有提升，我们判断**2023年**及以后在效率提升、终端销售转好的背景下销售费用率有望略有下降，综合预计**2022-2024年**公司销售费用率分别为**38.3%/37.8%/37.1%**。2) 管理费用率过去平稳略降，我们判断**2022年**在终端波动之下管理费用率或略有提升、后续有望恢复正常，预计**2022-2024年**管理费用率分别为**6.0%/5.6%/5.5%**。3) 公司加强研发投入，我们判断未来研发费用有望随着业务规模增长而有增加、估计研发费用率保持平稳在**3.1%**左右。

图表 60: 2016-2021 年公司销售/管理/财务/研发费用率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

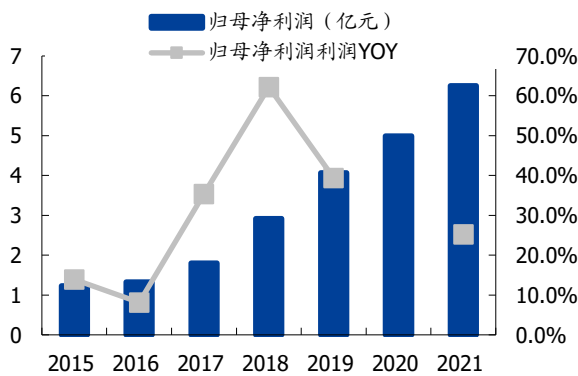
图表 61: 2020~2024 年公司盈利质量拆分预测 (亿元, %)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	73.9%	76.7%	75.8%	77.0%	77.3%
销售费用率	38.4%	38.3%	38.3%	37.8%	37.1%
管理费用率	5.8%	5.7%	6.0%	5.6%	5.5%
研发费用率	2.8%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
净利率	21.7%	23.0%	23.9%	25.5%	26.0%
净利润 (亿元)	5.0	6.2	7.2	9.4	11.7
YOY	22.7%	25.2%	15.2%	30.5%	25.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

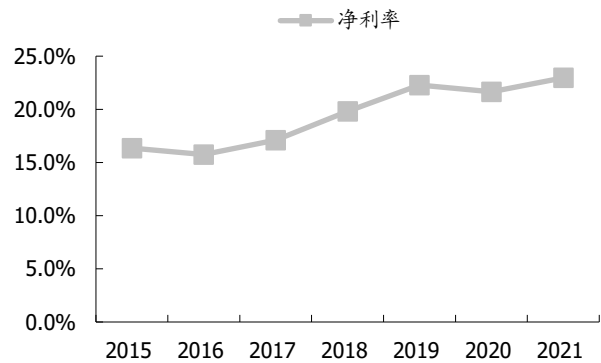
归母净利润: 我们预计公司 **2022-2024 年归母净利润分别为 7.20/9.39/11.74 亿元**, 同比分别增长 **15.2%/30.5%/25.1%**。综前文所述, 考虑收入增速、毛利率、费用率假设, 我们综合预计 2022-2024 年公司净利率分别 23.9%/25.5%/26.0%, 有望呈现平稳上升态势, 对应同期归母净利润预测分别为 7.20/9.39/11.74 亿元, 同比分别增长 15.2%/30.5%/25.1%。

图表 62: 2015-2021 年公司归母净利润及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 63: 2015-2021 年公司净利率 (%)

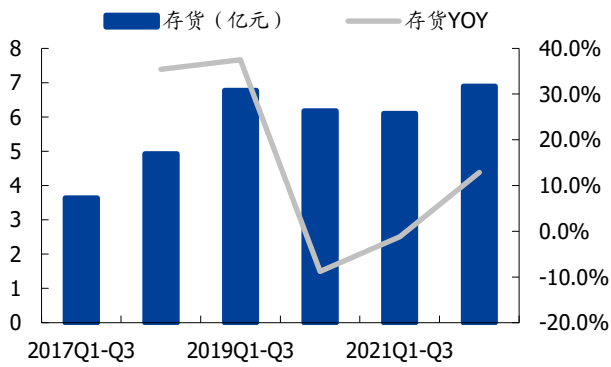


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

存货: 2022Q3 末公司存货约 6.9 亿元, 占资产总额的 13%, 我们判断占比相对同业较高; 2022Q1~Q3 存货周转天数为 325 天, 近年来已有环比改善。我们判断公司目前库存周转情况属于可控、相对健康的状态。具体观点分析如下:

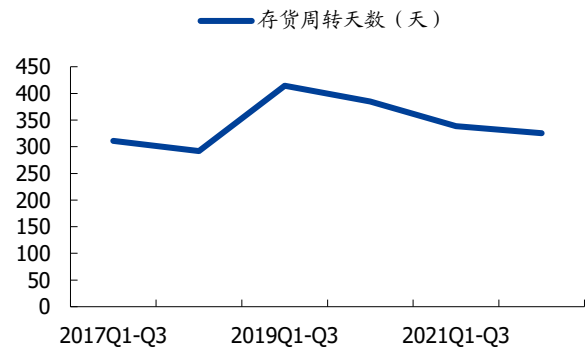
- **品牌产品适销期长, 我们判断存货风险相对可控。**中高端男装设计迭代相对较慢, 对时尚流行并不敏感, 公司产品适销期较长。据过往经验, 公司 2 年内库存产品基本处于适销期, 而公司大部分库存库龄在 2 年内 (2021 年末公司服饰存货中, 库龄在 2 年内的占比为 83%)。
- **我们判断库存商品在消化时仍能保持较好的盈利水平。**我们判断公司加价倍率较高, 因此库存商品通过奥莱门店、线上唯品会渠道消化时仍能保持较好的盈利水平。据公司公告, 公司奥莱门店折扣一般为 4~6 折。
- **公司货品周转与其品牌管理及仓储模式相匹配, 存货跌价计提谨慎。**公司库存商品期后的消化情况符合其经营特点。近年来存货周转已逐步出现改善, 2022 年前三季度存货周转天数同比-13.5 天至 325.2 天 (2019~2021 年同期分别为 414/385/339 天)。

图表 64: 2017-2022Q3 末公司存货金额及 YOY (亿元, %)



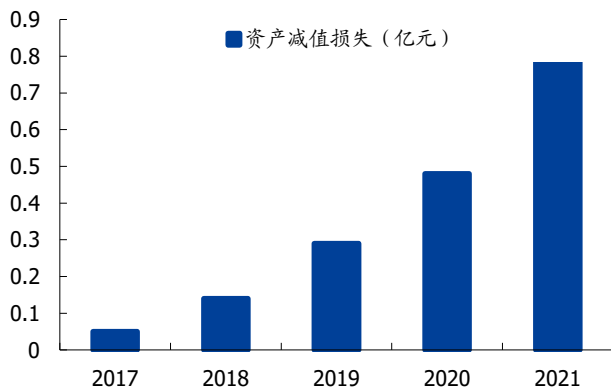
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 65: 2017-2022Q1~Q3 公司存货周转天数 (天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

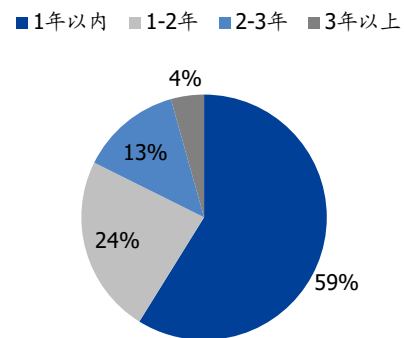
图表 66: 2017-2021 年公司资产减值损失 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 为作图清晰, 公司资产减值损失以“+”号列示。

图表 67: 2021 年末存货库龄结构 (%)

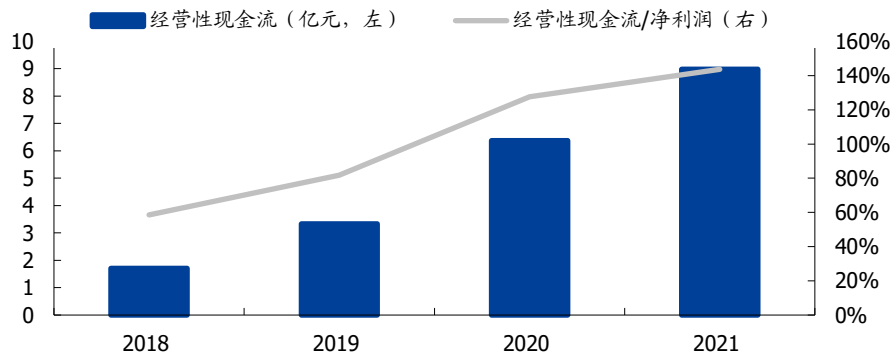


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

现金流管理良好, 资金充沛: 公司经营性现金流管理良好, 2022Q1~Q3 公司经营性现金流量净额 7.9 亿元 (约为同期归母净利润的 1.4 倍), 账上现金储备充足, 为稳健运营、业务拓展奠定基础。

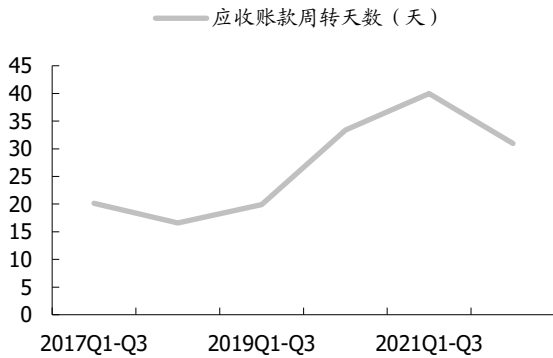
近年应收账款周转保持较快水平: 2022Q1-Q3 公司应收周转天数为 31 天, 我们判断应收账款周转较同业更快, 原因主要系: 1) 公司对加盟商采取先付款后发货模式, 加盟渠道产生的应收账款较少。2) 联营模式下, 公司多与大型的百货商场等合作, 后者资金相对充沛, 回款相对较快。我们判断 2020 年波动主要系因会计政策调整 (对于联营渠道的收入核算模式有改变) 报表端应收账款有所增加。

图表 68: 2018-2021 年公司经营性现金流 (亿元)



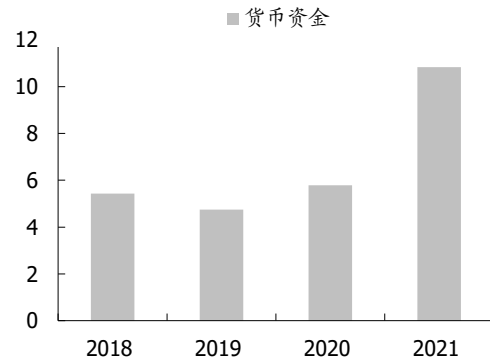
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 69: 2017-2022Q1~Q3 公司应收账款周转天数 (天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 70: 2018-2021 年公司应收账款货币资金 (亿元)



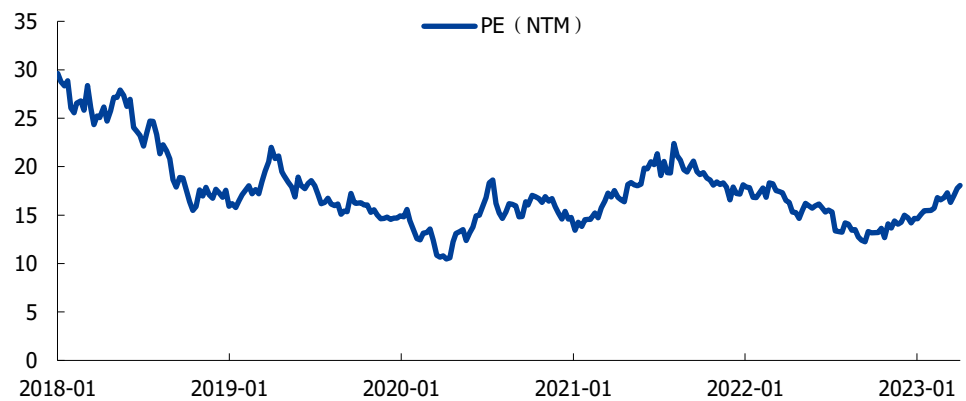
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5. 估值与投资建议

公司仍在成长阶段、基本面表现强劲，当前估值具备上升空间。过去公司近三年历史 PE (NTM, Wind 一致预期, 下同) 中枢为 17.5 倍，当前 (2023/04/04) PE (NTM) 为 18.1 倍，我们认为当前估值仍处于历史中枢水平左右，后续有望继续抬升：1) 从行业层面来看，服装品牌商 2023 年业绩反弹确定性高，板块估值有望继续抬升。2) 从公司层面来看，短期公司基本面表现强劲、流水高速增长超预期，中长期品牌力及产品力持续增强、业务布局进一步完善，我们认为公司估值水平有继续向上的空间。

投资建议：公司卡位运动时尚优质细分赛道，品牌基因独特、客群忠诚度高，过去运营稳健，往后看中长期成长性强。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.20/9.39/11.74 亿元，同比分别增长 15.2%/30.5%/25.1%，当前价对应 2023 年 PE 为 20 倍，维持“买入”评级。

图表 71: 2018 年至今公司 PE (NTM)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

6. 风险提示

消费环境波动风险。消费大环境的波动有可能会给公司终端销售情况带来一定不确定性。

渠道扩张不及预期。过去公司渠道规模持续扩张、叠加店效稳步提升，共同驱动业务规模扩张，若未来公司渠道扩张不及预期，可能会给公司报表表现带来影响。

威尼斯品牌孵化不达预期；收购品牌效果不达预期。度假旅游品牌威尼斯当前正处于品牌培育孵化期，且近期公司收购了两个国际奢侈品牌的商标权，倘若新品牌发展不及预期，或给公司业务带来一定经营风险。

运动休闲消费场景景气度回落。公司是运动休闲市场细分领域龙头，若所处优质赛道高景气度回落，或影响公司终端业务扩张速度。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com