

比音勒芬 (002832.SZ)

产品升级，快速成长

短期：流水表现强劲，全年预计稳健增长。 1) 近期流水强劲：据我们跟踪，6-7月随着疫情趋稳，公司终端流水高速增长。2) 2022Q2 疫情下表现优于行业平均水平：4-5月疫情下机场、高铁门店有所影响，但是公司私域流量维护有效、客群粘性高，加之6月恢复迅速，我们判断公司运营稳健，持续领跑行业。3) 订货会进行中：按过往经验，公司提前半年订货，2023年春夏订货会进行中，我们认为新品推出及近期终端的优异表现有望推动加盟商信心。4) 全年业绩有望快速增长：渠道外延×店效优化贡献，我们预计2022年公司业绩有望实现接近30%增长。

中期：渠道快速成长，运营提效。 公司当前渠道仍在快速成长拓宽阶段，注重打造消费者高粘性的全渠道流量运营：1) 线下：公司布局高端百货、机场高铁、高尔夫球场等多样特色渠道，店数扩张，店效提升。①店数：以加盟模式拓展三四线城市中高端消费市场，我们预计2022年开店有望加速、全年有望净开180家左右（截至2021年末公司门店1100家，直营532家/加盟568家）。其中奥莱店（我们估算占整体渠道数量10%左右）消化能力好、利润空间充足（奥莱折扣在4-6折），我们判断在有效创造利润的同时对品牌调性影响小。②店效：注重运营提效，销售培训及考核激励体系完善，叠加品牌力提升、产品推新驱动终端，我们判断店效有望持续提升。2) 线上：积极探索新零售、将VIP引流线上，2021年内VIP人数突破70万。

长期：定位差异化，品牌高端化，牢抓消费者核心诉求。 比音勒芬卡位细分高尔夫休闲赛道，精准把握高粘性、低价格敏感度的中高端商务群体需求，围绕着“生活高尔夫”这一差异化特色，从产品和营销等层面建立独特优势。

➢ **产品战略升级，高尔夫运动系列单独开店：**①聚焦核心品类，深挖“T恤小专家”品牌定位，打造爆品“小领T”。②高尔夫系列2022年进行独立开店（我们预计全年尝试性开设数十家），深化专业高端运动品牌形象。③商务生活系列品质迭代，推出功能性面料产品如Anti Bacterial 抗菌纤维、X-STATIC 银纤维等系列匹配高端消费需求；④时尚系列故宫宫廷文化IP系列、苏绣非遗传承人合作系列推出并进行迭代，打造高端国潮，为品牌年轻化赋能。

➢ **营销资源优越，契合品牌定位：**赛事传播、事件推广、明星代言多管齐下。包括：①在线下机场、高尔夫门店覆盖高端消费群体的同时，线上借助微信、小红书等新兴渠道增加曝光。②赞助国家队征战2021东京奥运会、并相约2024巴黎奥运会，打造品牌专业形象和辨识度；③通过权威媒体包括CCTV-1、高铁广告营销传播，建立品牌公信力；

投资建议。 公司具备差异化品牌优势，在确定性高、增速可观的业绩预期下，我们认为当下估值具备强吸引力：我们预计2022~2024年公司归母净利润8.0/10.0/12.6亿元，当前市值123亿元，对应2022年PE为15倍；目标市值194亿，对应2022年PE为24倍，维持“买入”评级。

风险提示： 疫情持续超预期；宏观经济疲软；威尼斯品牌孵化不达预期；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	3,434	4,303	5,359
增长率 yoy (%)	26.2	18.1	26.3	25.3	24.6
归母净利润(百万元)	499	625	803	1,003	1,259
增长率 yoy (%)	22.7	25.2	28.6	24.8	25.6
EPS 最新摊薄(元/股)	0.87	1.09	1.41	1.76	2.21
净资产收益率(%)	20.6	19.2	20.7	21.3	21.7
P/E(倍)	24.6	19.6	15.3	12.2	9.7
P/B(倍)	5.2	3.8	3.2	2.6	2.1

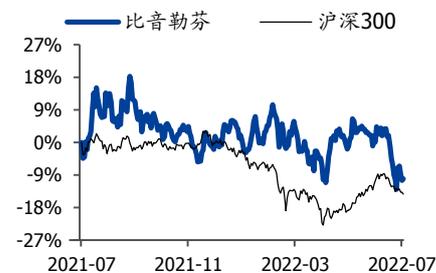
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2022年7月25日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
7月25日收盘价(元)	21.50
总市值(百万元)	12,270.20
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)	3.44

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

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

相关研究

1、《比音勒芬(002832.SZ)：业绩出彩，领跑行业》
2022-04-16

2、《比音勒芬(002832.SZ)：专业为本，持续创新，领跑行业》
2022-01-10

3、《比音勒芬(002832.SZ)：优质品牌积淀，运营优化，领跑行业》
2021-11-30



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	4179	4937	6016
现金	579	1083	1048	1678	2034
应收票据及应收账款	301	280	454	465	679
其他应收款	54	90	91	136	147
预付账款	60	67	93	107	142
存货	608	660	1028	1086	1548
其他流动资产	1478	1465	1465	1465	1465
非流动资产	669	1218	1243	1327	1433
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	239	244	312	395	501
无形资产	115	120	132	132	133
其他非流动资产	315	854	799	800	798
资产总计	3749	4863	5422	6264	7449
流动负债	667	1082	1034	1082	1211
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	135	165	234	265	357
其他流动负债	533	917	800	817	854
非流动负债	663	535	483	446	414
长期借款	631	285	233	196	164
其他非流动负债	32	250	250	250	250
负债合计	1331	1617	1517	1528	1625
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	2657	3443	4473
归属母公司股东权益	2417	3245	3904	4735	5823
负债和股东权益	3749	4863	5422	6264	7449

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	402	947	693
净利润	499	625	803	1002	1259
折旧摊销	94	106	94	47	54
财务费用	10	22	21	22	20
投资损失	-25	-39	-39	-39	-39
营运资金变动	21	-70	-478	-85	-601
其他经营现金流	38	255	0	0	0
投资活动现金流	-1045	-184	-80	-92	-121
资本支出	95	216	25	84	106
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-949	32	-55	-8	-16
筹资活动现金流	525	-225	-357	-225	-215
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	631	-346	-52	-37	-32
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	-325	-188	-184
现金净增加额	118	489	-35	630	357

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2303	2720	3434	4303	5359
营业成本	602	634	844	1057	1317
营业税金及附加	14	24	29	35	42
营业费用	885	1041	1314	1647	2051
管理费用	133	156	198	243	287
研发费用	65	83	105	132	164
财务费用	10	22	21	22	20
资产减值损失	-48	-79	34	43	54
其他收益	15	15	15	15	15
公允价值变动收益	0	3	0	0	0
投资净收益	25	39	39	39	39
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	582	738	941	1177	1477
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	942	1176	1477
所得税	86	108	139	174	218
净利润	499	625	803	1002	1259
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	499	625	803	1003	1259
EBITDA	703	825	1013	1189	1481
EPS (元)	0.87	1.09	1.41	1.76	2.21

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	26.3	25.3	24.6
营业利润(%)	23.1	26.8	27.6	25.0	25.5
归属于母公司净利润(%)	22.7	25.2	28.6	24.8	25.6
获利能力					
毛利率(%)	73.9	76.7	75.4	75.4	75.4
净利率(%)	21.7	23.0	23.4	23.3	23.5
ROE(%)	20.6	19.2	20.7	21.3	21.7
ROIC(%)	16.9	15.4	17.7	18.6	19.4
偿债能力					
资产负债率(%)	35.5	33.2	28.0	24.4	21.8
净负债比率(%)	3.4	-10.9	-13.1	-24.8	-26.7
流动比率	4.6	3.4	4.0	4.6	5.0
速动比率	1.5	1.9	2.2	2.7	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
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	1.41	1.76	2.21
每股经营现金流(最新摊薄)	1.12	1.57	0.70	1.66	1.22
每股净资产(最新摊薄)	4.12	5.64	6.76	8.21	10.12
估值比率					
P/E	24.6	19.6	15.3	12.2	9.7
P/B	5.2	3.8	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	17.4	13.7	11.0	8.8	6.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 7 月 25 日收盘价

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