

比音勒芬 (002832)

拟推出第四期员工持股计划，促进员工利益共享 买入（维持）

2023年06月14日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

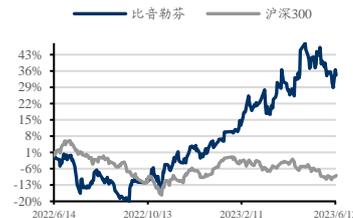
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	2,885	3,578	4,296	5,123
同比	6%	24%	20%	19%
归属母公司净利润（百万元）	728	945	1,180	1,440
同比	16%	30%	25%	22%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.27	1.66	2.07	2.52
P/E（现价&最新股本摊薄）	25.94	19.97	16.00	13.11

关键词：#股权激励

投资要点

- 公司于2023年6月10日公告《第四期员工持股计划(草案)》：1) 参加对象：包括公司董事（不含独董）、监事、高管以及公司（含子公司）其他核心员工，共计不超过1,624人；2) 筹集资金总额：不超过2亿元；3) 认购时间：股东大会审议通过后6个月内，员工持股计划通过二级市场购买；4) 存续期：24个月（自股东大会审议通过员工持股计划之日起计算）；5) 锁定期：12个月（自公司公告员工持股计划完成股票购买之日起计算）。我们认为该员工持股计划有利于进一步促进管理层和员工的利益共享、提振管理层和员工积极性、更好促进公司业务长期持续健康发展。
- 公司自2017年以来共做过四次员工持股计划，体现一贯重视员工激励。在本次第四期员工持股计划之前，公司2016年底上市后分别于2017年8月21日、2019年5月30日、2021年1月14日公布了前三期员工持股计划，筹集金额分别为不超过5000万元、1亿元、1.5亿元，参与对象均为公司董事（不含独董）、监事、高管以及公司（含子公司）其他核心员工，分别不超过600名、900名、1320名员工。持续进行员工持股计划体现了公司对高管及员工激励机制的一贯重视，随公司业务扩张，员工持股计划的参与对象、筹资金额规模持续扩大。
- 差异化定位、产品力、品牌力驱动公司保持持续领先行业的业绩增长。公司定位高尔夫运动基因的高端时尚运动休闲服饰，面向具有一定资产积累的中高收入群体，凭借优质的面料、裁剪、设计等工艺形成突出产品力，并积累了大量高粘性会员消费者、品牌力持续加强。2011-2022年公司营收/归母净利润CAGR分别为22.7%/29.0%，业绩波动较小、增速持续领先同行，尤其在疫情对服装消费冲击较大的2022年，公司仍实现了营收同比+6%、净利同比+17%的较好增长，23Q1营收/净利分别同比+33%/+41%。
- 主品牌仍有较大开店空间，收购轻奢品牌有望打造第二成长曲线。1) 主品牌内生外延增长可期：2013-2022年公司门店从520家增至1191家，CAGR约为9.6%（估算店效CAGR约为9.3%），可见公司营收规模的增长来自外延开店及内生店效增长的共同贡献。据公司可转债募集说明书（20.6.11公告），根据国内一二三四线城市经济水平进行初步测算，预计国内市场具有1500-2000家主品牌门店市场容量，可见主品牌仍有较大开店空间。2022年下半年主品牌将高尔夫系列单独开店（预计22年共65家），有助强化高尔夫品牌基因及打开开店空间，23年我们预计主品牌有望净增150家门店，其中高尔夫系列门店净增30家。2) 轻奢品牌有望形成第二成长曲线：2023年4月4日公司公告收购国际知名奢侈品牌“CERRUTI 1881”和“KENT&CURWEN”的全球商标所有权，有助推进公司品牌多样化、国际化、高端化布局。该两个品牌在大中华区分别有46家、52家门店，公司收购后有望将主品牌成功运营经验复制到这两个品牌、形成第二成长曲线。
- 盈利预测与投资评级：公司为国内高端时尚运动服饰龙头，2011年以来业绩持续稳健较快增长、表现领先同行。本次公布第四期员工持股计划，有助进一步促进员工共享经营成果、激励管理层和员工的积极性、促进公司业务长期持续健康发展。我们维持23-25年归母净利润9.45/11.8/14.4亿元的预测，对应PE分别为20/16/13X，维持“买入”评级。
- 风险提示：疫情反复、消费低迷。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.07
一年最低/最高价	19.70/38.00
市净率(倍)	4.26
流通 A 股市值(百万元)	12,878.06
总市值(百万元)	18,873.28

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.76
资产负债率(% ,LF)	24.68
总股本(百万股)	570.71
流通 A 股(百万股)	389.42

相关研究

《比音勒芬(002832)：22年报及23年一季报点评：衣中茅台业绩持续靓丽，23年强势开局、领跑行业》

2023-04-28

《比音勒芬(002832)：收购两大国际奢侈品牌商标所有权，完善高端多品牌矩阵》

2023-04-07

比音勒芬三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,124	5,089	6,312	7,823	营业总收入	2,885	3,578	4,296	5,123
货币资金及交易性金融资产	2,523	3,271	4,314	5,541	营业成本(含金融类)	652	812	980	1,176
经营性应收款项	281	349	419	500	税金及附加	25	29	34	41
存货	746	849	947	1,140	销售费用	1,036	1,270	1,512	1,793
合同资产	0	0	0	0	管理费用	196	215	249	282
其他流动资产	574	620	632	642	研发费用	100	125	150	164
非流动资产	1,455	1,579	1,699	1,815	财务费用	-8	5	4	3
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	23	25	30	36
固定资产及使用权资产	794	983	1,151	1,305	投资净收益	39	36	43	51
在建工程	70	35	18	9	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	129	99	69	39	减值损失	-97	-40	-20	-20
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	111	111	111	111	营业利润	855	1,144	1,419	1,732
其他非流动资产	350	350	350	350	营业外净收支	0	-5	3	3
资产总计	5,579	6,668	8,010	9,638	利润总额	856	1,139	1,422	1,735
流动负债	1,266	1,325	1,488	1,675	减:所得税	128	194	242	295
短期借款及一年内到期的非流动负债	202	202	202	202	净利润	728	945	1,180	1,440
经营性应付款项	231	267	322	387	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	169	162	196	235	归属母公司净利润	728	945	1,180	1,440
其他流动负债	664	695	768	852	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.27	1.66	2.07	2.52
非流动负债	182	182	182	182	EBIT	801	1,128	1,370	1,667
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,135	1,454	1,700	2,001
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	77.40	77.32	77.18	77.05
租赁负债	141	141	141	141	归母净利率(%)	25.22	26.41	27.46	28.11
其他非流动负债	40	40	40	40	收入增长率(%)	6.06	24.03	20.07	19.23
负债合计	1,447	1,507	1,669	1,857	归母净利润增长率(%)	16.50	29.88	24.86	22.03
归属母公司股东权益	4,130	5,160	6,339	7,779					
少数股东权益	1	1	1	1					
所有者权益合计	4,131	5,161	6,341	7,781					
负债和股东权益	5,579	6,668	8,010	9,638					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	942	1,091	1,455	1,631	每股净资产(元)	7.24	9.19	11.34	13.95
投资活动现金流	-683	-919	-904	-896	最新发行在外股份(百万股)	571	571	571	571
筹资活动现金流	-218	76	-8	-8	ROIC(%)	16.19	18.76	18.66	18.69
现金净增加额	41	248	543	727	ROE-摊薄(%)	17.62	18.32	18.61	18.51
折旧和摊销	334	326	330	334	资产负债率(%)	25.94	22.60	20.84	19.27
资本开支	-499	-455	-447	-447	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.94	19.97	16.00	13.11
营运资本变动	-174	-183	-99	-190	P/B(现价)	4.57	3.60	2.92	2.37

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

