

比音勒芬(002832)

报告日期: 2023年06月26日

## 畅想新十年，奢侈品集团羽翼渐丰

### ——比音勒芬点评报告

#### 投资要点

□ 公司召开二十周年庆典发布会，展望未来十年新发展。

□ 主品牌持续强化大单品心智，GOLF 系列打造差异化客群。

1) 比音勒芬主标：持续强化 T 恤单品心智，精准产品卡位带来强竞争力。

公司主品牌卡位运动时尚优质赛道，迎合中高收入阶层男士需求，产品兼具舒适性、体面度以及适当的潮流元素融入，设计端中英意韩四国设计师组成的多元化团队，面料方面与日本伊藤忠、日本东丽、意大利康利科尼、美国戈尔等等全球一线供应商长期合作。

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 恤连续五年（2018-2022）取得“同类产品综合占有率第一”。未来公司将持续深化打造“T 恤小专家”定位，持续做大超级品类。

2) 比音勒芬 GOLF：打造差异化客群

以高尔夫球系列为代表的高端运动产品升级，时尚度提升、SKU 更为丰富，已实现单独开店。作为拥有高尔夫基因的运动时尚品牌，高尔夫系列过去多以球会店/商场门店少量 SKU 陈列方式进行销售，但 22 秋冬订货会开始，高尔夫系列在新韩国设计师主导下产品时尚度提升、配色更为多元、SKU 更为丰富，单独为高尔夫线开辟专业门店（直营为主）有望进一步提升高端人群触达。

3) 威尼斯狂欢节致力打造度假旅游第一联想品牌

威尼斯狂欢节定位于度假旅游服饰蓝海市场，着力打造家庭装、情侣装等产品，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。以时尚户外为主要风格，打造度假旅游第一联想品牌

4) 渠道拓展具备充分空间

截至 22 年底，公司渠道数量仅 1191 家，与同业相比拓展空间充分。我们预计公司 23 年净拓店数量有望达 150 家左右。同时，无论从客流转转化、连带率、复购率来看都有提升空间，产品力和品牌力的持续提升也支撑着公司在渠道拿到更好的楼层和位置、带动店效持续提升。

□ 收购百年奢品，集团羽翼渐丰

公司于 23 年 4 月 4 日发布对外投资公告，以子公司完成对意大利奢侈品男装品牌 CERRUTI 1881 与英国运动时尚品牌 K&C 的全球商标权的收购，未来公司将聚焦国际化、高端化、年轻化、标准化发展方向，通过差异化定位布局促进多品牌协同发展。

1) 意大利奢侈品男装 CERRUTI 1881：重塑百年奢品

公司通过凯瑞特以 5700 万欧元收购利邦时装持有 Cerruti 新加坡的 100% 股权以及托佳投资持有的 Cerruti 法国的 100% 股权，持有“CERRUTI1881”品牌的全球商标所有权，共有 1000 余件商标的所有权。

CERRUTI1881 是由 AntonioCerruti 于 1881 年在意大利所创，具有 142 年的品牌历史，为全球知名奢侈品牌。未来品牌定位重奢，价格定位 Burberry、ZEGNA，产品将覆盖西服、奢华定制、奢华休闲、休闲男女运动装、鞋履

2) 英国运动潮牌品牌 KENT&CURWEN：定位轻奢设计师品牌。

公司通过盈丰泽润以 3,800 万欧元收购利邦服务持有的“K&C 新加坡”的 100% 股权，K&C 新加坡持有 KENT&CURWEN 品牌全球商标所有权，拥有 300 余件商标的所有权。

#### 投资评级：买入(维持)

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨

执业证书号：S1230520070005  
zhanluyu@stocke.com.cn

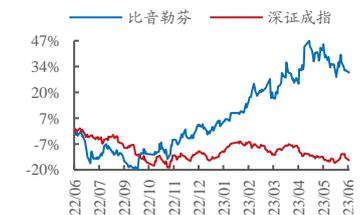
研究助理：李陈佳

lichenjia@stocke.com.cn

#### 基本数据

|          |           |
|----------|-----------|
| 收盘价      | ¥ 32.35   |
| 总市值(百万元) | 18,462.37 |
| 总股本(百万股) | 570.71    |

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《再推员工持股计划，共享品牌成长红利》 2023.06.11
- 《Q1 业绩超预期，高质量增长推动戴维斯双击》 2023.04.28
- 《收购两大百年品牌全球业务，奢侈品矩阵振翅起航》 2023.04.04

Kent&Curwen 是由 Eric Kent 及 Dorothy Curwen 于 1926 年在伦敦创立，具有近百年的品牌历史，是英国李察一世御用的品牌，为英国多项绅士运动服装的指定品牌。公司产品融合英国日常体育消遣经典元素，形成独特的英伦运动时尚风格。未来公司将延续英伦绅士风格和板球运动 DNA，瞄准年轻人市场，打造轻奢设计师品牌

公司当前拥有高尔夫基因运动时尚品牌比音勒芬及主打度假场景的威尼斯品牌，在此基础上对完成 2 大百年品牌知识产权收购，领域涉及奢侈品男士正装及英伦运动潮牌，嫁接比音对于中高端服饰市场成熟的市场洞察以及运营能力基础，高端品牌集团振翅起航。

#### □ 畅想未来，十年十倍增长可期。

伴随集团品牌梯队趋于完善，公司在本次发布会提出了美好的成长愿景，希望未来 10 年能够实现 10 倍增长，至 2033 年比音勒芬营收目标 300 亿元，按照 2022 年 28.85 亿收入为基数计算，2023-2033 年收入 CAGR~24%。

分品牌来看，预计 CERRUTI 1881 营业收入超过 50 亿；KENT&CURWEN 营业收入超过 30 亿；比音勒芬 GOLF 营业收入超过 50 亿；比音勒芬主标营业收入超过 150 亿；威尼斯狂欢节营业收入超 20 亿。公司将坚持以主品牌快速增长、多品牌协同发展的策略，打造国际奢侈品集团，通过创造精致品味的生活，持续为用户创造价值，为社会创造价值。

#### □ 盈利预测与估值

我们认为公司通过持续深耕运动时尚领域，打造了精准的产品定位并持续进行多元化的品宣投入，带动渠道拓展及业绩高质量增长，未来成长空间仍然充分。我们预计公司 23/24/25 年有望实现归母净利润 9.7/12.1/14.9 亿，对应增速 +33.3%/+24.3%/+23.4%，对应 PE19X/15X/12X。上市以来，公司持续兑现高质量业绩，收购背景下中长期成长空间有望进一步打开，有望迎来戴维斯双击，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示：疫情反复；行业竞争激烈；拓店不及预期；

### 财务摘要

| (百万元)     | 2022     | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 2,884.84 | 3,613.44 | 4,403.73 | 5,314.05 |
| (+/-) (%) | 6.06%    | 25.26%   | 21.87%   | 20.67%   |
| 归母净利润     | 727.60   | 970.10   | 1205.48  | 1487.20  |
| (+/-) (%) | 16.50%   | 33.33%   | 24.26%   | 23.37%   |
| 每股收益(元)   | 1.27     | 1.70     | 2.11     | 2.61     |
| P/E       | 25.37    | 19.03    | 15.32    | 12.41    |

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>4,124</b> | <b>4,859</b> | <b>5,992</b> | <b>7,038</b> |
| 现金             | 1,145        | 1,443        | 2,409        | 3,228        |
| 交易性金融资产        | 1,379        | 1,379        | 1,379        | 1,379        |
| 应收账款           | 253          | 303          | 349          | 410          |
| 其它应收款          | 72           | 98           | 125          | 143          |
| 预付账款           | 28           | 60           | 51           | 72           |
| 存货             | 746          | 938          | 1,041        | 1,169        |
| 其他             | 502          | 638          | 638          | 638          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>1,455</b> | <b>1,192</b> | <b>1,207</b> | <b>1,226</b> |
| 金融资产类          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 462          | 453          | 441          | 428          |
| 无形资产           | 129          | 122          | 118          | 114          |
| 在建工程           | 70           | 50           | 50           | 50           |
| 其他             | 794          | 567          | 597          | 633          |
| <b>资产总计</b>    | <b>5,579</b> | <b>6,050</b> | <b>7,199</b> | <b>8,264</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>1,266</b> | <b>1,127</b> | <b>1,362</b> | <b>1,300</b> |
| 短期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付款项           | 185          | 87           | 241          | 55           |
| 预收账款           | 147          | 214          | 226          | 280          |
| 其他             | 934          | 827          | 895          | 965          |
| <b>非流动负债</b>   | <b>182</b>   | <b>32</b>    | <b>32</b>    | <b>33</b>    |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 182          | 32           | 32           | 33           |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,447</b> | <b>1,159</b> | <b>1,394</b> | <b>1,333</b> |
| 少数股东权益         | 1            | 1            | 1            | 1            |
| 归属母公司股东权益      | 4,130        | 4,890        | 5,804        | 6,929        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>5,579</b> | <b>6,050</b> | <b>7,199</b> | <b>8,264</b> |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>942</b>   | <b>792</b>   | <b>1487</b>  | <b>1437</b>  |
| 净利润            | 728          | 970          | 1205         | 1487         |
| 折旧摊销           | 113          | 98           | 102          | 104          |
| 财务费用           | 20           | 10           | 14           | 14           |
| 投资损失           | (39)         | (50)         | (50)         | (50)         |
| 营运资金变动         | (174)        | (358)        | 67           | (288)        |
| 其它             | 295          | 121          | 149          | 170          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(683)</b> | <b>(313)</b> | <b>(216)</b> | <b>(242)</b> |
| 资本支出           | 499          | 32           | 34           | 37           |
| 长期投资           | 1            | 2            | 3            | 4            |
| 其他             | 184          | 281          | 182          | 205          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(218)</b> | <b>(181)</b> | <b>(305)</b> | <b>(376)</b> |
| 短期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | (218)        | (181)        | (305)        | (376)        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>41</b>    | <b>298</b>   | <b>966</b>   | <b>819</b>   |

### 利润表

| (百万元)           | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>2,885</b> | <b>3,613</b> | <b>4,404</b> | <b>5,314</b> |
| 营业成本            | 652          | 791          | 940          | 1,105        |
| 营业税金及附加         | 25           | 32           | 39           | 47           |
| 营业费用            | 1,036        | 1,316        | 1,597        | 1,922        |
| 管理费用            | 196          | 245          | 297          | 356          |
| 研发费用            | 84           | 108          | 132          | 159          |
| 财务费用            | 7            | 10           | 14           | 14           |
| 资产减值损失          | (99)         | 127          | 146          | 169          |
| 公允价值变动损益        | 5            | 5            | 5            | 5            |
| 投资净收益           | 39           | 50           | 50           | 50           |
| 其他经营收益          | 23           | 15           | 15           | 15           |
| <b>营业利润</b>     | <b>855</b>   | <b>1,141</b> | <b>1,418</b> | <b>1,750</b> |
| 营业外收支           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>利润总额</b>     | <b>856</b>   | <b>1,141</b> | <b>1,418</b> | <b>1,750</b> |
| 所得税             | 128          | 171          | 213          | 262          |
| <b>净利润</b>      | <b>728</b>   | <b>970</b>   | <b>1,205</b> | <b>1,487</b> |
| 少数股东损益          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>728</b>   | <b>970</b>   | <b>1,205</b> | <b>1,487</b> |
| EBITDA          | 1,042        | 1,291        | 1,600        | 1,965        |
| EPS (最新摊薄)      | 1.27         | 1.70         | 2.11         | 2.61         |

### 主要财务比率

|                | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 6.06%  | 25.26% | 21.87% | 20.67% |
| 营业利润           | 15.93% | 33.43% | 24.26% | 23.37% |
| 归属母公司净利润       | 16.50% | 33.33% | 24.26% | 23.37% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 77.40% | 78.10% | 78.65% | 79.21% |
| 净利率            | 25.22% | 26.85% | 27.37% | 27.99% |
| ROE            | 19.72% | 21.50% | 22.54% | 23.35% |
| ROIC           | 20.60% | 21.93% | 22.97% | 23.68% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 25.94% | 19.16% | 19.36% | 16.13% |
| 净负债比率          | 35.03% | 23.70% | 24.01% | 19.23% |
| 流动比率           | 3.26   | 4.31   | 4.40   | 5.41   |
| 速动比率           | 2.65   | 3.42   | 3.60   | 4.46   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.55   | 0.62   | 0.66   | 0.69   |
| 应收账款周转率        | 10.84  | 13.00  | 13.50  | 14.00  |
| 应付账款周转率        | 3.29   | 4.30   | 4.30   | 5.30   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 1.27   | 1.70   | 2.11   | 2.61   |
| 每股经营现金         | 1.65   | 1.39   | 2.61   | 2.52   |
| 每股净资产          | 7.24   | 8.57   | 10.17  | 12.14  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 25.37  | 19.03  | 15.32  | 12.41  |
| P/B            | 4.47   | 3.77   | 3.18   | 2.66   |
| EV/EBITDA      | 13.76  | 10.54  | 7.79   | 5.81   |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>