

# 比音勒芬 (002832)

成立 20 周年，发布新十年战略、提出十年十倍增长目标

买入 (维持)

2023 年 06 月 28 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)	27.92	21.49	17.21	14.11

关键词: #第二曲线

## 投资要点

- **事件:** 公司于 2023 年 6 月 26 日举行集团成立 20 周年庆典, 董事长谢总发表致辞, 并发布了新十年战略、提出十年十倍的增长目标。
- **2023 年收购国际品牌, 开启新十年国际化、多品牌、集团化发展序幕。** 公司 2003 年成立以来经历了数次里程碑式事件, 如 2004 年首店开业、2005 年国际参展、2006 年店铺突破 100 家、2011 年店铺突破 300 家、2016 年 A 股上市等。2023 年, 公司收购国际奢侈品品牌“CERRUTI 1881”和“KENT&CURWEN”, 自此迈向国际化、多品牌、集团化运营。未来十年公司将聚焦国际化、高端化、年轻化、标准化的发展方向, 并通过差异化的战略定位, 促进集团多品牌协同发展。
- **品牌矩阵发力, 十年十倍增长。** 公司目标到 2033 年, 比音勒芬集团营收超过 300 亿元 (以十年十倍计算、对应 10 年营收 CAGR26%): 其中 CERRUTI 1881 营收超过 50 亿元、KENT&CURWEN 营收超过 30 亿元、比音勒芬高尔夫营收超过 50 亿元、比音勒芬主标营收超过 150 亿元、威尼斯品牌营收 20 亿元。
- **两大国际品牌预计于 2024 秋冬季全新亮相。** 1) **CERRUTI 1881:** 重塑定位, SKU 和价格对标 Burberry 和 Zegna 品牌, 采用大店模式, 产品涵盖西服、奢华定制、奢华休闲、奢华男女装、运动、鞋履等。2) **KENT&CURWEN:** 延续英伦绅士风格和板球运动 DNA, 利用品牌超级符号 (理查一世御用的三个狮子标志和英国玫瑰花) 打造轻奢、设计师品牌, 瞄准年轻人市场, 对标法国时尚品牌 Ami。目前公司将两大国际品牌的创意中心和研发中心设立在法国巴黎 1881 公司, 并在国内加速组建营运中心, 筹备产品研发和品牌运营, 预计 2024 年秋冬两个品牌的产品将全新亮相。
- **比音勒芬主标&高尔夫、威尼斯品牌深耕差异化定位。** 1) **比音勒芬主标:** 聚焦 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, 成为高尔夫第一联想品牌的同时, 抢占高端时尚运动市场。公司 2021 年开始将比音勒芬高尔夫系列单独开店, 主要考虑到一方面有利于强化品牌的高尔夫基因, 另一方面顺应当下小众运动热潮、有望分享行业红利 (如滑雪、登山、冲浪、瑜伽等小众运动在国内逐渐兴起)。3) **威尼斯:** 以时尚户外为主要风格, 打造度假旅游第一选择品牌。
- **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 20 周年庆典上提出远期积极增长目标, 同时也是自收购两大国际品牌以来首次发布发展战略。十年十倍增长目标对应年均 26% 的复合增速, 我们认为该目标存在挑战性, 但也体现了集团管理层志存高远、追求卓越的企业精神。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 21/17/14X, 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)	35.59
一年最低/最高价	19.70/38.00
市净率(倍)	4.58
流通 A 股市值(百万元)	13,859.40
总市值(百万元)	20,311.47

## 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): 拟推出第四期员工持股计划, 促进员工利益共享》

2023-06-14

《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
<b>流动资产</b>	<b>4,124</b>	<b>5,089</b>	<b>6,312</b>	<b>7,823</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,885</b>	<b>3,578</b>	<b>4,296</b>	<b>5,123</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>1,455</b>	<b>1,579</b>	<b>1,699</b>	<b>1,815</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>855</b>	<b>1,144</b>	<b>1,419</b>	<b>1,732</b>
其他非流动资产	350	350	350	350	营业外净收支	0	-5	3	3
<b>资产总计</b>	<b>5,579</b>	<b>6,668</b>	<b>8,010</b>	<b>9,638</b>	<b>利润总额</b>	<b>856</b>	<b>1,139</b>	<b>1,422</b>	<b>1,735</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,266</b>	<b>1,325</b>	<b>1,488</b>	<b>1,675</b>	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	<b>净利润</b>	<b>728</b>	<b>945</b>	<b>1,180</b>	<b>1,440</b>
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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>728</b>	<b>945</b>	<b>1,180</b>	<b>1,440</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>1,447</b>	<b>1,507</b>	<b>1,669</b>	<b>1,857</b>	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					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,131</b>	<b>5,161</b>	<b>6,341</b>	<b>7,781</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,579</b>	<b>6,668</b>	<b>8,010</b>	<b>9,638</b>					

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)	27.92	21.49	17.21	14.11
营运资本变动	-174	-183	-99	-190	P/B(现价)	4.92	3.87	3.14	2.55

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>