

002832.SZ
买入

市场价格：人民币 21.42

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	33.6	10.0	32.4	77.6
相对深证成指	36.3	6.0	35.0	43.0

发行股数(百万)	535
流通股(%)	66
总市值(人民币 百万)	11,458
3个月日均交易额(人民币 百万)	89
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
谢秉政	41

 资料来源：公司公告，聚源，中银证券
 以2021年5月4日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

纺织服装:服装家纺

证券分析师：郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

比音勒芬

品牌力不断彰显，市场份额不断提升

比音勒芬作为著名高尔夫服饰品牌，吸纳当前服装界的潮流元素，倡导将“运动、经典、生活”融为一体的穿着品味，致力于将高尔夫运动与时尚休闲生活相结合，创造出系列经典服装。近年来公司服装品类从男装向女装扩充，未来潜在消费者拓展空间巨大。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- 公司是一家高端时尚运动服饰制造商，盈利持续高增。公司业务覆盖服饰的设计与研发、品牌的推广、营销网络建设及供应链管理等。旗下拥有“比音勒芬”和“威尼斯狂欢节”两大品牌。公司营收盈利持续保持高速增长，2020年全年实现营收19.4亿，四年复合增速23.16%；实现归母净利润4.79亿元，四年复合增速37.94%，持续保持高速增长。
- 不断加强品牌建设，提升自身的品牌力。细分品牌，打造多维运营强劲核心竞争力。比音勒芬倡导打造“中国高尔夫服饰第一品牌”，延展出运动时尚、商务时尚系列；与大牌设计师合作，通过与故宫IP跨界联名合作，把握国潮流行机会，彰显文化自信；另外公司自2003年起与中国国家高尔夫球队合作，并在2020年再次与其续约8年，持续提升品牌曝光度，品牌影响力持续提升。
- 数字化推动线上新零售布局，品牌力支撑公司积极拓展门店。公司不断推进新零售营销模式，提高信息化管理水平。线上方面，公司积极开展线上运营同时实施全员营销，通过私域流量运营唤醒沉睡VIP并持续拉新，并通过与腾讯智慧零售战略合作等方式布局新零售；线下方面，品牌力支撑公司积极拓展门店数量。与同业相比线下门店拓展空间充分。

估值

- 在当前股本下，预计2021至2023年每股收益分别为1.15元、1.39元、1.66元；市盈率分别为19倍、15倍、13倍。

评级面临的主要风险

- 终端销售不及预期、市场竞争加剧，新增店数不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	1,826	1,938	2,371	2,827	3,273
变动(%)	24	6	22	19	16
净利润(人民币 百万)	407	479	602	729	872
全面摊薄每股收益(人民币)	0.776	0.915	1.148	1.391	1.664
变动(%)	(51.9)	17.9	25.5	21.2	19.6
全面摊薄市盈率(倍)	27.6	23.4	18.7	15.4	12.9
价格/每股现金流量(倍)	33.7	17.6	14.6	15.1	12.0
每股现金流量(人民币)	0.64	1.22	1.47	1.42	1.79
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.1	17.5	14.4	11.8	9.6
每股股息(人民币)	0.573	0.668	0.838	1.016	1.215
股息率(%)	2.7	3.1	3.9	4.7	5.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	1,826	1,938	2,371	2,827	3,273
销售成本	(605)	(612)	(740)	(874)	(1,005)
经营费用	(646)	(703)	(891)	(1,062)	(1,206)
息税折旧前利润	574	622	740	891	1,061
折旧及摊销	(63)	(94)	(69)	(71)	(74)
经营利润 (息税前利润)	511	528	671	820	987
净利息收入/(费用)	12	(3)	14	15	17
其他收益/(损失)	21	44	28	28	28
税前利润	472	562	706	855	1,023
所得税	(65)	(83)	(104)	(126)	(151)
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	407	479	602	729	872
核心净利润	406	480	602	730	873
每股收益 (人民币)	0.776	0.915	1.148	1.391	1.664
核心每股收益 (人民币)	0.776	0.916	1.149	1.392	1.665
每股股息 (人民币)	0.573	0.668	0.838	1.016	1.215
收入增长(%)	24	6	22	19	16
息税前利润增长(%)	64	3	27	22	20
息税折旧前利润增长(%)	64	8	19	20	19
每股收益增长(%)	(52)	18	25	21	20
核心每股收益增长(%)	(52)	18	25	21	20

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	472	562	706	855	1,023
折旧与摊销	63	94	69	71	74
净利息费用	(6)	10	(7)	(8)	(10)
运营资本变动	(43)	58	253	(31)	45
税金	(65)	(83)	(104)	(126)	(151)
其他经营现金流	(87)	(4)	(148)	(15)	(44)
经营活动产生的现金流	333	637	768	745	937
购买固定资产净值	128	52	(51)	17	17
投资减少/增加	17	25	25	25	25
其他投资现金流	(454)	(1,121)	(235)	(368)	(369)
投资活动产生的现金流	(309)	(1,045)	(261)	(327)	(327)
净增权益	(300)	(350)	(439)	(533)	(637)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	300	350	439	533	637
其他融资现金流	(82)	525	(282)	(241)	(284)
融资活动产生的现金流	(82)	525	(282)	(241)	(284)
现金变动	(58)	118	225	178	326
期初现金	543	475	579	804	981
公司自由现金流	24	(408)	507	418	610
权益自由现金流	18	(398)	500	410	600

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	475	579	804	981	1,307
应收帐款	141	153	153	161	183
库存	674	642	669	784	806
其他流动资产	84	61	84	72	92
流动资产总计	1,899	2,966	3,661	4,071	4,661
固定资产	237	288	232	243	254
无形资产	114	115	121	127	133
其他长期资产	168	160	72	75	83
长期资产总计	519	564	424	444	469
总资产	2,524	3,635	4,191	4,624	5,243
应付帐款	155	135	227	200	291
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	380	496	658	680	685
流动负债总计	535	631	884	880	975
长期借款	0	631	631	631	631
其他长期负债	31	33	35	39	42
股本	308	524	524	524	524
储备	1,649	1,758	2,116	2,549	3,069
股东权益	1,957	2,340	2,640	3,073	3,593
少数股东权益	1	1	1	1	1
总负债及权益	2,524	3,635	4,191	4,624	5,243
每股帐面价值 (人民币)	3.73	4.46	5.04	5.86	6.86
每股有形资产 (人民币)	3.52	4.25	4.81	5.62	6.60
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.91)	(1.10)	(1.53)	(1.87)	(2.49)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	31.5	32.1	31.2	31.5	32.4
息税前利润率 (%)	28.0	27.3	28.3	29.0	30.2
税前利润率 (%)	25.8	29.0	29.8	30.3	31.3
净利率 (%)	22.3	24.7	25.4	25.8	26.6
流动性					
流动比率 (倍)	3.6	4.7	4.1	4.6	4.8
利息覆盖率 (倍)	n.a.	33.0	41.9	51.2	61.7
净权益负债率 (%)	净现金	2.2	净现金	净现金	净现金
速动比率 (倍)	2.3	3.7	3.4	3.7	4.0
估值					
市盈率 (倍)	27.6	23.4	18.7	15.4	12.9
核心业务市盈率 (倍)	27.6	23.4	18.6	15.4	12.9
市净率 (倍)	5.7	4.8	4.3	3.7	3.1
价格/现金流 (倍)	33.7	17.6	14.6	15.1	12.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	19.1	17.5	14.4	11.8	9.6
周转率					
存货周转天数	391.3	392.2	323.2	303.4	288.6
应收帐款周转天数	24.5	27.7	23.5	20.3	19.2
应付帐款周转天数	31.3	27.3	27.8	27.6	27.4
回报率					
股息支付率 (%)	73.9	73.0	73.0	73.0	73.0
净资产收益率 (%)	22.7	22.3	24.2	25.5	26.2
资产收益率 (%)	19.0	14.6	14.6	15.9	17.1
已运用资本收益率 (%)	5.7	4.9	4.8	5.2	5.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测