

2022年01月21日

高端时尚运动龙头，提质增效领跑行业 买入（维持）

证券分析师 李婕

执业证号: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,938	2,521	3,072	3,631
同比(%)	6.14	30.12	21.83	18.23
归母净利润(百万元)	479	602	782	951
同比(%)	17.90	25.66	29.83	21.60
每股收益(元/股)	0.91	1.09	1.42	1.73
P/E(倍)	17.85	21.92	16.89	13.89

投资要点

- **高端时尚运动服饰龙头。**旗下拥有比音勒芬和威尼斯两个品牌，主品牌比音勒芬成立于2003年，定位专业高尔夫与时尚休闲结合的精英阶层着装，产品分为高尔夫、生活和时尚三个系列，2018年推出度假旅游服饰品牌威尼斯，定位中产阶级家庭出游着装。截至2021H1共有1007家门店（直营500家+加盟507家），线下收入占比94.5%。
- **逆风环境下营收、门店持续扩张，凸显公司赛道优势及品牌力。**1) 整体来看，2020年在疫情冲击下国内整体消费低迷，服装零售额（限额以上）同比下滑8.1%。在此背景下，公司2020年营收仅Q1同比下滑（-22.34%），Q2起恢复增长、全年营收19.38亿元/yoy+6.14%，2021年Q1-Q3营收进一步提升，同比+24.55%/较2019年同期增长29.56%。2) 分季度看，基数原因导致2021年前三季度营收同比增速逐季放缓，但较2019年同期呈加速态势。2021Q1/Q2/Q3营收分别同增45.17%/22.44%/13.55%，较2019年同期分别+12.74%/+31.05%/+45.01%。3) 渠道方面，门店数量稳步扩张，2020H1/2020H2/2021H1分别为909/979/1007家，分别同比增加13.9%/9.5%/10.8%。
- **“轻奢品牌”调性下，公司经营质量与盈利能力提升。**疫情后龙头优势凸显，公司对供应商议价能力提升，产品加价倍率略有提高。同时，公司坚持中高端定位，优化终端折扣、加强渠道管理，从而实现了经营质量和盈利水平的同步提升。1) 实现全渠道增长：2021H1线上/直营/加盟收入分别同比增长41.05%/39.94%/11.35%；2) 报表质量改善：2021年9月末存货同比减少1.08%至6.45亿元、存货周转率由去年同期的0.68提升到0.75，2021年前三季度经营活动净现金流同比增加79.04%至6.87亿元；3) 内生外延共促增长：2021H1同店收入同比增19.95%、门店数量增10.8%，共同贡献收入增长；4) 毛利率提升：2021年前三季度毛利率71.68%，同比提升4.61pct。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为高端运动时尚服饰龙头，未来有望通过渠道、产品方面的调整布局，持续提升品牌力、进一步打开盈利空间。强化专业高尔夫品牌形象、开设高尔夫高端运动时尚单店，贯彻“衣中茅台”理念、打造超级品类“T恤小专家”。我们看好公司供应链、产品研发、会员建设等方面优势在业绩端的持续显现，预计2021-2023年公司营收分别同比增长30.1%/21.8%/18.2%，归母净利润分别同比增长25.7%/29.8%/21.6%，对应PE分别为21.9X/16.9X/13.9X，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情反复影响居民消费，渠道下沉受阻，股东减持等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.00
一年最低/最高价	14.72/29.69
市净率(倍)	4.80
流通A股市值(百万元)	8,856.89

基础数据

每股净资产(元)	5.38
资产负债率(%)	27.55
总股本(百万股)	550.33
流通A股(百万股)	369.04

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,966	3,645	4,530	5,580	营业收入	1,938	2,521	3,072	3,631
现金	579	1,123	1,433	1,912	减:营业成本	598	759	930	1,110
应收账款	153	207	252	298	营业税金及附加	14	15	18	22
存货	642	303	327	345	营业费用	544	713	860	1,017
其他流动资产	1,593	2,011	2,518	3,025	管理费用	133	197	221	254
非流动资产	669	662	652	638	研发费用	65	81	98	116
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	10	37	36	36
固定资产	239	288	320	342	资产减值损失	51	60	40	20
在建工程	49	25	12	6	加:投资净收益	25	35	43	51
无形资产	115	85	55	25	其他收益	15	10	6	7
其他非流动资产	265	265	265	265	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	3,635	4,307	5,182	6,218	营业利润	559	705	916	1,115
流动负债	631	622	705	790	加:营业外净收支	3	4	4	4
短期借款	0	0	0	0	利润总额	562	709	920	1,119
应付账款	108	125	153	182	减:所得税费用	83	106	138	168
其他流动负债	523	497	552	608	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	663	663	663	663	归属母公司净利润	479	602	782	951
长期借款	0	0	0	0	EBIT	535	756	943	1,113
其他非流动负债	663	663	663	663	EBITDA	628	813	1,003	1,177
负债合计	1,294	1,285	1,368	1,453	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1	1	1	1	每股收益(元)	0.91	1.09	1.42	1.73
归属母公司股东权益	2,340	3,021	3,813	4,764	每股净资产(元)	4.46	5.49	6.93	8.66
负债和股东权益	3,635	4,307	5,182	6,218	发行在外股份(百万股)	524	550	550	550
					ROIC(%)	15.3%	17.6%	18.0%	17.5%
					ROE(%)	20.5%	19.9%	20.5%	20.0%
					毛利率(%)	69.1%	69.9%	69.7%	69.4%
					销售净利率(%)	24.7%	23.9%	25.5%	26.2%
					资产负债率(%)	35.6%	29.8%	26.4%	23.4%
					收入增长率(%)	6.1%	30.1%	21.8%	18.2%
					净利润增长率(%)	17.9%	25.7%	29.8%	21.6%
					P/E	17.85	21.92	16.89	13.89
					P/B	3.64	4.37	3.46	2.77
					EV/EBITDA	13.63	15.65	12.36	10.14

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>