

开局亮眼，品牌势能持续强化

投资要点

- **业绩摘要:** 公司发布 2021 年报及 2022 年一季报。2021 年，公司实现营收 27.2 亿元，同比增长 18.1%；实现归母净利润 6.2 亿元，同比增长 25.2%。其中 Q4 营收及增速为 7.5 亿元，增长 3%，净利润 1.7 亿元，增长 10.2%；22Q1 实现营收 8.1 亿元，增长 30.2%，净利润 2.1 亿元，增长 41.3%。21 年业绩优异，22 年开局靓丽。
- **盈利能力持续提升，费控稳健。** 21 年公司毛利率为 76.7%，同比提升 2.8pp，其中线上/直营/加盟三大渠道毛利率分别为 50.9% (+13.3pp) / 81.1% (+2.9pp) / 68.9% (+1.2pp)，各渠道毛利率均有提升，线上渠道毛利率恢复显著。费用率方面，21 年公司总费率达 47.9%，同比提升 0.5pp，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 38.3% (-0.2pp) / 5.8% (+0pp) / 0.8% (+0.4pp) / 3.1% (+0.3pp)，受益于毛利率提升及费用率稳定，公司 21 年净利率达 23%，同比提升 1.3pp，盈利能力保持良好。
- **库存管理优异，营运能力提升。** 公司 2021A/2022Q1 公司服饰存货周转天数分别为 360 天/298 天，分别同比减少 13 天/64 天，22Q1 公司存货达 6.5 亿元，增速 15.3% (低于收入增速)，营运效率进一步提升。现金流方面，2021A/2022Q1 公司经营活动现金流净额分别为 9 亿元 (+40.9%) / 4.7 亿元 (+27.4%)，现金流回款较好。
- **线上业绩亮眼，线下门店快速扩张。** 21 年公司线上/直营/加盟渠道分别贡献营收 1.2 亿元 (+24.8%) / 19.1 亿元 (+17.5%) / 6.8 亿元 (+18.6%)，各渠道占比基本保持稳定。线上凭借在抖音快手等平台拓展，实现较快增速，线上线下价格体系统一。线下通过门店拓张带动业绩增长，21 年共净开店 121 家至 1100 家，其中直营/加盟分别为 532 家 (+46 家) / 568 家 (+75 家)。根据相关调查数据，比音勒芬高尔夫服装在 2021 年度同类产品综合占有率位于第一位，市场综合占有率为 62.9%，21 年公司的 VIP 会员数量突破 70 万人，公司在细分赛道上的差异化定位和品牌认知仍在持续提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.45 元、1.8 元和 2.22 元，对应 PE 分别为 16 倍、13 倍和 11 倍。考虑到公司作为高端运动时尚龙头，品牌认知突出，盈利能力行业领先，给予公司 22 年 20 倍估值，目标价 29 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 终端消费疲软的风险；疫情影响终端门店销售的风险；线下开店不及预期的风险。

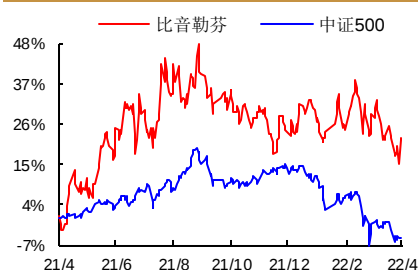
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2719.99	3300.61	4062.73	4947.90
增长率	18.09%	21.35%	23.09%	21.79%
归属母公司净利润 (百万元)	624.54	828.67	1028.39	1269.03
增长率	25.20%	32.68%	24.10%	23.40%
每股收益 EPS (元)	1.09	1.45	1.80	2.22
净资产收益率 ROE	19.24%	21.28%	21.88%	22.26%
PE	22	16	13	11
PB	4.16	3.47	2.87	2.37

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
 执业证号: S1250517080002
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

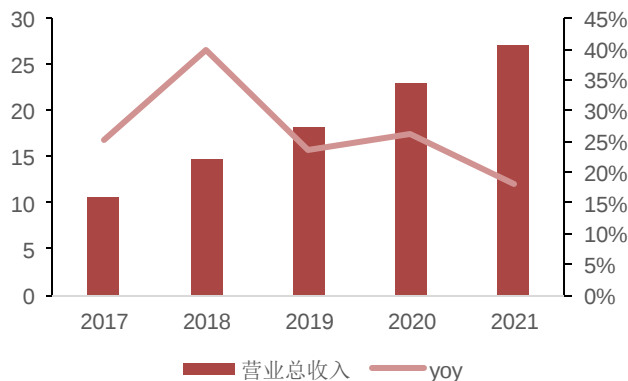
总股本(亿股)	5.71
流通 A 股(亿股)	3.89
52 周内股价区间(元)	19.01-28.71
总市值(亿元)	134.97
总资产(亿元)	51.54
每股净资产(元)	6.56

相关研究

1 高尔夫服饰龙头，业绩保持高增长

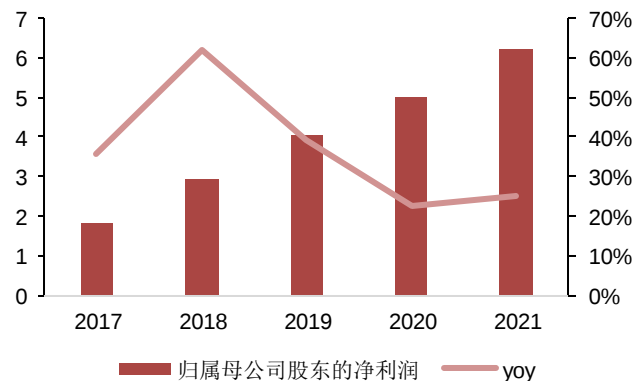
公司营收持续高增，经营业绩稳健。收入端来看，2017-2021 年公司营业收入从 10.5 亿元增长到 2021 年的 27.2 亿元，年均复合增长率达到 26.7%。2021 年营收较上年同期增长 18.1%。公司归母净利润从 2017-2021 年复合年均增速为 36.4%。2021 年较上年同期增长 25.2%达到 6.2 亿元，历史业绩表现亮眼。

图 1：2016-2021 年公司营收（亿元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

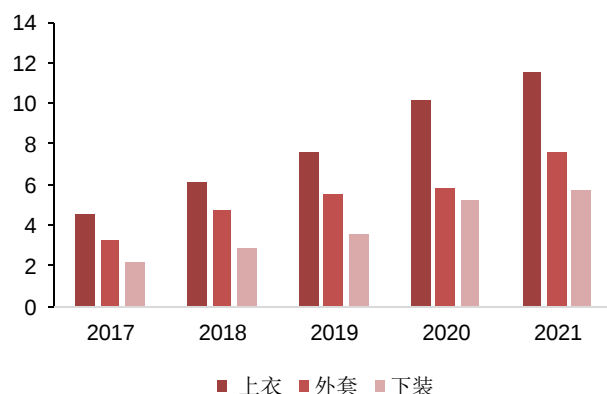
图 2：2016-2021 年公司归母净利润（亿元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

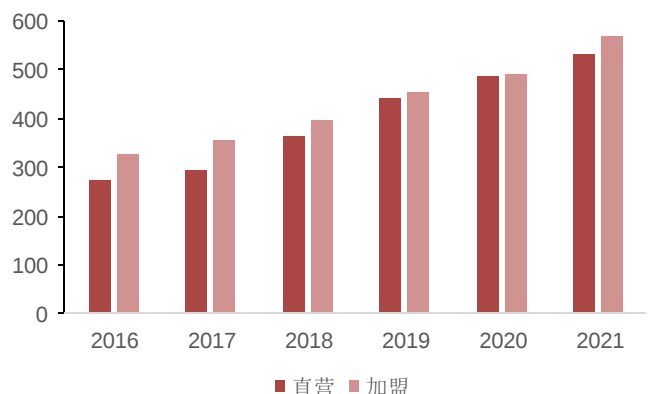
上衣贡献主要营收，线上线下渠道全覆盖。比音勒芬主要运营高端运动生活服饰。分产品来看，上衣为公司营收贡献主力，2021 年上衣/外套/下装分别贡献营收 11.6 亿元(+14.1%) / 7.6 亿元(+30%) / 5.8 亿元(+9.6%)，营收占比分别为 42.5%/28%/21.2%，公司的 T 恤连续四年在同类产品中综合占有率第一，成为超级单品。渠道方面公司全渠道打通，线上渠道包括天猫、京东旗舰店等，线下渠道包括直营及加盟店，覆盖全国高端百货商场、购物中心、专卖店、机场高铁、高尔夫球场等区域，截止 21 年底，线上/线下渠道营收占比分别为 4.5%/95.5%，其中线下渠道通过门店扩张为公司贡献主要营收增量。

图 3：2017-2021 年公司主要产品收入（亿元）



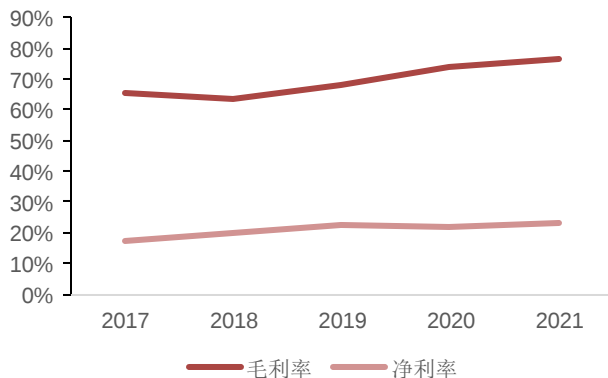
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 4：2016-2021 年公司直营/加盟门店数量（家）

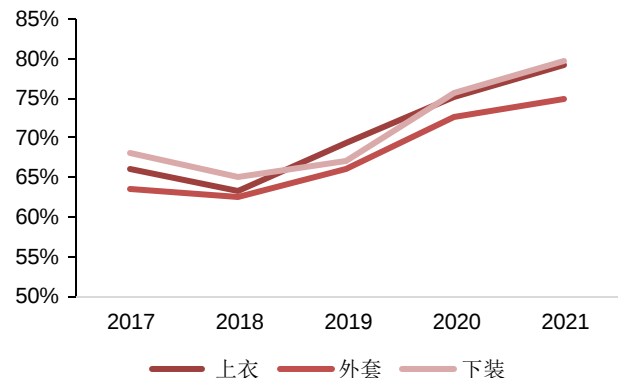


数据来源：公司年报，西南证券整理

盈利能力不断提升，全品类均高盈利。2021 年公司毛利率为 76.7%，较 2017 年提升 11.3pp，毛利率提升主要在于公司高毛利率产品迭代，分产品来看，2021 年公司上衣/外套/下装毛利率分别为 79.2%/75%/79.8%，分别较 2017 年提升 13.2pp/11.3pp/11.8pp，所有产品毛利率均有提升。

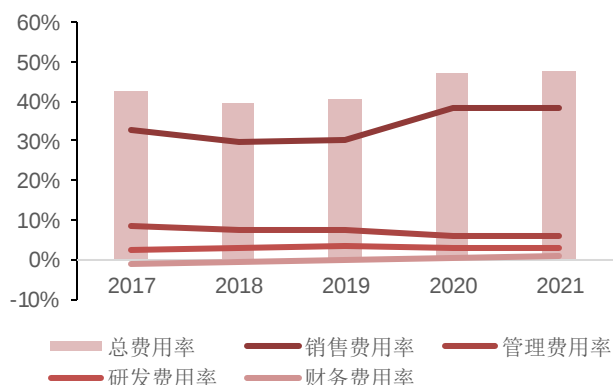
图 5：2017-2021 年公司毛利率及净利率


数据来源：公司年报，西南证券整理

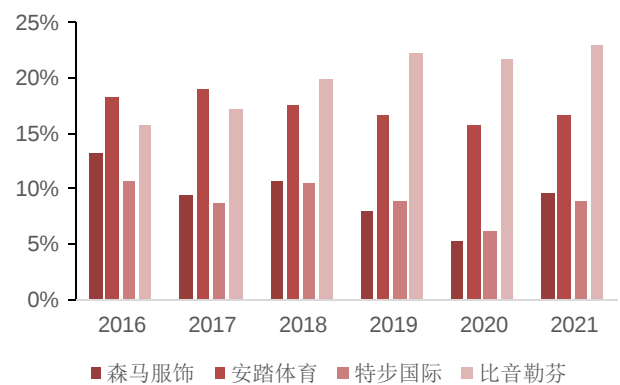
图 6：2017-2021 年公司主要产品毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

费控持续优化，盈利能力领先。2021 年公司总费用率为 47.9%，较 2017 年上升 5pp。分拆来看，销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 38.3%/5.8%/0.8%/3.1%，较 2017 年+5.7pp/-2.8pp/+1.7pp/-0.1pp，费率变动与公司规模扩张以及经营战略较为匹配。受益于毛利率大幅提升，对冲费用率增加，公司 21 年净利率为 23%，较 2017 年提升 5.9pp。横向对比来看，公司盈利能力保持领先。

图 7：2017-2021 年公司费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2017-2020 年公司与可比公司净利率


数据来源：公司年报，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：随着公司业务持续扩张，线下有望保持较快的开店速度，预计 22-24 年公司开店数分别为 170 家、150 家、135 家。

假设 2：随着公司新品迭代速度加快，营运效率提升，公司的毛利率仍能维持较高水平，预计 22-24 年公司毛利率分别为 76.5%、76.8%和 77.1%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入成本预测

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	2,720.00	3300.6	4062.7	4947.9
yoy	18.1%	21.3%	23.1%	21.8%
营业成本	634.16	774.5	942.6	1134.9
毛利率	76.7%	76.5%	76.8%	77.1%
线上				
收入	122.58	149.5	186.9	229.9
yoy	24.8%	22.0%	25.0%	23.0%
成本	60.15	73.3	91.0	111.5
毛利率	50.9%	51.0%	51.3%	51.5%
线下				
收入	2,597.41	3151.1	3875.8	4718.0
yoy	17.8%	21.3%	23.0%	21.7%
成本	574.01	701.2	851.6	1023.4
毛利率	77.9%	78.0%	78.2%	78.5%
直营				
收入	1,914.08	2296.9	2825.2	3446.7
yoy	17.5%	20.0%	23.0%	22.0%
成本	361.49	436.4	531.1	644.5
毛利率	81.1%	81.0%	81.2%	81.3%
加盟				
收入	683.33	854.2	1050.6	1271.3
yoy	18.58%	25.0%	23.0%	21.0%
成本	212.52	264.8	320.4	378.8
毛利率	68.90%	69.0%	69.5%	70.2%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们以同类型业态的森马服饰、安踏体育、特步国际作为可比公司，考虑到公司作为高端运动时尚龙头，盈利能力行业领先，参考可比公司估值，给予公司 22 年 20 倍估值，目标价 29 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	最新价	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002563.SZ	森马服饰	6.54	0.63	0.72	0.81	10.46	9.09	8.07
2020.HK	安踏体育	93.10	3.3	4.14	4.93	22.84	18.21	15.3
1368.HK	特步国际	11.30	0.44	0.56	0.71	20.59	16.21	12.96
平均值						17.96	14.50	12.11
002832.SZ	比音勒芬	23.65	1.45		2.22	16	13	11

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2719.99	3300.61	4062.73	4947.90	净利润	624.54	828.66	1028.37	1269.02
营业成本	634.16	774.49	942.62	1134.90	折旧与摊销	105.61	64.97	85.09	104.18
营业税金及附加	23.96	29.08	35.79	43.59	财务费用	21.81	-3.76	-5.66	-16.40
销售费用	1041.05	1280.63	1596.65	1954.42	资产减值损失	-78.68	-80.00	-60.00	-50.00
管理费用	156.27	194.74	251.89	316.67	经营营运资本变动	757.65	-830.46	-187.84	-618.71
财务费用	21.81	-3.76	-5.66	-16.40	其他	-533.39	83.01	13.29	29.91
资产减值损失	-78.68	-80.00	-60.00	-50.00	经营活动现金流净额	897.52	62.42	873.25	718.00
投资收益	38.82	30.00	28.50	27.08	资本支出	-113.95	-220.00	-190.00	-175.00
公允价值变动损益	3.42	0.99	1.21	1.51	其他	-69.82	30.99	29.71	28.59
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-183.76	-189.01	-160.29	-146.41
营业利润	737.75	976.42	1211.15	1493.31	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-5.08	-4.29	-4.73	-4.59	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	732.67	972.13	1206.42	1488.73	股权融资	399.79	20.06	0.00	0.00
所得税	108.13	143.47	178.05	219.71	支付股利	-164.99	-173.66	-222.81	-267.86
净利润	624.54	828.66	1028.37	1269.02	其他	-459.83	-62.32	-2.22	8.91
少数股东损益	0.00	-0.01	-0.01	-0.02	筹资活动现金流净额	-225.03	-215.93	-225.03	-258.95
归属母公司股东净利润	624.54	828.67	1028.39	1269.03	现金流量净额	488.73	-342.51	487.93	312.64
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1082.71	740.20	1228.13	1540.77	成长能力				
应收和预付款项	436.63	547.75	666.50	812.74	销售收入增长率	18.09%	21.35%	23.09%	21.79%
存货	660.21	772.30	964.34	1156.02	营业利润增长率	26.76%	32.35%	24.04%	23.30%
其他流动资产	1465.40	2126.05	2172.93	2689.19	净利润增长率	25.21%	32.68%	24.10%	23.40%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	26.26%	19.93%	24.38%	22.51%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	392.50	554.61	668.49	745.66	毛利率	76.69%	76.54%	76.80%	77.06%
无形资产和开发支出	119.55	123.00	124.55	128.73	三费率	44.82%	44.59%	45.36%	45.57%
其他非流动资产	705.94	695.41	684.89	674.37	净利率	22.96%	25.11%	25.31%	25.65%
资产总计	4862.96	5559.32	6509.83	7747.47	ROE	19.24%	21.28%	21.88%	22.26%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.84%	14.91%	15.80%	16.38%
应付和预收款项	359.62	502.60	553.48	680.87	ROIC	31.43%	37.83%	35.43%	36.09%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	31.81%	31.44%	31.77%	31.95%
其他负债	1256.93	1161.94	1256.00	1365.10	营运能力				
负债合计	1616.55	1664.54	1809.48	2045.97	总资产周转率	0.63	0.63	0.67	0.69
股本	550.33	570.71	570.71	570.71	固定资产周转率	11.25	10.16	8.65	8.51
资本公积	600.47	600.15	600.15	600.15	应收账款周转率	9.37	10.16	9.99	10.02
留存收益	2067.96	2722.97	3528.54	4529.72	存货周转率	0.95	1.06	1.05	1.05
归属母公司股东权益	3245.44	3893.83	4699.40	5700.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.23%	—	—	—
少数股东权益	0.97	0.96	0.94	0.92	资本结构				
股东权益合计	3246.41	3894.79	4700.34	5701.50	资产负债率	33.24%	29.94%	27.80%	26.41%
负债和股东权益合计	4862.96	5559.32	6509.83	7747.47	带息债务/总负债	17.60%	17.10%	15.73%	13.91%
					流动比率	3.37	3.71	3.95	4.10
					速动比率	2.76	3.02	3.19	3.34
					股利支付率	26.42%	20.96%	21.67%	21.11%
					每股指标				
					每股收益	1.09	1.45	1.80	2.22
					每股净资产	5.69	6.82	8.24	9.99
					每股经营现金	1.57	0.11	1.53	1.26
					每股股利	0.29	0.30	0.39	0.47
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	865.16	1037.63	1290.58	1581.09					
PE	21.61	16.29	13.12	10.64					
PB	4.16	3.47	2.87	2.37					
PS	4.96	4.09	3.32	2.73					
EV/EBITDA	12.92	11.53	8.89	7.05					
股息率	1.22%	1.29%	1.65%	1.98%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn