

比音勒芬 (002832)

证券研究报告

2022年07月19日

预计六七月销售环比强劲，定位优势显著，高端运动龙头继续领跑

近期公司调整市场或担心 Q2 销售及库存情况，我们预计 6 月以来 7 月至今公司业务环比加速增长，受益直营+经销业务模式、广泛渠道布局以及差异化品牌定位，Q2 延续增长势头，有望继续领跑行业。截至 2021 年底，公司拥有 1100 个终端销售门店，其中直营 532 家，加盟 568 家。伴随低线城市居民收入增加和消费升级，在巩固一二线优势基础上，公司门店全面布局至发展较快的三四线城市。我们预计整体来看，终端零售或保持双位数增长；同时折扣管理较好，库销比健康，高端运动赛道优势显著，下半年比音勒芬高尔夫系列单独开店强化高端运动品牌定位。

比音勒芬市场定位成功，领跑高端运动品牌增长。一方面，聚焦高质量核心 VIP 客群，高端定位运动轻奢，我们预计整体销售受经济波动影响较低。公司全面推进 VIP 精细化管理，线上线下联动，推动销售业绩增长。截至 2021 年 12 月 31 日，公司 VIP 会员人数突破 70 万人。另一方面，持续开店保证规模增长，次新店发力贡献业绩增量；比音勒芬 2021 年净开店 121 家，我们预计 22 年继续新开 100 家以上，单独开设高尔夫门店强化品牌专业定位基因；同时，持续推动品牌年轻化、打开年轻客群市场。通过一系列品牌推广新渠道和新模式，坚持品牌的年轻化、国际化和高端化建设，提升品牌文化价值和影响力；聚焦微信和小红书两大主流平台，通过广告投放和 KOL 合作不断种草培养年轻消费客群。

产品、品牌、运营多维发力巩固竞争优势，助力品牌升级。1) 坚持高比例研发投入，整合优质面料资源和优秀设计人才，持续打造高品质的产品；积极开展联名、与知名 IP 故宫宫廷文化跨界合作，演绎高端国潮。2) 赛事传播、娱乐营销、事件推广、公益活动多管齐下，深化品牌文化内核，提升品牌传播力；登上权威媒体 CCTV-1《大国品牌》栏目，提升品牌公信力和权威性。3) 推动线上线下联动的新零售营销模式助力业绩增长；建立统一信息管理平台，全面开启数字化运营。

维持盈利预测，维持买入评级

公司继续深化品牌形象，加强下沉市场布局；聚焦高质量核心 VIP 客群，持续开店发力贡献业绩增量。我们预计比音勒芬 22-23 年 EPS 分别为 1.4、1.8 元/股，PE 分别为 14.9X、11.7X。

风险提示：拓店速度不及预期，店效水平增长不及预期；人工费用开支增长、仓储物流调配费用增长；国际运动品牌竞争影响等。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,303.33	2,719.99	3,335.25	3,994.90	5,000.09
增长率(%)	26.17	18.09	22.62	19.78	25.16
EBITDA(百万元)	771.26	1,019.10	1,007.20	1,227.87	1,528.04
净利润(百万元)	498.82	624.54	797.18	1,012.90	1,277.86
增长率(%)	22.68	25.20	27.64	27.06	26.16
EPS(元/股)	0.87	1.09	1.40	1.77	2.24
市盈率(P/E)	23.80	19.01	14.89	11.72	9.29
市净率(P/B)	4.91	3.66	3.12	2.63	2.20
市销率(P/S)	5.15	4.36	3.56	2.97	2.37
EV/EBITDA	10.63	11.84	9.73	7.39	5.55

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	20.8 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	570.71
流通 A 股股本(百万股)	389.42
A 股总市值(百万元)	11,870.71
流通 A 股市值(百万元)	8,099.90
每股净资产(元)	6.56
资产负债率(%)	27.34
一年内最高/最低(元)	29.69/20.30

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《比音勒芬-年报点评报告:Q1 业绩同增 41%超预期，轻奢运动休闲龙头彰显强劲成长力》 2022-04-16
- 《比音勒芬-公司点评:精准卡位运动休闲，高端消费需求回暖，预计 Q1 继续领跑行业》 2022-03-24
- 《比音勒芬-季报点评:盈利能力强劲，轻奢运动休闲龙头高质量发展》 2021-10-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	578.78	1,082.71	1,555.02	2,511.35	3,120.86	营业收入	2,303.33	2,719.99	3,335.25	3,994.90	5,000.09
应收票据及应收账款	301.06	279.72	320.29	237.14	460.55	营业成本	601.55	634.16	750.43	872.69	1,085.02
预付账款	59.68	67.03	120.72	79.75	166.08	营业税金及附加	13.98	23.96	26.63	30.45	40.70
存货	607.68	660.21	924.42	891.39	1,347.97	销售费用	885.37	1,041.05	1,245.72	1,470.92	1,841.03
其他	1,532.00	1,555.29	1,508.89	1,585.07	1,339.61	管理费用	132.63	156.27	196.11	235.70	300.01
流动资产合计	3,079.20	3,644.97	4,429.34	5,304.70	6,435.08	研发费用	64.80	83.39	99.06	113.06	150.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	9.70	21.81	(0.87)	(10.36)	(19.52)
固定资产	239.22	244.34	220.64	196.95	173.25	资产/信用减值损失	(53.72)	(78.37)	(21.82)	(12.65)	(11.79)
在建工程	49.12	148.17	148.17	148.17	148.17	公允价值变动收益	0.43	3.42	(89.70)	(118.31)	(131.22)
无形资产	114.86	119.55	109.17	98.78	88.40	投资净收益	24.50	38.82	26.73	30.01	31.85
其他	266.20	705.94	343.21	357.32	422.68	其他	42.09	57.73	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	669.40	1,217.99	821.18	801.22	832.50	营业利润	581.99	737.75	933.38	1,181.50	1,491.69
资产总计	3,748.60	4,862.96	5,250.52	6,105.92	7,267.58	营业外收入	4.79	0.53	2.32	2.55	1.80
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	1.66	5.61	3.34	3.54	4.16
应付票据及应付账款	134.84	164.62	207.06	214.43	310.17	利润总额	585.13	732.67	932.36	1,180.51	1,489.33
其他	450.87	776.53	829.64	844.29	1,070.44	所得税	86.33	108.13	135.19	167.63	211.48
流动负债合计	585.71	941.15	1,036.70	1,058.72	1,380.61	净利润	498.80	624.54	797.16	1,012.88	1,277.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(0.02)	(0.00)	(0.01)	(0.02)	(0.02)
应付债券	630.98	284.55	305.18	406.91	332.21	归属于母公司净利润	498.82	624.54	797.18	1,012.90	1,277.86
其他	32.49	250.18	104.69	129.12	161.33	每股收益(元)	0.87	1.09	1.40	1.77	2.24
非流动负债合计	663.48	534.73	409.87	536.03	493.54						
负债合计	1,330.86	1,616.55	1,446.57	1,594.75	1,874.15	主要财务比率					
少数股东权益	0.91	0.97	0.96	0.95	0.93		2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	524.08	550.33	570.71	570.71	570.71	成长能力					
资本公积	226.93	600.47	600.47	600.47	600.47	营业收入	26.17%	18.09%	22.62%	19.78%	25.16%
留存收益	1,608.41	2,067.96	2,603.69	3,301.64	4,190.58	营业利润	23.13%	26.76%	26.52%	26.58%	26.25%
其他	57.41	26.68	28.13	37.41	30.74	归属于母公司净利润	22.68%	25.20%	27.64%	27.06%	26.16%
股东权益合计	2,417.74	3,246.41	3,803.95	4,511.17	5,393.43	获利能力					
负债和股东权益总计	3,748.60	4,862.96	5,250.52	6,105.92	7,267.58	毛利率	73.88%	76.69%	77.50%	78.16%	78.30%
						净利率	21.66%	22.96%	23.90%	25.35%	25.56%
						ROE	20.64%	19.24%	20.96%	22.46%	23.70%
						ROIC	41.76%	30.78%	61.12%	58.03%	73.86%
						偿债能力					
						资产负债率	35.50%	33.24%	27.55%	26.12%	25.79%
						净负债率	2.16%	-18.52%	-31.13%	-44.71%	-49.54%
						流动比率	4.61	3.37	4.27	5.01	4.66
						速动比率	3.70	2.76	3.38	4.17	3.68
						营运能力					
						应收账款周转率	10.42	9.37	11.12	14.33	14.33
						存货周转率	3.59	4.29	4.21	4.40	4.47
						总资产周转率	0.73	0.63	0.66	0.70	0.75
						每股指标(元)					
						每股收益	0.87	1.09	1.40	1.77	2.24
						每股经营现金流	1.12	1.57	1.08	1.51	1.29
						每股净资产	4.23	5.69	6.66	7.90	9.45
						估值比率					
						市盈率	23.80	19.01	14.89	11.72	9.29
						市净率	4.91	3.66	3.12	2.63	2.20
						EV/EBITDA	10.63	11.84	9.73	7.39	5.55
						EV/EBIT	11.03	12.24	10.07	7.60	5.68

现金流量表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	498.80	624.54	797.18	1,012.90	1,277.86
折旧摊销	93.55	105.61	34.08	34.08	34.08
财务费用	16.27	39.73	(0.87)	(10.36)	(19.52)
投资损失	(24.50)	(38.82)	(26.73)	(30.01)	(31.85)
营运资金变动	(655.76)	372.54	(98.29)	(26.89)	(392.55)
其它	708.49	(206.07)	(89.71)	(118.33)	(131.24)
经营活动现金流	636.85	897.52	615.65	861.37	736.77
资本支出	79.35	(75.21)	145.49	(24.43)	(32.21)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,123.93)	(108.55)	60.64	291.07	326.51
投资活动现金流	(1,044.58)	(183.76)	206.13	266.64	294.30
债权融资	621.28	(171.22)	(109.85)	133.98	(25.99)
股权融资	(107.76)	197.85	(239.62)	(305.66)	(395.58)
其他	11.88	(251.66)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	525.39	(225.03)	(349.47)	(171.68)	(421.57)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	117.67	488.73	472.31	956.33	609.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com