

比音勒芬(002832)

点
评
报
告

公
司
研
究
—
服
装
家
纺
—

证
券
研
究
报
告

6-7月零售强势复苏，全年成长持续领跑

——比音勒芬跟踪点评

✍️ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ : 联系人: 詹陆雨
✉️ : mali@stocke.com.cn

报告导读

6-7月零售强势复苏，全年成长预期不变，A股运动服饰赛道龙头基本面依旧领跑

投资要点

□ 强产品力支撑 6-7月零售迅速复苏。

4、5月受到疫情影响全国服装零售行业承压，但随着5月末上海复工复产以及618推动，品牌服饰企业集体实现复苏，其中比音勒芬凭借优秀产品力带动的高客户粘性、以及2-3线城市市场为主（上海门店不到10家）的渠道结构（疫情控制良好），在6、7月已实现显著正向零售增长，反弹速度及力度领跑同业，叠加下半年低基数（21年Q1/Q2/Q3/Q4收入增速48%/24%/12%/3%，归母净利增速55%/48%/14%/10%），预计4-5月影响有限，暂不调整全年成长计划及增速预期。

作为主打中高收入男性消费群体的高端运动时尚品牌（男装占比超过70%），由于设计感（色彩及花纹元素更适合公务员、企业高管等目标消费群体工作及生活场景需求）、版型（遮掩亚洲人肩窄、中年腹部易突出等特点）、面料（韩国、意大利进口，舒适度高、垂坠感强、易打理）都非常贴合目标客群需求，且相对其他运动时尚类海外老牌男装渠道更为下沉，比音勒芬品牌客户粘性极强（老客单次消费连带率3以上，70%消费来自老客），21年VIP数量已突破70万人，目前在各百货中心男装楼层稳居前三甚至第一，带动消费环境波动下持续领跑行业的零售表现。

□ **渠道高盈利水准推动22年拓店加速。**截至2021年末公司渠道数量达到1100家（较年初净增121家），在此基础上2022年预计净增180家，成为少数连续4年保持快速渠道净增的高端品牌。渠道的快速增长来自于产品和品牌力支撑下的渠道高盈利能力，从经销商草根调研来看比音勒芬品牌经营利润率可以达到20%水准，在男装品牌领域非常优秀。考虑服装品牌普遍集中在下半年新开门店（以高单价秋冬装起卖），预计三四季度将陆续看到门店净增计划落实。

□ 8月下旬高尔夫系列新品及单体店即将面世：

作为拥有高尔夫基因的运动时尚品牌，高尔夫系列过去多以球会店/商场门店少量SKU陈列方式进行销售，铺货比例占比不到10%，但22秋冬订货会开始，高尔夫系列在新韩国设计师主导下产品时尚度提升、SKU更为丰富，成为订货反响最好的系列，除加盟商订货外，公司计划从22H2开始单独为高尔夫线开辟专业门店（直营为主），进一步提升高端人群触达，新产品及新门店都将随8月秋冬线上市正式面世。

除高尔夫线外，公司强势品类T恤已在18-21年取得同类产品综合占有率第一（来自中华商业联合会统计），22年将针对该品类开展引领战略升级，进行重点推广并拓宽价格带，以引流更多年轻客户体验品牌产品。

□ 盈利预测及估值：

虽然Q2品牌服饰企业整体受到疫情冲击，我们认为公司通过持续深耕运动时尚领域，打造了精准的产品定位并持续进行多元化的品宣投入，带动渠道质量持续提升、高速增长同时营运周转效率提升势头也非常明显，未来成长空间充分，预计公司22~24年归母净利润8.1/10.3/12.5亿，对应增速30%/26%/21%，对应PE16/12/10X，看好赛道及成长性继续推荐，维持“买入”评级。

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥22.24

单季度业绩

元/股

1Q/2022	0.38
4Q/2021	0.30
3Q/2021	0.39
2Q/2021	0.17



公司简介

A股代表性高端运动时尚服饰企业，旗下拥有品牌比音勒芬及威尼斯

相关报告

- 1、《比音勒芬：持续高质量强劲增长势头，细分龙头领跑行业》2021-08-17
- 2、《比音勒芬：Q3展现健康、稳健增长，运动时尚细分龙头继续领跑》2021-10-28
- 3、《比音勒芬：领跑高端运动时尚，业绩持续亮丽增长》2022-02-22
- 4、《比音勒芬：Q1开局亮丽增长领跑，拓店加速+品类升级推动全年高增》2022-04-16

报告撰写人：马莉

联系人：詹陆雨

□ **风险提示：**疫情反复影响消费信心、新品牌拓展不及预期

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	2,719.99	3,336.01	4,028.34	4,791.13
(+/-)	18.1%	22.6%	20.8%	18.9%
归母净利润	624.54	813.47	1026.37	1245.94
(+/-)	25.2%	30.3%	26.2%	21.4%
每股收益 (元)	1.13	1.43	1.80	2.18
P/E	20.3	15.6	12.4	10.2

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,645	4,059	4,918	6,007	营业收入	2,720	3,336	4,028	4,791
现金	1,083	1,469	2,080	2,853	营业成本	634	823	973	1,167
交易性金融资产	635	0	0	0	营业税金及附加	24	30	36	43
应收账款	280	387	418	540	营业费用	1,041	1,259	1,489	1,738
其它应收款	90	93	113	142	管理费用	156	190	226	268
预付账款	67	98	97	136	研发费用	83	110	133	158
存货	660	712	910	1,035	财务费用	22	9	2	(6)
其他	831	1,300	1,300	1,300	资产减值损失	79	89	115	135
非流动资产	1,218	1,155	1,125	1,095	公允价值变动损益	3	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	39	25	25	25
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	15	15	15	15
固定资产	244	291	285	276	营业利润	738	961	1,212	1,470
无形资产	120	129	122	114	营业外收支	(5)	(4)	(4)	(4)
在建工程	148	50	50	50	利润总额	733	957	1,207	1,466
其他	706	684	668	655	所得税	108	144	181	220
资产总计	4,863	5,213	6,042	7,101	净利润	625	813	1,026	1,246
流动负债	1,082	1,095	1,184	1,358	少数股东损益	(0)	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	625	813	1,026	1,246
应付款项	127	178	184	248	EBITDA	922	1,059	1,364	1,643
预收账款	146	187	216	264	EPS (最新摊薄)	1.13	1.43	1.80	2.18
其他	809	729	784	846	主要财务比率				
非流动负债	535	249	249	249		2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	535	249	249	249	营业收入	18.1%	22.6%	20.8%	18.9%
负债合计	1,617	1,344	1,433	1,607	营业利润	26.8%	30.3%	26.0%	21.3%
少数股东权益	1	0	0	0	归属母公司净利润	25.2%	30.3%	26.2%	21.4%
归属母公司股东权	3,245	3,869	4,610	5,494	获利能力				
负债和股东权益	4,863	5,213	6,042	7,101	毛利率	76.7%	75.3%	75.8%	75.6%
					净利率	23.0%	24.4%	25.5%	26.0%
					ROE	22.1%	22.9%	24.2%	24.7%
					ROIC	23.3%	23.4%	24.7%	25.0%
					偿债能力				
					资产负债率	33.2%	25.8%	23.7%	22.6%
					净负债比率	49.8%	34.7%	31.1%	29.2%
					流动比率	3.4	3.7	4.4	4.6
					速动比率	2.7	3.0	3.6	3.8
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
					应收帐款周转率	9.4	10.0	10.0	10.0
					应付帐款周转率	4.2	4.3	4.3	4.3
					每股指标(元)				
					每股收益	1.13	1.43	1.80	2.18
					每股经营现金	1.63	1.63	1.84	0.00
					每股净资产	5.90	6.78	8.08	9.63
					估值比率				
					P/E	20.3	15.6	12.4	10.2
					P/B	3.9	3.3	2.8	2.3
					EV/EBITDA	9.8	8.2	5.7	4.1

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>