

纺服免税组

比音勒芬 (002832.SZ) 买入 (维持评级)

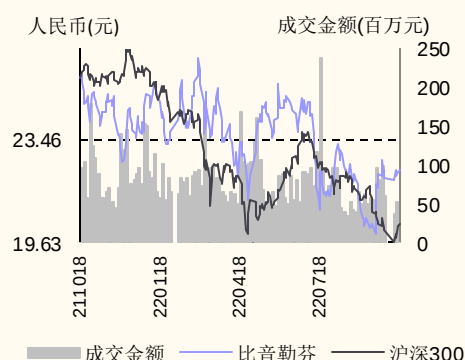
公司点评

市场价格 (人民币): 22.32 元

逆势不改强劲增长, 势能引领全年可期

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.71
已上市流通 A 股(亿股)	3.89
总市值(亿元)	127.38
年内股价最高最低(元)	26.46/19.95
沪深 300 指数	3846
深证成指	11162



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,303	2,720	3,051	3,562	4,201
营业收入增长率	26.17%	18.09%	12.17%	16.76%	17.91%
归母净利润(百万元)	499	625	799	994	1,213
归母净利润增长率	22.68%	25.20%	27.91%	24.43%	22.01%
摊薄每股收益(元)	0.952	1.135	1.400	1.742	2.125
每股经营性现金流净额	1.22	1.63	1.43	1.78	2.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.64%	19.24%	20.77%	21.42%	21.56%
P/E	17.06	22.43	15.95	12.82	10.50
P/B	3.52	4.32	3.31	2.75	2.26

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 10 月 17 日发布 22 年三季报, 实现营收 22.25 亿元 (+13.02%), 实现归母净利 5.73 亿元 (+24.93%); 其中单 Q3 实现营收 9.12 亿元 (+20.10%), 实现归母净利 2.79 亿元 (+30.42%), 实现扣非净利 2.68 亿元 (+31.68%), 符合此前预期。

经营分析

- **业绩表现行业领先, 盈利能力提升:** 多地疫情反复背景下, Q3 公司营收、利润均实现双位数增长, 业绩表现领先于同业。受益于品牌力提升, 公司折扣把控严格, Q3 毛利率为 73.77%、环比持平; 弱市下严控费用, Q3 销售/管理费用率分别为 28.13%/4.15%, 同比-1.37Pct/持平, 环比 Q2 下降 22.14/3.22Pct, 盈利能力持续提升, Q3 净利率同比+2.42Pct 至 30.57%。
- **库龄结构改善, 经营质量较优:** 截至 Q3 末公司存货同比增长 12.87% 至 6.89 亿元, 与收入规模增长同步, 其中两年以内库存占比提升、且存货周转持续加强, 反映线上、奥莱等清货渠道消化库存能力较强, 营运状况良好。另外, 年初至今公司经营性净现金流累计达 7.91 亿元, 同比增长 15.11%, 且净现比为 1.4, 反映公司经营质量较优。
- **发力高尔夫赛道, 品牌势能再提升:** 公司 22 年重点打造高尔夫线, 设计方面采用功能性面料, 深度绑定全球优质面料供应商; 推进“大单品”策略, 以小领 T 作为拳头产品打造“T 恤专家”品牌形象, 巩固自身高尔夫基因, 22 年起高尔夫线 SKU 数量翻倍, 设计年轻化、配色多元化。拓店方面, 22 年公司计划新增 30-40 家高尔夫专营店, 高端高尔夫线产品占比提升有望提升品牌势能、多元化触达优质目标客群。

投资建议

- 公司作为高端运动休闲龙头, 高质量产品与精准营销深度绑定高消费力男性客群, 继续发力高尔夫赛道, 渠道扩容叠加产品迭代下品牌独特调性得到巩固, 业绩韧性与成长性优势突出。维持此前预测, 预计 22-24 年公司归母净利分别为 7.99/9.94/12.13 亿元, 对应 PE 分别为 16/13/11 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 存货积压、库存老化, 拓店不及预期, 疫情反复影响线下门店, 股东减持。

相关报告

1. 《高端国牌领军者, 逆势增长全年可期-比音勒芬深度》, 2022.9.29

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

杨欣 分析师 SAC 执业编号: S1130522080010
yangxin1@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,826	2,303	2,720	3,051	3,562	4,201
增长率		26.2%	18.1%	12.2%	16.8%	17.9%
主营业务成本	-588	-602	-634	-687	-787	-926
%销售收入	32.2%	26.1%	23.3%	22.5%	22.1%	22.0%
毛利	1,237	1,702	2,086	2,364	2,776	3,275
%销售收入	67.8%	73.9%	76.7%	77.5%	77.9%	78.0%
营业税金及附加	-17	-14	-24	-21	-25	-29
%销售收入	0.9%	0.6%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-548	-885	-1,041	-1,120	-1,282	-1,504
%销售收入	30.0%	38.4%	38.3%	36.7%	36.0%	35.8%
管理费用	-136	-133	-156	-174	-189	-214
%销售收入	7.4%	5.8%	5.7%	5.7%	5.3%	5.1%
研发费用	-59	-65	-83	-92	-89	-97
%销售收入	3.2%	2.8%	3.1%	3.0%	2.5%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	478	605	781	957	1,191	1,431
%销售收入	26.2%	26.3%	28.7%	31.4%	33.4%	34.1%
财务费用	6	-10	-22	-1	10	25
%销售收入	-0.3%	0.4%	0.8%	0.0%	-0.3%	-0.6%
资产减值损失	-33	-54	-78	-64	-90	-89
公允价值变动收益	0	0	3	0	0	0
投资收益	17	25	39	48	60	60
%税前利润	3.6%	4.2%	5.3%	5.1%	5.1%	4.2%
营业利润	473	582	738	941	1,170	1,428
营业利润率	25.9%	25.3%	27.1%	30.8%	32.9%	34.0%
营业外收支	-1	3	-5	-1	-1	-1
税前利润	472	585	733	940	1,169	1,427
利润率	25.8%	25.4%	26.9%	30.8%	32.8%	34.0%
所得税	-65	-86	-108	-141	-175	-214
所得税率	13.8%	14.8%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	407	499	625	799	994	1,213
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	407	499	625	799	994	1,213
净利率	22.3%	21.7%	23.0%	26.2%	27.9%	28.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	407	499	625	799	994	1,213
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	96	147	372	146	194	211
非经营收益	-45	-31	-29	-23	-32	-39
营运资金变动	-124	21	-70	-105	-142	-159
经营活动现金净流	333	637	898	817	1,014	1,226
资本开支	-226	-95	-215	-291	-294	-296
投资	-89	0	0	0	0	0
其他	6	-950	32	48	60	60
投资活动现金净流	-309	-1,045	-184	-243	-234	-236
股权募资	0	0	0	-28	0	0
债权募资	0	681	0	-47	-25	17
其他	-82	-156	-225	-197	-222	-248
筹资活动现金净流	-82	525	-225	-272	-247	-231
现金净流量	-58	118	489	303	533	759

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	475	579	1,083	1,326	1,816	2,543
应收款项	191	355	370	376	449	529
存货	674	608	660	643	656	691
其他流动资产	558	1,538	1,532	1,517	1,579	1,646
流动资产	1,899	3,079	3,645	3,862	4,500	5,409
%总资产	75.2%	82.1%	75.0%	73.0%	73.6%	75.2%
长期投资	99	93	98	98	98	98
固定资产	237	288	393	468	538	599
%总资产	9.4%	7.7%	8.1%	8.9%	8.8%	8.3%
无形资产	220	220	225	376	516	646
非流动资产	626	669	1,218	1,427	1,612	1,784
%总资产	24.8%	17.9%	25.0%	27.0%	26.4%	24.8%
资产总计	2,524	3,749	4,863	5,289	6,112	7,193
短期借款	0	0	197	180	155	172
应付款项	191	179	220	221	252	296
其他流动负债	343	488	664	596	662	729
流动负债	535	667	1,082	997	1,069	1,197
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	31	663	535	445	402	371
负债	566	1,331	1,617	1,442	1,471	1,568
普通股股东权益	1,957	2,417	3,245	3,846	4,640	5,624
其中：股本	308	524	550	571	571	571
未分配利润	1,073	1,414	1,810	2,437	3,232	4,216
少数股东权益	1	1	1	1	1	1
负债股东权益合计	2,524	3,749	4,863	5,289	6,112	7,193

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.319	0.952	1.135	1.400	1.742	2.125
每股净资产	6.349	4.612	5.897	6.738	8.130	9.855
每股经营现金净流	1.082	1.215	1.631	1.432	1.777	2.147
每股股利	0.500	0.500	0.300	0.300	0.350	0.400
回报率						
净资产收益率	20.77%	20.64%	19.24%	20.77%	21.42%	21.56%
总资产收益率	16.11%	13.31%	12.84%	15.10%	16.26%	16.86%
投入资本收益率	21.04%	16.90%	17.85%	18.86%	19.91%	19.99%
增长率						
主营业务收入增长率	23.70%	26.17%	18.09%	12.17%	16.76%	17.91%
EBIT增长率	46.22%	26.50%	29.12%	22.54%	24.37%	20.19%
净利润增长率	39.13%	22.68%	25.20%	27.91%	24.43%	22.01%
总资产增长率	19.11%	48.50%	29.73%	8.76%	15.56%	17.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.5	35.0	39.0	36.0	37.0	37.0
存货周转天数	402.3	388.9	364.9	375.0	376.0	368.0
应付账款周转天数	46.4	59.0	67.4	66.0	66.0	66.0
固定资产周转天数	43.8	37.9	32.8	34.7	33.5	30.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.28%	-1.99%	-38.07%	-38.90%	-43.33%	-48.37%
EBIT利息保障倍数	-85.6	62.4	35.8	1,046.7	-116.3	-56.3
资产负债率	22.42%	35.50%	33.24%	27.27%	24.07%	21.80%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	12	48	69	127
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-29	买入	22.12	26.59 ~ 26.59

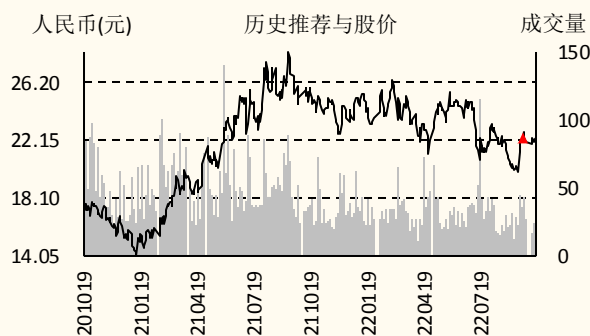
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402