

## 业绩大踏步前进，用行动证明需求韧性

2022 年 10 月 17 日

► **比音勒芬披露 2022 年三季报。**2022 年前三季度公司实现营业收入 22.25 亿元, yoy+13.02%; 归母净利润 5.73 亿元, yoy+24.93%; 拆分单季度, 2022Q3 公司实现营业收入 9.12 亿元, yoy+20.10%; 归母净利润 2.79 亿元, yoy+30.42%。2022 年第三季度公司业绩实现明显逆转。

► **三季度业绩直接证明了公司在需求端的强劲韧性。**我们认为, 2022 年 Q3 公司优秀的业绩表现, 主要受到供给端以及需求端两个方向上的推动。供给端, 首先公司持续推出优质商品, 卡位秋装上新节奏, 用国潮、运动、高尔夫等系列产品提升消费者转化; 其次在终端门店层面, 公司积极推动门店布局, 触达低线市场消费者。需求端, 首先公司的消费者基本为具有一定消费实力的“高净值客户”, 因此该部分消费者在社交、换季等时点均有较强的置装需求, 该部分中高端男装的消费需求并不会轻易消散; 同时比音勒芬始终致力于构建消费者与导购之间的链接, 利用私域流量激活消费者, 进而在疫情后实现消费的快速反弹。

► **三季度国内疫情依然存在, 当前公司收入表现仍未达到“完全体”。**分拆月份观察, 2022 年 7 月以及 8 月份, 国内疫情形势较为稳定, 但是当 9 月份时, 国内的四川、深圳等地均出现了疫情抬头。这部分区域性的疫情自 9 月初延续至了 9 月中下旬, 对居民的线下消费产生了非常明显的影响。比音勒芬作为国内全渠道布局的男装品牌, 在四川、重庆、深圳均有一定量能干的门店布局, 因此公司销售也受到了疫情影响。换言之比音勒芬在 2022 年三季度的表现仍处于“爬坡期”, 业绩端仍有较大潜力。

► **门店端经营改善叠加品牌焕新, 2023 年经营端亮点满满。**长视角观察, 公司在门店端以及品牌端仍有较多亮点, 2023 年或逐步为业绩提供新增量。门店端: 首先在今年的疫情情况下, 商务出行受到一定干扰, 因此公司旗下的以机场店、高铁店为基础的枢纽店的销售情况或也受到一定程度拖累, 以虹桥高铁站店为例, 2022 年 Q2 上海疫情期间处于闭店状态。但是随着国内防疫逐步精准, 2023 年公司枢纽店或将迎来业绩修复; 此外, 受疫情影响, 2022 年部分男装门店选择撤柜或搬离原址, 因此我们认为公司在未来终端店铺的选址以及面积要求上, 或处于更优势地位。品牌端, 公司于 2022 年三季度已经开始推动“比音勒芬高尔夫”系列门店的建设, “高尔夫”品牌或将有效触达更年轻以及更热爱运动的新客群, 丰富公司品牌矩阵。

► **投资建议:**公司为中高端高尔夫服饰领军企业, 品牌力优势、高质量服务助力搭建高粘性客群, 保障经营韧性。公司线上下渠道拓展潜力可观, 比音勒芬品牌知名度有望持续提升, 继续激发业绩潜能。我们认为疫情压力下的业绩不确定性已经落地, 2022Q4 终端形式或逐步改善, 随着估值切换时点的到来, 公司配置价值进一步凸显。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 8.05/10.09/12.59 亿元, 同比+28.8%/+25.4%/+24.8%, 对应 PE 为 16X/13X/10X, 维持“推荐”评级。

► **风险提示:**疫情反复影响公司终端零售表现; 加盟渠道下沉不及预期。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)       | 2720  | 3324  | 3994  | 4764  |
| 增长率 (%)          | 18.1  | 22.2  | 20.2  | 19.3  |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 625   | 805   | 1009  | 1259  |
| 增长率 (%)          | 25.2  | 28.8  | 25.4  | 24.8  |
| 每股收益 (元)         | 1.09  | 1.41  | 1.77  | 2.21  |
| PE               | 20    | 16    | 13    | 10    |
| PB               | 3.9   | 3.3   | 2.7   | 2.2   |

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 10 月 17 日收盘价)

### 推荐

维持评级

当前价格:

22.32 元


**分析师 刘文正**

执业证书: S0100521100009

电话: 13122831967

邮箱: liuwenzheng@mszq.com

**分析师 辛泽熙**

执业证书: S0100521100001

电话: 15000036033

邮箱: xinzexi@mszq.com

### 相关研究

1.比音勒芬 (002832.SZ) 2022 年中报点评: 业绩压力难掩运营亮点, Q3 建议积极布局-2022/08/30

2.比音勒芬 (002832.SZ) 首次覆盖报告: 品牌与圈层的精准匹配, 客群与调性的全面契合-2022/08/02

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 2720  | 3324  | 3994  | 4764  |
| 营业成本      | 634   | 826   | 917   | 991   |
| 营业税金及附加   | 24    | 27    | 32    | 38    |
| 销售费用      | 1041  | 1197  | 1498  | 1857  |
| 管理费用      | 156   | 186   | 217   | 252   |
| 研发费用      | 83    | 107   | 138   | 178   |
| EBIT      | 718   | 981   | 1192  | 1449  |
| 财务费用      | 22    | 1     | -4    | -14   |
| 资产减值损失    | -79   | -90   | -80   | -65   |
| 投资收益      | 39    | 40    | 49    | 59    |
| 营业利润      | 738   | 947   | 1186  | 1480  |
| 营业外收支     | -5    | -1    | -1    | -1    |
| 利润总额      | 733   | 946   | 1185  | 1479  |
| 所得税       | 108   | 141   | 177   | 220   |
| 净利润       | 625   | 805   | 1009  | 1259  |
| 归属于母公司净利润 | 625   | 805   | 1009  | 1259  |
| EBITDA    | 1011  | 1219  | 1436  | 1698  |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 1083  | 1102  | 1670  | 2511  |
| 应收账款及票据     | 280   | 341   | 462   | 486   |
| 预付款项        | 67    | 96    | 94    | 105   |
| 存货          | 660   | 791   | 861   | 939   |
| 其他流动资产      | 1555  | 1828  | 1948  | 2093  |
| 流动资产合计      | 3645  | 4157  | 5035  | 6134  |
| 长期股权投资      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产        | 244   | 265   | 288   | 281   |
| 无形资产        | 120   | 121   | 122   | 123   |
| 非流动资产合计     | 1218  | 1170  | 1198  | 1208  |
| 资产合计        | 4863  | 5327  | 6232  | 7341  |
| 短期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款及票据     | 165   | 192   | 224   | 247   |
| 其他流动负债      | 917   | 990   | 1057  | 1136  |
| 流动负债合计      | 1082  | 1182  | 1281  | 1383  |
| 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债      | 535   | 250   | 250   | 250   |
| 非流动负债合计     | 535   | 250   | 250   | 250   |
| 负债合计        | 1617  | 1433  | 1531  | 1633  |
| 股本          | 550   | 571   | 571   | 571   |
| 少数股东权益      | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 股东权益合计      | 3246  | 3894  | 4701  | 5708  |
| 负债和股东权益合计   | 4863  | 5327  | 6232  | 7341  |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标     | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%)   |        |        |        |        |
| 营业收入增长率    | 18.09  | 22.20  | 20.15  | 19.30  |
| EBIT 增长率   | 26.61  | 36.68  | 21.51  | 21.62  |
| 净利润增长率     | 25.20  | 28.84  | 25.35  | 24.81  |
| 盈利能力 (%)   |        |        |        |        |
| 毛利率        | 76.69  | 75.14  | 77.04  | 79.21  |
| 净利率        | 22.96  | 24.21  | 25.26  | 26.42  |
| 总资产收益率 ROA | 12.84  | 15.11  | 16.18  | 17.15  |
| 净资产收益率 ROE | 19.24  | 20.67  | 21.46  | 22.06  |
| 偿债能力       |        |        |        |        |
| 流动比率       | 3.37   | 3.52   | 3.93   | 4.44   |
| 速动比率       | 2.70   | 2.77   | 3.19   | 3.68   |
| 现金比率       | 1.00   | 0.93   | 1.30   | 1.82   |
| 资产负债率 (%)  | 33.24  | 26.89  | 24.56  | 22.24  |
| 经营效率       |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数   | 37.54  | 37.80  | 42.62  | 37.54  |
| 存货周转天数     | 380.00 | 389.04 | 374.36 | 370.00 |
| 总资产周转率     | 0.56   | 0.62   | 0.64   | 0.65   |
| 每股指标 (元)   |        |        |        |        |
| 每股收益       | 1.09   | 1.41   | 1.77   | 2.21   |
| 每股净资产      | 5.69   | 6.82   | 8.24   | 10.00  |
| 每股经营现金流    | 1.57   | 1.42   | 1.96   | 2.48   |
| 每股股利       | 0.30   | 0.31   | 0.35   | 0.44   |
| 估值分析       |        |        |        |        |
| PE         | 20     | 16     | 13     | 10     |
| PB         | 3.9    | 3.3    | 2.7    | 2.2    |
| EV/EBITDA  | 12.22  | 9.89   | 8.00   | 6.27   |
| 股息收益率 (%)  | 1.34   | 1.39   | 1.58   | 1.98   |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 625   | 805   | 1009  | 1259  |
| 折旧和摊销       | 294   | 238   | 244   | 249   |
| 营运资金变动      | -70   | -306  | -195  | -125  |
| 经营活动现金流     | 898   | 812   | 1116  | 1414  |
| 资本开支        | -215  | -221  | -273  | -260  |
| 投资          | 0     | -180  | -100  | -100  |
| 投资活动现金流     | -184  | -331  | -325  | -300  |
| 股权募资        | 0     | 20    | 0     | 0     |
| 债务募资        | 0     | -285  | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | -225  | -462  | -223  | -273  |
| 现金净流量       | 489   | 19    | 568   | 841   |

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026