

买入

# 比音勒芬 (002832.SZ)

## 拟推第四期员工持股计划，彰显公司发展信心

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn  
联系人： 关竣尹 0755-81982834 guanjunyin@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004

### 事项：

2023年6月9日晚间，比音勒芬发布公告拟推第四期员工持股计划，参加对象包括公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员，以及公司（含子公司）其他核心员工，参加对象共计不超过1,624人，计划筹集资金总额不超过20,000万元。

**国信纺织观点：**1) 拟推第四期员工持股计划，彰显发展信心；2) 中长期展望乐观：成功培育高端基因，随着品牌影响力提升，成长空间广阔；3) 风险提示：疫情反复、存货大幅减值、品牌形象受损、市场系统性风险。4) 投资建议：业绩和经营质量持续得到印证，第四期员工持股计划进一步彰显公司发展信心。2017年8月第一期员工持股计划推出至今，公司连续多个季度业绩高增长，近日拟推出的第四期员工持股计划进一步彰显了发展的信心。从短期看，今年随着线下客流回暖和社交场景放开，公司流水快速增长、库存周转优化；从中长期看，比音勒芬精准定位高端运动时尚景气细分赛道，通过精准定位、高质量营销、优秀产品力培育出高端品牌基因，随着品牌影响力持续提升，未来成长空间广阔。我们维持盈利预测，预计2023-2025年净利润分别9.4/11.6/14.0亿元，同比增长30%/23%/20%，维持目标价40.6-42.7元，对应2024年20~21x PE，维持“买入”评级。

### 评论：

#### ◆ 拟推第四期员工持股计划，彰显发展信心

2023年6月9日晚间，比音勒芬发布公告拟推第四期员工持股计划，具体细节如下：

- 1) 参加对象包括公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员，以及公司（含子公司）其他核心员工，参加对象共计不超过1,624人。
- 2) 计划筹集资金总额不超过20,000万元，以“份”作为认购单位，每份份额为1.00元，计划合计份额不超过20,000万份。资金来源主要包括参加对象的自筹资金、公司控股股东谢秉政先生提供的借款支持。公司控股股东谢秉政先生提供借款资金部分与参加对象自筹资金部分的比例不超过1:1。
- 3) 公司控股股东谢秉政先生承诺：待本员工持股计划到期结束所有股票变现后，若可分配给参加对象的最终金额低于其认购本员工持股计划本金扣除借款利息后的金额，谢秉政先生对参加对象认购本员工持股计划的本金扣除借款利息后金额与最终收益分配的金额的差值部分承担差额补足的义务。
- 4) 本员工持股计划的存续期不超过24个月，自公司股东大会审议通过本员工持股计划之日起计算。公司股东大会审议通过本员工持股计划后6个月内，本员工持股计划将通过二级市场购买（包括但不限于集中竞价交易、大宗交易等）或其他方式取得并持有公司股票。按照资金总额上限20,000万元，以及2023年6月9日标的收盘价作为购买均价进行测算，不考虑相关税费的影响，本员工持股计划预计可购买标的股票不超过623.44万股，占公司当前总股本的1.09%。锁定期为12个月，自公司公告本员工持股计划完成公司股票购买之日起计算。

表 1: 历次股权激励计划

员工持股计划	发布草案日期	拟筹资金额上限	资金来源	激励股份来源	参与人数上限	董事长承诺
第一期	2017/8/20	0.5 亿元	本员工持股计划参加对象合法薪酬及其他	定向资产管理计划通过二级市场购买	600 人	待本员工持股计划到期结束所有股票变现后, 若可分配给参加对象的最终金额低于其认购本员工持股计划本金扣除借款利息后的金额, 谢秉政先生承担差额补足的义务。
第二期	2019/5/29	1.0 亿元	公司员工合法薪酬及自筹资金、控股股东借款及其他	回购专用账户回购的比音勒芬 A 股股票	900 人	
第三期	2021/1/13	1.5 亿元	控股股东谢秉政借款资金部分与员工自筹资金部分的比例不超过 1:1	二级市场购买	1,320 人	
第四期	2023/6/9	2.0 亿元			1,624 人	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 2: 第四期员工持股计划的参加对象名单及份额认购情况

序号	姓名	职务	认购份额上限 (万份)	占员工持股计划比例
1	申金冬	董事、总经理	140	0.70%
2	唐新乔	董事、副总经理、财务总监	120	0.60%
3	陈阳	董事、副总经理、董事会秘书	100	0.50%
4	史民强	监事会主席	46	0.23%
5	周灿灿	职工监事	60	0.30%
6	金芬林	副总经理	80	0.40%
7	其他核心员工 (不超过 1,618 人)	-	19,454.00	97.27%
合计	-	-	20,000.00	100.00%

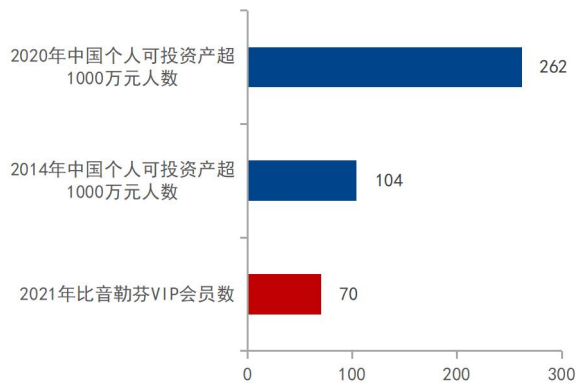
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

#### ◆ 中长期展望乐观: 成功培育高端基因, 随着品牌影响力提升, 成长空间广阔

**品牌力: 成功培育高尔夫高端运动基因, 高质量营销驱动品牌影响力持续提升。**比音勒芬早年切入高尔夫运动赛道, 并成功培育出高端时尚运动基因, 2016 年上市以来, 公司持续积极展开奥运营销、娱乐营销和事件营销, 从百度搜索指数看, 公司品牌影响力每年都有明显的提升。从报表端可见, 毛利率的逐步增加反映品牌溢价能力的提升。

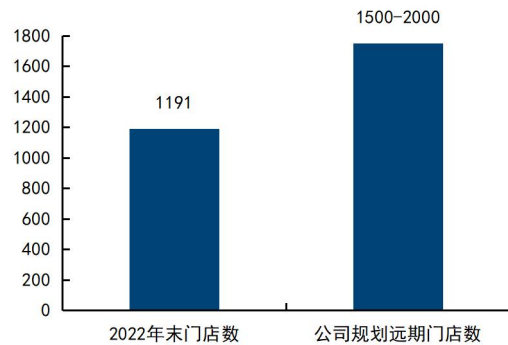
**成长空间: 公司会员数有广阔增长空间, 中长期门店数中枢有望达到 1791 家。**1) 从消费群体看, 2021 年末公司会员数仅 70 万, 但中国个人可投资资产超过 1000 万元的人数预计在 2021 年达到 300 万人以上且年复合双位数增长, 因此从消费人群角度而言, 比音勒芬品牌仍有广阔增长空间。2) 从渠道渗透率的角度, 我们把中国城市按照人均社零高低划分为 12 个等级, 若门店低渗透率的城市对标门店高渗透率的城市计算, 中性假设下, 比音勒芬门店数理论上能达到 1791 家 (2022 年末是 1191 家)。另外, 公司继续积极布局线上渠道, 与电商平台深度合作, 将线下优质 VIP 客户通过直播平台进行线上引流, 通过“线下+线上”渠道布局, 为比音勒芬客户提供更多的消费体验和更便捷的服务。

图1：中国可投资资产超 1000 万人数及比音勒芬 VIP（万人）



资料来源：《2021 中国私人银行业研究报告》，比音勒芬公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司中长期仍有广阔的开店空间



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 投资建议：业绩和经营质量持续得到印证，第四期员工持股计划进一步彰显发展信心

2017 年 8 月第一期员工持股计划推出至今，公司连续多个季度业绩高增长，近日拟推出的第四期员工持股计划进一步彰显了发展的信心。从短期看，今年随着线下客流回暖和社交场景放开，公司流水快速增长、库存周转优化；从中长期看，比音勒芬精准定位高端运动时尚景气细分赛道，通过精准定位、高质量营销、优秀产品力培育出高端品牌基因，随着品牌影响力持续提升，未来成长空间广阔。我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年净利润分别 9.4/11.6/14.0 亿元，同比增长 30%/23%/20%，维持目标价 40.6-42.7 元，对应 2024 年 20~21x PE，维持“买入”评级。

表3：公司盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,720	2,885	3,523	4,176	4,876
(+/-%)	18.1%	6.1%	22.1%	18.6%	16.7%
净利润(百万元)	625	728	945	1160	1397
(+/-%)	25.2%	16.5%	29.8%	22.8%	20.4%
每股收益(元)	1.13	1.27	1.66	2.03	2.45
EBIT Margin	32.4%	34.0%	31.7%	32.3%	33.0%
净资产收益率(ROE)	19.2%	17.6%	19.5%	20.3%	20.7%
市盈率(PE)	28.3	25.2	19.4	15.8	13.1
EV/EBITDA	21.1	19.3	16.8	14.1	12.0
市净率(PB)	5.4	4.4	3.8	3.2	2.7

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

#### ◆ 风险提示

疫情反复、存货大幅减值、品牌形象受损、市场系统性风险。

#### 相关研究报告：

- 《比音勒芬（002832.SZ）-2023 一季度净利润增长 41%，库存周转明显优化》——2023-04-28
- 《比音勒芬（002832.SZ）-三季度净利润逆势增长 30%，库存周转优化》——2022-10-18
- 《比音勒芬（002832.SZ）-二季度净利润下滑 13%，品牌力稳步提升》——2022-08-30
- 《比音勒芬（002832.SZ）-逆境下增长好于行业，看好业绩韧性》——2022-07-21
- 《比音勒芬（002832.SZ）-2022 年一季度业绩增长 41%，库存优化显著》——2022-04-17

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1083	1145	2982	3780	4764	营业收入	2720	2885	3523	4176	4876
应收款项	370	325	396	470	549	营业成本	634	652	788	929	1078
存货净额	660	746	781	894	1008	营业税金及附加	24	25	31	36	42
其他流动资产	898	530	648	768	896	销售费用	1041	1036	1258	1478	1709
<b>流动资产合计</b>	<b>3645</b>	<b>4124</b>	<b>5008</b>	<b>6111</b>	<b>7418</b>	管理费用	150	207	336	388	441
固定资产	393	532	532	558	571	财务费用	22	(8)	(17)	(30)	(41)
无形资产及其他	120	129	124	119	114	投资收益	39	39	35	42	49
投资性房地产	706	794	794	794	794	资产减值及公允价值变动	82	(94)	(82)	(89)	(94)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(232)	(62)	30	34	39
<b>资产总计</b>	<b>4863</b>	<b>5579</b>	<b>6457</b>	<b>7583</b>	<b>8897</b>	营业利润	738	855	1110	1363	1642
短期借款及交易性金融负债	197	202	202	202	202	营业外净收支	(5)	0	0	1	1
应付款项	165	231	268	315	365	利润总额	733	856	1111	1364	1643
其他流动负债	720	833	916	1074	1240	<b>所得税费用</b>	<b>108</b>	<b>128</b>	<b>166</b>	<b>204</b>	<b>246</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1082</b>	<b>1266</b>	<b>1386</b>	<b>1591</b>	<b>1807</b>	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
长期借款及应付债券	285	0	0	0	0	归属于母公司净利润	625	728	945	1160	1397
其他长期负债	250	182	232	282	332						
<b>长期负债合计</b>	<b>535</b>	<b>182</b>	<b>232</b>	<b>282</b>	<b>332</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1617</b>	<b>1447</b>	<b>1617</b>	<b>1873</b>	<b>2139</b>	净利润	625	728	945	1160	1397
少数股东权益	1	1	1	1	1	资产减值准备	25	19	56	9	4
股东权益	3245	4130	4838	5708	6756	折旧摊销	34	41	68	81	94
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4863</b>	<b>5579</b>	<b>6457</b>	<b>7583</b>	<b>8897</b>	公允价值变动损失	(82)	94	82	89	94
						财务费用	22	(8)	(17)	(30)	(41)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	493	368	1	(42)	(51)
每股收益	1.13	1.27	1.66	2.03	2.45	其它	(25)	(19)	(56)	(9)	(4)
每股红利	0.30	0.30	0.41	0.51	0.61	<b>经营活动现金流</b>	<b>1069</b>	<b>1232</b>	<b>1095</b>	<b>1287</b>	<b>1534</b>
每股净资产	5.90	7.24	8.48	10.00	11.84	资本开支	0	(88)	(200)	(200)	(200)
ROIC	25%	28%	34%	44%	51%	其它投资现金流	(534)	(744)	1179	0	0
ROE	19%	18%	20%	20%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(534)</b>	<b>(832)</b>	<b>979</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>
毛利率	77%	77%	78%	78%	78%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	32%	34%	32%	32%	33%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	34%	35%	34%	34%	35%	支付股利、利息	(166)	(171)	(236)	(290)	(349)
收入增长	18%	6%	22%	19%	17%	其它融资现金流	303	5	0	0	0
净利润增长率	25%	17%	30%	23%	20%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(30)</b>	<b>(337)</b>	<b>(236)</b>	<b>(290)</b>	<b>(349)</b>
资产负债率	33%	26%	25%	25%	24%	<b>现金净变动</b>	<b>504</b>	<b>62</b>	<b>1838</b>	<b>797</b>	<b>985</b>
息率	0.9%	0.9%	1.2%	1.5%	1.8%	货币资金的期初余额	579	1083	1145	2982	3780
P/E	29.5	26.3	20.2	16.5	13.7	货币资金的期末余额	1083	1145	2982	3780	4764
P/B	5.7	4.6	4.0	3.4	2.8	企业自由现金流	0	1155	817	987	1214
EV/EBITDA	21.9	20.1	17.5	14.7	12.5	权益自由现金流	0	1160	832	1013	1249

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032