

➤ **事件：比音勒芬披露 23 年三季度业绩。**23Q1-3，公司实现营收 27.96 亿元，yoy+25.67%；归母净利润 7.58 亿元，yoy+32.17%。单 Q3 看，公司实现营收 11.12 亿元，yoy+22.04%；归母净利润 3.42 亿元，yoy+22.80%。

➤ **收购百年国际奢侈品牌，构建多元成长曲线。**23 年 4 月 4 日，公司发布对外投资公告，以子公司完成对意大利奢侈品男装品牌“CERRUTI 1881”与英国运动时尚品牌“KENT&CURWEN”的全球商标权的收购，其中“CERRUTI 1881”创立于 1881 年，定位重奢，收购后将以定制和销售高端西服等为核心业务，同时采用开设大型旗舰店模式进行扩张；“KENT&CURWEN”创立于 1926 年，定位轻奢设计师品牌，收购后延续英伦绅士风格和板球运动 DNA，瞄准年轻群体市场。两大百年奢牌与原有比音勒芬及威尼斯狂欢节品牌差异化定位，进一步完善公司多品牌矩阵，促进公司国际化、高端化、年轻化全方位发展。此外，原 GUCCI 男装设计总监 Daniel Kearns 将于 10 月开始正式任职“CERRUTI 1881”和“KENT&CURWEN”首席创意官，主要负责双品牌的男女装成衣、高级定制、皮具、配饰和生活方式系列，其加入公司后的首个创意系列将于 24 年 9 月发布，期待新品牌后续成长。

➤ **主品牌持续深化心智单品，Q4 低基数下增速可期。**23Q3，比音勒芬主标针对超级单品“小领 T”和故宫宫廷文化联名系列的“苏绣系列”，上新卫衣、T 恤等品类秋季产品；比音勒芬高尔夫合作杭州亚运会等国际赛事以及其他知名业余赛事，提供高尔夫赛事服装，夯实品牌高尔夫文化基因。Q4 步入服装消费旺季，叠加 22Q4 低基数，比音勒芬主品牌依托持续提升的产品力和品牌影响力，收入同比有望实现高增。

➤ **销售费用率优化，盈利能力稳步向上。**1) 毛利率方面，23Q1-3，公司毛利率为 76.60%，同比+1.78pct；单 Q3 毛利率为 75.75%，同比+1.98pct。2) 费用率方面，23Q1-3，公司销售费用率为 34.24%，同比-1.25pct；管理费用率为 6.67%，同比+1.35pct，主要系并购相关的中介服务费增加所致；研发费用率为 3.34%，同比+0.16pct，主要系研发投入增加所致；单 Q3 看，公司销售费用率为 27.49%，同比-0.64pct；管理费用率为 5.74%，同比+1.59pct；研发费用率为 3.65%，同比+0.98pct。3) 净利率方面，23Q1-3，公司实现归母净利润 7.58 亿元，对应归母净利率 27.11%，同比+1.33pct；单 Q3 归母净利润 3.42 亿元，对应归母净利率 30.76%，同比+0.19pct。

➤ **存货周转效率持续优化，盈利质量维持较优水平。**23Q1~3 公司存货周转天数 297 天，同比-28 天，环比 23H1 -39 天；经营活动现金流 9.72 亿元，同比+22.97%，净现比约 1.28，利润结构较为健康。

➤ **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；收购两大国际奢牌，中长期成长空间有望进一步打开，我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 9.58/11.65/14.27 亿元，同比 +31.7%/+21.6%/+22.5%，对应 PE 为 20X/16X/13X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新品牌运营不及预期；渠道拓展不及预期；存货余额较大。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,885	3,623	4,405	5,247
增长率 (%)	6.1	25.6	21.6	19.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	728	958	1,165	1,427
增长率 (%)	16.5	31.7	21.6	22.5
每股收益 (元)	1.27	1.68	2.04	2.50
PE	26	20	16	13
PB	4.6	3.9	3.3	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

33.51 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 杨颖

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

相关研究

1.比音勒芬 (002832.SZ) 2022 年三季度报点评：业绩大踏步前进，用行动证明需求韧性-2022/10/17

2.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

3.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)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,885	3,623	4,405	5,247
营业成本	652	766	934	1,106
营业税金及附加	25	33	40	47
销售费用	1,036	1,261	1,507	1,758
管理费用	196	250	313	378
研发费用	100	130	172	210
EBIT	801	1,204	1,462	1,776
财务费用	-8	-3	-5	-17
资产减值损失	-99	-135	-164	-195
投资收益	39	51	62	73
营业利润	855	1,126	1,369	1,677
营业外收支	0	1	2	2
利润总额	856	1,127	1,371	1,679
所得税	128	169	206	252
净利润	728	958	1,165	1,427
归属于母公司净利润	728	958	1,165	1,427
EBITDA	1,135	1,594	2,062	2,291

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,145	941	1,631	2,613
应收账款及票据	253	295	335	370
预付款项	28	80	101	122
存货	746	686	794	891
其他流动资产	1,953	1,988	2,015	2,031
流动资产合计	4,124	3,990	4,875	6,026
长期股权投资	0	51	112	186
固定资产	462	481	516	616
无形资产	129	1,079	1,043	1,052
非流动资产合计	1,455	2,320	2,280	2,552
资产合计	5,579	6,310	7,155	8,578
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	231	214	276	345
其他流动负债	1,034	1,016	970	1,088
流动负债合计	1,266	1,230	1,246	1,434
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	182	175	64	147
非流动负债合计	182	175	64	147
负债合计	1,447	1,405	1,310	1,581
股本	571	571	571	571
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	4,131	4,905	5,845	6,997
负债和股东权益合计	5,579	6,310	7,155	8,578

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.06	25.58	21.61	19.11
EBIT 增长率	11.67	50.19	21.47	21.52
净利润增长率	16.50	31.68	21.61	22.47
盈利能力 (%)				
毛利率	77.40	78.84	78.81	78.93
净利率	25.22	26.45	26.45	27.19
总资产收益率 ROA	13.04	15.18	16.28	16.63
净资产收益率 ROE	17.62	19.54	19.94	20.40
偿债能力				
流动比率	3.26	3.24	3.91	4.20
速动比率	2.25	2.20	2.78	3.14
现金比率	0.90	0.76	1.31	1.82
资产负债率 (%)	25.94	22.27	18.31	18.43
经营效率				
应收账款周转天数	31.95	30.00	28.00	26.00
存货周转天数	417.39	380.00	365.00	350.00
总资产周转率	0.55	0.61	0.65	0.67
每股指标 (元)				
每股收益	1.27	1.68	2.04	2.50
每股净资产	7.24	8.59	10.24	12.26
每股经营现金流	1.65	2.22	3.00	3.35
每股股利	0.30	0.40	0.48	0.59
估值分析				
PE	26	20	16	13
PB	4.6	3.9	3.3	2.7
EV/EBITDA	15.25	10.87	8.40	7.56
股息收益率 (%)	0.90	1.18	1.43	1.76

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	728	958	1,165	1,427
折旧和摊销	334	390	600	515
营运资金变动	-174	-177	-163	-155
经营活动现金流	942	1,267	1,711	1,912
资本开支	-499	-1,218	-296	-400
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-683	-1,009	-296	-400
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	-43	-159	0
筹资活动现金流	-218	-462	-725	-530
现金净流量	41	-204	690	981

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