

比音勒芬 (002832)

证券研究报告

2023年12月04日

品牌成长势能强，Q4 低基数增长可期

匠心品牌抢占用户心智，打造高端运动生活方式

公司着力打造国际奢侈品集团，开拓布局全球，包括投资并购国际奢侈品牌，加快集团转型升级，推进品牌的国际化、高端化进程，集合国际化设计团队、国际化面料、国际化生产的资源优势，快速打开国际市场。与此同时坚持品类引领品牌战略，打造超级单品，抢占用户心智。

据中国商业联合会、中华全国商业信息中心发布销售调查统计，比音勒芬T恤品类已连续五年（2018-2022）荣获同类产品市场综合占有率第一位，比音勒芬高尔夫服装从2017-2022年连续六年获同类产品市场综合占有率第一。近五年，公司营收年复合增长率为22.3%，净利润年复合增长率达32.2%，持续领跑行业。

国际化合作团队，全渠道覆盖目标客群

公司以轻资产模式运营，多年来重点开展“产品研发”及“市场营销”业务，实行货物生产外包形式；以“生活高尔夫”为产品风格定位，以“三高一新一”——高品质、高品位、高科技和创新为研发理念，整合全球优势资源。目前拥有中、英、意、韩四国设计研发团队，并与GORE-TEX、POLARTEC、OUTLAST、东洋纺等国际知名面料供应商合作，且已建立起中、日、韩、越等国际化生产制作基地。

渠道方面，终端店铺覆盖了全国所有省会城市核心商圈，并且在机场、球场、购物中心、高铁及奥特莱斯等渠道开设专卖店，全渠道覆盖目标消费人群。

十年10倍增长目标，完善多品牌矩阵发展布局

公司未来十年营收以10倍增长为目标，营收总规模超300亿，并瞄准500亿进军，公司预计到2033年集团营收将超过300亿，其中，CERRUTI 1881超过50亿，KENT&CURWEN超过30亿，比音勒芬高尔夫超过50亿，比音勒芬主标超过150亿，威尼斯做到20亿。集团将在坚持多品牌矩阵的核心战略之上，推进国际高端化进程，正式与国际奢侈品集团同台竞技。全新战略升级完善了集团旗下各个品牌的未来发展布局。

CERRUTI 1881品牌定位重奢，价格对标BURBERRY和杰尼亚，采用大店模式，产品包括西服、奢华定制、奢华休闲、奢华男女装运动、鞋履等品类。而KENT&CURWEN延续英伦绅士风格和板球运动DNA，利用品牌的超级符号——理查一世御用的三狮标和英伦玫瑰，打造轻奢设计师品牌，瞄准年轻人市场，品牌对标Ami等。

目前，公司规划将两大国际品牌的创意中心和研发中心设立在法国巴黎CERRUTI 1881公司，并在国内加速组建营运中心，开始筹备这两个品牌的产品研发和品牌运营，预计在2024年秋冬，CERRUTI 1881和KENT&CURWEN将全新亮相回归。

维持盈利预测，维持“买入”评级

我们持续强调公司差异化定位优势，开发高尔夫系列拥抱年轻群体及运动赛道，注重渠道高质量；Q4单季度展望，22年同期低基数，23Q4增长可期。我们预计公司23-25年EPS分别为1.7、2.1、2.5元/股，PE分别为20、16、13x

风险提示：拓店速度不及预期、人工费用开支增长、国际品牌竞争影响等

投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	33.33元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	570.71
流通A股股本(百万股)	389.42
A股总市值(百万元)	19,021.67
流通A股市值(百万元)	12,979.31
每股净资产(元)	8.30
资产负债率(%)	22.72
一年内最高/最低(元)	38.00/24.15

作者

孙海洋 分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《比音勒芬-季报点评:成长继续领跑，成长预期乐观》 2023-11-03
- 《比音勒芬-公司点评:Q3Q4 进入低基数期，差异化定位红利或逐步释放》 2023-09-25
- 《比音勒芬-半年报点评:成长韧性凸显》 2023-09-03

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,719.99	2,884.84	3,675.29	4,432.40	5,234.66
增长率(%)	18.09	6.06	27.40	20.60	18.10
EBITDA(百万元)	1,019.10	1,160.52	1,288.11	1,555.62	1,858.35
归属母公司净利润(百万元)	624.54	727.60	956.62	1,177.13	1,434.39
增长率(%)	25.20	16.50	31.48	23.05	21.85
EPS(元/股)	1.09	1.27	1.68	2.06	2.51
市盈率(P/E)	30.46	26.14	19.88	16.16	13.26
市净率(P/B)	5.86	4.61	3.95	3.35	2.82
市销率(P/S)	6.99	6.59	5.18	4.29	3.63
EV/EBITDA	11.84	9.91	12.63	9.41	7.77

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,082.71	1,144.69	1,364.73	2,943.51	3,133.62
应收票据及应收账款	279.72	252.54	470.11	162.22	584.56
预付账款	67.03	28.27	125.13	40.33	145.77
存货	660.21	745.61	902.56	1,009.21	1,251.42
其他	1,555.29	1,953.04	2,324.49	2,091.91	2,080.42
流动资产合计	3,644.97	4,124.15	5,187.02	6,247.18	7,195.80
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	244.34	461.51	444.22	424.99	404.11
在建工程	148.17	70.11	64.09	59.27	55.42
无形资产	119.55	129.01	111.94	94.86	77.78
其他	705.94	794.10	519.35	588.27	584.13
非流动资产合计	1,217.99	1,454.73	1,139.60	1,167.39	1,121.43
资产总计	4,862.96	5,578.89	6,326.62	7,414.58	8,317.23
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	164.62	231.26	177.94	311.29	281.28
其他	776.53	865.61	868.12	1,134.83	1,062.48
流动负债合计	941.15	1,096.87	1,046.06	1,446.12	1,343.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	284.55	0.00	305.18	196.58	167.25
其他	250.18	181.66	154.78	89.12	58.00
非流动负债合计	534.73	181.66	459.96	285.70	225.25
负债合计	1,616.55	1,447.40	1,506.02	1,731.82	1,569.01
少数股东权益	0.97	1.45	1.44	1.44	1.43
股本	550.33	570.71	570.71	570.71	570.71
资本公积	600.47	893.54	893.54	893.54	893.54
留存收益	2,067.96	2,624.35	3,313.07	4,180.41	5,242.56
其他	26.68	41.43	41.84	36.65	39.98
股东权益合计	3,246.41	4,131.48	4,820.60	5,682.76	6,748.22
负债和股东权益总计	4,862.96	5,578.89	6,326.62	7,414.58	8,317.23

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	624.54	727.60	956.62	1,177.13	1,434.39
折旧摊销	105.61	112.90	50.38	51.13	51.82
财务费用	39.73	20.26	(4.70)	(21.98)	(37.03)
投资损失	(38.82)	(39.39)	(29.89)	(33.15)	(35.31)
营运资金变动	372.54	53.65	(819.99)	661.22	(904.14)
其它	(206.07)	67.22	(74.12)	(78.60)	(22.91)
经营活动现金流	897.52	942.24	78.31	1,755.74	486.81
资本支出	(75.21)	258.41	36.88	75.66	41.12
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(108.55)	(941.37)	131.23	104.68	30.00
投资活动现金流	(183.76)	(682.96)	168.11	180.33	71.12
债权融资	(171.22)	(272.13)	241.11	(42.32)	1.10
股权融资	197.85	156.99	(267.49)	(314.97)	(368.91)
其他	(251.66)	(103.06)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(225.03)	(218.20)	(26.38)	(357.29)	(367.81)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	488.73	41.07	220.04	1,578.78	190.11

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,719.99	2,884.84	3,675.29	4,432.40	5,234.66
营业成本	634.16	652.02	786.51	917.51	1,070.49
营业税金及附加	23.96	25.39	29.01	37.69	43.97
销售费用	1,041.05	1,036.37	1,316.49	1,606.30	1,917.93
管理费用	156.27	195.63	216.11	261.51	329.78
研发费用	83.39	100.18	109.16	132.09	157.04
财务费用	21.81	(7.78)	(4.70)	(21.98)	(37.03)
资产/信用减值损失	(78.37)	(97.18)	(65.62)	(73.72)	(78.72)
公允价值变动收益	3.42	4.95	(74.11)	(78.59)	(22.90)
投资净收益	38.82	39.39	29.89	33.15	35.31
其他	57.73	80.55	0.00	0.00	0.00
营业利润	737.75	855.31	1,112.87	1,380.12	1,686.17
营业外收入	0.53	3.02	2.78	2.11	2.64
营业外支出	5.61	2.68	3.32	3.87	3.29
利润总额	732.67	855.64	1,112.33	1,378.36	1,685.52
所得税	108.13	128.04	155.73	201.24	251.14
净利润	624.54	727.60	956.61	1,177.12	1,434.38
少数股东损益	(0.00)	0.00	(0.01)	(0.00)	(0.01)
归属于母公司净利润	624.54	727.60	956.62	1,177.13	1,434.39
每股收益(元)	1.09	1.27	1.68	2.06	2.51

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	18.09%	6.06%	27.40%	20.60%	18.10%
营业利润	26.76%	15.93%	30.11%	24.01%	22.18%
归属于母公司净利润	25.20%	16.50%	31.48%	23.05%	21.85%
获利能力					
毛利率	76.69%	77.40%	78.60%	79.30%	79.55%
净利率	22.96%	25.22%	26.03%	26.56%	27.40%
ROE	19.24%	17.62%	19.85%	20.72%	21.26%
ROIC	30.78%	55.24%	93.84%	56.03%	108.06%
偿债能力					
资产负债率	33.24%	25.94%	23.80%	23.36%	18.86%
净负债率	-18.52%	-22.83%	-19.22%	-45.22%	-41.43%
流动比率	3.37	3.26	4.96	4.32	5.35
速动比率	2.76	2.67	4.10	3.62	4.42
营运能力					
应收账款周转率	9.37	10.84	10.17	14.02	14.02
存货周转率	4.29	4.10	4.46	4.64	4.63
总资产周转率	0.63	0.55	0.62	0.65	0.67
每股指标(元)					
每股收益	1.09	1.27	1.68	2.06	2.51
每股经营现金流	1.57	1.65	0.14	3.08	0.85
每股净资产	5.69	7.24	8.44	9.95	11.82
估值比率					
市盈率	30.46	26.14	19.88	16.16	13.26
市净率	5.86	4.61	3.95	3.35	2.82
EV/EBITDA	11.84	9.91	12.63	9.41	7.77
EV/EBIT	12.24	10.28	13.15	9.73	7.99

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com