

比音勒芬 (002832.SZ)

第四期员工持股计划发布，彰显信心

公司发布第四期员工持股计划草案，范围广、规模大，有望激发员工团队活力，彰显公司信心。公司发布第四期员工持股计划草案，董事长进行兜底。本次计划参加对象不超过1624人（覆盖范围较此前几期更广），募集资金总额上限2亿元，预计可购买股票不超过623.44万股，占公司当前总股本1.09%（以6月9日收盘价32.08元/股初步测算，不考虑税费影响），锁定期为购买完成后的12个月。①资金来源为董事长谢秉政先生提供的借款支持+参加对象的自筹资金，比例不超过1:1。②董事长谢秉政先生承诺，员工持股计划到期股票变现后，若可分配给参加对象的最终金额低于其成本，谢秉政先生对差值部分承担补足义务。

我们复盘公司历次股权激励计划发布后业绩增长明显提速，我们认为公司的员工持股计划方案成熟有效、覆盖范围广，体现公司对未来增长信心充足。因此我们判断，本次计划有望有效绑定管理层及核心员工利益，调动员工积极性从而带动业绩增长潜力。

短期来看：我们判断近期公司流水持续快速增长，全年业绩增速预计超30%，领跑行业。1) 2023年以来消费环境及线下客流恢复，盈利能力持续上升。据公司公告，2023Q1公司收入/业绩分别同比+33.1%/+41.4%至10.8/3.0亿元，毛利率/净利率分别同比+0.2pct/+1.6pct至75.7%/27.9%。2) 现金流优渥、存货周转优化，为业务健康增长奠定下基础。2023Q1公司存货周转天数同比-57.4天至240.2天，2022年/2023Q1经营性现金流量净额9.4/5.1亿元，分别为同期业绩的1.3/1.7倍。3) 全年业绩快速增长确定性高。我们判断公司4月以来公司流水高速增长，考虑去年Q2及Q4公司业绩基数较低，我们判断2023年公司在拓店+店效双轮驱动下业绩有望增长30%+。

中长期来看，公司主品牌持续夯实品牌化、年轻化、国际化发展战略，建立完善的产品体系并持续迭代推新，扩张优化渠道推动增长。

➢ **产品：高端运动线独立开店，优质产品持续迭代。**1) 主品牌打造生活商务、时尚、高尔夫运动三大系列，为中高端商务客群提供多场景服饰方案，同时针对性进行精准营销。①设计持续迭代推新：早期以经典logo及BG老花等元素设计形成品牌辨识度，后期创新推出“故宫宫廷文化联名”引领消费者需求。②强调高品质、功能性，深度聚焦T恤品类：与GORE-TEX、OUTLAST等国际面料供应商深度合作并定向开发，迭代优质产品。③运动系列2022年开始独立开店，深挖高端户外运动休闲潜力。2) 外延收购两大国际品牌CERRUTI 1881和KENT&CURWEN的全球商标所有权，为中长期发展打开想象空间。

➢ **渠道：2023店数增幅有望达10%+，店效增长可持续性高。**1) 线下：①店数：公司当前仍在拓店阶段，未来高线加密、低线下沉共同驱动业务增长。2022年公司店数1191家（其中直营579家/加盟612家），我们预计2023年有望净增150家左右（增幅达10%+），中长期估计门店规模有望达1800~2200家（仍有50%~80%的空间）。②店效：公司客群粘性高、销售人员激励机制完善，我们判断2023年店效有望持续提升。2) 电商：布局多平台，精准匹配客群流量并引流线下，建立全渠道融合的销售体系。

投资建议。公司卡位运动时尚优质赛道，具备差异化品牌优势。我们预计2023-2025年归母净利润为9.50/11.76/14.45亿元，当前市值183亿元，对应2023年PE为19倍，中长期我们预计业绩维持高增速、估值提升空间大，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动风险；渠道扩张不及预期；威尼斯品牌孵化不达预期；收购品牌效果不达预期；运动休闲消费市场景气度回落。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,720	2,885	3,581	4,387	5,298
增长率 yoy (%)	18.1	6.1	24.1	22.5	20.8
归母净利润(百万元)	625	728	950	1,176	1,445
增长率 yoy (%)	25.2	16.5	30.6	23.8	22.9
EPS 最新摊薄(元/股)	1.09	1.27	1.66	2.06	2.53
净资产收益率(%)	19.2	17.6	19.3	19.9	20.1
P/E(倍)	29.3	25.2	19.3	15.6	12.7
P/B(倍)	5.7	4.4	3.7	3.1	2.5

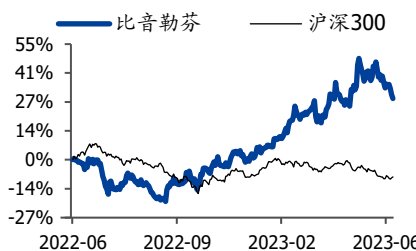
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2023年6月9日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
6月9日收盘价(元)	32.08
总市值(百万元)	18,308.28
总股本(百万股)	570.71
其中自由流通股(%)	68.23
30日日均成交量(百万股)	3.40

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

研究助理 侯子夜

执业证书编号：S0680121070015

邮箱：houziye@gszq.com

研究助理 王佳伟

执业证书编号：S0680122060018

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《比音勒芬(002832.SZ)：业绩增长领跑行业，持续卓越》2023-04-28
- 《比音勒芬(002832.SZ)：国际多品牌矩阵初建，高端化征程再上台阶》2023-04-07
- 《比音勒芬(002832.SZ)：成长领先行业，长期看好》2023-02-09



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3645	4124	4721	5796	7054
现金	1083	1145	1231	2212	2870
应收票据及应收账款	280	253	408	401	576
其他应收款	90	72	129	117	180
预付账款	67	28	90	55	120
存货	660	746	982	1129	1426
其他流动资产	1465	1881	1881	1881	1881
非流动资产	1218	1455	1459	1538	1628
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	244	462	523	605	695
无形资产	120	129	126	122	119
其他非流动资产	854	864	811	811	815
资产总计	4863	5579	6180	7334	8682
流动负债	1082	1266	1087	1217	1270
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	165	231	255	339	380
其他流动负债	917	1034	832	878	890
非流动负债	535	182	183	202	224
长期借款	285	0	1	20	42
其他非流动负债	250	182	182	182	182
负债合计	1617	1447	1270	1419	1494
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	550	571	571	571	571
资本公积	600	894	894	894	894
留存收益	2068	2624	3351	4250	5354
归属母公司股东权益	3245	4130	4909	5913	7187
负债和股东权益	4863	5579	6180	7334	8682

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	898	942	516	1213	890
净利润	625	728	950	1176	1445
折旧摊销	106	113	107	55	55
财务费用	22	-8	-3	-11	-26
投资损失	-39	-39	-50	-38	-30
营运资金变动	-70	-174	-488	32	-554
其他经营现金流	255	323	0	0	0
投资活动现金流	-184	-683	-61	-96	-115
资本支出	216	499	4	79	90
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	32	-184	-57	-17	-25
筹资活动现金流	-225	-218	-369	-136	-116
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-346	-285	1	20	22
普通股增加	26	20	0	0	0
资本公积增加	374	293	0	0	0
其他筹资现金流	-278	-247	-370	-155	-138
现金净增加额	489	41	86	981	658

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2720	2885	3581	4387	5298
营业成本	634	652	801	979	1185
营业税金及附加	24	25	29	35	45
营业费用	1041	1036	1322	1589	1882
管理费用	156	196	243	298	354
研发费用	83	100	110	135	162
财务费用	22	-8	-3	-11	-26
资产减值损失	-79	-99	29	35	42
其他收益	15	23	17	17	15
公允价值变动收益	3	5	0	0	0
投资净收益	39	39	50	38	30
资产处置收益	0	2	0	0	0
营业利润	738	855	1116	1382	1699
营业外收入	1	3	2	3	2
营业外支出	6	3	3	3	4
利润总额	733	856	1116	1382	1697
所得税	108	128	166	206	253
净利润	625	728	950	1176	1445
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	625	728	950	1176	1445
EBITDA	825	934	1187	1385	1678
EPS (元)	1.09	1.27	1.66	2.06	2.53

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	18.1	6.1	24.1	22.5	20.8
营业利润(%)	26.8	15.9	30.5	23.8	22.9
归属于母公司净利润(%)	25.2	16.5	30.6	23.8	22.9
获利能力					
毛利率(%)	76.7	77.4	77.6	77.7	77.6
净利率(%)	23.0	25.2	26.5	26.8	27.3
ROE(%)	19.2	17.6	19.3	19.9	20.1
ROIC(%)	15.4	15.5	18.1	18.5	18.6
偿债能力					
资产负债率(%)	33.2	25.9	20.5	19.4	17.2
净负债比率(%)	-10.9	-18.7	-21.6	-34.1	-36.8
流动比率	3.4	3.3	4.3	4.8	5.6
速动比率	1.9	2.3	2.9	3.4	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	9.4	10.8	10.8	10.8	10.8
应付账款周转率	4.2	3.3	3.3	3.3	3.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.09	1.27	1.66	2.06	2.53
每股经营现金流(最新摊薄)	1.57	1.65	0.90	2.13	1.56
每股净资产(最新摊薄)	5.64	7.24	8.60	10.36	12.59
估值比率					
P/E	29.3	25.2	19.3	15.6	12.7
P/B	5.7	4.4	3.7	3.1	2.5
EV/EBITDA	21.0	17.3	13.4	10.8	8.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 6 月 9 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com