

比音勒芬 (002832)

拟推出第四期员工持股，逻辑强化信心提升

发布第四期员工持股计划（草案），绑定核心员工及公司利益

公司公告第四期员工持股计划（草案），参加对象不超过 1624 人，筹集资金不超过 2 亿元，资金来源包括自筹及控股股东谢秉政先生提供的借款支持；计划将通过二级市场购买等方式取得；按 2 亿元及 2023 年 6 月 9 日收盘价 32 元/股测算，可购买不超过 623 万股，占总 1.1%。

本计划存续期 24 个月锁定期 12 个月；控股股东谢秉政先生承诺：待计划到期所有股票变现后，若可分配给参加对象的金额低于其认购本金扣除借款利息后的金额，谢秉政先生对差值部分承担差额补足义务。

公司前三次员工持股计划发布时间及最终持股数量分别为：2021 年 1 月（649 万股）；2019 年 5 月（686 万股）；2017 年 8 月（288 万股）。

精准定位切入点独特，深挖高端运动休闲市场潜力

公司实施多品牌发展战略和差异化市场定位策略，卡位优质细分赛道持续深耕。品牌定位方面，公司精准把握高尔夫运动和服饰的神形特征，给予消费者鲜明的高尔夫视觉认知，提倡生活高尔夫的健康慢生活理念，22 年成立高尔夫事业部独立运营，通过差异化定位，在品牌、产品、风格、文化等方面形成了独有特性。

产品方面，公司秉持“三高一新”理念，持续推动高品质、高品位、高科技和创新的产品研发，严选高档次、高性能面料，合作意大利、韩国、日本等国际一线品牌面料供应商；设计团队具备多年奢侈品、国际知名品牌高尔夫服饰系列设计经验。

公司从自身品类优势出发，战略升级聚焦 T 恤核心品类，打造品类第一联想品牌，通过各种营销计划及活动，打造小领 T 超级单品，有望进一步打开市场空间。

整合+精准营销，私域运营增强消费粘性

公司紧密围绕主要目标群体，实行从商品企划、产品设计等到活动策划的整合营销，根据产品定位高端的特点，通过对目标客户群生活习惯的针对性分析，精准采用一系列新媒体营销手段，如明星代言、赛事传播、娱乐营销、事件推广、公益活动等，提升品牌知名度和美誉度。

公司积极布局线上渠道，与电商平台深度合作，通过微信号、VIP 社群营销、小程序直播等将线下优质会员引流至线上，为客户提供更多的消费体验和更便捷的服务，并通过微信会员商城小程序达成线上线下联动，实现流量变现，提升品牌粘性及其复购率。

维持盈利预测，维持“买入”评级。公司继续巩固差异化定位优势，开发高尔夫系列拥抱年轻群体及运动赛道，注重渠道高质量增长。我们预计公司 2023-25 年收入分别为 36.8/44.3/52.3 亿，归母净利分别为 9.6/11.8/14.4 亿，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，店效水平增长不及预期；人工费用开支增长、仓储物流调配费用增长；国际运动时尚品牌竞争影响等。该员工持股计划尚未通过股东大会批准，仅为草案，存在不确定性。

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	33.07 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)	18,873.28
流通 A 股市值(百万元)	12,878.06
每股净资产(元)	7.76
资产负债率(%)	24.68
一年内最高/最低(元)	38.00/19.70

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-年报点评报告:差异化逻辑叠加开店客单驱动优质成长》 2023-05-05
- 《比音勒芬-公司点评:4 月低基数叠加高端韧性，释放成长势能》 2023-04-21
- 《比音勒芬-公司点评:重申定位及品牌逻辑，全球布局推进多样化、国际化、高端化》 2023-04-05

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	1,288.04	1,555.85	1,858.16
归属母公司净利润(百万元)	624.54	727.60	957.36	1,178.97	1,436.66
增长率(%)	25.20	16.50	31.58	23.15	21.86
EPS(元/股)	1.09	1.27	1.68	2.07	2.52
市盈率(P/E)	30.22	25.94	19.71	16.01	13.14
市净率(P/B)	5.82	4.57	3.92	3.32	2.80
市销率(P/S)	6.94	6.54	5.14	4.26	3.61
EV/EBITDA	11.84	9.91	12.51	9.30	7.68

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	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,082.71	1,144.69	1,374.46	2,963.06	3,162.62	营业收入	2,719.99	2,884.84	3,675.29	4,432.40	5,234.66
应收票据及应收账款	279.72	252.54	470.11	162.22	584.56	营业成本	634.16	652.02	786.51	917.51	1,070.49
预付账款	67.03	28.27	125.13	40.33	145.77	营业税金及附加	23.96	25.39	29.01	37.69	43.97
存货	660.21	745.61	902.56	1,009.21	1,251.42	销售费用	1,041.05	1,036.37	1,315.75	1,604.53	1,905.42
其他	1,555.29	1,953.04	2,324.49	2,091.91	2,080.42	管理费用	156.27	195.63	216.11	261.51	340.25
流动资产合计	3,644.97	4,124.15	5,196.76	6,266.73	7,224.79	研发费用	83.39	100.18	109.16	132.09	157.04
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	21.81	(7.78)	(4.82)	(22.36)	(37.67)
固定资产	244.34	461.51	429.00	396.49	363.99	资产/信用减值损失	(78.37)	(97.18)	(65.62)	(73.72)	(78.72)
在建工程	148.17	70.11	70.11	70.11	70.11	公允价值变动收益	3.42	4.95	(74.11)	(78.59)	(22.90)
无形资产	119.55	129.01	111.94	94.86	77.78	投资净收益	38.82	39.39	29.89	33.15	35.31
其他	705.94	794.10	519.35	588.27	584.13	其他	57.73	80.55	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,217.99	1,454.73	1,130.40	1,149.74	1,096.01	营业利润	737.75	855.31	1,113.73	1,382.28	1,688.85
资产总计	4,862.96	5,578.89	6,327.16	7,416.47	8,320.81	营业外收入	0.53	3.02	2.78	2.11	2.64
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	5.61	2.68	3.32	3.87	3.29
应付票据及应付账款	164.62	231.26	177.94	311.29	281.28	利润总额	732.67	855.64	1,113.20	1,380.52	1,688.19
其他	776.53	865.61	868.12	1,134.83	1,062.48	所得税	108.13	128.04	155.85	201.56	251.54
流动负债合计	941.15	1,096.87	1,046.06	1,446.12	1,343.76	净利润	624.54	727.60	957.35	1,178.96	1,436.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(0.00)	0.00	(0.01)	(0.00)	(0.01)
应付债券	284.55	0.00	305.18	196.58	167.25	归属于母公司净利润	624.54	727.60	957.36	1,178.97	1,436.66
其他	250.18	181.66	154.78	89.12	58.00	每股收益(元)	1.09	1.27	1.68	2.07	2.52
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	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0.97	1.45	1.44	1.44	1.43	成长能力					
股本	550.33	570.71	570.71	570.71	570.71	营业收入	18.09%	6.06%	27.40%	20.60%	18.10%
资本公积	600.47	893.54	893.54	893.54	893.54	营业利润	26.76%	15.93%	30.21%	24.11%	22.18%
留存收益	2,067.96	2,624.35	3,313.60	4,182.30	5,246.14	归属于母公司净利润	25.20%	16.50%	31.58%	23.15%	21.86%
其他	26.68	41.43	41.84	36.65	39.98	获利能力					
股东权益合计	3,246.41	4,131.48	4,821.14	5,684.64	6,751.80	毛利率	76.69%	77.40%	78.60%	79.30%	79.55%
负债和股东权益总计	4,862.96	5,578.89	6,327.16	7,416.47	8,320.81	净利率	22.96%	25.22%	26.05%	26.60%	27.45%
						ROE	19.24%	17.62%	19.86%	20.74%	21.28%
						ROIC	30.78%	55.24%	93.90%	56.36%	109.69%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	33.24%	25.94%	23.80%	23.35%	18.86%
净利润	624.54	727.60	957.36	1,178.97	1,436.66	净负债率	-18.52%	-22.83%	-19.42%	-45.55%	-41.84%
折旧摊销	105.61	112.90	49.58	49.58	49.58	流动比率	3.37	3.26	4.97	4.33	5.38
财务费用	39.73	20.26	(4.82)	(22.36)	(37.67)	速动比率	2.76	2.67	4.11	3.64	4.45
投资损失	(38.82)	(39.39)	(29.89)	(33.15)	(35.31)	营运能力					
营运资金变动	372.54	53.65	(819.99)	661.22	(904.14)	应收账款周转率	9.37	10.84	10.17	14.02	14.02
其它	(206.07)	67.22	(74.12)	(78.60)	(22.91)	存货周转率	4.29	4.10	4.46	4.64	4.63
经营活动现金流	897.52	942.24	78.12	1,755.66	486.21	总资产周转率	0.63	0.55	0.62	0.65	0.67
资本支出	(75.21)	258.41	26.88	65.66	31.12	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.09	1.27	1.68	2.07	2.52
其他	(108.55)	(941.37)	151.23	124.68	50.00	每股经营现金流	1.57	1.65	0.14	3.08	0.85
投资活动现金流	(183.76)	(682.96)	178.11	190.33	81.12	每股净资产	5.69	7.24	8.45	9.96	11.83
债权融资	(171.22)	(272.13)	241.24	(41.94)	1.73	估值比率					
股权融资	197.85	156.99	(267.70)	(315.45)	(369.50)	市盈率	30.22	25.94	19.71	16.01	13.14
其他	(251.66)	(103.06)	0.00	0.00	(0.00)	市净率	5.82	4.57	3.92	3.32	2.80
筹资活动现金流	(225.03)	(218.20)	(26.46)	(357.40)	(367.77)	EV/EBITDA	11.84	9.91	12.51	9.30	7.68
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	12.24	10.28	13.01	9.61	7.89
现金净增加额	488.73	41.07	229.77	1,588.60	199.56						

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com