



奢侈品市场有望持续增长，渠道拓展及并购国际品牌，公司业绩有望稳健增长——比音勒芬（002832.SZ）投资价值分析报告

● 中产阶级人群规模扩大有望保障奢侈品市场稳健增长

受益于购奢人群年轻化以及中产阶级人群逐步扩大，中国在全球奢侈品市场的消费占比随之扩大，2023 年预计全球奢侈品市场规模将达到 2.3 万亿元，其中，中国奢侈品市场占比 25%。根据 BCG 预测，2022 年到 2030 年，我国预计将新增 8,000 万新中产及以上人口，中产阶级人群规模的扩大有望进一步提升奢侈品市场规模。据 Mob 研究院《90 后奢侈品消费人群洞察》，预计 2030 年，全球奢侈品市场规模有望达到 3.3 万亿元，中国奢侈品消费市场预计占全球市场的 40%，有望超过欧美成为全球最大单一市场。

● 2023 年收购国际品牌与比音勒芬形成互补

公司旗下拥有比音勒芬主标、比音勒芬高尔夫品牌、威尼斯狂欢节品牌以及新收购的两个国际奢侈品牌：CERRUTI 1881 及 KENT & CURWEN，能够一站式满足中产及以上人群多场景的着装需求。新收购的 CERRUTI 1881 具有 142 年品牌历史，KENT & CURWEN 有百年品牌历史，两个国际品牌在品牌影响力和知名度等方面与比音勒芬形成互补，进一步推进公司品牌多样化、国际化、高端化布局，为公司打造全球奢侈品集团奠定了基础。

● 品牌优势及渠道拓展，公司业绩多年稳定增长，当前估值处于低位

2022 年及 2023 年上半年，公司新开门店数分别为 91 家、47 家。受益于渠道拓展、品牌知名度提升以及并购海外奢侈品牌，疫情几年来，公司业绩仍保持稳健增长。对比 PE (TTM) 估值百分位，1 月 18 日公司 PE(TTM) 为 19.30, PE 百分位为 18.24%，目前 PE 在过去三年里比 81.76% 的时候都要低，当前估值处于低位。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 35.73、42.84、51.37 亿元，YOY 分别为 23.87%、19.90%、19.91%；EPS 分别为 1.63、1.98、2.39 元，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 37.49 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

生产环节外包的风险、营销网络拓展带来的管理风险

● 核心业绩数据预测

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,884.84	3,573.36	4,284.28	5,137.19
YOY	6.06%	23.87%	19.90%	19.91%
归母净利润	727.60	930.41	1,128.92	1,366.03
EPS	1.27	1.63	1.98	2.39
P/E	24.43	19.03	15.67	12.98

数据来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际有限公司研究部

纺织服装行业组

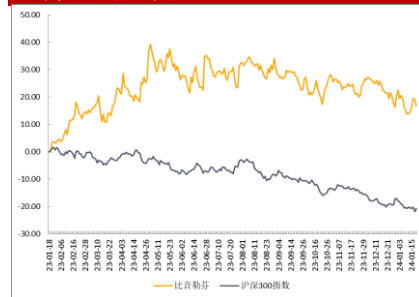
SFC:AAK004

Email: research@waton.com

主要数据 2024.1.19

收盘价（元）	31.02
一年中最低/最高（元）	26.00/38.00
总市值（亿元）	177.0
ROE（加权）	17.06%
PE（TTM）	19.41

股价相对走势





目录

一、公司所属主要行业情况分析	4
二、公司主要业务板块经营情况分析	6
2.1 公司主营业务及产品介绍	6
2.2 公司经营业绩情况	8
2.3 公司核心资源和竞争优势分析	8
2.3.1 品牌资产	8
2.3.2 产品及渠道优势	9
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析	10
三、2023-2025 年公司整体业绩预测	12
四、公司估值分析	13
4.1 P/E 模型估值	13
4.2 DCF 模型	14
五、公司未来六个月内投资建议	14
5.1 公司股价催化剂分析	14
5.2 公司六个月内的目标价	15
六、公司投资评级	15
七、风险提示	15



图表目录

图 1: 中国内地奢侈品市场规模.....	4
图 2: 预计 2024 年奢侈品市场增速.....	5
图 3: 全中国人口的收入阶层变化 (单位: 百万人)	5
图 4: 全球不同区域消费者的奢侈品消费规模及占比.....	6
图 5: 比音勒芬多品牌战略布局.....	6
图 6: 公司营收及增速.....	8
图 7: 公司归母净利润及增速.....	8
图 8: 公司毛利率及净利率走势.....	8
图 9: 公司各项费用率走势.....	8
图 10: 可比公司存货周转率对比.....	10
图 11: 可比公司应收账款周转率对比.....	10
图 12: 可比公司总资产周转率对比.....	10
图 13: 可比公司销售费用率对比.....	11
图 14: 可比公司管理费用率对比.....	11
图 15: 可比公司财务费用率对比.....	11
图 16: 可比公司毛利率对比.....	11
图 17: 可比公司净利率对比.....	11
图 18: 可比公司 ROE 对比.....	12
图 19: PE 估值百分位.....	13
图 20: 可比公司 PE(TTM)对比.....	13
表 1: 多品牌定位.....	7
表 2: 2023-2025 年公司收入预测	12
表 3: 可比公司估值表 (截止 2024 年 1 月 18 日)	14
表 4: DCF 模型估值.....	14

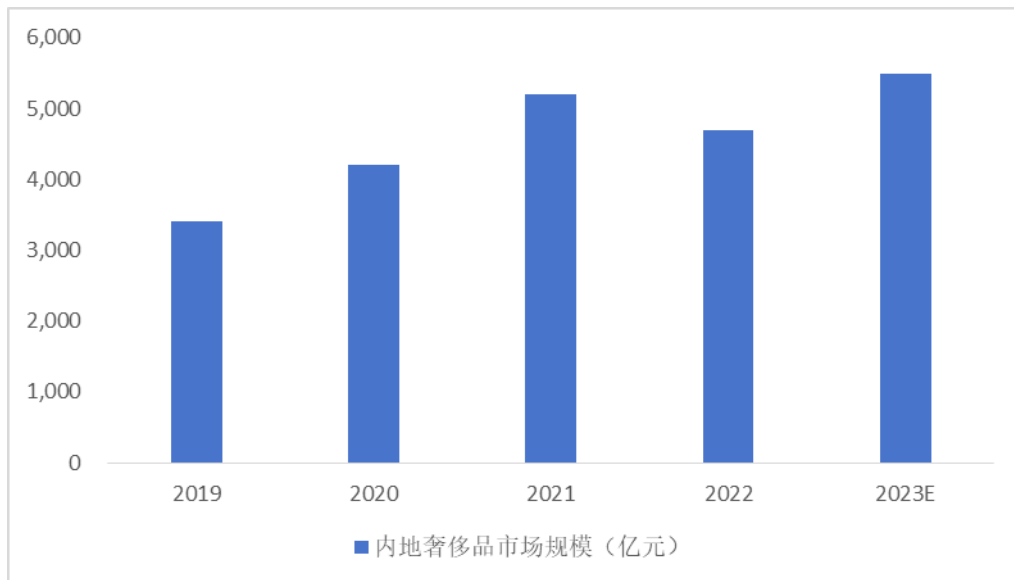


一、公司所属主要行业情况分析

奢侈品市场主要是指高价值、高档次的商品和服务，包括高档酒类、高端时装、私人飞机、豪华游艇、时尚配饰、珠宝、家居用品、香水、名贵手表等，它是一种高社会地位与身份的象征，其高价格本身就是其商品价值的一部分。

近年来，受益于经济的快速增长、居民收入持续提高、购买能力不断提升以及消费渠道的持续变革，我国奢侈品消费快速增长。据 Mob 研究院《90 后奢侈品消费人群洞察》，2023 年中国内地奢侈品市场规模有望达到 5,500 亿元，较去年增长 15-20%。同时，购奢人群结构趋于年轻化，90 后已成为购奢主力军。根据报告调研数据，调研人群中 45% 的人会将年收入中的 10-30% 用于购奢，36% 的人会将年收入中的 30-50% 用于购奢。购奢频率方面，31% 的调研人群平均 4-6 个月购买一次奢侈品，20% 的人群平均半年到一年内购买一次奢侈品。

图 1：中国内地奢侈品市场规模



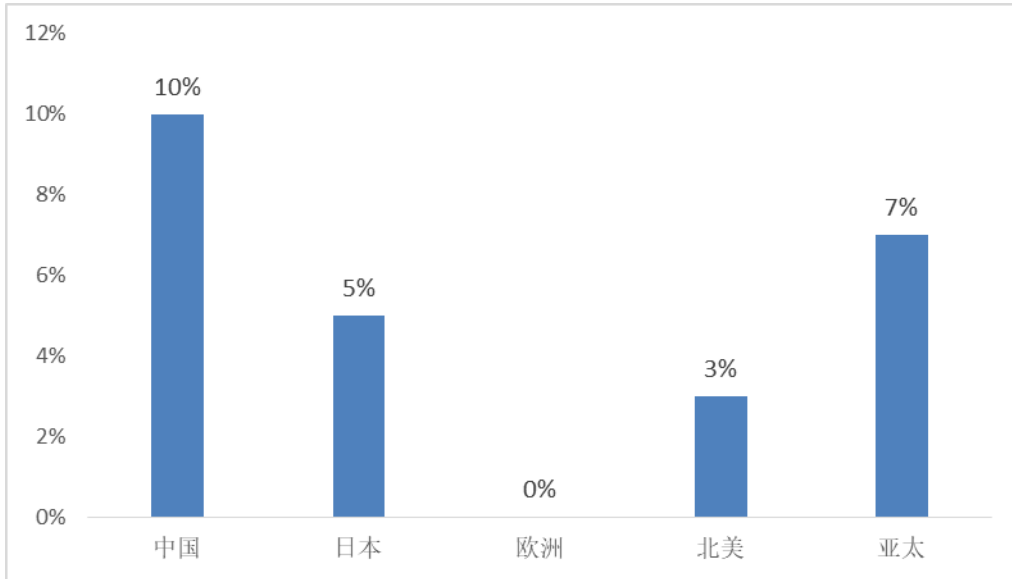
数据来源：Mob 研究院，华通证券国际有限公司研究部

作为一种非必需品，奢侈品市场与宏观经济增速紧密关联。根据联合国发布的《2024 年世界经济形势与展望》，由于利率高企、国际贸易疲软、气候灾害增多等原因，预计全球经济增长将从 2023 年的 2.7% 放缓至 2024 年的 2.4%。2023 年，中国国内生产总值预计增长 5.3%，有所回升，2023 年基数较高，以及房地产行业疲软等因素下，预计 2024 年国内 GDP 增长率有望达到 4.7%。

同时，贝恩公司发布的《2023 年全球奢侈品行业研究报告（秋季版）》指出，中高端消费者更加谨慎，但富裕阶层并没有放慢购买奢侈品的步伐。2023 年中国内地奢侈品市场在第一季度重新开放后表现强劲，预计 2024 年中国消费者购买奢侈品的增速有望超过 10%（包括本土及海外消费），较其他国家仍保持较高增速。



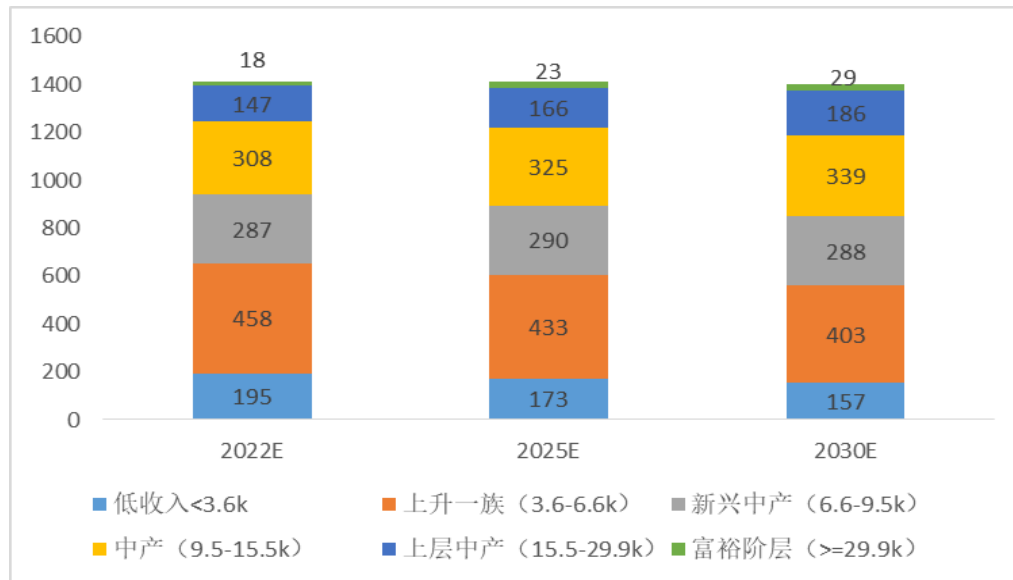
图 2：预计 2024 年奢侈品市场增速



数据来源：贝恩公司，华通证券国际有限公司研究部

根据 BCG 预测，2022 年到 2030 年，我国预计将新增 8,000 万新中产及以上人口。其中，到 2025 年，我国月均家庭税后支配收入介于 9.5-15.5k 的中产阶级人均将达到 3.25 亿人，月均家庭税后支配收入介于 15.5-29.9k 的上层中产将达到 1.66 亿人，月均家庭税后支配收入大于 29.9k 的富裕阶层将达到 2,300 万人。中产阶级人群规模的扩大有望进一步提升奢侈品市场规模。

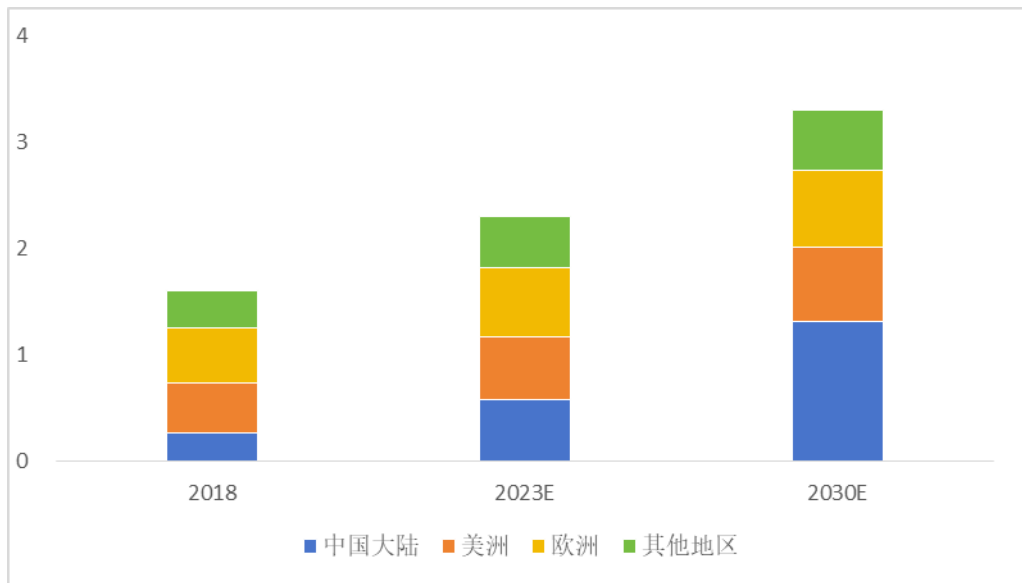
图 3：全中国人口的收入阶层变化（单位：百万人）



数据来源：BCG，华通证券国际有限公司研究部

受益于购奢人群年轻化以及中产阶级人群逐步扩大，中国在全球奢侈品市场的消费占比随之扩大，2023 年预计全球奢侈品市场规模将达到 2.3 万亿元，其中，中国奢侈品市场占比 25%，预计 2030 年，全球奢侈品市场规模有望达到 3.3 万亿元，中国奢侈品消费市场预计占全球市场的 40%，有望超过欧美成为全球最大单一市场。

图 4：全球不同区域消费者的奢侈品消费规模及占比



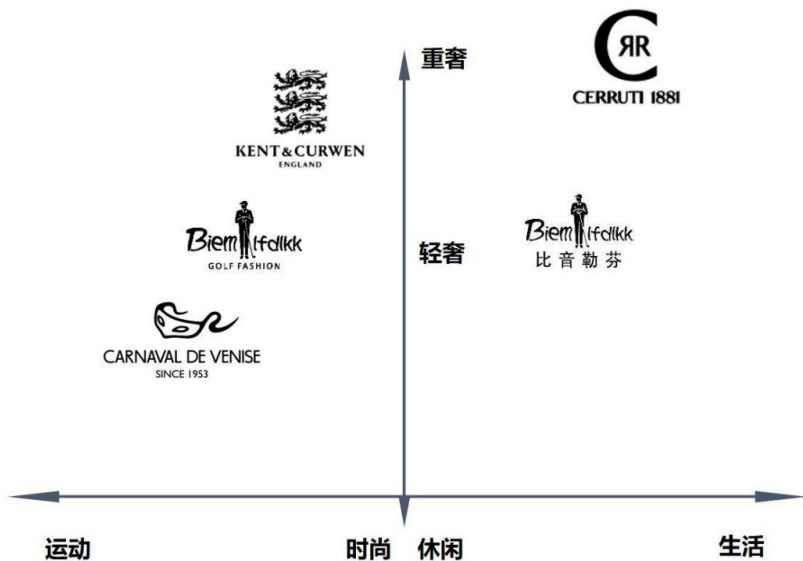
数据来源：德勤，Mob 研究院，华通证券国际有限公司研究部

二、公司主要业务板块经营情况分析

2.1 公司主营业务及产品介绍

比音勒芬成立于 2003 年，公司以服饰研发设计、品牌运营及数字化运营、营销网络建设及供应链管理为主要业务，品牌定位为高端时尚运动服饰。公司聚焦于细分服饰领域，实施多品牌发展战略，目前旗下拥有比音勒芬主标、比音勒芬高尔夫品牌、威尼斯狂欢节品牌以及新收购的两个国际奢侈品牌：CERRUTI 1881 及 KENT & CURWEN，能够一站式满足中产及以上人群多场景的着装需求。

图 5：比音勒芬多品牌战略布局



资料来源：公司年报，华通证券国际有限公司研究部

目前，比音勒芬拥有中、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。通过整合全球优势资源，公司持续推出 Outlast、黛奥兰、故宫宫廷文化联名等多个畅销系列。

2023年4月，公司完成收购 CERRUTI 1881 品牌的全球商标所有权。公司将对 CERRUTI 1881 品牌重塑，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，预计新品 2024 年秋冬全新亮相。同月，公司完成收购 KENT&CURWEN 品牌的全球商标所有权，公司将延续 CERRUTI 1881 品牌英伦绅士风格和板球运动 DNA，瞄准年轻人市场，打造轻奢设计师品牌。

表 1：多品牌定位

品牌	定位
比音勒芬主标	<p>比音勒芬主标定位于高端生活休闲与时尚休闲相结合的细分市场，通过持续产品创新、品牌力提升、渠道拓展等方式驱动业绩高速增长，打造成为高端生活时尚休闲品牌。比音勒芬主标目前拥有生活系列、时尚系列和故宫宫廷文化联名系列。</p> <p>(1) 生活系列：采用国际高端面料和辅料，采用极致工艺，利用出彩的设计，确保产品的高品质和高品质；目标人群为热衷于休闲时尚、低调奢华的穿着品类，且关注自身形象和影响力的消费者。</p> <p>(2) 时尚系列：综合国际潮流的元素，采用优质面料，极致裁剪，确保产品的时尚度和品质感；目标人群为热衷于年轻个性、时尚轻奢着装风格的消费者。</p> <p>(3) 故宫宫廷文化联名系列：故宫宫廷文化是尊贵和经典的象征，高尔夫运动，是贵族文化的代表。比音勒芬将两者的设计精华和精神韵味结合，同时用高品质工艺展现当代国人的民族自信。比音勒芬与故宫宫廷文化持续、深度合作，陆续推出“朕都依你”、“天官赐福”、“福祿寿”、“奉天承运”、“瑞虎佑福”、“玉兔朝元”等系列产品，为大众带来极具国潮韵味的联名款服饰。</p>
比音勒芬高尔夫品牌	<p>比音勒芬高尔夫品牌定位于高端时尚运动，主要采用国际领先的功能性面料，结合高尔夫等户外运动特性进行产品设计，注重功能性和舒适度。目标人群为热衷于高尔夫等户外运动，注重运动、时尚、功能性的消费者。</p>
威尼斯狂欢节品牌	<p>威尼斯狂欢节品牌定位于度假旅游服饰蓝海市场，通过深化细分品类满足高品质旅行生活的中产消费人群多场景着装需求，旨在成为度假旅游服饰的第一联想品牌。</p>
CERRUTI 1881 品牌	<p>CERRUTI 1881 品牌是由 Antonio Cerruti 于 1881 年在盛产羊毛的意大利比耶拉市创立，具有 142 年的品牌历史，为全球知名奢侈品牌。CERRUTI 1881 向来以简洁流畅的线条、细致奢华的质感与优雅的人文气息著称，舒适、自在与现代风格并列，藉由服装所传达出的无声语汇，表达一种不凡的自信与优雅。作为国际奢侈品市场中的标志性品牌，Cerruti 1881 不仅在裁剪设计方面有着独到之处，而且卓越的加工工艺和高质量面料的使用，也让该品牌颇受高端消费者喜爱。</p>
KENT & CURWEN	<p>KENT & CURWEN 品牌是由 Eric Kent 及 Dorothy Curwen 于 1926 年在伦敦创立，具有近百年的品牌历史，品牌标志中的三头狮子，是英国李察一世御用的徽章，象征 KENT & CURWEN 显赫、尊贵与荣耀的骑士精神。KENT & CURWEN 是英国多项绅士运动服装的指定制造商，具有较高品牌知名度。</p>

资料来源：公司年报，华通证券国际有限公司研究部



2.2 公司经营业绩情况

2022年及2023年上半年，公司新开门店数分别为91家、47家。受益于渠道拓展、品牌知名度提升以及并购海外奢侈品牌，疫情几年来，公司业绩仍保持稳健增长，2023年前三季度，公司实现营业收入27.96亿元，同比增长25.67%，实现归母净利润7.58亿元，同比增长32.17%。

图 6：公司营收及增速

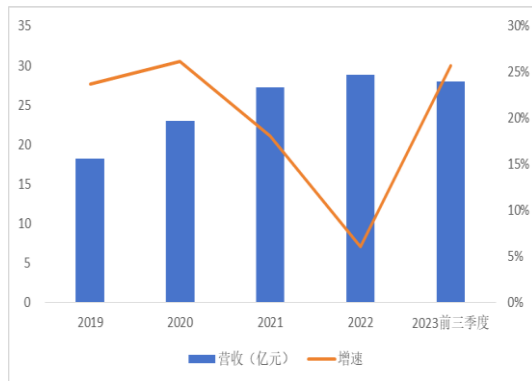
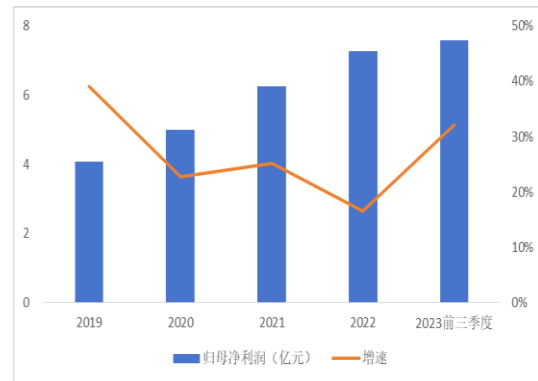


图 7：公司归母净利润及增速



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

公司是国内高端运动时尚服饰及奢侈品牌运营商，业务环节包括产品设计研发、品牌运营及销售渠道的开发管控等附加值较高的业务链上游的核心环节，因此公司毛利率水平较高。近几年，公司毛利率、净利率处于稳步上升趋势，2023年前三季度，公司毛利率、净利率分别为76.60%、27.11%。同时，销售费用率有所下降，前三季度，销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为34.24%、10.01%、-0.88%、3.34%。

图 8：公司毛利率及净利率走势

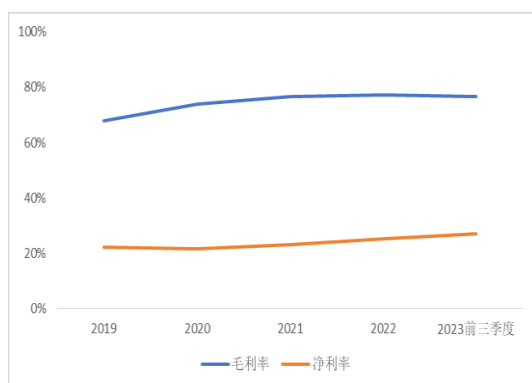
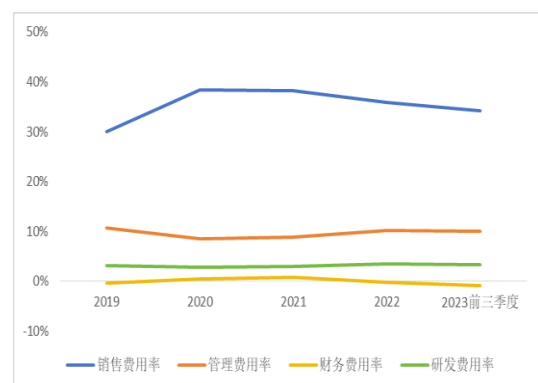


图 9：公司各项费用率走势



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

2.3 公司核心资源和竞争优势分析

2.3.1 品牌资产

公司在品牌定位方面结合高尔夫运动和高尔夫服饰的神形特征，给消费者以鲜明的高尔夫视觉认知。将高尔夫“阳光、健康、自信”的文化通过工匠精神演绎在公司产品之上，提倡生活高尔夫的健康慢生活理念，通过差异化定位，在品牌、产品、风格、文化等方面形成了



独有的品牌特性。高尔夫文化已经成为公司品牌的文化基因，通过多年的沉淀，已经在消费者心中形成了差异化的“大国品牌”形象。

此外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。比音勒芬主标已经形成了全面、高质的产品体系，包括生活系列、时尚系列和故宫宫廷文化联名系列，针对不同的穿着场景，打造休闲、时尚、国潮系列产品，满足消费者的差异化需求

比音勒芬高尔夫品牌定位于专业高尔夫服饰领域，注重专业化、年轻化、时尚化的产品特性，深挖高端运动休闲服饰市场潜力。威尼斯狂欢节品牌，聚焦度假旅游服饰市场，打造度假旅游服饰第一联想品牌。2023年，公司收购的 CERRUTI 1881 和 KENT&CURWEN 两个国际品牌，在品牌影响力和知名度等方面与比音勒芬形成互补，进一步推进公司品牌多样化、国际化、高端化布局，为公司打造全球奢侈品集团奠定了基础。

据中国商业联合会、中华全国商业信息中心发布的全国大型零售企业商品销售调查统计结果显示，比音勒芬高尔夫服装荣列 2022 年度同类产品综合占有率第一位，比音勒芬高尔夫服装连续六年（2017-2022）综合占有率第一位。同时，细分品类下“T 恤单品类”销售调查统计结果显示，比音勒芬 T 恤连续五年（2018-2022）取得“同类产品综合占有率第一”。从连续五年的 T 恤销售量来看，T 恤已经成为比音勒芬品牌的超级品类。

2.3.2 产品及渠道优势

为了确保产品品质，公司坚持严选高档次、高性能的面料，与意大利、韩国和日本等国的知名面料供应商保持稳定的合作关系，这些面料供应商也是国际一线品牌的合作伙伴。公司与部分面料供应商建立了技术研发人员定期交流合作机制，并结合公司产品的风格特点，发挥各自的优势进行产品的定向开发。

此外公司拥有一支高素质的设计研发团队，他们具有多年奢侈品品牌、国际知名品牌高尔夫服饰系列设计经验，在设计理念、色彩应用、工艺设计与表现、面料处理与把握等方面具有较高的专业素养。公司产品在设计方面注重运用新技术、新工艺和高科技面料，并运用跨界设计理念，让运动元素、休闲元素以及时尚元素在服饰上和谐融合，实现了功能性和审美的统一。公司设计部门每年设计的产品超过千款，显示了公司具有较强的研发设计能力。截至 2023 年上半年，公司拥有发明专利和实用新型等专利数量达到 157 项。

公司线下渠道优势明显，主要采取直营和特许加盟相结合的销售模式。公司产品的销售终端门店分为直营店和加盟店。公司在一、二线城市以设立直营店为主，在其他城市以设立加盟店为主。截至 2023 年上半年，公司营销网络覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市的核心商圈、高端百货、机场、知名高尔夫球会会所等，共拥有 1,193 个终端销售门店，其中直营店铺数量 579 家，加盟店铺数量 614 家。



在数字化新零售渠道布局方面，公司已开通天猫旗舰店、京东旗舰店和唯品会旗舰店，并通过直播带货、小红书种草、抖音、微信小程序等方式，充分发挥高黏性客群和高复购率的品牌优势，通过线上线下融合，形成全渠道布局。

2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

对比可比公司运营效率，选取服装领域七匹狼、报喜鸟、海澜之家、九牧王为可比公司。存货周转率方面，比音勒芬、七匹狼、报喜鸟、海澜之家、九牧王 2023 年前三季度存货周转率依次为 0.91、1.25、1.04、0.98、0.88；应收账款周转率方面，上述公司 2023 年前三季度应收账款周转率依次为 10.59、6.02、4.95、12.49、7.52；总资产周转率方面，比音勒芬在可比公司中处于中等水平，上述公司 2023 年前三季度总资产周转率依次为 0.48、0.21、0.58、0.49、0.38。

图 10: 可比公司存货周转率对比

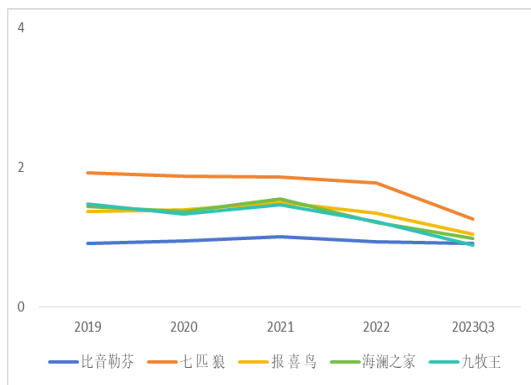


图 11: 可比公司应收账款周转率对比

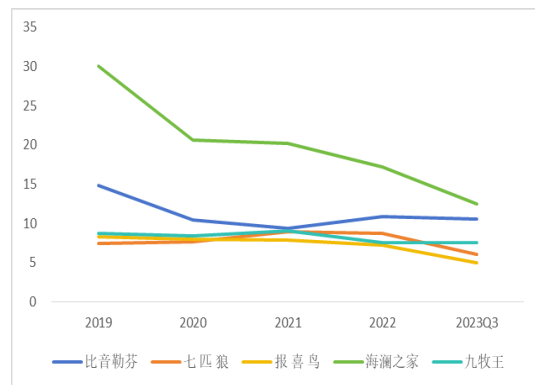
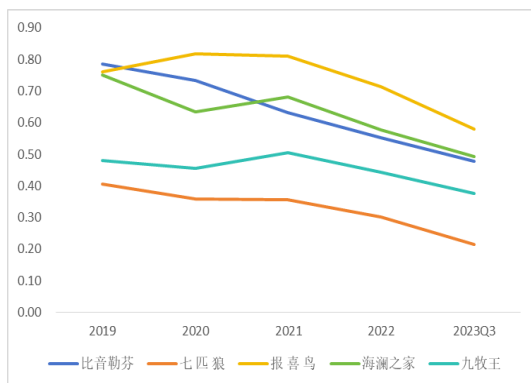


图 12: 可比公司总资产周转率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面，比音勒芬、七匹狼、报喜鸟、海澜之家、九牧王 2023 年 (TTM) 销售费用率依次为 34.84%、27.05%、37.91%、18.77%、35.20%；管理费用率方面，上述公司 2023 年 (TTM) 管理费用率依次为 7.63%、7.47%、6.86%、4.71%、7.82%；财务费用率方面，上述公司 2023 年 (TTM) 财务费用率依次为 -0.61%、-4.82%、-0.85%、



0.59%、-0.11%。

图 13: 可比公司销售费用率对比

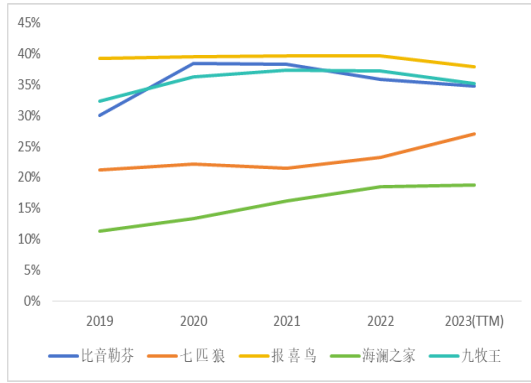


图 14: 可比公司管理费用率对比

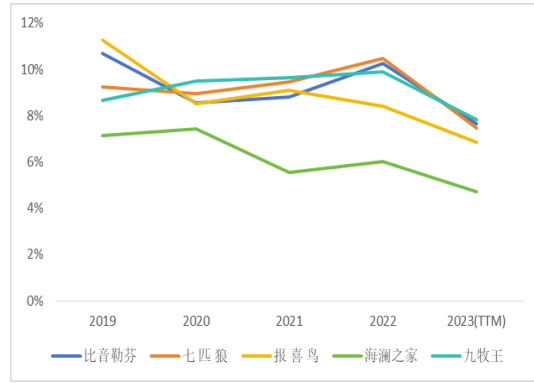
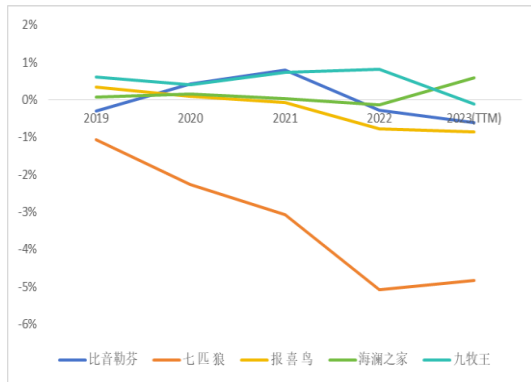


图 15: 可比公司财务费用率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面, 比音勒芬在可比公司中处于第一位, 比音勒芬、七匹狼、报喜鸟、海澜之家、九牧王 2023 年 (TTM) 毛利率依次为 78.41%、50.72%、63.47%、44.03%、61.83%; 净利率方面, 比音勒芬在可比公司中处于第一位, 上述公司 2023 年 (TTM) 净利率依次为 26.39%、9.31%、13.35%、13.64%、3.99%; 净资产收益率方面, 比音勒芬在可比公司中处于第一位, 上述公司 2023 年 (TTM) ROE 依次为 19.25%、3.99%、14.99%、18.80%、3.09%。

图 16: 可比公司毛利率对比

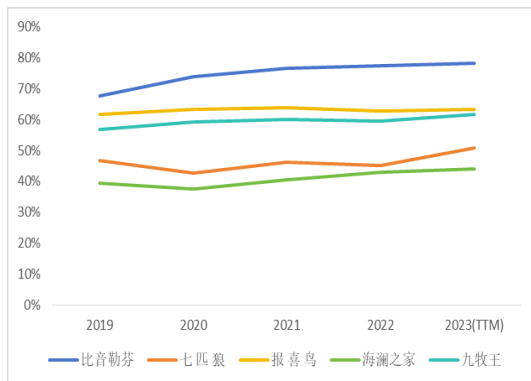


图 17: 可比公司净利率对比

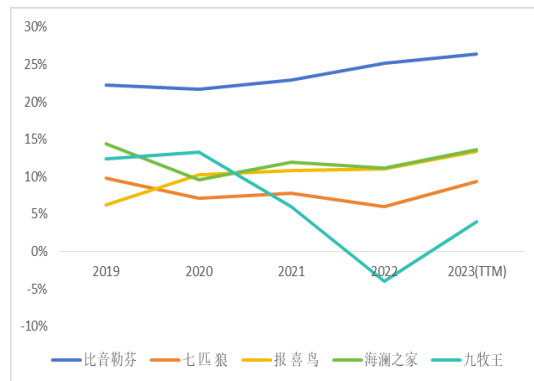
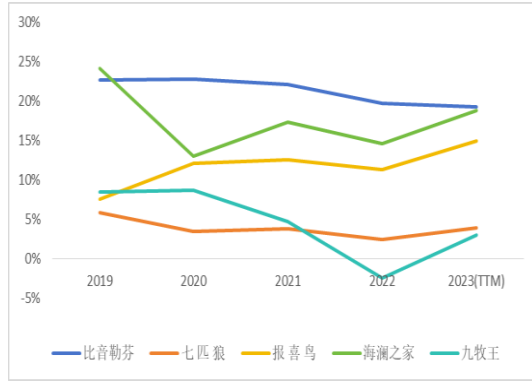




图 18: 可比公司 ROE 对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

三、2023-2025 年公司整体业绩预测

关键假设:

a. 随着中产人群规模扩大及购奢人群年轻化, 奢侈品市场有望保持稳健发展。公司实施多品牌发展战略和差异化市场定位策略, 各品牌在细分赛道均有较高的品牌知名度, 2023 年公司接连收购 CERRUTI 1881 品牌及 KENT&CURWEN 品牌的全球商标所有权, 有望为公司带来新增长。同时, 公司持续推进渠道拓展, 2022 年及 2023 年上半年, 公司新开门店数分别为 91 家、47 家。受益于服装行业高端化、品牌化、年轻化趋势, 公司品牌知名度的提升及渠道拓展有望保障公司业绩稳健增长。

b. 结合往年数据, 将服装服饰的 2023 年收入增长预测均设为 23%; 参考往年数据进行预测, 将服装服饰、其他业务 2024 及 2025 年的收入增长设定为 20%、5%。

c. 结合往年数据, 将服装服饰、其他业务的 2023 年毛利率预测设为 76%、77%; 参考往年数据进行预测, 将 2024 及 2025 年上述行业的毛利率设定为 77%、76%。

表 2: 2023-2025 年公司收入预测

	项目	2022A	2023E	2024E	2025E
服装服饰	收入 (亿元)	28.85	35.48	42.58	51.10
	YOY	6.06%	23.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	77.40%	76.00%	77.00%	77.00%
其他业务	收入 (亿元)	-	0.25	0.26	0.28
	YOY	-	-	5.00%	5.00%
	毛利率	-	77.00%	76.00%	76.00%
合计	收入 (亿元)	28.85	35.73	42.84	51.37
	YOY	6.06%	23.87%	19.90%	19.91%
	毛利率	77.40%	76.01%	76.99%	76.99%

我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 35.73、42.84、51.37 亿元, 同比增长 23.87%、19.90%、19.91%, 归属于母公司股东净利润分别为 9.30、11.29、13.66 亿元, 对应 EPS 分别



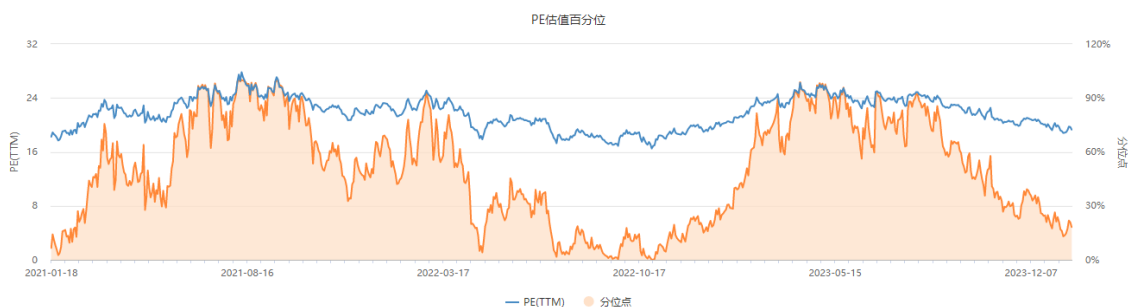
为每股 1.63、1.98、2.39 元。

四、公司估值分析

4.1 P/E 模型估值

对比 PE (TTM) 估值百分位，1 月 18 日公司 PE(TTM)为 19.30，PE 百分位为 18.24%，目前 PE 在过去三年里比 81.76%的时候都要低。

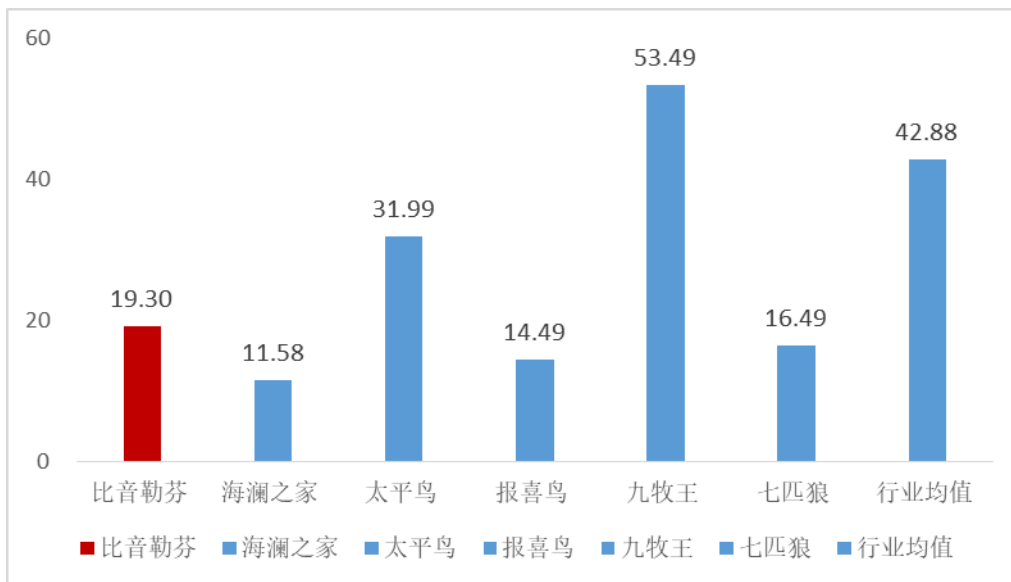
图 19: PE 估值百分位



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

选取服装领域海澜之家、太平鸟、报喜鸟、九牧王、七匹狼为可比公司，同时选取申万三级行业均值作为参考，以 2024 年 1 月 18 日数据为基准，可看出比音勒芬 PE (TTM) 处于较低水平。

图 20: 可比公司 PE(TTM)对比



数据来源: 同花顺 iFind, 华通证券国际有限公司研究部

对比报喜鸟、九牧王、太平鸟估值水平，综合考虑公司业绩成长性，我们给予公司 PE 估值 19X-25X，对应股价 30.97 元/股-40.75 元/股为合理估值区间。



表 3: 可比公司估值表 (截止 2024 年 1 月 18 日)

	最新收盘价	EPS				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
报喜鸟	6.25	0.31	0.46	0.55	0.65	11.73	13.54	11.38	9.67
九牧王	11.01	-0.16	0.37	0.60	0.74	-28.49	29.89	18.49	14.90
太平鸟	16.32	0.39	1.02	1.37	1.62	43.08	16.03	11.95	10.06
平均值						8.77	19.82	13.94	11.54

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

4.2 DCF 模型

我们以预测的 2023-2025 年 EPS 分别为 1.63、1.98、2.39 元为基础, 进行绝对估值测算, 对应每股合理的内在价值为 54.88 元。

表 4: DCF 模型估值

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.00%	5.51	42.21	47.72
组合二	8.00%	4.00%	5.51	53.28	58.79
组合三	8.00%	5.00%	5.51	71.72	77.23
组合四	9.00%	3.00%	5.46	34.53	39.99
组合五	9.00%	4.00%	5.46	41.84	47.30
组合六	9.00%	5.00%	5.46	52.80	58.26
平均值					54.88

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

估值说明: (1) 永续增长率采用略低于 GDP 增长率;

(2) DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算;

(3) 预测期间为 2023-2025 年, 永续期自 2026 年开始;

(4) 考虑市场风险和企业自身风险因素, 折现率包含了风险溢价。

五、公司未来六个月内投资建议

5.1 公司股价催化剂分析

公司旗下拥有比音勒芬主标、比音勒芬高尔夫品牌、威尼斯狂欢节品牌以及新收购的两个国际奢侈品牌: CERRUTI 1881 及 KENT & CURWEN, 能够一站式满足中产及以上人群多场景的着装需求。新收购的 CERRUTI 1881 具有 142 年品牌历史, KENT & CURWEN 有近百年品牌历史, 两个国际品牌在品牌影响力和知名度等方面与比音勒芬形成互补, 进一步推进公司品牌多样化、国际化、高端化布局, 为公司打造全球奢侈品集团奠定了基础。

2022 年及 2023 年上半年, 公司新开门店数分别为 91 家、47 家。受益于渠道拓展、品牌知名度提升以及并购海外奢侈品牌, 疫情几年来, 公司业绩仍保持稳健增长。对比 PE (TTM)



估值百分位，1月18日公司PE(TTM)为19.30，PE百分位为18.24%，目前PE在过去三年里比81.76%的时候都要低，当前估值处于低位。

5.2 公司六个月内的目标价

根据前述对公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为37.49元/股，对应2023年PE为23倍。以2024年1月19日收盘价31.02元/股为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有20.86%的上涨空间。

六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来6个月内，股价表现强于基准指数15%以上
推荐	预计未来6个月内，股价表现强于基准指数5%-15%
中性	预计未来6个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价表现弱于基准指数5%以上

基准指数说明：A股一主板基准为沪深300指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创50指数、北交所基准为北证50指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普500指数。

七、风险提示

1、生产环节外包的风险

公司主要采用品牌经营模式，将产品生产环节外包。可能存在成衣厂的生产工艺不能满足公司产品品质要求，或者生产安排不能满足公司交货时间而致使延迟供货，从而影响公司产品的推广和销售。

2、营销网络拓展带来的管理风险

店铺数量的快速增长对公司的管理运营提出了更高的要求。如果公司在人才储备和人力资源管理、选择合适的新开门店地址、绩效管理等方面不能满足公司发展的需要，将对公司未来的盈利能力造成一定的影响。

附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
货币资金	977.83	1,248.42	2,456.75	2,875.44	
应收和预付款项	352.95	632.35	542.80	866.29	
存货	745.61	1,102.95	1,022.21	1,525.94	
其他流动资产	1,880.90	1,880.90	1,880.90	1,880.90	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产和在建工程	531.62	435.75	330.85	291.78	
无形资产和开发支出	129.01	111.00	92.99	74.98	
其他非流动资产	684.09	295.78	240.03	240.03	
资产总计	5,302.02	5,707.15	6,566.55	7,755.37	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付和预收款项	321.63	379.66	399.52	498.78	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他负债	848.91	516.34	516.34	586.45	
负债合计	1,170.54	896.00	915.86	1,085.23	
股本	570.71	570.71	570.71	570.71	
资本公积	893.54	893.54	893.54	893.54	
留存收益	2,665.78	3,345.46	4,185.00	5,204.46	
归属母公司股东权益	4,130.03	4,809.71	5,649.26	6,668.71	
少数股东权益	1.45	1.44	1.43	1.43	
股东权益合计	4,131.48	4,811.15	5,650.69	6,670.14	
负债和股东权益合计	5,302.02	5,707.15	6,566.55	7,755.37	
现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
税后经营利润	681.50	878.24	1,072.97	1,309.14	
折旧摊销	112.90	94.10	94.10	40.69	
净营运资金增加	-174.36	-578.71	190.14	-727.97	
经营活动产生现金流量	720.98	461.99	1,416.72	666.70	
投资活动产生现金流量	-682.96	52.17	55.95	56.88	
融资活动产生现金流量	-218.20	-243.58	-264.33	-304.90	
现金净增加额(减)	-180.19	270.58	1,208.34	418.68	
估值和财务指标汇总					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
EBIT	846.94	1,080.47	1,295.33	1,557.77	
EBITDA	959.83	1,174.57	1,389.43	1,598.46	
NOPLAT	660.85	877.68	1,057.81	1,279.63	
税前经营利润	785.85	1,032.79	1,261.79	1,539.53	
EPS	1.27	1.63	1.98	2.39	
BPS	7.24	8.43	9.90	11.68	
PE	24.43	19.03	15.67	12.98	
PB	4.26	3.66	3.12	2.64	
PS	6.10	4.93	4.11	3.43	
PCF	24.42	38.11	12.43	26.41	
EV/EBIT	19.66	15.16	11.72	9.48	
EV/EBITDA	17.34	13.95	10.93	9.24	
EV/NOPLAT	25.19	18.67	14.35	11.54	
EV/IC	5.25	4.57	4.71	3.85	
股息率%	0.97	1.42	1.64	1.97	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	2,884.84	3,573.36	4,284.28	5,137.19	
减: 营业成本	652.02	857.36	985.65	1,181.83	
营业税金及附加	25.39	31.46	37.71	45.22	
营业费用	1,036.37	1,214.94	1,499.50	1,798.02	
管理费用	195.63	242.32	290.53	348.37	
财务费用	-7.78	-6.02	-23.68	-40.04	
研发费用	100.18	124.09	148.78	178.40	
资产减值损失	99.45	75.53	84.55	86.51	
加: 投资收益	39.39	34.33	37.44	35.89	
公允价值变动损益	4.95	2.67	3.56	3.74	
其他经营损益	2.27	-0.89	0.56	0.65	
营业利润	830.19	1,069.79	1,302.79	1,579.16	
加: 其他非经营损益	25.45	17.84	17.58	20.29	
利润总额	855.64	1,087.63	1,320.37	1,599.45	
减: 所得税	128.04	157.22	191.45	233.42	
净利润	727.60	930.41	1,128.92	1,366.03	
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司股东净利	727.60	930.41	1,128.92	1,366.03	
EBIT	846.94	1,080.47	1,295.33	1,557.77	
EBITDA	959.83	1,174.57	1,389.43	1,598.46	
主要财务比率					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
收益率					
毛利率	77.40%	76.01%	76.99%	76.99%	
三费/营业收入	42.44%	40.61%	41.23%	41.00%	
EBIT/营业收入	29.36%	30.24%	30.23%	30.32%	
EBITDA/营业收入	33.27%	32.87%	32.43%	31.12%	
销售净利率	25.22%	26.04%	26.35%	26.59%	
资产获利率					
ROE	17.62%	19.34%	19.98%	20.48%	
ROA	15.97%	18.93%	19.73%	20.09%	
增长率					
销售收入增长率	6.06%	23.87%	19.90%	19.91%	
EBIT 增长率	12.29%	27.57%	19.89%	20.26%	
EBITDA 增长率	11.63%	22.37%	18.29%	15.04%	
净利润增长率	16.50%	27.87%	21.34%	21.00%	
总资产增长率	14.39%	7.64%	15.06%	18.10%	
股东权益增长率	27.26%	16.46%	17.46%	18.05%	
经营营运资本增长率	16.24%	29.59%	-7.14%	30.92%	
资本结构					
资产负债率	22.08%	19.05%	16.86%	15.56%	
投资资本/总资产	59.83%	62.87%	49.13%	49.46%	
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
流动比率	3.84	4.47	5.33	5.93	
速动比率	3.12	3.46	4.41	4.66	
股利支付率	23.53%	26.95%	25.63%	25.37%	
收益留存率	76.47%	73.05%	74.37%	74.63%	
资产管理效率					
总资产周转率	0.58	0.65	0.70	0.72	
固定资产周转率	8.17	7.97	11.18	16.50	
应收账款周转率	10.84	10.84	10.84	10.84	
存货周转率	0.93	0.93	0.93	0.93	

数据来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究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本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。