

比音勒芬(002832)

报告日期: 2021 年 03 月 03 日

新财年渠道扩张提速，业绩高增同时估值提升空间显著——比音勒芬跟踪点评

✎ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎ : 联系人: 林骥川、詹陆雨
✉ : mali@stocke.com.cn

报告导读

公司疫情下展现了细分行业龙头的成长韧性，逐季增长提速同时库存同比环比皆有下降，2021 年渠道扩张进一步提速，高速增长可期。

投资要点

□ **2020 年优秀业绩彰显龙头韧性，2021 年渠道扩张提速巩固领先优势。**2020 年前三季度来看公司收入增速逐季提振明显，Q1/Q2/Q3 收入同比分别-22%/+7%/+28%，强劲基本面表现主要来自：

1) 产品卡位精准带来强竞争力：迎合主要客户群体即中高收入阶层男士需求，产品需要同时具备舒适性、体面度以及适当的潮流元素融入，设计端中英意韩四国设计师组成的多元化团队，面料方面与日本伊藤忠、日本东丽、意大利康利科尼、美国戈尔等等全球一线供应商长期合作，“三高一新”特点突出，营销方面连续 16 年赞助国家高尔夫球队，并通过代言人（杨烁、田亮叶一茜夫妇）、明星及运动员街拍、《三十而已》等影视资源植入、故宫等 IP 联名等方式持续占领消费者心智；

2) 疫情下及时拥抱新零售：疫情下公司积极开展线上运营同时实施全员营销，通过私域流量运营唤醒沉睡 VIP 并持续拉新，并通过信息化改造、与腾讯智慧零售战略合作等方式布局新零售，带动同店销售增长；

3) 单店增长同时 21 年拓店提速：截至中报公司渠道数量仅 909 家，与同业相比拓展空间充分，我们估算公司 20 年疫情下净拓店数量仍达到 80 家左右，而 2021 年预计扩张步伐进一步加快，净增门店规模有望达到 150 家左右。门店快速增长的背后来自于产品和品牌力支撑下的渠道高利润，以经销商草根调研来看比音勒芬品牌经营利润率可以达到 20%水准，在男装品牌领域非常优秀。

收入增长同时规模效应体现，公司 Q1/Q2/Q3 归母净利增速分别为-25%/+46%/+36%，业绩高增同时报表质量持续改善，Q3 为止存货规模同比/环比分别下降 4%/1%至 6.5 亿元

□ **第三期员工持股计划完成购买，均价 16.93 元/股锁定至 22/2/26。**截至 2/26 公司三期员工持股计划完成购买。累计通过二级市场集中竞价方式以 1.10 亿元购买公司股份 649.5 万股（占公司股本 1.24%），成交均价为 16.93 元/股，锁定期至 2022/2/26。本次员工持股计划参与员工不超过 1320 人，其中董监高 6 人，包括总经理申金冬、财务总监唐新乔、董秘陈阳、副总经理金芬林等，董事长谢秉政先生承诺若计划到期股票全部变现后可分配金额低于初始认购本金扣除利息后的金额，将对差额部分承担补足义务，彰显对公司业务发展的强烈信心。

□ **盈利预测及估值：**我们认为公司通过持续深耕运动时尚领域，打造了精准的产品定位并持续进行多元化的品宣投入，带动渠道质量持续提升、高速增长同时营运周转效率提升势头也非常明显，未来成长空间充分，本次员工持股计划的推出也侧面印证了公司对自身成长的信心，预计公司 20~22 年归母净利润 4.7/6.0/7.5 亿，对应增速 16%/28%/24%，对应估值 20/15/12X，对应 2021 年估值明显低于历史中枢，看好赛道及成长性继续推荐，维持“买入”评级。

□ **风险提示：**疫情反复影响消费信心、新品牌拓展不及预期

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥17.67

单季度业绩

元/股

3Q/2020

0.36

2Q/2020

0.13

1Q/2020

0.18

4Q/2019

0.31



公司简介

A 股代表性高端运动时尚服饰企业，旗下拥有品牌比音勒芬及威尼斯

相关报告

- 1、《比音勒芬：Q3 再超预期，展现领跑行业增长》2020-09-24
- 2、《比音勒芬：Q3 再现高质量增长，优质服装股行情的开始》2020-10-19
- 3、《比音勒芬：核心竞争力及成长性明确，稀缺细分龙头低估显著》2020-11-18
- 4、《比音勒芬：再推员工持股计划，彰显业务发展信心》2021-01-13

报告撰写人：马莉

联系人：林骥川、詹陆雨

财务摘要

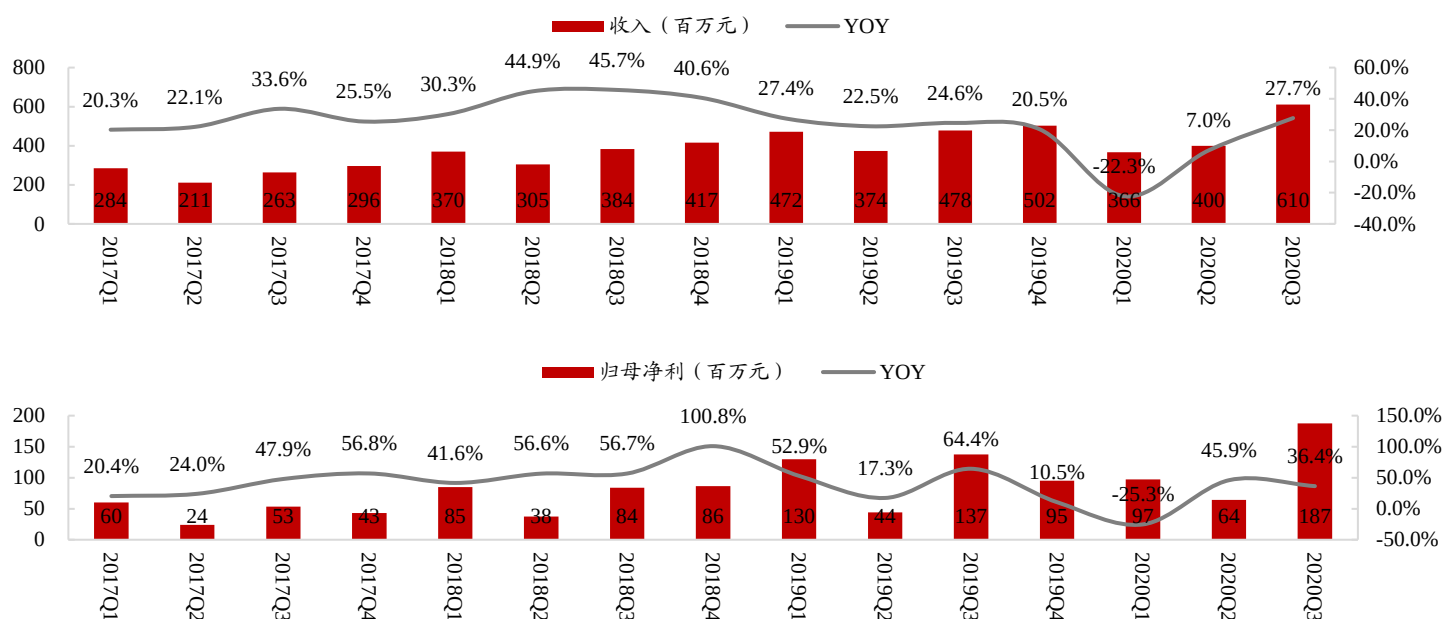
(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	1,826	2,019	2,460	2,926
(+/-)	23.7%	10.6%	21.9%	18.9%
净利润	407	471	602	749
(+/-)	39.1%	15.7%	27.9%	24.4%
每股收益 (元)	1.32	1.53	1.95	2.43
P/E	22.8	19.7	15.4	12.4

表 1：比音勒芬典型门店单店模型估算，营业利润率超过 20%

项目	数额 (万元)	备注
单店零售收入	375	加盟商 3.6 折拿货，正价店 9 折销售
单店提货成本	150	
毛利润	225	
毛利率	60.0%	
租金	94	一般扣点率在 18%-30%，此处取 25%
人工	38	一般在 10%
租金折旧	10	按照 100 m ² ，3000 元/平米装修成本计算，3 年摊销
水电	7.5	一般 2%
营业利润	76	
营业利润率	20.3%	
所得税	19	假设规范纳税，税率 25%
净利润	57	
净利率	15.3%	

数据来源：渠道调研，浙商证券研究所估算

图 1：比音勒芬 2017 年以来 15 个单季度收入利润表现



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

注：2019Q2 利润增速慢于收入主要与当季集中计提员工持股计划成本有关，若剔除该费用影响，19Q2 单季度营业利润增长 21%

注：2019Q4 利润增速慢于收入主要与 2018 年公司获得高新认证在 Q4 单季度调减了全年所得税导致的高基数有关，从营业利润来看 19Q4 单季度增长 81%

图 2：比音勒芬市值及 PE 复盘



数据来源：Wind、浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,899	2,242	2,803	3,408	营业收入	1,826	2,019	2,460	2,926
现金	475	775	1,131	1,535	营业成本	588	668	796	946
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	17	20	25	29
应收账款	141	148	204	214	营业费用	548	614	741	852
其它应收款	50	51	62	75	管理费用	136	151	172	205
预付账款	84	107	121	149	研发费用	59	67	81	97
存货	674	662	786	934	财务费用	(6)	(10)	(14)	(20)
其他	474	500	500	500	资产减值损失	29	30	36	44
非流动资产	626	616	614	613	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	17	17	17	17
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	5	8	8	8
固定资产	219	213	205	197	营业利润	473	559	722	892
无形资产	114	110	106	102	营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
在建工程	18	20	20	20	利润总额	472	558	721	890
其他	275	273	283	294	所得税	65	84	108	134
资产总计	2,524	2,859	3,418	4,020	净利润	407	474	613	757
流动负债	535	549	666	733	少数股东损益	(0)	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	407	474	608	749
应付款项	87	113	177	167	EBITDA	564	596	762	936
预收账款	155	212	257	328	EPS (最新摊薄)	1.32	1.54	1.97	2.43
其他	292	225	232	238	主要财务比率				
非流动负债	31	32	32	32		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	31	32	32	32	营业收入	23.7%	10.6%	21.9%	18.9%
负债合计	566	581	698	765	营业利润	40.1%	18.3%	29.1%	23.5%
少数股东权益	1	0	0	0	归属母公司净利润	39.1%	16.6%	28.3%	23.2%
归属母公司股东权	1,957	2,277	2,719	3,256	获利能力				
负债和股东权益	2,524	2,859	3,418	4,020	毛利率	67.8%	66.9%	67.6%	67.7%
					净利率	22.3%	23.5%	24.7%	25.6%
					ROE	22.7%	22.4%	24.3%	25.1%
					ROIC	24.4%	21.9%	23.5%	24.1%
					偿债能力				
					资产负债率	22.4%	20.3%	20.4%	19.0%
					净负债比率	28.9%	25.5%	25.7%	23.5%
					流动比率	3.6	4.1	4.2	4.7
					速动比率	2.1	2.7	2.8	3.2
					营运能力				
					总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
					应收帐款周转率	14.9	14.0	14.0	14.0
					应付帐款周转率	3.8	5.0	5.5	5.5
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.32	1.54	1.97	2.43
					每股经营现金	1.08	0.96	1.11	1.30
					每股净资产	6.35	7.39	8.82	10.56
					估值比率				
					P/E	22.8	19.5	15.2	12.4
					P/B	4.7	4.1	3.4	2.8
					EV/EBITDA	13.1	11.8	8.5	6.3

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“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。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

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。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn