

21Q1 业绩预告超预期、全年开店有望加速

比音勒芬(002832)

评级:	买入	股票代码:	002832
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	24.0/11.82
目标价格:	27.7	总市值(亿)	101.78
最新收盘价:	19.42	自由流通市值(亿)	66.28
		自由流通股数(百万)	341.31

事件概述

公司公告2020年业绩快报和21Q1业绩预告,2020年,公司实现收入19.38亿元、同比增长6.14%;归母净利4.76亿元、同比增长17.18%;21Q1预计净利1.46-1.55亿元、同比增长50-60%,业绩超预期。

分析判断

2020年收入略低于预期主要由于20Q4冬装销售低于预期(20Q4收入同比增长12%、较20Q3的同比增速28%有所放缓)、净利略高于预期,主要由于净利率较2019年同比提升2.3PCT至24.59%,而净利率提升贡献则主要来自销售费用率下降(广告费用率下降)、管理费用率下降(2019年同期有股权激励摊销)和政府补助。

21Q1净利超预期,我们估计收入增速在40-50%,主要来自2020年下半年次新店及21Q1新开店贡献,我们估计2020年全年开店80家左右(上/下半年开店各15/65家)、20年下半年开店加速,而2021年估计全年主品牌新开150家以上、威尼斯新开30家以上。

我们分析,公司竞争优势在于:(1)公司管理层专注于主业,比音的部分消费群体,恰恰是其他男装品牌在年轻化过程中流失的部分群体;(2)给予加盟商退换货比例灵活,加盟商开店动力较高;(3)店效高,商场不断给予更好的位置贡献同店面积增长;(4)作为可选消费品,复购率较高、会员消费占比60%;(5)与竞品相比,同等价位下,面料、版型品质更高。公司成长空间在于:(1)短期看开店增速+面积贡献同店带来的收入高增速;(2)中期空间在于威尼斯副品牌;(3)长期空间在于开店空间。

此前市场主要担心在于库存,对此我们更建议关注库存结构(我们估计1年以下/1-2年占比67%/12%)及奥莱开店天花板(估计目前不到100家)。

投资建议

考虑全年开店超预期,将21/22年收入上调1%/3%至24.52/28.5亿元,将21/22年净利上调2%/7%至5.95/7.26亿、对应21/22年PE为17/14X,看好公司持续抢份额的成长趋势,维持“买入”评级,目标价上调24%至27.7元(对应22年20XPE)。

风险提示

疫情影响的不确定性;开店低于预期风险;系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,476	1,826	1,938	2,452	2,850
YoY (%)	40.0%	23.7%	6.2%	26.5%	16.2%
归母净利润(百万元)	292	407	476	595	726
YoY (%)	62.2%	39.1%	17.1%	25.0%	22.0%
毛利率 (%)	63.3%	67.8%	66.3%	66.4%	66.6%
每股收益(元)	0.56	0.78	0.91	1.14	1.39
ROE	17.9%	20.8%	19.4%	19.1%	18.4%
市盈率	34.82	25.03	21.37	17.10	14.01

资料来源:公司公告,华西证券研究所。

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010 5977 5330

研究助理：朱宇昊

邮箱：zhuyh@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,826	1,938	2,452	2,850	净利润	407	476	595	726
YoY (%)	23.7%	6.2%	26.5%	16.2%	折旧和摊销	63	61	65	69
营业成本	588	653	824	950	营运资金变动	-124	-787	-306	-322
营业税金及附加	17	17	25	28	经营活动现金流	333	-263	336	456
销售费用	548	543	678	770	资本开支	-226	-115	-172	-202
管理费用	136	134	179	188	投资	-89	-105	-120	-140
财务费用	-6	-1	2	4	投资活动现金流	-309	-203	-270	-317
资产减值损失	-29	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	17	17	22	25	债务募资	0	0	0	0
营业利润	473	554	690	842	筹资活动现金流	-82	621	-5	-8
营业外收支	-1	-2	0	0	现金净流量	-58	155	61	131
利润总额	472	552	690	842	主要财务指标				
所得税	65	76	95	116	2019A	2020E	2021E	2022E	
净利润	407	476	595	726	成长能力				
归属于母公司净利润	407	476	595	726	营业收入增长率	23.7%	6.2%	26.5%	16.2%
YoY (%)	39.1%	17.1%	25.0%	22.0%	净利润增长率	39.1%	17.1%	25.0%	22.0%
每股收益	0.78	0.91	1.14	1.39	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	67.8%	66.3%	66.4%	66.6%
货币资金	475	630	691	822	净利率率	22.3%	24.6%	24.3%	25.5%
预付款项	84	78	99	105	总资产收益率 ROA	16.1%	12.8%	13.0%	13.1%
存货	674	724	881	990	净资产收益率 ROE	20.8%	19.4%	19.1%	18.4%
其他流动资产	665	1,489	1,795	2,155	偿债能力				
流动资产合计	1,899	2,922	3,466	4,072	流动比率	3.55	4.74	4.37	4.30
长期股权投资	0	0	0	0	速动比率	2.13	3.44	3.14	3.15
固定资产	219	275	383	549	现金比率	0.89	1.02	0.87	0.87
无形资产	114	123	130	135	资产负债率	22.4%	34.0%	31.7%	28.8%
非流动资产合计	626	811	1,101	1,478	经营效率				
资产合计	2,524	3,732	4,567	5,550	总资产周转率	0.72	0.52	0.54	0.51
短期借款	0	0	0	0	每股指标 (元)				
应付账款及票据	155	172	217	250	每股收益	0.78	0.91	1.14	1.39
其他流动负债	380	445	576	696	每股净资产	3.73	4.70	5.95	7.53
流动负债合计	535	616	792	946	每股经营现金流	0.64	-0.50	0.64	0.87
长期借款	0	0	0	0	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	31	654	654	654	估值分析				
非流动负债合计	31	654	654	654	PE	25.03	21.37	17.10	14.01
负债合计	566	1,271	1,447	1,600	PB	6.95	3.46	2.73	2.16
股本	308	308	308	308					
少数股东权益	1	1	1	1					
股东权益合计	1,958	2,462	3,120	3,949					
负债和股东权益合计	2,524	3,732	4,567	5,550					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。