

比音勒芬 (002832)

证券研究报告

2021年03月28日

21Q1 继续高增，携手国潮 IP 打造文化自信

事件：公司公布 21Q1 业绩快报，较 2019 同期保持稳定增长；公布 20 年全年业绩预告，公司整体归母净利逆市增长。

2021Q1 归母净利 1.46 亿-1.55 亿，同比增长 50%-60%，相比 19Q1 增长 12.3%-19.2%；

2020 年全年实现营收 19.4 亿 (+6.1%)，其中 2020Q1-Q4 营收分别为 3.7 亿 (-22.3%)、4.0 亿 (+7.0%)、6.1 亿 (+27.7%)、5.6 亿 (+11.7%)；2020 年实现归母净利润 4.8 亿 (+17.18%)，其中 2020Q1-Q4 归母净利润分别为 1.0 亿 (-25.3%)、0.6 亿 (+45.9%)、1.9 亿 (+36.4%)、1.3 亿 (+34.1%)。

公司深耕主业，加大产品力、品牌力和运营能力提升，产品创新和品牌知名度得到市场认可；比音勒芬品牌与故宫宫廷文化推出新系列“福禄寿”春夏新品，持续与国潮 IP 深度合作，中国文化自信受到消费者广泛认同。

优质国货有望快速崛起，比音作为高端运动时尚细分龙头领跑行业

①由于多数海外大牌禁用新疆棉，有效激发国内市场对国货消费热情；近几年国人对洋品牌崇尚度有所降低，对国货认可逐步提升，更青睐品质与时尚结合而非一味选择舶来品；未来国货品牌力、消费力或将系统性加强。

②公司卡位高端时尚运动领域，聚焦高消费粘性客户。持续赋能丰富产品内涵，具备差异化竞争优势；除比音外，旗下威尼斯狂欢节成为唯一度假旅游服饰市场品牌，满足功能、设计等四大核心需求。我们预计渠道端未来 4 年左右加速净开 1000 家达到 2000 家门店，继续深挖一二线高端社区及三四线头部市场。

公司作为高端运动时尚细分龙头，具备较强的差异化定位及产品渠道力，未来公司有望在提升开店速率，稳步提升品牌力为品牌成长提供动能保障。

维持“买入”评级，根据公司现有 2020 年业绩快报数据，我们调整 2020 年营收及盈利预期；考虑到公司后疫情时代业绩快速恢复的客观情况，上调 2021~2022 年利预测，我们预计公司 2020~2022 年总营收分别为 19.38、24.17、29.01 亿元，20~22 年归母净利润分别为 4.76、5.93、7.11 亿元(20~22 原预测值为 4.69、5.88、7.09 亿元)，对应 EPS 分别为 0.91、1.13、1.36 元，对应 P/E 分别为 21.36X、17.18X、14.31X。

风险提示：拓店计划不及预期；新拓门店店效不及预期；终端客群消费增速放缓；新兴运动时尚品牌切入细分市场，竞品分流影响等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,475.75	1,825.52	1,937.60	2,417.23	2,900.67
增长率(%)	39.96	23.70	6.14	24.75	20.00
EBITDA(百万元)	379.23	593.32	570.78	699.84	836.97
净利润(百万元)	292.26	406.61	476.46	592.53	711.11
增长率(%)	62.16	39.13	17.18	24.36	20.01
EPS(元/股)	0.56	0.78	0.91	1.13	1.36
市盈率(P/E)	34.82	25.03	21.36	17.18	14.31
市净率(P/B)	6.25	5.20	4.16	3.61	3.13
市销率(P/S)	6.90	5.58	5.25	4.21	3.51
EV/EBITDA	14.16	12.23	15.76	12.43	10.02

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	19.42 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	524.08
流通 A 股股本(百万股)	341.31
A 股总市值(百万元)	10,177.54
流通 A 股市值(百万元)	6,628.27
每股净资产(元)	4.11
资产负债率(%)	34.63
一年内最高/最低(元)	24.00/11.82

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《比音勒芬-公司点评:推出第三期员工持股计划，凸显长期发展信心》2021-01-14
- 《比音勒芬-季报点评:Q3 增速兑现预期，线上&新零售扩充构筑细分优质品牌壁垒》2020-10-20
- 《比音勒芬-公司点评:20Q3 业绩增长提速，细分龙头持续超预期》2020-09-25

1. 2021Q1 同比强势回升，较 2019 同期仍保持稳定增速

公司披露 2021Q1 业绩预告, 预计归母净利润有望达到 1.46 亿元~1.55 亿元之间, 较 2020Q1 同期增长 50%~60%; 考虑到 2020Q1 国内疫情对线下客流消费的抑制客观因素影响, 剔除低基数影响, 对比 2019Q1 预计增长 12.10%~19.57%, 整体业绩实现稳定健康增长。公司在 21Q1 内继续深耕主业, 加大产品力、品牌力和运营能力的提升, 产品创新和品牌知名度得到了市场认可; 比音勒芬品牌与故宫宫廷文化推出新系列——“福禄寿”春夏新品, 持续与国潮 IP 深度合作, 中国文化自信受到消费者广泛认同。此外, 公司于 2020 年内推出第三期员工持股计划激励方案, 有效提升团队凝聚力, 使得销售业绩保持增长。

2. 2020 年全年营收盈利逆市增长，20Q4 高基数延续高增速

公司 2020 年全年实现营收 19.4 亿 (+6.1%), 分季度来看, 2020Q1-Q4 营收分别为 3.7 亿 (-22.3%)、4.0 亿 (+7.0%)、6.1 亿 (+27.7%)、5.6 亿 (+11.7%); 实现营业利润 5.53 亿元, 同增 16.90%。

图 1: 公司 2019Q1 以来分季度营收 (亿元) 及归母净利润 (亿元) 分季度情况

	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业总收入/亿元	5.61	6.10	4.00	3.66	5.02	4.78	3.74	4.72
YOY	11.7%	27.7%	7.0%	-22.3%	20.5%	24.6%	22.4%	27.4%
归母净利润/亿元	1.28	1.87	0.64	0.97	0.95	1.37	0.44	1.30
YOY	34.1%	36.4%	45.9%	-25.3%	10.5%	64.4%	17.3%	52.9%

资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

公司 2020 年实现归母净利润 4.8 亿 (+17.18%), 其中 2020Q1-Q4 归母净利润分别为 1.0 亿 (-25.3%)、0.6 亿 (+45.9%)、1.9 亿 (+36.4%)、1.3 亿 (+34.1%), 公司于 2020Q4 在传统旺季高基数的基础上, 延续高质稳定增长。

图 2: 公司 2015 年以来营收 (亿元) 及同比增速 YOY (%)



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 公司 2015 年以来归母净利润 (亿元) 及同比增速 YOY (%)



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

3. 品牌力、产品性能、运营效率全面提升助力品牌形象积淀提升

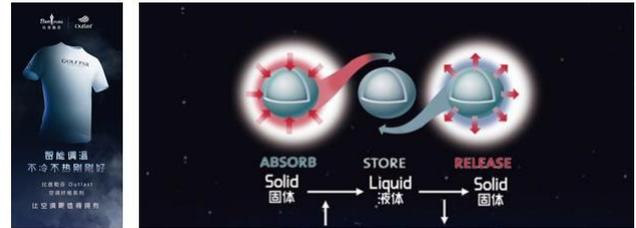
公司持续发力品牌建设，自身品牌力快速提升，通过与故宫 IP 跨界联名，深度合作，彰显中国文化自信；在此与中国国家高尔夫球队续约八年，凭借传统文化及高尔夫专业运动影响持续提升品牌曝光度，品牌影响力持续提升。

图 4：比音勒芬故宫 IP 联名系列



资料来源：联商网，网易新闻，天风证券研究所

图 5：比音勒芬 Outlast、抗菌科技展示



资料来源：凤凰网，天风证券研究所

产品研发创新持续投入，产品稀缺性、差异化和高端化方面取得重大突破，其中 Outlast（空调纤维）系列、抗菌系列、故宫类产品都成为了当季的爆款，根据全国大型零售销售数据统计，比音勒芬 T 恤连续三年市场占有率第一。

公司继续深耕主业，新零售营销赋能，营运方式积极思变、不断突破，在线下渠道下沉的同时，充分利用公司线下渠道优势，完善线上渠道布局，全面推进 VIP 精细化管理，线上线下共同发力，销售业绩持续提升。

此外，信息化水平稳步提升赋能公司高效运营：公司自主研发和引进多项平台系统，包括财务系统、定制系统、快反系统等，全面提升信息化管理水平，提升办公效率、管理效率和决策效率，节省人力物力的同时降低运营成本，提升运营效率。

4. 卡位高端运动时尚赛道，BCI 声明事件或助力品牌加速成长

1) 优质国货有望快速崛起，比音作为高端运动时尚细分龙头领跑行业

受到 BCI 新疆棉声明及 H&M 等品牌声明影响，部分重要国际运动、休闲、时装品牌选择禁用新疆棉，有效激发国内市场对国货消费热情；近年来国货热度近年来呈持续提升态势，同时传统文化影响力逐步增强，国潮元素等代表设计逐步被诸多国产品牌借鉴发展，未来国货品牌力、消费力或将系统性加强。

2) 高端运动时尚市场空间广阔，消费升级、运动普及利于品牌成长

公司卡位高端时尚运动领域，聚焦高消费粘性客户。持续赋能丰富产品内涵，具备差异化竞争优势；除比音外，旗下威尼斯狂欢节成为唯一度假旅游服饰市场品牌，满足功能、设计等四大核心需求。我们预计渠道端未来 4 年左右加速净开 1000 家达到 2000 家门店，继续深挖一二线高端社区及三四线头部市场。

5. 盈利预测

维持“买入”评级，根据公司现有 2020 年业绩快报数据，调整 2020 年营收及盈利预期，考虑到公司后疫情时代业绩快速恢复客观情况，并上调 2021~2022 年利预测，我们预计公司 2020~2022 年总营收分别为 19.38、24.17、29.01 亿元，20~22 年归母净利润分别为 4.76、5.93、7.11 亿元（20~22 原预测值为 4.69、5.88、7.09 亿元），对应同比增速分别为 17.18%、24.36%、20.01%，对应 EPS 分别为 0.91、1.13、1.36 元，对应 P/E 分别为 21.36X、17.18X、14.31X。

6. 风险提示

拓店计划不及预期；新拓门店店效不及预期；终端客群消费增速放缓；新兴运动时尚品牌切入细分市场，竞品分流影响等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	543.36	475.43	943.12	1,331.01	1,617.24	营业收入	1,475.75	1,825.52	1,937.60	2,417.23	2,900.67
应收票据及应收账款	104.38	140.84	77.48	73.56	107.69	营业成本	541.95	588.24	629.72	761.43	913.71
预付账款	99.12	84.18	130.51	127.50	174.44	营业税金及附加	14.64	16.57	19.38	24.17	29.01
存货	622.37	674.33	718.05	889.41	929.39	营业费用	437.89	547.54	590.97	713.08	855.70
其他	443.33	523.73	457.42	503.37	504.29	管理费用	107.88	135.82	137.57	169.21	188.54
流动资产合计	1,812.56	1,898.51	2,326.59	2,924.85	3,333.05	研发费用	46.33	59.11	38.75	72.52	87.02
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-7.28	-5.59	9.45	-3.81	-9.14
固定资产	9.06	219.02	248.30	294.52	337.91	资产减值损失	14.26	-29.12	10.90	15.00	15.00
在建工程	102.19	18.25	46.95	76.17	75.70	公允价值变动收益	0.12	0.00	19.91	6.64	-11.06
无形资产	111.58	113.57	108.03	102.48	96.94	投资净收益	13.98	16.86	33.00	21.28	23.71
其他	84.05	275.01	218.35	121.45	156.55	其他	-31.34	23.41	-105.81	-55.83	-25.31
非流动资产合计	306.88	625.85	621.62	594.63	667.10	营业利润	337.32	472.66	553.78	693.55	833.48
资产总计	2,119.44	2,524.36	2,948.21	3,519.48	4,000.15	营业外收入	6.70	1.62	7.00	5.11	4.58
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.38	2.75	1.55	1.56	1.95
应付票据及应付账款	158.30	154.77	73.18	246.15	153.93	利润总额	343.64	471.54	559.23	697.10	836.11
其他	321.06	379.82	414.09	435.67	574.09	所得税	51.38	64.94	82.77	104.56	125.00
流动负债合计	479.36	534.59	487.27	681.81	728.02	净利润	292.26	406.60	476.46	592.53	711.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	292.26	406.61	476.46	592.53	711.11
其他	10.84	31.39	14.08	18.77	21.42	每股收益(元)	0.56	0.78	0.91	1.13	1.36
非流动负债合计	10.84	31.39	14.08	18.77	21.42						
负债合计	490.20	565.99	501.35	700.59	749.43	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	1.00	1.00	1.00	1.00	0.99	成长能力					
股本	181.34	308.28	524.08	524.08	524.08	营业收入	39.96%	23.70%	6.14%	24.75%	20.00%
资本公积	556.27	442.65	442.65	442.65	442.65	营业利润	47.05%	40.12%	17.16%	25.24%	20.18%
留存收益	1,446.90	1,648.80	1,921.78	2,293.82	2,725.64	归属于母公司净利润	62.16%	39.13%	17.18%	24.36%	20.01%
其他	-556.27	-442.35	-442.65	-442.65	-442.65	获利能力					
股东权益合计	1,629.24	1,958.38	2,446.86	2,818.90	3,250.71	毛利率	63.28%	67.78%	67.50%	68.50%	68.50%
负债和股东权益总计	2,119.44	2,524.36	2,948.21	3,519.48	4,000.15	净利率	19.80%	22.27%	24.59%	24.51%	24.52%
						ROE	17.95%	20.77%	19.48%	21.03%	21.88%
						ROIC	39.97%	42.75%	39.73%	46.33%	52.33%
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
净利润	292.26	406.60	476.46	592.53	711.11	资产负债率	23.13%	22.42%	17.01%	19.91%	18.74%
折旧摊销	37.87	62.79	7.56	10.10	12.62	净负债率	-33.35%	-24.28%	-38.54%	-47.22%	-49.75%
财务费用	0.00	0.00	9.45	-3.81	-9.14	流动比率	3.78	3.55	4.77	4.29	4.58
投资损失	-13.98	-16.86	-33.00	-21.28	-23.71	速动比率	2.48	2.29	3.30	2.99	3.30
营运资金变动	-179.55	-301.32	51.55	92.39	-119.28	营运能力					
其它	34.21	182.26	19.91	6.63	-11.06	应收账款周转率	18.67	14.89	17.75	32.01	32.01
经营活动现金流	170.81	333.47	531.93	676.57	560.55	存货周转率	3.04	2.82	2.78	3.01	3.19
资本支出	37.69	117.45	77.32	75.31	47.36	总资产周转率	0.77	0.79	0.71	0.75	0.77
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他	-253.63	-426.89	-144.13	-147.30	-51.52	每股收益	0.56	0.78	0.91	1.13	1.36
投资活动现金流	-215.93	-309.43	-66.81	-71.99	-4.17	每股经营现金流	0.33	0.64	1.01	1.29	1.07
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	3.11	3.73	4.67	5.38	6.20
股权融资	7.28	19.20	206.06	3.81	9.14	估值比率					
其他	-143.11	-101.54	-203.48	-220.50	-279.30	市盈率	34.82	25.03	21.36	17.18	14.31
筹资活动现金流	-135.83	-82.34	2.58	-216.69	-270.16	市净率	6.25	5.20	4.16	3.61	3.13
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	14.16	12.23	15.76	12.43	10.02
现金净增加额	-180.95	-58.30	467.70	387.89	286.22	EV/EBIT	14.39	12.44	15.97	12.61	10.18

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com