

公司研究

业绩稳健增长、存货消化顺畅，期待 21 年增速回升

——比音勒芬 (002832.SZ) 2020 年年报及 2021 年一季报点评

买入 (维持)

当前价: 20.98 元

作者

分析师: 孙未末

执业证书编号: S0930517080001

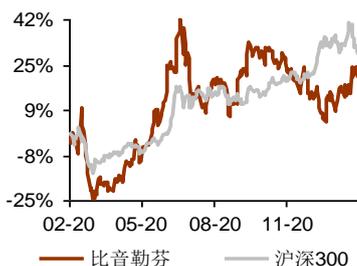
021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.35
总市值(亿元):	112.23
一年最低/最高(元):	11.33/21.33
近 3 月换手率:	52.90%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.99	27.47	72.33
绝对	7.70	29.18	74.04

资料来源: Wind

相关研报

Q2 业绩恢复快于行业总体，期待持续良性增长——比音勒芬 (002832.SZ) 2020 年中报点评 (2020-08-13)

拟收购短视频营销公司上海微祥，促进业务协同、发展新零售业务——比音勒芬 (002832.SZ) 签署并购意向协议点评 (2020-07-20)

疫情影响短期业绩，布局新零售强化长期增长动力——比音勒芬 (002832.SZ) 2020 年一季报点评 (2020-05-01)

要点

20 年疫情背景下收入和利润恢复较快，21Q1 较 19 年同期实现良好增长

公司 2020 年实现营业收入 19.38 亿元、同比增长 6.14%，归母净利润 4.79 亿元、同比增长 17.90%，扣非净利润 4.44 亿元、同比增长 14.11%，EPS0.91 元，拟每股派息 0.30 元 (含税)。净利润增速超过收入主要为毛利率提升、费用率下降贡献。

20Q1~20Q4 公司单季度收入同比增速分别为-22.34%、+7.03%、+27.71%、+11.71%，归母净利润分别同比-25.27%、+45.94%、+36.37%、+37.16%。其中 20Q1 受国内疫情影响公司收入和利润出现下滑，但 20Q2 销售已开始恢复良好正增长。

21Q1 公司营业收入 5.32 亿元、同比增 45.17%，较 19Q1 增长 12.74%；归母净利润 1.51 亿元、同比增 55.09%，较 19Q1 增长 15.91%。

直营收入稳健增长、加盟个数下滑、线下总体净开店，电商渠道大增

1) 分渠道来看，公司 20 年电商、直营、加盟营收分别为 9825 万元、12.63 亿元、5.76 亿元，分别同比+508%、+7.23%、-8.74%，占总收入比例分别为 5%、65%、30%，其中电商增速较高、占比自 19 年的 1%明显提升 4PCT，直营占比持平、加盟占比下降。

2) 线下门店方面，20 年末公司拥有 979 家终端销售门店，较 19 年末净增长 85 家 (+9.51%)，其中直营店 486 家 (+10.20%)，加盟店 493 家 (+8.83%)。

毛利率持续上升，费用率下降，存货消化顺畅、周转良性

毛利率: 20 年毛利率同比增加 1.34PCT 至 69.12%。其中直营、加盟、线上毛利率分别为 72.22%、67.69%、37.59%，分别同比+0.30、+7.46、-22.83PCT；线上毛利率降幅较大主要为加大线上消化库存力度。

20Q1~21Q1 公司毛利率分别为 60.83%、68.53%、69.86%、74.13%、72.56%，分别同比-3.70、-2.63、+0.91、+6.95、+11.73PCT，20 年下半年以来毛利率同比和环比上总体呈上行趋势。

费用率: 20 年公司期间费用率为 38.78%，同比下降 1.59PCT；其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 28.09% (-1.91PCT)、6.85% (-0.60PCT)、3.34% (+0.11PCT)、0.50% (+0.81PCT)。其中财务费用率略提升主要为计提公司可转债利息所致。

分季度来看，20Q1~Q4 公司单季度期间费用率分别同比-0.73、-7.16、-2.02、+1.19PCT。

21Q1 公司期间费用率同比上升 5.60PCT 至 36.89%，其中销售、管理、研发、财务费用率各同比+2.83、+1.03、+0.62、+1.12PCT。21Q1 销售费用率上升主要为公司加大品牌推广和形象升级支出所致；管理费用率上升主要为 20 年同期疫情控制费用支出，以及减免社保、公积金等费用支出，21 年无此影响；财务费用率上升主要为计提可转换债券利息支出所致。

其他财务指标: 1) 存货 20 年末较 20 年初减少 4.83%至 6.42 亿元, 21 年 3 月末较 20 年末减少 6.39%、同比 20Q1 减少 13.07%。20 年、21Q1 存货周转天数分别为 396 天、383 天, 分别同比-1 天、-45 天。

2) 应收账款 20 年末较 20 年初增加 8.55%至 1.53 亿元, 21 年 3 月末较 20 年末减少 12.81%、同比 20Q1 减少 11.16%。20 年、21Q1 应收账款周转天数分别为 27 天、24 天, 分别同比+3、-12 天。

3) 资产减值损失 20 年同比增加 76.21%至 5130 万元, 主要为计提存货跌价准备增加; 21Q1 同比增 42.06%至 689 万元。

4) 经营活动净现金流 20 年同比增加 90.98%至 6.37 亿元, 主要由于 20 年销售规模扩大及有效控制支出贡献。21Q1 同比增加 236.99%至 3.66 亿元。

外延+内生双重驱动, 21 年轻装上阵期待增速回升

公司定位于高端时尚运动服饰, 卡位优质细分赛道。公司现有的高尔夫系列已经打造成为国内高尔夫休闲服饰龙头, 产品向生活化、时尚化延伸。2020 年公司持续加强产品的差异化、稀缺性、高端化, 与故宫 IP 跨界联名, 全面推进 VIP 精细化管理, 通过微信号+VIP 社群营销+小程序直播将线下会员引流线上, 线上线下联动共促销售持续增长, 并与腾讯智慧零售牵手战略合作协议, 布局数字化运营。

渠道方面, 20 年疫情背景下公司实现了门店数量的净增加, 21 年预计仍将净增超过 150 家以上的门店, 从门店天花板来看, 公司继续深挖一二线城市的高端社区作为潜在市场、并将市场进一步下沉到发展较快的三四线城市, 预计市场容量仍有翻倍空间。同时, 随着产品力和品牌力的持续升级, 公司内生单店产出亦处于持续上升中, 内生和外延共促销售实现持续靓丽增长。

20 年公司重视修炼内功, 存货消化顺畅、计提充分, 为未来发展打下良好基础。现金充沛, 21 年 3 月末货币资金+结构性存款约 23 亿。

考虑到公司经营情况略好于预期, 我们上调 21~22 年、新增 23 年 EPS 为 1.13、1.39、1.67 元 (较前次盈利预测上调 2%、2%), 对应 21 年 PE19 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情影响超预期致终端消费疲软、存货积压、行业竞争加剧、费用管控不当。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,826	1,938	2,405	2,939	3,482
营业收入增长率	23.70%	6.14%	24.13%	22.18%	18.49%
净利润 (百万元)	407	479	603	744	892
净利润增长率	39.13%	17.90%	25.83%	23.28%	19.97%
EPS (元)	0.76	0.90	1.13	1.39	1.67
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.77%	20.49%	21.65%	22.33%	22.43%
P/E	28	23	19	15	13
P/B	3.3	4.7	4.0	3.4	2.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-04-29

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,826	1,938	2,405	2,939	3,482
营业成本	588	598	716	870	1,024
折旧和摊销	10	28	39	45	48
税金及附加	17	14	17	21	25
销售费用	548	544	705	858	1,013
管理费用	136	133	173	212	247
研发费用	59	65	82	100	118
财务费用	-6	10	14	14	15
投资收益	17	25	25	25	25
营业利润	473	559	709	874	1,049
利润总额	472	562	710	875	1,050
所得税	65	83	106	131	157
净利润	407	479	603	744	892
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	407	479	603	744	892
EPS(按最新股本计)	0.76	0.90	1.13	1.39	1.67

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	333	637	545	629	797
净利润	407	479	603	744	892
折旧摊销	10	28	39	45	48
净营运资金增加	263	802	227	309	296
其他	-346	-672	-324	-468	-440
投资活动产生现金流	-309	-1,045	-80	-50	-15
净资本支出	-226	-95	-60	-50	-40
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-83	-950	-20	0	25
融资活动现金流	-82	525	-172	-213	-261
股本变化	127	216	11	0	0
债务净变化	0	631	0	0	0
无息负债变化	76	97	67	71	71
净现金流	-58	118	294	366	521

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	67.8%	69.1%	70.2%	70.4%	70.6%
EBITDA 率	31.5%	38.4%	32.5%	32.5%	32.7%
EBIT 率	28.1%	33.6%	30.9%	31.0%	31.4%
税前净利润率	25.8%	29.0%	29.5%	29.8%	30.1%
归母净利润率	22.3%	24.7%	25.1%	25.3%	25.6%
ROA	16.1%	13.2%	14.5%	15.6%	16.3%
ROE (摊薄)	20.8%	20.5%	21.7%	22.3%	22.4%
经营性 ROIC	22.9%	19.9%	20.5%	22.9%	25.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	22%	36%	33%	30%	27%
流动比率	3.55	4.70	4.89	5.20	5.62
速动比率	2.29	3.69	3.86	4.08	4.44
归母权益/有息债务	-	3.71	4.42	5.28	6.30
有形资产/有息债务	-	5.31	6.08	7.03	8.17

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,524	3,635	4,148	4,764	5,481
货币资金	475	579	873	1,238	1,760
交易性金融资产	0	100	100	100	100
应收帐款	141	153	188	230	272
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	50	54	69	84	99
存货	674	642	721	865	993
其他流动资产	558	1,439	1,464	1,482	1,501
流动资产合计	1,899	2,966	3,414	3,999	4,725
其他权益工具	99	93	93	93	93
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	219	239	243	241	236
在建工程	18	49	40	33	28
无形资产	114	115	141	156	159
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	176	173	218	241	240
非流动资产合计	626	669	734	764	756
总负债	566	1,294	1,361	1,432	1,503
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	87	108	122	148	174
应付票据	68	27	43	52	61
预收账款	155	0	0	0	0
其他流动负债	224	496	534	569	604
流动负债合计	535	631	698	769	840
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	631	631	631	631
其他非流动负债	31	32	32	32	32
非流动负债合计	31	663	663	663	663
股东权益	1,958	2,341	2,787	3,331	3,978
股本	308	524	535	535	535
公积金	576	414	464	484	484
未分配利润	1,073	1,344	1,730	2,255	2,901
归属母公司权益	1,957	2,340	2,786	3,330	3,977
少数股东权益	1	1	1	1	1

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	29.99%	28.09%	29.30%	29.20%	29.10%
管理费用率	7.44%	6.85%	7.20%	7.20%	7.10%
财务费用率	-0.31%	0.50%	0.60%	0.48%	0.44%
研发费用率	3.24%	3.34%	3.40%	3.40%	3.40%
所得税率	14%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.50	0.30	0.37	0.46	0.55
每股经营现金流	1.08	1.22	1.02	1.18	1.49
每股净资产	6.35	4.46	5.21	6.23	7.44
每股销售收入	5.92	3.70	4.50	5.49	6.51

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	28	23	19	15	13
PB	3.3	4.7	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA	12.5	17.0	14.8	11.9	9.7
股息率	2.4%	1.4%	1.8%	2.2%	2.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE