

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

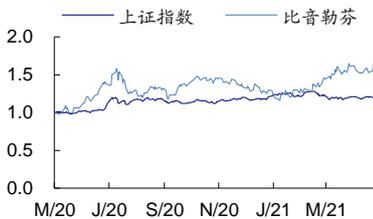
服装 II

比音勒芬(002832)
增持

2020 年报&2021 年 Q1 点评

(维持评级)

2021 年 05 月 03 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	535/354
总市值/流通(百万元)	11,458/7,575
上证综指/深圳成指	3,447/14,439
12 个月最高/最低(元)	24.00/11.82

相关研究报告:

《比音勒芬-002832-重大事件快评: 业绩恢复加速, 渠道优化进行中》——2020-10-22
 《比音勒芬-002832-2020 年中报点评: Q2 恢复正增长, 高端定位保障利润空间》——2020-08-24
 《比音勒芬-002832-2019 年年报点评: 业绩符合预期, 静候消费复苏》——2020-04-19
 《比音勒芬-002832-2019 年三季报点评: Q3 业绩持续亮眼, 内生外延彰显优质赛道潜力》——2019-10-21
 《比音勒芬-002832-2019 年半年报点评: 内生持续稳健高增长, 身处优质赛道潜力不断释放》——2019-08-26

证券分析师: 丁诗洁

电话: 0755-81981391
 E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
增长持续, 扩店积极
● 20 年业绩稳步提升, 21Q1 毛利率提升

2020 年, 公司实现收入 19.4 亿元, 同比增长 6.1%; 归母净利润 4.8 亿元, 同比增长 17.9%。2020 年公司毛利率实现 1.3p.p. 的增长至 69.1% 销售费用率 28.1%, 同减 1.9p.p., 管理费用率 10.2%, 同减 0.5p.p., 研发费用率 3.34%, 同增 0.1p.p.。归母经营利润率同增 3.0p.p 至 28.9%, 归母净利率同增 2.4p.p. 至 24.7%。2020 年, 公司 ROE 为 20.5%, 同减 0.3p.p.。公司平均存货周转天数为 396 天, 同减 1 天; 平均应收账款周转天数为 27 天, 同增 3 天。1 年以上库存占比 50.1%, 库龄较长。分季度看, 2020Q1~2021Q1 公司实现营业收入分别 3.7/4.0/6.1/5.6/5.3 亿元, 同比-22.3%/7.0%/27.7%/11.7%/45.2%, 归母净利润分别为 1.0/0.6/1.9/1.3/1.5 亿元, 同比-25.3%/45.9%/36.4%/37.2%/55.1%。

● 产品、渠道、数字化协同, 看好下沉市场空间

1) 产品: 为了确保产品品质, 公司坚持选择高档次、高性能的面料, 如 2020 年选用的 Outlast(空调纤维)系列、抗菌系列等高品质面料。2) 渠道: 2020 年底公司拥有 979 个终端销售门店, 净增长 85 家, 其中直营店铺数量 486 家, 加盟店铺数量 493 家, 平均面积分别为 165.5/145 m²。公司奥莱店的数量也逐年稳定增长, 折扣集中在 4-6 折, 仍有较大的利润空间。未来, 公司继续深挖一二线城市的高端社区, 同时将市场下沉到三四线城市, 公司预计市场容量仍有翻倍空间。

● 风险提示

1. 宏观经济与消费需求大幅下行; 2. 渠道拓展、新品牌发展不及预期; 3. 库存优化不及预期, 大幅降低公司利润率; 4. 市场的系统性风险。

● 投资建议: 扩张积极, 期待库存进一步优化

疫情下公司业绩表现亮眼, 门店数也在快速扩张, 公司计划打开下沉市场, 发展空间广阔, 期待未来以快奥莱、线上等渠道清理老旧库存, 保障中长期健康增长。我们预计公司未来 3 年净利润分别同增 21.3%/14%/13.9%, EPS 分别为 1.09/1.24/1.41, 对应 2021 年 21-22 倍 PE, 公司合理估值 22.82-23.91 元, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,938	2,403	2,878	3,399
(+/-%)	6.1%	24.0%	19.8%	18.1%
净利润(百万元)	479	581	663	755
(+/-%)	17.9%	21.3%	14.0%	13.9%
摊薄每股收益(元)	0.91	1.09	1.24	1.41
EBIT Margin	33.5%	31.3%	30.0%	29.2%
净资产收益率(ROE)	20.5%	21.2%	20.6%	20.2%
市盈率(PE)	23.4	19.7	17.3	15.2
EV/EBITDA	18.5	16.2	14.2	12.5
市净率(PB)	4.80	4.17	3.57	3.06

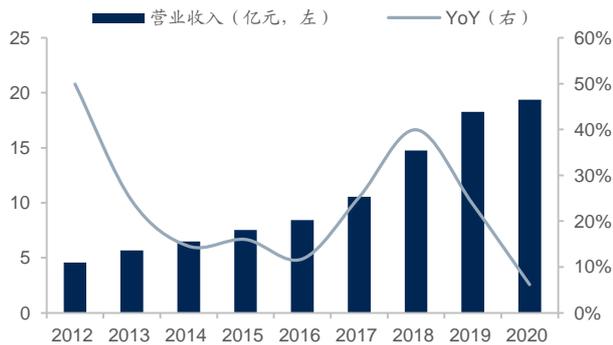
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

20 年业绩稳步提升，21Q1 毛利率提升

全年收入和利润稳步提升。2020 年，公司实现收入 19.4 亿元，同比增长 6.1%；归母净利润 4.8 亿元，同比增长 17.9%。分产品看，上装类收入 8.65 亿元，占比 44.6%，同增 14.2%，下装类收入 4.47 亿元，占比 23.1%，同增 25.2%，外套类收入 4.78 亿元，占比 24.67%，同减 13.9%，其他类收入 1.47 亿元，占比 7.6%，同减 5.3%。上装类和下装类是收入增长的主要驱动力。

图 1：2012-2020 年公司营业收入与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：2012-2020 年公司归母净利润与变化情况

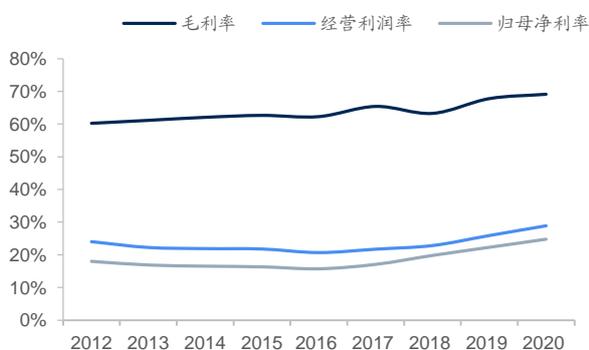


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

毛利率、净利率进一步增长，控费情况较好。2020 年公司首次执行新收入准则将 844 万元运输费重分类至营业成本的情况下，毛利率依然实现 1.3p.p. 的增长至 69.1%，分产品看，上装类/下装类/外套类/其他类毛利率分别为 70.7%/71.2%/66.8%/61.0%，分别同增 1.4/4.2/0.8/-7.3p.p.，其中收入增长较快和毛利率较高的上装类、下装类推动公司毛利率的进一步增长。

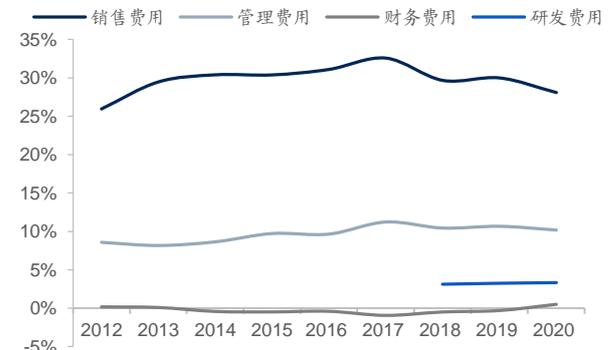
2020 年公司销售费用率 28.1%，同减 1.9p.p.，部分原因是原本销售费用中的 844 万元运输费分类至营业成本。管理费用率 10.2%，同减 0.5p.p.，研发费用率 3.34%，同增 0.1p.p.。在毛利率上升和良好的控费情况下，公司归母经营利润率同增 3.0p.p 至 28.9%，归母净利率同增 2.4p.p. 至 24.7%。

图 3：2012-2020 年公司利润率水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：2012-2020 年公司费用率水平

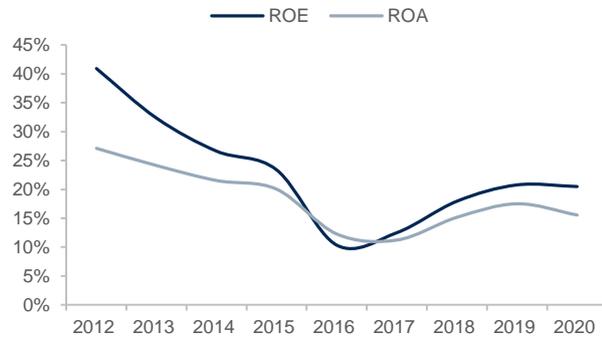


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利能力较强，存货小幅优化，库龄较长。2020 年，公司 ROE 为 20.5%，同减 0.3p.p.。公司平均存货周转天数为 396 天，同减 1 天；平均应收账款周转天数为 27 天，同增 3 天；平均应付账款周转天数 58 天，同增 12 天。公司的资

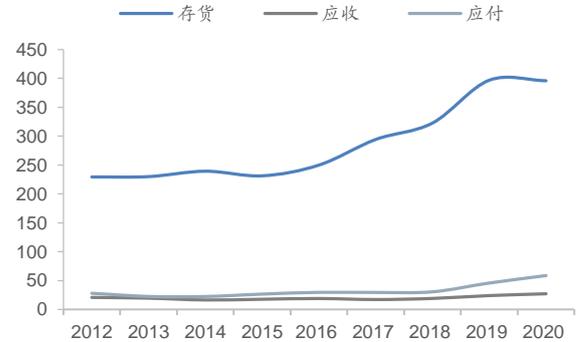
产负债率 35.6%，同比增长 13.2p.p.，回归正常水平。派息率 33.5%，同减 4.4p.p.。公司存货库龄结构中，1 年以上存货占比为 50.1%，库龄较长。

图 5：2012-2020 年公司 ROE 和 ROA 水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：2012-2020 年公司平均周转天数



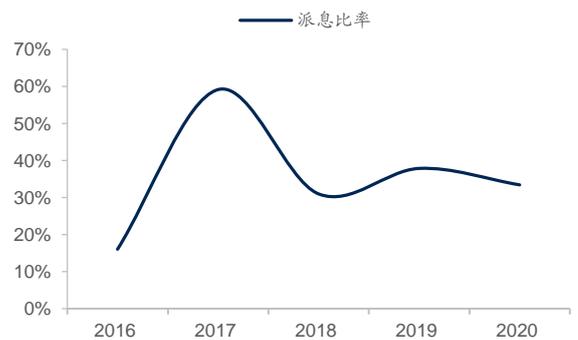
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：2012-2020 年公司资产负债率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：2014-2020 年派息比例



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

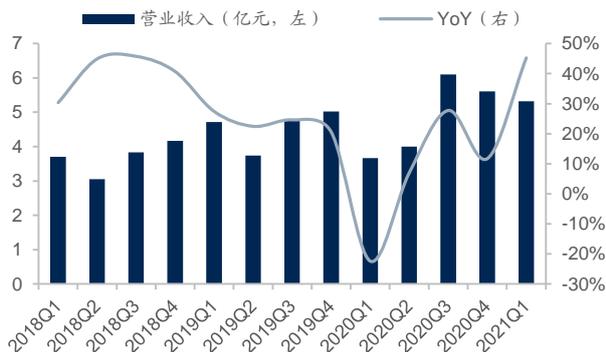
表 1：2020 年公司存货库龄结构

库龄	存货余额	占比
1 年以内	32,049.89	49.9%
1-2 年	18,514.48	28.8%
2-3 年	12,773.83	19.9%
3 年以上	841.20	1.3%
合计	64,179.40	100.0%

资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理

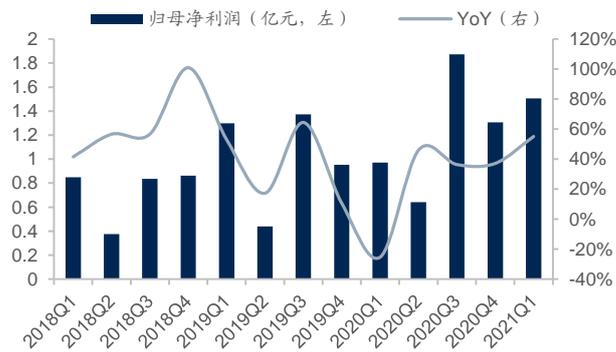
疫情后业绩反弹显著，Q1 延续高增长。分季度看，2020Q1~2021Q1 公司实现营业收入分别 3.7/4.0/6.1/5.6/5.3 亿元，同比-22.3%/7.0%/27.7%/11.7%/45.2%，除一季度受疫情影响业绩下滑后，Q2 增速即转正，随后 Q3、Q4 进一步反弹，2021 年 Q1 延续高增长；归母净利润分别为 1.0/0.6/1.9/1.3/1.5 亿元，同比-25.3%/45.9%/36.4%/37.2%/55.1%。21 年 Q1，毛利率 72.6%，同增 11.8p.p.，经营利润率 34.5%，同增 3.9p.p.。2020Q1~2021Q1 公司的存货周转天数分别 428/446/395/396/383 天，疫后库存逐渐恢复，21Q1 环比 20Q4 下降 13 天；21Q1 应收周转天数为 24 天，环比下降 3 天；应付周转天数为 57 天，环比下降 1 天。

图 9：2018-2020 年公司分季度营业收入与变化情况



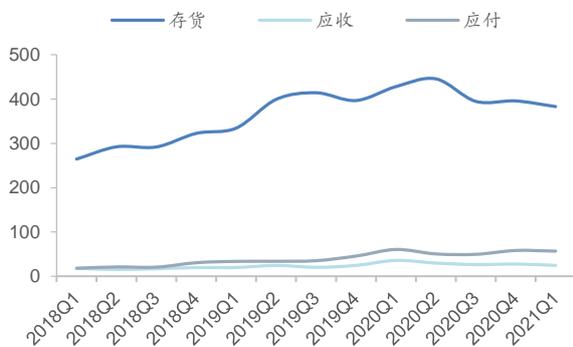
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 10：2018-2020 年公司分季度归母净利润与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 11：2018-2020 年公司分季度现金周转天数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 12：2018-2020 年公司分季度利润率变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

产品、渠道、数字化协同，看好下沉市场空间

据中国商业联合会等统计，比音勒芬高尔夫服装荣列 2020 年度同类产品综合占有率第一位，连续四年综合占有率第一位。公司从多个维度继续保持和加强自身竞争优势：

1) 产品：研发优势塑造高品质。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。公司将“优质的面料、亮丽的色彩、新颖的款式、精细的做工”作为产品定位。为了确保产品品质，公司坚持选择高档次、高性能的面料，如 2020 年选用的 Outlast（空调纤维）系列、抗菌系列等高品质面料。

2) 渠道：线下、新零售和数字化协同，下沉市场空间广阔。公司已经形成线下全渠道布局，覆盖全国高端百货商场、购物中心、机场高铁交通枢纽以及高尔夫球场。截至 2020 年底，公司拥有 979 个终端销售门店，较 2019 年末净增长 85 家，其中直营店铺数量 486 家，加盟店铺数量 493 家，且年末直营店/加盟店平均面积分别为 165.5/145 m²。

公司奥莱店的数量也逐年稳定增长，奥莱店是公司存货的主要消化渠道，一般库龄在两年以内的存货能得到较好的消化，奥莱店的折扣集中在 4-6 折，仍有较大的利润空间。未来，公司继续深挖一二线城市的高端社区作为潜在市场，同时市场进一步下沉到发展较快的三四线城市，从目前公司实际发展情况来看，预计市场容量仍有翻倍空间。

公司也在积极布局线上渠道，通过与电商平台深度合作，将线下优质VIP客户通过直播平台进行线上引流，通过“线下+线上”渠道布局，为客户提供更优质的体验和多元化服务。

图 13: 2016~2020 年末公司直营店和分销店数量



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

投资建议：扩张积极，期待库存进一步优化

疫情下公司业绩表现亮眼，门店数也在快速扩张，公司计划打开下沉市场，发展空间广阔，期待未来以快奥莱、线上等渠道清理老旧库存，保障中长期健康增长。我们预计公司未来3年净利润分别同增21.3%/14%/13.9%，EPS分别为1.09/1.24/1.41，对应2021年21-22倍PE，公司合理估值22.82-23.91元，维持“增持”评级。

表 2: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,938	2,403	2,878	3,399
(+/-%)	6.1%	24.0%	19.8%	18.1%
净利润(百万元)	479	581	663	755
(+/-%)	17.9%	21.3%	14.0%	13.9%
每股收益(元)	0.91	1.09	1.24	1.41
EBIT Margin	33.5%	31.3%	30.0%	29.2%
净资产收益率(ROE)	20.5%	21.2%	20.6%	20.2%
市盈率(PE)	23.4	19.7	17.3	15.2
EV/EBITDA	18.5	16.2	14.2	12.5
市净率(PB)	4.80	4.17	3.57	3.06

资料来源:公司资料，国信证券经济研究所整理预测

风险提示

- 1.宏观经济与消费需求大幅下行;
- 2.渠道拓展不及预期、新品牌发展不及预期;
- 3.库存优化不及预期，大幅降低公司利润率;
- 4.市场的系统性风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	579	1599	1836	2148	营业收入	1938	2403	2878	3399
应收款项	206	256	307	362	营业成本	598	757	935	1139
存货净额	642	818	1007	1226	营业税金及附加	14	24	29	34
其他流动资产	1439	721	863	1020	销售费用	544	697	843	991
流动资产合计	2966	3494	4114	4857	管理费用	133	173	208	244
固定资产	288	212	229	225	财务费用	10	13	9	9
无形资产及其他	115	111	108	104	投资收益	25	0	0	0
投资性房地产	265	265	265	265	资产减值及公允价值变动	52	(67)	(84)	(105)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(156)	0	0	0
资产总计	3635	4083	4717	5451	营业利润	559	672	770	878
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	3	10	10	10
应付款项	135	204	252	307	利润总额	562	682	780	888
其他流动负债	496	467	570	681	所得税费用	83	101	117	133
流动负债合计	631	672	822	988	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	631	631	651	691	归属于母公司净利润	479	581	663	755
其他长期负债	32	32	32	32					
长期负债合计	663	663	683	723	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1294	1335	1505	1711	净利润	479	581	663	755
少数股东权益	1	1	1	1	资产减值准备	22	119	(2)	(9)
股东权益	2340	2747	3211	3739	折旧摊销	28	40	49	58
负债和股东权益总计	3635	4083	4717	5451	公允价值变动损失	(52)	67	84	105
					财务费用	10	13	9	9
关键财务与估值指标					营运资本变动	(735)	653	(234)	(274)
每股收益	0.91	1.09	1.24	1.41	其它	(22)	(119)	1	9
每股红利	0.29	0.33	0.37	0.42	经营活动现金流	(280)	1341	562	644
每股净资产	4.46	5.13	6.00	6.99	资本开支	(144)	(146)	(146)	(146)
ROIC	23%	25%	31%	32%	其它投资现金流	(100)	0	0	0
ROE	20%	21%	21%	20%	投资活动现金流	(245)	(146)	(146)	(146)
毛利率	69%	69%	68%	67%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	33%	31%	30%	29%	负债净变化	0	0	20	40
EBITDA Margin	35%	33%	32%	31%	支付股利、利息	(154)	(174)	(199)	(227)
收入增长	6%	24%	20%	18%	其它融资现金流	936	0	0	0
净利润增长率	18%	21%	14%	14%	融资活动现金流	628	(174)	(179)	(187)
资产负债率	36%	33%	32%	31%	现金净变动	103	1021	237	312
息率	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	货币资金的期初余额	475	579	1599	1836
P/E	23.4	19.7	17.3	15.2	货币资金的期末余额	579	1599	1836	2148
P/B	4.8	4.2	3.6	3.1	企业自由现金流	(299)	1188	403	481
EV/EBITDA	18.5	16.2	14.2	12.5	权益自由现金流	637	1176	415	514

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032