

比音勒芬 (002832.SZ)

流水卓越向上，运营优化助力腾飞

我们判断，Q2以来终端流水预计持续卓越增长。2021年以来公司终端及业绩表现亮眼：1) Q1公司收入/业绩分别较2020Q1增长45.2%/55.1%至5.3/1.5亿元，较2019Q1增长12.7%/15.9%，我们判断收入同比高增长主要来自：去年Q1疫情影响带来较低基数、次新店及同店增长贡献发力。2) Q2以来终端表现预计延续Q1趋势。据我们跟踪：4-5月终端流水在新品销售拉动下实现高增长；终端优异下加盟商信心充足，秋冬订货会表现踊跃。综上我们判断：公司2021年中期同比2020年将继续实现强劲增长；单Q2来看，鉴于2020该时期已强势恢复（2020Q2收入/业绩较2019Q2增长7.0%/45.9%），因此2021Q2较2019Q2增速有望更为靓丽。

打造中高端优质国牌，产品、营销强势助推品牌力。我们认为公司终端亮眼表现的长期驱动力来自于持续提升的品牌力，公司围绕产品和营销打造优质高端时尚运动国产品牌。1) 产品多维创新，拉升卓越品牌力。公司从产品设计、技术多点打造差异化高端产品力，2021春季新品“始”续“敦煌主题国潮系列、创新Outlast（空调纤维）系列推动销售。2) 营销多点布局，强势夯实话语权。明星代言、赛事事件带来高强度曝光，与国家高尔夫球队再续八年之约，强化品牌专业属性。

门店高质量外延扩张，电商布局新零售平台。1) 线下多维度延展驱动终端。2020年线下略增1.7%至18.4亿元，直营/加盟销售分别+7.2%/-8.7%至12.6/5.8亿元。分拆其未来增长驱动因素：①店数：公司掌握特色布局渠道优势并持续外延扩张，2020年门店净增加85家（直营+45家/加盟+40家）至979家（直营486家/加盟493家）。我们预计未来每年净增加150家左右，精选新店布局社区店、下沉三四线城市。②店效：公司牵手腾讯智慧零售为门店运营减负提效，叠加品牌力强化驱动终端，我们认为门店质量提升趋势持续。2) 线上以新零售精细化VIP管理，效果颇丰。公司积极布局直播等新渠道，推进线上轻奢销售新模式，2020年线上销售高速增长5倍至1.0亿元。

运营优化，优质增长。1) 运营轻量化、现金流充沛为优质增长奠基。终端销售快速增长推动营运进一步健康化，Q1末存货水平较期初下降至6.0亿元，存货周转/应收账款周转天数继续下行至383.1/24.2天。现金流量充裕，2020全年/2021Q1经营性现金流分别6.4/3.7亿元（同期归母净利润分别4.8/1.5亿元）。2) 展望全年，我们判断终端销售出色表现可持续。随着渠道外延×店效增长贡献，我们预计公司收入/业绩均有望实现20%以上优质增长。3) 公司推出并实施第三期员工持股计划，并公告4月28日起三个月内不行使提前赎回“比音转债”权利，彰显业绩信心。

投资建议。公司定位运动时尚细分市场，终端表现优异。长期看伴随渠道扩张及运营提效，业绩有望实现快速增长。我们预计公司2021~2023年归母净利润6.0/7.4/8.8亿元，对应2021年PE为20倍，目标市值150亿，对应21年PE25倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续超预期；宏观经济疲软；威尼斯品牌孵化不达预期；运动休闲消费场景气度回落。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,826	1,938	2,409	2,930	3,475
增长率yoy(%)	23.7	6.1	24.3	21.6	18.6
归母净利润(百万元)	407	479	603	743	881
增长率yoy(%)	39.1	17.9	25.9	23.1	18.6
EPS最新摊薄(元/股)	0.76	0.90	1.13	1.39	1.65
净资产收益率(%)	20.8	20.5	21.6	22.0	21.5
P/E(倍)	29.5	25.0	19.9	16.1	13.6
P/B(倍)	6.1	5.3	4.4	3.6	3.0

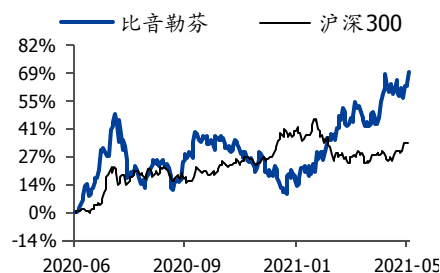
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年5月31日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
5月31日收盘价(元)	22.39
总市值(百万元)	12,165.26
总股本(百万股)	543.33
其中自由流通股(%)	66.63
30日日均成交量(百万股)	4.22

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号: S0680520070003

邮箱: yangying1@gszq.com

相关研究

- 《比音勒芬(002832.SZ): 国货崛起, 业绩靓丽, 未来可期》2021-04-29
- 《比音勒芬(002832.SZ): 2020年领跑行业, 2021年Q1持续靓丽》2021-03-27
- 《比音勒芬(002832.SZ): 细分赛道龙头, 品牌力彰显》2021-03-15

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1899	2966	3725	3974	4841
现金	475	579	839	1086	1430
应收票据及应收账款	141	153	212	232	295
其他应收款	50	54	75	81	104
预付账款	84	61	120	100	160
存货	674	642	1001	996	1373
其他流动资产	474	1478	1478	1478	1478
非流动资产	626	669	669	730	778
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	219	239	265	298	338
无形资产	114	115	127	141	144
其他非流动资产	293	315	277	290	295
资产总计	2524	3635	4393	4704	5618
流动负债	535	631	1058	901	1212
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	155	135	227	213	308
其他流动负债	380	496	832	688	903
非流动负债	31	663	537	423	306
长期借款	0	631	505	391	273
其他非流动负债	31	32	32	32	32
负债合计	566	1294	1596	1324	1517
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	308	524	535	535	535
资本公积	443	227	227	227	227
留存收益	1206	1531	1974	2557	3277
归属母公司股东权益	1957	2340	2797	3379	4100
负债和股东权益	2524	3635	4393	4704	5618

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	333	637	455	565	641
净利润	407	479	603	743	881
折旧摊销	63	94	94	45	52
财务费用	-6	10	-21	-36	-53
投资损失	-17	-25	-25	-25	-25
营运资金变动	-124	40	-197	-162	-215
其他经营现金流	11	39	0	0	0
投资活动现金流	-309	-1045	-69	-82	-76
资本支出	226	95	-0	61	48
长期投资	-89	0	0	0	0
其他投资现金流	-172	-949	-69	-21	-28
筹资活动现金流	-82	525	-126	-235	-222
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	631	-126	-114	-118
普通股增加	127	216	11	0	0
资本公积增加	-114	-216	0	0	0
其他筹资现金流	-96	-106	-10	-121	-105
现金净增加额	-58	118	260	248	343

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1826	1938	2409	2930	3475
营业成本	588	598	747	908	1077
营业税金及附加	17	14	22	26	30
营业费用	548	544	699	861	1025
管理费用	136	133	176	215	255
研发费用	59	65	82	100	118
财务费用	-6	10	-21	-36	-53
资产减值损失	-29	-51	43	29	35
其他收益	5	15	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	17	25	25	25	25
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	473	559	701	866	1027
营业外收入	2	5	4	4	4
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	472	562	704	869	1029
所得税	65	83	100	126	148
净利润	407	479	603	743	881
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	407	479	603	743	881
EBITDA	520	680	795	900	1055
EPS (元)	0.76	0.90	1.13	1.39	1.65

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	23.7	6.1	24.3	21.6	18.6
营业利润(%)	40.1	18.3	25.3	23.6	18.6
归属于母公司净利润(%)	39.1	17.9	25.9	23.1	18.6
获利能力					
毛利率(%)	67.8	69.1	69.0	69.0	69.0
净利率(%)	22.3	24.7	25.0	25.4	25.4
ROE(%)	20.8	20.5	21.6	22.0	21.5
ROIC(%)	19.8	16.7	17.4	18.6	19.0
偿债能力					
资产负债率(%)	22.4	35.6	36.3	28.1	27.0
净负债比率(%)	-22.7	3.5	-6.4	-15.9	-24.3
流动比率	3.6	4.7	3.5	4.4	4.0
速动比率	1.2	1.4	1.2	1.7	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	14.9	13.2	13.2	13.2	13.2
应付账款周转率	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.90	1.13	1.39	1.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	1.19	0.85	1.06	1.20
每股净资产(最新摊薄)	3.66	4.26	5.09	6.18	7.53
估值比率					
P/E	29.5	25.0	19.9	16.1	13.6
P/B	6.1	5.3	4.4	3.6	3.0
EV/EBITDA	22.2	17.6	14.7	12.6	10.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 5 月 31 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com