

# 比音勒芬 (002832.SZ)

## 运动休闲风潮正盛，长期坚定看好

预计基本面表现出色，看好长期增长潜力。上半年终端销售持续强劲，据我们跟踪，加盟商信心充足、新品订货会表现积极。我们综合流水跟踪判断，公司H1收入预计较2020H1/2019H1增长30%左右/10%高段。据公司业绩预告，估算公司H1业绩较2020H1/2019H1增长45%~55%/35%~40%。我们始终看好比音勒芬作为中高端质优国牌的长期增长潜力：

**1、渠道量效有望齐增。**我们分渠道拆分公司增长动力：1) **线下：数量扩张，质量提升，驱动终端。**量价拆分来看，①店数：公司掌握特色布局渠道优势并持续外延，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约150家，高线城市加密、低线城市渗透持续。②店效：品牌力强化驱动终端，公司携手腾讯智慧零售为门店运营减负提效，新零售精细化VIP管理，我们认为未来店效有望持续提升。2) **线上推进轻奢销售新模式。**公司积极布局直播等渠道，2020年线上销售增长5倍至1.0亿元。

**2、品牌拔高，产品迭代，强势营销。**公司布局运动休闲优质赛道，品牌力强化、高端化、年轻化驱动终端。产品层面：**高品质产品的创新迭代持续吸引新老消费者**，推出Outlast（空调纤维）系列、国潮系列终端表现佳，我们认为2021秋冬新品织带系列、高格格纹系列等新品有望在下半年接力带动销售。营销层面：赛事事件、明星代言带来高强度曝光，比音勒芬赞助中国国家高尔夫球队东京奥运比赛服，**品牌专业形象与知名度一再上行。**

**全年预计高速增长，有望推动营运边际改善。**1) 展望全年，我们判断，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**25%左右**优质增长。公司推出并实施第三期员工持股计划，彰显业绩信心。2) 终端销售快速增长有望推动营运进一步健康化，2021Q1存货周转/应收账款周转天数下行至383.1/24.2天。3) 现金流量充裕，2020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）。

**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，业绩有望快速增长。我们上调盈利预测，预计2021~2023年公司归母净利润6.0/7.8/9.8亿元，当前市值137亿元，对应2022年PE为18倍。目标市值194亿，对应2022年PE为25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；运动休闲消费市场景气度回落。

| 财务指标         | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 1,826 | 1,938 | 2,415 | 3,001 | 3,712 |
| 增长率yoy(%)    | 23.7  | 6.1   | 24.7  | 24.2  | 23.7  |
| 归母净利润(百万元)   | 407   | 479   | 604   | 778   | 978   |
| 增长率yoy(%)    | 39.1  | 17.9  | 25.9  | 28.8  | 25.8  |
| EPS最新摊薄(元/股) | 0.74  | 0.87  | 1.10  | 1.41  | 1.78  |
| 净资产收益率(%)    | 20.8  | 20.5  | 21.7  | 22.9  | 23.2  |
| P/E(倍)       | 33.8  | 28.6  | 22.7  | 17.7  | 14.0  |
| P/B(倍)       | 7.0   | 6.0   | 5.0   | 4.1   | 3.3   |

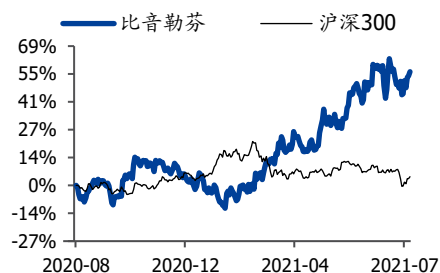
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年8月4日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

|               |           |
|---------------|-----------|
| 行业            | 服装家纺      |
| 前次评级          | 买入        |
| 8月4日收盘价(元)    | 24.97     |
| 总市值(百万元)      | 13,729.99 |
| 总股本(百万股)      | 549.86    |
| 其中自由流通股(%)    | 67.03     |
| 30日日均成交量(百万股) | 3.96      |

### 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

研究助理 侯子夜

邮箱: houziye@gszq.com

### 相关研究

1、《比音勒芬(002832.SZ): Q2再超预期》2021-06-05

2、《比音勒芬(002832.SZ): 流水卓越向上,运营优化助力腾飞》2021-06-01

3、《比音勒芬(002832.SZ): 国货崛起,业绩靓丽,未来可期》2021-04-29



**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 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1899  | 2966  | 3735  | 4023  | 4987  |
| 现金             | 475   | 579   | 859   | 1096  | 1462  |
| 应收票据及应收账款      | 141   | 153   | 213   | 242   | 321   |
| 其他应收款          | 50    | 54    | 75    | 85    | 113   |
| 预付账款           | 84    | 61    | 120   | 105   | 173   |
| 存货             | 674   | 642   | 988   | 1017  | 1439  |
| 其他流动资产         | 474   | 1478  | 1478  | 1478  | 1478  |
| <b>非流动资产</b>   | 626   | 669   | 669   | 737   | 802   |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 219   | 239   | 265   | 303   | 355   |
| 无形资产           | 114   | 115   | 127   | 141   | 144   |
| 其他非流动资产        | 293   | 315   | 278   | 293   | 302   |
| <b>资产总计</b>    | 2524  | 3635  | 4404  | 4760  | 5789  |
| <b>流动负债</b>    | 535   | 631   | 1053  | 909   | 1239  |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款      | 155   | 135   | 224   | 217   | 323   |
| 其他流动负债         | 380   | 496   | 829   | 692   | 916   |
| <b>非流动负债</b>   | 31    | 663   | 537   | 425   | 311   |
| 长期借款           | 0     | 631   | 505   | 392   | 278   |
| 其他非流动负债        | 31    | 32    | 32    | 32    | 32    |
| <b>负债合计</b>    | 566   | 1294  | 1591  | 1334  | 1550  |
| 少数股东权益         | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 股本             | 308   | 524   | 550   | 550   | 550   |
| 资本公积           | 443   | 227   | 227   | 227   | 227   |
| 留存收益           | 1206  | 1531  | 1974  | 2584  | 3384  |
| 归属母公司股东权益      | 1957  | 2340  | 2812  | 3425  | 4238  |
| <b>负债和股东权益</b> | 2524  | 3635  | 4404  | 4760  | 5789  |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 333   | 637   | 461   | 562   | 680   |
| 净利润            | 407   | 479   | 604   | 778   | 978   |
| 折旧摊销           | 63    | 94    | 94    | 45    | 53    |
| 财务费用           | -6    | 10    | -21   | -37   | -55   |
| 投资损失           | -17   | -25   | -25   | -25   | -25   |
| 营运资金变动         | -124  | 40    | -191  | -199  | -272  |
| 其他经营现金流        | 11    | 39    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -309  | -1045 | -70   | -89   | -94   |
| 资本支出           | 226   | 95    | 0     | 68    | 65    |
| 长期投资           | -89   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | -172  | -949  | -69   | -21   | -29   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -82   | 525   | -110  | -237  | -220  |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 631   | -126  | -113  | -114  |
| 普通股增加          | 127   | 216   | 26    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -114  | -216  | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -96   | -106  | -10   | -124  | -106  |
| <b>现金净增加额</b>  | -58   | 118   | 281   | 237   | 366   |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1826  | 1938  | 2415  | 3001  | 3712  |
| 营业成本            | 588   | 598   | 741   | 912   | 1117  |
| 营业税金及附加         | 17    | 14    | 22    | 27    | 32    |
| 营业费用            | 548   | 544   | 708   | 882   | 1095  |
| 管理费用            | 136   | 133   | 180   | 220   | 261   |
| 研发费用            | 59    | 65    | 81    | 100   | 124   |
| 财务费用            | -6    | 10    | -21   | -37   | -55   |
| 资产减值损失          | -29   | -51   | 43    | 30    | 37    |
| 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     |
| <b>营业利润</b>     | 473   | 559   | 701   | 907   | 1141  |
| 营业外收入           | 2     | 5     | 4     | 4     | 4     |
| 营业外支出           | 3     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| <b>利润总额</b>     | 472   | 562   | 704   | 909   | 1143  |
| 所得税             | 65    | 83    | 100   | 132   | 164   |
| <b>净利润</b>      | 407   | 479   | 604   | 778   | 978   |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 407   | 479   | 604   | 778   | 978   |
| EBITDA          | 520   | 680   | 795   | 940   | 1169  |
| EPS (元)         | 0.74  | 0.87  | 1.10  | 1.41  | 1.78  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 23.7  | 6.1   | 24.7  | 24.2  | 23.7  |
| 营业利润(%)         | 40.1  | 18.3  | 25.4  | 29.3  | 25.8  |
| 归属于母公司净利润(%)    | 39.1  | 17.9  | 25.9  | 28.8  | 25.8  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 67.8  | 69.1  | 69.3  | 69.6  | 69.9  |
| 净利率(%)          | 22.3  | 24.7  | 25.0  | 25.9  | 26.4  |
| ROE(%)          | 20.8  | 20.5  | 21.7  | 22.9  | 23.2  |
| ROIC(%)         | 19.8  | 16.7  | 17.4  | 19.4  | 20.5  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 22.4  | 35.6  | 36.1  | 28.0  | 26.8  |
| 净负债比率(%)        | -22.7 | 3.5   | -7.1  | -16.0 | -24.2 |
| 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   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.8   | 0.6   | 0.6   | 0.7   | 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   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.74  | 0.87  | 1.10  | 1.41  | 1.78  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.61  | 1.16  | 0.84  | 1.02  | 1.24  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 3.56  | 4.14  | 4.95  | 6.07  | 7.55  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 33.8  | 28.6  | 22.7  | 17.7  | 14.0  |
| P/B             | 7.0   | 6.0   | 5.0   | 4.1   | 3.3   |
| EV/EBITDA       | 25.5  | 20.2  | 16.9  | 13.9  | 10.8  |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 4 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中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   |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   | 行业评级 | 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：021-38124100

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