

2021年08月18日

21Q2 净利率改善超预期

比音勒芬(002832)

评级:	买入	股票代码:	002832
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	28.18/14.09
目标价格:	35.75	总市值(亿)	142.88
最新收盘价:	25.98	自由流通市值(亿)	95.78
		自由流通股数(百万)	368.68

事件概述

2021H 公司实现收入/归母净利/扣非归母净利分别为 10.22/2.45/2.24 亿元、同比增长 33%/52%/53%、较 19H1 增长 21%/41%/36%，业绩符合预期。2021Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 4.90/0.95/0.79 亿元、同比增长 22%/48%/37%、较 19Q2 增长 31%/116%/100%，收入增速较 21Q1 进一步提速（21Q1 收入/归母净利较 19Q1 的增速分别为 13%/16%）。

分析判断:

直营高增长来自开店、店效贡献，加盟增长主要来自开店，线上维持高增速。（1）分渠道来看，2021H 直营/加盟/线上收入分别为 7.65/2.0/0.57 亿元、同比增长 40%/11%/41%。（2）分外延和内生看，2021H 末公司直营/加盟门店数分别为 500/507 家、同比增长 11%/11%、年初至今分别净开 14/14 家，直营店效/加盟单店出货分别为 153/39 万元、同比增长 27%/0%。在公司“调位置、扩面积”的店铺优化策略下，截至 2021H，公司直营/加盟单店面积达 166/148 平方米，直营平效/加盟单平出货分别为 9228/2663 元/平。（3）分地区来看，西北地区较疫情前增长最快，东北优势地区较疫情前增长 24%。2021H 东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南分别同比增长 18%/31%/44%/35%/54%/49%/18%/41%、较 19H1 增长 24%/10%/15%/13%/14%/64%/5%。

毛利率较疫情前提升来自 21Q1 贡献，21Q2 毛利率较疫情前基本持平。2021H 公司毛利率为 71.98%、同比提高 7.13PCT、较 19H1 提高 4.52PCT，其中直营/加盟/线上毛利率分别为 74.29%/68.72%/52.19%、同比提高 6.10PCT/5.41PCT/25.89PCT。2021Q2 毛利率为 71.34%、同比提高 2.8PCT、较 19Q2 提高 0.2PCT。

净利率提升主要来自毛利率上涨。2021H 净利率为 24.02%、同比提高 2.98PCT、较 19H1 提高 3.45PCT，2021Q2 净利率为 19.36%、同比提高 3.3PCT、较 19Q2 提高 7.6PCT。2021H 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 33%/7%/4%/1%、同比提高 3/-1/0/1PCT、较 19H1 提高 2/-2/0/1PCT，销售费用率提升主要由于员工薪酬、门店运营费、装修费、品牌推广费增加以及电商运营费增加，管理费用率下降主要由于收入快速增长、管理费用同比增加 18%，财务费用率提升主要由于计提可转债利息支出所致。2021H 投资收益/收入为 2%、同比提高 0.7PCT、较 19H 提高 0.8PCT，主要由于理财产品收益增加；所得税/收入为 4.4%、同比提高 0.7PCT、较 19H 提高 1.1PCT。

存货继续改善。2021H 经营现金流/净利为 185%、同比提高 75PCT，主要由于存货下降以及应付账款增加。2021H 末公司存货为 5.98 亿元、同比下降 9%、较年初下降 1%，存货周转天数为 390 天、同比下降 56 天、较 19H 下降 10 天。应收账款周转天数为 26 天、同比下降 4 天、较 19H1 提高 2 天。应付账款周转天数为 70 天、同比提高 20 天、较 19H1 提高 36 天。

投资建议

我们分析，公司竞争优势在于：（1）公司管理层专注于主业，比音的部分消费群体，恰恰是其他男装品牌在年轻化过程中流失的部分群体；（2）给予加盟商退换货比例灵活，加盟商开店动力较高；（3）店效高，商场不断给予更好的位置贡献同店面积增长；（4）作为可选消费品，复购率较高；（5）与竞品相比，同等价位下，面料、版型品质更高。公司成长空间在于：（1）短期看开店增速+面积贡献同店带来的收入高增速；2021 年预计开店 150 家左右，其中副品牌威尼斯预计开店 50 家左右；（2）中期空间在于威尼斯副品牌；（3）长期空间在于开店空间。维持收入不变，考虑公司净利率改善超预期，将 21/22/23 年归母净利上调 9%/8%/8%

至 6.5/7.87/9.31 亿元、对应 EPS 分别为 1.18/1.43/1.69 元、对应 21/22/23 年 PE 为 22/18/15X，看好公司持续抢份额的成长趋势，维持“买入”评级，将目标价上调 35%至 35.75 元（对应 22 年 25XPE）。

风险提示

疫情影响的不确定性；开店低于预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,826	1,938	2,452	2,850	3,244
YoY (%)	23.7%	6.1%	26.5%	16.2%	13.8%
归母净利润(百万元)	407	479	650	787	931
YoY (%)	39.1%	17.9%	35.6%	21.1%	18.3%
毛利率 (%)	67.8%	69.1%	70.2%	70.1%	70.2%
每股收益 (元)	0.74	0.87	1.18	1.43	1.69
ROE	20.8%	20.5%	21.3%	20.2%	19.0%
市盈率	35.14	29.80	21.99	18.15	15.35

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,938	2,452	2,850	3,244	净利润	479	650	787	931
YoY (%)	6.1%	26.5%	16.2%	13.8%	折旧和摊销	94	13	15	17
营业成本	598	730	851	967	营运资金变动	40	-979	-394	-449
营业税金及附加	14	22	28	32	经营活动现金流	637	-237	484	574
销售费用	544	657	750	850	资本开支	-95	-93	-90	-110
管理费用	133	157	177	195	投资	0	0	0	0
财务费用	10	36	35	27	投资活动现金流	-1,045	-71	-64	-81
资产减值损失	-51	-54	-57	-60	股权募资	0	26	0	0
投资收益	25	21	26	29	债务募资	681	0	0	0
营业利润	559	755	912	1,079	筹资活动现金流	525	-18	-44	-44
营业外收支	3	-2	0	0	现金净流量	118	-327	376	448
利润总额	562	754	913	1,080	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	83	104	126	149	成长能力				
净利润	479	650	787	931	营业收入增长率	6.1%	26.5%	16.2%	13.8%
归属于母公司净利润	479	650	787	931	净利润增长率	17.9%	35.6%	21.1%	18.3%
YoY (%)	17.9%	35.6%	21.1%	18.3%	盈利能力				
每股收益	0.87	1.18	1.43	1.69	毛利率	69.1%	70.2%	70.1%	70.2%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	24.7%	26.5%	27.6%	28.7%
货币资金	579	252	628	1,076	总资产收益率 ROA	13.2%	14.7%	14.8%	14.6%
预付款项	61	73	85	97	净资产收益率 ROE	20.5%	21.3%	20.2%	19.0%
存货	642	760	863	954	偿债能力				
其他流动资产	1,685	2,540	2,834	3,192	流动比率	4.70	5.24	5.77	6.37
流动资产合计	2,966	3,625	4,410	5,318	速动比率	3.59	4.04	4.53	5.11
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.92	0.36	0.82	1.29
固定资产	239	307	404	530	资产负债率	35.6%	30.7%	26.8%	23.5%
无形资产	115	115	115	115	经营效率				
非流动资产合计	669	786	913	1,070	总资产周转率	0.53	0.56	0.54	0.51
资产合计	3,635	4,411	5,323	6,388	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.87	1.18	1.43	1.69
应付账款及票据	135	166	194	220	每股净资产	4.25	5.56	7.08	8.89
其他流动负债	496	526	571	615	每股经营现金流	1.16	-0.43	0.88	1.04
流动负债合计	631	692	764	835	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	663	663	663	663	PE	29.80	21.99	18.15	15.35
非流动负债合计	663	663	663	663	PB	3.82	4.68	3.67	2.92
负债合计	1,294	1,355	1,428	1,498					
股本	524	550	550	550					
少数股东权益	1	1	1	1					
股东权益合计	2,341	3,056	3,895	4,889					
负债和股东权益合计	3,635	4,411	5,323	6,388					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。