

比音勒芬(002832)

点评报告

公司研究
— 服装家纺 —

持续高质量强劲增长势头，细分龙头领跑行业

——比音勒芬跟踪点评

✎ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎ : 联系人: 林骥川、詹陆雨
✉ : mali@stocke.com.cn

报告导读

21Q2 收入/归母净利润同增 22%/48%，直营及电商增长亮眼。

投资要点

- **事件:** 公司公布中报, 21 上半年收入 10.22 亿 (+33%), 归母净利 2.45 亿 (+52%), 单 Q2 收入 4.9 亿 (+22%), 归母净利 9484 万元 (+48%), 接近此前业绩预告上限, 展现强劲增长势头; 同时存货绝对值同比环比继续下降, 周转效率有效提升。
- **产品力持续领先, 直营及电商高增带动强劲收入增长。** 分渠道看上半年收入增长:
 - 1) 直营继续展现强劲单店增长:** 上半年收入同增 40% 至 7.7 亿元, 高增来自强产品力驱动以及零售环境复苏带来的强劲同店增长, 以及渠道数量的持续增加 (21H1 达到 500 家, 同比+11%), 收入增长同时毛利率同比提升 6.1pp 至 74.3%, 主要来自零售折扣率的有效提升;
 - 2) 电商延续高增:** 继 2020 年疫情下公司积极引流线下 VIP 至线上消费带来 20 年线上收入同增 508% 至 9825 万元后, 21 年上半年电商继续保持高增, 收入增长 41% 至 5669 万元, 同时货品结构优化带动折扣恢复, 毛利率同比提升 26pp 至 52%, 向疫情前水平贴近;
 - 3) 加盟增长主要在下半年释放:** 21H1 加盟发货收入同比增长 11%, 主要来自门店数量增长的带动 (21H1 门店数量达到 507 家, +11%), 上半年主要为春夏货品发货, 订货时间为 2020 年 8 月, 当时出于渠道库存安全考量加盟商订货较为保守, 但从 21 年 2 月举行的秋冬订货会来看加盟商已恢复积极增长, 我们预计下半年加盟发货收入增长将较上半年有提速。

上半年公司整体渠道 1007 家, 较年初净增为 28 家, 全年来看净增门店规模有望达到 150 家左右, 门店快速增长来自于产品和品牌力支撑下的渠道高利润, 以经销商草根调研来看比音勒芬品牌经营利润率可以达到 20% 水准, 在男装品牌领域非常优秀。
- **收入利润快速增长同时存货周转效率持续提升。** 随着收入增长、各渠道毛利率的显著提振以及渠道提效带来的费用杠杆, 公司上半年归母净利润增长达到 52%, 同时在直营与电商占比持续提升、店铺数量持续增加的背景下, 上半年存货绝对值仍实现同比 9.4% 下降至 6.0 亿元, 周转效率进一步提升, 21H1 经营性现金流达到 4.54 亿元 (+185%), 展现高质量增长。
- **第三期员工持股计划完成购买, 可转债暂不提前赎回。** 截至 2/26 公司三期员工持股计划完成购买。累计通过二级市场集中竞价方式以 1.10 亿元购买公司股份 649.5 万股 (占公司股本 1.24%), 成交均价为 16.93 元/股, 锁定期至 2022/2/26。本次员工持股计划参与员工不超过 1320 人, 其中董监高 6 人, 包括总经理申金冬、财务总监唐新乔、董秘陈阳、副总经理金芬林等, 董事长谢秉政先生承诺若计划到期股票全部变现后可分配金额低于初始认购本金扣除利息后的金额, 将对差额部分承担补足义务, 侧面体现对公司业务长期发展信心。
- **盈利预测及估值:** 我们认为公司通过持续深耕运动时尚领域, 打造了精准的产品定位并持续进行多元化的品宣投入, 带动渠道质量持续提升、高速增长同时营运周转效率提升势头也非常明显, 未来成长空间充分, 预计公司 21~23 年归母净利润 6.08/7.88/9.87 亿, 对应增速 27%/30%/25%, 对应 PE 24/18/15X, 看好赛道及成长性继续推荐, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情反复影响消费信心、新品牌拓展不及预期

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥ 25.98

单季度业绩

元/股

2Q/2021	0.17
1Q/2021	0.29
4Q/2020	0.24
3Q/2020	0.36



公司简介

A 股代表性高端运动时尚服饰企业, 旗下拥有品牌比音勒芬及威尼斯

相关报告

- 1、《比音勒芬: 新财年渠道扩张提速, 业绩高增同时估值提升空间显著》2021-03-03
- 2、《比音勒芬: 20 年亮丽表现领跑行业, 21 年渠道扩张提速巩固优势》2021-03-28
- 3、《比音勒芬: Q1 增长继续领跑行业, 周转优化现金流亮眼》2021-04-28
- 4、《比音勒芬: Q2 再现超预期高增, 龙头上升势显著》2021-06-04

报告撰写人: 马莉

联系人: 林骥川、詹陆雨

证券研究报告

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,937.60	2,421.89	3,006.21	3,675.18
(+/-)	6.1%	25.0%	24.1%	22.3%
净利润	479.41	607.67	787.66	986.52
(+/-)	17.9%	26.8%	29.6%	25.2%
每股收益 (元)	0.91	1.14	1.47	1.84
P/E	29.8	23.5	18.1	14.5

表：比音勒芬收入拆分 (单位：百万元)

	2019	2020	2020H1	2020H2	2021H1
公司收入	1,825.52	1,937.60	766.38	1,171.22	1,021.64
YOY	23.70%	6.14%			33.31%
毛利率	67.78%	69.12%	64.86%	71.90%	71.98%
门店数量	894	979	909	979	1007
直营销售	1,177.90	1,263.07	546.87	716.19	765.30
YOY		7.23%			39.94%
毛利率	71.92%	72.22%	68.19%	75.30%	74.29%
门店数量	441	486	452	486	500
加盟销售	631.45	576.28	179.30	396.98	199.65
YOY		-8.74%			11.35%
毛利率	60.23%	67.69%	63.30%	69.67%	68.72%
门店数量	453	493	457	493	507
线上销售	16.16	98.25	40.19	58.06	56.69
YOY		508.01%			41.06%
毛利率	60.42%	37.59%	26.30%	45.40%	52.19%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表：比音勒芬单季度三表财务摘要(单位：百万元)

	2019Q1	2019Q2	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2020H1	2021H1
利润表										
营业收入	471.79	373.72	366.39	399.99	610.31	560.92	531.89	489.75	766.38	1021.64
YOY	27.37%	22.45%	-22.34%	7.03%	27.71%	11.71%	45.17%	22.44%	-9.36%	33.31%
毛利润	304.46	265.96	222.88	274.13	426.38	415.82	385.95	349.39	497.01	735.34
YOY	28.81%	36.64%	-26.79%	3.07%	29.40%	23.26%	73.16%	27.45%	-12.87%	47.95%
毛利率	64.53%	71.17%	60.83%	68.53%	69.86%	74.13%	72.56%	71.34%	64.85%	71.98%
营业税金及附加	5.12	3.22	1.70	1.82	3.99	6.48	5.43	5.03	3.52	10.46
期间费用	151.03	210.69	114.62	196.86	198.29	241.56	196.19	251.93	311.48	448.12
YOY	24.93%	50.34%	-24.11%	-6.56%	20.24%	14.89%	71.17%	27.97%	-13.89%	43.87%
期间费用率	32.01%	56.38%	31.28%	49.22%	32.49%	43.06%	36.89%	51.44%	40.64%	43.86%
销售费用	112.97	146.98	85.08	142.07	145.79	171.26	138.57	197.7	227.15	336.27
销售费用率	23.94%	39.33%	23.22%	35.52%	23.89%	30.53%	26.05%	40.37%	29.64%	32.91%
管理费用	27.08	47.63	21.6	35.02	31.63	44.39	36.84	29.94	56.62	66.78
管理费用率	5.74%	12.74%	5.90%	8.76%	5.18%	7.91%	6.93%	6.11%	7.39%	6.54%
研发费用	12.2	17.16	9.62	19.39	15.14	20.65	17.28	21.23	29.01	38.51
研发费用率	2.59%	4.59%	2.63%	4.85%	2.48%	3.68%	3.25%	4.33%	3.79%	3.77%

财务费用	-1.22	-1.08	-1.68	0.38	5.73	5.26	3.5	3.06	-1.30	6.56
财务费用率	-0.26%	-0.29%	-0.46%	0.10%	0.94%	0.94%	0.66%	0.62%	-0.17%	0.64%
资产减值损失	2.74	5.50	4.85	5.02	11.04	30.40	6.89	3.82	9.87	10.71
其他收益	0.6	0.11	6.35	2.94	2.57	3.64	0.59	3.5	9.29	4.08
投资净收益	4.73	5.23	4.14	5.85	6.08	8.43	5.52	14.69	9.99	20.21
营业利润	150.9	50.78	112.21	78.55	221.72	146.68	183.54	105.73	190.76	289.27
YOY	33.25%	-4.22%	-25.64%	54.69%	38.38%	32.44%	63.57%	34.60%	-5.42%	51.64%
营业利润率	31.98%	13.59%	30.63%	19.64%	36.33%	26.15%	34.51%	21.59%	24.89%	28.31%
利润总额	150.32	50.83	112.13	77.14	221.53	151.49	183.54	106.5	189.27	290.04
YOY	32.72%	-7.23%	-25.41%	51.76%	38.50%	37.18%	63.69%	38.06%	-5.91%	53.24%
减: 所得税	20.44	6.82	15.07	12.94	34.15	20.75	33.01	11.66	28.00	44.67
所得税率	13.60%	13.42%	13.44%	16.77%	15.42%	13.70%	17.99%	10.95%	14.79%	15.40%
净利润	129.89	44.00	97.06	64.21	187.37	130.74	150.54	94.84	161.27	245.37
YOY	52.92%	17.33%	-25.28%	45.93%	36.37%	37.16%	55.10%	47.70%	-7.26%	52.15%
净利率	27.53%	11.77%	26.49%	16.05%	30.70%	23.31%	28.30%	19.36%	21.04%	24.02%
归母净利润	129.88	44.00	97.06	64.21	187.37	130.75	150.54	94.84	161.28	245.37
YOY	52.91%	17.33%	-25.27%	45.93%	36.38%	37.16%	55.10%	47.70%	-7.25%	52.14%
资产负债表										
应收票据及应收账款	99.95	122.69	150.03	111.13	125.78	152.88	133.29	142.85	111.13	142.85
YOY	10.22%	110.12%	50.11%	-9.42%	38.86%	8.55%	-11.16%	28.54%	-9.42%	28.54%
存货	621.12	597.94	691.09	659.87	651.74	641.79	600.76	597.57	659.87	597.57
YOY	41.50%	34.28%	11.27%	10.36%	-3.79%	-4.83%	-13.07%	-9.44%	10.36%	-9.44%
现金流量表										
经营性现金流量净额	123.15	-32.52	108.70	69.26	205.73	253.16	366.32	87.62	177.96	453.93
/净利润	94.81%	-73.91%	111.99%	107.86%	109.80%	193.64%	243.34%	92.39%	110.35%	185.00%
投资性现金流量净额	-44.76	-192.14	-150.35	-127.04	-97.99	-669.19	51.77	36.34	-277.39	88.11
筹资性现金流量净额	-46.74	59.55	-7.57	537.86	-8.26	3.37	9.5	-10.94	530.28	-1.44
现金及等价物净增加额	31.65	-165.11	-49.22	480.07	99.48	-412.66	427.59	113.02	430.85	540.60

数据来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,966	3,151	3,686	4,401	营业收入	1,938	2,422	3,006	3,675
现金	579	883	1,196	1,644	营业成本	598	758	942	1,156
交易性金融资产	100	0	0	0	营业税金及附加	14	22	27	33
应收账款	153	193	236	289	营业费用	544	717	869	1,036
其它应收款	54	63	81	99	管理费用	133	174	195	232
预付账款	61	91	98	133	研发费用	60	80	99	121
存货	642	621	775	937	财务费用	10	5	(2)	(9)
其他	1,378	1,300	1,300	1,300	资产减值损失	41	53	69	86
非流动资产	669	613	619	627	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	25	25	25	25
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	16	15	15	15
固定资产	239	203	193	183	营业利润	559	713	925	1,159
无形资产	115	106	102	98	营业外收支	3	2	2	2
在建工程	49	20	20	20	利润总额	562	715	927	1,161
其他	265	284	304	326	所得税	83	107	139	174
资产总计	3,635	3,763	4,305	5,028	净利润	479	608	788	987
流动负债	631	599	666	778	少数股东损益	(0)	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	479	608	788	987
应付款项	108	141	173	212	EBITDA	690	786	1,012	1,265
预收账款	145	201	229	296	EPS (最新摊薄)	0.91	1.14	1.47	1.84
其他	378	258	264	270	主要财务比率				
非流动负债	663	432	332	232		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	663	432	332	232	营业收入	6.1%	25.0%	24.1%	22.3%
负债合计	1,294	1,031	998	1,010	营业利润	18.3%	27.5%	29.7%	25.3%
少数股东权益	1	0	0	0	归属母公司净利润	17.9%	26.8%	29.6%	25.2%
归属母公司股东权益	2,340	2,732	3,307	4,018	获利能力				
负债和股东权益	3,635	3,763	4,305	5,028	毛利率	69.1%	68.7%	68.7%	68.6%
					净利率	24.7%	25.1%	26.2%	26.8%
					ROE	22.3%	24.0%	26.1%	26.9%
					ROIC	24.1%	24.1%	25.7%	26.5%
					偿债能力				
					资产负债率	35.6%	27.4%	23.2%	20.1%
					净负债比率	55.3%	37.7%	30.2%	25.1%
					流动比率	4.7	5.3	5.5	5.7
					速动比率	3.6	4.1	4.2	4.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
					应收帐款周转率	13.2	14.0	14.0	14.0
					应付帐款周转率	4.1	5.5	6.0	6.0
					每股指标(元)				
					每股收益	0.91	1.14	1.47	1.84
					每股经营现金	1.22	1.18	1.39	1.78
					每股净资产	4.46	5.11	6.18	7.51
					估值比率				
					P/E	29.8	23.5	18.1	14.5
					P/B	6.1	5.2	4.3	3.6
					EV/EBITDA	16.4	14.2	10.5	11.3

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	637	629	741	953
净利润	479	608	788	987
折旧摊销	94	62	69	70
财务费用	16	5	(2)	(9)
投资损失	(25)	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	40	(75)	(156)	(155)
其它	33	54	68	84
投资活动现金流	(1045)	(161)	(217)	(238)
资本支出	95	(17)	12	12
长期投资	0	0	0	0
其他	949	178	206	226
筹资活动现金流	525	(163)	(211)	(267)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	525	(163)	(211)	(267)
现金净增加额	118	305	313	448

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>