

公司点评

比音勒芬 (002832)

纺织服装 | 服装家纺

门店量效提升，高增长态势持续

2021年08月20日

评级 推荐

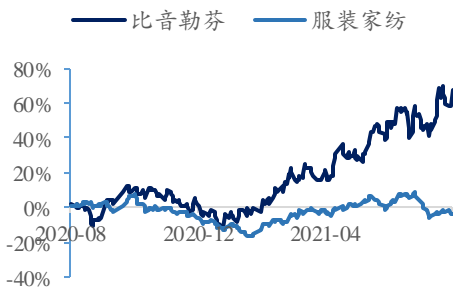
评级变动 首次

合理区间 27.00-31.05 元

交易数据

当前价格 (元)	27.58
52 周价格区间 (元)	14.09-28.18
总市值 (百万)	15168.13
流通市值 (百万)	10168.16
总股本 (万股)	54996.84
流通股 (万股)	36867.87

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
比音勒芬	15.11	32.92	68.17
服装家纺	-6.30	-6.37	-3.43

杨甫

分析师

执业证书编号: S0530517110001
yangfu@cfzq.com

0731-84403345

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	1,826	1,938	2,418	2,920	3,466
净利润 (百万元)	407	479	743	979	1,241
每股收益 (元)	0.78	0.91	1.35	1.78	2.26
每股净资产 (元)	3.56	4.25	5.35	6.80	8.65
P/E	33.29	17.85	20.40	15.50	12.23
P/B	7.30	3.82	5.15	4.06	3.19

资料来源: wind, 财信证券

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2021 年半年度报告, 上半年实现营业收入 10.22 亿元, 同比增加 33.31%, 较 2019 年同期增长 20.83%; 实现归母净利润 2.45 亿元, 同比增加 52.14%, 较 2019 年同期增长 41.11%。
- **高增速态势延续, 盈利能力持续提升。** 分季度来看, Q2 营业收入/归母净利润分别为 4.90/0.95 亿元, 同比增长 22.50%/47.93% (Q1 同比增长 45%/55%, 主要由于去年同期疫情影响下低基数), 较 2019 年同期增长 31.11%/115.91% (Q1 同比 2019 年同期增长 12.74%/15.91%), 增幅扩大。今年上半年实现净利率 24.02%, 同比增长 2.98%; 毛利率为 71.98%, 同比增长 7.13%, 受益于渠道营运能力改善和折扣控制, 线上/直营/加盟毛利率分别提升 25.89%/6.10%/5.41%, 盈利质量显著提升。
- **渠道: 门店量效齐升, 线上发展加速。** 1) **门店量效齐升。** 公司已经形成线下全渠道布局, 已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。2021H1 较 2020 年底门店净增长 28 家 (直营 14 家/加盟 14 家), 目前公司总共拥有 1007 家终端销售门店 (直营/加盟分别有 500/507 家), 预计 2021 年净开店 150 家左右。今年上半年公司直营/加盟渠道销售额分别为 7.65/2.00 亿元, 同比分别增长 40%/11%, 直营渠道营收快速增长主要得益于单店店效的提升, 预计今年直营/加盟单店店效分别增长 25%/5% 以上。2) **积极布局线上渠道, 初见成效。** 公司持续打造小红书、抖音 KOL、KOC 生态。一方面通过多样化的社交话题及大量 UGC 内容, 吸引更多小红书社区用户关注, 深化品牌年轻化建设; 另一方面, 大量高尔夫垂直类 KOL 种草强输出, 进一步深化比音勒芬高端品牌定位, 成效初显。今年上半年线上实现营业收入 0.6 亿元, 同比增加 41%, 预计今年线上销售增速在 30% 以上。
- **产品: 注重研发创新, 提升品牌力。** 公司坚持高比例研发投入, 深刻践行高品质、高品位、高科技和创新的“三高一新”产品设计研发理念, 打造稀缺性、差异化、高端化产品, 带动品牌力提升。2021H1 研发投入 0.39 亿元, 同比增长 32.76%, 占营收比重为 3.82%。在面料方面, 推出 Outlast 空调纤维、奥黛兰 (抗菌纤维)、桑蚕丝系列等高科

科技感面料，提升穿着舒适度和品质感；在设计方面，持续推出 IP 联名国潮系列，去年推出故宫宫廷文化联名，依次推出“朕都依你”、“天官赐福”、“福禄寿”等系列，今年春季推出以敦煌艺术为主题的“始”、“续”系列。

- **营销：全方位营销持续加码，扩大品牌影响力。** 1) 赛事传播：助力国家队征战奥运。 赞助中国国家高尔夫球队东京奥运会比赛服，同时，品牌在线上线下进行全面传播，借势奥运营销，进一步强化品牌影响力；2) 娱乐营销：多明星矩阵助力，加强线上推广，深化品牌年轻化建设。 与多位明星合作，加大品牌服饰曝光率，同时续打造小红书、抖音 KOL、KOC 生态，提升品牌影响力，助力品牌年轻化。3) 事件推广：布局高铁媒体。 公司与永达传媒达成合作，启动全国高铁广告传播，在全国 60 个城市，覆盖国内 80% 的高铁站点。
- **投资建议：** 我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 24.18/29.20/34.66 亿元，归母净利润分别为 7.43/9.79/12.41 亿元，EPS 分别为 1.35/1.78/2.26 元/股，公司产品创新能力持续加强+全方面营销带动品牌力提升，盈利能力持续增强，叠加《全民健身计划（2021-2025）》的推出，预计 2021 年营收和归母净利润都有 25% 以上的增长，看好公司未来业绩增长，给予公司 20-23 倍 PE 估值，合理价格区间为 27.00—31.05 元，首次覆盖给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：政策落地不及预期，市场需求疲软，行业竞争加剧**

财务预测摘要

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	579	335	599	1351	营业收入	1938	2418	2920	3466
交易性金融资产	100	210	320	430	%同比增速	6%	25%	21%	19%
应收账款及应收票据	153	188	227	270	营业成本	598	664	728	791
存货	642	682	753	823	毛利	1339	1754	2192	2674
预付账款	61	68	74	81	%营业收入	69%	73%	75%	77%
其他流动资产	1432	1730	1894	2009	税金及附加	14	17	21	25
流动资产合计	2966	3213	3867	4964	%营业收入	1%	1%	1%	1%
长期股权投资	0	0	0	0	销售费用	544	679	820	973
投资性房地产	0	0	0	0	%营业收入	28%	28%	28%	28%
固定资产合计	239	255	257	240	管理费用	133	166	200	237
无形资产	115	116	118	119	%营业收入	7%	7%	7%	7%
递延所得税资产	65	65	65	65	研发费用	65	81	98	116
其他非流动资产	250	240	243	244	%营业收入	3%	3%	3%	3%
资产总计	3635	3890	4551	5632	财务费用	10	-31	-53	-77
短期借款	0	0	0	0	%营业收入	1%	-1%	-2%	-2%
应付票据及应付账款	135	150	164	178	资产减值损失	-51	-30	-28	-26
应付职工薪酬	53	59	64	70	信用减值损失	-4	-3	-3	-3
应交税费	70	88	106	125	其他收益	15	19	23	28
其他流动负债	373	411	419	442	投资收益	25	31	37	44
流动负债合计	631	707	754	816	公允价值变动收益	0	10	10	10
应付债券	631	181	0	0	营业利润	559	869	1145	1453
递延所得税负债	2	2	2	2	%营业收入	29%	36%	39%	42%
其他非流动负债	30	57	57	57	营业外收支	3	3	3	3
负债合计	1294	946	812	875	利润总额	562	872	1148	1455
归母所有者权益	2340	2943	3737	4757	%营业收入	29%	36%	39%	42%
少数股东权益	1	1	1	1	所得税费用	83	129	169	215
股东权益	2341	2944	3738	4757	净利润	479	743	979	1241
负债及股东权益	3635	3890	4551	5632	%营业收入	25%	31%	34%	36%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	归属于母公司的净利润	479	743	979	1241
经营活动现金流净额	637	486	800	1122	%同比增速	18%	55%	32%	27%
投资	0	-110	-110	-110	少数股东损益	0	0	0	0
资本性支出	-95	-95	-89	-91	EPS (元/股)	0.91	1.35	1.78	2.26
其他	-950	46	47	54	财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
投资活动现金流净额	-1045	-160	-152	-147	EPS	0.91	1.35	1.78	2.26
债权融资	0	-450	-181	0	BVPS	4.25	5.35	6.80	8.65
股权融资	0	26	0	0	PE	17.85	20.40	15.50	12.23
银行贷款增加(减少)	681	0	0	0	PEG	1.00	0.37	0.49	0.46
筹资成本	-154	-186	-190	-223	PB	3.82	5.15	4.06	3.19
其他	-2	41	-14	0	EV/EBITDA	13.35	16.27	12.37	9.31
筹资活动现金流净额	525	-569	-385	-223	ROE	20%	25%	26%	26%
现金净流量	118	-243	263	752	ROIC	16%	23%	25%	25%

资料来源: wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438