

比音勒芬 (002832.SZ)

持续快速增长，盈利质量出彩

Q3 在去年高基数下依然保持收入快速增长，业绩优异。据公司公告：1) 单 Q3 公司收入/业绩分别 6.9/2.1 亿元，同比 2020 年高基数仍然+14%/+14%，同比 2019 年高速增长 45%/56%。2) 前三季度公司收入/业绩分别 17.1/4.6 亿元，同比 2020 年增长 25%/32%，同比 2019 年增长 30%/47%。3) 盈利质量继续提升，我们判断规模效应带来成本优化，公司前三季度毛利率同比+4.6PCTs 至 71.7% (其中单 Q3 毛利率+1.4PCTs 至 71.2%)，销售/管理费用率分别+1.7/-0.6PCTs 至 28.8%/5.8%，净利率+1.4PCTs 至 26.8% (其中单 Q3 净利率+0.1PCTs 至 30.8%)。

品牌积淀拉动终端，Q3 较 H1 提速(同比 2019 年)。1) 单 Q3 收入同比增速(+14%) 较 H1 同比增速(+33%) 而言放缓，我们判断主要系 Q3 与 H1 去年基数不同：去年 H1 终端受疫情影响基数较低，但去年 Q3 存在消费反弹故基数较高。若同比 2019 年来看：Q3 收入增长 45%，较 Q2 (+31%)、Q1 (+13%) 增长加速。2) 横向和行业相比，公司三季度稳健增长表现优秀，我们判断主要系公司产品持续创新+营销力度加码，品牌势能提升有效带动终端：产品端，公司新推出 2021 秋冬故宫宫廷文化联名系列、抗菌系列等高品质产品，带动终端销售；营销端，赞助国家高尔夫球队东京奥运比赛服，携手永达传媒投放广告覆盖国内 80% 的高铁站点，有效提升品牌曝光度。

渠道优质延展，店效持续提升。分拆渠道来看：1) 线下门店数量、店效有望齐升，驱动业务增长。① 店数：高低线城市持续发力，H1 末门店较年初净增加 28 家至 1007 家 (直营 500 家/加盟 507 家)，我们预计下半年开店加速、预期全年净开店约 150 家。② 店效：公司中高端国牌品牌力沉淀、产品推新驱动终端、门店运营提效，我们估算店效有望提升。2) 线上新零售生态布局推进，公司把握私域流量并精细化 VIP 管理，积极布局小红书、抖音等新兴渠道，H1 线上销售同比增长 41% 至 0.6 亿元。

现金流优渥，存货跌价计提谨慎。1) 公司公告计提前三季度资产减值共计 0.65 亿元，其中存货计提 0.64 亿元/应收账款计提 0.01 亿元。公司谨慎经营、营运周转边际改善，前三季度存货周转/应收账款周转天数分别 357.7 天/22.6 天，同比分别-37.2 天/-3.6 天，存货周转天数与公司经营模式相匹配。2) 现金流充沛，抗风险性进一步提升。公司现金流管理良好，前三季度经营性现金流量净额 6.9 亿元 (较去年同期 3.8 亿元增长 80%+)，约为同期归母净利润的 1.5 倍。

全年预计高增长，年内不赎回可转债。我们认为品牌力提升能够持续拉动收入业绩增长。展望全年，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，并公告在本年度内不提前赎回可转债，彰显业绩信心。

投资建议。公司定位运动时尚细分市场，长期看伴随渠道扩张及运营提效，业绩有望快速增长。我们预计 2021~2023 年公司归母净利润 6.0/7.8/9.8 亿元，对应 2022 年 PE 为 17 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)	33.0	28.0	22.3	17.3	13.7
P/B (倍)	6.9	5.9	4.9	4.0	3.2

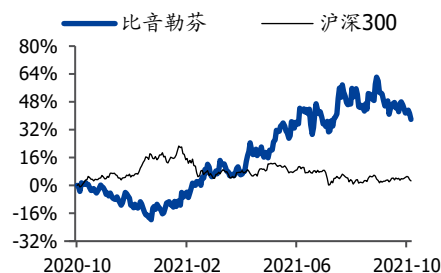
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 28 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
10月28日收盘价(元)	24.42
总市值(百万元)	13,431.85
总股本(百万股)	550.03
其中自由流通股(%)	67.04
30日日均成交量(百万股)	3.56

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

- 《比音勒芬 (002832.SZ): 靓丽业绩彰显强劲实力》2021-08-18
- 《比音勒芬 (002832.SZ): 运动休闲风潮正盛，长期坚定看好》2021-08-05
- 《比音勒芬 (002832.SZ): Q2 再超预期》2021-06-05

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	3735	4023	4987
现金	475	579	860	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
非流动资产	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
资产总计	2524	3635	4404	4760	5789
流动负债	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
非流动负债	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
负债合计	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
负债和股东权益	2524	3635	4404	4760	5789

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	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	-58	118	281	237	366

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	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
营业利润	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
利润总额	472	562	704	909	1143
所得税	65	83	100	132	164
净利润	407	479	604	778	978
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	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
成长能力					
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
获利能力					
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
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标 (元)					
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	6.06	7.54
估值比率					
P/E	33.0	28.0	22.3	17.3	13.7
P/B	6.9	5.9	4.9	4.0	3.2
EV/EBITDA	25.0	19.7	16.5	13.6	10.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 28 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