

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

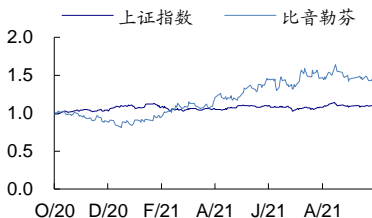
服装 II

比音勒芬(002832)
买入

2021 年 Q3 财报点评

(调高评级)

2021 年 10 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	550/369
总市值/流通(百万元)	13,432/9,005
上证综指/深圳成指	3,518/14,245
12 个月最高/最低(元)	29.69/14.20

相关研究报告:

《比音勒芬-002832-2021 年中报点评: 业绩稳健增长, 毛利率创新高》——2021-08-22
 《比音勒芬-002832-2020 年报&2021 年 Q1 点评: 增长持续, 扩店积极》——2021-05-05
 《比音勒芬-002832-重大事件快评: 业绩恢复加速, 渠道优化进行中》——2020-10-22
 《比音勒芬-002832-2020 年中报点评: Q2 恢复正增长, 高端定位保障利润空间》——2020-08-24
 《比音勒芬-002832-2019 年年报点评: 业绩符合预期, 静候消费复苏》——2020-04-19

证券分析师: 丁诗洁

电话: 0755-81981391
 E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

业绩韧性凸显, 库存优化

● 业绩稳步增长, 盈利能力优异, 存货改善

2021 年 Q3 公司收入 6.9 亿元, 同增 13.5%, 归母净利润 2.1 亿元, 同增 14.0%, 收入/净利润分别比 19 年同期提升 45.0%/55.5%。毛利率 71.2%, 同比增加 1.4p.p., 环比持平。经营利润率 35.7%, 同减 0.7p.p., 归母净利率 30.8%, 同增 0.1p.p.。销售费用率/管理费用率/财务费用率同减 1.1p.p./0.35p.p./1.9p.p.至 22.8%/4.8%/-0.9%。

存货周转天数 358 天, 同比改善 37 天。Q3 经营现金流净额 2.3 亿, 同增 13.3%, 占净利润比例 109%, 处于健康水平。截至 9 月末, 公司账上资金 24 亿元 (含理财产品), 资金充裕, 抗风险能力强。

● 营销、产品、新零售协同, 拓店空间仍然广阔

1) 营销: 公司通过高尔夫赛事营销明确高端定位, 扩大品牌影响力, 今年 7/8 月公司月度平均百度指数 7351/8497, 大幅高于 5/6 月 3962/1497。2) 产品: 公司坚持选择高档次、高性能面料, 保证产品功能性和高端调性。2) 渠道: 公司上半年门店净增加 28 家至 1007 家, 下半年为主要开店期, 预计全年净开店 150 家。奥莱店稳定增长, 折扣 4-6 折, 仍有较大利润空间。在新零售方面, 公司发力传统电商以及抖音、小红书等新电商, 上半年线上占比已达 5.6%。未来在店铺扩张方面, 公司继续深挖一二线城市高端社区, 同时将市场下沉到三四线城市, 预计拓店空间在 1500~2000 家。

● 风险提示

1. 疫情反复; 2. 渠道下沉不及预期; 3. 库存高企风险; 4. 系统性风险。

● 投资建议: 看好公司业绩确定性, 上调至“买入”评级

在 Q3 外部环境不佳情况下, 公司仍实现业绩稳步增长, 高利润率和存货改善。公司已通过营销与产品力的打磨培育出优异品牌力, 作为景气赛道的高端品牌有望保持高质量增长。我们维持盈利预测, 预计 21-23 年净利润分别为 6.1/7.5/9.0 亿元, 同增 27.5%/22.9%/19.3%, EPS 分别为 1.17/1.43/1.71 元, 对应 PE 分别为 20.9x/17x/14.3x, 对应 22 年 21-22x PE 合理估值为 30.1-31.5 元, 上调至“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,938	2,375	2,869	3,386
(+/-%)	6.1%	22.6%	20.8%	18.0%
净利润(百万元)	479	611	751	896
(+/-%)	17.9%	27.5%	22.9%	19.3%
摊薄每股收益(元)	0.91	1.17	1.43	1.71
EBIT Margin	33.7%	31.5%	31.6%	32.0%
净资产收益率(ROE)	20.5%	23.1%	24.9%	25.8%
市盈率(PE)	26.7	20.9	17.0	14.3
EV/EBITDA	20.7	18.1	15.0	12.7
市净率(PB)	5.5	4.8	4.2	3.7

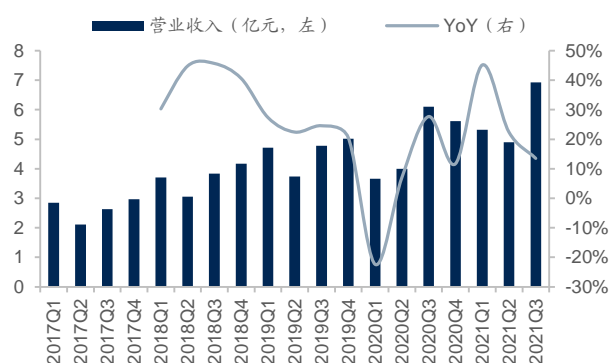
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩稳步增长，盈利能力优异，存货改善

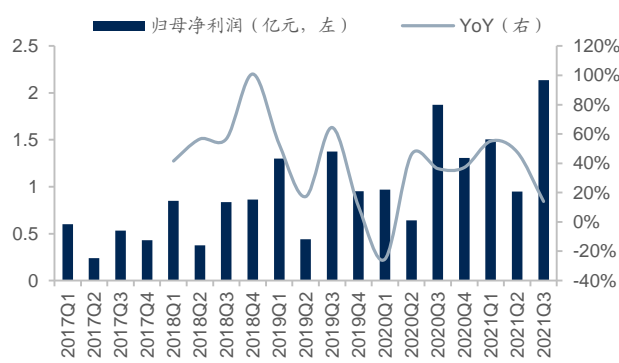
Q3 业绩稳步增长，维持高毛利率。2021 年 Q3 公司实现营业收入 6.9 亿元，同比增长 13.5%，实现归母净利润 2.1 亿元，同比增长 14.0%，收入/净利润分别比 19 年同期提升 45.0%/55.5%，其中资产减值 5342 万元，占收入比例 7.7%，主要是由于公司审慎起见，计提较多存货跌价。2021 年 Q3 公司实现毛利率 71.2%，同比增加 1.4p.p.，环比持平。实现经营利润率 35.7%，同减 0.7p.p.，归母净利率 30.8%，同增 0.1p.p.。从费用率情况看，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同减 1.1p.p./0.35p.p./1.9p.p.至 22.8%/4.8%/-0.9%，研发费用率维持在 2.5%的水平，费用开支比率小幅优化。

图 1：2017-2021 年 Q3 公司分季度营业收入与增速



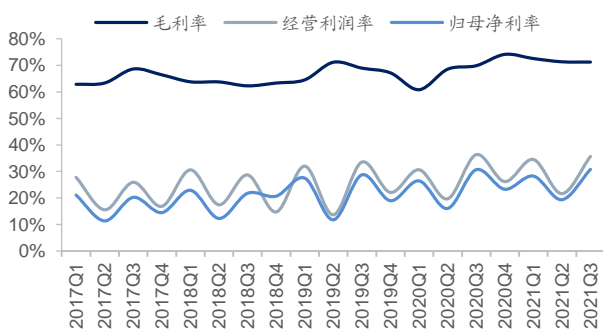
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：2017-2021 年 Q3 公司分季度归母净利润与增速



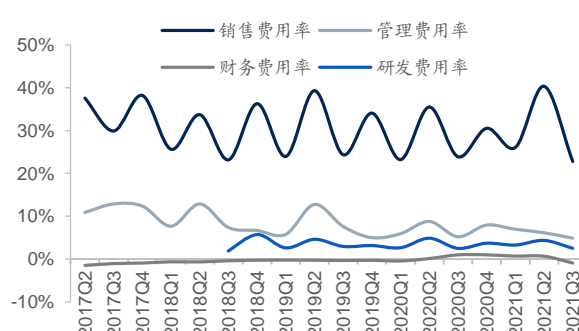
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：2017-2021 年 Q3 公司分季度利润率水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：2017-2021 年 Q3 公司分季度费用率变化情况



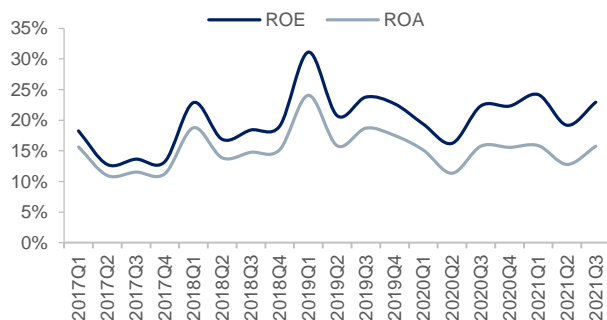
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利能力优异，存货周转环比小幅上升。2021 年 Q3 公司 ROE 同比上升 0.6p.p. 至 23.0%，盈利能力优异。存货周转天数 358 天，虽然仍然偏高，但已较去年 Q3 和今年 Q2 分别改善 37/32 天，存货绝对金额在门店数同比增加 111 家至 1053 家的同时减少 1%至 6.45 亿元。应收/应付周转天数分别同比上升-4/16 天至 23/66 天，维持健康水平。

资产负债率改善，经营现金流净额健康，账上现金流充裕。公司资产负债率在 2020 年 Q2 达到 36.2%的历史高值，随后逐季优化，2021 年 Q3 已优化至 27.5%。从经营现金流净额看，Q3 实现 2.3 亿，同比增长 13.3%，经营现金流净额净额占净利润比例为 109%，处于健康水平。截至 21 年 9 月末，公司账上资金 24

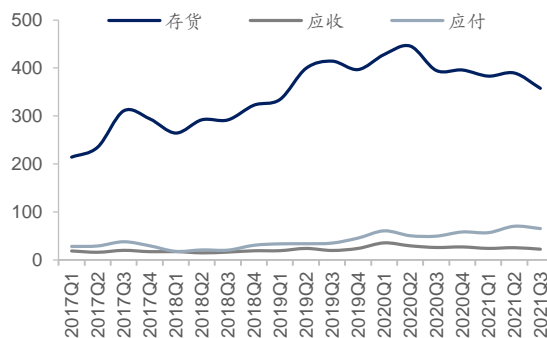
亿元（含理财产品），公司有充足资金，抗风险能力强，能支持门店数扩张。

图 5：2017-2021 年 Q3 公司分季度 ROE 和 ROA



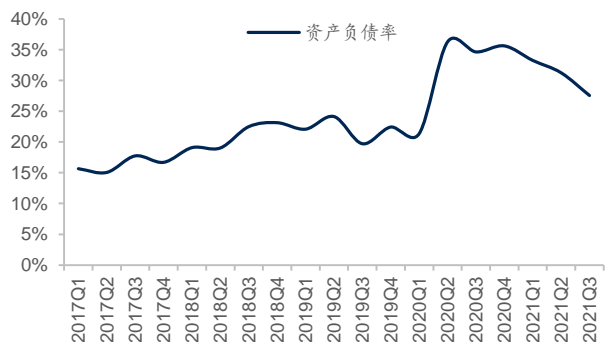
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：2017-2021 年 Q3 公司分季度营运资金周转天数



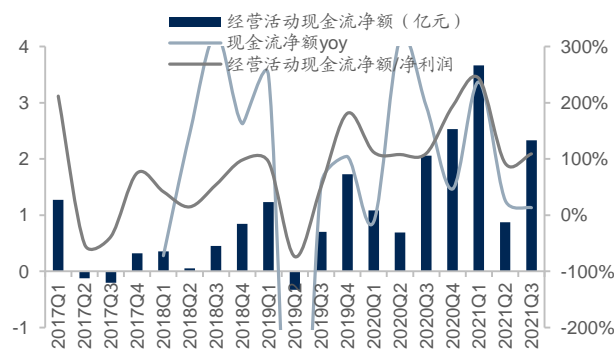
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：2017-2021 年 Q3 公司资产负债率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：2017-2021 年 Q3 经营活动现金流净额和增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

营销，产品，新零售协同，拓店空间仍然广阔

据中国商业联合会等统计，比音勒芬高尔夫服装 2020 年在同类品牌综合占有率高达 53.02%位列第一，第二名/第三名分别为法国公鸡和 HONMA，市占率分别为 6.4%和 5.65%。2017~2020 年公司在高尔夫服装领域连续四年综合占有率第一位。公司继续从多个维度继续保持和加强自身竞争优势：

1) 营销：高尔夫赛事营销明确高端定位，扩大品牌影响力。公司持续与中国国家高尔夫球队合作，2020 年公司在结束国家高尔夫球队八年合作后再续八年之约。2021 年利用东京奥运会契机，一方面，公司为中国国家高尔夫球队东京奥运之队倾情打造第二代奥运比赛服五星战袍 II，以衣为语，以国为潮。另一方面，公司特设“比音勒芬中国国家高尔夫球队奥运金牌奖励金”，与国同行，与国家队一起为国家荣誉而战。与此同时，公司利用其全渠道优势，在线上线下进行全面传播，借势奥运营销，大力强化品牌影响力。从百度指数看，今年 7/8 月公司月度平均百度指数 7351/8497，大幅高于 5/6 月的 3962/1497。

2) 产品：研发优势塑造高品质。公司产品在设计方面注重运用新技术、新工艺和高科技面料。公司将“优质的面料、亮丽的色彩、新颖的款式、精细的做工”作为产品定位。为了确保产品品质，公司坚持选择高档次、高性能的面料，如公司采用的 Outlast（空调纤维）系列、抗菌系列等高品质面料。

3) 渠道: 线下、线上、新零售协同, 下沉市场拓店空间仍然广阔。公司已经形成线下全渠道布局, 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。截至 2021 年 H1, 公司拥有 1007 个终端销售门店, 较 2020 年末净增长 28 家, 其中直营店铺数量 500 家, 加盟店铺数量 507 家, 报告期末直营/加盟单店面积分别为 165.9/147.9 m²。下半年迎来开店主要时期, 预计全年净开店 150 家。

公司奥莱店的数量也逐年稳定增长, 奥莱店是公司存货的主要消化渠道, 一般库龄在两年以内的存货能得到较好的消化, 奥莱店的折扣集中在 4-6 折, 仍有较大的利润空间。未来, 公司继续深挖一二线城市的高端社区作为潜在市场, 同时将市场进一步下沉到发展较快的三四线城市, 从目前公司实际发展情况来看, 预计店铺空间能达到 1500-2000 家, 乐观情况下有翻倍空间。

公司在积极布局数字化新零售渠道, 目前已开通天猫旗舰店、京东旗舰店和唯品会旗舰店, 并通过直播带货、小红书种草、抖音、微信小程序等方式, 充分发挥高黏性客群和高复购率的品牌优势, 通过线上线下融合, 形成全渠道布局。2021 年 H1 公司线上渠道收入占比 5.55%, 比去年同期增加 0.3p.p.

投资建议: 细分龙头业绩稳健, 成长高, 上调至“买入”评级

在 Q3 外部环境不佳情况下, 公司仍实现业绩稳步增长, 门店数扩张, 高利润率和存货改善。作为景气赛道的高端品牌, 公司已通过赛事营销、事件营销和娱乐营销以及顶尖产品力的打磨培育出优异品牌力, 未来公司计划拓店有翻倍空间, 成长性高。我们维持盈利预测, 预计 21-23 年净利润分别为 6.1/7.5/9.0 亿元, 同增 27.5%/22.9%/19.3%, EPS 分别为 1.17/1.43/1.71 元, 对应 22 年 21-22x PE 合理估值为 30.1-31.5 元 (此前为 28.2-29.6 元), 上调至“买入”评级。

表 1: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,938	2,375	2,869	3,386
(+/-%)	6.1%	22.6%	20.8%	18.0%
净利润(百万元)	479	611	751	896
(+/-%)	17.9%	27.5%	22.9%	19.3%
每股收益(元)	0.91	1.17	1.43	1.71
EBIT Margin	33.7%	31.5%	31.6%	32.0%
净资产收益率 (ROE)	20.5%	23.1%	24.9%	25.8%
市盈率 (PE)	26.7	20.9	17.0	14.3
EV/EBITDA	20.7	18.1	15.0	12.7
市净率 (PB)	5.5	4.8	4.2	3.7

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

风险提示

1. 疫情持续时间过长, 宏观经济与消费需求大幅下行;
2. 新品牌发展不及预期;
3. 货龄严重老化, 影响品牌形象与利润率;
4. 市场的系统性风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	579	579	608	709	营业收入	1938	2375	2869	3386
应收款项	206	253	306	361	营业成本	598	709	862	1018
存货净额	642	694	774	833	营业税金及附加	14	17	21	24
其他流动资产	1439	1764	2131	2515	销售费用	544	660	790	923
流动资产合计	2966	3390	3919	4517	管理费用	137	245	293	343
固定资产	288	273	275	264	财务费用	10	9	9	7
无形资产及其他	115	110	106	101	投资收益	25	24	24	24
投资性房地产	265	265	265	265	资产减值及公允价值变动	(51)	(59)	(57)	(68)
长期股权投资	0	(5)	(10)	(15)	其他收入	(49)	14	16	18
资产总计	3635	4034	4554	5132	营业利润	559	713	877	1046
短期借款及交易性金融负债	0	33	26	0	营业外净收支	3	4	5	5
应付款项	135	158	192	226	利润总额	562	717	881	1051
其他流动负债	496	522	630	740	所得税费用	83	106	130	155
流动负债合计	631	713	847	966	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	631	631	631	631	归属于母公司净利润	479	611	751	896
其他长期负债	32	43	54	65					
长期负债合计	663	674	685	696	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1294	1387	1532	1662	净利润	479	611	751	896
少数股东权益	1	1	1	1	资产减值准备	22	23	1	(3)
股东权益	2340	2645	3021	3469	折旧摊销	28	38	45	52
负债和股东权益总计	3635	4034	4554	5132	公允价值变动损失	51	59	57	68
					财务费用	10	9	9	7
					营运资本变动	(735)	(340)	(347)	(346)
					其它	(22)	(23)	(1)	3
					经营活动现金流	(177)	368	507	670
					资本开支	(42)	(100)	(100)	(100)
					其它投资现金流	(100)	0	0	0
					投资活动现金流	(142)	(95)	(95)	(95)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(154)	(306)	(376)	(448)
					其它融资现金流	731	33	(7)	(26)
					融资活动现金流	422	(273)	(383)	(474)
					现金净变动	103	0	29	101
					货币资金的期初余额	475	579	579	608
					货币资金的期末余额	579	579	608	709
					企业自由现金流	(192)	235	372	529
					权益自由现金流	538	260	357	497

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.91	1.17	1.43	1.71
每股红利	0.29	0.58	0.72	0.85
每股净资产	4.46	5.05	5.76	6.62
ROIC	23%	21%	23%	25%
ROE	20%	23%	25%	26%
毛利率	69%	70%	70%	70%
EBIT Margin	34%	31%	32%	32%
EBITDA Margin	35%	33%	33%	33%
收入增长	6%	23%	21%	18%
净利润增长率	18%	28%	23%	19%
资产负债率	36%	34%	34%	32%
息率	1.2%	2.4%	2.9%	3.5%
P/E	26.7	20.9	17.0	14.3
P/B	5.5	4.8	4.2	3.7
EV/EBITDA	20.7	18.1	15.0	12.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032