

# 比音勒芬 (002832)

## 2021 年报&2022 一季报点评: 品牌力&产品力优秀, 业绩兼具成长性、稳健性

2022 年 04 月 17 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书: S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

买入 (维持)

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,720	3,343	4,049	4,838
同比	18.09	22.92	21.11	19.49
归属母公司净利润 (百万元)	625	803	1,002	1,220
同比	25.20	28.65	24.76	21.69
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.09	1.41	1.76	2.14
P/E (现价&最新股本摊薄)	20.38	15.84	12.70	10.43

### 投资要点

- **公司公布 2021 年年报&2022 年一季报:** 2021 年营收 27.2 亿元/yoy+18.09%、归母净利 6.25 亿元/yoy+25.20%，2022Q1 营收/归母净利分别同比增 30.16%/41.29%至 8.10/2.13 亿元。利润端增速均好于营收端，2021 年主要受益于产品加价倍率和折扣率改善带来的毛利率提升，2022Q1 主要受益于费用率下降。分季度，2021Q1-Q4 营收分别同比增 48.5%/23.7%/11.7%/3.0%、归母净利分别同比增 55.1%/47.7%/14.0%/10.2%，呈现同比逐季放缓、主要因 2020 年随疫情影响趋弱公司经营逐步恢复造成基数前低后高所致。
- **线上快速增长，内生外延共促线下增长。** 1) **分渠道看**，2021 年直营/加盟/线上收入分别同比 +17.52%/18.58%/24.76%、分别占总收入的 70.37%/25.12%/4.51%。线上渠道基数较低，2021 年公司基于线下渠道优势，通过营销助手、超级导购等系统将线下会员引流线上，线上线下统一价格体系，促进线上收入保持较快增长，2021 年公司 VIP 会员人数突破 70 万人。2) **线下分内生外延看**，截至 2021 年末直营/加盟门店分别为 532/568 家、分别净增 46/75 家、对应同比+9.47%/15.21%，即直营/加盟收入增长来自外延开店及同店增长共同驱动，店效提升主要得益于公司在坚持高品质产品同时、在品牌推广方面持续发力，如①推出故宫 IP 联名款服饰、顺应国潮趋势，②为 2021 年东京奥运会中国国家高尔夫队员打造第二代五星战袍，③携手品牌代言人杨烁、当红明星黄轩、段奕宏、蓝盈莹等持续曝光、提升品牌影响力，④以“大国品牌”身份登录央视，品牌公信力、权威性均得到进一步提升，⑤签约永达传媒，通过全国高铁大屏提高品牌曝光度。
- **盈利水平及运营效率均有改善。** 1) **毛利率:** 由于产品加价倍率和折扣率改善，2021 年毛利率同比+2.81pct 至 76.69%，其中线上/直营/加盟毛利率分别同比+13.34/2.85/1.21pct。2022Q1 毛利率同比-1.07pct 至 75.49%。2) **费用率:** 2021 年费用率同比+0.46pct 至 47.89%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.17/-0.01/+0.25/+0.38pct。2022Q1 费用率同比-3.37pct 至 42.72%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.24/-0.52/+0.34/-0.94pct。3) **净利率:** 由于毛利增幅高于费用，2021 年净利率同比+1.3pct 至 22.96%、2022Q1 净利率同比+2.06pct 至 26.24%。4) **存货:** 2021 年末存货 6.6 亿元/yoy+8.65%、2022Q1 末存货 6.64 亿元/yoy+15.34%，2021/2022Q1 服饰存货周转天数分别同比-13/-64 天至 360/298 天，周转优化；2021 年 1 年以内库存占比 58.8%、同比+11.7pct、库存结构改善，存货跌价计提谨慎。5) **现金流:** 2021/2022Q1 经营活动现金流净额分别同比+40.93%/27.38%至 8.98/4.67 亿元，公司账上现金充裕、截至 2021 年末/2022Q1 末货币资金及理财分别 17/20 亿元。
- **盈利预测与投资评级:** 公司为高端运动时尚服饰龙头，“衣中茅台”卡位精准，2021 年&2022Q1 业绩均实现较快增长，体现优秀产品力和品牌力，业绩兼具成长性+稳健性。结合 2022/03 以来疫情对终端消费和物流运输的冲击，我们将 2022-23 年归母净利同比从 29.8%/21.6%调整为 28.7%/24.8%，增加 2024 年预测 21.7%，2022-24 年 EPS 分别为 1.41/1.76/2.14 元/股，对应 PE16X/13X/10X，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 局部地区疫情导致封控持续，经济疲软等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	22.30
一年最低/最高价	19.01/28.71
市净率(倍)	3.40
流通 A 股市值(百万元)	8,684.03
总市值(百万元)	12,726.77

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.56
资产负债率(% ,LF)	27.34
总股本(百万股)	570.71
流通 A 股(百万股)	389.42

### 相关研究

- 《比音勒芬(002832): 高端时尚运动龙头, 提质增效领跑行业》  
2022-01-21
- 《比音勒芬(002832): 20 年成长继续, 充分展现细分龙头发展韧性》  
2020-04-30
- 《比音勒芬(002832): 年报亮丽, 细分龙头 20 年成长继续》  
2020-04-19

## 比音勒芬三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>3,645</b>	<b>4,523</b>	<b>5,546</b>	<b>6,800</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,720</b>	<b>3,343</b>	<b>4,049</b>	<b>4,838</b>
货币资金及交易性金融资产	1,717	2,455	3,191	4,135	营业成本(含金融类)	634	785	956	1,152
经营性应收款项	347	404	489	586	税金及附加	24	27	32	39
存货	660	724	913	1,116	销售费用	1,041	1,277	1,547	1,848
合同资产	0	0	0	0	管理费用	156	191	231	276
其他流动资产	921	941	953	963	研发费用	83	100	121	145
<b>非流动资产</b>	<b>1,218</b>	<b>1,355</b>	<b>1,487</b>	<b>1,615</b>	财务费用	22	27	26	25
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	15	23	28	34
固定资产及使用权资产	652	893	1,092	1,269	投资净收益	39	50	61	73
在建工程	148	74	37	19	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	120	90	60	30	减值损失	-78	-60	-40	-20
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	105	105	105	105	<b>营业利润</b>	<b>738</b>	<b>950</b>	<b>1,184</b>	<b>1,440</b>
其他非流动资产	193	193	193	193	营业外净收支	-5	-5	-5	-5
<b>资产总计</b>	<b>4,863</b>	<b>5,878</b>	<b>7,034</b>	<b>8,415</b>	<b>利润总额</b>	<b>733</b>	<b>945</b>	<b>1,179</b>	<b>1,435</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,082</b>	<b>1,185</b>	<b>1,327</b>	<b>1,489</b>	减:所得税	108	142	177	215
短期借款及一年内到期的非流动负债	197	197	197	197	<b>净利润</b>	<b>625</b>	<b>803</b>	<b>1,002</b>	<b>1,220</b>
经营性应付款项	165	194	236	284	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	141	157	191	230	<b>归属母公司净利润</b>	<b>625</b>	<b>803</b>	<b>1,002</b>	<b>1,220</b>
其他流动负债	580	637	703	778	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.09	1.41	1.76	2.14
非流动负债	535	535	535	535	EBIT	718	964	1,162	1,379
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,011	1,277	1,479	1,701
应付债券	285	285	285	285	毛利率(%)	76.69	76.53	76.38	76.20
租赁负债	217	217	217	217	归母净利率(%)	22.96	24.03	24.75	25.21
其他非流动负债	33	33	33	33	收入增长率(%)	18.09	22.92	21.11	19.49
<b>负债合计</b>	<b>1,617</b>	<b>1,719</b>	<b>1,862</b>	<b>2,024</b>	归母净利润增长率(%)	25.20	28.65	24.76	21.69
归属母公司股东权益	3,245	4,158	5,171	6,390					
少数股东权益	1	1	1	1					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,246</b>	<b>4,159</b>	<b>5,172</b>	<b>6,391</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,863</b>	<b>5,878</b>	<b>7,034</b>	<b>8,415</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	898	1,074	1,161	1,358	每股净资产(元)	5.85	7.37	9.21	11.43
投资活动现金流	-184	-905	-895	-883	最新发行在外股份(百万股)	571	571	571	571
筹资活动现金流	-225	69	-30	-30	ROIC(%)	17.49	18.61	18.41	18.09
现金净增加额	489	238	236	444	ROE-摊薄(%)	19.24	19.32	19.39	19.09
折旧和摊销	294	313	318	322	资产负债率(%)	33.24	29.25	26.47	24.05
资本开支	-215	-455	-455	-456	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.38	15.84	12.70	10.43
营运资本变动	-70	-125	-228	-232	P/B (现价)	3.81	3.02	2.42	1.95

数据来源:Wind,东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

