

## 公司研究

## 21年和22Q1业绩均靓丽增长，期待继续高歌猛进

## ——比音勒芬（002832.SZ）2021年年报及2022年一季报点评

## 买入（维持）

当前价：22.30元

## 作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebsecn.com

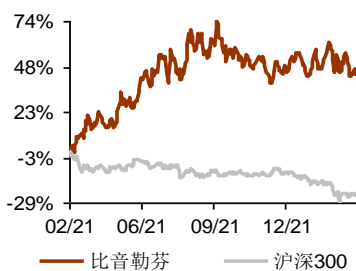
联系人：朱洁宇

zhujieyu@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	5.71
总市值(亿元)	127.27
一年最低/最高(元)	18.28/29.69
近3月换手率	27.18%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.68	0.84	32.59
绝对	-6.89	-11.30	18.34

资料来源：Wind

## 相关研报

三季度收入增速有所放缓，谨慎计提、夯实业绩增长质量——比音勒芬（002832.SZ）2021年三季报点评（2021-10-29）

上半年业绩靓丽，期待持续增长、稳健前行——比音勒芬（002832.SZ）2021年中报点评（2021-08-18）

业绩稳健增长、存货消化顺畅，期待21年增速回升——比音勒芬（002832.SZ）2020年年报及2021年一季报点评（2021-04-29）

## 要点

## 2021年公司收入、归母净利润分别同比+18.09%、+25.20%

公司2021年实现营业收入27.20亿元、同比增长18.09%，归母净利润6.25亿元、同比增长25.20%超预期，扣非归母净利润5.80亿元、同比增长25.26%，EPS1.15元，拟每股派息0.30元（含税）。净利润增速超过收入主要为毛利率提升贡献。

21Q1~Q4公司单季度收入分别同比增长48.47%、23.65%、11.70%、2.97%，归母净利润分别同比增长55.09%、47.69%、14.04%、10.20%。

22Q1公司营业收入8.10亿元、同比增长30.16%，归母净利润2.13亿元、同比增长41.29%。

## 各渠道收入均取得靓丽增长，线下净开店增速超过12%

1) 分渠道来看，公司21年电商、直营、加盟收入占比分别为4.51%、70.37%、25.12%，收入分别同比+24.76%、+17.52%、+18.58%。

2) 线下门店方面，21年末公司拥有1100家终端销售门店，较21年初净增加121家（+12.36%），其中直营店532家（+9.47%），加盟店568家（+15.21%）；可推算线下21年直营、加盟平均店效分别同比增长7%、3%。再按面积X平效拆分，21年公司直营店、加盟店面积分别增长4%、29%，推算平效分别+13%、-8%。

## 毛利率提升、费用率基本持平，存货周转加快，现金流健康

**毛利率：**21年毛利率为76.69%、同比提升2.80PCT。其中电商、直营、加盟毛利率分别为50.93%、81.11%、68.90%，分别同比+13.34%、+2.85%、+1.21PCT，其中电商业务毛利率提升明显。

21Q1~22Q1公司毛利率分别为76.56%、76.09%、73.74%、80.23%、75.49%，分别同比+10.78%、+2.60%、+0.81%、+0.54%、-1.07PCT。

**费用率：**21年期间费用率为47.89%、同比提升0.46PCT；其中销售、管理、研发、财务费用率分别为38.27%（-0.16PCT）、5.75%（-0.01PCT）、3.07%（+0.25PCT）、0.80%（+0.38PCT）。财务费用增加主要系21年执行新租赁准则，新增租赁负债利息支出所致。

分季度来看，21Q1~Q4公司单季度期间费用率分别同比+6.12%、+2.27%、-4.01%、+0.11PCT。21Q1~Q2期间费用率明显提升主要系销售费用率提升所致。

22Q1公司期间费用率为42.72%、同比下降3.37PCT，其中销售、管理、研发、财务费用率各同比-2.24%、-0.53%、+0.35%、-0.94PCT。研发费用增加主要由于22Q1加大研发投入；财务费用减少主要由于定期存款利息增加。

**其他财务指标：**1) 存货21年末较21年初增加8.65%至6.60亿元，22年3月末较21年末减少1.01%、同比21Q1增加15.34%。21年、22Q1存货周转天数分别为360天、298天，分别同比-24天、-64天。按库龄结构来看，21年库存1年以内、1~2年、2~3年、3年以上的占比分别为58.85%（+8.91PCT）、23.50%（-5.35PCT）、13.29%（-6.61PCT）、4.36%（+3.05PCT），库存结构健康。

2) 应收账款21年末较21年初减少7.09%至2.80亿元，22年3月末较21年末减少13.62%、同比21Q1减少14.16%。21年、22Q1应收账款周转天数分别为38天、29天，分别同比+4天、-13天。

3) 资产减值损失 21 年同比增加 62.38%至 7868 万元，主要为计提存货跌价准备。22Q1 资产减值损失同比增加 69.56%至 1169 万元。

4) 经营活动净现金流 21 年同比增加 40.93%至 8.98 亿元，22Q1 同比增加 27.38%至 4.67 亿元。

### 21 年和 22 年一季度均取得靓丽增长，22 年继续高歌猛进

公司定位于高端时尚运动服饰，卡位优质细分赛道。21 年比音勒芬品牌继续与故宫宫廷文化 IP 跨界合作、演绎高端国潮，与法国殿堂级设计大师 SAFA SAHIN 合作、推出联名老爹鞋；威尼斯狂欢节品牌推出与史努比联名系列，22 年将继续与史努比合作，并将增加日本知名 IP 哆啦 A 梦联名系列。渠道方面，21 年 11 月公司完成比音勒芬和威尼斯狂欢节品牌的抖音店铺开设，目前已形成线上线下全渠道布局。营销方面，21 年公司为中国国家高尔夫球队打造第二代五星战袍、助力东京奥运会，并已约定继续赞助 2024 年巴黎奥运会。

展望 2022 年，公司将进行战略升级，聚焦核心品类—T 恤，将比音勒芬品牌从“高尔夫第一联想品牌”升级到“T 恤第一联想品牌”，进一步打开市场空间；将比音勒芬高尔夫系列进行独立开店、运营，并将该系列细分为时尚和专业高尔夫两大系列，定位高端时尚运动，巩固比音勒芬第一高尔夫服饰品牌的地位；聚焦微信和小红书两大平台，通过广告投放和 KOL 合作不断种草培养年轻消费群体，并开启品牌代言矩阵、建立年轻代言人梯队，提升品牌知名度和影响力。

22 年 3 月末公司仅货币资金+交易性金融资产超 20 亿元，现金充沛、抗风险能力强，也可为未来品牌扩张提供充裕的资金支持。

公司运动时尚休闲赛道定位明确且具有独特性、客群粘性高，受益于运动健身渗透率提升、内生外延双轮驱动促长期增长可期。考虑到公司 21 年业绩表现好于预期，我们上调公司 22~23 年盈利预测（净利润较前次盈利预测+3%、+7%），按最新股本计算，对应 22~23 年 EPS 分别为 1.41、1.77 元，新增 24 年盈利预测、对应 24 年 EPS 为 2.12 元，22、23 年 PE 分别为 16、13 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情影响超预期致终端消费疲软、存货积压、行业竞争加剧、费用管控不当。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,303	2,720	3,438	4,235	5,000
营业收入增长率	26.17%	18.09%	26.41%	23.17%	18.06%
净利润（百万元）	499	625	806	1,009	1,209
净利润增长率	22.68%	25.20%	29.07%	25.13%	19.85%
EPS（元）	0.87	1.09	1.41	1.77	2.12
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.64%	19.24%	19.27%	20.27%	20.45%
P/E	26	20	16	13	11
P/B	4.8	3.8	3.0	2.6	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-04-15

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,303	2,720	3,438	4,235	5,000
营业成本	602	634	790	962	1,128
折旧和摊销	28	34	41	48	53
税金及附加	14	24	30	37	44
销售费用	885	1,041	1,310	1,612	1,902
管理费用	133	156	197	241	285
研发费用	65	83	107	132	157
财务费用	10	22	17	10	9
投资收益	25	39	25	25	25
营业利润	582	738	933	1,178	1,406
利润总额	585	733	946	1,183	1,418
所得税	86	108	140	175	209
净利润	499	625	806	1,009	1,209
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	499	625	806	1,009	1,209
EPS(按最新股本计, 元)	0.87	1.09	1.41	1.77	2.12

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	637	898	1,020	1,203	1,372
净利润	499	625	806	1,009	1,209
折旧摊销	28	34	41	48	53
净营运资金增加	1,030	-527	98	151	172
其他	-921	767	75	-5	-62
投资活动产生现金流	-1,045	-184	-80	-25	-15
净资本支出	-95	-215	-60	-50	-40
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-950	32	-20	25	25
融资活动现金流	525	-225	-169	-228	-281
股本变化	216	26	20	0	0
债务净变化	631	-149	-285	0	0
无息负债变化	134	435	166	196	183
净现金流	118	489	771	950	1,076

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	73.88%	76.69%	77.03%	77.28%	77.44%
EBITDA 率	33.10%	36.04%	33.83%	33.76%	33.64%
EBIT 率	29.04%	32.16%	32.63%	32.62%	32.58%
税前净利润率	25.40%	26.94%	27.50%	27.94%	28.36%
归母净利润率	21.66%	22.96%	23.44%	23.82%	24.18%
ROA	13.31%	12.84%	14.18%	15.12%	15.52%
ROE (摊薄)	20.64%	19.24%	19.27%	20.27%	20.45%
经营性 ROIC	17.96%	25.08%	30.50%	35.81%	40.29%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	35.50%	33.24%	26.36%	25.39%	24.09%
流动比率	4.61	3.37	3.52	3.73	4.01
速动比率	3.70	2.76	2.96	3.20	3.49
归母权益/有息债务	3.83	6.74	21.24	25.25	30.00
有形资产/有息债务	5.49	9.44	27.10	32.03	37.70

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	3,749	4,863	5,683	6,669	7,789
货币资金	579	1,083	1,854	2,804	3,879
交易性金融资产	100	635	635	635	635
应收账款	301	280	312	344	382
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	54	90	67	82	97
存货	608	660	704	765	832
其他流动资产	1,438	898	830	756	693
流动资产合计	3,079	3,645	4,401	5,386	6,518
其他权益工具	93	98	98	98	98
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	239	244	271	286	290
在建工程	49	148	114	89	69
无形资产	115	120	146	160	163
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	173	608	653	652	650
非流动资产合计	669	1,218	1,282	1,284	1,271
总负债	1,331	1,617	1,498	1,694	1,877
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	108	127	174	221	271
应付票据	27	38	55	67	79
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	533	917	1,020	1,156	1,278
流动负债合计	667	1,082	1,249	1,444	1,628
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	631	285	0	0	0
其他非流动负债	32	250	249	249	249
非流动负债合计	663	535	249	249	249
股东权益	2,418	3,246	4,185	4,976	5,912
股本	524	550	571	571	571
公积金	422	859	1,163	1,163	1,163
未分配利润	1,414	1,810	2,424	3,215	4,151
归属母公司权益	2,417	3,245	4,184	4,975	5,912
少数股东权益	1	1	1	1	1

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	38.44%	38.27%	38.10%	38.06%	38.05%
管理费用率	5.76%	5.75%	5.72%	5.70%	5.70%
财务费用率	0.42%	0.80%	0.49%	0.25%	0.17%
研发费用率	2.81%	3.07%	3.10%	3.12%	3.15%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.30	0.30	0.38	0.48	0.57
每股经营现金流	1.22	1.63	1.79	2.11	2.40
每股净资产	4.61	5.90	7.33	8.72	10.36
每股销售收入	4.40	4.94	6.02	7.42	8.76

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	26	20	16	13	11
PB	4.8	3.8	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	18.0	13.3	10.1	7.8	6.2
股息率	1.35%	1.35%	1.71%	2.14%	2.56%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE