

# 延续高端品牌优势 线上线下协同发展

——比音勒芬 (002832.SZ)

纺织服装/服装家纺



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要:

近期,公司发布 2021 年年度报告和 2022 年一季度报告。公司 2021 年营收及归母净利润分别同比增长 18.09%/25.2%, 业绩增长复合预期; 公司 2022 年 Q1 营收及归母净利润分别同比增长 30.16%/41.29%, 2022Q1 业绩超预期。

### 线下渠道优势, 线上快速增长。

- 截至 2021 年 12 月 31 日, 公司拥有直营店铺数量 532 家, 加盟店铺数量 568 家, 分别较 2020 年增加 46/75 家, 分别同比+9.47%/15.21%; 总体较 2020 年新开店增速快。公司线下渠道店效增加, 2021 年公司直营店和加盟店单店收入分别为 359.79 万元/120.31 万元, 分别同比增加 7.35%/2.92%。公司奥莱店的数量也逐年稳定增长, 奥莱店作为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。预计公司 2022 年继续线下渠道扩张, 下沉三四线城市战略, 抢占中端市场, 促进业绩持续大幅增长。
- 公司积极布局数字化新零售渠道, 将线下优质 VIP 客户通过直播平台进行线上引流, 报告期内, 公司 VIP 会员人数突破 70 万人。2021 年, 公司线上销售/直营销售/加盟销售额分别为 1.23 亿元/19.14 亿元/6.83 亿元, 分别同比增长 24.76%/17.52%/18.58%。公司于 2021 年 11 月 8 日分别开业比音勒芬抖音店及 CARNAVAC DE VENISE 抖音店, 且线上销售额由于基数相对较低, 以及公司发力线下渠道引流, 故 2021 年线上销售额增速最快。

### 毛利率持续提升, 其中线上部分增幅较大。

- 报告期内, 公司毛利率为 76.69%, 同比提高 2.81pct, 其中线上销售/直营销售/加盟销售毛利率分别为 50.93%/81.11%/68.9%, 分别同比提高 13.34pct/2.85pct/1.21pct。根据公司 2021 年销售量同比增加 2.09%, 计算出销售单价同比增长 15.67%, 我们认为毛利率大幅增加主要原因系产品提价。
- 由于毛利增幅较高, 2021 年公司净利率同比提高 1.3pct 至 22.96%; 同时公司提高营运效力, 2021 年公司存货周转天数同比减少 24 天至 360 天; 2021 年经营活动现金流净额/营业收入占比为 33%, 较去年同期增加 5.35pct, 公司现金流充裕, 截至 2021 年末公司货币资金为 10.83 亿元。

### 2022Q1 业绩表现亮眼, 营收/归母净利润同比+30.16%/41.29%。

- 2022Q1, 公司营收同比+30.16%至 8.1 亿元, 归母净利润同比+41.29%至 2.13 亿元。另外, 毛利率同比-1.07pct 至 75.49%, 由于销售费用占比降低, 财务费用较少, 净利率同比+2.06pct 至 26.24%。同时, 由于政府补助较去年同期增加 453 万元, 扣非净利率同比+1.53pct 至 24.88%。

### 多渠道推广并聚焦核心品类, 高尔夫系列独立运营, 不断提升品牌优势。

- 公司采用一系列新媒体营销手段, 坚持明星代言、赛事传播、娱乐营销、事件推广、公益活动, 多管齐下, 不断强化品牌力。报告期内, 公司继续与故宫宫廷文化 IP 跨界联名, 又与法国殿堂级设计大师 SAFA SAHIN 合作, 深挖传统文化, 复刻经典, 提升品牌知名度。
- 公司 T 恤单品类产品连续四年 (2018-2021) 获“市场综合占有率第一位”, T 恤已经成为比音勒芬品牌的超级品类。未来仍聚焦核心品类——T 恤, 将

评级

买入 (首次)

2022 年 04 月 20 日

孔天祎

分析师

SAC 执业证书编号: S1660522030001

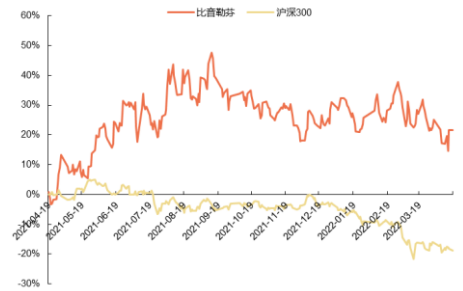
kongtiany@shgsec.com

## 交易数据

时间 2022.04.19

总市值/流通市值 (亿元)	135/92
总股本 (亿股)	5.71
资产负债率 (%)	27.34
每股净资产 (元)	6.56
收盘价 (元)	23.65
一年内最低价/最高价 (元)	18.59/29.69

## 公司股价表现走势图



资料来源: wind, 申港证券研究所

## 相关报告

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。

- ◆ 2022年，公司将比音勒芬高尔夫系列进行独立开店，独立运营。将比音勒芬高尔夫系列细分为时尚高尔夫和专业高尔夫两大系列，定位为高端时尚运动。比音勒芬系列实施单独开店，将进一步提升高端人群对于时尚运动的消费体验，有助于巩固比音勒芬第一高尔夫服饰品牌的地位。

**投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 33.33 亿元、40.56 亿元、48.99 亿元，归母净利润为 8.73 亿元、11.08 亿元、13.85 亿元，对应 PE 为 15.45X、12.18X、9.74X。给予“买入”评级。

**风险提示：**疫情反复的不确定性，行业竞争加剧。

### 财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,303.33	2,719.99	3,333.22	4,055.53	4,898.61
增长率(%)	26.17%	18.09%	22.55%	21.67%	20.79%
归母净利润(百万元)	498.82	624.54	873.43	1,107.96	1,384.66
增长率(%)	22.68%	25.20%	39.85%	26.85%	24.97%
净资产收益率(%)	20.64%	19.24%	21.76%	22.34%	22.54%
每股收益(元)	0.95	1.15	1.53	1.94	2.43
PE	24.88	20.56	15.45	12.18	9.74
PB	5.13	4.01	3.36	2.72	2.20

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2303	2720	3333	4056	4899	流动资产合计	3079	3645	4225	5153	6379						
营业成本	602	634	777	934	1125	货币资金	579	1083	1657	2016	2607						
营业税金及附加	14	24	29	36	43	应收账款	301	280	228	278	336						
营业费用	885	1041	1276	1512	1777	其他应收款	54	90	110	134	162						
管理费用	133	156	191	231	277	预付款项	60	67	78	93	113						
研发费用	65	83	100	122	147	存货	608	660	766	921	1110						
财务费用	10	22	17	20	24	其他流动资产	1378	831	1141	1466	1806						
资产减值损失	-48	-79	0	0	0	非流动资产合计	669	1218	1027	1117	1158						
公允价值变动收益	0	3	2	3	2	长期股权投资	0	0	0	0	0						
投资净收益	25	39	48	58	70	固定资产	239	244	241	237	233						
营业利润	582	738	1026	1303	1626	无形资产	115	120	116	113	110						
营业外收入	5	1	3	2	2	商誉	0	0	-100	-100	-100						
营业外支出	2	6	4	5	4	其他非流动资产	3	2	27	32	39						
利润总额	585	733	1025	1300	1624	资产总计	3749	4863	5252	6270	7537						
所得税	86	108	151	192	240	流动负债合计	667	1082	900	970	1054						
净利润	499	625	873	1108	1385	短期借款	0	0	0	0	0						
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	108	127	149	179	216						
归属母公司净利润	499	625	873	1108	1385	预收款项	0	0	0	0	0						
EBITDA	726	903	1063	1344	1671	一年内到期的非流动负债	0	197	66	66	66						
EPS (元)	0.95	1.15	1.53	1.94	2.43	非流动负债合计	663	535	338	338	338						
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0						
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	应付债券	631	285	305	305	305						
成长能力						负债合计	1331	1617	1238	1308	1392						
营业收入增长	26.17%	18.09%	22.55%	21.67%	20.79%	少数股东权益	1	1	1	1	1						
营业利润增长	23.13%	26.76%	39.02%	27.03%	24.84%	实收资本(或股本)	524	550	571	571	571						
归属于母公司净利润增长	22.68%	25.20%	39.85%	26.85%	24.97%	资本公积	227	600	600	600	600						
获利能力						未分配利润	1414	1810	2468	3303	4346						
毛利率(%)	73.88%	76.69%	76.69%	76.98%	77.03%	归属母公司股东权益合计	2417	3245	4013	4960	6144						
净利率(%)	21.66%	22.96%	26.20%	27.32%	28.27%	负债和所有者权益	3749	4863	5252	6270	7537						
总资产净利润(%)	13.31%	12.84%	16.63%	17.67%	18.37%	现金流量表						单位:百万元					
ROE(%)	20.64%	19.24%	21.76%	22.34%	22.54%		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
偿债能力						经营活动现金流	637	898	425	599	815						
资产负债率(%)	36%	33%	24%	21%	18%	净利润	499	625	873	1108	1385						
流动比率	4.61	3.37	4.70	5.31	6.05	折旧摊销	28	34	20	20	20						
速动比率	3.70	2.76	3.84	4.36	5.00	财务费用	10	22	17	20	24						
营运能力						应付帐款减少	-160	21	51	-49	-58						
总资产周转率	0.73	0.63	0.66	0.70	0.71	预收帐款增加	-155	0	0	0	0						
应收账款周转率	10	9	13	16	16	投资活动现金流	-1045	-184	382	-59	2						
应付账款周转率	23.69	23.23	24.19	24.72	24.81	公允价值变动收益	0	3	2	3	2						
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0						
每股收益(最新摊薄)	0.95	1.15	1.53	1.94	2.43	投资收益	25	39	48	58	70						
每股净现金流(最新摊薄)	0.22	0.89	1.01	0.63	1.04	筹资活动现金流	525	-225	-233	-181	-226						
每股净资产(最新摊薄)	4.61	5.90	7.03	8.69	10.77	应付债券增加	631	-346	21	0	0						
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0						
P/E	24.88	20.56	15.45	12.18	9.74	普通股增加	216	26	20	0	0						
P/B	5.13	4.01	3.36	2.72	2.20	资本公积增加	-216	374	0	0	0						
EV/EBITDA	17.13	13.75	11.49	8.82	6.73	现金净增加额	118	489	574	359	591						

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

## 分析师介绍

孔天祚, 上海财经大学学士, 美国东北大学硕士, 曾有美国股票市场和国内债券市场研究经验, 善于挖掘消费行业投资机会, 2021年加入申港证券, 现任轻工纺服行业分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处, 不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 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。市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司(简称“本公司”)是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性和完整性, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正, 但报告中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断, 应自主作出投资决策并自行承担投资风险, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断, 本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动, 在不同时期, 申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者, 本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有, 未经事先许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用, 需注明出处为申港证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评价体系

### 申港证券行业评级体系: 增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内, 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内, 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内, 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系: 买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内, 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内, 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内, 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内, 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上