

比音勒芬 (002832.SZ)

逆境下增长好于行业，看好业绩韧性

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn 执证编码: S0980520040004
联系人: 关竣尹 0755-81982834 guanjunyin@guosen.com.cn

事项:

据阿里第三方平台统计,2022年4~6月份比音勒芬天猫官方旗舰店销售额分别实现同比增长60%/55%/72%,4~6月天猫销售均价分别实现同比增长-1%/+8%/+18%。

◆ **国信纺服观点:** 1) 疫情期间销售均价逆势提升,6-7月全渠道零售快速反弹,直营租金扣点模式下预计费用率压力较小; 2) 品牌力持续提升: T恤大单品战略成效显著,下半年开设高尔夫门店,有望进一步强化品牌基因; 3) 中长期前景: 公司VIP会员数仅为国内高净值人群1/4,随着品牌力提升,下沉市场开店空间广阔; 4) 风险提示: 疫情反复、存货大幅减值、品牌形象受损、市场系统性风险。5) **投资建议:** 基本面向好,全年展望乐观,中长期成长可期,估值回调后性价比凸显。短期看,公司逆境中展现优秀的经营韧性,6-7月基本面强势恢复,全年展望仍然乐观。中长期看,比音勒芬作为运动细分景气赛道的高端品牌,已通过早期精准定位、高质量营销、差异化渠道运营以及优秀产品力培育出卓越品牌力,随着品牌影响力持续提升,未来成长空间广阔。短期疫情对公司基本面影响较小,维持盈利预测,预计2022-2024年净利润分别7.9/9.8/11.4亿元,同增27%/23%/19%。此前疫情小幅反弹,市场担心公司经营承压导致股价有所回调,考虑到公司一贯以来优秀的成长性和韧性,维持合理估值为29.2~30.6元(相当于2022年20~21x PE),当前投资性价比高,维持“买入”评级。

评论:

◆ 疫情期间销售均价逆势提升,6-7月全渠道零售快速反弹,直营租金扣点模式下预计费用率压力较小

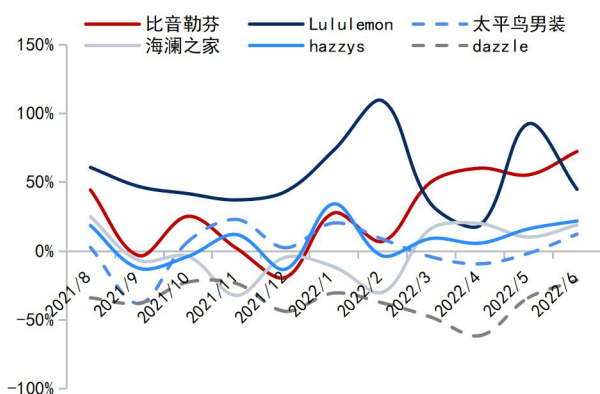
全渠道零售: 4-5月有一定压力,6-7月强势复苏,全年开店目标尚未调整。受到4-5月份国内疫情反复影响,多个城市出现严格封控措施,部分线下门店关闭导致公司零售增长承压,但经营表现好于同类服装品牌。6月国内疫情逐步好转,6-7月公司零售强势反弹,同时今年净开店目标仍维持180家(具体开店数会视疫情和店效水平定,确保单店产出维持较好水平),下半年展望乐观。

线上: 疫情期间天猫增长领先,市占率提升显著,展现强大经营韧性。4-5月国内疫情严重、经营环境承压,服装品牌普遍受到较大冲击,比音勒芬仍然展现强大的经营韧性。从天猫旗舰店的统计数据看,今年以来总体呈现月度环比加速的趋势,2022年5/6月分别同比增长55%/72%,大幅好于太平鸟男装、海澜之家、hazzys、dazzle等服装品牌。2022 1H比音勒芬在天猫男装行业市占率0.12%,同比去年上半年的0.07%提升显著。

ASP: 品牌力强势,线上ASP逆势提升,预计库存和折扣情况保持良好。凭借强大的品牌力、良好的品牌势头,比音勒芬在零售疲软的情况下仍然实现天猫旗舰店ASP提升,2022年上半年,在较高基数情况下,除了4月ASP基本持平外,其他月份均实现增长,6月增长18%(2021年下半年ASP增长较快主要是因为2020年为清理库存做了较高折扣)。线上是公司处理库存的渠道之一,由此我们预计公司库存和零售折扣保持良好水平。

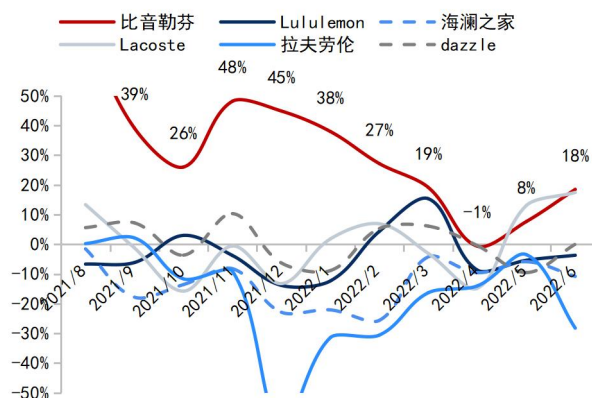
费用率: 公司直营渠道主要为租金扣点模式,预计二季度费用率压力较小。公司约93%的直营门店为联营模式(正价店按零售额18~30%收取租金扣点,奥莱店按零售额12~20%收取租金扣点),二季度收入受到疫情影响,直营租金扣点模式下预计费用率压力较小,净利率仍能保持较好水平。

图1: 各品牌天猫旗舰店月度销售额增速



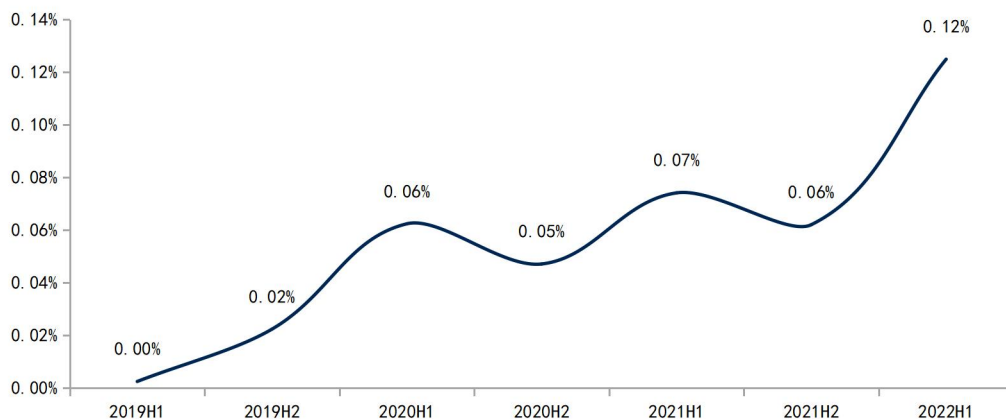
资料来源: 阿里第三方数据, 国信证券经济研究所整理

图2: 各品牌天猫月度 ASP 增速



资料来源: 阿里第三方数据, 国信证券经济研究所整理

图3: 2019 年至今比音勒芬天猫男装行业的市占率逐步提升



资料来源: 阿里第三方数据, 国信证券经济研究所整理

◆ 品牌力持续提升: T 恤大单品战略成效良好, 下半年开设高尔夫门店, 有望进一步强化品牌基因

连续四年市占率第一打造“T 恤小专家”, 核心大单品战略提升品牌认知和市场空间。据中国商业联合会统计, 比音勒芬 T 恤连续四年(2018-2021)取得“同类产品综合占有率第一”。从运动场景到生活日常, 战略升级, 打造 T 恤小专家。公司从自身品类优势出发, 开启以品类引导品牌的发展战略, 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”, 有望进一步打开市场空间。

从天猫销售数据看, 2022 年 6 月比音勒芬实现 T 恤销售量增长 58%, 当月销量 2054 件(2021 年线上占公司收入仅 5%), 且今年以来 T 恤 ASP 呈现提升趋势。

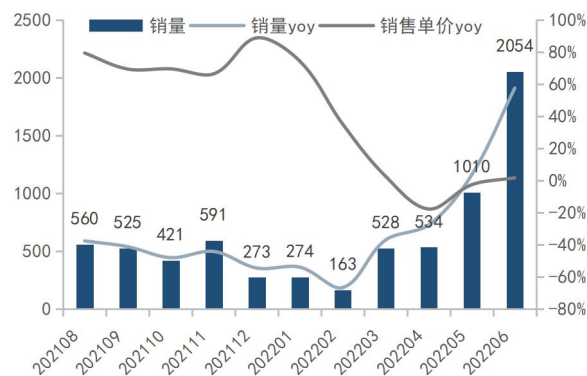
同时从行业趋势看, 高端消费者运动服饰的功能升级的需求提升, 公司计划下半年单独 30 家左右的高尔夫运动单独门店, 有望进一步强化品牌高尔夫运动基因, 提升品牌美誉度和影响力。

图4：“T 恤小专家”打造核心大单品 T 恤



资料来源：比音勒芬微信公众号，国信证券经济研究所整理

图5：比音勒芬的 T 恤在天猫的销量和 ASP 增长趋势



资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

◆ 中长期前景：公司 VIP 会员数仅为国内高净值人群 1/4，随着品牌力提升，下沉市场开店空间广阔

从百度指数看，高质量营销助力公司品牌影响力持续提升。上市以来公司持续加码“奥运+事件+娱乐”三位一体营销，品牌知名度和美誉度快速提升，2021 全年“比音勒芬”平均百度搜索指数达到 3145，同比 2020 年的 1320 提升显著，其中《创造者的时代》在 CCTV-1《大国品牌》栏目正式热播，讲述比音勒芬传承创新、致敬时代的故事，并在微博、微信等社交媒体大力宣传，更是赢得粉丝高关注热度，提升品牌形象。

国内高净值人群近 300 万且双位数增长，公司 VIP 会员数仅 70 万，品牌力提升有望持续扩大 VIP 规模。据《中国私人银行业报告》，我国高净值人群（个人可投资资产超 1000 万的人数）从 2014 年的 104 万人增长到 2020 年 262 万人，维持 16.6%的复合增长，并有望在 2021 年增长 13%至 296 万人。2021 年比音勒芬拥有 VIP 会员人数仅 70 万（买过一次比音勒芬的服饰并注册便可成为会员），而中国高净值人群是比音勒芬 VIP 会员的数倍且保持快速增长，因此我们认为随着比音勒芬品牌影响力的持续提升，其消费人群有望持续扩大。

公司规划远期门店数达到 1500-2000 家，下沉市场开店空间广阔。2021 年公司净开 121 家门店至 1100 家，店铺面积约为 160 平米。未来，公司在继续深挖一二线城市的同时将市场进一步下沉到发展较快的三四线城市。居民收入的增长让三四线城市居民消费信心比以往有了显著提高，尤其对于高端品牌的需求显著增加，三四线城市的中产阶层将成为未来占比增长最快的群体。根据我们 2021 年 11 月发布的深度研究报告测算，预计公司线下店铺空间的中枢远期能达到 1791 家，符合公司 1500~2000 家的远期规划，开店空间广阔。另外，公司继续积极布局线上渠道，与电商平台深度合作，将线下优质 VIP 客户通过直播平台进行线上引流，通过“线下+线上”渠道布局，为比音勒芬客户提供更多的消费体验和更便捷的服务。

图6: 中国可投资资产超 1000 万人数及比音勒芬 VIP (万人)

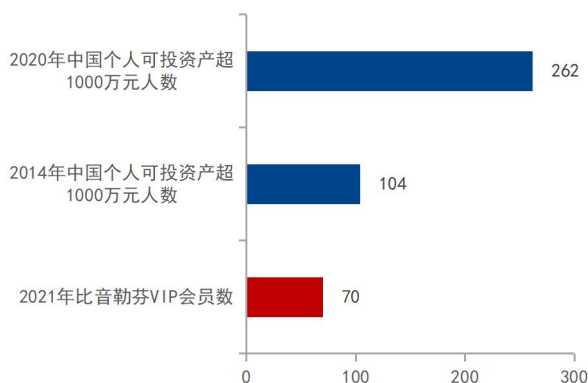
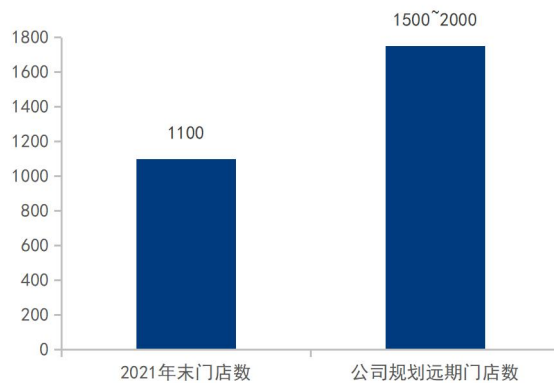


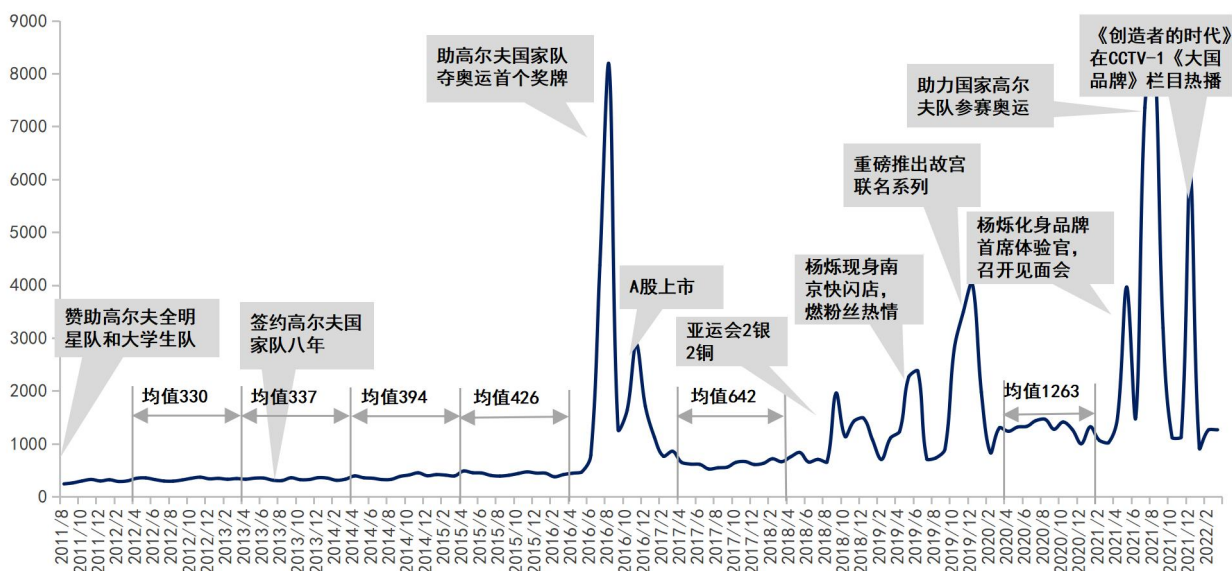
图7: 公司中长期仍有广阔的开店空间



资料来源:《2021 中国私人银行业研究报告》, 比音勒芬公司公告, 国信证券经济研究所整理

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 2011 年至今“比音勒芬”百度搜索指数持续走高 (月度平均)



资料来源: 百度指数, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 基本面向好, 全年展望乐观, 中长期成长可期, 估值回调后性价比凸显

短期看, 公司逆境中展现优秀的经营韧性, 6-7 月基本面强势恢复, 全年仍然展望乐观。中长期看, 比音勒芬作为运动细分景气赛道的高端品牌, 已通过早期精准定位、高质量营销、差异化渠道运营以及优秀产品力培育出卓越品牌力, 随着品牌影响力持续提升, 未来成长空间广阔。短期疫情对公司基本面影响较小, 维持盈利预测, 预计 2022-2024 年净利润分别 7.9/9.8/11.4 亿元, 同增 27%/23%/19%。此前疫情小幅反弹, 市场担心公司经营承压导致股价有所回调, 考虑到公司一贯以来优秀的成长性和韧性, 维持合理估值为 29.2~30.6 元 (相当于 2022 年 20~21x PE), 当前投资性价比高, 维持“买入”评级。

表 1：公司盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,303	2,720	3,257	3,812	4,365
(+/-%)	26.2%	18.1%	19.7%	17.1%	14.5%
净利润(百万元)	499	625	793	976	1161
(+/-%)	22.7%	25.2%	27.0%	23.1%	19.0%
每股收益(元)	0.95	1.13	1.39	1.71	2.03
EBIT Margin	29.5%	32.0%	28.8%	30.0%	31.0%
净资产收益率 (ROE)	20.6%	19.2%	20.9%	21.8%	21.9%
市盈率 (PE)	23.5	19.7	16.1	13.1	11.0
EV/EBITDA	18.4	15.4	14.8	12.3	10.6
市净率 (PB)	4.8	3.8	3.4	2.8	2.4

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

◆ 风险提示

疫情反复、存货大幅减值、品牌形象受损、市场系统性风险。

相关研究报告：

- 《比音勒芬 (002832.SZ) -2022 年一季度业绩增长 41%，库存优化显著》 ——2022-04-17
- 《比音勒芬-002832-深度报告：新视角看比音勒芬，品牌力突出的高端运动生活服饰》 ——2021-11-11
- 《比音勒芬-002832-深度报告：新视角看比音勒芬，品牌力突出的高端运动生活服饰》 ——2021-11-10
- 《比音勒芬-002832-2021 年 Q3 财报点评：业绩韧性凸显，库存优化》 ——2021-10-31
- 《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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	579	1083	1896	2436	3122	营业收入	2303	2720	3257	3812	4365
应收款项	355	370	443	518	593	营业成本	602	634	808	940	1070
存货净额	608	660	742	832	914	营业税金及附加	14	24	28	33	37
其他流动资产	1438	898	1075	1258	1441	销售费用	885	1041	1203	1373	1541
流动资产合计	3079	3645	4355	5244	6270	管理费用	131	162	283	326	368
固定资产	288	393	422	448	464	财务费用	10	22	(2)	(12)	(21)
无形资产及其他	115	120	115	110	105	投资收益	25	39	33	38	44
投资性房地产	266	706	706	706	706	资产减值及公允价值变动	49	(75)	(48)	(56)	(63)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(153)	(63)	18	20	22
资产总计	3749	4863	5598	6507	7545	营业利润	582	738	939	1155	1374
短期借款及交易性金融负债	0	197	197	197	197	营业外净收支	3	(5)	(6)	(7)	(8)
应付款项	135	165	207	239	271	利润总额	585	733	933	1148	1366
其他流动负债	533	720	778	893	1006	所得税费用	86	108	140	172	205
流动负债合计	667	1082	1182	1329	1474	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	631	285	285	285	285	归属于母公司净利润	499	625	793	976	1161
其他长期负债	32	250	330	410	490						
长期负债合计	663	535	615	694	774	现金流量表（百万元）					
负债合计	1331	1617	1796	2023	2248	净利润	499	625	793	976	1161
少数股东权益	1	1	1	1	1	资产减值准备	20	25	34	16	8
股东权益	2417	3245	3800	4483	5296	折旧摊销	28	34	44	57	68
负债和股东权益总计	3749	4863	5598	6507	7545	公允价值变动损失	(49)	75	48	56	63
						财务费用	10	22	(2)	(12)	(21)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(814)	493	(118)	(106)	(107)
每股收益	0.95	1.13	1.39	1.71	2.03	其它	(21)	(25)	(34)	(16)	(8)
每股红利	0.29	0.30	0.42	0.51	0.61	经营活动现金流	(336)	1226	766	982	1185
每股净资产	4.61	5.90	6.66	7.86	9.28	资本开支	0	(77)	(150)	(150)	(150)
ROIC	24%	25%	27%	33%	37%	其它投资现金流	(100)	(534)	435	0	0
ROE	21%	19%	21%	22%	22%	投资活动现金流	(100)	(611)	285	(150)	(150)
毛利率	74%	77%	75%	75%	75%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	30%	32%	29%	30%	31%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	31%	33%	30%	32%	33%	支付股利、利息	(154)	(166)	(238)	(293)	(348)
收入增长	26%	18%	20%	17%	15%	其它融资现金流	848	222	0	0	0
净利润增长率	23%	25%	27%	23%	19%	融资活动现金流	539	(111)	(238)	(293)	(348)
资产负债率	36%	33%	32%	31%	30%	现金净变动	103	504	813	540	687
息率	1.3%	1.4%	1.9%	2.4%	2.8%	货币资金的期初余额	475	579	1083	1896	2436
P/E	23.4	19.7	16.1	13.0	11.0	货币资金的期末余额	579	1083	1896	2436	3122
P/B	4.8	3.8	3.3	2.8	2.4	企业自由现金流	0	1190	574	774	962
EV/EBITDA	18.4	15.4	14.8	12.3	10.5	权益自由现金流	0	1412	575	784	980

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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