

比音勒芬 (002832)

23年中报点评：高质量快速增长，报表质量优异 买入（维持）

2023年08月31日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

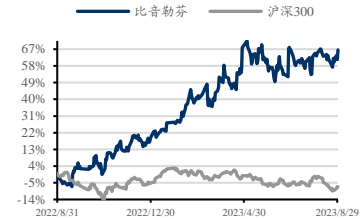
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	2,885	3,578	4,296	5,123
同比	6%	24%	20%	19%
归属母公司净利润（百万元）	728	945	1,180	1,440
同比	16%	30%	25%	22%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.27	1.66	2.07	2.52
P/E（现价&最新股本摊薄）	27.79	21.40	17.14	14.04

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **公司公告 2022 年中报：**23H1 营业收入 16.84 亿元/yoy+28.2%、归母净利润 4.16 亿元/yoy+41.03%，净利增速高于营收，主因毛利率同比+1.62pct、期间费用率同比-1.55pct。单季度看，23Q1/Q2 营收分别为 10.79/6.05 亿元、分别同比+33.13%/20.25%，归母净利润分别为 3.01 亿元/1.15 亿元、分别同比+41.36%/+40.16%，Q2 收入增速较 Q1 有所放缓、主要受到发货节奏影响。
- **全渠道收入增长、毛利率提升，直营增长较快、店效提升贡献较大。**1) **线上：**23H1 收入 9263 万元/yoy+10.6%/占比 5.5%，随消费场景放开，线上收入增速较 22 年有所放缓。23H1 线上毛利率同比+3.73pct 至 62.65%、受益于折扣收缩及加价倍率提升。2) **直营：**23H1 收入 12.47 亿元/yoy+30.8%/占比 74.1%，截至 23H1 末直营门店 579 家/较 22H1 末净开 35 家/同比+6.4%、估算店效约同比+23%，直营渠道主要分布在一二线城市，22H1 受疫情影响基数较低、23H1 在店效显著提升带动下收入增长较快。23H1 直营毛利率同比+1.48pct 至 79.92%，在高毛利水平基础上进一步提升、体现品牌力持续强化。3) **加盟：**23H1 收入 3.3 亿元/yoy+19.7%/占比 20%，截至 23H1 末加盟门店 614 家/较 22H1 末净开 33 家/同比+5.7%、估算店效约同比+13%。23H1 加盟毛利率同比+0.14pct 至 70.7%，盈利水平稳定。
- **盈利能力进一步提升，报表质量一如既往优秀。**1) **毛利率&净利率：**23H1 毛利率同比+1.62pct 至 77.2%，主因全渠道毛利率提升且高毛利直营渠道占比提升。结合期间费用率同比-1.55pct 至 48.2%（销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.90/+1.14/-0.40/-0.40pct 至 38.70%/7.29%/3.13%/-0.92%，销售费用率下滑主因线下销售效率提高摊薄相关费用、管理费用率提升主因并购相关中介服务费增加、财务费用率下滑主因可转债利息费用减少），23H1 归母净利率为 24.70%、同比+2.25%，盈利能力持续提升。2) **存货：**截至 23H1 存货 6.88 亿元/yoy+8.22%，存货周转天数 336 天、较 22H1 减少 28 天、保持健康周转水平。一年内存货占比 71.37%、同比提升 11.51pct，库龄结构进一步优化。3) **现金流：**23H1 经营活动现金流净额 6.15 亿元/同增 18.9%、净现比达 150%、经营质量优秀；账上资金充裕，截至 23H1 货币资金 24 亿元、抗风险能力较强。
- **盈利预测与投资评级：**公司为高端运动时尚服饰龙头，23H1 随国内消费回暖全渠道收入较快增长、毛利率提升、费用率下降、净利润大增，表现持续领先同行。4 月公司收购国际知名奢侈品牌 CERRUTI 1881 和 KENT&CURWEN，构建多品牌矩阵，预计 24 年秋冬两个品牌产品将全新亮相。6 月推出第四期员工持股计划、举办 20 周年庆典、发布十年十倍增长目标，彰显管理层发展信心。我们预计下半年公司将保持净开店趋势，全年有望净开 100 家以上、带动收入保持快增趋势，维持 23-25 年归母净利润 9.45/11.8/14.4 亿元的预测、对应 PE 为 21/17/14X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济及消费疲软、新品牌拓展不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.43
一年最低/最高价	19.70/38.00
市净率(倍)	4.59
流通 A 股市值(百万元)	13,797.09
总市值(百万元)	20,220.15

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.71
资产负债率(% ,LF)	24.47
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): 成立 20 周年，发布新十年战略、提出十年十倍增长目标》

2023-06-28

《比音勒芬(002832): 拟推出第四期员工持股计划，促进员工利益共享》

2023-06-14

表1: 2023H1 公司收入/门店/毛利率按渠道划分情况

	22 年收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收 比重	门店数 (家)	门店同比净 变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
营收	1,684	28.2%	100.0%	1193	68	77.16%	1.62pct
分渠道							
电商	92.63	10.6%	5.5%	/	/	62.65%	3.73pct
直营	1,247.40	30.8%	74.1%	579	35	79.92%	1.48pct
加盟	330.18	19.7%	19.6%	614	33	70.73%	0.14pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,124	5,089	6,312	7,823	营业总收入	2,885	3,578	4,296	5,123
货币资金及交易性金融资产	2,523	3,271	4,314	5,541	营业成本(含金融类)	652	812	980	1,176
经营性应收款项	281	349	419	500	税金及附加	25	29	34	41
存货	746	849	947	1,140	销售费用	1,036	1,270	1,512	1,793
合同资产	0	0	0	0	管理费用	196	215	249	282
其他流动资产	574	620	632	642	研发费用	100	125	150	164
非流动资产	1,455	1,579	1,699	1,815	财务费用	(8)	5	4	3
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	23	25	30	36
固定资产及使用权资产	794	983	1,151	1,305	投资净收益	39	36	43	51
在建工程	70	35	18	9	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	129	99	69	39	减值损失	(97)	(40)	(20)	(20)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	111	111	111	111	营业利润	855	1,144	1,419	1,732
其他非流动资产	350	350	350	350	营业外净收支	0	(5)	3	3
资产总计	5,579	6,668	8,010	9,638	利润总额	856	1,139	1,422	1,735
流动负债	1,266	1,325	1,488	1,675	减:所得税	128	194	242	295
短期借款及一年内到期的非流动负债	202	202	202	202	净利润	728	945	1,180	1,440
经营性应付款项	231	267	322	387	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	169	162	196	235	归属母公司净利润	728	945	1,180	1,440
其他流动负债	664	695	768	852	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.27	1.66	2.07	2.52
非流动负债	182	182	182	182	EBIT	801	1,128	1,370	1,667
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,135	1,454	1,700	2,001
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	77.40	77.32	77.18	77.05
租赁负债	141	141	141	141	归母净利率(%)	25.22	26.41	27.46	28.11
其他非流动负债	40	40	40	40	收入增长率(%)	6.06	24.03	20.07	19.23
负债合计	1,447	1,507	1,669	1,857	归母净利润增长率(%)	16.50	29.88	24.86	22.03
归属母公司股东权益	4,130	5,160	6,339	7,779					
少数股东权益	1	1	1	1					
所有者权益合计	4,131	5,161	6,341	7,781					
负债和股东权益	5,579	6,668	8,010	9,638					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	942	1,091	1,455	1,631	每股净资产(元)	7.24	9.19	11.34	13.95
投资活动现金流	(683)	(919)	(904)	(896)	最新发行在外股份(百万股)	571	571	571	571
筹资活动现金流	(218)	76	(8)	(8)	ROIC(%)	16.19	18.76	18.66	18.69
现金净增加额	41	248	543	727	ROE-摊薄(%)	17.62	18.32	18.61	18.51
折旧和摊销	334	326	330	334	资产负债率(%)	25.94	22.60	20.84	19.27
资本开支	(499)	(455)	(447)	(447)	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.79	21.40	17.14	14.04
营运资本变动	(174)	(183)	(99)	(190)	P/B(现价)	4.90	3.85	3.12	2.54

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

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>