

2023年9月1日

店效及平效高增长，期待下半年开店加速

比音勒芬(002832)

评级:	买入	股票代码:	002832
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	37.64/19.52
目标价格:		总市值(亿)	197.12
最新收盘价:	34.54	自由流通市值(亿)	109.05
		自由流通股数(百万)	315.72

事件概述

2023H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 16.84/4.16/3.81/6.15 亿元、同比增长 28.2%/41.0%/43.5%/18.9%，较 21H1 增长 64.8%/69.4%/69.7%/35.4%。尽管 Q2 存在公司 20 周年庆、并购中介费等一次性费用，但仍维持了净利高增长；若剔除这两笔一次性费用净利增长 53%。经营性现金流高于归母净利主要由于存货和经营性应收项目减少及折旧增加。2023Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 6.05/1.15/0.93 亿元、同比增长 20.3%/40.2%/45.9%。

分析判断:

上半年净开店仅 2 家，但“线上+线下”零售新模式助力店效提升。从收入拆分来看，（1）线上/直营/加盟收入分别为 0.93/12.47/3.30 亿元、同比增长 10.5%/30.8%/19.7%；1）从店数和店效来看，2023 上半年末公司拥有 1193 家门店，上半年净开店 2 家，同比 22H1 增长 6%，其中 22H1 直营店数净增 0 家（新开/关均为 20 家）至 579 家、同比增长 6%，推算半年直营店效为 215 万元、同比增长 23%，23H1 加盟店数净增 2 家（新开/关分别为 27/25 家）至 614 家、同比增长 6%，推算半年加盟单店出货为 54 万元、同比增长 13%，我们分析店效有效增长来源于公司打造的“线上+线下”新零售模式，通过直播平台引流，提升客群覆盖范围及消费体验；2）从平效和面积来看，直营/加盟单店面积为 149/167 m²、同比增长-9.8%/2.0%，推算半年直营/加盟平效为 1.45/0.32 万元/m²、同比提升 36%/11%。（2）东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南收入分别为 1.44/2.95/3.24/3.56/1.04/0.90/2.64 亿元、同比增长 33.2%/48.9%/35.0%/19.7%/10.4%/43.1%/15.6%。

全渠道毛利率提升，Q2 受管理费用提升影响净利率增幅低于毛利率。（1）23H1 公司毛利率为 77.16%、同比提升 1.62PCT。分渠道看，线上/直营/加盟毛利率分别为 62.65%/79.92%/70.73%、同比提升 3.73/1.48/0.14PCT；（2）23H1 公司归母净利率为 24.70%、同比提升 2.25PCT，归母净利率增幅高于毛利率主要由于费用率下降 1.6PCT（销售/管理/研发/财务费用率下降 1.90/-1.14/0.40/0.40PCT），销售费用率下降主要由于规模效应，但销售费用中广告费用增加 2375 万元为 20 周年庆费用；管理费用增加主要由于并购相关中介服务费增加 2427 万元，财务费用下降主要由于可转债已摘牌导致利息支出减少；但所得税率提升 0.35PCT、减值损失占比提升 0.39PCT。（3）23Q2 公司毛利率为 79.75%、同比提升 4.11PCT，归母净利率为 19.04%、同比提升 2.70PCT，归母净利率增幅低于毛利率主要由于管理费用提升。

存货增长，应收周转天数下降+应付周转天数增加实现净营业周期优化。2023H1 公司存货为 6.88 亿元、同比增长 8.22%，存货周转天数为 363 天、同比减少 35 天；应收账款为 2.66 亿元、同比增长 16.68%，应收账款周转天数为 28 天、同比减少 7 天；应付账款为 1.73 亿元、同比增长 37.80%，应付账款周转天数为 84 天、同比增加 13 天。

投资建议

我们分析，（1）尽管上半年开店不多，但预计下半年旺季开店仍有望加速、全年预计净增 100 家左右；（2）中长期来看，高尔夫系列、2 个并购品牌有望构成新增长点。维持盈利预测 38.09/44.04/50.36 亿元，维持归母净利预测 10.06/12.56/15.37 亿元，对应 EPS 1.76/2.20/2.69 元，2023 年 8 月 31 日收盘价 34.54 元对应 PE 分别为 20/16/13X，维持“买入”评级。

风险提示

开店低于预期风险；费用高企风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,720	2,885	3,809	4,404	5,036
YoY (%)	18.1%	6.1%	32.0%	15.6%	14.4%
归母净利润(百万元)	625	728	1,006	1,256	1,537
YoY (%)	25.2%	16.5%	38.3%	24.8%	22.4%
毛利率 (%)	76.7%	77.4%	75.9%	76.5%	77.1%
每股收益 (元)	1.09	1.27	1.76	2.20	2.69
ROE	19.2%	17.6%	19.3%	19.3%	18.9%
市盈率	31.56	27.09	19.59	15.70	12.83

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,885	3,809	4,404	5,036	净利润	728	1,006	1,256	1,537
YoY (%)	6.1%	32.0%	15.6%	14.4%	折旧和摊销	334	13	15	17
营业成本	652	916	1,037	1,153	营运资金变动	-174	-1,353	-412	-463
营业税金及附加	25	34	40	45	经营活动现金流	942	-294	893	1,123
销售费用	1,036	1,355	1,514	1,672	资本开支	-499	-92	-89	-110
管理费用	196	206	225	252	投资	0	0	0	0
财务费用	-8	-20	-23	-39	投资活动现金流	-683	-60	-50	-65
研发费用	100	122	132	151	股权募资	0	21	0	0
资产减值损失	-99	-70	-74	-77	债务募资	0	0	0	0
投资收益	39	33	39	45	筹资活动现金流	-218	21	0	0
营业利润	855	1,169	1,456	1,782	现金净流量	41	-333	843	1,058
营业外收支	0	-2	0	0					
利润总额	856	1,167	1,456	1,782	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	128	161	201	245	成长能力 (%)				
净利润	728	1,006	1,256	1,537	营业收入增长率	6.1%	32.0%	15.6%	14.4%
归属于母公司净利润	728	1,006	1,256	1,537	净利润增长率	16.5%	38.3%	24.8%	22.4%
YoY (%)	16.5%	38.3%	24.8%	22.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.27	1.76	2.20	2.69	毛利率	77.4%	75.9%	76.5%	77.1%
					净利率	25.2%	26.4%	28.5%	30.5%
					总资产收益率 ROA	13.0%	15.5%	15.9%	16.0%
					净资产收益率 ROE	17.6%	19.3%	19.3%	18.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力 (%)				
货币资金	1,145	812	1,654	2,712	流动比率	3.26	4.42	5.18	6.06
预付款项	28	92	104	115	速动比率	2.54	3.35	4.10	4.97
存货	746	954	1,051	1,137	现金比率	0.90	0.73	1.39	2.13
其他流动资产	2,206	3,065	3,373	3,739	资产负债率	25.9%	19.9%	17.4%	15.2%
流动资产合计	4,124	4,923	6,182	7,704	经营效率 (%)				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	0.52	0.59	0.56	0.53
固定资产	462	538	643	778	每股指标 (元)				
无形资产	129	129	129	129	每股收益	1.27	1.76	2.20	2.69
非流动资产合计	1,455	1,581	1,716	1,881	每股净资产	7.24	9.12	11.43	14.25
资产合计	5,579	6,503	7,898	9,584	每股经营现金流	1.65	-0.52	1.56	1.97
短期借款	0	0	0	0	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	231	208	236	262	估值分析				
其他流动负债	1,034	907	958	1,009	PE	27.09	19.59	15.70	12.83
流动负债合计	1,266	1,115	1,193	1,271	PB	3.54	3.79	3.02	2.42
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	182	182	182	182					
非流动负债合计	182	182	182	182					
负债合计	1,447	1,297	1,375	1,453					
股本	571	592	592	592					
少数股东权益	1	1	1	1					
股东权益合计	4,131	5,207	6,523	8,131					
负债和股东权益合计	5,579	6,503	7,898	9,584					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。