

比音勒芬 (002832)

2022 年中报点评：业绩持续领跑行业，增长趋势显著

买入（维持）

2022 年 08 月 30 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

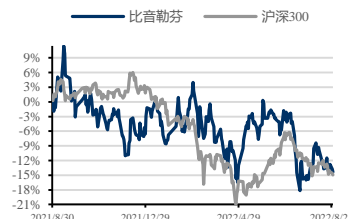
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,720	3,343	4,049	4,838
同比	18%	23%	21%	19%
归属母公司净利润（百万元）	625	803	1,002	1,220
同比	25%	29%	25%	22%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.09	1.41	1.76	2.14
P/E（现价&最新股本摊薄）	19.89	15.46	12.39	10.19

投资要点

- 公司公布 2022 年中报：**22H1 营业收入 13.13 亿元/yoy+8.57%、归母净利润 2.95 亿元/yoy+20.15%，净利增速高于营收，主因期间费用率同比下滑 2.74pct 至 49.75%。单季度看，22Q1/Q2 营收分别为 8.1/5.03 亿元、分别同比+30.16%/-14.33%，归母净利润分别为 2.13 亿元/0.82 亿元、分别同比+41.29%/-13.40%，Q2 受国内疫情影响业绩出现下滑。
- 线上、加盟收入保持较快增长，直营持平略增。**1) **线上：**22H1 收入 8379 万元/yoy+47.8%/占比 6.4%。线上渠道目前占比较低、受疫情影响相对较小，在公司加强电商布局、直播引流带动下收入保持较快增长，与此同时盈利能力亦得到加强、线上渠道布局逐步完善，22H1 线上渠道毛利率同比+6.73pct 至 58.92%。2) **直营：**22H1 收入 9.54 亿元/yoy+0.04%/占比 72.6%。直营为公司主要销售渠道且以高线城市为主，收入同比持平略增，其中外延开店弥补了疫情下的店效损失，截至 22H1 末直营门店 544 家/较 21H1 末净开 44 家/同比+8.8%。直营渠道毛利率水平较高，22H1 利率略有下滑、同比-0.92pct 至 78.4%。3) **加盟：**22H1 收入 2.76 亿元/yoy+38.2%/占比 21%。内生外延共促增长，截至 22H1 末加盟门店 581 家/较 21H1 末净开 74 家/同比+14.6%。22H1 加盟毛利率同比+1.87pct 至 70.6%，品牌力持续强化。
- 盈利能力提升，经营效率、经营质量优秀。**1) **毛利率&净利率：**22H1 毛利率同比下滑 0.78pct 至 75.6%，主因高毛利直营渠道毛利率略有下滑、且占比有所下降。结合期间费用率同比下滑 2.83pct 至 49.75%（销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.74/+0.62/+0.35/-1.06pct 至 40.59%/6.15%/3.53%/-0.52%，销售费用率下滑主因刚性费用相对较少、费用管控力优秀，财务费用率下滑主因利息收入增加），22H1 归母净利率为 22.45%、同比+2.16%，疫情环境下盈利能力持续提升，“衣中茅台”品牌力持续夯实。2) **存货：**截至 22H1 存货 6.36 亿元/yoy+12.83%，存货周转天数 363 天、较 21H1 减少 5 天、保持健康周转水平，存货跌价计提谨慎。库龄结构改善，一年内存货占比 59.86%、同比提升 17.16PCT。3) **现金流：**22H1 经营活动现金流净额 5.17 亿元、净现比超过 100%、经营质量优秀；账上资金充裕，截至 22H1 账上资金 28 亿元、抗风险能力较强、品牌扩张有资金支持。
- 盈利预测与投资评级：**公司为高端运动时尚服饰龙头，22 年将高尔夫系列独立开店、进一步提升高端人群消费体验，同时打造超级单品“小领 T”、夯实 T 恤小专家的行业地位，预计全年净开店 150-180 家。22Q2 受疫情短期扰动，但 6 月以来终端流水增速已恢复至 20%-30%，上半年整体看收入、净利保持增长，同时盈利能力进一步提升、经营质量&经营效率稳中有升，整体表现领跑同行、优秀产品力和品牌力持续验证。我们维持 22-24 年归母净利同比+28.7%/24.8%/21.7%的预测，EPS 分别为 1.41/1.76/2.14 元/股，对应 PE15X/12X/10X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**疫情反复、经济疲软等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.77
一年最低/最高价	20.30/29.69
市净率(倍)	3.40
流通 A 股市值(百万元)	8,477.64
总市值(百万元)	12,424.29

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.40
资产负债率(% ,LF)	29.16
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)：2021 年报 & 2022 一季报点评：品牌力&产品力优秀，业绩兼具成长性、稳健性》

2022-04-17

《比音勒芬(002832)：高端时尚运动龙头，提质增效领跑行业》

2022-01-21

表1：22H1 比音勒芬收入、门店、毛利率分渠道情况

	22H1 收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收 比重	门店数 (家)	门店环比 净变动 (家)	门店同比 净变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
营收	1313.20	8.57%	100.0%	1125	25	118	75.6%	-0.78pct
分渠道								
电商	83.79	47.80%	6.4%	/	/	/	58.9%	6.73pct
直营	953.58	0.04%	72.6%	544	12	44	78.4%	-0.92pct
加盟	275.87	38.18%	21.0%	581	13	74	70.6%	1.87pct

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,645	4,523	5,546	6,800	营业总收入	2,720	3,343	4,049	4,838
货币资金及交易性金融资产	1,717	2,455	3,191	4,135	营业成本(含金融类)	634	785	956	1,152
经营性应收款项	347	404	489	586	税金及附加	24	27	32	39
存货	660	724	913	1,116	销售费用	1,041	1,277	1,547	1,848
合同资产	0	0	0	0	管理费用	156	191	231	276
其他流动资产	921	941	953	963	研发费用	83	100	121	145
非流动资产	1,218	1,355	1,487	1,615	财务费用	22	27	26	25
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	15	23	28	34
固定资产及使用权资产	652	893	1,092	1,269	投资净收益	39	50	61	73
在建工程	148	74	37	19	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	120	90	60	30	减值损失	-78	-60	-40	-20
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	105	105	105	105	营业利润	738	950	1,184	1,440
其他非流动资产	193	193	193	193	营业外净收支	-5	-5	-5	-5
资产总计	4,863	5,878	7,034	8,415	利润总额	733	945	1,179	1,435
流动负债	1,082	1,185	1,327	1,489	减:所得税	108	142	177	215
短期借款及一年内到期的非流动负债	197	197	197	197	净利润	625	803	1,002	1,220
经营性应付款项	165	194	236	284	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	141	157	191	230	归属母公司净利润	625	803	1,002	1,220
其他流动负债	580	637	703	778	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.09	1.41	1.76	2.14
非流动负债	535	535	535	535	EBIT	718	964	1,162	1,379
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,011	1,277	1,479	1,701
应付债券	285	285	285	285	毛利率(%)	76.69	76.53	76.38	76.20
租赁负债	217	217	217	217	归母净利率(%)	22.96	24.03	24.75	25.21
其他非流动负债	33	33	33	33	收入增长率(%)	18.09	22.92	21.11	19.49
负债合计	1,617	1,719	1,862	2,024	归母净利润增长率(%)	25.20	28.65	24.76	21.69
归属母公司股东权益	3,245	4,158	5,171	6,390					
少数股东权益	1	1	1	1					
所有者权益合计	3,246	4,159	5,172	6,391					
负债和股东权益	4,863	5,878	7,034	8,415					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	898	1,074	1,161	1,358	每股净资产(元)	5.85	7.37	9.21	11.43
投资活动现金流	-184	-905	-895	-883	最新发行在外股份(百万股)	571	571	571	571
筹资活动现金流	-225	69	-30	-30	ROIC(%)	17.49	18.61	18.41	18.09
现金净增加额	489	238	236	444	ROE-摊薄(%)	19.24	19.32	19.39	19.09
折旧和摊销	294	313	318	322	资产负债率(%)	33.24	29.25	26.47	24.05
资本开支	-215	-455	-455	-456	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.89	15.46	12.39	10.19
营运资本变动	-70	-125	-228	-232	P/B(现价)	3.72	2.95	2.36	1.90

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

