

比音勒芬 (002832.SZ)

二季度净利润下滑 13%，品牌力稳步提升

买入

核心观点

上半年收入/净利润增长 9%/20%，品牌加价倍率提升，库龄优化。2022 1H 公司收入 13.1 亿元，+8.6%，其中直营/加盟/线上增长+0.1%/+38%/+48%至 9.5/2.8/0.8 亿元，净利润 2.9 亿元，+20.2%，业绩在 Q2 疫情和高基数下展现较强韧性，电商的增长反映品牌势头向好。上半年毛利率-0.8 百分点至 75.5%，其中直营/加盟/线上毛利率同比-1/+1.9/6.7 百分点至 78.4%/70.6%/58.9%，预计加盟毛利率增加主要由于加价倍率提升，反映品牌力强势且持续提升。上半年费用率减少 2.8 百分点至 49.8%，其中销售费用率-2.7 百分点（门店/电商运营费同比减少 1 亿元/增加 446 万元），上半年净利率 22.5%，+2.2 百分点。存货周转环比年初+3 天至 363 天，1 年内库存占比同比/环比提升 1/14 百分点至 60%，2 年以上库存占比小幅下滑。

二季度收入下滑 14%，逆境中利润率保持平稳。2022 Q2 公司收入 5 亿元，-14.3%，净利润 0.82 亿元，-13.4%，收入下滑主要受疫情严格封控、线下客流下滑影响。毛利率-0.4 百分点至 75.6%，费用率合计增长 1.6 百分点，主要由于管理费用率提升 2.3 百分点（上半年职工薪酬同比增加 1000 万元），二季度净利率同比稳定在 16.3%水平。

T 恤大单品成效良好，计划开设高尔夫店强化品牌基因，中长期成长空间大。今年以来比音勒芬开启品类引导品牌战略，发挥核心品类 T 恤的优势，打造“T 恤第一联想品牌”，有望逐步打开市场空间。同时由于高端消费者运动服功能升级需求提升，公司计划下半年开设 30 家高尔夫运动门店，有望强化高尔夫运动基因，提升品牌美誉度。中长期看，2021 年公司 VIP 会员数仅 70 万，而国内个人可投资资产超 1000 万元的人数近 300 万且双位数增长，随着影响力持续提升、渠道稳步拓展，成长空间广阔。

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。

投资建议：6 月以来基本面向好，全年展望乐观，中长期成长可期。公司逆境中展现优秀的经营韧性，6-7 月基本面快速恢复，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、差异化渠道运营和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。二季度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 7.9/9.8/11.6 亿元，同增 27%/23%/19%。考虑到公司一贯以来优秀的成长性，维持合理估值为 29.2~30.6 元（对应 2022 年 20~21x PE），维持“买入”评级。

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

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

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	29.20 - 30.60 元
收盘价	21.92 元
总市值/流通市值	12516/8527 百万元
52 周最高价/最低价	29.69/20.30 元
近 3 个月日均成交额	66.28 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《比音勒芬 (002832.SZ) - 逆境下增长好于行业，看好业绩韧性》——2022-07-21
《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

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,303	2,720	3,191	3,775	4,381
(+/-%)	26.2%	18.1%	17.3%	18.3%	16.1%
净利润(百万元)	499	625	790	975	1160
(+/-%)	22.7%	25.2%	26.6%	23.3%	19.0%
每股收益(元)	0.95	1.13	1.39	1.71	2.03
EBIT Margin	29.5%	32.0%	29.3%	30.4%	31.0%
净资产收益率 (ROE)	20.6%	19.2%	20.8%	21.8%	21.9%
市盈率 (PE)	23.0	19.3	15.8	12.8	10.8
EV/EBITDA	18.1	15.1	14.6	12.1	10.4
市净率 (PB)	4.8	3.7	3.3	2.8	2.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1：公司半年度营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度净利润和增长（亿元，%）



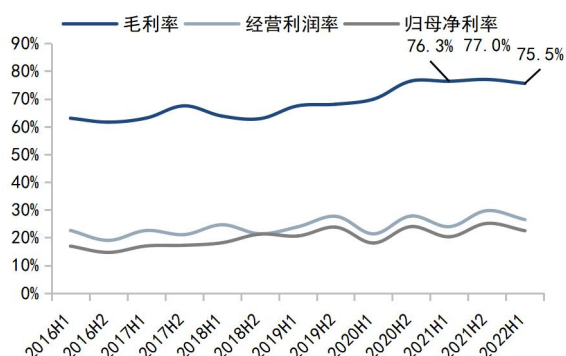
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：各渠道收入和毛利结构拆分（单位：百万元）

	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1
总收入	894	1409	1209	1510	1313
直营收入	675	954.2	953	961	954
yoy			41.3%	0.7%	0.0%
店数	452	486	500	532	544
毛利率	74.2%	81.1%	79.4%	82.8%	78.4%
加盟收入	179	397	200	484	276
yoy			11.3%	21.8%	38.2%
店数	457	493	507	568	581
毛利率	63.3%	69.7%	68.7%	69.0%	70.6%
线上	40.2	58.1	56.7	65.9	83.8
yoy			41.1%	13.5%	47.8%
毛利率	26.3%	45.4%	52.2%	49.8%	58.9%

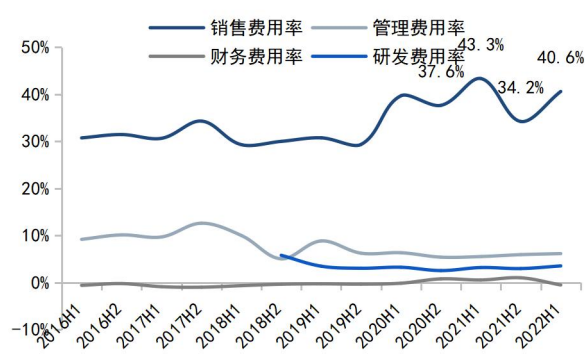
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司半年度利润率（%）



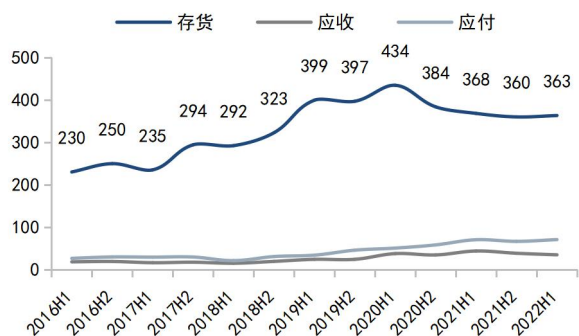
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司半年度费用率变动（%）



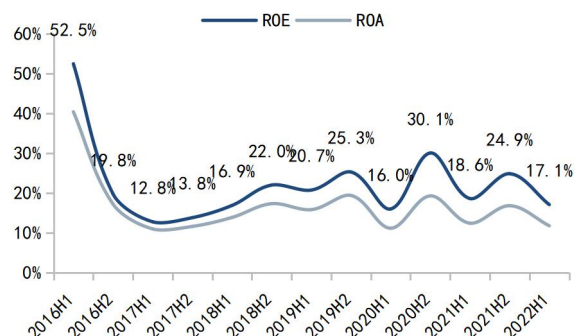
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司半年度营运资金周转（天）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司半年度盈利能力



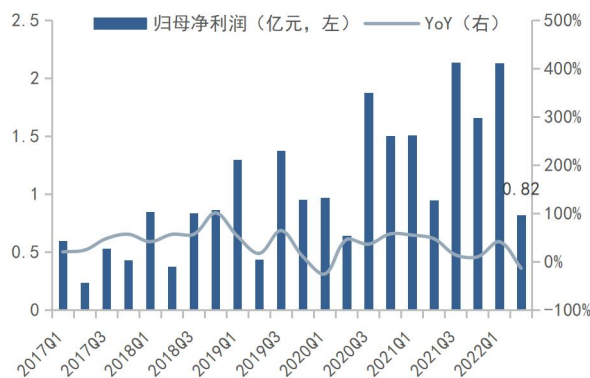
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司分季度收入及增速（亿元，%）



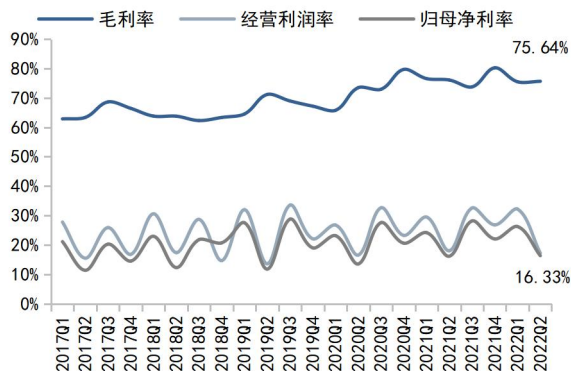
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司分季度净利润及增速（亿元，%）



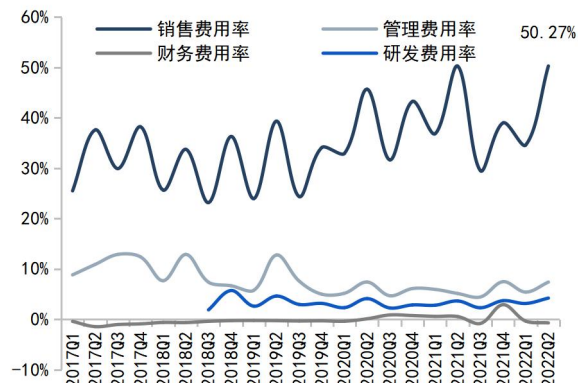
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司分季度利润率水平（%）



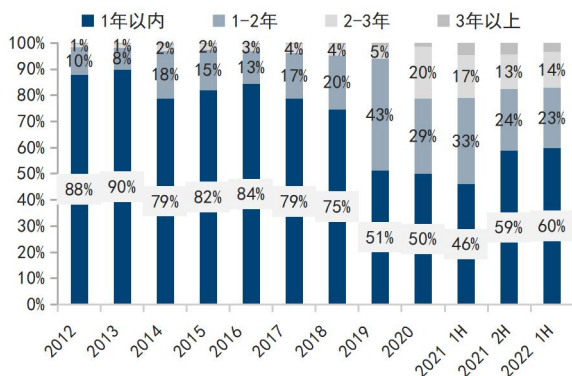
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司分季度费用率水平（%）



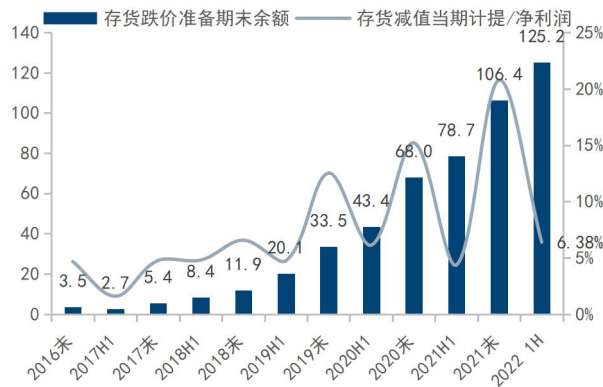
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司库存库龄结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：存货跌价准备期末余额以及存货减值计提（百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：6月以来基本面向好，全年展望乐观，中长期成长可期

公司逆境中展现优秀的经营韧性，6-7月基本面快速恢复，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、差异化渠道运营和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。二季度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7.9/9.8/11.6亿元，同增27%/23%/19%。考虑到公司一贯以来优秀的成长性，维持合理估值为29.2~30.6元（对应2022年20~21x PE），维持“买入”评级。

表2：盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,303	2,720	3,191	3,775	4,381
(+/-%)	26.2%	18.1%	17.3%	18.3%	16.1%
净利润(百万元)	499	625	790	975	1160
(+/-%)	22.7%	25.2%	26.6%	23.3%	19.0%
每股收益(元)	0.95	1.13	1.39	1.71	2.03
EBIT Margin	29.5%	32.0%	29.3%	30.4%	31.0%
净资产收益率(ROE)	20.6%	19.2%	20.8%	21.8%	21.9%
市盈率(PE)	23.0	19.3	15.8	12.8	10.8
EV/EBITDA	18.1	15.1	14.6	12.1	10.4
市净率(PB)	4.8	3.7	3.3	2.8	2.4

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	579	1083	1937	2475	3151	营业收入	2303	2720	3191	3775	4381
应收款项	355	370	434	513	595	营业成本	602	634	764	896	1039
存货净额	608	660	701	793	888	营业税金及附加	14	24	29	34	39
其他流动资产	1438	898	1053	1246	1446	销售费用	885	1041	1168	1359	1555
流动资产合计	3079	3645	4326	5227	6281	管理费用	131	162	298	345	396
固定资产	288	393	417	438	447	财务费用	10	22	(2)	(13)	(22)
无形资产及其他	115	120	115	110	105	投资收益	25	39	35	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)	(54)	(62)	(72)
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	5563	6481	7539	营业利润	582	738	933	1150	1368
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)	(3)	(3)	(3)
应付款项	135	165	195	228	263	利润总额	585	733	930	1147	1364
其他流动负债	533	720	756	880	1011	所得税费用	86	108	139	172	205
流动负债合计	667	1082	1149	1304	1471	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	790	975	1160
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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1331	1617	1763	1999	2245	净利润	499	625	790	975	1160
少数股东权益	1	1	1	1	1	资产减值准备	20	25	32	14	5
股东权益	2417	3245	3799	4481	5293	折旧摊销	28	34	44	57	68
负债和股东权益总计	3749	4863	5563	6481	7539	公允价值变动损失	(49)	75	54	62	72
						财务费用	10	22	(2)	(13)	(22)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(814)	493	(82)	(114)	(126)
每股收益	0.95	1.13	1.39	1.71	2.03	其它	(21)	(25)	(32)	(14)	(5)
每股红利	0.29	0.30	0.42	0.51	0.61	经营活动现金流	(336)	1226	807	980	1174
每股净资产	4.61	5.90	6.66	7.85	9.27	资本开支	0	(77)	(150)	(150)	(150)
ROIC	24%	25%	27%	33%	38%	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%	76%	76%	76%	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%	31%	32%	33%	支付股利、利息	(154)	(166)	(237)	(292)	(348)
收入增长	26%	18%	17%	18%	16%	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)	(237)	(292)	(348)
资产负债率	36%	33%	32%	31%	30%	现金净变动	103	504	855	537	676
息率	1.3%	1.4%	2.0%	2.4%	2.9%	货币资金的期初余额	475	579	1083	1937	2475
P/E	23.0	19.3	15.8	12.8	10.8	货币资金的期末余额	579	1083	1937	2475	3151
P/B	4.8	3.7	3.3	2.8	2.4	企业自由现金流	0	1190	608	767	945
EV/EBITDA	18.1	15.1	14.6	12.1	10.4	权益自由现金流	0	1412	610	778	964

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。本报告仅供我公司客户使用，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