

业绩压力难掩运营亮点，Q3 建议积极布局

2022 年 08 月 30 日

► **比音勒芬披露 2022 年中报。**2022H1 公司实现营业收入 13.13 亿元/yoy+8.57%；归母净利润 2.95 亿元/yoy+20.15%。拆分单季度，2022Q2 公司实现营业收入 5.03 亿元/yoy-14.33%；归母净利润 0.82 亿元/yoy-13.40%。在 Q2 疫情影响下，公司仍积极展业，良好地维护住了业务基本盘。

► **Q2 公司已经积极应对，数据绝对值表现优于相对比率，期待 Q3 低基数窗口。**2022 年 Q2 公司实现归母净利润 0.82 亿元，同比下滑 13.40%，从相对比率的角度上看，低双位数的下滑幅度表现略低于预期。但是我们认为，每年的二季度均为服装传统淡季，比音勒芬在二季度主要销售折扣春冬装以及客单较低的夏装，因此二季度归母净利润的绝对值在年度归母净利润中的占比并不高。以 2021 年 Q2 为例，当季度公司实现归母净利润 0.95 亿元，占全年归母净利比例仅为 15.2%。那么反观 2022 年 Q2 公司归母净利润达 0.82 亿元，绝对值上同比仅下滑 0.13 亿元，这对于 Q2 疫情之下的服装行业而言，是一个较为优秀的回撤水平。

► 同时据我们观察，2022 年 7-8 月国内服装市场已经进入较为明显的复苏阶段，考虑到 2021 年 Q3/Q4 国内多地疫情散发，比音勒芬当期归母净利润分别实现 2.14/1.65 亿元，对应同比增长 14.4%/10.2%，因此 2022 年 Q3/Q4 比音勒芬即将迎来低基数发展窗口，叠加秋冬装旺季到来，公司有望在未来两个季度加速发展，实现业绩回补。

► **疫情压力之下，公司存货及合同负债均处于合理区间。**2022 年 H1 公司存货为 6.36 亿元，yoy+12.83%；其中一年以内的存货占比为 59.86%，与 2021H1 的 42.73%相比提升了 17.13%。存货周转天数 363 天，较 2021H1 降 5 天。我们认为公司自营销售占比较高，因此随着销售规模的扩大，公司存货规模也会随之提升，考虑到疫情影响，公司当前的存货水平较为良性，处于合理区间，同时库龄结构改善明显。未来随着终端消费的复苏，公司有望依托于强劲的“直营店+加盟店+奥莱店”渠道进一步消化库存。与此同时，2022H1 公司合同负债为 2.42 亿元，yoy+30.28%，合同负债的提升，或预示着加盟商对公司品牌销售信心充沛，货品预订仍稳步推进。

► **线上第二曲线拓展进行时，一举推动“存货+拉新”两方优化。**线上渠道的增长是公司 2022H1 最为明显的亮点之一，2022H1，公司线上电商渠道收入占比为 6.38%，较 2021 全年的 4.51%提升 1.87pct。据飞瓜数据显示，公司在 Q2 抖音电商的销售规模提升明显，因此我们认为，公司 2022 年 Q2 的电商销售占比或高于 H1 整体。随 Q3/Q4 电商传统旺季的到来，公司有望加快电商渠道的建设，从而在“去库存”以及“获新客”两个维度推动公司整体运营水平。比音勒芬以往以线下渠道销售为主，线上渠道的加速或能游有效触及年轻消费群体，激发品牌活力。

► **投资建议：**公司为中高端高尔夫服饰领军企业，品牌力优势、高质量服务助力搭建高粘性客群，保障经营韧性。公司线上线下渠道拓展潜力可观，比音勒芬品牌知名度有望持续提升，继续激发业绩潜能。我们认为疫情压力下的业绩不确定性已经落地，Q3/Q4 终端形势或逐步改善。因此我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 8.05/10.09/12.59 亿元，同比+28.8%/+25.4%/+24.8%，对应 PE 为 15X/12X/10X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**疫情反复影响公司终端零售表现；加盟渠道下沉不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2720	3324	3994	4764
增长率 (%)	18.1	22.2	20.2	19.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	625	805	1009	1259
增长率 (%)	25.2	28.8	25.4	24.8
每股收益 (元)	1.09	1.41	1.77	2.21
PE	20	15	12	10
PB	3.8	3.2	2.6	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

21.92 元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 辛泽熙

执业证书：S0100521100001

电话：15000036033

邮箱：xinzexi@mszq.com

相关研究

1.比音勒芬 (002832.SZ) 首次覆盖报告：品牌与圈层的精准匹配，客群与调性的全面契合
-2022/08/02

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2720	3324	3994	4764
营业成本	634	826	917	991
营业税金及附加	24	27	32	38
销售费用	1041	1197	1498	1857
管理费用	156	186	217	252
研发费用	83	107	138	178
EBIT	718	981	1192	1449
财务费用	22	1	-4	-14
资产减值损失	-79	-90	-80	-65
投资收益	39	40	49	59
营业利润	738	947	1186	1480
营业外收支	-5	-1	-1	-1
利润总额	733	946	1185	1479
所得税	108	141	177	220
净利润	625	805	1009	1259
归属于母公司净利润	625	805	1009	1259
EBITDA	1011	1219	1436	1698

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1083	1102	1670	2511
应收账款及票据	280	341	462	486
预付款项	67	96	94	105
存货	660	791	861	939
其他流动资产	1555	1828	1948	2093
流动资产合计	3645	4157	5035	6134
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	244	265	288	281
无形资产	120	121	122	123
非流动资产合计	1218	1170	1198	1208
资产合计	4863	5327	6232	7341
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	165	192	224	247
其他流动负债	917	990	1057	1136
流动负债合计	1082	1182	1281	1383
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	535	250	250	250
非流动负债合计	535	250	250	250
负债合计	1617	1433	1531	1633
股本	550	571	571	571
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	3246	3894	4701	5708
负债和股东权益合计	4863	5327	6232	7341

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	18.09	22.20	20.15	19.30
EBIT 增长率	26.61	36.68	21.51	21.62
净利润增长率	25.20	28.84	25.35	24.81
盈利能力 (%)				
毛利率	76.69	75.14	77.04	79.21
净利率	22.96	24.21	25.26	26.42
总资产收益率 ROA	12.84	15.11	16.18	17.15
净资产收益率 ROE	19.24	20.67	21.46	22.06
偿债能力				
流动比率	3.37	3.52	3.93	4.44
速动比率	2.70	2.77	3.19	3.68
现金比率	1.00	0.93	1.30	1.82
资产负债率 (%)	33.24	26.89	24.56	22.24
经营效率				
应收账款周转天数	37.54	37.80	42.62	37.54
存货周转天数	380.00	389.04	374.36	370.00
总资产周转率	0.56	0.62	0.64	0.65
每股指标 (元)				
每股收益	1.09	1.41	1.77	2.21
每股净资产	5.69	6.82	8.24	10.00
每股经营现金流	1.57	1.42	1.96	2.48
每股股利	0.30	0.31	0.35	0.44
估值分析				
PE	20	15	12	10
PB	3.8	3.2	2.6	2.2
EV/EBITDA	11.94	9.65	7.80	6.10
股息收益率 (%)	1.37	1.42	1.62	2.02

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	625	805	1009	1259
折旧和摊销	294	238	244	249
营运资金变动	-70	-306	-195	-125
经营活动现金流	898	812	1116	1414
资本开支	-215	-221	-273	-260
投资	0	-180	-100	-100
投资活动现金流	-184	-331	-325	-300
股权募资	0	20	0	0
债务募资	0	-285	0	0
筹资活动现金流	-225	-462	-223	-273
现金净流量	489	19	568	841

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026