

# 比音勒芬 (002832.SZ)

## 2023 一季度净利润增长 41%，库存周转明显优化

**买入**

### 核心观点

**2022 年严峻经营环境中实现收入增长 6%，毛利率提升，费用率改善。**2022 年公司收入增长 6.1%至 28.8 亿元，归母净利润增长 16.5%至 7.3 亿元，在严峻经营环境中仍然实现快速增长。其中，加盟收入增长明显但直营收入下滑 7%，可能和订货时间点以及加盟商更多分布在受疫情影响较小的下沉市场有关。2022 年毛利率+0.7 个百分点至 77.4%，直营/加盟毛利率分别提升 1.0/2.1 百分点，优秀的品牌力推动加价倍率进一步提升。疫情期间加强费用管控，全年费用率合计下降 2.0 百分点。另外考虑到存货减值比率的增加，全年归母净利率提升 2.3 个百分点至 25.2%。2022 年末存货周转天数同比+28 天至 388 天，1 年内存货金额占比小幅下降至 54%。单四季度，经营环境承压，收入/净利润分别同比变动-12%/-7%，表现仍然好于行业。

**2023 一季度收入增长 33%，净利率延续提升，存货周转大幅改善。**2023 一季度公司收入增长 33%至 10.8 亿元，净利润增长 41%至 3.0 亿元。毛利率同比微幅提升，费用率随着收入高速增长而得以优化，归母净利率提升 1.7 个百分点至 27.9%。2023 一季度末存货周转天数 240 天，同比大幅优化 58 天，在收入增长 33%情况下存货金额同比微降至 6.5 亿元，存货达到健康水平。

**品牌美誉度持续提升，中长期成长空间大。**2022 年比音勒芬推进一系列改革措施，产品上开启品类引导品牌战略，打造“T 恤第一联想品牌”，品牌营销活动注重品牌高端基因的培育，品牌影响力和美誉度持续提升；渠道上，全年净开 91 家门店至 1191 家，其中包括新设立的高尔夫运动门店，满足消费者运动功能升级需求。中长期看，品牌仍然处于快速成长期，VIP 客群增长空间和开店空间均十分广阔。

**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：财务和经营质量双升，中长期成长可期。**一季度在高基数上继续保持高增长态势，库存优化至健康水平，展现优秀营运能力。中长期，比音勒芬作为运动细分景气赛道的高端品牌，通过早期精准定位、高质量营销、优秀产品力培育出高端品牌基因，随着品牌影响力持续提升，未来成长空间广阔。由于 2022 四季度疫情影响超出预期，预计 2023 年需要适当处理过季渠道库存，小幅下调 2023 年盈利预测、维持 2024 年盈利预测，预计 2023-2025 年净利润分别 9.4/11.6/14.0 亿元（原 2023-2024 年为 9.8/11.6 亿元），同比增长 30%/23%/20%。考虑到公司一贯以来优秀的成长性及健康的经营指标，叠加疫情管控放开后增强业绩实现确定性，估值切换后上调目标价至 40.6-42.7 元（原为 29.2~30.6 元），对应 2024 年 20~21x PE，维持“买入”评级。

| 盈利预测和财务指标    | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 2,720 | 2,885 | 3,523 | 4,176 | 4,876 |
| (+/-%)       | 18.1% | 6.1%  | 22.1% | 18.6% | 16.7% |
| 净利润(百万元)     | 625   | 728   | 945   | 1160  | 1397  |
| (+/-%)       | 25.2% | 16.5% | 29.8% | 22.8% | 20.4% |
| 每股收益(元)      | 1.13  | 1.27  | 1.66  | 2.03  | 2.45  |
| EBIT Margin  | 32.4% | 34.0% | 31.7% | 32.3% | 33.0% |
| 净资产收益率 (ROE) | 19.2% | 17.6% | 19.5% | 20.3% | 20.7% |
| 市盈率 (PE)     | 29.5  | 26.3  | 20.2  | 16.5  | 13.7  |
| EV/EBITDA    | 21.9  | 20.1  | 17.5  | 14.7  | 12.5  |
| 市净率 (PB)     | 5.7   | 4.6   | 4.0   | 3.4   | 2.8   |

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

### 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 ganguanjunyin@guosen.com.cn  
 S0980520040004

#### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 买入(维持)          |
| 合理估值        | 40.60 - 42.70 元 |
| 收盘价         | 33.51 元         |
| 总市值/流通市值    | 19124/13049 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 34.50/19.70 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 87.79 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) - 三季度净利润逆势增长 30%，库存周转优化》——2022-10-18
- 《比音勒芬 (002832.SZ) - 二季度净利润下滑 13%，品牌力稳步提升》——2022-08-30
- 《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

图1：公司年度营业收入及增速（亿元，%）



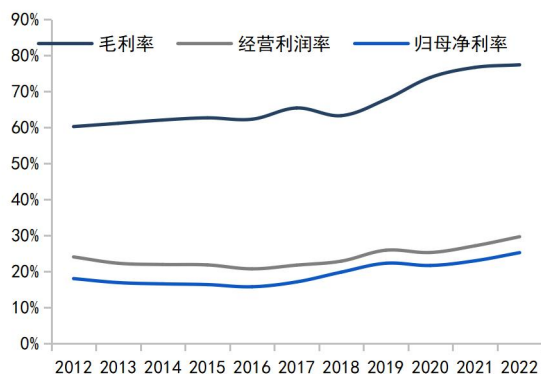
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司年度净利润和增长（亿元，%）



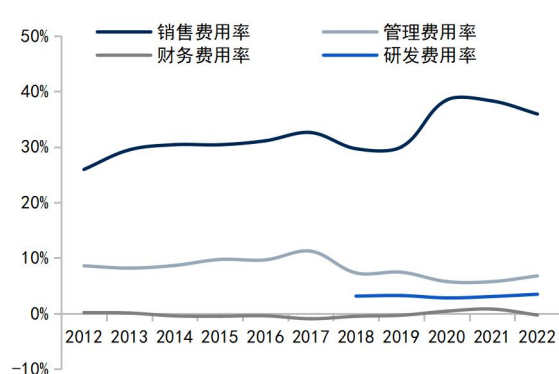
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度利润率（%）



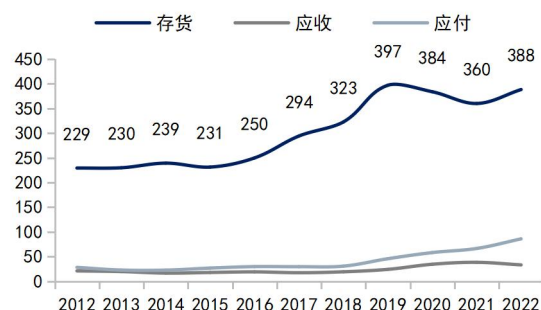
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司年度费用率变动（%）



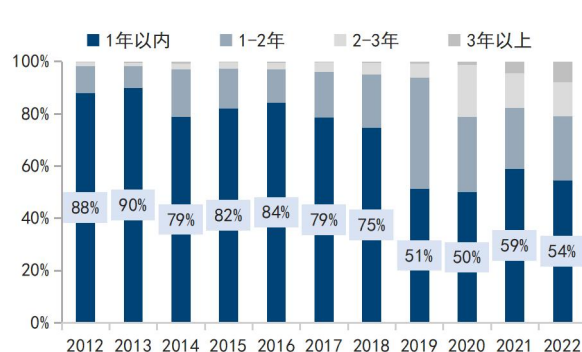
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度营运资金周转（天）



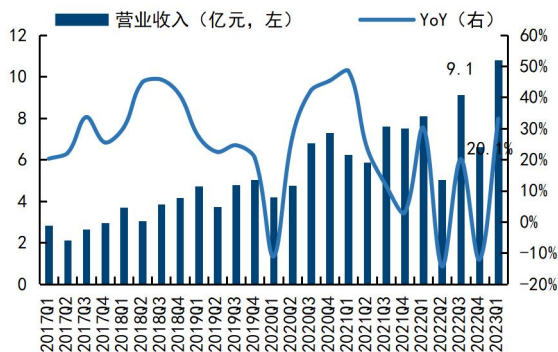
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司服饰存货库龄结构



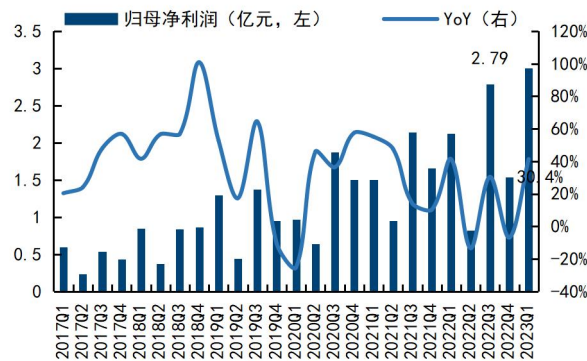
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司分季度营业收入及增速（亿元，%）



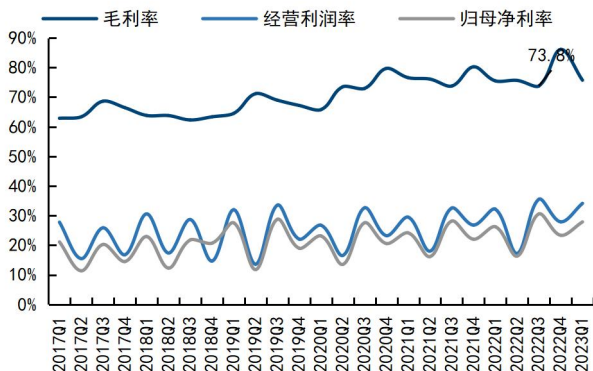
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司分季度净利润和增长（亿元，%）



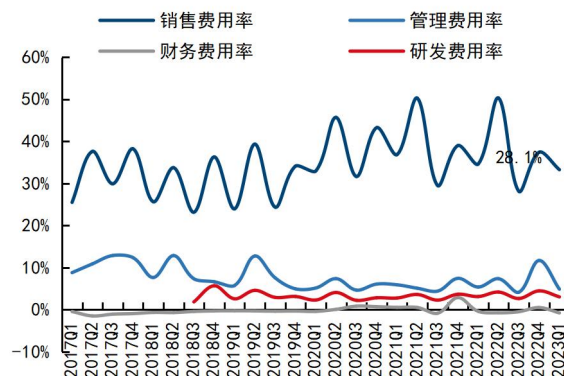
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司分季度利润率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司分季度费用率变动（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 投资建议：财务和经营质量双升，中长期成长可期

一季度在高基数上继续保持高增长态势，库存优化至健康水平，展现优秀营运能力。中长期，比音勒芬作为运动细分景气赛道的高端品牌，通过早期精准定位、高质量营销、优秀产品力培育出高端品牌基因，随着品牌影响力持续提升，未来成长空间广阔。由于2022四季度疫情影响超出预期，预计2023年需要适当处理过季渠道库存，小幅下调2023年盈利预测、维持2024年盈利预测，预计2023-2025年净利润分别9.4/11.6/14.0亿元（原2023-2024年为9.8/11.6亿元），同比增长30%/23%/20%。考虑到公司一贯以来优秀的成长性及健康的经营指标，叠加疫情管控放开后增强业绩实现确定性，估值切换后上调目标价至40.6-42.7元（原为29.2~30.6元），对应2024年20~21x PE，维持“买入”评级。

**表1：盈利预测和财务指标**

|              | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 2,720 | 2,885 | 3,523 | 4,176 | 4,876 |
| (+/-%)       | 18.1% | 6.1%  | 22.1% | 18.6% | 16.7% |
| 净利润(百万元)     | 625   | 728   | 945   | 1160  | 1397  |
| (+/-%)       | 25.2% | 16.5% | 29.8% | 22.8% | 20.4% |
| 每股收益(元)      | 1.13  | 1.27  | 1.66  | 2.03  | 2.45  |
| EBIT Margin  | 32.4% | 34.0% | 31.7% | 32.3% | 33.0% |
| 净资产收益率 (ROE) | 19.2% | 17.6% | 19.5% | 20.3% | 20.7% |
| 市盈率 (PE)     | 29.5  | 26.3  | 20.2  | 16.5  | 13.7  |
| EV/EBITDA    | 21.9  | 20.1  | 17.5  | 14.7  | 12.5  |
| 市净率 (PB)     | 5.7   | 4.6   | 4.0   | 3.4   | 2.8   |

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

**表2：可比公司估值表**

| 公司<br>代码    | 公司<br>名称 | 投资<br>评级 | 收盘价<br>人民币 | 2022A | EPS<br>2023E | 2024E | 2025E  | 2022A       | PE<br>2023E | 2024E       | 2025E       | CAGR<br>2023-2025 | PEG<br>2024  |
|-------------|----------|----------|------------|-------|--------------|-------|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|--------------|
| 002832.SZ   | 比音勒芬     | 买入       | 33.5       | 1.27  | 1.66         | 2.03  | 2.45   | 26.4        | 20.2        | 16.5        | 13.7        | 21.5%             | 0.939        |
| <b>可比公司</b> |          |          |            |       |              |       |        |             |             |             |             |                   |              |
| 2331.HK     | 李宁       | 买入       | 49.4       | 1.54  | 1.86         | 2.28  | 2.70   | 32.0        | 26.5        | 21.7        | 18.3        | 20.4%             | 1.302        |
| LULU.O      | 露露乐蒙     | 无评级      | 2582.3     | 68.48 | 78.59        | 90.23 | 103.40 | 37.7        | 32.9        | 28.6        | 25.0        | 14.7%             | 2.235        |
| 002154.SZ   | 报喜鸟      | 买入       | 6.0        | 0.31  | 0.41         | 0.50  | 0.59   | 19.5        | 14.7        | 12.1        | 10.2        | 20.0%             | 0.738        |
| <b>平均值</b>  |          |          |            |       |              |       |        | <b>29.7</b> | <b>24.7</b> | <b>20.8</b> | <b>17.8</b> |                   | <b>1.425</b> |

资料来源：wind，彭博，国信证券经济研究所预测；备注：无评级公司来自彭博一致预测。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2021        | 2022        | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 利润表（百万元）          | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 1083        | 1145        | 2982         | 3780         | 4764         | 营业收入              | 2720         | 2885         | 3523         | 4176         | 4876         |
| 应收款项             | 370         | 325         | 396          | 470          | 549          | 营业成本              | 634          | 652          | 788          | 929          | 1078         |
| 存货净额             | 660         | 746         | 781          | 894          | 1008         | 营业税金及附加           | 24           | 25           | 31           | 36           | 42           |
| 其他流动资产           | 898         | 530         | 648          | 768          | 896          | 销售费用              | 1041         | 1036         | 1258         | 1478         | 1709         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>3645</b> | <b>4124</b> | <b>5008</b>  | <b>6111</b>  | <b>7418</b>  | 管理费用              | 150          | 207          | 336          | 388          | 441          |
| 固定资产             | 393         | 532         | 532          | 558          | 571          | 财务费用              | 22           | (8)          | (17)         | (30)         | (41)         |
| 无形资产及其他          | 120         | 129         | 124          | 119          | 114          | 投资收益              | 39           | 39           | 35           | 42           | 49           |
| 投资性房地产           | 706         | 794         | 794          | 794          | 794          | 资产减值及公允价值变动       | 82           | (94)         | (82)         | (89)         | (94)         |
| 长期股权投资           | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 其他收入              | (232)        | (62)         | 30           | 34           | 39           |
| <b>资产总计</b>      | <b>4863</b> | <b>5579</b> | <b>6457</b>  | <b>7583</b>  | <b>8897</b>  | 营业利润              | 738          | 855          | 1110         | 1363         | 1642         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 197         | 202         | 202          | 202          | 202          | 营业外净收支            | (5)          | 0            | 0            | 1            | 1            |
| 应付款项             | 165         | 231         | 268          | 315          | 365          | 利润总额              | 733          | 856          | 1111         | 1364         | 1643         |
| 其他流动负债           | 720         | 833         | 916          | 1074         | 1240         | <b>所得税费用</b>      | <b>108</b>   | <b>128</b>   | <b>166</b>   | <b>204</b>   | <b>246</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1082</b> | <b>1266</b> | <b>1386</b>  | <b>1591</b>  | <b>1807</b>  | 少数股东损益            | (0)          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期借款及应付债券        | 285         | 0           | 0            | 0            | 0            | 归属于母公司净利润         | 625          | 728          | 945          | 1160         | 1397         |
| 其他长期负债           | 250         | 182         | 232          | 282          | 332          |                   |              |              |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>535</b>  | <b>182</b>  | <b>232</b>   | <b>282</b>   | <b>332</b>   | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2021</b>  | <b>2022</b>  | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>1617</b> | <b>1447</b> | <b>1617</b>  | <b>1873</b>  | <b>2139</b>  | 净利润               | 625          | 728          | 945          | 1160         | 1397         |
| 少数股东权益           | 1           | 1           | 1            | 1            | 1            | 资产减值准备            | 25           | 19           | 56           | 9            | 4            |
| 股东权益             | 3245        | 4130        | 4838         | 5708         | 6756         | 折旧摊销              | 34           | 41           | 68           | 81           | 94           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>4863</b> | <b>5579</b> | <b>6457</b>  | <b>7583</b>  | <b>8897</b>  | 公允价值变动损失          | (82)         | 94           | 82           | 89           | 94           |
|                  |             |             |              |              |              | 财务费用              | 22           | (8)          | (17)         | (30)         | (41)         |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 营运资本变动            | 493          | 368          | 1            | (42)         | (51)         |
| 每股收益             | 1.13        | 1.27        | 1.66         | 2.03         | 2.45         | 其它                | (25)         | (19)         | (56)         | (9)          | (4)          |
| 每股红利             | 0.30        | 0.30        | 0.41         | 0.51         | 0.61         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>1069</b>  | <b>1232</b>  | <b>1095</b>  | <b>1287</b>  | <b>1534</b>  |
| 每股净资产            | 5.90        | 7.24        | 8.48         | 10.00        | 11.84        | 资本开支              | 0            | (88)         | (200)        | (200)        | (200)        |
| ROIC             | 25%         | 28%         | 34%          | 44%          | 51%          | 其它投资现金流           | (534)        | (744)        | 1179         | 0            | 0            |
| ROE              | 19%         | 18%         | 20%          | 20%          | 21%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(534)</b> | <b>(832)</b> | <b>979</b>   | <b>(200)</b> | <b>(200)</b> |
| 毛利率              | 77%         | 77%         | 78%          | 78%          | 78%          | 权益性融资             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | 32%         | 34%         | 32%          | 32%          | 33%          | 负债净变化             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 34%         | 35%         | 34%          | 34%          | 35%          | 支付股利、利息           | (166)        | (171)        | (236)        | (290)        | (349)        |
| 收入增长             | 18%         | 6%          | 22%          | 19%          | 17%          | 其它融资现金流           | 303          | 5            | 0            | 0            | 0            |
| 净利润增长率           | 25%         | 17%         | 30%          | 23%          | 20%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(30)</b>  | <b>(337)</b> | <b>(236)</b> | <b>(290)</b> | <b>(349)</b> |
| 资产负债率            | 33%         | 26%         | 25%          | 25%          | 24%          | <b>现金净变动</b>      | <b>504</b>   | <b>62</b>    | <b>1838</b>  | <b>797</b>   | <b>985</b>   |
| 息率               | 0.9%        | 0.9%        | 1.2%         | 1.5%         | 1.8%         | 货币资金的期初余额         | 579          | 1083         | 1145         | 2982         | 3780         |
| P/E              | 29.5        | 26.3        | 20.2         | 16.5         | 13.7         | 货币资金的期末余额         | 1083         | 1145         | 2982         | 3780         | 4764         |
| P/B              | 5.7         | 4.6         | 4.0          | 3.4          | 2.8          | 企业自由现金流           | 0            | 1155         | 817          | 987          | 1214         |
| EV/EBITDA        | 21.9        | 20.1        | 17.5         | 14.7         | 12.5         | 权益自由现金流           | 0            | 1160         | 832          | 1013         | 1249         |

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<br>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<br>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