

比音勒芬 (002832.SZ)

二季度净利润增长 40%，库存健康度明显提升

买入

核心观点

上半年收入增长 28%，二季度毛利率接近 80%。比音勒芬是定位运动生活的高端男装品牌。上半年公司收入增长 28%至 28.8 亿元，归母净利润增长 41%至 4.2 亿元，在去年较高基数上继续实现领先行业的快速增长，收入增长主要由直营渠道拉动。净利率提升 2.2 百分点至 24.7%，主要由毛利率的小幅提升和费用率小幅下降共同贡献。

单二季度，公司收入增长 20%，毛利率接近 80%创单 Q2 新高，反映品牌力提升及直营零售折扣的收窄。20 周年庆活动及并购新品牌的中介服务支出对费用端造成小幅压力，但最终在毛利率提升及其他费用率优化的带动下，Q2 净利润实现 40%的增长。

库存健康度高，现金流充裕，注重店铺营运质量提升。1) 库存：上半年公司存货周转天数同比减少 27 天至 336 天，为近 4 年最好水平，1 年内存货金额占比同比提升 8 个百分点至 71%，3 年以上存货占比显著减少至 2%，健康的库存结构将支撑品牌零售折扣的收窄趋势，实现盈利水平进一步提升。2) 现金流：上半年经营活动现金流净额增长 19%至 6.2 亿元，净现比 1.5，期末现金及现金等价物 18 亿元，资金充裕。3) 渠道：上半年开店步伐小幅放缓，门店数同比净增 6%、环比基本持平，而更注重单店效益提升。预计将于今年下半年加快拓店。

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。上半年业绩快速增长、库存健康度提升明显，营运质量高。中长期看，比音勒芬精准定位高端运动时尚景气细分赛道，通过高质量营销和优秀产品力培育出高端品牌基因，随着品牌影响力提升，未来成长空间广阔。维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 9.5/11.7/14.0 亿元，同比增长 31%/23%/20%，维持目标价 41.0-43.1 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	3,570	4,293	5,080
(+/-%)	18.1%	6.1%	23.8%	20.2%	18.3%
净利润(百万元)	625	728	950	1171	1403
(+/-%)	25.2%	16.5%	30.6%	23.3%	19.8%
每股收益(元)	1.13	1.27	1.67	2.05	2.46
EBIT Margin	32.4%	34.0%	31.6%	32.3%	32.8%
净资产收益率 (ROE)	19.2%	17.6%	19.6%	20.5%	20.7%
市盈率 (PE)	29.5	26.3	20.1	16.3	13.6
EV/EBITDA	21.9	20.1	17.4	14.3	12.1
市净率 (PB)	5.7	4.6	3.9	3.3	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	41.00 - 43.10 元
收盘价	34.34 元
总市值/流通市值	19598/13373 百万元
52 周最高价/最低价	38.00/19.70 元
近 3 个月日均成交额	98.74 百万元

市场走势

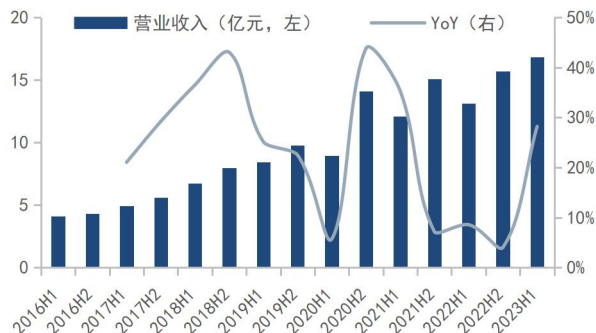


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

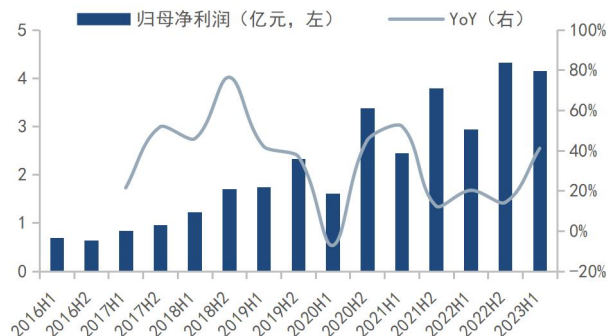
- 《比音勒芬 (002832.SZ) -拟推第四期员工持股计划，彰显公司发展信心》——2023-06-12
- 《比音勒芬 (002832.SZ) -2023 一季度净利润增长 41%，库存周转明显优化》——2023-04-28
- 《比音勒芬 (002832.SZ) -三季度净利润逆势增长 30%，库存周转优化》——2022-10-18
- 《比音勒芬 (002832.SZ) -二季度净利润下滑 13%，品牌力稳步提升》——2022-08-30
- 《比音勒芬 (002832.SZ) -逆境下增长好于行业，看好业绩韧性》——2022-07-21

图1：公司半年度营业收入及增速（亿元，%）



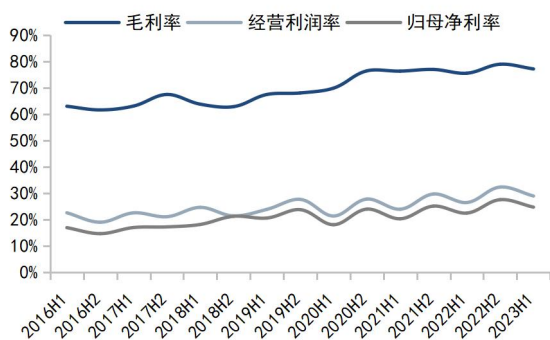
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度净利润和增长（亿元，%）



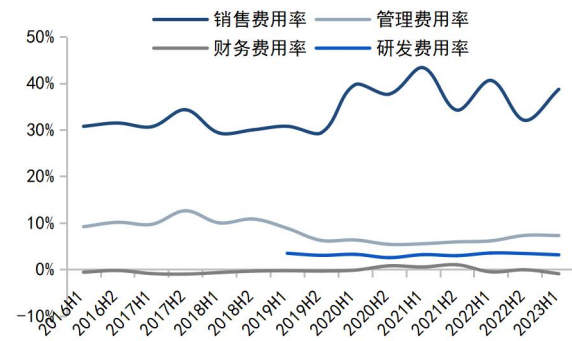
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司半年度利润率（%）



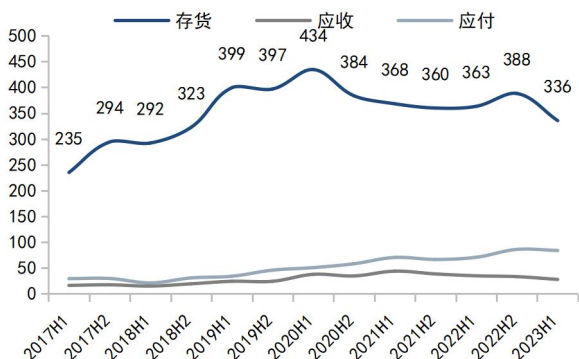
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司半年度费用率变动（%）



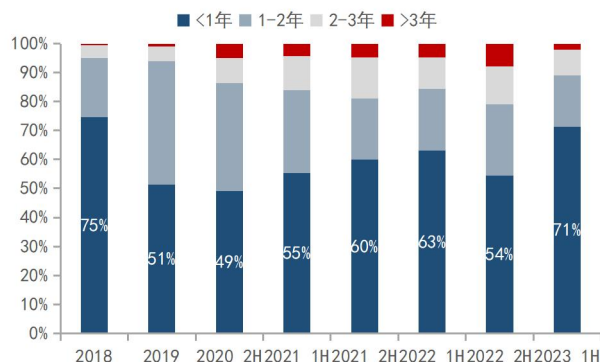
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司半年度营运资金周转（天）



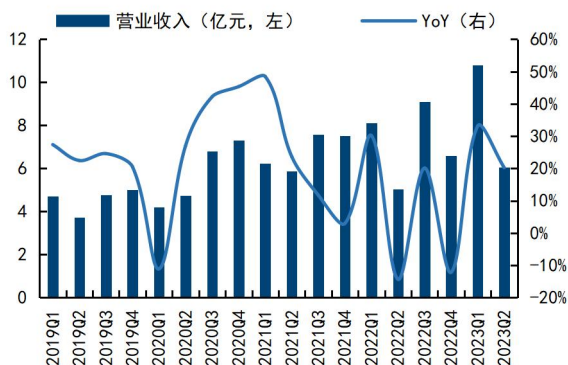
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司服饰存货库龄结构



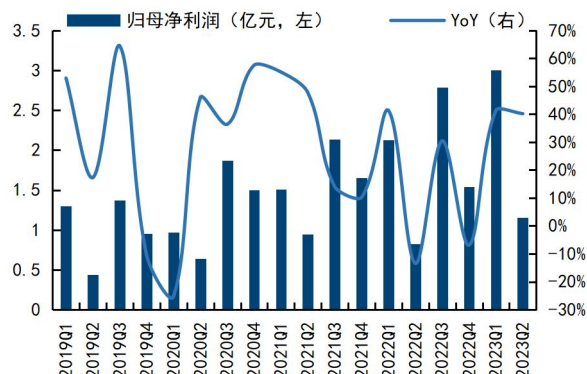
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司分季度营业收入及增速（亿元，%）



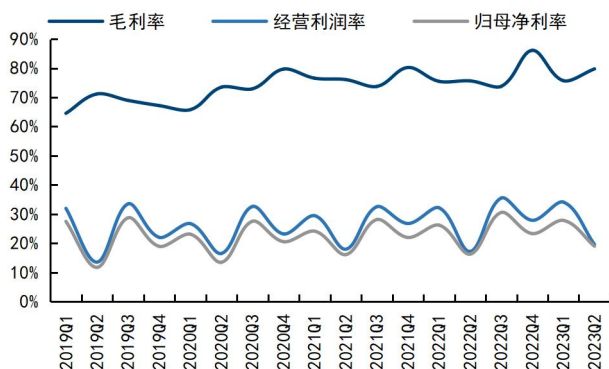
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司分季度净利润和增长（亿元，%）



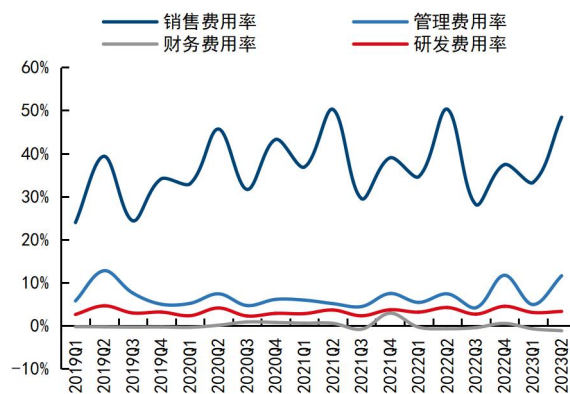
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

图11：比音勒芬业绩一图概览

金额单位：百万元	2021	2022	2022H1	2022H2	2023H1	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
收入	2720	2885	1313	1572	1684	912	660	1079	605
同比	18.1%	6.1%	8.6%	4.1%	28.2%	20.1%	-12.2%	33.1%	20.3%
直营	1914	1780	954	826	1247	-	-	-	-
同比	17.5%	-7.0%	0.0%	-14.0%	30.8%				
店数	532	579	544	579	579				
同比	9.5%	8.8%	8.8%	8.8%	6.4%				
单店平均收入	3.76	3.20	1.77	1.47	2.15				
同比	7.0%	-14.8%	-8.3%	-21.0%	21.5%				
加盟	683	937	276	661	330	-	-	-	-
同比	18.6%	37.1%	38.2%	36.7%	19.7%				
店数	568	612	581	612	614				
同比	15.2%	7.7%	14.6%	7.7%	5.7%				
单店平均收入	1.29	1.59	0.48	1.11	0.54				
同比	5.7%	23.3%	20.3%	23.2%	12.2%				
线上	123	168	84	84	93	-	-	-	-
同比	24.8%	37.0%	47.8%	27.8%	10.5%				
毛利率	76.7%	77.4%	75.5%	78.9%	77.2%	73.8%	86.1%	75.7%	79.7%
同比 (PCT)	2.8%	0.7%	-0.8%	2.0%	1.6%	0.0%	5.9%	0.2%	4.1%
直营	81.1%	82.1%	78.4%	86.3%	79.9%				
加盟	68.9%	71.0%	70.6%	71.1%	70.7%				
线上	50.9%	63.4%	58.9%	67.9%	62.7%				
期间费用率	47.1%	46.2%	50.3%	42.8%	49.1%	34.9%	53.6%	41.2%	63.3%
同比 (PCT)	0.5%	-2.0%	-2.8%	-1.4%	-1.6%	-0.9%	1.1%	-2.3%	1.0%
销售费用	38.3%	35.9%	40.6%	32.0%	38.7%	28.1%	37.4%	33.2%	48.4%
管理费用	5.7%	6.8%	6.1%	7.3%	7.3%	4.1%	11.7%	4.9%	11.6%
研发费用	3.1%	3.5%	3.5%	3.4%	3.1%	2.7%	4.5%	3.0%	3.3%
财务费用	0.8%	-0.3%	-0.5%	-0.1%	-0.9%	-0.5%	0.5%	-0.8%	-1.2%
其他经营收益率	-0.8%	-1.0%	1.6%	-3.1%	1.0%	-3.1%	-3.1%	-0.4%	3.5%
所得税率	14.8%	15.0%	14.9%	15.0%	14.8%	13.7%	17.2%	18.3%	3.7%
归母净利润	625	728	295	433	416	279	154	301	115
YoY	25.2%	16.5%	20.2%	14.1%	41.0%	30.4%	-6.9%	41.4%	40.1%
净利率	23.0%	25.2%	22.5%	27.5%	24.7%	30.6%	23.3%	27.9%	19.0%

资料来源：公司公告，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

上半年业绩快速增长、库存健康度提升明显，营运质量高。中长期看，比音勒芬精准定位高端运动时尚景气细分赛道，通过高质量营销和优秀产品力培育出高端品牌基因，随着品牌影响力提升，未来成长空间广阔。维持盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为9.5/11.7/14.0亿元，同比增长31%/23%/20%，维持目标价41.0-43.1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	3,570	4,293	5,080
(+/-%)	18.1%	6.1%	23.8%	20.2%	18.3%
净利润(百万元)	625	728	950	1171	1403
(+/-%)	25.2%	16.5%	30.6%	23.3%	19.8%
每股收益(元)	1.13	1.27	1.67	2.05	2.46
EBIT Margin	32.4%	34.0%	31.6%	32.3%	32.8%
净资产收益率 (ROE)	19.2%	17.6%	19.6%	20.5%	20.7%
市盈率 (PE)	29.5	26.3	20.1	16.3	13.6
EV/EBITDA	21.9	20.1	17.4	14.3	12.1
市净率 (PB)	5.7	4.6	3.9	3.3	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 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE				CAGR	PEG
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023-2025	2024
002832.SZ	比音勒芬	买入	34.8	1.27	1.67	2.05	2.46	27.4	20.8	17.0	14.1	21.4%	0.975
可比公司													
2331.HK	李宁	买入	34.4	1.54	1.71	2.06	2.43	22.3	20.1	16.7	14.2	19.2%	1.047
LULU.O	露露乐蒙	无评级	2667.3	68.48	80.93	92.89	107.20	39.0	33.0	28.7	24.9	15.1%	2.184
002154.SZ	报喜鸟	买入	6.3	0.31	0.48	0.57	0.68	20.3	13.1	11.0	9.3	19.0%	0.689
平均值								27.2	22.1	18.8	16.1		1.307

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	2988	3795	4800	营业收入	2720	2885	3570	4293	5080
应收款项	370	325	402	483	572	营业成本	634	652	796	957	1130
存货净额	660	746	791	925	1062	营业税金及附加	24	25	32	38	45
其他流动资产	898	530	656	789	934	销售费用	1041	1036	1250	1490	1747
流动资产合计	3645	4124	5037	6192	7567	管理费用	150	207	369	426	498
固定资产	393	532	523	533	517	财务费用	22	(8)	(17)	(24)	(24)
无形资产及其他	120	129	124	119	114	投资收益	39	39	36	43	51
投资性房地产	706	794	794	794	794	资产减值及公允价值变动	82	(94)	(93)	(112)	(132)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(232)	(62)	34	40	46
资产总计	4863	5579	6478	7638	8992	营业利润	738	855	1117	1377	1649
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	271	326	385	利润总额	733	856	1118	1378	1650
其他流动负债	720	833	929	1105	1299	所得税费用	108	128	167	206	247
流动负债合计	1082	1266	1402	1633	1885	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	950	1171	1403
其他长期负债	250	182	232	282	332						
长期负债合计	535	182	232	282	332	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1617	1447	1634	1915	2217	净利润	625	728	950	1171	1403
少数股东权益	1	1	1	1	1	资产减值准备	25	19	53	3	(5)
股东权益	3245	4130	4843	5721	6773	折旧摊销	34	41	68	81	94
负债和股东权益总计	4863	5579	6478	7638	8992	公允价值变动损失	(82)	94	93	112	132
						财务费用	22	(8)	(17)	(24)	(24)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	493	368	(9)	(64)	(73)
每股收益	1.13	1.27	1.67	2.05	2.46	其它	(25)	(19)	(53)	(3)	5
每股红利	0.30	0.30	0.42	0.51	0.61	经营活动现金流	1069	1232	1102	1299	1556
每股净资产	5.90	7.24	8.49	10.02	11.87	资本开支	0	(88)	(200)	(200)	(200)
ROIC	25%	28%	35%	45%	53%	其它投资现金流	(534)	(744)	1179	0	0
ROE	19%	18%	20%	20%	21%	投资活动现金流	(534)	(832)	979	(200)	(200)
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)	(238)	(293)	(351)
收入增长	18%	6%	24%	20%	18%	其它融资现金流	303	5	0	0	0
净利润增长率	25%	17%	31%	23%	20%	融资活动现金流	(30)	(337)	(238)	(293)	(351)
资产负债率	33%	26%	25%	25%	25%	现金净变动	504	62	1843	807	1005
息率	0.9%	0.9%	1.2%	1.5%	1.8%	货币资金的期初余额	579	1083	1145	2988	3795
P/E	29.5	26.3	20.1	16.3	13.6	货币资金的期末余额	1083	1145	2988	3795	4800
P/B	5.7	4.6	3.9	3.3	2.8	企业自由现金流	0	1155	819	996	1237
EV/EBITDA	21.9	20.1	17.4	14.3	12.1	权益自由现金流	0	1160	833	1017	1258

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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