

比音勒芬 (002832.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

高基数下高增长，分红显著提升

业绩简评

公司4月26日发布2023年报、24年一季度报，其中2023全年实现收入35.36亿元(+22.58%)、实现归母净利润9.11亿元(+25.17%)；1Q24单季度实现收入12.68亿元(+17.55%)、实现归母净利润3.62亿元(+20.43%)，符合此前预期。

公司公告拟派发现金红利1元每股(含税)，合计5.7亿元，股利支付率为62.7%(+39pct)，以04/26日收盘价计算股息率约3.4%。

经营分析

23年内生外延稳定拓张，领跑行业。公司全年直营/加盟/电商渠道分别实现收入24/9/2亿元，同比分别+35%/-2%/16%，受到拓店与店效增长同步驱动，合计净增加64家门店至1255家，其中直营/加盟分别为607家/648家，净增28家/36家；其中直营平均单店收入395万元(+28%)。毛利率方面，直营/加盟/电商分别同比+1.0/-0.7/+7.2pct至83%/70%/71%。其中4Q23单季度实现营收7.4亿元(+12%)，主要受益于主品牌客群粘性突出，在客流恢复偏弱背景下仍实现动销改善、销售增长；毛利率同比+0.1pct至86.2%，销售/管理/财务费用率同比+10.5/+0.6/-0.9pct至47.9%/12.3%/-0.4%，主要受到收购新品牌增加投入的影响，净利率率同比下降2.7pct至20.6%，归母净利润1.53亿元(-0.88%)。

1Q24高基数下持续高增长。一季度公司收入为12.7亿元(+18%)，且盈利能力持续提升，毛利率同比+0.3pct至76%，净利率同比+0.68pct至28.6%，彰显公司产品、品牌竞争力持续领跑。

存货周转加快，现金流充足。营运方面，截至1Q24末，公司存货较年初减少8.86%至6.45亿元，存货周转天数同比下降40天，库龄结构持续优化。经营净现金流5.44亿元(+7.34%)，货币资金为32.3亿元，抗风险能力突出，结合分红提升股东回报提升显著。

盈利预测、估值与评级

2024年公司主品牌预计持续拓店+店效提升，同时随着国际新品牌下半年发布新品、威尼斯经营显著改善，持续推进品牌多样化、国际化、高端化布局，优化营销管理，深化数字化变革，在品牌高端化与渠道高效化的效果叠加下，业绩韧性与成长性优势预计延续。我们预计公司2024~26年分别实现归母净利11.36/13.81/16.66亿元，对应PE分别为15/12/10倍，维持“买入”评级。

风险提示

营销网络拓展带来的管理风险、品牌运营不及预期。

纺织服装组

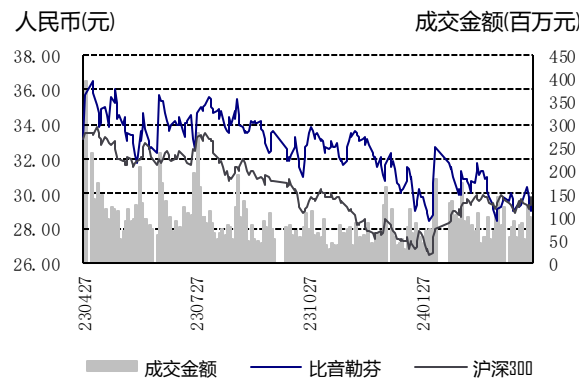
分析师：杨欣 (执业S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：29.70元

相关报告：

1.《比音勒芬公司点评：收入业绩再超预期，长期主义持续领跑》，2023.4.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,885	3,536	4,240	5,122	6,175
营业收入增长率	6.06%	22.58%	19.91%	20.79%	20.56%
归母净利润(百万元)	728	911	1,136	1,381	1,666
归母净利润增长率	16.50%	25.17%	24.73%	21.60%	20.57%
摊薄每股收益(元)	1.275	1.596	1.990	2.420	2.918
每股经营性现金流净额	1.65	2.27	0.53	2.48	2.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.62%	18.60%	20.36%	21.56%	22.49%
P/E	20.09	19.86	14.92	12.27	10.18
P/B	3.54	3.69	3.04	2.65	2.29

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	2,720	2,885	3,536	4,240	5,122	6,175	货币资金	1,083	1,145	2,160	1,462	1,981	2,695	
增长率	6.1%	22.6%	19.9%	20.8%	20.6%		应收款项	370	325	413	701	847	1,021	
主营业务成本	-634	-652	-756	-861	-1,035	-1,236	存货	660	746	708	763	917	1,095	
%销售收入	23.3%	22.6%	21.4%	20.3%	20.2%	20.0%	其他流动资产	1,532	1,909	1,046	1,289	1,293	1,297	
毛利	2,086	2,233	2,780	3,379	4,087	4,939	流动资产	3,645	4,124	4,327	4,215	5,038	6,108	
%销售收入	76.7%	77.4%	78.6%	79.7%	79.8%	80.0%	%总资产	75.0%	73.9%	64.3%	62.0%	65.2%	68.7%	
营业税金及附加	-24	-25	-33	-34	-36	-42	长期投资	98	10	10	10	10	10	
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	固定资产	393	532	584	918	1,034	1,142	
销售费用	-1,041	-1,036	-1,312	-1,588	-1,852	-2,243	%总资产	8.1%	9.5%	8.7%	13.5%	13.4%	12.8%	
%销售收入	38.3%	35.9%	37.1%	37.5%	36.2%	36.3%	无形资产	225	241	1,204	1,225	1,239	1,246	
管理费用	-156	-196	-277	-233	-267	-309	非流动资产	1,218	1,455	2,400	2,580	2,688	2,782	
%销售收入	5.7%	6.8%	7.8%	5.5%	5.2%	5.0%	%总资产	25.0%	26.1%	35.7%	38.0%	34.8%	31.3%	
研发费用	-83	-100	-124	-140	-154	-167	资产总计	4,863	5,579	6,728	6,795	7,726	8,890	
%销售收入	3.1%	3.5%	3.5%	3.3%	3.0%	2.7%	短期借款	197	202	212	202	200	200	
息税前利润 (EBIT)	781	875	1,034	1,384	1,778	2,178	应付款项	220	322	405	358	426	509	
%销售收入	28.7%	30.3%	29.2%	32.6%	34.7%	35.3%	其他流动负债	664	742	929	471	558	677	
财务费用	-22	8	28	-48	-183	-249	流动负债	1,082	1,266	1,546	1,031	1,184	1,386	
%销售收入	0.8%	-0.3%	-0.8%	1.1%	3.6%	4.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-78	-97	-69	-16	-3	-4	其他长期负债	535	182	284	184	134	97	
公允价值变动收益	3	5	2	0	0	0	负债	1,617	1,447	1,830	1,216	1,318	1,483	
投资收益	39	39	20	0	0	0	普通股股东权益	3,245	4,130	4,897	5,578	6,407	7,406	
%税前利润	5.3%	4.6%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	550	571	571	571	571	571	
营业利润	738	855	1,063	1,321	1,591	1,926	未分配利润	1,810	2,339	3,114	3,796	4,625	5,624	
营业利润率	27.1%	29.6%	30.0%	31.2%	31.1%	31.2%	少数股东权益	1	1	1	1	1	1	
营业外收支	-5	0	-4	0	0	0	负债股东权益合计	4,863	5,579	6,728	6,795	7,726	8,890	
税前利润	733	856	1,059	1,321	1,591	1,926	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	26.9%	29.7%	29.9%	31.2%	31.1%	31.2%	每股指标							
所得税	-108	-128	-148	-185	-210	-260	每股收益	1.135	1.275	1.596	1.990	2.420	2.918	
所得税率	14.8%	15.0%	14.0%	14.0%	13.2%	13.5%	每股净资产	5.897	7.237	8.580	9.774	11.227	12.978	
净利润	625	728	911	1,136	1,381	1,666	每股经营现金净流	1.631	1.651	2.271	0.529	2.480	2.987	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.796	0.968	1.167	
归属于母公司的净利润	625	728	911	1,136	1,381	1,666	回报率							
净利率	23.0%	25.2%	25.8%	26.8%	27.0%	27.0%	净资产收益率	19.24%	17.62%	18.60%	20.36%	21.56%	22.49%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	12.84%	13.04%	13.54%	16.72%	17.88%	18.73%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	17.85%	17.14%	17.41%	20.59%	23.35%	24.76%	
净利润	625	728	911	1,136	1,381	1,666	增长率							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	18.09%	6.06%	22.58%	19.91%	20.79%	20.56%	
非现金支出	372	431	451	163	175	189	EBIT 增长率	29.12%	12.04%	18.13%	33.87%	28.45%	22.48%	
非经营收益	-29	-42	-21	131	11	8	净利润增长率	25.20%	16.50%	25.17%	24.73%	21.60%	20.57%	
营运资金变动	-70	-174	-45	-1,128	-152	-159	总资产增长率	29.73%	14.72%	20.59%	1.00%	13.70%	15.07%	
经营活动现金净流	898	942	1,296	302	1,415	1,704	资产管理能力							
资本开支	-215	-499	-784	-422	-280	-280	应收账款周转天数	39.0	33.7	29.8	50.0	50.0	50.0	
投资	0	0	2	0	0	0	存货周转天数	364.9	393.5	350.6	330.0	330.0	330.0	
其他	32	-184	-342	0	0	0	应付账款周转天数	67.4	87.1	96.1	70.0	70.0	70.0	
投资活动现金净流	-184	-683	-1,124	-422	-280	-280	固定资产周转天数	32.8	58.4	59.9	70.1	59.2	49.6	
股权募资	0	0	1	0	0	0	偿债能力							
债权募资	0	0	0	-40	-2	0	净负债/股东权益	-38.07%	-56.20%	-55.55%	-36.42%	-39.84%	-44.10%	
其他	-225	-218	-256	-470	-564	-674	EBIT 利息保障倍数	35.8	-112.5	-37.4	29.0	9.7	8.8	
筹资活动现金净流	-225	-218	-255	-509	-566	-674	资产负债率	33.24%	25.94%	27.20%	17.89%	17.06%	16.68%	
现金净流量	489	41	-88	-629	570	750								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	12	16	21	102
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-29	买入	22.12	26.59~26.59
2	2022-10-18	买入	22.32	N/A
3	2023-04-28	买入	33.51	N/A

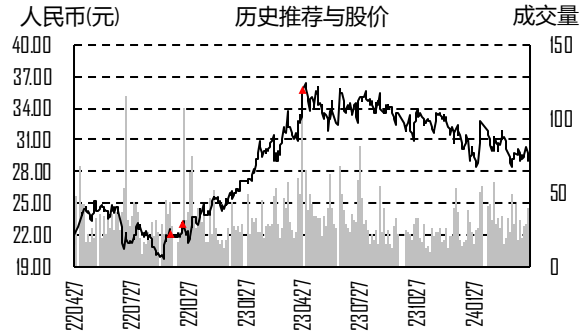
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806