

# 比音勒芬 (002832)

## 2023 年报及 2024 年一季报点评: 提质增效, 分红比例提升

买入 (维持)

2024 年 04 月 29 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2,885	3,536	4,245	5,032	5,897
同比 (%)	6.06	22.58	20.04	18.54	17.19
归母净利润 (百万元)	727.60	910.75	1,161.70	1,407.09	1,669.61
同比 (%)	16.50	25.17	27.55	21.12	18.66
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.27	1.60	2.04	2.47	2.93
P/E (现价&最新摊薄)	23.30	18.61	14.59	12.05	10.15

### 投资要点

■ 公司公布 2023 年报及 2024 年一季报: 1) 2023 年: 营收 35.36 亿元/yoy+22.58%, 归母净利润 9.11 亿元/yoy+25.17%, 收入保持领先行业增速, 净利润率稳中有升; 单 Q4 营收 7.40 亿元/yoy+12.14%, 归母净利润 1.53 亿元/yoy-0.88%, Q4 营收增速有所放缓 (我们判断与加盟商消化终端库存有关), 归母净利润同比下滑主因 Q4 加大对新品牌推广投入、销售费用率明显提升。公司拟派发现金红利 1.0 元/股 (含税), 股利支付率约 62.7% (同比+39pct)。2) 2024Q1: 营收 12.68 亿元/yoy+17.55%, 归母净利润 3.62 亿元/yoy+20.43%, 在国内整体消费偏弱环境下营收保持较快增长、持续领先同行, 盈利能力持续稳健提升。

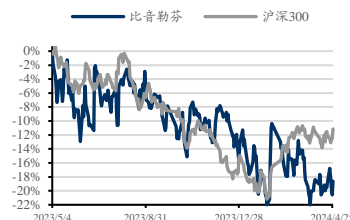
■ 23 年直营收入快速反弹、加盟小幅下滑、线上双位数增长。2023 年直营/加盟/线上渠道收入分别同比+34.55%/-2.07%/+16.08%, 收入分别占比 67%/26%/5.5%。1) 直营: 2022 年受疫情影响基数较低、23 年快速反弹, 截至 23 年末直营门店 607 家/较 22 年末净增 28 家/yoy+4.8%, 对应单店收入同比+28.4%, 我们认为主要受益于客流量恢复; 23 年直营渠道毛利率同比+1.04pct 至 83.14%, 彰显领先品牌力。2) 加盟: 23 年收入小幅下滑, 主要来自单店收入下滑, 截至 23 年末加盟门店数 648 家/较 22 年末净增 36 家/yoy+5.88%, 对应单店收入同比-7.5%, 我们判断主因 23 年加盟商渠道消化库存、提货有所受影响; 23 年加盟渠道毛利率同比-0.7pct 至 70.27%。3) 线上: 23 年收入增速较近年表现有所放缓, 毛利率同比+7.2pct 至 70.62%, 我们判断 23 年线上渠道折扣收缩+加价倍率提升, 对收入增速形成一定影响。

■ 24Q1 盈利能力进一步提升, 存货周转优化。1) 毛利率: 24Q1 同比+0.32pct 至 76.03%, 在低迷的市场环境下保持高毛利率水平, 品牌高端定位及品牌价值得以凸显。2) 期间费用率: 24Q1 同比+0.91pct 至 41.33%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.22/+1.22/+0.13/-0.22pct 至 33.03%/6.10%/3.18%/-0.98%, 管理费用率提升主因工资薪酬及租赁费增加。3) 归母净利率: 综合毛利率、费用率及其他损益项目 (24Q1 资产减值损失同比减少 3480 万元), 24Q1 归母净利润率同比+0.68pct 至 28.55%。4) 存货: 截至 24Q1 存货 6.45 亿元/yoy-1.2%, 存货周转天数同比缩短 40 天至 200 天, 存货周转改善、库龄结构优化、过季库存货品占比下降。5) 现金流: 24Q1 经营性活动现金流净额 5.4 亿元/yoy+7.34%, 截至 24Q1 末账上货币资金 32.3 亿元, 资金充沛。

■ 盈利预测与投资评级: 公司为高端运动时尚服饰龙头, 多年来业绩增速、盈利能力均保持领先同行水平, 23 年疫情放开后业绩增长较 22 年提速, 24Q1 在低迷的市场环境下保持较快增长, 与此同时盈利能力稳中有升, 存货周转持续改善, 体现公司定位高端+运动的赛道优势。考虑国内消费环境偏弱, 我们将 24-25 年归母净利润从 11.8/14.4 亿元小幅调整至 11.6/14.1 亿元, 增加 26 年预测值 16.7 亿元, 对应 24-26 年 PE 分别为 15/12/10X, 分红比例提升, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 经济及消费疲软、新品牌拓展不及预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	29.70
一年最低/最高价	27.34/38.00
市净率(倍)	3.22
流通 A 股市值(百万元)	11,565.72
总市值(百万元)	16,950.00

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.22
资产负债率(% LF)	25.74
总股本(百万股)	570.71
流通 A 股(百万股)	389.42

### 相关研究

《比音勒芬(002832): 23 年三季报点评: 高成长高盈利特征持续, Q3 利润率创单季新高》

2023-10-29

《比音勒芬(002832): 23 年中报点评: 高质量快速增长, 报表质量优异》

2023-08-31

比音勒芬三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>4,327</b>	<b>5,228</b>	<b>6,569</b>	<b>8,215</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,536</b>	<b>4,245</b>	<b>5,032</b>	<b>5,897</b>
货币资金及交易性金融资产	2,932	3,450	4,609	5,951	营业成本(含金融类)	756	934	1,112	1,321
经营性应收款项	362	419	497	583	税金及附加	33	34	40	47
存货	708	983	1,076	1,283	销售费用	1,312	1,528	1,811	2,123
合同资产	0	0	0	0	管理费用	277	255	292	324
其他流动资产	325	376	388	398	研发费用	124	149	176	189
<b>非流动资产</b>	<b>2,400</b>	<b>2,652</b>	<b>2,891</b>	<b>3,115</b>	财务费用	(28)	10	10	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	43	30	35	41
固定资产及使用权资产	1,029	1,313	1,582	1,836	投资净收益	20	42	50	59
在建工程	3	2	1	0	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	1,077	1,047	1,017	987	减值损失	(69)	(40)	(20)	(20)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	6	0	0	0
长期待摊费用	127	127	127	127	<b>营业利润</b>	<b>1,063</b>	<b>1,368</b>	<b>1,656</b>	<b>1,965</b>
其他非流动资产	164	164	164	164	营业外净收支	(4)	(1)	(1)	(1)
<b>资产总计</b>	<b>6,728</b>	<b>7,881</b>	<b>9,460</b>	<b>11,330</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,059</b>	<b>1,367</b>	<b>1,655</b>	<b>1,964</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,546</b>	<b>1,444</b>	<b>1,617</b>	<b>1,817</b>	减:所得税	148	205	248	295
短期借款及一年内到期的非流动负债	212	212	212	212	<b>净利润</b>	<b>911</b>	<b>1,162</b>	<b>1,407</b>	<b>1,670</b>
经营性应付款项	260	307	365	434	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	331	187	222	264	<b>归属母公司净利润</b>	<b>911</b>	<b>1,162</b>	<b>1,407</b>	<b>1,670</b>
其他流动负债	744	739	817	906	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.60	2.04	2.47	2.93
非流动负债	284	284	284	284	EBIT	1,007	1,346	1,601	1,893
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,389	1,694	1,962	2,269
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	78.61	78.00	77.91	77.60
租赁负债	254	254	254	254	归母净利率(%)	25.76	27.37	27.96	28.31
其他非流动负债	30	30	30	30	收入增长率(%)	22.58	20.04	18.54	17.19
<b>负债合计</b>	<b>1,830</b>	<b>1,728</b>	<b>1,900</b>	<b>2,100</b>	归母净利润增长率(%)	25.17	27.55	21.12	18.66
归属母公司股东权益	4,897	6,152	7,559	9,228					
少数股东权益	1	1	1	1					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,898</b>	<b>6,153</b>	<b>7,560</b>	<b>9,229</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,728</b>	<b>7,881</b>	<b>9,460</b>	<b>11,330</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,296	998	1,724	1,900	每股净资产(元)	8.58	11.00	13.55	16.59
投资活动现金流	(1,124)	(1,059)	(1,051)	(1,042)	最新发行在外股份(百万股)	571	571	571	571
筹资活动现金流	(255)	78	(15)	(15)	ROIC(%)	17.61	19.09	18.58	18.16
现金净增加额	(88)	18	658	843	ROE-摊薄(%)	18.60	18.88	18.62	18.09
折旧和摊销	382	348	362	376	资产负债率(%)	27.20	21.93	20.09	18.54
资本开支	(784)	(601)	(601)	(601)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.61	14.59	12.05	10.15
营运资本变动	(45)	(525)	(31)	(123)	P/B(现价)	3.46	2.70	2.19	1.79

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>