

比音勒芬 (002832)

2024 年中报点评: 增长保持行业领先, 盈利水平稳中有升

买入 (维持)

2024 年 09 月 01 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

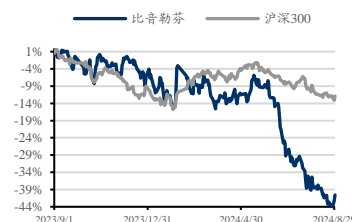
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2885	3536	4090	4721	5415
同比 (%)	6.06	22.58	15.66	15.43	14.69
归母净利润 (百万元)	727.60	910.75	1,062.12	1,240.72	1,445.33
同比 (%)	16.50	25.17	16.62	16.81	16.49
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.27	1.60	1.86	2.17	2.53
P/E (现价&最新摊薄)	14.90	11.90	10.20	8.74	7.50

投资要点

- **公司公布 2024 年中报:** 24H1 营收 19.36 亿元/yoy+15.02%, 归母净利润 4.79 亿元/yoy+15.25%, 扣非归母净利润 4.59 亿元/yoy+20.52% (24H1 政府补助 1321 万元、较 23H1 减少 887 万元)。分季度看, 24Q1/Q2 营收分别同比+17.55%/+10.49%, 归母净利润分别同比+20.43%/+1.74%, 扣非归母净利润分别同比+21.87%/+16.34%, Q2 在国内消费转弱环境下收入保持双位数增长、扣非净利率同比进一步提升, 归母净利润增速放缓主因政府补助及理财产品收益同比显著减少。
- **加盟收入大增, 直营店效小幅下滑, 电商增长快于线下。** 24H1 线上/直营/加盟收入分别同比+34.6%/+2.4%/+56.5%, 分别占比 6%/66%/27%。截至 24H1 直营/加盟门店分别 609/654 家、分别较 23H1 净增 30/40 家 (对应同比+5.2%/+6.5%)。24H1 直营门店店效 210 万元/yoy-2.9%, 加盟单店出货量 79 万元/yoy+47%, 加盟单店提货大幅提升, 我们判断主要来自加盟商补库带动。线上增长较快, 主因电商渠道布局更完善, 24H1 新增比音勒芬主标天猫、京东、微信视频号及得物店, 比音勒芬高尔夫京东店, 威尼斯得物店。
- **净利率稳中有升, 存货周转进一步优化。** 1) **毛利率:** 24H1 同比+0.70pct 至 77.86%, 其中线上/直营/加盟/其他毛利率分别同比+14.94/+1.48/+1.18/-82.07pct 至 77.59%/81.4%/71.91%/-2.96%, 线上毛利率大幅提升, 我们判断主因正价商品销售占比提升, 其他销售毛利率大幅下降主要来自境外品牌授权及其他零星业务变化。2) **期间费用率:** 24H1 同比+0.53pct 至 48.73%, 主因职工薪酬提升, 费用率变化幅度不大。3) **归母净利率:** 24H1 同比+0.05%至 24.75%, 盈利能力稳中有升。4) **存货:** 截至 24H1 存货 7.63 亿元/yoy+11.0%, 存货周转天数 309 天、较 23H1 减少 27 天, 存货周转进一步优化。5) **现金流:** 24H1 经营活动现金流净额 5.3 亿元/yoy-13.4%; 截至 24H1 货币资金 20 亿元、抗风险能力较强。
- **盈利预测与投资评级:** 公司为高端运动时尚服饰龙头, 24H1 在国内小幅转弱环境下业绩保持稳健增长, 盈利能力稳中有升、存货周转进一步优化, 体现公司品牌差异化定位的赛道优势。公司正在推进新品牌 CERRUTI 1881 和 KENT&CURWEN 的渠道布局。考虑国内消费信心趋弱, 我们将 24-26 年归母净利润从 11.6/14.1/16.7 亿元下调为 10.6/12.4/14.5 亿元, 对应 PE 为 10/9/8X, 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)	18.99
一年最低/最高价	17.69/34.50
市净率(倍)	2.25
流通 A 股市值(百万元)	7,395.05
总市值(百万元)	10,837.73

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.42
资产负债率(% ,LF)	32.33
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): 2023 年报及 2024 年一季报点评: 提质增效, 分红比例提升》
2024-04-29
- 《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
流动资产	4,327	5,103	6,243	7,618	营业总收入	3,536	4,090	4,721	5,415
货币资金及交易性金融资产	2,932	3,371	4,411	5,564	营业成本(含金融类)	756	910	1,051	1,211
经营性应收款项	362	404	467	535	税金及附加	33	33	38	43
存货	708	957	987	1,134	销售费用	1,312	1,554	1,770	2,003
合同资产	0	0	0	0	管理费用	277	286	330	379
其他流动资产	325	371	378	385	研发费用	124	123	142	162
非流动资产	2,400	2,652	2,891	3,115	财务费用	(28)	(23)	(26)	(36)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	43	41	47	54
固定资产及使用权资产	1,029	1,313	1,582	1,836	投资净收益	20	41	47	54
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)	(50)	(60)
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	营业利润	1,063	1,250	1,460	1,700
其他非流动资产	164	164	164	164	营业外净收支	(4)	0	0	0
资产总计	6,728	7,755	9,134	10,733	利润总额	1,059	1,250	1,460	1,700
流动负债	1,546	1,419	1,556	1,710	减:所得税	148	187	219	255
短期借款及一年内到期的非流动负债	212	212	212	212	净利润	911	1,062	1,241	1,445
经营性应付款项	260	299	346	398	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	331	182	210	242	归属母公司净利润	911	1,062	1,241	1,445
其他流动负债	744	726	788	858	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.60	1.86	2.17	2.53
非流动负债	284	284	284	284	EBIT	1,007	1,184	1,389	1,616
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,389	1,532	1,751	1,992
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	78.61	77.76	77.73	77.64
租赁负债	254	254	254	254	归母净利率(%)	25.76	25.97	26.28	26.69
其他非流动负债	30	30	30	30	收入增长率(%)	22.58	15.66	15.43	14.69
负债合计	1,830	1,702	1,840	1,994	归母净利润增长率(%)	25.17	16.62	16.81	16.49
归属母公司股东权益	4,897	6,052	7,293	8,738					
少数股东权益	1	1	1	1					
所有者权益合计	4,898	6,053	7,294	8,739					
负债和股东权益	6,728	7,755	9,134	10,733					

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	915	1,603	1,709	每股净资产(元)	8.58	10.82	13.07	15.70
投资活动现金流	(1,124)	(1,059)	(1,053)	(1,046)	最新发行在外股份(百万股)	571	571	571	571
筹资活动现金流	(255)	83	(10)	(10)	ROIC(%)	17.61	16.94	16.54	16.19
现金净增加额	(88)	(61)	540	653	ROE-摊薄(%)	18.60	17.55	17.01	16.54
折旧和摊销	382	348	362	376	资产负债率(%)	27.20	21.95	20.14	18.58
资本开支	(784)	(600)	(600)	(600)	P/E(现价&最新股本摊薄)	11.90	10.20	8.74	7.50
营运资本变动	(45)	(505)	(13)	(128)	P/B(现价)	2.21	1.76	1.45	1.21

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>