

# 比音勒芬 (002832.SZ)

## 上半年收入与净利润增长 15%，各渠道毛利率均有提升

优于大市

### 核心观点

**2024 上半年收入增长 15%，归母净利润保持同步增长。**比音勒芬是主营高端运动生活的男装品牌。2024 上半年在消费力疲软的市场环境下，以及去年高基数基础上，公司收入同比增长 15.0%至 19.4 亿元，归母净利润同比增长 15.3%至 4.8 亿元。基于各渠道毛利率的提升，公司整体毛利率同比+0.7 百分点至 77.9%；费用率基本保持稳，整体费用率同比+0.5 百分点。进而归母净利润率同比+0.1 百分点至 24.7%。存货金额虽同比增长 11%，存货周转天数大幅改善，同比-27 天、环比-37 天至 309 天，应收、应付周转天数基本保持稳定。现金流充裕，经营活动现金流净额为 5.3 亿元，净现比为 1.1。

**第二季度收入同比增长 10%，毛利率提升，净利润受非经影响承压。**第二季度公司收入同比增长 10.5%至 6.7 亿元，归母净利润同比增长 1.7%至 1.2 亿元，扣非归母净利润同比增长 16.3%至 1.1 亿元，非经常性损益主要受政府补助减少、理财产品收益减少影响。主营业务来看，毛利率显著提升 1.6 百分点至 81.3%；整体费用率同比+0.7 百分点，主要受销售费用率提升 1.8 百分点影响。进而扣非归母净利率同比+0.8 百分带至 16.2%

**加盟渠道库存良性基础上带动收入增长，电商渠道毛利率显著提升。**分渠道看，上半年直营/加盟/线上收入分别同比+2.4%/56.5%/34.6%，主要由批发和线上渠道带动增长。2023 年公司主动帮加盟商处理 2022 年疫情期间库存而减少订单，导致 2023 年加盟渠道收入下滑，但保障了渠道库存的健康良性，为今年加盟渠道收入增长奠定良好基础。上半年公司保持净开店，但预计主要受线下客流下滑影响、开店增速放缓，直营和加盟较去年年底分别净增 2 家和 6 家至 609 家和 654 家。各渠道毛利率均有提升，直营/加盟/线上毛利率分别同比+1.5%/1.2%/14.9%至 81.4%/71.9%/77.6%。

**风险提示：**线下消费持续疲软、品牌形象受损、渠道拓展不及预期。

**投资建议：**短期业绩保持行业领先增速，中长期卡位景气赛道成长可期。上半年公司在高基数上收入与归母净利润实现同步的中双位数增长，增速行业领先；同时各渠道毛利率均有提升，且提升幅度好于预期。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。小幅下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 10.0/11.7/13.6 亿元（前值为 11.3/13.4/15.7 亿元），同比增长 10.1%/16.7%/16.6%，由于盈利预测下调及行业估值中枢下移，下调目标价至 24.6-26.4 元（前值为 37.5-39.5 元），对应 2024 年 14~15x PE，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,885	3,536	3,930	4,489	5,177
(+/-%)	6.1%	22.6%	11.1%	14.2%	15.3%
净利润(百万元)	728	911	1003	1171	1365
(+/-%)	16.5%	25.2%	10.1%	16.7%	16.6%
每股收益(元)	1.27	1.60	1.76	2.05	2.39
EBIT Margin	35.5%	34.0%	29.2%	29.9%	30.2%
净资产收益率 (ROE)	17.6%	18.6%	17.8%	17.9%	18.1%
市盈率 (PE)	14.9	11.9	10.8	9.3	7.9
EV/EBITDA	11.5	9.8	10.2	8.9	7.8
市净率 (PB)	2.6	2.2	1.9	1.7	1.4

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

证券分析师：刘佳琪

0755-81981391

010-88005446

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

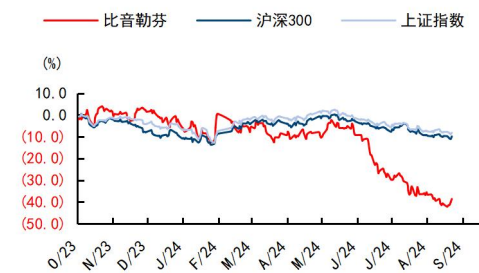
S0980520040004

S0980523070003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	24.60 - 26.40 元
收盘价	18.99 元
总市值/流通市值	10838/7395 百万元
52 周最高价/最低价	34.72/17.69 元
近 3 个月日均成交额	114.92 百万元

#### 市场走势

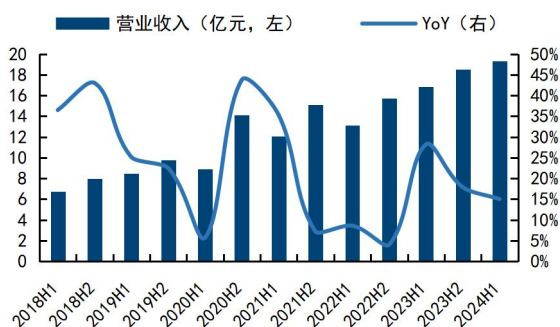


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

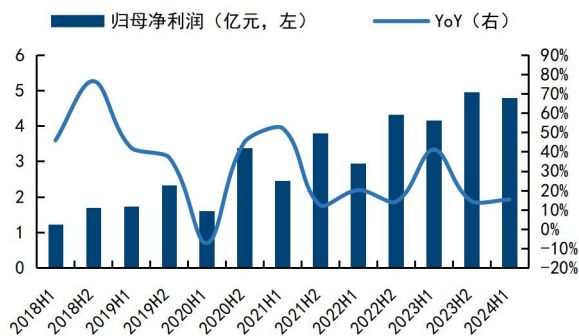
- 《比音勒芬 (002832.SZ) - 第一季度净利润增长 20%，库存改善明显》——2024-05-02
- 《比音勒芬 (002832.SZ) - 第三季度净利润增长 23%，库存延续优化》——2023-10-29
- 《比音勒芬 (002832.SZ) - 二季度净利润增长 40%，库存健康度明显提升》——2023-08-30
- 《比音勒芬 (002832.SZ) - 拟推第四期员工持股计划，彰显公司发展信心》——2023-06-12
- 《比音勒芬 (002832.SZ) - 2023 年一季度净利润增长 41%，库存周转明显优化》——2023-04-28

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



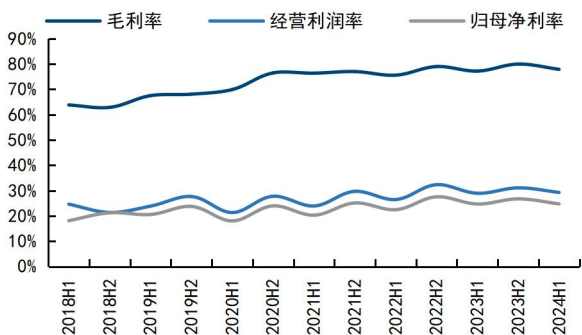
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润和增长 (亿元, %)



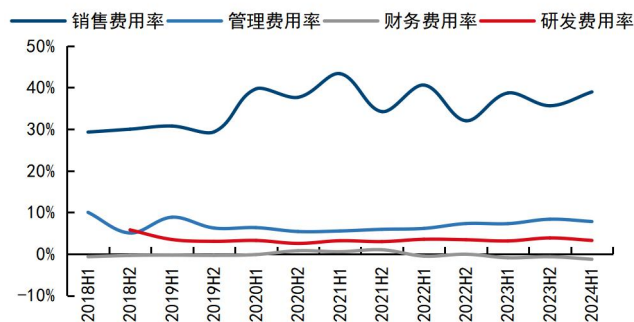
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司利润率 (%)



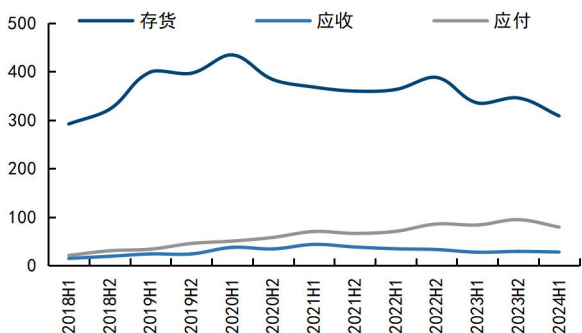
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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)



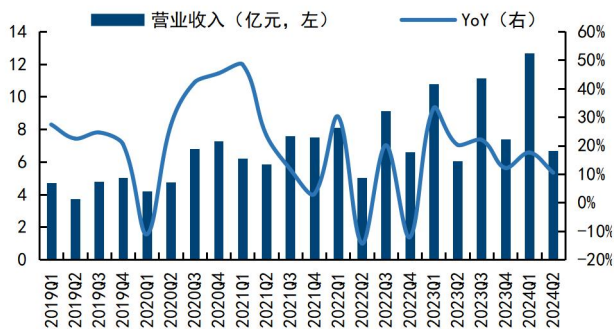
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司经营现金流净额及净现比



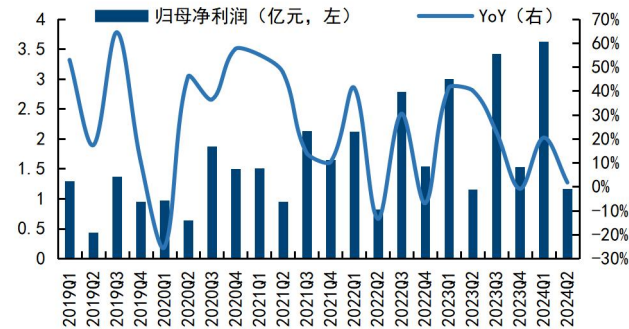
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



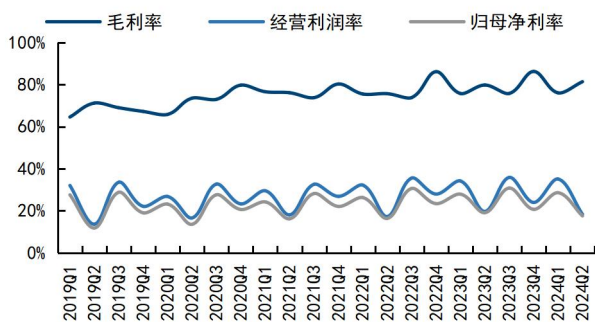
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度归母净利润和增长 (亿元, %)



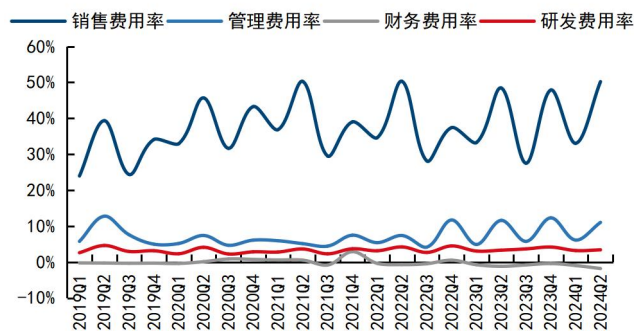
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度利润率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 投资建议：短期业绩保持行业领先增速，中长期卡位景气赛道成长可期

上半年公司在高基数上收入与归母净利润实现同步的中双位数增长，增速行业领先；同时各渠道毛利率均有提升，且提升幅度好于预期。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。由于2024年消费行业延续弱复苏趋势、公司上半年实际净开店数量低于原来预测值，但毛利率提升幅度好于预期，小幅下调盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为10.0/11.7/13.6亿元（前值为11.3/13.4/15.7亿元），同比增长10.1%/16.7%/16.6%，由于盈利预测下调及行业估值中枢下移，下调目标价至24.6-26.4元（前值为37.5-39.5元），对应2024年14~15x PE，维持“优于大市”评级。

**表1: 盈利预测和财务指标**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,885	3,536	3,930	4,489	5,177
(+/-%)	6.1%	22.6%	11.1%	14.2%	15.3%
净利润(百万元)	728	911	1003	1171	1365
(+/-%)	16.5%	25.2%	10.1%	16.7%	16.6%
每股收益(元)	1.27	1.60	1.76	2.05	2.39
EBIT Margin	35.5%	34.0%	29.2%	29.9%	30.2%
净资产收益率 (ROE)	17.6%	18.6%	17.8%	17.9%	18.1%
市盈率(PE)	14.9	11.9	10.8	9.3	7.9
EV/EBITDA	11.5	9.8	10.2	8.9	7.8
市净率(PB)	2.6	2.2	1.9	1.7	1.4

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

**表2: 可比公司估值**

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS			PE			g	PEG
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
比音勒芬	优于大市	19.0	1.60	1.76	2.05	11.9	10.8	9.3	16.7%	0.65
可比公司										
报喜鸟	优于大市	3.5	0.48	0.45	0.51	7.2	7.7	6.8	13.3%	0.58
海澜之家	优于大市	6.0	0.67	0.59	0.68	8.9	10.1	8.8	15.3%	0.66

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1145	2160	3008	3850	4884	营业收入	2885	3536	3930	4489	5177
应收款项	325	413	459	525	605	营业成本	652	756	837	953	1096
存货净额	746	708	662	719	789	营业税金及附加	25	33	36	41	46
其他流动资产	530	253	282	322	371	销售费用	1036	1312	1458	1656	1899
<b>流动资产合计</b>	<b>4124</b>	<b>4327</b>	<b>5203</b>	<b>6208</b>	<b>7441</b>	管理费用	162	284	495	541	614
固定资产	532	584	718	902	1054	财务费用	(8)	(28)	(31)	(34)	(37)
无形资产及其他	129	1077	1034	991	948	投资收益	39	20	22	25	29
投资性房地产	794	739	739	739	739	资产减值及公允价值变动	104	(59)	(59)	(67)	(77)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(305)	(77)	82	88	95
<b>资产总计</b>	<b>5579</b>	<b>6728</b>	<b>7694</b>	<b>8840</b>	<b>10183</b>	营业利润	855	1063	1180	1377	1606
短期借款及交易性金融负债	202	212	212	212	212	营业外净收支	0	(4)	0	0	0
应付款项	231	260	275	309	351	利润总额	856	1059	1180	1377	1606
其他流动负债	833	1075	1190	1340	1533	<b>所得税费用</b>	<b>128</b>	<b>148</b>	<b>177</b>	<b>207</b>	<b>241</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1266</b>	<b>1546</b>	<b>1677</b>	<b>1861</b>	<b>2096</b>	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	728	911	1003	1171	1365
其他长期负债	182	284	367	451	535	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>182</b>	<b>284</b>	<b>367</b>	<b>451</b>	<b>535</b>	<b>净利润</b>	728	911	1003	1171	1365
<b>负债合计</b>	<b>1447</b>	<b>1830</b>	<b>2044</b>	<b>2312</b>	<b>2631</b>	资产减值准备	19	(28)	133	51	49
少数股东权益	1	1	1	1	1	折旧摊销	41	85	118	140	165
股东权益	4130	4897	5649	6527	7551	公允价值变动损失	(104)	59	59	67	77
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5579</b>	<b>6728</b>	<b>7694</b>	<b>8840</b>	<b>10183</b>	财务费用	(8)	(28)	(31)	(34)	(37)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	368	626	318	157	167
每股收益	1.27	1.60	1.76	2.05	2.39	其它	(19)	28	(133)	(51)	(49)
每股红利	0.30	0.30	0.44	0.51	0.60	<b>经营活动现金流</b>	<b>1033</b>	<b>1680</b>	<b>1498</b>	<b>1535</b>	<b>1774</b>
每股净资产	7.24	8.58	9.90	11.43	13.23	资本开支	0	(1)	(400)	(400)	(400)
ROIC	29%	28%	28%	41%	48%	其它投资现金流	(744)	586	0	0	0
ROE	18%	19%	18%	18%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(744)</b>	<b>585</b>	<b>(400)</b>	<b>(400)</b>	<b>(400)</b>
毛利率	77%	79%	79%	79%	79%	权益性融资	0	1	0	0	0
EBIT Margin	36%	34%	29%	30%	30%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	36%	32%	33%	33%	支付股利、利息	(171)	(171)	(251)	(293)	(341)
收入增长	6%	23%	11%	14%	15%	其它融资现金流	116	(908)	0	0	0
净利润增长率	17%	25%	10%	17%	17%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(227)</b>	<b>(1250)</b>	<b>(251)</b>	<b>(293)</b>	<b>(341)</b>
资产负债率	26%	27%	27%	26%	26%	<b>现金净变动</b>	<b>62</b>	<b>1016</b>	<b>847</b>	<b>843</b>	<b>1033</b>
息率	1.6%	1.6%	2.3%	2.7%	3.1%	货币资金的期初余额	1083	1145	2160	3008	3850
P/E	14.9	11.9	10.8	9.3	7.9	货币资金的期末余额	1145	2160	3008	3850	4884
P/B	2.6	2.2	1.9	1.7	1.4	企业自由现金流	0	1743	1011	1037	1263
EV/EBITDA	11.5	9.8	10.2	8.9	7.8	权益自由现金流	0	835	1037	1066	1294

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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