

比音勒芬 (002832.SZ) 2024H1 加盟稳步拓张，盈利能力稳中有升

2024年09月03日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

吴晨汐（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

wuchenxi@kysec.cn

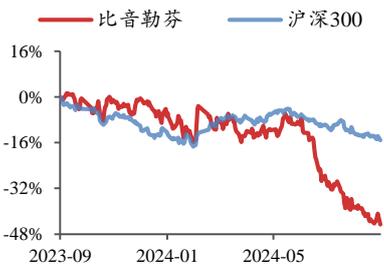
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122120013

日期	2024/9/2
当前股价(元)	17.80
一年最高最低(元)	34.50/17.69
总市值(亿元)	101.59
流通市值(亿元)	69.32
总股本(亿股)	5.71
流通股本(亿股)	3.89
近3个月换手率(%)	87.26

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2024Q1 业绩持续增长，看好品牌矩阵下国际化扩张——公司信息更新报告》-2024.4.28

《2023Q3 业绩持续增长，看好内生外延下持续高成长——公司信息更新报告》-2023.11.13

● 2024H1 加盟稳步拓张，盈利能力稳中有升，维持“买入”评级

公司2024H1实现营收19.4亿元(同比+15.0%)，实现归母/扣非归母净利润4.8/4.6亿元，同增15.3%/20.5%；其中2024Q1/Q2营收分别同增17.6%/10.5%，归母净利润分别同增20.4%/1.7%。2024Q2业绩短期承压，费用率略有提升，我们下调2024-2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润为10.5/12.2/14.0亿元(前值为11.4/13.8/16.5亿元)，对应EPS为1.85/2.13/2.45元，当前股价对应PE为9.6/8.4/7.3倍，考虑到加盟稳步拓张，盈利能力稳中有升，维持“买入”评级。

● 构建品牌矩阵迈向国际化，渠道端多种形式门店稳步拓展&直营店效小幅下滑分产品看，2024H1上装类/下装类/外套类/其他类分别实现收入9.9/4.5/2.9/1.9亿元，分别同增14.2%/12.9%/13.7%/26.1%。K&C和CERRUTI 1881的新品相继亮相。分渠道看，2024H1线上/直营/加盟实现收入1.2/12.8/5.2亿元，同比+34.6%/+2.4%/+56.5%；线上来讲，公司增加线上布局，和天猫、微信视频号、得物等平台进行深度合作；线下来讲，2024H1门店较年初净增8家至1263家，其中直营/加盟分别净拓2/6家至609/654家。(1)拓店：看好2024H2品牌矩阵下多种形式门店持续拓展。(2)店效：2024H1直营门店单店店效为209.8万元，同比下滑2.6%；直营店效小幅下滑。

● 盈利能力稳中有升，营运质量表现优秀

盈利能力：2024H1/2024Q2毛利率为77.9%(同比+0.7pct)/81.3%(同比+1.6pct)，毛利率稳步提升。2024H1线上/直营/加盟毛利率分别+14.9%/+1.5%/+1.2%，线上毛利率提升明显。2024H1期间费用率为48.7%(+0.5pct)，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.3/+0.5/+0.1/-0.4pct，基本保持稳定；2024Q2期间费用率为62.8%(同比+0.7pct)，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+1.8/-0.6/+0.1/-0.6pct，综合2024H1/2024Q2归母净利率为24.7%(同比+0.05pct)/17.5%(同比-1.5pct)。营运能力：2024H1末存货7.6亿元，同比+11.0%，存货周转天数309天(-26天)，存货周转进一步优化；应收账款周转天数28天(+0.4天)，2024H1经营净现金流同降13.4%至5.3亿元，资金充足。

● 风险提示：门店拓展不及预期，电商竞争加剧，新品牌开拓不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,885	3,536	4,086	4,722	5,416
YOY(%)	6.1	22.6	15.6	15.6	14.7
归母净利润(百万元)	728	911	1,053	1,216	1,400
YOY(%)	16.5	25.2	15.6	15.5	15.1
毛利率(%)	77.4	78.6	79.2	79.4	79.3
净利率(%)	25.2	25.8	25.8	25.8	25.9
ROE(%)	17.6	18.6	19.6	19.2	18.8
EPS(摊薄/元)	1.27	1.60	1.85	2.13	2.45
P/E(倍)	14.0	11.2	9.6	8.4	7.3
P/B(倍)	2.5	2.1	1.9	1.6	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4124	4327	4365	5157	5938
现金	1145	2160	2267	2590	3387
应收票据及应收账款	253	324	31	441	161
其他应收款	72	89	97	118	129
预付账款	28	38	39	50	52
存货	746	708	923	950	1201
其他流动资产	1881	1008	1008	1008	1008
非流动资产	1455	2400	2582	2880	3212
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	462	581	664	775	905
无形资产	129	1077	1186	1318	1477
其他非流动资产	864	742	732	787	831
资产总计	5579	6728	6947	8037	9150
流动负债	1266	1546	1340	1456	1479
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	231	260	291	342	385
其他流动负债	1034	1287	1049	1114	1094
非流动负债	182	284	227	255	241
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	182	284	227	255	241
负债合计	1447	1830	1567	1711	1720
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	571	571	571	571	571
资本公积	894	894	894	894	894
留存收益	2624	3400	3999	4572	5300
归属母公司股东权益	4130	4897	5379	6325	7429
负债和股东权益	5579	6728	6947	8037	9150

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	942	1296	1264	947	1539
净利润	728	911	1053	1216	1400
折旧摊销	113	154	194	144	166
财务费用	-8	-28	-25	-27	-34
投资损失	-39	-20	-31	-32	-30
营运资金变动	-174	-45	74	-353	40
其他经营现金流	323	323	-2	-2	-2
投资活动现金流	-683	-1124	-343	-408	-466
资本支出	499	899	182	298	332
长期投资	0	2	0	0	0
其他投资现金流	-184	-223	-162	-110	-134
筹资活动现金流	-218	-255	-814	-216	-276
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-285	0	0	0	0
普通股增加	20	0	0	0	0
资本公积增加	293	0	0	0	0
其他筹资现金流	-247	-255	-814	-216	-276
现金净增加额	41	-88	107	323	797

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2885	3536	4086	4722	5416
营业成本	652	756	849	975	1120
营业税金及附加	25	33	34	41	47
营业费用	1036	1312	1492	1724	1961
管理费用	196	277	311	354	406
研发费用	100	124	131	151	173
财务费用	-8	-28	-25	-27	-34
资产减值损失	-99	-58	-96	-117	-139
其他收益	23	43	0	0	0
公允价值变动收益	5	2	2	2	2
投资净收益	39	20	31	32	30
资产处置收益	2	6	0	0	0
营业利润	855	1063	1233	1421	1637
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	3	7	5	6	6
利润总额	856	1059	1231	1418	1635
所得税	128	148	178	202	235
净利润	728	911	1053	1216	1400
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	728	911	1053	1216	1400
EBITDA	946	1169	1381	1514	1741
EPS(元)	1.27	1.60	1.85	2.13	2.45

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	6.1	22.6	15.6	15.6	14.7
营业利润(%)	15.9	24.2	16.1	15.2	15.2
归属于母公司净利润(%)	16.5	25.2	15.6	15.5	15.1
获利能力					
毛利率(%)	77.4	78.6	79.2	79.4	79.3
净利率(%)	25.2	25.8	25.8	25.8	25.9
ROE(%)	17.6	18.6	19.6	19.2	18.8
ROIC(%)	15.7	16.2	18.1	17.9	17.6
偿债能力					
资产负债率(%)	25.9	27.2	22.6	21.3	18.8
净负债比率(%)	-18.7	-34.0	-37.9	-36.9	-42.3
流动比率	3.3	2.8	3.3	3.5	4.0
速动比率	2.3	2.2	2.4	2.7	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	10.8	12.3	23.0	20.0	18.0
应付账款周转率	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.27	1.60	1.85	2.13	2.45
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	2.27	2.22	1.66	2.70
每股净资产(最新摊薄)	7.24	8.58	9.43	11.08	13.02
估值比率					
P/E	14.0	11.2	9.6	8.4	7.3
P/B	2.5	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.5	6.6	5.3	4.7	3.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn