

比音勒芬 (002832)

证券研究报告

2023年05月05日

差异化逻辑叠加开店客单驱动优质成长

公司 2022 年收入 28.9 亿元，同比增长 6.1%，主要系公司经营业绩保持稳定增长。其中 22Q1-Q4 收入及其增速分别为 8.1 亿 (yoy+30.2%)、5.0 亿 (yoy-14.3%)、9.1 亿 (yoy+20.1%)、6.6 亿 (yoy-12.2%)。23Q1 收入 10.8 亿元同增 33.13%，归母净利 3.0 亿元，同增 41.4%。

分产品看，2022 年上装类收入 12.6 亿元 (占总 43.8%)，同增 9.3%；下装类收入 6.1 亿元 (占总 21.3%)，同增 6.2%；外套类收入 7.6 亿元 (占总 26.4%)，同增 0.1%；其他类收入 2.5 亿元 (占总 8.6%)，同增 9.2%。

分渠道看，2022 年线上销售收入 1.7 亿元 (占总 5.8%)，同增 37.0%；直营销售收入 17.8 亿元 (占总 61.7%)，同减 7.0%；加盟销售收入 9.4 亿元 (占总 32.5%)，同增 37.1%。

2022 年实现归母净利润 7.3 亿元，同比增长 16.5%，其中 22Q1-Q4 归母净利及其增速分别为 2.1 亿 (yoy+41.3%)、0.8 亿 (yoy-13.4%)、2.8 亿 (yoy+30.4%)、1.5 亿 (yoy-6.9%)。

公司 2022 年向全体股东按每 10 股派发现金红利 3 元(含税)，共计派发现金红利 1.7 亿元 (含税)，占归母净利润 23.5%。

2022 年公司毛利率 77.4% (yoy+0.7pct)，归母净利率 25.2% (yoy+2.3pct)，23Q1 毛利率 75.7% (yoy+0.3pct)，归母净利率 27.9% (yoy+20.8pct)。

分产品看，2022 年上装类毛利率 79.9% (yoy+0.7pct)；下装类毛利率 79.7% (yoy-0.1pct)；外套类毛利率 75.9% (yoy+0.9pct)；其他类毛利率 63.6% (yoy+2.0pct)。

分渠道看，2022 年线上销售毛利率 63.4% (yoy+12.5pct)；直营销售毛利率 82.1% (yoy+1.0pct)；加盟销售毛利率 71.0% (yoy+2.1pct)。

线下渠道优势明显，直营与特许加盟相结合。截至 2022 年底，公司拥有 1191 个终端销售门店，较 2021 年末的 1100 家净增长 91 家，其中直营店铺数量 579 家，加盟店铺数量 612 家。

存货规模改善，整体经营保持稳定。截止 22 年底公司存货规模 7.5 亿元，同比增加 12.9%；存货周转天数为 388 天，同比增加 28 天，主要系本期销售规模增长所致。23Q1 存货规模 6.5 亿，较 22 年末减少 12.4%，存货周转天数 240 天，较 22 年末减少 148 天。

展望 2023：1) **产品研发升级：**继续加大研发投入，整合全球优势设计研发资源、面料资源、生产资源，延续高品质、高品位、高科技以及不断创新的“三高一新”的研发设计理念。2) **营销管理升级：**精研国际品牌的营销管理经验，结合公司战略，优化营运管理，全面提升爆款思维，将比音勒芬打造成为 T 恤第一联想品牌。3) **品牌建设升级：**持续加大广告投放力度，整合全球品牌传播资源。4) **品牌形象升级：**在品牌形象升级方面，公司通过门店设计升级和陈列设计升级，打造终端店铺全新形象，提升线上网页设计形象，全面塑造国际化、高端化、年轻化品牌视觉。

调整盈利预测，维持“买入”评级。公司继续巩固差异化定位优势，开发高尔夫系列拥抱年轻群体及运动赛道，注重渠道高质量增长。随着线下客流复苏，折扣有望改善带动毛利率向上，考虑到消费复苏存在不确定性，我们预计公司 2023-25 年收入分别为 36.8/44.3/52.3 亿 (23-24 原值分别为 39.4/47.2 亿)，归母净利分别为 9.6/11.8/14.4 亿 (23-24 原值分别为 9.5/12 亿)，EPS 分别为 1.7/2.1/2.5 元/股 (23-24 原值分别为 1.7/2.2 元/股)，PE 分别为 22/17/14x。

风险提示：拓店速度不及预期，店效水平增长不及预期；人工费用开支增

投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	36.11 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	570.71
流通 A 股股本(百万股)	389.42
A 股总市值(百万元)	20,608.23
流通 A 股市值(百万元)	14,061.89
每股净资产(元)	7.76
资产负债率(%)	24.68
一年内最高/最低(元)	38.00/19.70

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《比音勒芬-公司点评:4 月低基数叠加高端韧性，释放成长势能》 2023-04-21
- 《比音勒芬-公司点评:重申定位及品牌逻辑，全球布局推进多样化、国际化、高端化》 2023-04-05
- 《比音勒芬-公司点评:精准客群差异定位，运动轻奢高质量成长》 2023-03-08

长、仓储物流调配费用增长；国际运动时尚品牌竞争影响等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,719.99	2,884.84	3,675.29	4,432.40	5,234.66
增长率(%)	18.09	6.06	27.40	20.60	18.10
EBITDA(百万元)	1,019.10	1,160.52	1,288.04	1,555.85	1,852.92
归属母公司净利润(百万元)	624.54	727.60	958.21	1,182.05	1,438.91
增长率(%)	25.20	16.50	31.69	23.36	21.73
EPS(元/股)	1.09	1.27	1.68	2.07	2.52
市盈率(P/E)	33.00	28.32	21.51	17.43	14.32
市净率(P/B)	6.35	4.99	4.21	3.50	2.88
市销率(P/S)	7.58	7.14	5.61	4.65	3.94
EV/EBITDA	11.84	9.91	13.80	10.29	8.42

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,082.71	1,144.69	1,450.23	3,164.72	3,566.59
应收票据及应收账款	279.72	252.54	470.11	162.22	584.56
预付账款	67.03	28.27	125.13	40.33	145.77
存货	660.21	745.61	902.56	1,009.21	1,251.42
其他	1,555.29	1,953.04	2,324.49	2,091.91	2,080.42
流动资产合计	3,644.97	4,124.15	5,272.52	6,468.39	7,628.76
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	244.34	461.51	429.00	396.49	363.99
在建工程	148.17	70.11	70.11	70.11	70.11
无形资产	119.55	129.01	111.94	94.86	77.78
其他	705.94	794.10	519.35	588.27	584.13
非流动资产合计	1,217.99	1,454.73	1,130.40	1,149.74	1,096.01
资产总计	4,862.96	5,578.89	6,402.92	7,618.13	8,724.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	164.62	231.26	177.94	311.29	281.28
其他	776.53	865.61	868.12	1,134.83	1,062.48
流动负债合计	941.15	1,096.87	1,046.06	1,446.12	1,343.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	284.55	0.00	305.18	196.58	167.25
其他	250.18	181.66	154.78	89.12	58.00
非流动负债合计	534.73	181.66	459.96	285.70	225.25
负债合计	1,616.55	1,447.40	1,506.02	1,731.82	1,569.01
少数股东权益	0.97	1.45	1.44	1.44	1.43
股本	550.33	570.71	570.71	570.71	570.71
资本公积	600.47	893.54	893.54	893.54	893.54
留存收益	2,067.96	2,624.35	3,389.37	4,383.96	5,650.11
其他	26.68	41.43	41.84	36.65	39.98
股东权益合计	3,246.41	4,131.48	4,896.90	5,886.30	7,155.77
负债和股东权益总计	4,862.96	5,578.89	6,402.92	7,618.13	8,724.78

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	624.54	727.60	958.21	1,182.05	1,438.91
折旧摊销	105.61	112.90	49.58	49.58	49.58
财务费用	39.73	20.26	(5.81)	(25.97)	(45.54)
投资损失	(38.82)	(39.39)	(29.89)	(33.15)	(35.31)
营运资金变动	372.54	53.65	(819.99)	661.22	(904.14)
其它	(206.07)	67.22	(74.12)	(78.60)	(22.91)
经营活动现金流	897.52	942.24	77.98	1,755.13	480.59
资本支出	(75.21)	258.41	26.88	65.66	31.12
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(108.55)	(941.37)	151.23	124.68	50.00
投资活动现金流	(183.76)	(682.96)	178.11	190.33	81.12
债权融资	(171.22)	(272.13)	242.22	(38.34)	9.61
股权融资	197.85	328.21	(192.77)	(192.64)	(169.44)
其他	(251.66)	(274.27)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(225.03)	(218.20)	49.45	(230.98)	(159.83)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	488.73	41.07	305.54	1,714.49	401.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,719.99	2,884.84	3,675.29	4,432.40	5,234.66
营业成本	634.16	652.02	786.51	917.51	1,070.49
营业税金及附加	23.96	25.39	29.01	37.69	43.97
销售费用	1,041.05	1,036.37	1,315.75	1,604.53	1,910.65
管理费用	156.27	195.63	216.11	261.51	340.25
研发费用	83.39	100.18	109.16	132.09	157.04
财务费用	21.81	(7.78)	(5.81)	(25.97)	(45.54)
资产/信用减值损失	(78.37)	(97.18)	(65.62)	(73.72)	(78.72)
公允价值变动收益	3.42	4.95	(74.11)	(78.59)	(22.90)
投资净收益	38.82	39.39	29.89	33.15	35.31
其他	57.73	80.55	0.00	0.00	0.00
营业利润	737.75	855.31	1,114.72	1,385.89	1,691.49
营业外收入	0.53	3.02	2.78	2.11	2.64
营业外支出	5.61	2.68	3.32	3.87	3.29
利润总额	732.67	855.64	1,114.18	1,384.13	1,690.84
所得税	108.13	128.04	155.99	202.08	251.93
净利润	624.54	727.60	958.20	1,182.04	1,438.90
少数股东损益	(0.00)	0.00	(0.01)	(0.00)	(0.01)
归属于母公司净利润	624.54	727.60	958.21	1,182.05	1,438.91
每股收益(元)	1.09	1.27	1.68	2.07	2.52

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	18.09%	6.06%	27.40%	20.60%	18.10%
营业利润	26.76%	15.93%	30.33%	24.33%	22.05%
归属于母公司净利润	25.20%	16.50%	31.69%	23.36%	21.73%
获利能力					
毛利率	76.69%	77.40%	78.60%	79.30%	79.55%
净利率	22.96%	25.22%	26.07%	26.67%	27.49%
ROE	19.24%	17.62%	19.57%	20.09%	20.11%
ROIC	30.78%	55.24%	93.90%	56.36%	109.34%
偿债能力					
资产负债率	33.24%	25.94%	23.52%	22.73%	17.98%
净负债率	-18.52%	-22.83%	-20.67%	-47.41%	-45.12%
流动比率	3.37	3.26	5.04	4.47	5.68
速动比率	2.76	2.67	4.18	3.78	4.75
营运能力					
应收账款周转率	9.37	10.84	10.17	14.02	14.02
存货周转率	4.29	4.10	4.46	4.64	4.63
总资产周转率	0.63	0.55	0.61	0.63	0.64
每股指标(元)					
每股收益	1.09	1.27	1.68	2.07	2.52
每股经营现金流	1.57	1.65	0.14	3.08	0.84
每股净资产	5.69	7.24	8.58	10.31	12.54
估值比率					
市盈率	33.00	28.32	21.51	17.43	14.32
市净率	6.35	4.99	4.21	3.50	2.88
EV/EBITDA	11.84	9.91	13.80	10.29	8.42
EV/EBIT	12.24	10.28	14.35	10.63	8.65

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com