

# 比音勒芬 (002832.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 主品牌韧性突出，新品牌成长可期

### 业绩简评

公司10月30日发布2024年三季报，其中24年前三季度实现收入30亿元(+7.3%)、实现归母净利润7.62亿元(+0.55%)；3Q24实现收入10.64亿元(-4.37%)、归母净利润2.83亿元(-17.32%)。

### 经营分析

**利润增速慢于收入，预计受到新品牌费用投放影响。**公司前三季度实现收入、利润双增，主要受益于主品牌客群粘性突出，在客流恢复偏弱背景下仍实现较好动销；毛利率76.4%，基本持平，销售/管理/财务费用率同比+0.71/+2.25/+0pct至34.95%/8.92%/-0.88%，净利率同比下降1.71pct至25.4%。其中前三季度公司管理费用同比增长43.49%至2.68亿元，我们预计主要系受到新品牌K&C推广宣传、团队搭建费用增加影响。24年后随着品牌知名度提升、销售改善，预计费率有望显著优化。

**存货周转平稳，营运健康。**营运方面，三季度公司存货周转天数同比增加7.67天，基本保持平稳。公司货币资金为12.1亿元，同比下降44.18%，主要系购买理财产品及支付贷款增加所致（交易性金融资产同比增加81.76%）至12亿元，整体营运维持健康。

**K&C新品牌面世，线上线下店铺齐开业，潜力可期。**公司旗下KENT&CURWEN品牌已于24年9月在英国伦敦发布25春夏新品、10月天猫官方旗舰店开业，同时线下已在国内深圳、重庆、港澳等地区开出7家门店，随着品牌持续拓张、店效爬坡，收入贡献可期。

### 盈利预测、估值与评级

2024年公司主品牌预计持续拓店+店效提升，同时随着国际新品牌下半年发布新品、威尼斯经营显著改善，持续推进品牌多样化、国际化、高端化布局，优化营销管理，深化数字化变革，在品牌高端化与渠道高效化的效果叠加下，业绩韧性与成长性优势预计延续。我们预计公司2024~26年分别实现归母净利9.21/10.61/12.17亿元，对应PE分别为13/11/10倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

营销网络拓展带来的管理风险、品牌运营不及预期。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：20.45元

### 相关报告：

1. 《比音勒芬公司点评：高基数下高增长，分红显著提升》，2024.4.27



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万万元)	2,885	3,536	3,714	4,131	4,576
营业收入增长率	6.06%	22.58%	5.04%	11.21%	10.79%
归母净利润(百万万元)	728	911	921	1,061	1,217
归母净利润增长率	16.50%	25.17%	1.08%	15.28%	14.71%
摊薄每股收益(元)	1.275	1.596	1.613	1.860	2.133
每股经营性现金流净额	1.65	2.27	1.33	1.89	2.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.62%	18.60%	16.89%	17.44%	17.86%
P/E	20.09	19.86	12.68	11.00	9.59
P/B	3.54	3.69	2.14	1.92	1.71

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,720</b>	<b>2,885</b>	<b>3,536</b>	<b>3,714</b>	<b>4,131</b>	<b>4,576</b>	货币资金	1,083	1,145	2,160	1,875	2,015	2,242
增长率		6.1%	22.6%	5.0%	11.2%	10.8%	应收款项	370	325	413	377	430	476
<b>主营业务成本</b>	<b>-634</b>	<b>-652</b>	<b>-756</b>	<b>-800</b>	<b>-828</b>	<b>-900</b>	存货	660	746	708	745	772	839
%销售收入	23.3%	22.6%	21.4%	21.5%	20.1%	19.7%	其他流动资产	1,532	1,909	1,046	992	1,014	1,027
<b>毛利</b>	<b>2,086</b>	<b>2,233</b>	<b>2,780</b>	<b>2,914</b>	<b>3,302</b>	<b>3,676</b>	流动资产	3,645	4,124	4,327	3,989	4,231	4,585
%销售收入	76.7%	77.4%	78.6%	78.5%	79.9%	80.3%	%总资产	75.0%	73.9%	64.3%	60.2%	58.7%	58.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-24</b>	<b>-25</b>	<b>-33</b>	<b>-33</b>	<b>-36</b>	<b>-40</b>	长期投资	98	10	10	20	30	40
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	393	532	584	940	1,278	1,598
<b>销售费用</b>	<b>-1,041</b>	<b>-1,036</b>	<b>-1,312</b>	<b>-1,400</b>	<b>-1,491</b>	<b>-1,602</b>	%总资产	8.1%	9.5%	8.7%	14.2%	17.7%	20.3%
%销售收入	38.3%	35.9%	37.1%	37.7%	36.1%	35.0%	无形资产	225	241	1,204	1,254	1,266	1,270
<b>管理费用</b>	<b>-156</b>	<b>-196</b>	<b>-277</b>	<b>-293</b>	<b>-281</b>	<b>-270</b>	非流动资产	1,218	1,455	2,400	2,641	2,979	3,293
%销售收入	5.7%	6.8%	7.8%	7.9%	6.8%	5.9%	%总资产	25.0%	26.1%	35.7%	39.8%	41.3%	41.8%
<b>研发费用</b>	<b>-83</b>	<b>-100</b>	<b>-124</b>	<b>-104</b>	<b>-116</b>	<b>-128</b>	<b>资产总计</b>	<b>4,863</b>	<b>5,579</b>	<b>6,728</b>	<b>6,629</b>	<b>7,209</b>	<b>7,878</b>
%销售收入	3.1%	3.5%	3.5%	2.8%	2.8%	2.8%	短期借款	197	202	212	157	124	13
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>781</b>	<b>875</b>	<b>1,034</b>	<b>1,085</b>	<b>1,378</b>	<b>1,636</b>	应付款项	220	322	405	339	353	381
%销售收入	28.7%	30.3%	29.2%	29.2%	33.4%	35.7%	其他流动负债	664	742	929	503	519	577
<b>财务费用</b>	<b>-22</b>	<b>8</b>	<b>28</b>	<b>-47</b>	<b>-185</b>	<b>-258</b>	流动负债	1,082	1,266	1,546	1,000	996	971
%销售收入	0.8%	-0.3%	-0.8%	1.3%	4.5%	5.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-78</b>	<b>-97</b>	<b>-69</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	535	182	284	179	127	90
<b>公允价值变动收益</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	1,617	1,447	1,830	1,179	1,123	1,060
<b>投资收益</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>20</b>	<b>45</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,245</b>	<b>4,130</b>	<b>4,897</b>	<b>5,449</b>	<b>6,086</b>	<b>6,816</b>
%税前利润	5.3%	4.6%	1.9%	4.2%	4.4%	3.8%	其中：股本	550	571	571	571	571	571
<b>营业利润</b>	<b>738</b>	<b>855</b>	<b>1,063</b>	<b>1,083</b>	<b>1,249</b>	<b>1,432</b>	未分配利润	1,810	2,339	3,114	3,667	4,303	5,034
营业利润率	27.1%	29.6%	30.0%	29.2%	30.2%	31.3%	少数股东权益	1	1	1	1	1	1
<b>营业外收支</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,863</b>	<b>5,579</b>	<b>6,728</b>	<b>6,629</b>	<b>7,209</b>	<b>7,878</b>
<b>税前利润</b>	<b>733</b>	<b>856</b>	<b>1,059</b>	<b>1,083</b>	<b>1,249</b>	<b>1,432</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	26.9%	29.7%	29.9%	29.2%	30.2%	31.3%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>所得税</b>	<b>-108</b>	<b>-128</b>	<b>-148</b>	<b>-162</b>	<b>-187</b>	<b>-215</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.8%	15.0%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.135	1.275	1.596	1.613	1.860	2.133
<b>净利润</b>	<b>625</b>	<b>728</b>	<b>911</b>	<b>921</b>	<b>1,061</b>	<b>1,217</b>	每股净资产	5.897	7.237	8.580	9.548	10.664	11.943
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.631	1.651	2.271	1.332	1.885	2.269
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>625</b>	<b>728</b>	<b>911</b>	<b>921</b>	<b>1,061</b>	<b>1,217</b>	每股股利	0.300	0.300	1.000	0.645	0.744	0.853
净利率	23.0%	25.2%	25.8%	24.8%	25.7%	26.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	19.24%	17.62%	18.60%	16.89%	17.44%	17.86%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	12.84%	13.04%	13.54%	13.89%	14.72%	15.45%
							投入资本收益率	17.85%	17.14%	17.41%	16.44%	18.86%	20.36%
							<b>增长率</b>						
净利润	625	728	911	921	1,061	1,217	主营业务收入增长率	18.09%	6.06%	22.58%	5.04%	11.21%	10.79%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	EBIT增长率	29.12%	12.04%	18.13%	4.92%	27.04%	18.69%
非现金支出	372	431	451	136	162	186	净利润增长率	25.20%	16.50%	25.17%	1.08%	15.28%	14.71%
非经营收益	-29	-42	-21	83	-44	-48	总资产增长率	29.73%	14.72%	20.59%	-1.46%	8.75%	9.27%
营运资金变动	-70	-174	-45	-379	-103	-60	<b>资产管理能力</b>						
<b>经营活动现金净流</b>	<b>898</b>	<b>942</b>	<b>1,296</b>	<b>760</b>	<b>1,076</b>	<b>1,295</b>	应收账款周转天数	39.0	33.7	29.8	27.0	28.0	28.0
资本开支	-215	-499	-784	-462	-490	-490	存货周转天数	364.9	393.5	350.6	340.0	340.0	340.0
投资	0	0	2	-90	20	10	应付账款周转天数	67.4	87.1	96.1	70.0	70.0	70.0
其他	32	-184	-342	45	55	55	固定资产周转天数	32.8	58.4	59.9	82.2	95.0	103.3
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-184</b>	<b>-683</b>	<b>-1,124</b>	<b>-507</b>	<b>-415</b>	<b>-425</b>	<b>偿债能力</b>						
股权募资	0	0	1	0	0	0	净负债/股东权益	-38.07%	-56.20%	-55.55%	-45.68%	-43.75%	-44.03%
债权募资	0	0	0	-84	-33	-112	EBIT利息保障倍数	35.8	-112.5	-37.4	23.2	7.5	6.3
其他	-225	-218	-256	-380	-435	-494	资产负债率	33.24%	25.94%	27.20%	17.79%	15.57%	13.46%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-225</b>	<b>-218</b>	<b>-255</b>	<b>-465</b>	<b>-468</b>	<b>-605</b>							
<b>现金净流量</b>	<b>489</b>	<b>41</b>	<b>-88</b>	<b>-211</b>	<b>193</b>	<b>264</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	7	26	30	61
增持	0	2	7	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.22	1.21	1.23	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-04-28	买入	33.51	N/A
2	2024-04-27	买入	29.70	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806