

比音勒芬 (002832.SZ)

第三季度收入下滑 4%，持续表现好于行业

核心观点

第三季度收入下滑 4%，表现持续好于同行。比音勒芬是主营高端运动生活的男装品牌。2024 年在消费力持续疲软的市场环境下，以及去年高基数基础上，前三季度公司收入同比+7.3%，归母净利润同比+0.55%，显著好于其他服装品牌。第三季度相较上半年行业环境进一步变差，公司业绩降幅仍好于行业，第三季度公司收入同比-4.4%至 10.6 亿元。毛利率同比-2.0 个百分点至 73.8%；销售、财务、研发费用率基本稳定，分别同比+0.2/+0.6/-0.3 百分点；主要由于职工薪酬及折旧摊销费用增加，第三季度管理费用同比+82.7%至 1.2 亿元，同时受负向经营杠杆影响，管理费用率同比+5.2 个百分点至 11.0%。非经项目中，资产减值损失较去年同期减少，主要系本期库存结构优化计提存货跌价减少所致，占收入比例同比改善 1.5 百分点。进而归母净利率同比-4.2 个百分点至 26.6%，归母净利润同比-17.3%至 2.8 亿元。

存货金额同环比增长，存货周转基本保持稳定。三季度末，存货金额同比+28.2%，环比+16.3%至 8.9 亿元，预计主要受到三季度销售压力，以及为秋冬换季、双十一大促、春节提前备货的影响；存货周转天数同比+8 天至 304 天；应收、应付周转天数分别同比+5/-20 天至 31/65 天。现金流环比二季度改善，三季度经营活动现金流净额为 1.2 亿元，净现比为 0.4。

预计三季度渠道库存压力上升但仍然可控，开店增速预计放缓。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；三季度由于线下零售疲软，预计加盟商渠道库存压力上升但仍然可控。上半年公司保持净开店，但开店增速放缓，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；我们预计下半年公司仍有新店开出，但同时面临老店调整。

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。第三季度行业环境进一步变差、公司收入降幅仍好于行业，保持优于同行的表现。由于 2024 年宏观消费疲软且目前仍未出现明显的改善趋势，同时公司三季度管理费用增幅较大、影响盈利水平，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 9.2/10.3/11.2 亿元（前值为 10.0/11.7/13.6 亿元），同比+1.3%/11.1%/8.9%，由于盈利预测下调，下调目标价至 22.6-24.2 元（前值为 24.6-26.4 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	3,723	4,013	4,314
(+/-%)	6.1%	22.6%	5.3%	7.8%	7.5%
净利润(百万元)	728	911	923	1025	1117
(+/-%)	16.5%	25.2%	1.3%	11.1%	8.9%
每股收益(元)	1.27	1.60	1.62	1.80	1.96
EBIT Margin	35.5%	34.0%	27.4%	28.5%	28.9%
净资产收益率 (ROE)	17.6%	18.6%	16.5%	16.1%	15.5%
市盈率 (PE)	13.8	11.1	10.9	9.8	9.0
EV/EBITDA	10.8	9.3	10.6	9.5	8.8
市净率 (PB)	2.4	2.1	1.8	1.6	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 0755-81981391
dingshijie@guosen.com.cn
S0980520040004

证券分析师：刘佳琪 010-88005446
liujiaqi@guosen.com.cn
S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	22.60 - 24.20 元
收盘价	18.94 元
总市值/流通市值	1809/7376 百万元
52 周最高价/最低价	34.30/16.51 元
近 3 个月日均成交额	168.25 百万元

市场走势

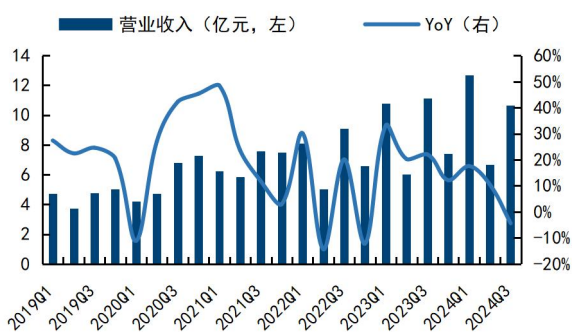


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《比音勒芬 (002832.SZ) - 上半年收入与净利润增长 15%，各渠道毛利率均有提升》——2024-09-02
- 《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

图1: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



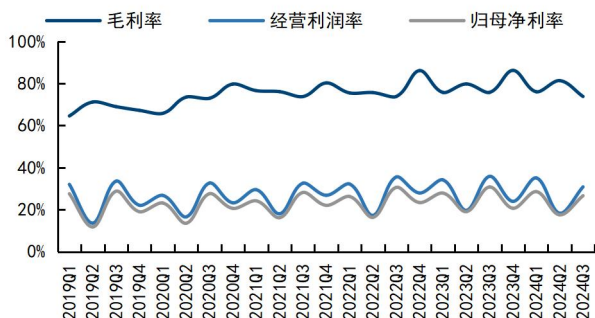
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司季度归母净利润和增长 (亿元, %)



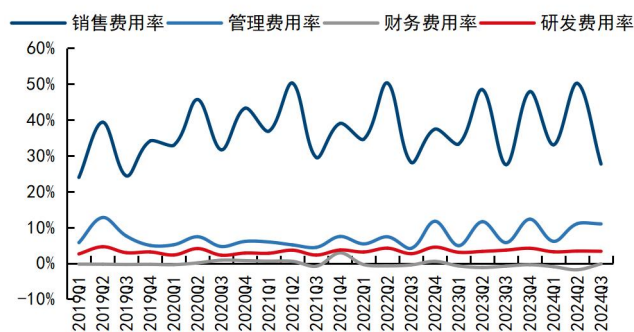
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司季度利润率



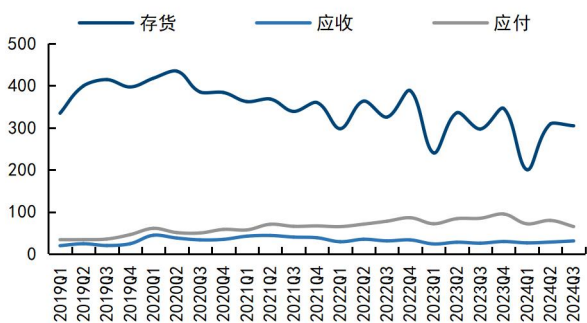
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司季度费用率



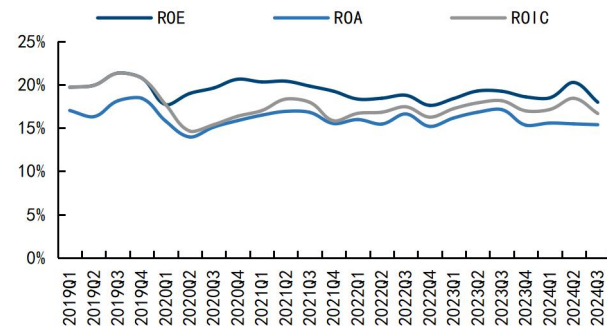
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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ROE/ROA/ROIC



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测调整说明

预计 2024-2026 年归母净利润分别为 9.2/10.3/11.2 亿元（前值为 10.0/11.7/13.6 亿元），同比+1.3%/11.1%/8.9%，盈利预测下调的主要原因说明：1) 收入端受今年宏观消费环境疲软影响，线下客流量减少，三季度行业及公司表现环比进一步变差。2) 职工薪酬、折旧摊销费用增长、固定成本费用支出刚性，尤其管理费用开支较大，同时受负向经营杠杆影响，费用率上升、利润率下降。具体调整细节如下：

1、收入：预计 2024-2026 年收入分别为 37.2/40.1/43.1 亿元（前值为 39.3/44.9/51.8 亿元），同比+5.3%/7.8%/7.5%。

2、管理费用率：预计 2024-2026 年管理费用率分别为 9.0%/8.5%/8.4%（前值为 8.0%/7.9%/7.9%）。主要由于公司三季度管理费用增幅较大、超出预期，同时在销售增速放缓的影响下，对未来管理费用率进行上调。

3、归母净利率：主要受管理费用率提升影响，预计 2024-2026 年归母净利率分别为 24.8%/25.5%/25.9%（前值为 25.5%/26.1%/26.4%）。

图7: 盈利预测假设拆分

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2
收入	2720.0	2884.8	3536.1	3722.8	4012.9	4314.5	1683.5	1852.6	1936.3	1786.5
YoY	18.1%	6.1%	22.6%	5.3%	7.8%	7.5%	28.2%	17.9%	15.0%	-3.6%
直营	1914.1	1779.9	2395.0	2383.8	2550.3	2716.5	1247.4	1147.6	1277.4	1106.4
YoY	17.5%	-7.0%	34.6%	-0.5%	7.0%	6.5%	30.8%	38.9%	2.4%	-3.6%
店数	532	579	607	610	630	640	579	607	609	610
YoY	9.5%	8.8%	4.8%	0.5%	3.3%	1.6%	6.4%	4.8%	5.2%	0.5%
单店平均收入	3.76	3.20	4.04	3.92	4.11	4.28	2.15	1.94	2.10	1.82
YoY	7.0%	-14.8%	26.0%	-3.0%	5.0%	4.0%	21.5%	31.5%	-2.5%	-6.2%
加盟	683.3	936.9	917.6	1076.4	1157.8	1246.1	330.2	587.4	516.8	559.6
YoY	18.6%	37.1%	-2.1%	17.3%	7.6%	7.6%	19.7%	-11.1%	56.5%	-4.7%
店数	568	612	648	660	680	700	614	648	654	660
YoY	15.2%	7.7%	5.9%	1.9%	3.0%	2.9%	5.7%	5.9%	6.5%	1.9%
单店平均收入	1.29	1.59	1.46	1.65	1.73	1.81	0.54	0.93	0.79	0.85
YoY	5.7%	23.3%	-8.3%	13.0%	5.0%	4.5%	12.2%	-16.0%	47.4%	-8.5%
线上	122.6	168.0	195.0	234.0	276.1	323.3	92.6	102.3	124.7	109.3
YoY	24.8%	37.0%	16.1%	20.0%	18.0%	17.1%	10.5%	21.6%	34.6%	6.8%
毛利率	76.7%	77.4%	78.6%	78.2%	78.3%	78.4%	77.2%	79.9%	77.9%	78.6%
直营	81.1%	82.1%	83.1%	82.5%	82.6%	82.7%	79.9%	86.6%	81.4%	83.8%
加盟	68.9%	71.0%	70.3%	70.5%	70.6%	70.7%	70.7%	70.0%	71.9%	69.2%
线上	50.9%	63.4%	70.6%	75.0%	75.0%	75.0%	62.7%	77.8%	77.6%	72.0%
费用率										
销售费用	38.3%	35.9%	37.1%	37.4%	37.2%	37.0%	38.7%	35.6%	39.0%	35.7%
管理费用	5.7%	6.8%	7.8%	9.0%	8.5%	8.4%	7.3%	8.4%	7.8%	10.3%
研发费用	3.1%	3.5%	3.5%	3.5%	3.2%	3.2%	3.1%	3.9%	3.2%	3.8%
资产减值	-2.9%	-3.4%	-1.7%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-1.4%	-2.0%	-0.2%	-1.2%
其他经营收益率	-0.8%	-1.0%	0.0%	1.0%	0.8%	0.8%	1.0%	-0.9%	1.0%	0.9%
所得税率	14.8%	15.0%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%	14.8%	13.3%	15.5%	14.4%
归母净利润	624.5	727.6	910.7	922.9	1025.0	1116.5	415.8	495.0	479.1	443.8
YoY	25.2%	16.5%	25.2%	1.3%	11.1%	8.9%	41.0%	14.4%	15.2%	-10.3%
净利率	23.0%	25.2%	25.8%	24.8%	25.5%	25.9%	24.7%	26.7%	24.7%	24.8%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

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，第三季度行业环境进一步变差、公司收入降幅仍好于行业，保持优于同行的表现。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 年宏观消费疲软且目前仍未出现明显的改善趋势，同时公司三季度管理费用增幅较大、影响盈利水平，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为

9.2/10.3/11.2 亿元（前值为 10.0/11.7/13.6 亿元），同比+1.3%/11.1%/8.9%，由于盈利预测下调，下调目标价至 22.6-24.2 元（前值为 24.6-26.4 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	3,723	4,013	4,314
(+/-%)	6.1%	22.6%	5.3%	7.8%	7.5%
净利润(百万元)	728	911	923	1025	1117
(+/-%)	16.5%	25.2%	1.3%	11.1%	8.9%
每股收益(元)	1.27	1.60	1.62	1.80	1.96
EBIT Margin	35.5%	34.0%	27.4%	28.5%	28.9%
净资产收益率(ROE)	17.6%	18.6%	16.5%	16.1%	15.5%
市盈率(PE)	13.8	11.1	10.9	9.8	9.0
EV/EBITDA	10.8	9.3	10.6	9.5	8.8
市净率(PB)	2.4	2.1	1.8	1.6	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	18.9	1.60	1.62	1.80	11.8	11.7	10.5	11.1%	1.05
可比公司										
报喜鸟	优于大市	4.0	0.48	0.39	0.43	8.2	10.1	9.2	10.3%	0.99
海澜之家	优于大市	5.6	0.67	0.50	0.58	8.4	11.2	9.7	16.0%	0.70

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	2938	3628	4426	营业收入	2885	3536	3723	4013	4314
应收款项	325	413	435	469	504	营业成本	652	756	811	871	933
存货净额	746	708	638	649	658	营业税金及附加	25	33	34	36	39
其他流动资产	530	253	267	288	309	销售费用	1036	1312	1392	1493	1596
流动资产合计	4124	4327	5071	5827	6690	管理费用	162	284	509	513	542
固定资产	532	584	745	962	1152	财务费用	(8)	(28)	(30)	(32)	(34)
无形资产及其他	129	1077	1034	991	948	投资收益	39	20	21	22	24
投资性房地产	794	739	739	739	739	资产减值及公允价值变动	104	(59)	(22)	(24)	(26)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(305)	(77)	80	75	78
资产总计	5579	6728	7589	8519	9529	营业利润	855	1063	1086	1206	1314
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	265	279	293	利润总额	856	1059	1086	1206	1314
其他流动负债	833	1075	1155	1218	1294	所得税费用	128	148	163	181	197
流动负债合计	1266	1546	1632	1709	1799	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	923	1025	1117
其他长期负债	182	284	367	451	535	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	182	284	367	451	535	净利润	728	911	923	1025	1117
负债合计	1447	1830	1999	2160	2333	资产减值准备	19	(28)	142	62	62
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	5589	6358	7195	公允价值变动损失	(104)	59	22	24	26
负债和股东权益总计	5579	6728	7589	8519	9529	财务费用	(8)	(28)	(30)	(32)	(34)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	368	626	345	158	170
每股收益	1.27	1.60	1.62	1.80	1.96	其它	(19)	28	(142)	(62)	(62)
每股红利	0.30	0.30	0.40	0.45	0.49	经营活动现金流	1033	1680	1408	1347	1477
每股净资产	7.24	8.58	9.79	11.14	12.60	资本开支	0	(1)	(400)	(400)	(400)
ROIC	29%	28%	24%	35%	37%	其它投资现金流	(744)	586	0	0	0
ROE	18%	19%	17%	16%	16%	投资活动现金流	(744)	585	(400)	(400)	(400)
毛利率	77%	79%	78%	78%	78%	权益性融资	0	1	0	0	0
EBIT Margin	36%	34%	27%	28%	29%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	36%	31%	32%	33%	支付股利、利息	(171)	(171)	(231)	(256)	(279)
收入增长	6%	23%	5%	8%	8%	其它融资现金流	116	(908)	0	0	0
净利润增长率	17%	25%	1%	11%	9%	融资活动现金流	(227)	(1250)	(231)	(256)	(279)
资产负债率	26%	27%	26%	25%	24%	现金净变动	62	1016	777	690	798
息率	1.7%	1.7%	2.3%	2.5%	2.8%	货币资金的期初余额	1083	1145	2160	2938	3628
P/E	13.8	11.1	10.9	9.8	9.0	货币资金的期末余额	1145	2160	2938	3628	4426
P/B	2.4	2.1	1.8	1.6	1.4	企业自由现金流	0	1743	930	869	995
EV/EBITDA	10.8	9.3	10.6	9.5	8.8	权益自由现金流	0	835	956	897	1024

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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