

2022年10月18日

收入改善，控费、减值下降带动净利率提升

比音勒芬(002832)

评级:	买入	股票代码:	002832
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	26.60/19.70
目标价格:		总市值(亿)	127.38
最新收盘价:	22.32	自由流通市值(亿)	86.92
		自由流通股数(百万)	389.42

事件概述

22年前三季度公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为22.25/5.73/5.34亿元、同比增长13.02%/24.93%/24.67%，非经主要为政府补助0.17亿元。22Q3公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为9.12/2.79/2.68亿元、同比增长20.1%/30.42%/31.68%，在疫情扰动背景下仍取得较高增长；经营性现金流/净利为98.21%。

分析判断：

我们认为下半年开店加速。分季度来看，22Q1-3单季收入增速分别为30%/-14%/20%，Q3收入增速恢复，我们分析主要由于：（1）下半年加快开店；（2）7、8月疫情改善带来同店恢复。

Q3毛利率持平，净利率提升主要来自销售费用率下降、资产减值下降。（1）22年前三季度公司毛利率为74.82%、同比降低0.51PCT，Q3毛利率为73.77%、同比上升0.03PCT。（2）22年前三季度公司净利率为25.78%、同比提高2.46PCT，销售/管理/研发/财务费用率分别为35.49%/5.33%/3.18%/-0.50%、同比提高-2.52/0.23/0.34/-0.51PCT，财务费用下降主要由于利息收入增加；其他收益/收入同比增加0.38PCT，投资收益/收入同比下降0.21PCT，资产减值损失/收入下降0.53PCT，信用减值损失/收入增加0.21PCT，所得税/收入增加0.49PCT。22Q3净利率为30.57%，同比上升2.42PCT，销售/管理/研发/财务费用率分别为28.13%/4.15%/2.66%/-0.48%、同比提高-1.37/-0.27/0.39/0.37/PCT；其他收益/收入同比增加0.18PCT，投资收益/收入同比下降0.48PCT，资产减值损失/收入下降2.44PCT，所得税/收入增加0.84PCT

存货有所改善。22年前三季度存货周转天数325.18天，同比下降13.51天、较Q2减少38天，应收账款周转天数为30.96天，同比下降9.01天。

投资建议

我们分析，在疫情反复的背景下，定位中高端的轻奢品类、有开店空间的公司增长确定性更高。维持盈利预测22/23/24年收入33.2/38.7/43.5亿元，归母净利8.12/10.24/12.4亿元，对应EPS 1.42/1.79/2.17元，2022年10月17日收盘价22.32元对应PE分别为16/12/10X，看好公司持续抢份额的成长趋势，维持“买入”评级。

风险提示

疫情影响的不确定性；开店低于预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,303	2,720	3,318	3,869	4,348
YoY (%)	26.2%	18.1%	22.0%	16.6%	12.4%
归母净利润(百万元)	499	625	812	1,024	
YoY (%)	22.7%	25.2%	30.0%	26.1%	20.8%

毛利率 (%)	73.9%	76.7%	75.9%	76.5%	77.1%
每股收益 (元)	0.87	1.09	1.42	1.79	2.17
ROE	20.6%	19.2%	19.5%	19.4%	18.7%
市盈率	25.66	20.48	15.72	12.47	10.29

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,720	3,318	3,869	4,348	净利润	625	812	1,024	1,237
YoY (%)	18.1%	22.0%	16.6%	12.4%	折旧和摊销	294	13	15	17
营业成本	634	798	911	995	营运资金变动	-70	-1,078	-409	-444
营业税金及附加	24	30	35	39	经营活动现金流	898	-191	688	868
销售费用	1,041	1,228	1,397	1,522	资本开支	-215	-92	-90	-110
管理费用	156	179	197	217	投资	0	0	0	0
财务费用	22	1	-3	-17	投资活动现金流	-184	-64	-55	-71
资产减值损失	-79	-70	-74	-77	股权募资	0	21	0	0
投资收益	39	29	35	39	债务募资	0	0	0	0
营业利润	738	943	1,187	1,434	筹资活动现金流	-225	1	-20	-20
营业外收支	-5	-2	0	0	现金净流量	489	-253	613	777
利润总额	733	942	1,187	1,434	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	108	130	164	197	成长能力 (%)				
净利润	625	812	1,024	1,237	营业收入增长率	18.1%	22.0%	16.6%	12.4%
归属于母公司净利润	625	812	1,024	1,237	净利润增长率	25.2%	30.0%	26.1%	20.8%
YoY (%)	25.2%	30.0%	26.1%	20.8%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.09	1.42	1.79	2.17	毛利率	76.7%	75.9%	76.5%	77.1%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净利润率	23.0%	24.5%	26.5%	28.4%
货币资金	1,083	829	1,443	2,219	总资产收益率 ROA	12.8%	14.2%	14.8%	14.9%
预付款项	67	80	91	100	净资产收益率 ROE	19.2%	19.5%	19.4%	18.7%
存货	660	831	924	982	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,835	2,605	2,911	3,268	流动比率	3.37	4.23	4.88	5.67
流动资产合计	3,645	4,346	5,368	6,568	速动比率	2.70	3.34	3.95	4.74
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.00	0.81	1.31	1.92
固定资产	244	352	488	654	资产负债率	33.2%	27.3%	23.7%	20.4%
无形资产	120	120	120	120	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,218	1,375	1,541	1,738	总资产周转率	0.56	0.58	0.56	0.52
资产合计	4,863	5,721	6,909	8,306	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.09	1.42	1.79	2.17
应付账款及票据	165	182	207	226	每股净资产	5.69	7.28	9.24	11.59
其他流动负债	917	846	894	932	每股经营现金流	1.57	-0.33	1.21	1.52
流动负债合计	1,082	1,028	1,101	1,158	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	535	535	535	535	PE	25.66	20.48	15.72	12.47
非流动负债合计	535	535	535	535	PB	3.92	3.07	2.42	1.93
负债合计	1,617	1,562	1,636	1,693					
股本	550	571	571	571					
少数股东权益	1	1	1	1					
股东权益合计	3,246	4,159	5,274	6,613					
负债和股东权益合计	4,863	5,721	6,909	8,306					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。