

比音勒芬(002832)

报告日期: 2023年04月28日

Q1 业绩超预期, 高质量增长推动戴维斯双击

——比音勒芬点评报告

投资要点

□ 公司发布 22 年报及 23 一季报, 22 年逆势营业收入/归母净利润+6.1%/+16.5%至 28.8 亿/7.3 亿; 23Q1 收入/归母净利润+33.1%/+41.4%至 10.8 亿/3.0 亿, 表现亮眼。

□ 22 年逆势实现增长, 盈利能力持续上行。

收入规模: 尽管 22 年整体销售环境承压, 但公司以自身差异化市场定位策略, 卡位优质细分赛道, 优质线下渠道+数字化新零售同步推进等多项举措下, 全年营业收入逆势增长 6.1%至 28.8 亿元。其中, 直营渠道收入受疫情影响收入-7.0%至 17.8 亿, 加盟渠道收入+37.1%至 9.4 亿, 电商渠道收入+37.0%至 1.67 亿。

盈利能力: 毛利率角度, 2022 年全年服装主业毛利率同比提升 0.7pp 至 77.4%, 来源于全渠道的毛利率提升, 具体来看, 公司直营/加盟/电商毛利率同比分别 +1.0pp/+2.1pp/+12.5pp 至 82.1%/71.0%/63.4%。费用率角度而言, 22 年公司期间费用率同比下降 2.0pp 至 45.9%, 主要系销售收入增加带来的正向杠杆效应。毛利率提升与费用率下降共同带动公司全年归母净利润+16.5%至 7.3 亿, 净利率同比+2.3pp 至 25.2%。

渠道数量: 同时, 截至 2022 年年底, 公司拥有 1191 个终端销售门店, 较 2021 年末净增长 91 家。其中直营店铺数量净拓 47 家至 579 家, 平均门店面积 149 m²; 加盟店铺数量净增加 44 家至 612 家, 平均面积 164 m²。

□ 23Q1 客流恢复带动业绩超预期增长:

23Q1 以来, 伴随线下客流逐步恢复, 公司单 Q1 实现收入/归母净利润 +33.1%/+41.4%至 10.8 亿/3.0 亿, 显著优于同行。

毛利率小幅提升 0.2pp 至 75.7%, 我们预计主要来自收入中直营占比提升带来的结构性优化相关。期间费用率受经营杠杆效应-2.3pp 至 40.4%, 带动净利率 +1.6pp 至 27.9%。同时, 公司当前存货 6.5 亿, 同比-0.1%, 环比-12.4%, 改善显著。

□ 公告收购新品牌打开成长天花板

公司于 23 年 4 月 4 日发布对外投资公告, 以子公司完成对意大利奢侈品男装品牌 CERRUTI 1881 与英国运动时尚品牌 K&C 的全球商标权的收购。

公司当前拥有高尔夫基因运动时尚品牌比音勒芬及主打度假场景的威尼斯品牌, 在此基础上对完成 2 大百年品牌知识产权收购, 领域涉及奢侈品男士正装及英伦运动潮牌, 嫁接比音对于中高端服饰市场成熟的市场洞察以及运营能力基础, 高端品牌集团振翅起航。

□ 盈利预测及估值:

我们认为公司通过持续深耕运动时尚领域, 打造了精准的产品定位并持续进行多元化的品宣投入, 带动渠道拓展及业绩高质量增长, 未来成长空间仍然充分。我们预计公司 23/24/25 年有望实现归母净利润 9.7/12.1/14.9 亿, 对应增速 +33.3%/+24.3%/+23.4%, 对应 PE20X/16X/13X。

上市以来, 公司持续兑现高质量业绩, 收购背景下中长期成长空间有望进一步打开, 有望迎来戴维斯双击, 维持“买入”评级。

□ 风险提示: 消费者需求变化; 拓店不及预期

投资评级: 买入(维持)

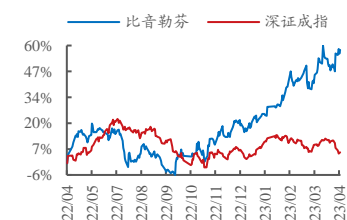
分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨
 执业证书号: S1230520070005
 zhanluyu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 33.51
总市值(百万元)	19,124.39
总股本(百万股)	570.71

股票走势图



相关报告

- 1 《收购两大百年品牌全球业务, 奢侈品矩阵振翅起航》 2023.04.04
- 2 《战略清晰, 优势突出, 龙头成长持续领跑赛道》 2023.02.13
- 3 《盈利能力持续提升, 强势成长尽显龙头风采 ——比音勒芬三季报点评》 2022.10.18

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,885	3,613	4,404	5,314
(+/-) (%)	6.06%	25.26%	21.87%	20.67%
归母净利润	728	970	1,205	1,487
(+/-) (%)	16.50%	33.33%	24.26%	23.37%
每股收益(元)	1.27	1.70	2.11	2.61
P/E	26.28	19.71	15.86	12.86

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,124	4,859	5,992	7,038
现金	1,145	1,443	2,409	3,228
交易性金融资产	1,379	1,379	1,379	1,379
应收账款	253	303	349	410
其它应收款	72	98	125	143
预付账款	28	60	51	72
存货	746	938	1,041	1,169
其他	502	638	638	638
非流动资产	1,455	1,192	1,207	1,226
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	462	453	441	428
无形资产	129	122	118	114
在建工程	70	50	50	50
其他	794	567	597	633
资产总计	5,579	6,050	7,199	8,264
流动负债	1,266	1,127	1,362	1,300
短期借款	0	0	0	0
应付款项	185	87	241	55
预收账款	147	214	226	280
其他	934	827	895	965
非流动负债	182	32	32	33
长期借款	0	0	0	0
其他	182	32	32	33
负债合计	1,447	1,159	1,394	1,333
少数股东权益	1	1	1	1
归属母公司股东权益	4,130	4,890	5,804	6,929
负债和股东权益	5,579	6,050	7,199	8,264

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	942	792	1487	1437
净利润	728	970	1205	1487
折旧摊销	113	98	102	104
财务费用	20	10	14	14
投资损失	(39)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(174)	(358)	67	(288)
其它	295	121	149	170
投资活动现金流	(683)	(313)	(216)	(242)
资本支出	499	32	34	37
长期投资	1	2	3	4
其他	184	281	182	205
筹资活动现金流	(218)	(181)	(305)	(376)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(218)	(181)	(305)	(376)
现金净增加额	41	298	966	819

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,885	3,613	4,404	5,314
营业成本	652	791	940	1,105
营业税金及附加	25	32	39	47
营业费用	1,036	1,316	1,597	1,922
管理费用	196	245	297	356
研发费用	84	108	132	159
财务费用	7	10	14	14
资产减值损失	(99)	127	146	169
公允价值变动损益	5	5	5	5
投资净收益	39	50	50	50
其他经营收益	23	15	15	15
营业利润	855	1,141	1,418	1,750
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	856	1,141	1,418	1,750
所得税	128	171	213	262
净利润	728	970	1,205	1,487
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	728	970	1,205	1,487
EBITDA	1,042	1,291	1,600	1,965
EPS (最新摊薄)	1.27	1.70	2.11	2.61

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	6.06%	25.26%	21.87%	20.67%
营业利润	15.93%	33.43%	24.26%	23.37%
归属母公司净利润	16.50%	33.33%	24.26%	23.37%
获利能力				
毛利率	77.40%	78.10%	78.65%	79.21%
净利率	25.22%	26.85%	27.37%	27.99%
ROE	19.72%	21.50%	22.54%	23.35%
ROIC	20.60%	21.93%	22.97%	23.68%
偿债能力				
资产负债率	25.94%	19.16%	19.36%	16.13%
净负债比率	35.03%	23.70%	24.01%	19.23%
流动比率	3.26	4.31	4.40	5.41
速动比率	2.65	3.42	3.60	4.46
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.62	0.66	0.69
应收账款周转率	10.84	13.00	13.50	14.00
应付账款周转率	3.29	4.30	4.30	5.30
每股指标(元)				
每股收益	1.27	1.70	2.11	2.61
每股经营现金	1.65	1.39	2.61	2.52
每股净资产	7.24	8.57	10.17	12.14
估值比率				
P/E	26.28	19.71	15.86	12.86
P/B	4.63	3.91	3.29	2.76
EV/EBITDA	14.39	11.05	8.21	6.15

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>