

比音勒芬 (002832.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

收入业绩再超预期,长期主义持续领跑

业绩简评

公司4月27日发布2022全年、1Q23单季度业绩,其中:2022全年实现收入28.85亿元(+6.1%)、实现归母净利润7.28亿元(+16.5%);1Q23实现收入10.79亿元(+33.1%)、实现归母净利润3亿元(+41.36%),超预期。

经营分析

长期主义穿越周期,22年实现收入、盈利双升。22年公司坚持逆势扩张,净增门店91家至1191家(直营净增47家至579家/加盟净增44家至612家),叠加同店稳健增长、线上同比大增37%,带动收入同增6%;同时公司继续全面夯实品牌影响力,毛利率同增0.7pct至77%、净利率同增2.26pct至16.5%,持续领跑行业。其中4Q22由于疫情扰动线下经营,收入、归母净利分别下滑12.16%、6.88%至6.6亿元、1.54亿元,表现仍好于行业平均水平。

1Q23业绩超预期、存货周转加快。1Q23公司全渠道收入快速增长、毛利率维持75%左右高位水平,净利率同增1.56pct至27.8%,表现亮眼。营运方面,公司存货较年初减少12.4%至6.53亿元、不升反降,存货周转天数同比加快57.43天;经营净现金流近5亿元,净现比约1.7,经营质量优秀。展望全年,预计公司业绩仍将保持30%以上快速高质量增长。

收购国际奢侈品牌,纳入新增长极。公司4.4日公告将通过持有99.86%股份的广州厚德载物产业投资基金收购Cerruti新加坡和Cerruti法国、以及K&C新加坡三家公司100%股权,从而间接收购国际奢侈品牌“CERRUTI1881”和“KENT&CURWEN”的全球商标所有权。作为拥有运动时尚基因的百年奢侈品牌,本次收购标的有望与公司产生协同效应、开启外延+内生快速增长。叠加22年以来公司高尔夫系列优化升级、单独开店,24将打造专业战袍助力国家队征战奥运,公司有望构建高端时尚+专业运动+国际多元等多方位全面领先的品牌矩阵,持续领跑。

投资建议

公司作为高端运动休闲龙头,高质量产品与精准营销深度绑定高消费力男性客群,继续发力高尔夫赛道,渠道扩容叠加产品迭代下品牌独特调性得到巩固,业绩韧性与成长性优势突出。我们预计2023~25年公司归母净利润为9.66/11.92/14.71亿元,对应PE为20/16/13倍,维持“买入”评级。

风险提示

疫情导致终端需求恢复不及预期,品牌运营不及预期。

纺织服装组

分析师:杨欣(执业S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

市价(人民币):33.51元

相关报告:

- 《逆势不改强劲增长,势能引领全年可期-比音勒芬22三季报点评》,2022.10.18
- 《高端国牌领军者,逆势增长全年可期-比音勒芬深度》,2022.9.29



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,720	2,885	3,823	4,594	5,459
营业收入增长率	18.09%	6.06%	32.53%	20.17%	18.83%
归母净利润(百万元)	625	728	966	1,192	1,472
归母净利润增长率	25.20%	16.50%	32.82%	23.31%	23.55%
摊薄每股收益(元)	1.135	1.275	1.693	2.088	2.580
每股经营性现金流净额	1.63	1.65	0.58	2.01	2.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.24%	17.62%	19.65%	20.18%	20.62%
P/E	22.43	20.09	19.79	16.05	12.99
P/B	4.32	3.54	3.89	3.24	2.68

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,303	2,720	2,885	3,823	4,594	5,459
增长率	18.1%	18.1%	6.1%	32.5%	20.2%	18.8%
主营业务成本	-602	-634	-652	-854	-1,003	-1,221
%销售收入	26.1%	23.3%	22.6%	22.3%	21.8%	22.4%
毛利	1,702	2,086	2,233	2,969	3,591	4,239
%销售收入	73.9%	76.7%	77.4%	77.7%	78.2%	77.6%
营业税金及附加	-14	-24	-25	-29	-34	-41
%销售收入	0.6%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-885	-1,041	-1,036	-1,405	-1,686	-1,965
%销售收入	38.4%	38.3%	35.9%	36.8%	36.7%	36.0%
管理费用	-133	-156	-196	-249	-289	-317
%销售收入	5.8%	5.7%	6.8%	6.5%	6.3%	5.8%
研发费用	-65	-83	-100	-134	-147	-164
%销售收入	2.8%	3.1%	3.5%	3.5%	3.2%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	605	781	875	1,153	1,434	1,752
%销售收入	26.3%	28.7%	30.3%	30.2%	31.2%	32.1%
财务费用	-10	-22	8	16	26	45
%销售收入	0.4%	0.8%	-0.3%	-0.4%	-0.6%	-0.8%
资产减值损失	-54	-78	-97	-79	-117	-124
公允价值变动收益	0	3	5	0	0	0
投资收益	25	39	39	48	60	60
%税前利润	4.2%	5.3%	4.6%	4.2%	4.3%	3.5%
营业利润	582	738	855	1,138	1,403	1,733
营业利润率	25.3%	27.1%	29.6%	29.8%	30.5%	31.7%
营业外收支	3	-5	0	-1	-1	-1
税前利润	585	733	856	1,137	1,402	1,732
利润率	25.4%	26.9%	29.7%	29.7%	30.5%	31.7%
所得税	-86	-108	-128	-171	-210	-260
所得税率	14.8%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	499	625	728	966	1,192	1,472
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	499	625	728	966	1,192	1,472
净利率	21.7%	23.0%	25.2%	25.3%	25.9%	27.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	499	625	728	966	1,192	1,472
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	147	372	431	185	244	270
非经营收益	-31	-29	-42	-31	-48	-55
营运资金变动	21	-70	-174	-778	-198	-229
经营活动现金净流	637	898	942	343	1,190	1,458
资本开支	-95	-215	-499	-63	-294	-296
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-950	32	-184	48	60	60
投资活动现金净流	-1,045	-184	-683	-15	-234	-236
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	681	0	0	-52	-25	17
其他	-156	-225	-218	-186	-213	-241
筹资活动现金净流	525	-225	-218	-237	-238	-224
现金净流量	118	489	41	90	718	998

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	579	1,083	1,145	1,196	1,886	2,864
应收款项	355	370	325	471	579	688
存货	608	660	746	798	837	911
其他流动资产	1,538	1,532	1,909	2,281	2,349	2,425
流动资产	3,079	3,645	4,124	4,747	5,651	6,888
%总资产	82.1%	75.0%	73.9%	77.3%	78.4%	80.2%
长期投资	93	98	10	10	10	10
固定资产	288	393	532	581	625	660
%总资产	7.7%	8.1%	9.5%	9.5%	8.7%	7.7%
无形资产	220	225	241	391	530	658
非流动资产	669	1,218	1,455	1,396	1,557	1,706
%总资产	17.9%	25.0%	26.1%	22.7%	21.6%	19.8%
资产总计	3,749	4,863	5,579	6,143	7,208	8,594
短期借款	0	197	202	180	155	172
应付款项	179	220	322	276	325	392
其他流动负债	488	664	742	660	745	832
流动负债	667	1,082	1,266	1,117	1,225	1,396
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	663	535	182	106	77	57
负债	1,331	1,617	1,447	1,222	1,302	1,453
普通股股东权益	2,417	3,245	4,130	4,919	5,904	7,140
其中：股本	524	550	571	591	591	591
未分配利润	1,414	1,810	2,339	3,128	4,113	5,349
少数股东权益	1	1	1	1	1	1
负债股东权益合计	3,749	4,863	5,579	6,143	7,208	8,594

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.952	1.135	1.275	1.693	2.088	2.580
每股净资产	4.612	5.897	7.237	8.619	10.345	12.510
每股经营现金净流	1.215	1.631	1.651	0.580	2.013	2.467
每股股利	0.500	0.500	0.300	0.300	0.350	0.400
回报率						
净资产收益率	20.64%	19.24%	17.62%	19.65%	20.18%	20.62%
总资产收益率	13.31%	12.84%	13.04%	15.73%	16.53%	17.13%
投入资本收益率	16.90%	17.85%	17.14%	19.21%	20.11%	20.36%
增长率						
主营业务收入增长率	26.17%	18.09%	6.06%	32.53%	20.17%	18.83%
EBIT 增长率	26.50%	29.12%	12.04%	31.75%	24.40%	22.14%
净利润增长率	22.68%	25.20%	16.50%	32.82%	23.31%	23.55%
总资产增长率	48.50%	29.73%	14.72%	10.11%	17.33%	19.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.0	39.0	33.7	36.0	37.0	37.0
存货周转天数	388.9	364.9	393.5	375.0	376.0	368.0
应付账款周转天数	59.0	67.4	87.1	66.0	66.0	66.0
固定资产周转天数	37.9	32.8	58.4	46.0	39.1	32.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.99%	-38.07%	-56.20%	-48.67%	-52.66%	-57.00%
EBIT 利息保障倍数	62.4	35.8	-112.5	-73.2	-55.7	-39.2
资产负债率	35.50%	33.24%	25.94%	19.90%	18.07%	16.90%

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

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	2022-09-29	买入	22.12	26.59~26.59
2	2022-10-18	买入	22.32	N/A

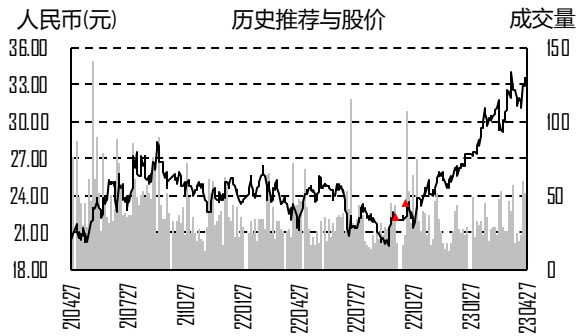
来源：国金证券研究所

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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402