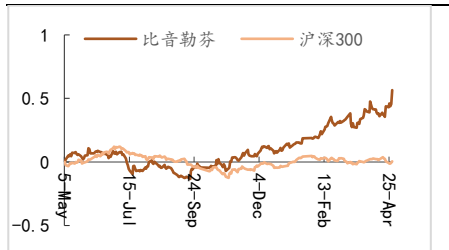


评级： 买入

陈梦
首席分析师
SAC 执证编号：S0110521070002
chenmeng@sczq.com.cn
电话：010-81152649

郭琦
研究助理
guoqi@sczq.com.cn
电话：010-81152647

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	36.04
一年内最高/最低价（元）	36.29/19.70
市盈率（当前）	25.22
市净率（当前）	4.64
总股本（亿股）	5.71
总市值（亿元）	205.68

资料来源：聚源数据

相关研究

- 比音勒芬(002832)2022年三季报点评：业绩增长领跑行业，经营质量持续提升
- 比音勒芬(002832)2022年中报点评：盈利能力优化，业绩韧性凸显
- 比音勒芬(002832)2021年年报及2022年一季报点评：多措并举驱动增长，2022开年业绩靓丽

核心观点

事件：公司发布2022年年报及2023年一季报，2022年公司实现营业收入28.85亿元，同比+6.06%；实现归母净利润7.28亿元，同比+16.5%。2023Q1实现营业收入10.79亿元，同比+33.13%；实现归母净利润3.01亿元，同比+41.36%。拟每10股派发现金红利3元。

点评：

- **2022年线上及加盟表现亮眼，23Q1业绩增速领先同行。**分渠道看，2022年公司线上/直营/加盟渠道分别实现收入1.68/17.8/9.37亿元，分别同比+37%/ -7%/ +37.1%，直营受疫情影响较大；加盟实现门店规模及店效的双增长；公司通过直播平台将客户向线上引流，叠加低基数影响，电商渠道快速增长。从门店数量看，2022年公司直营/加盟门店分别净开47/44家至579/612家，疫情下仍实现逆势开店。**分季度看**，22Q4/23Q1营收分别同比-12.16%/+33.13%；归母净利润分别同比-6.9%/+41.4%。伴随客流复苏，公司收入及利润环比改善显著，经营表现领先同行。
- **盈利能力持续提升，存货压力逐步缓解。**2022年公司毛利率+0.71pct至77.4%，其中线上/直营/加盟业务分别同增12.5/1/2.1pcts。销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.4/+1/+0.4/-1.1pcts至35.9%/6.8%/3.5%/-0.3%，公司成本管控有力，门店运营及宣传费用减少使得销售费率下降；财务费率下降主因本期可转债全部转股，利息支出减少。综合影响下，净利率+2.3pcts至25.2%。23Q1毛利率+0.2pct至75.7%；期间费用率-2.3pcts至40.4%，主要由于销售费率减少；净利率+1.6pcts至27.9%。截至23Q1，公司存货6.5亿元，较期初-12.5%，客流恢复带动存货压力缓解。
- **内生增长&外延拓展加快品牌多样化、国际化布局。**公司于期内合计投资9500万欧元收购国际奢侈品牌“CERRUTI1881”和“KENT&CURWEN”全球商标所有权，旨在推进品牌多样化、国际化、高端化布局，提升行业影响力及竞争力，品牌协同效应下市占率、利润率及成本有望进一步优化。公司将在激发内生增长潜力同时，择机加大外延拓展力度。
- **投资建议：**公司卡位优质赛道，丰富品牌矩阵并持续提升产品力及渠道力，内生增长&外延拓展推动市占率进一步提升。我们微调公司盈利预测，预计公司23/24/25年归母净利润为9.6/12/14.6亿元（原预测23/24年9.8/11.7亿元），对应当前市值PE为21/17/14倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**消费复苏不及预期，收购整合不及预期，市场竞争加剧。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	28.85	35.92	43.82	52.20
同比增速(%)	6.1%	24.5%	22.0%	19.1%
归母净利润(亿元)	7.28	9.61	11.97	14.59
同比增速(%)	16.5%	32.0%	24.7%	21.8%
EPS(元/股)	1.27	1.68	2.10	2.56
PE(倍)	28	21	17	14

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,124	5,103	6,146	7,470	经营活动现金流	942	104	661	1,387
现金	1,145	1,128	1,535	2,592	净利润	728	961	1,197	1,459
应收账款	253	357	460	515	折旧摊销	113	68	78	88
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	20	8	7	2
预付账款	28	78	83	94	投资损失	-39	-65	-68	-71
存货	746	864	1,023	1,221	营运资金变动	98	-835	-601	-136
其他	1,952	2,676	3,045	3,048	其它	22	-31	47	45
非流动资产	1,455	1,560	1,659	1,751	投资活动现金流	-683	-173	-178	-180
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-261	-124	-136	-146
固定资产	462	469	476	474	长期投资	0	0	0	0
无形资产	129	133	139	146	其他	-422	-49	-42	-34
其他	794	843	884	918	筹资活动现金流	-218	52	-76	-150
资产总计	5,579	6,663	7,805	9,221	短期借款	-280	150	150	150
流动负债	1,266	1,609	1,903	2,291	长期借款	5	50	50	50
短期借款	0	100	200	300	其他	233	327	283	313
应付账款	185	161	206	253	现金净增加额	41	-17	407	1,057
其他	90	90	90	90					
非流动负债	182	232	282	332	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	50	100	150	成长能力				
其他	182	182	182	182	营业收入	6.1%	24.5%	22.0%	19.1%
负债合计	1,448	1,841	2,185	2,623	营业利润	15.9%	31.8%	24.7%	21.9%
少数股东权益	1	1	1	1	归属母公司净利润	16.5%	32.0%	24.7%	21.8%
归属母公司股东权益	4,130	4,821	5,619	6,597	获利能力				
负债和股东权益	5,579	6,663	7,805	9,221	毛利率	77.4%	77.9%	78.2%	78.5%
					净利率	25.2%	26.7%	27.3%	27.9%
					ROE	17.6%	19.9%	21.3%	22.1%
					ROIC	29.3%	29.5%	28.8%	27.9%
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
营业收入	2,885	3,592	4,382	5,220	资产负债率	25.9%	27.6%	28.0%	28.4%
营业成本	652	794	954	1,123	净负债比率	9.3%	11.1%	12.2%	12.6%
营业税金及附加	25	28	35	44	流动比率	3.3	3.2	3.2	3.3
营业费用	1,036	1,293	1,569	1,858	速动比率	2.7	2.6	2.7	2.7
研发费用	100	119	145	167	营运能力				
管理费用	196	233	280	329	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
财务费用	-8	8	7	2	应收账款周转率	10.8	11.8	10.7	10.7
资产减值损失	-99	-80	-80	-80	应付账款周转率	4.2	4.6	5.2	4.9
公允价值变动收益	5	5	5	5	每股指标(元)				
投资净收益	39	60	63	66	每股收益	1.27	1.68	2.10	2.56
营业利润	855	1,127	1,406	1,714	每股经营现金	1.65	0.18	1.16	2.43
营业外收入	4	4	3	3	每股净资产	7.24	8.45	9.85	11.56
营业外支出	3	3	3	3	估值比率				
利润总额	856	1,128	1,406	1,714	P/E	28	21	17	14
所得税	128	167	209	255	P/B	5	4	4	3
净利润	728	961	1,197	1,459					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	728	961	1,197	1,459					
EBITDA	961	1,203	1,492	1,804					
EPS (元)	1.27	1.68	2.10	2.56					

分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2021年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

郭琦，纺织服装行业研究助理，美国波士顿大学金融数学硕士，2021年6月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级 买入 增持 中性 减持	相对沪深300指数涨幅15%以上 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级 看好 中性 看淡	行业超越整体市场表现 行业与整体市场表现基本持平 行业弱于整体市场表现