

买入 (上调)

比音勒芬 (002832)

2022 年报及 2023 年一季报点评: 衣茅再超预期, 中高端男装龙头稳健领跑

2023 年 5 月 3 日

市场数据

日期	2023-4-28
收盘价(元)	36.04
总股本(百万股)	571
流通股本(百万股)	389
净资产(百万元)	4,431
总资产(百万元)	5,886
每股净资产(元)	7.76

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

分析师:

赵树理

zhaoshuli@xyzq.com.cn

S0190518020001

研究助理:

韩欣

hanxin@xyzq.com.cn

投资要点

- 公司公布 2022 年报及 2023 年一季报, 一季报收入利润超预期。①2022 年公司实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 28.85/7.28/6.71 亿元, 分别同比 +6.06%/+16.5%/+15.56%。②2022Q4 单季度公司实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 6.6/1.54/1.37 亿元, 分别同比 -12.16%/-6.88%/-10.11%。③2023Q1 公司实现收入/归母净利润/扣非净利润 10.79/3.01/2.88 亿元, 分别同比 +33.13%/+41.36%/+42.74%。
- 线上及加盟渠道增长较好。全年分渠道看, 2022 年公司线上/直营/加盟分别实现收入 1.68/17.80/9.37 亿元, yoy+37.02%/-7.01%/+37.11%, 直营/加盟分别净增门店 47/44 家, 直营门店平均店效同比下滑 14.6%至 307.4 万元/家。线上毛利率大幅增长 12.49pct 至 63.42%, 加盟毛利率同比增长 2.07pct 至 70.97%, 直营毛利率稳中有升, 同比增长 0.99pct 至 82.10%。
- 2022 年销售费用率下降带动公司盈利水平提升。①2022 年公司实现毛利率/归母净利率/扣非归母净利率 77.4%/25.22%/23.24%, 分别同比 +0.71pct/+2.26pct/+1.91pct。②2022 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 35.92%/6.78%/3.47%/-0.27%, 分别同比 -2.35pct/+1.04pct/+0.41pct/-1.07pct。财务费用率下降主要系可转债已全部转股, 利息支出减少所致。
- 22Q4 毛利率及净利率水平提升。2022Q4 单季度公司实现毛利率/归母净利率/扣非归母净利率 86.09%/23.35%/20.7%, 分别同比 +5.87pct/+1.32pct/+0.47pct。2022Q4 单季度公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 37.4%/11.69%/4.47%/0.51%, 分别同比 -1.58pct/+4.24pct/+0.8pct/-2.37pct。
- 23Q1 利润超预期增长, 主要系销售费用率同比下滑 1.34pct。①2023Q1 公司实现毛利率/归母净利率/扣非归母净利率 75.71%/27.87%/26.68%, 分别同比 +0.23pct/+1.62pct/+1.8pct。②2023Q1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 33.25%/4.88%/3.05%/-0.76%, 分别同比 -1.34pct/-0.5pct/-0.08pct/-0.38pct。
- 23Q1 库存消化良好, 存货周转天数下降。①2022 年期末公司应收账款账面价值/存货账面价值/应付账款账面价值分别为 2.53/7.46/1.85 亿元, 分别同比 -9.71%/+12.93%/+46.04%; 应收账款周转天数/存货周转天数/应付账款周转天数分别为 33/388/86 天, 分别同比 -5/+28/+19 天。②2023Q1 期末公司应收账款账面价值/存货账面价值/应付账款账面价值/分别为 3.14/6.53/2.32 亿元, 分别同比 +30.13%/-0.12%/+45.34%; 应收账款周转天数/存货周转天数/应付账款周转天数分别为 24/240/72 天, 分别同比 -5/-57/+7 天。

- **盈利预测:** 随着疫后复苏,公司 23Q1 在高基数的背景下仍大幅超预期,展现公司强大的品牌力,用户粘性和复购率优异。23 年 4 月公司公布收购国际奢侈品牌“CERRUTI 1881”和“KENT&CURWEN”的全球商标所有权,同时高尔夫系列积极拓展,覆盖人群面不断拓宽,市场扩容。短中长期看,公司主品牌的品牌力愈发彰显,第二成长曲线成长力将逐渐爆发,我们调高公司评级至“买入”。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 10.01/12.26/15.25 亿元,yoy+37.5%/+22.5%/+24.4%,对应 4 月 28 日收盘价,PE 分别为 20.6X/16.8X/13.5X。
- **风险提示:** 疫情反复,消费环境恢复不及预期,线下客流恢复不及预期

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2885	3704	4598	5642
同比增长	6.1%	28.4%	24.1%	22.7%
归母净利润(百万元)	728	1001	1226	1525
同比增长	16.5%	37.5%	22.5%	24.4%
毛利率	77.4%	76.9%	77.0%	77.2%
ROE	17.6%	20.2%	20.7%	21.3%
每股收益(元)	1.27	1.75	2.15	2.67
市盈率	28.3	20.6	16.8	13.5

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4124	5032	6198	7562
货币资金	1145	1778	2584	3590
交易性金融资产	1379	1379	1379	1379
应收票据及应收账款	253	316	397	484
预付款项	28	37	46	56
存货	746	912	1165	1393
其他	574	610	627	661
非流动资产	1455	1363	1270	1175
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	462	476	472	458
在建工程	70	36	18	10
无形资产	129	123	116	110
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	111	46	-19	-85
其他	683	683	683	683
资产总计	5579	6395	7468	8737
流动负债	1266	1253	1358	1411
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	231	257	344	407
其他	1034	995	1014	1005
非流动负债	182	182	182	182
长期借款	0	0	0	0
其他	182	182	182	182
负债合计	1447	1434	1540	1593
股本	571	571	571	571
资本公积	894	894	894	894
未分配利润	2339	3131	4052	5212
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	4131	4961	5928	7145
负债及权益合计	5579	6395	7468	8737

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	728	1001	1226	1525
折旧和摊销	113	111	114	114
资产减值准备	97	80	-31	41
资产处置损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动损失	-5	-5	-5	-5
财务费用	20	0	-23	-36
投资损失	-39	-39	-39	-39
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-174	-301	-158	-281
经营活动产生现金流量	942	844	1082	1317
投资活动产生现金流量	-683	-40	-40	-39
融资活动产生现金流量	-218	-171	-235	-272
现金净变动	41	633	807	1005
现金的期初余额	1058	1145	1778	2584
现金的期末余额	1099	1778	2584	3590

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2885	3704	4598	5642
营业成本	652	857	1056	1285
税金及附加	25	33	40	50
销售费用	1036	1269	1632	2003
管理费用	196	213	264	324
研发费用	100	129	160	196
财务费用	-8	0	-23	-36
其他收益	23	23	23	23
投资收益	39	39	39	39
公允价值变动收益	5	5	5	5
信用减值损失	2	2	2	2
资产减值损失	-99	-99	-99	-99
资产处置收益	2	2	2	2
营业利润	855	1176	1441	1793
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	856	1177	1441	1793
所得税	128	176	216	268
净利润	728	1001	1226	1525
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	728	1001	1226	1525
EPS(元)	1.27	1.75	2.15	2.67

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	6.1%	28.4%	24.1%	22.7%
营业利润增长率	15.9%	37.5%	22.5%	24.4%
归母净利润增长率	16.5%	37.5%	22.5%	24.4%
盈利能力				
毛利率	77.4%	76.9%	77.0%	77.2%
归母净利率	25.2%	27.0%	26.7%	27.0%
ROE	17.6%	20.2%	20.7%	21.3%
偿债能力				
资产负债率	25.9%	22.4%	20.6%	18.2%
流动比率	3.26	4.02	4.56	5.36
速动比率	2.67	3.29	3.71	4.37
营运能力				
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收帐款周转率	10.5	12.8	12.7	12.6
存货周转率	0.9	1.0	1.0	1.0
每股资料(元)				
每股收益	1.27	1.75	2.15	2.67
每股经营现金	1.65	1.48	1.90	2.31
每股净资产	7.24	8.69	10.38	12.52
估值比率(倍)				
PE	28.3	20.6	16.8	13.5
PB	5.0	4.1	3.5	2.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn