

# 比音勒芬 (002832.SZ)

## 2019 业绩强劲增长，未来可期

公司 2019 业绩同增 30%-50%。据公司公告披露，2019 业绩预计为 3.8-4.4 亿元，同增 30%-50%，业绩强劲增长。据我们判断，业绩增长主要来自于：1) 我们预计公司 2019 收入端同比增长 20%-25% (其中同店实现双位数增长，开店贡献 10%左右)；2) 终端表现良好，毛利率提升明显，同时费用管控得力带来净利率的提升。

**公司内生+外延带来收入强劲增长。产品端：**1) 产品定位运动时尚细分市场，重视产品品质同时给消费者提供多样化选择，当前已有上千 SKU，推出故宫 IP 等合作系列引燃市场；2) 加强品牌运营，赞助国家队，重视明星代言 (先后与杨烁、江一燕、乔振宇合作) 并推出明星合作产品引流。**渠道端：**1) 开店计划稳步推进，截至 2019 年 H1 公司拥有终端 798 家，我们判断公司今年净开门店 80-100 家，明年开店有望趋势延续；2) 店铺运营管理扎实，渠道管理系统化，门店管理、店员培训等均行业领先；3) 渠道结构合理，公司以 10:1 的比例布局奥莱渠道，同时严格把控过季产品的销售折扣。**客户维护：**终端会员管理体系完善，会员复购率高，销售占比约 60%。

**备货影响下存货体量较高，但存货结构较为健康。**公司备货充足以及为新品牌威尼斯备货带来存货体量较高，2019 年前三季度应收账款周转天数较去年同期增长 3 天至 20 天；存货周转天数较去年同期增长 122 天至 414 天。但公司对加盟商采取积极换货政策，保证加盟商存货周转健康。且公司奥莱店发展较好，能以相对较小折扣顺利消化库存，当前售罄率 60%-70%，折扣水平持续改善。整体来看，公司存货结构仍较为健康。

**2020 年展店持续，业绩增长趋势延续。**运动休闲市场景气度高，我们预计公司扩张态势有望延续，2019 年主品牌展店顺利，预计 2020 年仍然保持 100 家左右的展店速度，同店增长持续。新品牌威尼斯当前仍处于孵化阶段，随着旅游度假市场的成长，该品牌也迎来自身的发展机会，综上所述我们预计明年收入增速 20%+。随着公司业务规模的增长，运营效率持续提升，业绩增速有望超过收入增速实现快速增长。

**投资建议。**公司定位运动时尚细分市场，终端表现优异。伴随渠道扩张以及运营效率提高，业绩快速增长。我们预计公司 2019/2020/2021 年净利润 4.08/5.16/6.38 亿元。现价 25.15 元，对应 20 年 PE15 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**旅游度假产品销售不达预期；消费市场景气度回落。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1054	1,476	1,891	2,370	2,855
增长率 yoy (%)	25.2	40.0	28.1	25.4	20.4
归母净利润 (百万元)	180.2	292	408	516	638
增长率 yoy (%)	35.9	62.2	39.6	26.5	23.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.58	0.95	1.32	1.68	2.07
净资产收益率 (%)	12.5	17.9	20.0	20.2	20.0
P/E (倍)	43.0	26.5	19.0	15.0	12.2
P/B (倍)	5.37	4.76	3.81	3.04	2.43

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

### 股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
最新收盘价	25.15
总市值(百万元)	7,753.15
总股本(百万股)	308.28
其中自由流通股(%)	96.06
30 日日均成交量(百万股)	1.00

### 股价走势



### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

研究助理 杨莹

邮箱: yangying1@gszq.com

研究助理 刘家薇

邮箱: liujiawei@gszq.com

### 相关研究

1、《比音勒芬 (002832.SZ): Q3 增长提速，全年业绩确定性高》2019-10-19

2、《比音勒芬 (002832.SZ): Q3 增长如期提速，全年高增长确定》2019-09-15

3、《比音勒芬 (002832.SZ): 终端靓丽，下半年业绩有望提速》2019-08-29



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1505	1813	2236	2900	3503
现金	694	543	944	1198	1790
应收账款	54	104	98	156	150
其他应收款	27	0	34	9	43
预付账款	98	99	154	163	218
存货	349	622	563	931	859
其他流动资产	284	443	443	443	443
<b>非流动资产</b>	227	307	293	321	349
长期投资	0	0	0	0	0
固定投资	5	9	29	43	50
无形资产	108	112	123	136	153
其他非流动资产	113	186	141	142	146
<b>资产总计</b>	1732	2119	2529	3221	3852
<b>流动负债</b>	289	479	481	657	651
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	30	63	50	92	78
其他流动负债	259	417	431	565	573
<b>非流动负债</b>	0	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	11	11	11	11
<b>负债合计</b>	289	490	492	668	662
少数股东权益	0	1	1	1	1
股本	107	181	308	308	308
资本公积	631	556	429	429	429
留存收益	705	891	1298	1814	2452
归属母公司股东收益	1443	1628	2036	2552	3190
<b>负债和股东权益</b>	1732	2119	2529	3221	3852

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	126	171	432	290	621
净利润	180	292	408	516	638
折旧摊销	9	20	52	21	29
财务费用	0	0	-5	-7	-22
投资损失	-5	-14	-3	-6	-7
营运资金变动	-77	-158	-21	-234	-17
其他经营现金流	20	30	-0	-0	-0
<b>投资活动净现金流</b>	-373	-216	-36	-43	-50
资本支出	-147	-105	14	-28	-28
长期投资	0	0	-52	-21	-29
其他投资现金流	-226	-110	3	6	7
<b>筹资活动净现金流</b>	-28	-136	5	7	22
短期借款	0	0	5	7	22
长期借款	0	0	0	-0	0
普通股增加	0	75	127	0	0
资本公积增加	0	-75	-127	0	0
其他筹资现金流	-28	-136	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-274	-181	401	254	592

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1054	1476	1891	2370	2855
营业成本	365	542	662	834	999
营业税金及附加	11	15	19	24	29
营业费用	344	438	559	695	841
管理费用	118	108	170	212	260
财务费用	-10	-7	-5	-7	-22
资产减值损失	5	14	10	14	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	14	3	6	7
<b>营业利润</b>	229	337	478	605	747
营业外收入	4	7	3	4	4
营业外支出	2	0	1	1	1
<b>利润总额</b>	232	344	480	607	750
所得税	52	51	72	91	113
<b>净利润</b>	180	292	408	516	638
少数股东收益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	180	292	408	516	638
EBITDA	240	365	510	597	735
EPS (元/股)	0.58	0.95	1.32	1.68	2.07

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	25.2	40.0	28.1	25.4	20.4
营业利润 (%)	31.5	47.1	41.7	26.5	23.5
归属母公司净利润 (%)	35.9	62.2	39.6	26.5	23.5
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	65.4	63.3	65.0	64.8	65.0
净利率 (%)	17.1	19.8	21.6	21.8	22.3
ROE (%)	12.5	17.9	20.0	20.2	20.0
ROIC (%)	11.4	17.0	19.0	19.1	18.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	16.7	23.1	19.5	20.7	17.2
净负债比率 (%)	-48.1	-33.4	-46.3	-46.9	-56.1
流动比率	5.2	3.8	4.6	4.4	5.4
速动比率	4.0	2.5	3.5	3.0	4.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	20.7	18.7	18.7	18.7	18.7
应付账款周转率	12.2	11.7	11.7	11.7	11.7
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.58	0.95	1.32	1.68	2.07
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.41	0.55	1.40	0.94	2.01
每股净资产 (最新摊薄)	4.68	5.28	6.61	8.28	10.35
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	43.02	26.53	19.00	15.01	12.15
P/B	5.37	4.76	3.81	3.04	2.43
EV/EBITDA	29.46	19.6	13.3	10.9	8.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com