

运动时尚热潮带动下 Q2 增长再提速，继续推荐！

买入（维持）

2018年08月19日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1054.43	1388.36	1821.33	2228.62
同比（%）	25.2%	31.7%	31.2%	22.4%
归母净利润（百万元）	180.22	260.94	363.76	476.17
同比（%）	35.9%	44.8%	39.4%	30.9%
每股收益（元/股）	1.69	1.44	2.01	2.63
P/E（倍）	37.49	25.89	18.57	14.19

投资要点

- **事件：**公司公布中报：18H1 收入同增 36.50% 至 6.76 亿元，归母净利同增 45.84% 至 1.22 亿元，扣非归母净利同增 38.06% 至 1.14 亿元。具体到 18Q2，公司收入同增 44.85% 至 3.05 亿元，归母净利同增 56.58% 至 0.38 亿元，扣非归母净利同增 26.24% 至 0.29 亿元。
- **收入端：**运动时尚需求崛起，渠道拓张同时同店增长亮眼。运动时尚热潮延续，FILA 为例，18H1 在拓店至 1248 家（+44%）同时 CLASSIC 系列单店单月销售提升至 60 万（+40% 以上），体现运动休闲市场需求崛起。比音勒芬作为高端休闲代表 18H1 增长迅猛，更在原有产品系列基础上以威尼斯品牌大力发展度假旅游系列（定价比主品牌低 50%）持续拓展客户群占据蓝海。H1/Q2 收入同增 37%/45% 至 6.8/3.1 亿元，截至 18H1 直营/加盟/渠道总数分别 314（+10%）/371（+17%）/685（+14%）家，估计 18H1 同店增速超过 20%，表现亮眼。
- **毛利率提升+控费优秀，盈利能力持续提升。**18H1 毛利率提升 0.7pp 至 63.8%，加之销售费用率下降带来期间费用率下降 0.8pp 至 38.6%，由此营业利润同增 49%，所得税率微升致净利润同增 46% 至 1.22 亿元；单 Q2 来看，收入同增 45%，毛利率提升 0.4pp 至 63.8%，销售费用率下降带动期间费用率降 1.1pp 至 45.9%，从而带动营业利润同增 63%，所得税率上升下净利润同增 57% 至 3751 万元。
- **经营现金流和周转整体健康。**存货由年初 3.5 亿元增长至 4.45 亿元，主要由于新开门店铺货需求增长以及为秋冬产品进行充足备货，以应对快速增长的终端需求；渠道回款健康，应收账款周转天数较 17H1 下降 1 天至 15 天。现金流方面，销售商品获得现金流入同比增长 31% 至 7.73 亿元，与收入增长基本匹配，但本期由于新店铺货及秋冬备货较上年同期大幅增加，导致经营现金净流出同增 55% 至 7.45 亿元，经营净现金流由此下降至 4096 万元。
- **盈利预测与投资评级：**运动休闲市场需求崛起、公司“三高一新”思路下产品设计、面料创新领先，产品力、品牌力、渠道力持续提升，作为高端运动时尚品牌定位精准、度假旅游新品牌未来发展前景广阔，预计公司 18/19/20 年利润同增 45%/39%/31% 至 2.6/3.6/4.8 亿元，对应 PE26/19/14X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**终端零售遇冷、展店不及预期、同店增长不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.26
一年最低/最高价	28.70/44.41
市净率(倍)	4.63
流通 A 股市值(百万元)	2943.48

基础数据

每股净资产(元)	8.04
资产负债率(%)	19.03
总股本(百万股)	181.34
流通 A 股(百万股)	79.00

相关研究

- 1、《比音勒芬 (002832)：Q2 增长再提速，厚积薄发的高尔夫时尚服饰龙头表现亮眼》
2018-07-31
- 2、《比音勒芬首次覆盖：高尔夫时尚服饰龙头，开拓度假旅游系列打造新增长点》
2018-04-23

■ 事件:

公司公布中报: 18H1 收入同增 36.50% 至 6.76 亿元, 归母净利同增 45.84% 至 1.22 亿元, 扣非归母净利同增 38.06% 至 1.14 亿元。具体到 18Q2, 公司收入同增 44.85% 至 3.05 亿元, 归母净利同增 56.58% 至 0.38 亿元, 扣非归母净利同增 26.24% 至 0.29 亿元。

表 1: 比音勒芬 2018H1 收入和利润情况

	2017Q1	2018Q1	2017Q2	2018Q2	2017H1	2018H1
收入/亿元	2.84	3.70	2.11	3.05	4.95	6.76
YOY	20.26%	30.31%	22.09%	44.85%	21.03%	36.50%
归母净利/亿元	0.60	0.85	0.24	0.38	0.84	1.22
YOY	20.37%	41.55%	24.04%	56.58%	21.39%	45.84%
扣非归母净利/亿元	0.60	0.85	0.23	0.29	0.83	1.14
YOY	19.42%	42.68%	23.08%	26.24%	20.43%	38.06%

资料来源: wind, 东吴证券研究所

■ 收入端: 运动时尚需求崛起, 渠道拓张同时同店增长亮眼。运动时尚热潮延续, FILA 为例, 18H1 在拓店至 1248 家 (+44%) 同时 CLASSIC 系列单店单月销售提升至 60 万 (+40% 以上), 体现运动休闲市场需求崛起。比音勒芬作为高端休闲代表 18H1 增长迅猛, 更在原有产品系列基础上以威尼斯品牌大力发展度假旅游系列 (定价比主品牌低 50%) 持续拓展客户群占据蓝海。H1/Q2 收入同增 37%/45% 至 6.8/3.1 亿元, 截至 18H1 直营/加盟/渠道总数分别 314 (+10%) /371 (+17%) /685 (+14%) 家, 估计 18H1 同店增速超过 20%。

表 2: 比音勒芬 18H1 渠道情况

	2017H1	2018H1	净增	YOY	18H1 净开
总和	603	685	82	13.60%	33
直营	286	314	28	9.79%	20
加盟	317	371	54	17.03%	13

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

■ 毛利率提升+控费优秀, 盈利能力持续提升。随产品力提升, 18H1 公司毛利率同比提升 0.72pp 至 63.79%, 带动毛利同增 38.06% 至 4.31 亿元。同时, 受益于良好的控费能力, 18H1 期间费用率下降 0.81pp: 其中销售费用率同降 1.35pp 至 29.30%; 管理费用率因业务拓展及研发开支 (1549 万元) 等增加提升 0.32pp 至 10%。虽公司 18H1 较去年同期计提较多坏账损失 (近 20 万) 和存货跌价损失 (近 587 万元), 但由于投资收益 (602 万) 大幅增长及 18H1 获研究开发补助和专项补助合计 310.98 万元, 加之营业外收入 (其中政府补助 176.65 万) 大幅提升, 18H1 税前利润提升 49.96% 至 1.68 亿元, 归母净利润同增 45.84% 至 1.22 亿元, 净利率提升 1.16pp 至 18.12%, 盈利能力持续提升。

表 3: 比音勒芬 2018H1 财务数据拆解 (单位: 百万元)

	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
营业总收入	567.28	649.68	753.61	842.01	1,054.43	494.95	675.61
YOY		14.53%	16.00%	11.73%	25.23%	21.03%	36.50%
毛利润	346.86	403.24	472.25	524.44	689.64	312.17	430.98
YOY		16.25%	17.11%	11.05%	31.50%	21.17%	38.06%
毛利率	61.14%	62.07%	62.67%	62.28%	65.40%	63.07%	63.79%
期间费用率	37.74%	38.63%	39.64%	40.35%	42.88%	39.45%	38.64%
销售费用	167.15	197.49	229.00	261.85	343.58	151.66	197.92

销售费用率	29.47%	30.40%	30.39%	31.10%	32.58%	30.64%	29.30%
管理费用	46.41	56.23	73.38	81.35	118.45	47.94	67.57
管理费用率	8.18%	8.66%	9.74%	9.66%	11.23%	9.69%	10.00%
财务费用	0.51	-2.75	-3.65	-3.42	-9.90	-4.36	-4.46
财务费用率	0.09%	-0.42%	-0.48%	-0.41%	-0.94%	-0.88%	-0.66%
资产减值损失	-0.23	2.94	2.27	3.40	5.17	0.87	6.06
YOY		-1378.26%	-22.79%	49.78%	52.06%	12.99%	596.55%
投资净收益		0.32	1.18	2.57	5.27	1.08	6.02
YOY			268.75%	117.80%	105.06%	86.21%	457.41%
营业利润	126.36	142.46	164.39	174.49	229.39	111.55	166.28
YOY		12.74%	15.39%	6.14%	31.46%	20.90%	49.06%
加：营业外收入	4.30	1.34	1.57	2.56	4.35	0.56	1.77
YOY		-68.84%	17.16%	63.06%	69.92%	-	216.07%
利润总额	128.14	143.57	165.65	177.04	232.23	112.06	168.05
YOY		12.04%	15.38%	6.88%	31.17%	21.45%	49.96%
所得税率	25.18%	25.12%	25.63%	25.10%	22.40%	25.08%	27.13%
净利润	95.88	107.50	123.19	132.60	180.22	83.96	122.45
YOY		12.12%	14.60%	7.64%	35.91%	21.40%	45.84%
净利率	16.90%	16.55%	16.35%	15.75%	17.09%	16.96%	18.12%

数据来源：wind，东吴证券研究所

单季度来看，18Q2 收入同增 44.85% 至 3.05 亿元，毛利率较去年同期小幅上升，且虽管理费用率和财务费用率提升但控费良好使销售费用率下降致期间费用率降 1.08pp 至 45.92%。虽加大计提资产减值损失，但因 Q2 投资净收益的增长和获得研究开发和专项补助，营业利润同增 62.57% 至 5303 万元。此外，公司在 18Q2 获得 177 万元的政府补助致 Q2 税前利润同增 66.53% 至 5479 万元，净利润提升 56.62% 至 3751 万元。

表 4：比音勒芬分季度财务数据拆解（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业总收入	284.25	210.70	263.24	296.24	370.41	305.20
YOY	20.26%	22.09%	33.64%	25.48%	30.31%	44.85%
毛利润	178.68	133.49	180.65	196.82	236.36	194.62
YOY	21.00%	21.39%	47.84%	36.10%	32.28%	45.79%
毛利率	62.86%	63.36%	68.63%	66.44%	63.81%	63.77%
期间费用率	33.85%	47.00%	41.71%	49.66%	32.64%	45.92%
销售费用	72.45	79.21	78.71	113.21	94.97	102.95
销售费用率	25.49%	37.59%	29.90%	38.22%	25.64%	33.73%
管理费用	25.01	22.93	33.87	36.64	28.32	39.25
管理费用率	8.80%	10.88%	12.87%	12.37%	7.65%	12.86%
财务费用	-1.24	-3.12	-2.79	-2.75	-2.40	-2.06
财务费用率	-0.44%	-1.48%	-1.06%	-0.93%	-0.65%	-0.67%
资产减值损失	0.88	-0.01	1.61	2.69	1.29	4.77
YOY	225.93%	-102.00%	17.52%	113.49%	46.59%	-
投资净收益	0.40	0.68	1.84	2.35	2.88	3.14
YOY		17.24%	22.67%	379.59%	620.00%	361.76%

营业利润	78.93	32.62	68.13	49.71	113.25	53.03
YOY	20.05%	23.00%	42.95%	43.84%	43.48%	62.57%
加：营业外收入	0.23	0.33	3.93	-0.14		1.77
YOY	2200.00%		614.55%	-107.00%		436.36%
利润总额	79.16	32.90	71.42	48.75	113.26	54.79
YOY	20.38%	24.10%	48.17%	33.31%	43.08%	66.53%
所得税率	24.19%	27.23%	25.33%	11.92%	25.00%	31.56%
净利润	60.01	23.95	53.32	42.94	84.94	37.51
YOY	20.38%	24.03%	47.86%	56.83%	41.54%	56.62%
净利率	21.11%	11.37%	20.26%	14.50%	22.93%	12.29%

资料来源：wind，东吴证券研究所

- **经营现金流和周转整体健康。** 存货由年初 3.5 亿元增长至 4.45 亿元，主要由于新开门店铺货需求增长以及为秋冬产品进行充足备货，以应对快速增长的终端需求；渠道回款健康，应收账款周转天数较 17H1 下降 1 天至 15 天。现金流方面，销售商品获得现金流入同比增长 31% 至 7.73 亿元，与收入增长基本匹配，但本期由于新店铺货及秋冬备货较上年同期大幅增加，导致经营现金净流出同增 55% 至 7.45 亿元，经营净现金流由此下降至 4096 万元。
- **盈利预测及投资建议：** 运动休闲市场需求崛起、公司“三高一新”思路下产品设计、面料创新领先，产品力、品牌力、渠道力持续提升，作为高端休闲品牌定位精准、度假旅游新品牌未来发展前景广阔，预计公司 18/19/20 年利润同增 45%/39%/31% 至 2.6/3.6/4.8 亿元，对应 PE26/19/14X，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 终端零售遇冷、展店不及预期、同店增长不及预期

比音勒芬三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1505.11	1705.46	2104.59	2461.32	营业收入	1054.43	1388.36	1821.33	2228.62
现金	694.15	1116.06	1310.04	1567.61	减:营业成本	364.79	473.17	603.73	726.39
应收款项	53.71	78.51	94.95	107.65	营业税金及附加	11.49	13.88	18.21	22.29
存货	348.85	408.21	520.60	596.92	销售费用	343.58	433.15	560.95	661.88
其他	283.36	56.60	56.60	57.60	管理费用	118.45	131.52	166.14	197.92
非流动资产	226.58	224.59	249.58	262.76	财务费用	(9.90)	(11.87)	(13.93)	(16.67)
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	加:投资净收益	5.27	3.00	3.61	3.96
固定资产	5.47	6.26	5.52	2.18	其他	1.90	5.80	7.36	8.42
无形资产	108.44	106.33	104.01	102.14	营业利润	229.39	345.71	482.48	632.36
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	加:营业外净收支	2.84	2.21	2.53	2.53
资产总计	1731.69	1930.05	2354.18	2724.08	利润总额	232.23	347.92	485.02	634.89
流动负债	289.04	279.78	420.32	423.71	减:所得税费用	52.01	86.98	121.25	158.72
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	29.68	39.81	64.76	63.04	归属母公司净利润	180.22	260.94	363.76	476.17
其他	21.71	13.74	15.24	16.90	EBIT	227.62	350.52	490.51	642.44
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	231.13	355.80	496.31	648.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
负债总计	289.04	279.78	420.32	423.71	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	1.69	1.44	2.01	2.63
归属母公司股东权益	1442.65	1650.27	1933.86	2300.38	每股净资产(元)	13.52	9.10	10.66	12.69
负债和股东权益总计	1731.69	1930.05	2354.18	2724.08	发行在外股份(百万股)	106.7	181.3	181.3	181.3
					ROIC(%)	12.2%	15.9%	19.0%	20.9%
					ROE(%)	13.2%	16.9%	20.3%	22.5%
					毛利率(%)	65.4%	65.9%	66.9%	67.4%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT Margin(%)	21.6%	25.2%	26.9%	28.8%
经营活动现金流	126.50	491.77	317.54	398.72	销售净利率(%)	17.1%	18.8%	20.0%	21.4%
投资活动现金流	(372.54)	(28.40)	(57.32)	(48.17)	资产负债率(%)	16.7%	14.5%	17.9%	15.6%
筹资活动现金流	(28.38)	(41.45)	(66.24)	(92.98)	收入增长率(%)	25.2%	31.7%	31.2%	22.4%
现金净增加额	(274.42)	421.91	193.98	257.57	净利润增长率(%)	35.9%	44.8%	39.4%	30.9%
折旧与摊销	3.51	5.28	5.80	6.26	P/E	37.49	25.89	18.57	14.19
资本开支	147.26	28.40	57.32	48.17	P/B	4.68	4.09	3.49	2.94
营运资本变动	(77.41)	211.95	(64.62)	(95.77)					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

