

运动+时尚赛道龙头，年报一季报持续高增

——比音勒芬（002832）2018 年报及 2019 年一季报点评

2019 年 04 月 22 日

强烈推荐/首次

比音勒芬 财报点评

投资要点：

- **事件：**公司披露 2018 年年报及 2019 年一季报，公司 2018 年实现营业收入 14.76 亿元，同比增长 39.96%，归属于上市公司股东的净利润 2.92 亿元，同比增长 62.16%。2019Q1 公司实现营业收入 4.72 亿元，同比增长 27.37%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.30 亿元，同比增长 52.91%。
- **外延开店与内生同店增长，共同助力下收入高增长。**截止 2018 年末，公司的线下门店数量为 764 家，较年初增加 112 家（门店数+17.18%）；其中直营店铺数量 365 家，加盟店铺数量 399 家。从外延开店和内生增长看，推断同店增长对收入增速的贡献在 18 pct 左右。渠道策略方面，公司的门店布局在一二线城市核心商圈、高端百货、机场、知名高尔夫球会会所，未来将深挖一二线城市的高端社区作为潜在市场，同时将市场进一步下沉到发展较快的三四线城市，预计市场容量达到 1500 到 2000 家。
- **双品牌运营，多维度营销品牌力得以大大提升。**公司主品牌比音勒芬，定位于高端高尔夫休闲服饰，2018 年公司推出定位于度假旅游服饰品牌威尼斯，将“时尚+功能”的结合延伸至旅游场景。在营销方面，公司娱乐营销、赛事营销、事件营销三管齐下，公司为中国国家高尔夫球队合作伙伴，专门为国家队提供训练服和比赛服，2018 年 8 月份雅加达亚运会上，国家高尔夫运动队取得良好战绩，极大的助力了比音勒芬知名度的提升。
- **毛利率维持高位，销售费用率下降提高整体盈利水平。**公司 2018 年和 2019Q1 毛利率分别为 63.28%（同比-2.12pct）和 64.53%（同比+0.72pct），预计 2018 年毛利率下滑与威尼斯品牌刚刚推出处在推广期有关。费用率方面，公司的直营门店占比较高，因此销售费用较高，2018 年和 2019Q1 的销售费用率分别为 39.63%（同比-3.25pct）和 32.01%（同比-0.63pct）。2018 年毛销差（毛利率-销售费用率）分别提升 1.13pct 和 1.35pct。除上述因素外，公司业绩增速远高于收入增速的原因为公司所得税率的变化：公司在 2018 年公司通过高新技术企业认定导致所得税率下降至 14.95%（-7.44pct）。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为公司占据优质赛道，公司产品和渠道策略与公司定位高度吻合，助力公司在赛道中胜出。预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 19.46 亿元、24.15 亿、29.57 亿元；归母净利润分别为 4.04 亿元、5.04 亿元和 6.18 亿元；EPS 分别为 2.23 元、2.78 元和 3.41 元，对应 PE 分别为 21.60X、17.33X 和 14.11X。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1、终端消费意愿持续低迷；2、新店开拓不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,054.4	1,475.7	1,946.2	2,414.5	2,957.1
增长率（%）	25.23%	39.96%	31.88%	24.06%	22.47%
净利润（百万元）	180.22	292.26	403.77	503.37	618.30
增长率（%）	35.92%	62.16%	38.16%	24.67%	22.83%
净资产收益率（%）	12.49%	17.95%	21.42%	22.84%	23.81%
每股收益(元)	0.99	1.61	2.23	2.78	3.41
PE	48.40	29.84	21.60	17.33	14.11
PB	3.56	5.36	4.63	3.96	3.36

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

交易数据

52 周股价区间（元）	48.1-63.01
总市值（亿元）	87.22
流通市值（亿元）	38
总股本/流通 A 股（万股）	18134/7900
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.9

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1505	1813	2367	2969	3463	营业收入	1054	1476	1946	2415	2957
货币资金	694	543	808	1104	1245	营业成本	365	542	691	855	1044
应收账款	54	104	138	171	209	营业税金及附加	11	15	19	24	29
其他应收款	27	34	44	55	67	营业费用	344	438	576	712	869
预付款项	98	99	100	100	100	管理费用	118	108	180	224	274
存货	349	622	793	982	1199	财务费用	-10	-7	-7	-8	-7
其他流动资产	283	350	424	497	583	资产减值损失	5.17	14.26	18.17	22.48	27.46
非流动资产合计	227	307	279	263	249	公允价值变动收	0.00	0.12	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	5.27	13.98	0.00	0.00	0.00
固定资产	5.47	9.06	8.24	7.43	6.61	营业利润	229	337	469	586	721
无形资产	108	112	100	90	81	营业外收入	4.35	6.70	6.70	6.70	6.70
其他非流动资产	0	2	2	2	2	营业外支出	1.51	0.38	0.38	0.38	0.38
资产总计	1732	2119	2646	3232	3711	利润总额	232	344	475	592	727
流动负债合计	289	479	750	1016	1103	所得税	52	51	71	89	109
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	180	292	404	503	618
应付账款	30	63	79	98	119	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	156	181	215	218	221	归属母公司净利	180	292	404	503	618
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	330	444	474	589	724
非流动负债合	0	11	10	10	10	EPS (元)	0.99	1.61	2.23	2.78	3.41
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	289	490	761	1027	1113	成长能力					
少数股东权益	0	1	1	1	1	营业收入增长	25.23%	39.96%	31.88%	24.06%	22.47%
实收资本(或	107	181	181	181	181	营业利润增长	31.46%	47.05%	38.95%	25.00%	23.08%
资本公积	631	556	556	556	556	归属于母公司净	38.16%	24.67%	38.16%	24.67%	22.83%
未分配利润	650	807	948	1123	1338	获利能力					
归属母公司股	1443	1628	1885	2204	2597	毛利率(%)	65.40%	63.28%	64.50%	64.60%	64.70%
负债和所有者	1732	2119	2646	3232	3711	净利率(%)	17.09%	19.80%	20.75%	20.85%	20.91%
现金流量						总资产净利润	7.81%	10.41%	13.79%	15.26%	15.58%
						ROE(%)	12.49%	17.95%	21.42%	22.84%	23.81%
经营活动现金	126	171	413	494	387	偿债能力					
净利润	180	292	404	503	618	资产负债率(%)	17%	23%	29%	32%	30%
折旧摊销	110.10	114.37	0.00	0.82	0.82	流动比率	5.21	3.78	3.15	2.92	3.14
财务费用	-10	-7	-7	-8	-7	速动比率	4.00	2.48	2.10	1.96	2.05
应收账款减少	0	0	-33	-33	-38	营运能力					
预收帐款增加	0	0	34	2	3	总资产周转率	0.66	0.77	0.82	0.82	0.85
投资活动现金	-373	-216	-8	-22	-27	应收账款周转率	21	19	16	16	16
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	35.15	31.93	27.47	27.35	27.27
长期股权投资	0	0	10	0	0	每股指标(元)					
投资收益	5	14	0	0	0	每股收益(最新	0.99	1.61	2.23	2.78	3.41
筹资活动现金	-28	-136	-141	-176	-218	每股净现金流	-2.57	-1.00	1.46	1.63	0.78
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最	13.52	8.98	10.39	12.16	14.32
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	75	0	0	0	P/E	48.40	29.84	21.60	17.33	14.11
资本公积增加	0	-75	0	0	0	P/B	3.56	5.36	4.63	3.96	3.36
现金净增加额	-274	-181	265	296	141	EV/EBITDA	13.46	18.40	16.70	12.94	10.33

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。