

经常性利润延续 50%+高增，入选富时罗素指数

买入（维持）

2019年08月25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

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002
021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,475.75	1,844.49	2,299.26	2,804.38
同比（%）	40.0%	25.0%	24.7%	22.0%
归母净利润（百万元）	292.26	410.61	524.08	643.13
同比（%）	62.2%	40.5%	27.6%	22.7%
每股收益（元/股）	1.61	1.33	1.70	2.09
P/E（倍）	27	19	15	12

投资要点

- **事件：**公司公布中报，收入同增 25%至 8.46 亿元，归母净利同增 42%至 1.74 亿元，扣非归母净利同增 45%至 1.65 亿元，经营性现金流同增 121%至 9063 万元。具体到 19Q2，收入同增 22%至 3.74 亿元，归母净利同增 17%至 4400 万元。
- **运动时尚赛道仍是风口，比音勒芬作为龙头渠道扩张如期推进，带动收入继续 20%+高增。**19H1 公司持续进行有质量的渠道扩张，扩面积、调位置，不断增强用户体验，19H1 渠道总数达到 798 家，较年初净增 34 家，同比 18H1 增长 16.5%，分直营及加盟来看，直营门店 19H1 净增 20 家达到 385 家，渠道数量同比增长 23%，加盟门店 19H1 净增 14 家达到 413 家，渠道数量同比增长 11%。渠道扩张叠加单叠加效率持续提升，公司 19Q1/Q2 单季度收入在高基数基础上同比增长仍然达到 27%/22%，在低迷社零环境下尤为可贵，展现了运动时尚细分时尚龙头的增长活力。全年来看，预计比音勒芬主品牌门店将净增 80 家，度假旅游品牌威尼斯门店将净增 30-40 家，此外 19 年 8 月公司 2020 春夏订货会亦已结束，渠道对以故宫联名系列、江一燕慈善系列为代表的 2020 春夏产品反馈良好，订货增长表现仍然优秀。
- **二期员工持股计划已于 6 月底完成过户，与员工共享成长红利。**公司二期员工持股计划覆盖包括总经理在内的 6 名董监高管以及不超过 894 名员工，存续期不超过 24 个月，限售期 12 个月。本次员工持股计划的股份来源为公司回购专用账户以 9098 万元回购的 237.42 万股 A 股股票，价格为回购均价。同时，控股股东谢秉政先生承诺员工持股计划到期变现后，若可分配员工最终金额低于认购本金扣除借款利息后的金额，其将承担差额补足的义务。
- **财务表现：剔除股权激励费用影响，19H1 归母净利同增 50%以上。**单二季度来看，公司收入同增 22%至 3.74 亿元，毛利率由于直营收入占比提升同比上升 7.4pp 至 71.2%，销售费用率受直营占比提升影响上行 5.6pp 至 39.3%，管理费用率则受到二期员工持股计划 1330 万费用在 Q2 一次性确认的影响有 3.2pp 的上行至 12.7%，若剔除一次性股权激励费用影响，公司 Q2 营业利润将实现同比 21%增长，与收入增长基本匹配，19H1 归母净利也会达到 50%以上高增。现金流方面，Q2 单季度受到应收账款同比增长 110%至 122.7 亿元影响经营性现金流呈现负数，但预计该现象为季节性因素，全年来看仍表现健康。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 19/20/21 年利润同增 41%/28%/23%至 4.1/5.2/6.4 亿元，对应 PE 19/15/12X，公司已入选富时罗素指数，未来有望迎来增量资金，继续看好公司赛道及成长性，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)	25.44
一年最低/最高价	14.84/29.67
市净率(倍)	2.68
流通 A 股市值(百万元)	3416.55

基础数据

每股净资产(元)	9.51
资产负债率(%)	24.13
总股本(百万股)	308.28
流通 A 股(百万股)	134.30

相关研究

- 1、《比音勒芬 (002832)：中报预告业绩继续高增，运动时尚细分龙头表现亮眼》2019-06-27

表：比音勒芬 19H1 渠道数量情况（单位：家）

	2018H1	2018	2019H1	19H1 较年初净增	YOY
总和	685	764	798	34	16.50%
直营	314	365	385	20	22.61%
加盟	371	399	413	14	11.32%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：比音勒芬单季度三表财务摘要(单位：百万元)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
利润表						
营业收入	370.41	305.21	383.54	416.6	471.79	373.72
YOY	30.31%	44.86%	45.70%	40.63%	27.37%	22.45%
营业成本	134.05	110.57	144.62	152.7	167.33	107.76
毛利润	236.36	194.64	238.92	263.9	304.46	265.96
YOY	32.28%	45.82%	32.26%	34.08%	28.81%	36.64%
毛利率	63.81%	63.77%	62.29%	63.35%	64.53%	71.17%
营业税金及附加	3.8	2.95	4.43	3.46	5.12	3.22
期间费用	120.89	140.14	122.48	201.31	151.03	210.69
YOY	25.64%	41.53%	11.56%	36.85%	24.93%	50.34%
期间费用率	32.64%	45.92%	31.93%	48.32%	32.01%	56.38%
销售费用	94.97	102.95	88.8	151.17	112.97	146.98
销售费用率	25.64%	33.73%	23.15%	36.29%	23.94%	39.33%
管理费用	23.03	29.05	28.16	27.64	27.08	47.63
管理费用率	6.22%	9.52%	7.34%	6.63%	5.74%	12.74%
研发费用	5.29	10.20	7.13	23.71	12.20	17.16
研发费用率	1.43%	3.34%	1.86%	5.69%	2.59%	4.59%
财务费用	-2.4	-2.06	-1.61	-1.21	-1.22	-1.08
财务费用率	-0.65%	-0.67%	-0.42%	-0.29%	-0.26%	-0.29%
资产减值损失	1.29	4.78	5.61	2.58	2.74	5.50
投资净收益	2.88	3.15	3.54	4.42	4.73	5.23
YOY	620.00%	363.24%	93.44%	88.09%	64.24%	66.03%
营业利润	113.25	53.02	109.96	61.08	150.9	50.78
YOY	43.48%	62.59%	61.37%	22.87%	33.25%	-4.22%
营业利润率	30.57%	17.37%	28.67%	14.66%	31.98%	13.59%
加：营业外收入	0	1.77	0	4.93	0	0.2
减：营业外支出	0	0	0.01	0.38	0.58	0.16
利润总额	113.26	54.79	109.96	65.63	150.32	50.83
YOY	43.08%	66.53%	53.98%	34.63%	32.72%	-7.23%
减：所得税	28.31	17.29	26.39	-20.61	20.44	6.82
所得税率	25.00%	31.56%	24.00%	-31.40%	13.60%	13.42%
净利润	84.94	37.5	83.57	86.24	129.89	44.00
YOY	41.54%	56.58%	56.70%	100.84%	52.92%	17.33%

净利率	22.93%	12.29%	21.79%	20.70%	27.53%	11.77%
归母净利润	84.94	37.5	83.57	86.24	129.88	44.00
YOY	41.54%	56.58%	56.70%	100.84%	52.91%	17.33%
资产负债表						
应收账款	90.68	58.39	76.41	104.38	99.95	122.69
YOY	27.34%	42.69%	17.43%	94.34%	10.22%	110.12%
存货	438.94	445.28	492.62	622.37	621.12	597.94
YOY	71.76%	93.46%	35.43%	78.41%	41.50%	34.28%
预收款项	191.63	157.03	157.91	181.44	193.36	174.75
YOY	49.02%	57.22%	13.19%	16.43%	0.90%	11.28%
应付账款及票据	34.98	67.84	138.39	158.3	111.57	99.9
YOY	-3.05%	84.30%	137.25%	306.63%	218.95%	47.26%
现金流量表						
经营性现金流量净额	35.42	5.54	45.25	84.6	123.15	-32.52
/净利润	41.70%	14.77%	54.15%	98.10%	94.81%	-73.91%
投资性现金流量净额	-76.8	161.28	-316.84	16.42	-44.76	-192.14
筹资性现金流量净额	0	-110.87	-50.92	25.97	-46.74	59.55
现金及等价物净增加额	-41.37	55.94	-322.51	126.98	31.65	-165.11

数据来源：Wind，东吴证券研究所

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)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1813	2109	2591	3106	营业收入	1476	1844	2299	2804
现金	543	690	858	1162	减:营业成本	542	679	850	1041
应收账款	104	142	165	209	营业税金及附加	15	18	23	28
存货	622	736	964	1117	销售费用	438	539	660	794
其他流动资产	350	400	400	400	管理费用	108	143	162	198
非流动资产	307	329	365	383	财务费用	(7)	(10)	(13)	(17)
长期股权投资	0	0	0	0	加:投资净收益	14	16	16	16
固定资产	9	69	125	121	其他收益	57	14	22	27
无形资产	112	116	113	110	营业利润	337	477	611	751
其他非流动资产	2	2	2	2	加:营业外净收支	6	6	6	6
资产总计	2119	2438	2956	3489	利润总额	344	483	617	757
流动负债	479	479	597	645	减:所得税费用	51	72	92	113
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	63	181	244	277	归属母公司净利润	292	411	524	643
其他流动负债	51	28	33	37	EBIT	388	484	627	772
非流动负债	11	11	11	11	EBITDA	394	490	635	781
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	490	489	608	656	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	1	0	0	0	每股收益(元)	1.61	1.33	1.70	2.09
归属母公司股东权益	1628	1948	2348	2832	每股净资产(元)	8.98	6.32	7.62	9.19
负债和股东权益	2119	2438	2956	3489	发行在外股份(百万股)	181.3	308.3	308.3	308.3
					ROIC(%)	20.3%	21.1%	22.7%	23.2%
					ROE(%)	19.0%	23.0%	24.4%	24.8%
					毛利率(%)	63.3%	63.2%	63.0%	62.9%
					销售净利率(%)	19.8%	22.3%	22.8%	22.9%
					资产负债率(%)	23.1%	20.1%	20.6%	18.8%
					收入增长率(%)	40.0%	25.0%	24.7%	22.0%
					净利润增长率(%)	62.2%	40.5%	27.6%	22.7%
					P/E	26.8	19.1	15.0	12.2
					P/B	4.8	4.0	3.3	2.8
					EV/EBITDA	19.9	16.0	12.3	10.0

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>

