

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

服装 II

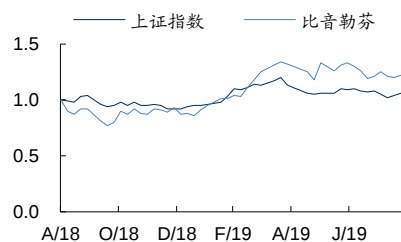
比音勒芬(002832)
买入

2019 年半年报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	308/134
总市值/流通(百万元)	7,843/3,417
上证综指/深圳成指	2,897/9,363
12 个月最高/最低(元)	29.67/14.84

相关研究报告:

《比音勒芬-002832-2018 年报&19 年一季报点评: 业绩保持亮眼高增长, 内外兼修强化品牌优势》——2019-04-22

《比音勒芬-002832-2018 年业绩快报点评: 业绩逆势表现亮眼, 品牌龙头优势凸显》——2019-02-20

《比音勒芬-002832-2018 年三季报点评: Q3 表现持续亮眼, 全年业绩确定性突出》——2018-10-29

《比音勒芬-002832-2018 年半年报点评: 同店+开店共促高增长, 新品牌推出带来长期看点》——2018-08-20

《比音勒芬-002832-2017 年年报点评: 业绩增长逐季加速, 内生外延双轮驱动确保高成长》——2018-04-23

证券分析师: 张峻豪

电话: 0755-22940141

E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517070001

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809

E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

内生持续稳健高增长, 身处优质赛道潜力不断释放
● 上半年收入业绩维持高增长, 基本符合市场预期

公司 19H1 实现营收 8.46 亿同增 25.15%, 业绩 1.74 亿同增 42.01%, Q2 营收/业绩分别同增 22.45%/17.32%, 业绩放缓主要系股权激励费用计提影响。

● 内生稳定高增长, 线下终端体系建设持续推进

我们剔除股权激励费用 0.13 亿元和高新企业减税影响后上半年公司内生业绩增长 27.63%, 依旧维持稳定高增长。公司在渠道扩张方面稳步推进, 截至 6 月底拥有终端店铺共 798 个, 较年初增加 34 个, 其中直营门店 385 家, 净增 20 家, 加盟店 413 家, 净增 14 家。并且预计全年开店目标在 80-100 家; 同时, 预计公司在继续积极实施调位置、扩面积的举措下单店店效亦有持续提升。

● 毛利率水平再获提升, 现金流水平有所改善

公司毛利率提升 3.7pct 至 67.5%, 主要系折扣率改善及直营占比提高, 期间费用率升高 4.1pct, 其中管理费率 2.3pct, 主要系股权激励费用影响, 同时公司在大力强化面料、设计投入下, 研发费用率提升 1.2pct; 销售费率提高 1.5pct, 主要系业务规模扩张增加门店运营等费用。存货周转天数同比增加 107 天至 399 天, 主要系业务扩张较快, 备货大幅增长, 应收账款周转天数增 9.3 天, 仍保持稳健水平, 此外公司经营净现金流/营业收入提升 4.7pct, 改善显著。

● 身处优质细分赛道, 仍具广阔扩张空间

公司积极打造“专业体育+时尚休闲+度假旅游”系列产品矩阵, 精准把握需求升级趋势, 而不断提升的产品打造能力及会员服务能力, 有效增强客户粘性; 中长期来看公司开店空间仍在, 且在线上天猫旗舰店布局后进一步完善渠道体系, 同时定位度假休闲的威尼斯产品系列布局稳步推进, 未来有望成为公司第二增长来源点。此外公司近期纳入富时罗素指数有望吸引海外增量资金关注。

● 业绩保持稳健高增长, 内外兼修强化品牌优势, 维持“买入”评级

公司定位中高端运动休闲优质赛道, 内生外延驱动稳健快速发展, 预计 19-21 年 EPS 为 2.25/2.86/3.53 元, 对应 PE20/16/13 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济景气度持续下行, 新系列培育不及预期, 库存积压等。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,054	1,476	1,904	2,446	3,126
(+/-%)	25.2%	40.0%	29.0%	28.5%	27.8%
净利润(百万元)	180	292	411	519	640
(+/-%)	35.9%	62.2%	40.5%	26.4%	23.4%
摊薄每股收益(元)	1.69	1.61	1.33	1.68	2.08
EBITMargin	20.5%	25.3%	24.3%	24.0%	23.3%
净资产收益率(ROE)	12.5%	17.9%	20.6%	21.1%	21.1%
市盈率(PE)	28.5	29.8	19.1	15.1	12.2
EV/EBITDA	24.7	24.3	17.6	14.0	11.6
市净率(PB)	3.56	5.36	3.93	3.18	2.58

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

上半年收入以及内生业绩在高基数下仍保持稳健高增长

公司 19H1 实现营收 8.46 亿元，同增 25.15%，业绩 1.74 亿元，同增 42.01%，扣除股权激励费用 0.13 亿元和高新企业减税影响后内生业绩增长 27.63%；Q2 营收/业绩分别同增 22.45%/17.32%，业绩放缓主要系股权激励费用计提影响，剔除后同增 47.55%。

图 1：比音勒芬营收及增速（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：比音勒芬业绩及增速（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

渠道布局方面，公司上半年稳步推进，截至 6 月底拥有终端店铺共 798 个，较年初增加 34 个，其中直营门店 385 家，净增 20 家，加盟店 413 家，净增 14 家，直营占比持续提升，华东华南等经济景气地区收入增速相对较高。此外在公司积极实施调位置、扩面积的店铺改造计划，以及加大对现有店铺逐步进行智能化、信息化升级的改造力度下，预计单店店效继续提升。同时上半年公司开启线上布局，天猫旗舰店的开业有望有力补充渠道体系，并形成“线上+线下”互动营销效果。

图 3：近年销售终端门店情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利能力：毛利率水平再获提升，现金流水平有所改善

整体来看，公司毛利率提升 3.7pct 至 67.5%，主要系折扣率改善及直营占比提高。期间费用率升高 4.14pct，其中管理费用率 2.31pct，主要系受股权激励费用影响；销售费率提高 1.45pct，主要系业务规模扩张增加门店运营等费用；同

时公司在大力强化面料设计等投入下，研发费用率提升 1.18pct。

图 4：公司近年毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：公司近年期间费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运及现金流方面，存货周转天数同比增加 107.1 天至 399.3 天，主要系业务扩张较快，备货力度大幅加大，应收账款周转天数增 9.3 天，整体仍保持良好水平，经营净现金流/营业收入提升 4.66pct，改善明显。

图 6：改善营运情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：业绩保持稳健高增长，内外兼修强化品牌优势，维持“买入”

公司主品牌定位中高端，深耕高尔夫特色运动领域，打造“专业体育+时尚休闲+度假旅游”系列产品矩阵，精准把握较高收入消费者需求升级趋势，增长潜力不断验证，目前来看开店空间依然广阔，且凭借持续投入打造一流产品力及会员服务能力，有望不断强化客群消费粘性。同时威尼斯品牌目前仍在培育中，该系列定位高速成长的度假休闲领域，长期有望成为公司第二增长来源点。

此外，近日发布的富时罗素指数 9 月调整结果，A 股的纳入因子由 5% 提升至 15%，比音勒芬名列新纳入的 87 只标的，成为富时罗素指数全球配置的标的之一，有望获得海外增量资金关注。

公司定位中高端运动休闲优质赛道，内生外延驱动稳健快速发展，预计 19-21 年 EPS 为 2.25/2.86/3.53 元，对应 PE20/16/13 倍，维持“买入”评级。

表 1: 同行业上市公司估值比较

代码	公司简称	股价 08/22	总市值 亿元	EPS				PE				PB
				2018	19E	20E	21E	2018	19E	20E	21E	2018
603808	歌力思	13.90	46.22	1.08	1.29	1.52	1.76	12.9	10.8	9.1	7.9	2.3
603839	安正时尚	12.38	49.78	0.70	0.94	1.10	1.25	17.7	13.2	11.3	9.9	1.6
002832	比音勒芬	25.44	78.43	1.61	1.33	1.68	2.08	15.8	19.1	15.1	12.2	3.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	543	719	860	1054	营业收入	1476	1904	2446	3126
应收款项	138	146	188	240	营业成本	542	634	856	1157
存货净额	622	705	942	1269	营业税金及附加	15	19	24	31
其他流动资产	449	571	734	938	销售费用	438	571	725	907
流动资产合计	1813	2201	2784	3560	管理费用	108	218	254	305
固定资产	111	150	218	276	财务费用	(7)	(16)	(19)	(21)
无形资产及其他	112	108	105	101	投资收益	14	0	0	0
投资性房地产	84	84	84	84	资产减值及公允价值变动	(14)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(43)	0	0	0
资产总计	2119	2543	3191	4022	营业利润	337	473	600	744
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	6	10	10	10
应付款项	158	176	236	317	利润总额	344	483	610	754
其他流动负债	321	357	459	591	所得税费用	51	72	92	113
流动负债合计	479	533	694	909	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	20	60	归属于母公司净利润	292	411	519	640
其他长期负债	11	11	11	11					
长期负债合计	11	11	31	71					
负债合计	490	544	725	979					
少数股东权益	1	1	1	1					
股东权益	1628	1998	2465	3041					
负债和股东权益总计	2119	2543	3191	4022					

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	292	411	519	640
资产减值准备	9	92	51	52
折旧摊销	6	14	25	34
公允价值变动损失	14	5	5	5
财务费用	(7)	(16)	(19)	(21)
营运资本变动	(226)	(67)	(230)	(316)
其它	(9)	(92)	(51)	(52)
经营活动现金流	86	363	320	363
资本开支	(37)	(146)	(146)	(146)
其它投资现金流	(60)	0	0	0
投资活动现金流	(97)	(146)	(146)	(146)
权益性融资	1	0	0	0
负债净变化	0	0	20	40
支付股利、利息	(107)	(41)	(52)	(64)
其它融资现金流	72	0	0	0
融资活动现金流	(140)	(41)	(32)	(24)
现金净变动	(151)	175	142	193
货币资金的期初余额	694	543	719	860
货币资金的期末余额	543	719	860	1054
企业自由现金流	60	194	148	190
权益自由现金流	132	207	184	248

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032