



比音勒芬 (002832): 外延内生共同推动, 高端运动休闲龙头成长性佳

2019年08月29日

强烈推荐/维持

比音勒芬 公司报告

报告摘要:

事件: 2019年8月25日, 公司发布半年报, 2019H1 公司实现营收、归母净利润、扣非归母净利润 8.46 亿元、1.76 亿元, 同比增长 25.15%、42.01%、44.63% (剔除报告期内股权激励费 0.13 亿元, 扣非归母净利润 1.77 亿元, 同比增长 54.55%)。2019Q2 公司营收、归母净利润、扣非归母净利润分别同比增长 22.62%、15.79%、34.48%。

外延开店与内生同店增长, 共同助力收入增长。 2019 年 H1 公司营收实现 25.15% 的增长, 其中外延开店贡献 16.5%, 内生同店增长贡献 12% 左右。2019H1 公司门店数量为 798 家, 较年初净增加 34 家, 同比 2018H1 增长 16.5%。预计 2019 年主品牌比音勒芬门店净增加 70-80 家左右, 威尼斯品牌门店净增加 30-40 家左右, 渠道数维持高增长。公司 2018 年以来加快开店速度 (2018 年+17.2%), 在产品品类拓展配合下开店潜力大, 空间在 1500-2000 家。店效方面, 由于公司业绩向好, 品牌力加强, 渠道方予以公司“调位置、扩面积”的支持, 持续提高店效, 未来收入增速有保障。

高端运动休闲行业景气, 员工持股计划彰显信心。 2014 年后运动服饰行业以 10% 以上的增速快速增长, 未来 5 年复合增速有望保持在 10% 左右。近年来运动服饰领域呈现出高端化、休闲化的趋势, 公司身处高端运动休闲领域, 产品定位清晰, 渠道仍处于扩张中, 随着品牌力的提高, 未来成长空间广阔。

第一期员工持股计划回购股票均价为 59.05 元/股, 占公司总股本 1.59%, 2019 年 6 月 13 日出售完毕, 覆盖 600 人; 第二期员工持股计划回购股票均价为 38.3 元/股, 占公司总股本 1.31%, 覆盖不超过 900 人。员工持股计划增强了员工凝聚力, 对股价形成一定支撑, 彰显了公司对自身发展的信心。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,054.43	1,475.75	1,869.50	2,351.58	2,879.98
增长率 (%)	25.23%	39.96%	26.68%	25.79%	22.47%
净利润 (百万元)	180.22	292.26	404.18	510.55	626.95
增长率 (%)	35.92%	62.16%	38.30%	26.32%	22.80%
净资产收益率 (%)	12.49%	17.95%	21.44%	23.11%	24.05%
每股收益 (元)	0.99	1.61	2.23	2.82	3.46
PE	48.40	29.84	21.58	17.08	13.91
PB	3.56	5.36	4.63	3.95	3.35

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

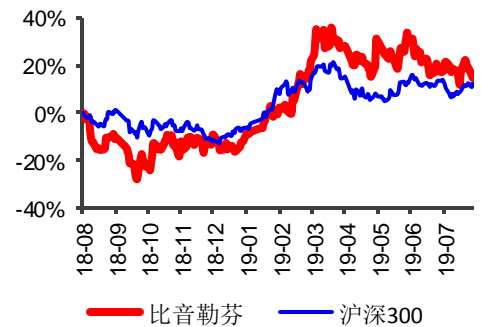
公司简介:

公司主要从事自有品牌比音勒芬高尔夫服饰的研发设计、品牌推广、营销网络建设及供应链管理。公司以科技创新为动力, 专注于高品质、高品位、高科技含量的高尔夫服饰研发制造。

交易数据

52 周股价区间 (元)	23.86-50.99
总市值 (亿元)	73.25
流通市值 (亿元)	31.91
总股本/流通 A 股 (万股)	30828/13430
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.04

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517120001

研究助理: 刘田田

010-66554038

liutiantian@dxzq.net.cn

毛利率显著提高, 公司盈利受税率影响增长强劲。2019H1 公司毛利率提高 3.67pct 至 67.46%, 主要原因在于终端折扣的收紧。2019H1 期间费用有所提升, 销售费用率提高 1.44pct 至 30.73%, 主要系公司门店扩张, 直营占比上升; 因股权激励费用, 管理费用率提高 1.17pct 至 8.87%。

净利润增长强劲, 增速达 42.01%, 高于营业收入增速 25.15%, 主要原因在于公司 2018 年末通过高新技术认定, 享受 15% 的优惠税率, 2018H1、2019H1 公司有效税率分别为 27.38%、13.43%。

投资建议: 预计公司 2019-2021 年实现营业收入 18.70、23.52、28.80 亿元; 归母净利润分别为 4.04、5.11、6.27 亿元, 对应 PE 分别为 4.63X、3.95X、3.35X。维持“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。

附表：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	2358	2966	3464	营业收入	1054	1476	1869	2352	2880
货币资金	694	543	850	1143	1297	营业成本	365	542	664	832	1017
应收账款	54	104	132	166	204	营业税金及附加	11	15	19	23	29
其他应收款	27	34	43	54	66	营业费用	344	438	553	693	846
预付款项	98	99	100	100	100	管理费用	118	108	155	195	238
存货	349	622	762	956	1168	财务费用	-10	-7	-7	-8	-7
其他流动资产	283	350	412	487	570	资产减值损失	5.17	14.26	17.46	21.90	26.74
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	594	731
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	2637	3229	3712	利润总额	232	344	476	601	738
流动负债合计	289	479	741	1008	1094	所得税	52	51	71	90	111
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	180	292	404	511	627
应付账款	30	63	76	95	116	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	156	181	214	216	219	归属母公司净利	180	292	404	511	627
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	330	444	474	597	734
非流动负债合	0	11	10	10	10	EPS (元)	0.99	1.61	2.23	2.82	3.46
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	289	490	752	1019	1104	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%	26.68%	25.79%	22.47%
实收资本(或	107	181	181	181	181	营业利润增长	31.46%	47.05%	39.09%	26.67%	23.04%
资本公积	631	556	556	556	556	归属于母公司净	38.30%	26.32%	38.30%	26.32%	22.80%
未分配利润	650	807	948	1126	1344	获利能力					
归属母公司股	1443	1628	1885	2209	2607	毛利率(%)	65.40%	63.28%	64.50%	64.60%	64.70%
负债和所有者	1732	2119	2637	3229	3712	净利率(%)	17.09%	19.80%	21.62%	21.71%	21.77%
现金流量	单位:百万元					总资产净利润	12.19%	10.41%	13.79%	15.32%	15.81%
						ROE(%)	12.49%	17.95%	21.44%	23.11%	24.05%
经营活动现金	126	171	454	493	402	偿债能力					
净利润	180	292	404	511	627	资产负债率(%)	17%	23%	28%	32%	30%
折旧摊销	110.10	114.37	0.00	0.82	0.82	流动比率					
财务费用	-10	-7	-7	-8	-7	速动比率					
应收账款减少	0	0	-28	-34	-37	营运能力					
预收帐款增加	0	0	32	2	3	总资产周转率	0.66	0.77	0.79	0.80	0.83
投资活动现金	-373	-216	-7	-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	26.98	27.52	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	2.82	3.46
筹资活动现金	-28	-136	-141	-178	-221	每股净现金流	-2.57	-1.00	1.69	1.61	0.85
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最	13.52	8.98	10.39	12.18	14.38
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	21.58	17.08	13.91
资本公积增加	0	-75	0	0	0	P/B	3.56	5.36	4.63	3.95	3.35
现金净增加额	-274	-181	306	293	154	EV/EBITDA	13.46	18.40	16.60	12.69	10.12

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	《比音勒芬 (002832) 年报及一季报点评: 运动+时尚赛道龙头, 年报一季报持续高增》	2019-04-22

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位, 北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所, 负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名, 万得wind食品饮料最佳分析师第三名, 同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

研究助理: 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 曾就任于买方机构, 覆盖大消费行业研究, 2019年1月加入东兴证券研究所, 从事纺织服装行业研究。

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。