

收入利润增长环比双双提速，连续 10 季度展现高增长水准

买入 (维持)

2019 年 10 月 18 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)	27.6	19.7	15.4	12.6

投资要点

■ **事件:** 公司公布三季报, 2019Q1-Q3 收入同增 25.0% 至 13.23 亿元, 归母净利同增 51.1% 至 3.11 亿元, 具体到 Q3 来看, 收入同增 24.6% 至 4.78 亿元, 归母净利同增 64.4% 至 1.37 亿元。

■ **Q3 单季度收入同增 24.6%, 表现较 Q2 更为强劲。** 19 年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, 全年来看, 预计比音勒芬主品牌门店数量将在 18 年基础上 (730 家左右) 净增 80-100 家, 度假旅游品牌威尼斯门店将在 18 年基础上 (30+ 家) 净增 30-40 家从而冲击总数 80 家, 截至三季度该门店扩张计划如期开展中, 叠加单店收入增长 (我们估计在 15% 左右), 带动收入持续高增, 19Q1/Q2/Q3 收入增速分别达到 27%/22%/25%, 在低迷社零环境下尤为可贵, 展现出运动赛道细分龙头的增长活力。

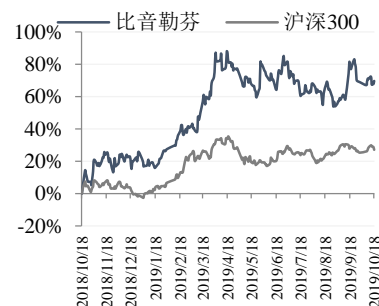
此外, 从 19 年 8 月公司 2020 春夏订货会来看, 渠道对以故宫联名系列、江一燕慈善系列为代表的 2020 春夏产品反馈良好, 订货增长表现仍然优秀; 加之比音勒芬品牌作为国家高尔夫球队赞助商 2020 年将迎来跟更多公众曝光、10 月威尼斯品牌也签约跳水冠军田亮及夫人叶一茜成为新代言人, 品牌宣传持续加码, 都为公司持续增长做下铺垫。

■ **Q3 收入增长强劲、零售折扣控制及增值税率调减带来毛利率提升, 带动单季营业利润上升 46%。** Q3 收入增长较 Q2 提速, 高基数基础上单季收入同增 24.6% 至 4.78 亿元, 侧面体现产品竞争力; 同时受益直营及奥莱店零售折扣控制以及 4 月开始的增值税率调减, Q3 单季度毛利率较去年同期上升 6.7pp 至 69%, 带动单季度毛利润增 38%, 由此虽费用率较去年同期略有上升, Q3 营业利润仍实现 46% 高增, 叠加高新企业所得税优惠, Q3 单季度归母净利大增 64% 至 1.37 亿元。 周转及现金流方面, Q3 库存较去年同期增长 37.5% 至 6.8 亿元, 增速较收入增长速度稍快, 同时 Q3 单季度经营性现金流同增 55% 至 7008 万元, 现金周转总体健康。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司 10 月零售表现依然强劲, 我们预计公司 19/20/21 年利润同增 41%/28%/23% 至 4.1/5.2/6.4 亿元, 对应 PE 20/15/13X, 继续看好赛道及成长性, 9 月入选富时罗素指数及标普道琼斯新兴市场指数也利于持续迎来增量配置资金, 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)	26.21
一年最低/最高价	14.84/29.67
市净率(倍)	4.34
流通 A 股市值(百万元)	3519.95

基础数据

每股净资产(元)	6.04
资产负债率(%)	19.71
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): Q3 净利同增 55%-65% 强势依旧, 入选两大指数有望迎来增量资金》2019-09-15
- 2、《比音勒芬 (002832): 经常性利润延续 50%+ 高增, 入选富时罗素指数》2019-08-25

表：单季度三表财务摘要(单位：百万元)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
利润表							
营业收入	370.41	305.21	383.54	416.60	471.79	373.72	477.88
YOY	30.31%	44.86%	45.70%	40.63%	27.37%	22.45%	24.60%
毛利润	236.36	194.64	238.92	263.90	304.46	265.96	329.51
YOY	32.28%	45.82%	32.26%	34.08%	28.81%	36.64%	37.92%
毛利率	63.81%	63.77%	62.29%	63.35%	64.53%	71.17%	68.95%
期间费用	120.89	140.14	122.48	201.31	151.03	210.69	164.91
YOY	25.64%	41.53%	11.56%	36.85%	24.93%	50.34%	34.64%
期间费用率	32.64%	45.92%	31.93%	48.32%	32.01%	56.38%	34.51%
销售费用	94.97	102.95	88.80	151.17	112.97	146.98	116.41
销售费用率	25.64%	33.73%	23.15%	36.29%	23.94%	39.33%	24.36%
管理费用	23.03	29.05	28.16	27.64	27.08	47.63	36.2
管理费用率	6.22%	9.52%	7.34%	6.63%	5.74%	12.74%	7.58%
研发费用	5.29	10.20	7.13	23.71	12.2	17.16	13.99
研发费用率	1.43%	3.34%	1.86%	5.69%	2.59%	4.59%	2.93%
财务费用	-2.4	-2.06	-1.61	-1.21	-1.22	-1.08	-1.69
财务费用率	-0.65%	-0.67%	-0.42%	-0.29%	-0.26%	-0.29%	-0.35%
资产减值损失	1.29	4.78	5.61	2.58	2.74	-5.50	-5.44
投资净收益	2.88	3.15	3.54	4.42	4.73	5.23	3.34
营业利润	113.25	53.02	109.96	61.08	150.9	50.78	160.22
YOY	43.48%	62.59%	61.37%	22.87%	33.25%	-4.22%	45.71%
营业利润率	30.57%	17.37%	28.67%	14.66%	31.98%	13.59%	33.53%
利润总额	113.26	54.79	109.96	65.63	150.32	50.83	159.95
YOY	43.08%	66.53%	53.98%	34.63%	32.72%	-7.23%	45.46%
所得税率	25.00%	31.56%	24.00%	-31.40%	13.60%	13.42%	14.10%
净利润	84.94	37.50	83.57	86.24	129.89	44.00	137.40
YOY	41.54%	56.58%	56.70%	100.84%	52.92%	17.33%	64.41%
净利率	22.93%	12.29%	21.79%	20.70%	27.53%	11.77%	28.75%
归母净利润	84.94	37.50	83.57	86.24	129.88	44.00	137.39
YOY	41.54%	56.58%	56.70%	100.84%	52.91%	17.33%	64.40%
资产负债表							
应收票据及应收账款	90.68	58.39	76.41	104.38	99.95	122.69	90.58
YOY	27.34%	42.69%	17.43%	94.34%	10.22%	110.12%	18.54%
存货	438.94	445.28	492.62	622.37	621.12	597.94	677.42
YOY	71.76%	93.46%	35.43%	78.41%	41.50%	34.28%	37.51%
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	70.08
/净利润	41.70%	14.77%	54.15%	98.10%	94.81%	-73.91%	51.00%
投资性现金流量净额	-76.8	161.28	-316.84	16.42	-44.76	-192.14	159.51
筹资性现金流量净额	0.01	-110.87	-50.92	25.97	-46.74	59.55	-90.98
现金及等价物净增加额	-41.37	55.94	-322.51	126.98	31.65	-165.11	138.6

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	27.6	19.7	15.4	12.6
					P/B	5.0	4.1	3.4	2.9
					EV/EBITDA	20.5	16.5	12.7	10.4

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>

