

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

服装 II

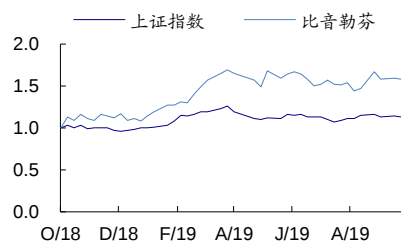
比音勒芬(002832)
买入

2019 年三季报点评

(维持评级)

2019 年 10 月 21 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)	8,080/3,520
上证综指/深圳成指	2,938/9,534
12 个月最高/最低(元)	29.67/14.84

相关研究报告:

《比音勒芬-002832-2019 年半年报点评: 内生持续稳健高增长, 身处优质赛道潜力不断释放》——2019-08-26

《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, 新品推出带来长期看点》——2018-08-20

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

联系人: 彭若恒

E-MAIL: pengruoheng@guosen.com.cn

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

Q3 业绩持续亮眼, 内生外延彰显优质赛道潜力
● Q3 业绩增速 64.41%达预告上限, 好于市场预期

公司前三季度实现营收/业绩 13.23/3.11 亿, 同增 25.0/51.1%。Q3 实现营收/业绩 4.8/1.4 亿, 同增 24.6/64.4%, 业绩增速达此前预告上界, 好于市场预期。剔除高新减税影后公司 Q3 业绩增速仍达 45.5%, 盈利能力持续提升。

● 内生动力持续强劲, 开店拓渠道有序推进, 预计同店保持两位数

随着公司下半年进入渠道拓展主要阶段, Q3 展店预计稳步推进, 根据公司全年开店计划预计下半年有望净增店 80 家以上; 同时随“调位置、扩面积”的店铺改造计划推进, 以及对精品店和大型体验店着力打造, 预计公司同店仍实现 15%左右增长, 强劲内生+稳健外延共同推动营收连续十个季度高速增长。

● 盈利能力持续提升, 现金质量继续改善

前三季度公司毛利率提升 4.8pct 至 68.0%, 其中 Q3 提升 6.7pct, 延续良好升势, 预计主要受益折扣率改善以及直营占比提高推动; 销售费用率上升 1.37pct, 预计主要系门店运营费用增加, 管理费用率上升 1.95pct, 主要与股权激励费用影响有关; 存货周转天数同比增加 122.5 天至 414.4 天, 主要系近年业务扩张较快且新品品牌威尼斯业务增加备货影响, 且公司正积极加大奥莱店布局加强库存消化; 应收账款周转天数增 3.3 天, 此外公司经营净现金流/营业收入提升 4.03pct, Q3 经营性现金流同比增长达 55%, 现金质量持续改善。

● 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, 渠道布局不断完善强化, 会员服务能力提升有效增强客户粘性; 中长期来看开店尚具空间, 此外价格相对亲民的威尼斯品牌以特色休闲度假风格定位蓬勃的国内亲子旅游出行市场, 未来发展空间值得期待。

● 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

公司卡位中高端运动休闲优质赛道, 内外兼修驱动稳健快速发展, 我们维持 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

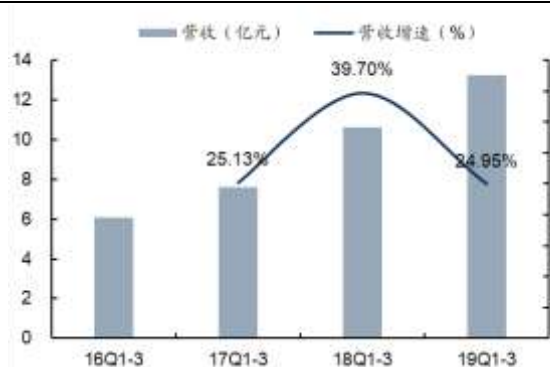
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,054	1,476	1,904	2,446	3,126
(+/-%)	25.2%	40.0%	29.0%	28.5%	27.8%
净利润(百万元)	180	292	411	519	640
(+/-%)	35.9%	62.2%	40.5%	26.4%	23.4%
摊薄每股收益(元)	1.69	1.61	1.33	1.68	2.08
EBITMargin	29.2%	27.0%	24.3%	24.0%	23.3%
净资产收益率(ROE)	23.7%	22.8%	20.6%	21.1%	21.1%
市盈率(PE)	35.6	16.3	19.7	15.6	12.6
EV/EBITDA	23.0	13.8	18.1	14.4	11.9
市净率(PB)	3.29	2.92	4.04	3.28	2.66

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

Q3 营收稳健业绩有所加速，好于市场预期

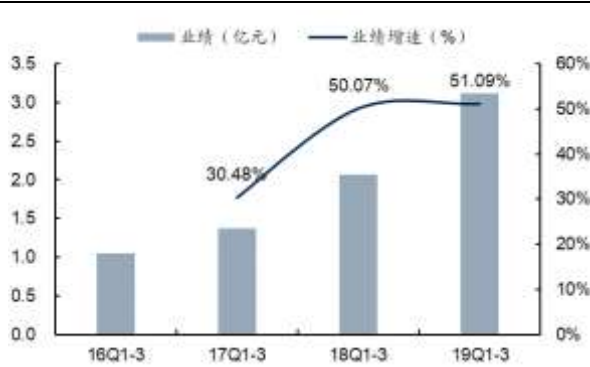
Q3 实现营收/业绩 4.78/1.37 亿，同增 24.60/ 64.41%，业绩增速达预告上限，好于市场预期，三季报实现营收/业绩 13.23/3.11 亿，同增 24.95/51.09%。剔除高新减税影后公司 Q3 业绩 45.47%，除营收稳健增长外，盈利能力大幅增强成为高增长重要原因，再扣除 Q2 股权激励费用 0.13 亿元后前三季度业绩增速为 35.55%。

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

从渠道角度来看，随着公司下半年进入渠道拓展主要阶段，Q3 展店预计稳步推进，根据公司全年开店计划预计下半年有望净增店 80 家以上；同时随“调位置、扩面积”的店铺改造计划推进，以及对精品店和大型体验店着力打造，预计公司同店仍实现 15% 左右增长，强劲内生+稳健外延共同推动营收连续十个季度高速增长。

毛利率带动盈利能力持续提升，现金质量继续改善

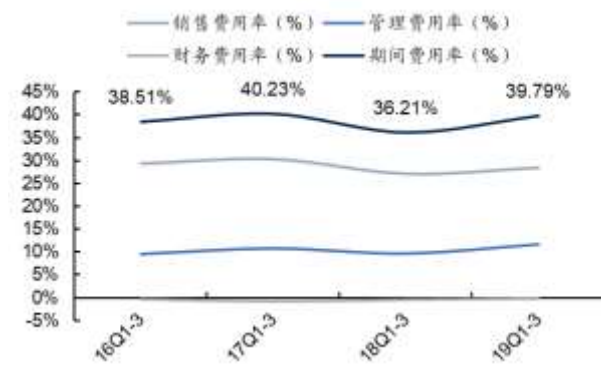
前三季度公司毛利率提升 4.75pct 至 68.00%，其中 Q3 提升 6.66pct，延续良好升势，预计由折扣率改善以及直营占比提高共同推动；销售费用率上升 1.37pct，预计主要系门店运营费用增加，管理费用率上升 1.95pct，股权激励费用影响减弱，财务费用率上升 0.27pct，综合来看期间费用率上升 3.59pct。

图 3：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 4：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

营运能力稳定，现金流继续改善

前三季度存货周转天数同比增加 122.5 天至 414.4 天，主要系近年业务扩张较快以及新品牌威尼斯开始力使得备货大幅增长，且公司也在大力发展奥莱店实现库存消化，应收账款周转天数增 3.3 天，指标较上半年有所优化，此外公司经营净现金流/营业收入提升 4.03pct，现金质量改善显著。

图 5：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 6：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培育进展顺利，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。

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 10/18	总市值 亿元	2018	EPS			2018	PE			PB
					19E	20E	21E		19E	20E	21E	
603808	歌力思	17.41	57.89	1.08	1.29	1.52	1.76	16.1	13.5	11.5	9.9	2.35
603839	安正时尚	13.65	54.89	0.70	0.93	1.09	1.22	19.5	14.7	12.5	11.2	1.58
002832	比音勒芬	26.21	80,799	1.61	1.33	1.68	2.08	16.3	19.7	15.6	12.6	3.72

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