

# Q3 收入业绩环比提速，业绩超预期，继续看好优质细分龙头

## 事件

前三季度实现营业收入 13.23 亿元，同比增长 24.95%；归母净利润 3.11 亿元，同比增长 51.09%；扣非归母净利润 3.00 亿元，同比增长 53.48%。

单 Q3 实现营业收入 4.78 亿元，同比增长 24.60%；归母净利润 1.37 亿元，同比增长 64.41%；扣非归母净利润 1.34 亿元，同比增长 65.98%。

## 简评

### Q3 营收环比提速，外延同店预计继续双位数增长

Q3 归母净利润同增 64.41%，与公司三季报业绩预告增幅区间一致。单季营收同增 24.60%，符合我们此前预期的 25%左右增速。今年 Q1-Q3 营收分别同增 27.37%、22.45%、24.60%，Q3 环比提速 2.15 个 pct，高基数下实现提速增长（18Q1-Q3 营收分别同增 30.31%、44.85%、45.70%），印证今年以来外延增厚+同店保持强劲的逻辑，品牌力仍在继续提升。

上半年净开店 34 家至 798 家（直营 385 家、加盟 413 家），店铺数同增 16.5%，全年预计店铺数同增 10%-15%。同店则持续受益运动休闲大潮+品牌力提升+优质产品一贯保持+门店智能化、精细化改造+优化面积/位置，聚焦精品店和大型体验店等综合因素，保持强劲增长，预计前三季度同店增速在 10%-15%，且 Q3 快于 Q2，助公司表现今年以来持续远好于服装消费整体。另外上半年比音勒芬天猫旗舰店正式开业，线上战略实现重要进展，有望持续放量。

### 单季毛利率继续提升，业绩弹性高

Q3 单季毛利率 67.0%，同增 6.66 个 pct，继续受益折扣率改善和直营店占比提升。期间费用率同增 2.57 个 pct 至 34.5%，销售费用率同增 1.21 个 pct 至 24.36%，主因直营比例增加、店铺升级导致相关店铺开支攀升，以及广宣投入增加。管理费用率同增 0.23 个 pct 至 7.57%，Q3 无股权激励费用，绝对额较 Q2 减少 1143 万元，经常性费用部分控制较好。研发费用率同增 1.07 个 pct 至 2.93%。前三季度毛利率 68.0%，同增 4.75 个 pct；期间

请参阅最后一页的重要声明

## 比音勒芬 (002832)

维持

买入

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2019 年 10 月 21 日

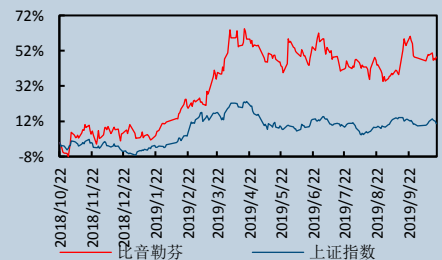
当前股价：26.21 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
12 月最高/最低价 (元)	-5.04/-2.76	5.35/4.87	63.32/48.12
总股本 (万股)			30,827.63
流通 A 股 (万股)			13,429.83
总市值 (亿元)			80.8
流通市值 (亿元)			35.2
近 3 月日均成交量 (万)			251.88
主要股东			
谢秉政			41.25%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 19.09.17 【中信建投服装家纺】比音勒芬 (002832):Q3 业绩再超预期，细分高增赛道优质龙头又迎强势之年
- 19.08.27 【中信建投服装家纺】比音勒芬 (002832):Q2 销售继续亮眼，毛利率高增，业绩弹性维持
- 19.06.27 【中信建投服装家纺】比音勒芬 (002832): 预计 H1 业绩超预期同增 40%-60%，期待细分行业潜力继续释放

费用率 39.8%，同增 3.6 个 pct。

毛利率增幅大于费用率增幅，Q3 单季营业利润率 33.53%，同比提升 4.86 个 pct。结合优惠税率继续显著拉高业绩弹性，单季业绩、扣非同增均同增 64% 以上，再超预期，远高于 Q2 业绩增速。不考虑税率影响，Q3 利润总额同增 45.5%，符合我们此前对其增幅 38.6%-47.5% 的预期，弹性依然远高于收入。

Q3 末存货金额 6.77 亿元，同增 37.5%，高于营收增速，主因加大冬装备货支撑销售增长，以及新品牌威尼斯备货。库存中新货品占比高，终端动销良好，商品时效周期较长，消化过季渠道顺畅，减值压力可控。Q3 经营活动现金净流入同增 86.4% 至 1.61 亿元。

**投资建议：**公司属于本土高端运动时尚优质稀缺标的，运动时尚景气度高，稳定开店和同店带动销售良性增长，直营店占比提升拉动毛利率，优惠税率显著拉升今年业绩弹性。新品牌威尼斯仍在孵化期，年末店铺数有望突破 80 家，主品牌店铺数突破 800 家，未来将进一步下沉到发展较快的三四线城市。我们预计 2019-2020 年归母净利润 4.13 亿、5.26 亿元，EPS 分别为 1.34 元/股、1.70 元/股，对应当前 PE 分别为 20 倍、15 倍，公司入选富时罗素指数、标普道琼斯新兴市场指数，市场关注度提高，细分高增赛道龙头，维持“买入”评级。

**风险因素：**高端市场需求受宏观经济趋缓影响；新品牌尚需培育期，前期支出对业绩带来影响等。

**表 1：比音勒芬 2018-2020 年盈利预测（单位：百万元）**

利润表	2018	2019E	2020E	财务指标	2018	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,475.7</b>	<b>1,897.1</b>	<b>2,406.0</b>	<b>成长性</b>			
减:营业成本	541.9	672.2	852.3	营业收入增长率	40.0%	28.6%	26.8%
营业税费	14.6	19.0	24.1	营业利润增长率	47.1%	42.9%	27.3%
销售费用	437.9	550.2	721.8	净利润增长率	62.2%	41.4%	27.2%
管理费用	107.9	138.5	199.7	EBITDA 增长率	72.6%	28.8%	43.7%
财务费用	-7.3	-5.0	-5.0	EBIT 增长率	72.6%	27.8%	27.6%
资产减值损失	14.3	7.6	9.0	NOPLAT 增长率	64.8%	44.5%	27.6%
加:公允价值变动收益	0.1	-39.8	6.6	投资资本增长率	34.2%	-5.5%	52.6%
投资和汇兑收益	14.0	7.3	3.0	净资产增长率	12.9%	33.2%	24.2%
<b>营业利润</b>	<b>337.3</b>	<b>482.1</b>	<b>613.8</b>	<b>利润率</b>			
加:营业外净收支	6.3	4.0	4.6	毛利率	63.3%	64.6%	64.6%
<b>利润总额</b>	<b>343.6</b>	<b>486.1</b>	<b>618.3</b>	营业利润率	22.9%	25.4%	25.5%
减:所得税	51.4	72.9	92.8	净利率	19.8%	21.8%	21.8%
<b>净利润</b>	<b>292.3</b>	<b>413.2</b>	<b>525.6</b>	EBITDA/营业收入	25.7%	25.7%	29.2%
<b>资产负债表</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EBIT/营业收入	25.3%	25.2%	25.3%
货币资金	543.4	1,218.0	1,286.1	<b>运营效率</b>			
交易性金融资产	59.7	19.9	26.5	固定资产周转天数	2	2	12
应收帐款	138.0	148.9	206.5	流动营业资本周转天数	153	129	129
应收票据	-	-	-	流动资产周转天数	405	389	396
预付帐款	99.1	98.0	187.3	应收帐款周转天数	27	27	27
存货	622.4	456.2	973.0	存货周转天数	118	102	107
其他流动资产	350.0	350.0	327.9	总资产周转天数	470	447	441

可供出售金融资产	10.0	10.0	10.0	投资资本周转天数	201	174	168
持有至到期投资	-	-	-	<b>投资回报率</b>			
长期股权投资	-	-	-	ROE	17.9%	19.1%	19.5%
投资性房地产	-	-	-	ROA	13.8%	15.9%	15.9%
固定资产	9.1	16.3	139.7	ROIC	40.0%	43.0%	58.1%
在建工程	102.2	137.0	23.7	<b>费用率</b>			
无形资产	111.6	108.3	105.1	销售费用率	29.7%	29.0%	30.0%
其他非流动资产				管理费用率	7.3%	7.3%	8.3%
<b>资产总额</b>	<b>2,119.4</b>	<b>2,594.0</b>	<b>3,299.5</b>	财务费用率	-0.5%	-0.3%	-0.2%
短期债务	-	-	-	三费/营业收入	36.5%	36.0%	38.1%
应付帐款	93.6	84.5	144.6	<b>偿债能力</b>			
应付票据	95.5	24.5	58.3	资产负债率	23.1%	16.4%	18.3%
其他流动负债				负债权益比	30.1%	19.6%	22.4%
长期借款	-	-	-	流动比率	3.78	5.44	5.01
其他非流动负债				速动比率	2.48	4.36	3.39
<b>负债总额</b>	<b>490.2</b>	<b>424.7</b>	<b>604.6</b>	利息保障倍数	-51.29	-95.43	-121.75
<b>少数股东权益</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>分红指标</b>			
股本	181.3	308.3	308.3	DPS(元)	0.29	-	-
留存收益	1,446.9	1,860.1	2,385.7	分红比率	31.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>1,629.2</b>	<b>2,169.4</b>	<b>2,695.0</b>	股息收益率	1.2%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	292.3	413.2	525.6	EPS(元)	1.34	1.70	1.98
加:折旧和摊销	37.9	11.2	93.1	BVPS(元)	7.03	8.74	10.72
资产减值准备	14.3	7.6	9.0	PE(X)	19.6	15.4	13.2
公允价值变动损失	-0.1	-39.8	6.6	PB(X)	3.7	3.0	2.4
财务费用	-	-5.0	-5.0	P/FCF	17.4	141.7	10.3
投资收益	-14.0	-7.3	-3.0	P/S	4.3	3.4	2.6
少数股东损益	0.0	-	-	EV/EBITDA	13.9	9.6	7.3
营运资金的变动	-179.6	252.8	-453.0	CAGR(%)	46.1%	42.9%	27.9%
<b>经营活动现金流</b>	<b>170.8</b>	<b>632.7</b>	<b>173.4</b>	PEG	0.4	0.4	0.5
<b>投资活动现金流</b>	<b>-215.9</b>	<b>36.9</b>	<b>-110.3</b>	ROIC/WACC	4.3	5.8	4.4
<b>融资活动现金流</b>	<b>-135.8</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	REP	1.8	0.9	1.1

资料来源: WIND, 中信建投研究发展部

## 分析师介绍

**史琨：**CFA，金融学硕士，2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

## 研究助理

**邱季** 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

**周博文** 010-86451380 zhou Bowen@csc.com.cn

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjie zgs@csc.com.cn

董娟 -85156405 dongjuan@csc.com.cn

### 社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859