

比音勒芬 (002832.SZ)

Q3 业绩靓丽，有望持续高增长

Q3 业绩靓丽，领跑行业。2020 年前三季度公司收入/业绩同增 4.0%/12.0%至 13.8/3.5 亿元，其中单 Q3 收入/业绩同增 27.7%/36.4%至 6.1/1.9 亿元，在 Q2 基础上明显提速。前三季度公司毛利率-0.9pcts 至 67.1%（其中单 Q3 毛利率同比+0.9pcts 至 69.9%，终端折扣管理严格），控费提效+疫情下租金等下调，销售费用率/管理费用率分别-1.3pcts/-2.0pcts 至 27.1%/9.6%，综合使得净利率+1.8pcts 至 25.3%。

打造差异化产品满足高端消费需求，多维营销提升品牌曝光度。公司单 Q3 实现收入 27.7%的增长，相较 Q2 明显提速，其核心动力来自于：**1) 差异化产品满足高端消费需求：**公司产品持续创新应对终端需求变化，今年故宫 IP 系列产品、秋季新品以“根·源”为主题推出系列产品、高科技高端面料打造的秋冬产品满足不同消费者需求，在秋冬销售旺季表现尤为突出。**2) 多样营销带来品牌曝光：**公司今年与青花郎打造系列合作、携手 CCTV《大国品牌》、与中国国家高尔夫球队再次签订合作等均带来良好品牌曝光。

多元渠道共同高增长。线上方面，公司电商销售业绩表现突出，积极拥抱新零售、实施全员营销，陆续与腾讯智慧零售签署战略合作协议持续拉动增长。**线下方面，**截至 2020H1 拥有终端 909 家（直营 452 家/加盟 457 家），我们预计公司 Q3 新开门店数十家，渠道数量增加、店效增长共同拉动收入增长。具体来看，终端恢复下加盟商拿货意愿增强、直营渠道尤其是奥莱渠道终端流水的快速增长。

库存去化效果明显，运营稳健。1) 公司 10:1 比例布局奥莱，Q3 新开数十家门店，多渠道去化库存效果明显。目前公司存货 6.5 亿元，较去年同期降低 3.8%，前三季度存货周转天数较去年同期下降 19.5 天至 394.9 天，应收账款周转天数增加 6.3 天至 26.1 天。2) 现金流充裕，前 Q3 经营活动现金净额 3.8 亿元，同比增长 138.8%。

Q4 趋势持续向上，全年业绩有望稳健增长。公司终端增长速度领先行业，我们预计 Q4 趋势持续、全年收入/业绩能够实现稳健增长：1) 我们估算全年收入增速在 10%左右：主品牌比音勒芬仍有扩店空间，预计今年扩店 80 家左右，威尼斯品牌仍处于孵化过程中，店效在公司过往的“调位置+扩面积”策略下能够保持平稳略有增长。2) 预计全年业绩同增 15%左右领先行业。

投资建议：公司定位运动时尚细分市场，终端表现优异。我们预计疫情对公司造成短期冲击，长期看伴随渠道扩张及运营效率提高，业绩有望实现快速增长。我们维持公司盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 4.68/5.80/6.90 亿元，当前股价 18.05 元，对应 20/21 年 PE 为 20/16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：威尼斯品牌孵化不达预期；疫情持续时间超过预期，对开店及终端销售造成负面影响；运动休闲消费市场景气度回落。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,476	1,826	2,036	2,500	2,967
增长率 yoy (%)	40.0	23.7	11.5	22.8	18.7
归母净利润（百万元）	292	407	468	580	690
增长率 yoy (%)	62.2	39.1	15.1	23.9	19.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.56	0.78	0.89	1.11	1.32
净资产收益率 (%)	17.9	20.8	20.6	22.4	22.9
P/E (倍)	32.4	23.3	20.2	16.3	13.7
P/B (倍)	5.8	4.8	4.2	3.7	3.1

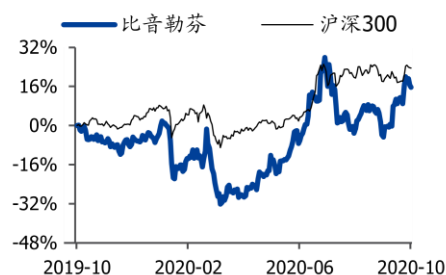
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
最新收盘价	18.05
总市值(百万元)	9,459.46
总股本(百万股)	524.07
其中自由流通股(%)	65.13
30 日日均成交量(百万股)	4.21

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

- 《比音勒芬 (002832.SZ)：产品创新叠加营销发力带动 Q3 业绩超预期》2020-09-25
- 《比音勒芬 (002832.SZ)：产品迭代创新，Q2 业绩大幅增长，领跑行业》2020-08-13
- 《比音勒芬 (002832.SZ)：意向收购上海微祥，开拓新零售业务新征程》2020-07-19



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1813	1899	2376	2789	3234
现金	543	475	821	904	1232
应收票据及应收账款	104	141	133	203	196
其他应收款	34	50	44	71	65
预付账款	99	84	120	131	167
存货	622	674	784	1006	1100
其他流动资产	409	474	474	474	474
非流动资产	307	626	575	604	638
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	9	219	214	220	229
无形资产	112	114	125	140	157
其他非流动资产	186	293	236	245	252
资产总计	2119	2524	2952	3393	3872
流动负债	479	535	648	772	823
短期借款	0	0	0	54	0
应付票据及应付账款	158	155	197	235	274
其他流动负债	321	380	451	483	549
非流动负债	11	31	31	31	31
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	31	31	31	31
负债合计	490	566	679	804	854
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	181	308	524	524	524
资本公积	556	443	227	227	227
留存收益	891	1206	1412	1730	2158
归属母公司股东权益	1628	1957	2271	2589	3017
负债和股东权益	2119	2524	2952	3393	3872

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	171	333	519	335	695
净利润	292	407	468	580	690
折旧摊销	38	63	97	44	51
财务费用	-7	-6	-10	-12	-16
投资损失	-14	-17	-17	-17	-17
营运资金变动	-158	-124	-19	-260	-13
其他经营现金流	19	11	0	0	0
投资活动现金流	-216	-309	-29	-56	-68
资本支出	105	226	-51	29	34
长期投资	-10	-89	0	0	0
其他投资现金流	-121	-172	-80	-27	-34
筹资活动现金流	-136	-82	-144	-250	-246
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	75	127	216	0	0
资本公积增加	-75	-114	-216	0	0
其他筹资现金流	-136	-96	-144	-250	-246
现金净增加额	-181	-58	346	29	382

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1476	1826	2036	2500	2967
营业成本	542	588	662	812	956
营业税金及附加	15	17	21	25	29
营业费用	438	548	591	735	875
管理费用	108	136	149	184	218
研发费用	46	59	66	81	96
财务费用	-7	-6	-10	-12	-16
资产减值损失	14	-29	37	25	30
其他收益	3	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	14	17	17	17	17
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	337	473	544	672	802
营业外收入	7	2	4	4	4
营业外支出	0	3	1	1	1
利润总额	344	472	546	675	805
所得税	51	65	78	95	114
净利润	292	407	468	580	690
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	292	407	468	580	690
EBITDA	365	520	624	695	825
EPS (元)	0.56	0.78	0.89	1.11	1.32

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	40.0	23.7	11.5	22.8	18.7
营业利润(%)	47.1	40.1	15.0	23.6	19.3
归属于母公司净利润(%)	62.2	39.1	15.1	23.9	19.0
获利能力					
毛利率(%)	63.3	67.8	67.5	67.5	67.8
净利率(%)	19.8	22.3	23.0	23.2	23.3
ROE(%)	17.9	20.8	20.6	22.4	22.9
ROIC(%)	17.0	19.8	19.6	20.9	21.8
偿债能力					
资产负债率(%)	23.1	22.4	23.0	23.7	22.1
净负债比率(%)	-32.7	-22.7	-34.8	-31.7	-39.8
流动比率	3.8	3.6	3.7	3.6	3.9
速动比率	1.5	1.2	1.5	1.5	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	18.7	14.9	14.9	14.9	14.9
应付账款周转率	5.5	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.78	0.89	1.11	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.64	0.99	0.64	1.33
每股净资产(最新摊薄)	3.11	3.73	4.33	4.94	5.76
估值比率					
P/E	32.4	23.3	20.2	16.3	13.7
P/B	5.8	4.8	4.2	3.7	3.1
EV/EBITDA	24.3	17.3	13.9	12.4	10.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com