

比音勒芬 (002832)

19年前三季度业绩超市场预期，继续重点推荐

事件：公司公布19年前三季度业绩预告，业绩超市场预期。

公司公布19年前三季度业绩预告，19年前三季度实现归母净利润3.03-3.12亿元，同比增长47.28%-51.33%，业绩超市场预期；其中19Q3单季度预计实现1.30-1.38亿元，同比增长55%-65%；公司业绩保持持续较高速增长，继续重点推荐。

19年公司线下持续拓展渠道，我们预计公司开店空间在1500-2000家；线上开始布局，渠道结构逐渐完善。

1) 线下渠道：截至2019年6月30日，公司拥有798个终端销售门店，较2018年末净增长34家，其中直营店铺数量385家，净增20家；加盟店铺数量413家，净增14家。除深挖一二线城市的高端社区作为潜在市场外，公司将市场进一步下沉到发展较快的三四线城市，我们预计公司开店空间在1500-2000家左右。

2) 线上渠道：19H1公司在线上的比音勒芬天猫旗舰店正式开业，“线下+线上”渠道布局将为客户提供更多的消费体验。

针对市场关心的【开店空间】和【存货】问题，我们进行以下解答：

1) 我们如何得出1500-2000家门店的开店空间？

我们将337个地级行政分成4个一线城市、15个新一线、30个二线、70个三线、90个四线以及128个五线城市；其次我们通过国家统计局、百度地图、大众点评等工具，查找337个地级城市的人均GDP、城镇居民人均可支配收入/人均消费支出、城市内大型商场个数、比音勒芬门店数。之后对数据进行筛选和排序，针对不同等级的城市选择不同的测算依据进行估算，由此得到最终1500-2000家的开店空间。具体测算详见天风纺织服装团队前期发布的《比音勒芬19H1半年报点评》

2) 公司是否存在加大的存货风险？

公司存货上升的原因，我们认为主要系：1) 直营门店增长：2018年直营/加盟=1:1.1，较17年1:1.22的比例有所提升，由于直营门店增加，需求铺货，即使当季新品也记为存货；2) 整体营收规模扩张，动销良好，加盟商的进货及退货金额也会相应增加，导致存货有所增长；3) 公司处理存货的方式影响：存货过季放一年后才开始进奥莱渠道、特卖渠道清理，因此，其处理存货的方式，本身就使公司存货周转比其他公司慢。4) 威尼斯新品系列备货也有一定影响。

我们认为公司目前存货库龄合理，奥莱店清存货能力强，存货规模在合理范围，无须过于担心存货风险。目前76%以上为一年内存货，且其奥莱店存货消化能力较强，导致一般库龄两年以内的存货能得到较好消化，奥莱产品折扣为5-6折，折后仍有较大毛利空间。因此，比音勒芬在毛利空间较大+存货消化能力较强的前提下，其存货减值压力相对较小，风险基本可控。

比音勒芬是纺服行业中中报业绩表现优秀的公司之一，公司所处赛道较好，产品风格鲜明，拥有运动商务的风格，具备差异化竞争优势；同时新品牌已经开拓，未来将持续贡献业绩；另外，公司开店空间仍存，随着新品牌和新渠道的不断贡献，公司有望保持持续较快的增长，继续坚定推荐。

1) 产品及品牌端：公司旗下拥有比音勒芬主品牌及新品牌威尼斯狂欢节。主品牌比音勒芬定位中产及以上人群，产品具备运动商务风格；同时在设计、面料、色彩和款式上面具备特色，与市场其他品牌具备较为明显的差异，竞争压力较小，我们认为比音勒芬是其赛道上的优势企业。新品牌威尼斯狂欢节定位度假旅游服饰这一蓝海市场，着力打造亲子装、情侣装及家庭装等产品，未来将持续贡献业绩。

2) 渠道端：我们认为公司开店空间在1500-2000家左右，未来公司仍具开店空间。

维持买入评级，预计2019-2021年归母净利润4.1/5.4/6.9亿元；预计2019-2021年EPS分别为1.34/1.76/2.23元，给予2019年30倍估值，对应目标价40.20元。

风险提示：测算数据存在误差，渠道拓展风险，产品滞销风险。

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 纺织服装/服装家纺 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 24.44元 |
| 目标价格 | 40.20元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 308.28 |
| 流通A股股本(百万股) | 134.30 |
| A股总市值(百万元) | 7,534.27 |
| 流通A股市值(百万元) | 3,282.25 |
| 每股净资产(元) | 9.51 |
| 资产负债率(%) | 24.13 |
| 一年内最高/最低(元) | 50.99/23.50 |

作者

吕明 分析师
SAC执业证书编号：S1110518040001
lvming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《比音勒芬-公司专题研究:中报业绩超市场预期，毛利率提升凸显公司产品、渠道竞争力加强》2019-08-30
- 《比音勒芬-公司专题研究:7小时蹲点比音勒芬成都时代奥莱店，告诉您真实的存货情况》2019-07-10
- 《比音勒芬-公司点评:中报预告归母净利润大增40%-60%超市场预期》2019-06-27

| 财务数据和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,054.43 | 1,475.75 | 2,023.49 | 2,646.09 | 3,328.64 |
| 增长率(%) | 25.23 | 39.96 | 37.12 | 30.77 | 25.79 |
| EBITDA(百万元) | 219.74 | 379.23 | 475.99 | 630.30 | 801.30 |
| 净利润(百万元) | 180.22 | 292.26 | 413.09 | 542.95 | 688.33 |
| 增长率(%) | 35.92 | 62.16 | 41.35 | 31.44 | 26.78 |
| EPS(元/股) | 0.58 | 0.95 | 1.34 | 1.76 | 2.23 |
| 市盈率(P/E) | 41.81 | 25.78 | 18.24 | 13.88 | 10.95 |
| 市净率(P/B) | 5.22 | 4.63 | 3.73 | 3.22 | 2.71 |
| 市销率(P/S) | 7.15 | 5.11 | 3.72 | 2.85 | 2.26 |
| EV/EBITDA | 25.85 | 14.16 | 13.52 | 10.24 | 7.59 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 694.15 | 543.36 | 1,037.52 | 1,028.55 | 1,395.06 | 营业收入 | 1,054.43 | 1,475.75 | 2,023.49 | 2,646.09 | 3,328.64 |
| 应收票据及应收账款 | 53.71 | 104.38 | 104.71 | 19.09 | 136.64 | 营业成本 | 364.79 | 541.95 | 721.16 | 954.47 | 1,213.53 |
| 预付账款 | 98.16 | 99.12 | 112.40 | 207.18 | 194.15 | 营业税金及附加 | 11.49 | 14.64 | 20.23 | 26.46 | 33.29 |
| 存货 | 348.85 | 622.37 | 534.78 | 1,065.78 | 898.98 | 营业费用 | 343.58 | 437.89 | 576.69 | 767.37 | 950.33 |
| 其他 | 310.24 | 443.33 | 313.83 | 371.53 | 417.49 | 管理费用 | 118.45 | 107.88 | 139.62 | 186.55 | 233.00 |
| 流动资产合计 | 1,505.11 | 1,812.56 | 2,103.23 | 2,692.14 | 3,042.32 | 研发费用 | 27.90 | 46.33 | 64.75 | 97.91 | 126.49 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 财务费用 | (9.90) | (7.28) | (10.13) | (13.24) | (15.53) |
| 固定资产 | 5.47 | 9.06 | 70.42 | 134.28 | 186.64 | 资产减值损失 | 5.17 | 14.26 | 17.00 | 25.00 | 36.00 |
| 在建工程 | 66.38 | 102.19 | 97.32 | 106.39 | 93.83 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.12 | (39.81) | 6.64 | 8.85 |
| 无形资产 | 108.44 | 111.58 | 108.32 | 105.06 | 101.80 | 投资净收益 | 5.27 | 13.98 | 25.00 | 25.00 | 43.00 |
| 其他 | 46.28 | 84.05 | 41.44 | 23.72 | 24.43 | 其他 | (41.70) | (31.33) | 29.63 | (63.27) | (103.69) |
| 非流动资产合计 | 226.58 | 306.88 | 317.49 | 369.45 | 406.71 | 营业利润 | 229.39 | 337.32 | 479.35 | 633.22 | 803.38 |
| 资产总计 | 1,731.69 | 2,119.44 | 2,420.72 | 3,061.59 | 3,449.02 | 营业外收入 | 4.35 | 6.70 | 7.00 | 6.02 | 6.57 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业外支出 | 1.51 | 0.38 | 0.64 | 0.84 | 0.62 |
| 应付票据及应付账款 | 38.93 | 158.30 | 14.59 | 237.86 | 113.32 | 利润总额 | 232.23 | 343.64 | 485.71 | 638.39 | 809.33 |
| 其他 | 250.11 | 321.06 | 379.62 | 480.46 | 551.07 | 所得税 | 52.01 | 51.38 | 72.61 | 95.44 | 120.99 |
| 流动负债合计 | 289.04 | 479.36 | 394.21 | 718.32 | 664.39 | 净利润 | 180.22 | 292.26 | 413.09 | 542.95 | 688.34 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 180.22 | 292.26 | 413.09 | 542.95 | 688.33 |
| 其他 | 0.00 | 10.84 | 3.61 | 4.82 | 6.42 | 每股收益(元) | 0.58 | 0.95 | 1.34 | 1.76 | 2.23 |
| 非流动负债合计 | 0.00 | 10.84 | 3.61 | 4.82 | 6.42 | | | | | | |
| 负债合计 | 289.04 | 490.20 | 397.82 | 723.14 | 670.81 | 主要财务比率 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 少数股东权益 | 0.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 106.67 | 181.34 | 308.28 | 308.28 | 308.28 | 营业收入 | 25.23% | 39.96% | 37.12% | 30.77% | 25.79% |
| 资本公积 | 630.94 | 556.27 | 556.27 | 556.27 | 556.27 | 营业利润 | 31.46% | 47.05% | 42.10% | 32.10% | 26.87% |
| 留存收益 | 1,335.98 | 1,446.90 | 1,713.62 | 2,029.17 | 2,468.93 | 归属于母公司净利润 | 35.92% | 62.16% | 41.35% | 31.44% | 26.78% |
| 其他 | (630.94) | (556.27) | (556.27) | (556.27) | (556.27) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 1,442.65 | 1,629.24 | 2,022.90 | 2,338.45 | 2,778.21 | 毛利率 | 65.40% | 63.28% | 64.36% | 63.93% | 63.54% |
| 负债和股东权益总 | 1,731.69 | 2,119.44 | 2,420.72 | 3,061.59 | 3,449.02 | 净利率 | 17.09% | 19.80% | 20.41% | 20.52% | 20.68% |
| | | | | | | ROE | 12.49% | 17.95% | 20.43% | 23.23% | 24.79% |
| | | | | | | ROIC | 61.09% | 39.97% | 42.36% | 57.06% | 53.19% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 16.69% | 23.13% | 16.43% | 23.62% | 19.45% |
| | | | | | | 净负债率 | -48.12% | -33.35% | -51.29% | -43.98% | -50.21% |
| | | | | | | 流动比率 | 5.21 | 3.78 | 5.34 | 3.75 | 4.58 |
| | | | | | | 速动比率 | 4.00 | 2.48 | 3.98 | 2.26 | 3.23 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 20.71 | 18.67 | 19.36 | 42.75 | 42.75 |
| | | | | | | 存货周转率 | 3.54 | 3.04 | 3.50 | 3.31 | 3.39 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.66 | 0.77 | 0.89 | 0.97 | 1.02 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.58 | 0.95 | 1.34 | 1.76 | 2.23 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 0.41 | 0.55 | 1.49 | 0.89 | 2.02 |
| | | | | | | 每股净资产 | 4.68 | 5.28 | 6.56 | 7.58 | 9.01 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 41.81 | 25.78 | 18.24 | 13.88 | 10.95 |
| | | | | | | 市净率 | 5.22 | 4.63 | 3.73 | 3.22 | 2.71 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 25.85 | 14.16 | 13.52 | 10.24 | 7.59 |
| | | | | | | EV/EBIT | 26.27 | 14.39 | 13.72 | 10.41 | 7.72 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|-----------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 净利润 | 180.22 | 292.26 | 413.09 | 542.95 | 688.33 |
| 折旧摊销 | 28.17 | 37.87 | 6.78 | 10.32 | 13.45 |
| 财务费用 | 0.00 | 0.00 | (10.13) | (13.24) | (15.53) |
| 投资损失 | (5.27) | (13.98) | (25.00) | (25.00) | (43.00) |
| 营运资金变动 | (288.34) | (179.55) | 113.91 | (248.21) | (27.86) |
| 其它 | 211.71 | 34.21 | (39.81) | 6.64 | 8.85 |
| 经营活动现金流 | 126.50 | 170.81 | 458.84 | 273.46 | 624.24 |
| 资本支出 | 119.47 | 37.69 | 67.23 | 78.80 | 48.39 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (492.00) | (253.63) | (22.60) | (147.07) | (73.09) |
| 投资活动现金流 | (372.54) | (215.93) | 44.63 | (68.27) | (24.69) |
| 债权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 9.90 | 7.28 | 137.07 | 13.24 | 15.53 |
| 其他 | (38.28) | (143.11) | (146.37) | (227.40) | (248.58) |
| 筹资活动现金流 | (28.38) | (135.83) | (9.31) | (214.16) | (233.05) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (274.42) | (180.95) | 494.16 | (8.97) | 366.50 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |