

比音勒芬 (002832.SZ)

公告 2019 年前三季度业绩预告, 继续超预期

公司公告 2019 年前三季度业绩预告, 2019 年第三季度归母净利润预计增长 55%-65%, 2019 年前三季度归母净利润预计增长 47.28%-51.33%。

● 三季度单季较二季度进一步加速

考虑到二季度公司有 1333.07 万元的股权激励费, 如果看扣非后净利润二季度同比增长 34.43%, 三季度业绩增长快于二季度主要得益于, 首先, 运动服饰行业持续景气, 公司作为国内高尔夫服饰和度假旅游服饰龙头, 受益行业景气。其次, 公司上半年净开店 34 家, 我们预计全年净开店 80-100 家, 下半年开店速度加快。第三, 上半年公司继续进行渠道优化升级, 扩面积, 调位置, 积极效应在下半年逐渐显现, 最后, 持续推出员工持股计划, 保证公司持续高速增长。

● 我们看好公司未来三年业绩有望持续保持高增长

首先, 四季度是服装的传统旺季, 预计公司业绩有望进一步加速。其次, 主品牌开店空间大, 预计市场容量达到 1500 到 2000 家。第三, 平均单店店效有望保持双位数增长, 运动服饰行业景气度有望持续, 2020 年东京奥运会, 2022 年北京冬奥会, 且公司产品品类不断丰富, 渠道不断优化, 通过加强信息化建设, 运营能力不断提升。第四, 公司激励充分, 先后推出两期员工持股计划。第五, 国家发文激发旅游消费潜力, 公司新品牌威尼斯聚焦度假旅游服饰市场, 有望成为新的利润增长点。最后, 公司存货保持合理水平, 两年以内库龄存货占比高于行业平均。

● 19-21 年每股收益预计分别为 1.33 元/股、1.73 元/股、2.16 元/股

参考可比公司平均估值, 考虑到公司有较好的成长性, 且近期先后被纳入富时指数和标普新兴市场全球基准指数, 有望吸引增量资金, 维持公司 19 年市盈率约 30 倍, 合理价值 39.90 元/股, 维持“买入”评级。

● 风险提示

新品牌销售不及预期风险; 零售业态变化的风险;

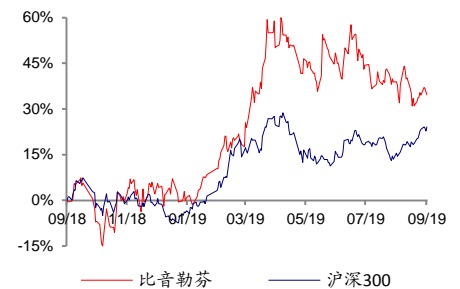
盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,054	1,476	1,912	2,419	3,007
增长率(%)	25.2	40.0	29.5	26.5	24.3
EBITDA(百万元)	244	365	475	622	777
净利润(百万元)	180	292	411	535	666
增长率(%)	35.9	62.2	40.6	30.1	24.6
EPS(元/股)	1.69	1.61	1.33	1.73	2.16
市盈率(P/E)	35.62	20.72	18.33	14.09	11.32
市净率(P/B)	4.45	3.72	3.84	3.38	2.94
EV/EBITDA	23.44	15.11	14.12	10.61	8.31

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	24.44 元
合理价值	39.90 元
前次评级	买入
报告日期	2019-09-16

相对市场表现



分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

分析师:

赵颖婕



SAC 执证号: S0260518070004



SFC CE No. BNN845



021-60750604



zhaoyingjie@gf.com.cn

请注意, 糜韩杰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 比音勒芬(002832.SZ):公司 2019-08-26
业绩持续高增长超预期
- 比音勒芬(002832.SZ):探究 2019-07-03
公司业绩高增长的奥秘, 看好
公司未来发展
- 比音勒芬(002832.SZ):公告 2019-06-27
2019 年半年度业绩预告, 归
母净利润增长 40-60%

表1: 可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元)		每股收益 (元)			市盈率			PEG	
		2019/9/12	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	未来三年 复合
罗莱生活	002293.SZ	9.29	0.72	0.70	0.78	0.87	12.84	13.20	11.91	10.73	1.26
歌力思	603808.SH	16.47	1.08	1.32	1.59	1.89	15.25	12.47	10.35	8.72	0.61
森马服饰	002563.SZ	11.36	0.63	0.71	0.83	0.96	18.03	16.00	13.72	11.81	1.06
海澜之家	600398.SH	8.43	0.77	0.83	0.89	0.96	10.95	10.13	9.45	8.75	1.31
开润股份	300577.SZ	33.62	0.80	1.08	1.46	1.89	42.03	31.08	23.03	17.76	0.93
	最大值						42.03	31.08	23.03	17.76	1.31
	最小值						10.95	10.13	9.45	8.72	0.61
	平均数						19.82	16.58	13.69	11.56	1.04
	调整后平均						15.37	13.89	11.99	10.43	1.09

数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

注: 每股收益为 Wind 一致预期

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,505	1,813	2,118	2,451	2,868	经营活动现金流	126	171	424	416	532
货币资金	694	543	827	931	1,077	净利润	180	292	411	535	666
应收及预付	152	203	252	303	386	折旧摊销	28	38	6	8	9
存货	349	622	587	756	929	营运资金变动	-77	-158	15	-122	-138
其他流动资产	310	443	452	461	475	其它	-4	-2	-8	-5	-5
非流动资产	227	307	383	439	504	投资活动现金流	-373	-216	-62	-45	-53
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-147	-105	-76	-59	-67
固定资产	5	9	10	11	11	投资变动	0	-10	0	0	0
在建工程	66	102	140	176	213	其他	-226	-101	14	14	14
无形资产	108	112	149	168	196	筹资活动现金流	-28	-136	-79	-267	-333
其他长期资产	46	84	84	84	84	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	1,732	2,119	2,501	2,891	3,371	股权融资	0	1	127	0	0
流动负债	289	479	528	651	799	其他	-28	-137	-205	-267	-333
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	-274	-181	284	104	146
应付及预收	195	340	354	451	558	期初现金余额	965	691	543	827	931
其他流动负债	94	140	175	200	241	期末现金余额	691	510	827	931	1,077
非流动负债	0	11	11	11	11						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	0	11	11	11	11						
负债合计	289	490	539	662	810						
股本	107	181	308	308	308						
资本公积	631	556	556	556	556						
留存收益	705	891	1,096	1,363	1,696						
归属母公司股东权益	1,443	1,628	1,961	2,228	2,561						
少数股东权益	0	1	1	1	1						
负债和股东权益	1,732	2,119	2,501	2,891	3,371						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,054	1,476	1,912	2,419	3,007
营业成本	365	542	685	863	1,073
营业税金及附加	11	15	19	24	30
销售费用	344	438	547	684	855
管理费用	90	108	132	157	187
研发费用	28	46	60	76	94
财务费用	-10	-7	-7	-9	-10
资产减值损失	5	14	12	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	14	14	14	14
营业利润	229	337	477	622	777
营业外收支	3	6	6	6	6
利润总额	232	344	483	629	783
所得税	52	51	72	94	117
净利润	180	292	411	535	666
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	180	292	411	535	666
EBITDA	244	365	475	622	777
EPS (元)	1.69	1.61	1.33	1.73	2.16

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	25.2	40.0	29.5	26.5	24.3
营业利润增长	31.5	47.1	41.4	30.5	24.8
归母净利润增长	35.9	62.2	40.6	30.1	24.6
获利能力					
毛利率	65.4	63.3	64.2	64.3	64.3
净利率	17.1	19.8	21.5	22.1	22.1
ROE	12.5	17.9	21.0	24.0	26.0
ROIC	22.4	27.4	37.4	42.5	46.2
偿债能力(%)					
资产负债率	16.7	23.1	21.6	22.9	24.0
净负债比率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	5.21	3.78	4.01	3.77	3.59
速动比率	3.66	2.28	2.61	2.33	2.14
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.77	0.83	0.90	0.96
应收账款周转率	20.71	18.67	19.64	19.14	19.39
存货周转率	1.22	1.12	1.17	1.14	1.15
每股指标(元)					
每股收益	1.69	1.61	1.33	1.73	2.16
每股经营现金流	1.19	0.94	1.38	1.35	1.73
每股净资产	13.52	8.98	6.36	7.23	8.31
估值比率					
P/E	35.62	20.72	18.33	14.09	11.32
P/B	4.45	3.72	3.84	3.38	2.94
EV/EBITDA	23.44	15.11	14.12	10.61	8.31

广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
赵 颖 婕：资深分析师，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。
胡 幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。