

# Q3 业绩再超预期，细分高增赛道优质龙头又迎强势之年

## 事件

公司公布 2019 前三季度业绩预告，预计 Q3 归母净利润同增 55%-65% 至 1.30-1.38 亿元，前三季度归母净利润同增 47.28%-51.33% 至 3.03-3.12 亿元。

## 简评

### Q3 税前利润同增 38%+，业绩增速好于前两季度

公司 Q1、Q2 归母净利润分别同增 52.91%、17.32%，Q3 再超预期，单季业绩增速快于前两个季度，环比 Q2 有明显提速（Q2 新增股权激励费用 1333 万元）。今年以来高新技术企业优惠税率加大业绩弹性，按照 15% 优惠税率折算，Q3 单季利润总额为 1.52 亿-1.62 亿元，同增 38.6%-47.5%，而 H1 利润总额增速为 19.7%，剔除税率因素后 Q3 盈利情况继续提升。

### 公司表现明显好于服装整体，外延内生齐发力

去年以来开店加快带来的外延增厚+同店保持强劲是今年维持高速增长的主要动力，上半年公司净开店 34 家至 798 家（直营 385 家、加盟 413 家），店铺数同增 16.5%，开店节奏得以维持，可见伴随品牌力提升和产品品质的一贯坚持，市场逐渐打开，预计下半年净开店数将多于上半年，结合新品牌威尼斯拓张，全年净开店数有望突破 100 家。

加速外延拓张的同时，近两年公司对线下门店着手精细化改造，开店聚焦精品店和大型体验店，新店位置、面积优化下，店铺逐步智能化、信息化升级，全面对接高端渠道，带来同店持续强劲，多个季度同店双位数增长。公司披露 Q3 业绩增长主因销售业绩持续保持增长，考虑到盈利超预期，我们预计 Q3 收入仍实现 25% 左右增长，同店维持双位数。

### 直营提升+加强备货支撑销售，库存消化渠道顺畅

H1 末公司存货金额 5.98 亿元，同增 34.3%，主因直营比例提升+销售扩张下备货增加（直营备货以及加盟商订货增加）+新品牌威尼斯备货增加。2018 年末公司库存一年以内占 76.61%，1-2 年占 18.88%，库龄整体较短，公司动销良好，且商品时效周

## 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 09 月 17 日

当前股价：26.88 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
7.35/0.02	2.16/-3.01	48.73/35.71	
12 月最高/最低价 (元)			50.99/23.5
总股本 (万股)			30,827.63
流通 A 股 (万股)			13,429.83
总市值 (亿元)			82.86
流通市值 (亿元)			36.1
近 3 月日均成交量 (万)			171.47
主要股东			
谢秉政			41.25%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 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
- 19.04.22 【中信建投服装家纺】比音勒芬 (002832):业绩高弹性连续超预期，品牌力+渠道优化促内生高增

期较长，奥莱店等消化过季库存渠道顺畅，减值压力可控。上半年经营活动现金流入净额同增 121.2% 至 0.91 亿元。

**投资建议：**运动时尚景气度高，公司兼具运动、时尚、商务等多元化场景，客户以具备较高消费能力的中年家庭为主，保持优良产品品质，品牌粘性强。近两年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，业绩持续保持弹性。公司未来将进一步下沉到发展较快的三四线城市，品牌仍有进一步多元化打造空间。副牌威尼斯今年落地加快，预计今年外延扩店保持 10%+。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、16 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，细分高增赛道优质龙头，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)	1.61	1.34	1.70
加:折旧和摊销	37.9	11.2	93.1	BVPS(元)	8.98	7.03	8.74
资产减值准备	14.3	7.6	9.0	PE(X)	16.7	20.1	15.8
公允价值变动损失	-0.1	-39.8	6.6	PB(X)	3.0	3.8	3.1
财务费用	-	-5.0	-5.0	P/FCF	93.1	17.8	145.3
投资收益	-14.0	-7.3	-3.0	P/S	3.3	4.4	3.4
少数股东损益	0.0	-	-	EV/EBITDA	14.2	14.4	9.9
营运资金的变动	-179.6	252.8	-453.0	CAGR(%)	27.9%	46.1%	42.9%
<b>经营活动现金流</b>	<b>170.8</b>	<b>632.7</b>	<b>173.4</b>	PEG	0.6	0.4	0.4
<b>投资活动现金流</b>	<b>-215.9</b>	<b>36.9</b>	<b>-110.3</b>	ROIC/WACC	3.9	4.2	5.7
<b>融资活动现金流</b>	<b>-135.8</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	REP	1.5	1.9	0.9

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 010-8513-0491 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

### 社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@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 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

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

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 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

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@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