天风证券 TF SECURITIES

比音勒芬（002832）

证券研究报告
2020 年 09 月 25 日

20Q3 业绩增长提速，细分龙头持续超预期

公司发布业绩预告，预计 20Q3 实现归母净利 1.81~1.97 亿元，同比增长 31.83%~43.16%；1-9 月归母净利 3.4 亿元-3.58 亿元，同比增长 10%~15%。

公司 Q3 业绩增长显著提升，Q1/Q2 归母净利增速分别为-25%/12%（剔除股权激励影响）；我们预计公司 1-9 月收入同比正增长，高端运动时尚细分龙头继续领跑。

本季公司继续深耕主业，优化产品、渠道和品牌等方面的运营能力，巩固行业龙头地位。同时积极开展线上销售，实施全员营销，发力新零售，电商销售业绩表现突出，运营管理和销售渠道持续优化，带动经营业绩持续增长。

新零售赋能，门店加速布局。公司注重新开店铺的门店质量，与腾讯合作建立智慧门店，数字化赋能终端，提升店铺运营效率和盈利能力。

2020 年 6 月 9 日，公司与腾讯智慧零售达成战略合作协议，开启公司数字化智能运营转型战略，借助腾讯技术优势，持续赋能线下智慧门店升级、私域流量运营、大数据应用分析及自身数据中台建设等领域，助力公司高效连接用户客群，进一步提升数字化智能运营能力。

截至 20H1 公司门店 909 家，考虑到公司 2019 年净增 130 家，2018 年净增 112 家，我们认为公司未来或加速开店，门店数量有望达到 1500-2000 家。

维持盈利预测，给予买入评级

公司作为消费内循环的代表企业，将继续致力于国内高端服饰的研发设计和品牌运营，继续坚持“高品质、高品位、高科技”产品的打造，通过完善国内高端服饰品牌产业链协同，实现公司 2020 年度及未来持续的业绩增长目标。预计公司 20/21/22 EPS 分别为 0.90、1.12、1.35 元，对应 PE 分别为 18.72、14.95、12.38 倍。

风险提示：高端运动市场需求波动、不及预期；新冠疫情反复加剧风险；需求端表现疲软，原材料价格波动等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,475.75	1,825.52	2,039.81	2,434.09	2,920.91
增长率(%)	39.96	23.70	11.74	19.33	20.00
EBITDA(百万元)	379.23	593.32	564.18	693.81	834.82
净利润(百万元)	292.26	406.61	469.31	587.51	709.46
增长率(%)	62.16	39.13	15.42	25.19	20.76
EPS(元/股)	0.56	0.78	0.90	1.12	1.35
市盈率(P/E)	30.05	21.60	18.72	14.95	12.38
市净率(P/B)	5.39	4.49	3.60	3.13	2.71
市销率(P/S)	5.95	4.81	4.31	3.61	3.01
EV/EBITDA	14.16	12.23	13.60	10.51	8.45

资料来源：wind，天风证券研究所

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	17.04 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	524.07
流通 A 股股本(百万股)	341.31
A 股总市值(百万元)	8,930.15
流通 A 股市值(百万元)	5,815.86
每股净资产(元)	3.75
资产负债率(%)	36.25
一年内最高/最低(元)	27.89/11.82

作者

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com
孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《比音勒芬-公司点评:Q3 业绩有望延续高速增长，数字化智能运营助力细分龙头行业领跑》 2020-09-22
2 《比音勒芬-公司点评:2020Q2 业绩超市场预期，优质细分龙头优势凸显》 2020-07-23
3 《比音勒芬-公司点评:拟现金收购短视频营销机构，切入社交电商领域》 2020-07-20

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	543.36	475.43	875.66	1,341.16	1,556.49
应收票据及应收账款	104.38	140.84	89.00	63.10	119.42
预付账款	99.12	84.18	141.83	124.58	184.30
存货	622.37	674.33	791.50	868.28	992.27
其他	443.33	523.73	462.03	499.51	509.06
流动资产合计	**1,812.56**	**1,898.51**	**2,360.01**	**2,896.63**	**3,361.54**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	9.06	219.02	248.30	294.52	337.91
在建工程	102.19	18.25	46.95	76.17	75.70
无形资产	111.58	113.57	108.03	102.48	96.94
其他	84.05	275.01	218.35	121.45	156.55
非流动资产合计	**306.88**	**625.85**	**621.62**	**594.63**	**667.10**
资产总计	**2,119.44**	**2,524.36**	**2,981.64**	**3,491.26**	**4,028.64**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	158.30	154.77	85.20	244.52	164.74
其他	321.06	379.82	439.61	416.34	600.04
流动负债合计	**479.36**	**534.59**	**524.81**	**660.86**	**764.78**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.84	31.39	14.08	18.77	21.42
非流动负债合计	**10.84**	**31.39**	**14.08**	**18.77**	**21.42**
负债合计	**490.20**	**565.99**	**538.88**	**679.63**	**786.20**
少数股东权益	1.00	1.00	1.00	1.00	0.99
股本	181.34	308.28	524.07	524.07	524.07
资本公积	556.27	442.65	442.65	442.65	442.65
留存收益	1,446.90	1,648.80	1,917.68	2,286.57	2,717.38
其他	-556.27	-442.35	-442.65	-442.65	-442.65
股东权益合计	**1,629.24**	**1,958.38**	**2,442.75**	**2,811.63**	**3,242.44**
负债和股东权益总计	**2,119.44**	**2,524.36**	**2,981.64**	**3,491.26**	**4,028.64**

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	292.26	406.60	469.31	587.51	709.46
折旧摊销	37.87	62.79	7.56	10.10	12.62
财务费用	0.00	0.00	9.94	-3.93	-9.35
投资损失	-13.98	-16.86	-8.00	-30.00	-45.00
营运资金变动	-179.55	-301.32	-11.80	173.16	-189.16
其它	34.21	182.26	19.91	6.63	-11.06
经营活动现金流	**170.81**	**333.47**	**486.92**	**743.47**	**467.51**
资本支出	37.69	117.45	77.32	75.31	47.36
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-253.63	-426.89	-169.13	-138.58	-30.24
投资活动现金流	**-215.93**	**-309.43**	**-91.81**	**-63.27**	**17.12**
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	7.28	19.20	205.55	3.93	9.35
其他	-143.11	-101.54	-200.42	-218.63	-278.65
筹资活动现金流	**-135.83**	**-82.34**	**5.13**	**-214.70**	**-269.30**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**-180.95**	**-58.30**	**400.23**	**465.50**	**215.33**

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1,475.75**	**1,825.52**	**2,039.81**	**2,434.09**	**2,920.91**
营业成本	541.95	588.24	662.94	786.21	934.69
营业税金及附加	14.64	16.57	20.40	24.34	29.21
营业费用	437.89	547.54	622.14	718.06	861.67
管理费用	107.88	135.82	144.83	170.39	204.46
研发费用	46.33	59.11	40.80	73.02	87.63
财务费用	-7.28	-5.59	9.94	-3.93	-9.35
资产减值损失	14.26	-29.12	20.00	15.00	15.00
公允价值变动收益	0.12	0.00	19.91	6.64	-11.06
投资净收益	13.98	16.86	8.00	30.00	45.00
其他	-31.34	23.41	-55.81	-73.27	-67.88
营业利润	**337.32**	**472.66**	**546.67**	**687.64**	**831.54**
营业外收入	6.70	1.62	7.00	5.11	4.58
营业外支出	0.38	2.75	1.55	1.56	1.95
利润总额	**343.64**	**471.54**	**552.12**	**691.19**	**834.16**
所得税	51.38	64.94	82.82	103.68	124.71
净利润	**292.26**	**406.60**	**469.31**	**587.51**	**709.46**
少数股东损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
归属于母公司净利润	**292.26**	**406.61**	**469.31**	**587.51**	**709.46**
每股收益（元）	0.56	0.78	0.90	1.12	1.35

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	39.96%	23.70%	11.74%	19.33%	20.00%
营业利润	47.05%	40.12%	15.66%	25.79%	20.93%
归属于母公司净利润	62.16%	39.13%	15.42%	25.19%	20.76%
获利能力					
毛利率	63.28%	67.78%	67.50%	67.70%	68.00%
净利率	19.80%	22.27%	23.01%	24.14%	24.29%
ROE	17.95%	20.77%	19.22%	20.90%	21.89%
ROIC	39.97%	42.75%	39.17%	43.73%	52.88%
偿债能力					
资产负债率	23.13%	22.42%	18.07%	19.47%	19.52%
净负债率	-33.35%	-24.28%	-35.85%	-47.70%	-48.00%
流动比率	3.78	3.55	4.50	4.38	4.40
速动比率	2.48	2.29	2.99	3.07	3.10
营运能力					
应收账款周转率	18.67	14.89	17.75	32.01	32.01
存货周转率	3.04	2.82	2.78	2.93	3.14
总资产周转率	0.77	0.79	0.74	0.75	0.78
每股指标（元）					
每股收益	0.56	0.78	0.90	1.12	1.35
每股经营现金流	0.33	0.64	0.93	1.42	0.89
每股净资产	3.11	3.73	4.66	5.36	6.19
估值比率					
市盈率	30.05	21.60	18.72	14.95	12.38
市净率	5.39	4.49	3.60	3.13	2.71
EV/EBITDA	14.16	12.23	13.60	10.51	8.45
EV/EBIT	14.39	12.44	13.78	10.67	8.58

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