

# 比音勒芬 (002832.SZ)

## 三季度业绩继续领跑行业，经营质量更加扎实

### 核心观点：

- **公司公告 2020 年第三季度报告，三季度业绩继续领跑行业。**公司前三季度营业收入 13.77 亿元，同比增长 4.03%，归母净利润 3.49 亿元，同比增长 12.01%，其中第三季度单季营业收入 6.10 亿元，同比增长 27.71%，归母净利润 1.87 亿元，同比增长 36.38%。公司一季度业绩较行业抗跌，二季度业绩率先实现正增长，三季度业绩继续领跑，实现高增长。主要得益于，运动鞋服行业 and 高端可选消费持续景气，公司深耕主业，产品力、品牌力、渠道力持续提升，同时积极开展线上销售，实施全员营销，发力新零售，电商业绩表现突出。
- **公司前三季度毛利率稳定，期间费用率下降。**公司前三季度毛利率 67.07%，去年同期为 68.00%，其中第三季度单季为 69.86%，较上年同期增加 0.91 个百分点，主要由于公司严格控制折扣，同时对供应商议价能力不断提升。公司前三季度期间费用率为 37.03%，去年同期为 39.79%，其中第三季度单季公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 23.89%、7.66%、0.94%，分别较上年同期下降 0.47、下降 2.84、增加 1.29 个百分点。财务费用率增加主要由于可转债利息支出。
- **公司前三季度存货周转天数下降，经营性现金流净额大幅增长。**公司前三季度存货周转天数 395 天，较上年同期减少 19 天。经营性现金流净额 3.84 亿元，较上年同期增长 138.75%。主要得益于公司加强了供应链快反比例，经营效率不断提升。
- **20-22 年每股收益预计分别为 0.90 元/股、1.24 元/股、1.53 元/股。**现价对应 21 年 PE 为 15 倍，处过去三年估值区间下沿，参考公司过去三年平均 PE，基于业绩基数变大，增速较之前稍慢，维持公司合理价值 26.02 元/股的观点不变，对应 21 年 21 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新品牌不及预期、零售业态变化的风险。

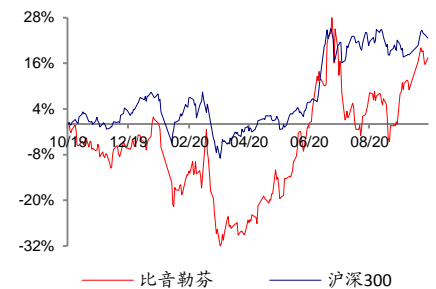
### 盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,476	1,826	2,047	2,646	3,197
增长率 (%)	40.0	23.7	12.1	29.3	20.8
EBITDA (百万元)	365	541	616	829	1,025
归母净利润 (百万元)	292	407	474	649	803
增长率 (%)	62.2	39.1	16.5	37.1	23.6
EPS (元/股)	1.61	1.32	0.90	1.24	1.53
市盈率 (P/E)	20.72	19.69	19.97	14.57	11.78
ROE (%)	17.9	20.8	18.5	21.0	21.4
EV/EBITDA	15.11	13.92	13.69	9.71	7.36

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	18.05 元
合理价值	26.02 元
前次评级	买入
报告日期	2020-10-20

### 相对市场表现



### 分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

### 相关研究：

- 比音勒芬 (002832.SZ) :公告 2020-09-25  
前三季度业绩预告，第三季度业绩大超预期
- 比音勒芬 (002832.SZ) :公告 2020-07-23  
半年度业绩快报，二季度业绩增速环比大幅增长
- 比音勒芬 (002832.SZ) :拟收购上海微祥，新零售业务持续发力

图1：公司过去三年平均市盈率（TTM）区间（股价：元/股）



数据来源：wind；广发证券发展研究中心

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1,813</b>	<b>1,899</b>	<b>2,515</b>	<b>3,194</b>	<b>3,980</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>171</b>	<b>333</b>	<b>490</b>	<b>555</b>	<b>711</b>
货币资金	543	475	1,023	1,411	1,920	净利润	292	407	474	649	803
应收及预付	203	225	245	308	378	折旧摊销	38	63	54	62	71
存货	622	674	727	940	1,135	营运资金变动	-158	-124	-58	-182	-202
其他流动资产	443	524	521	535	547	其它	-2	-11	20	26	39
<b>非流动资产</b>	<b>307</b>	<b>626</b>	<b>655</b>	<b>659</b>	<b>662</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-216</b>	<b>-309</b>	<b>-68</b>	<b>-50</b>	<b>-59</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-105	-226	-84	-67	-76
固定资产	9	219	220	221	222	投资变动	-10	-89	0	0	0
在建工程	102	18	54	90	126	其他	-101	6	17	17	17
无形资产	112	114	105	72	38	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-136</b>	<b>-82</b>	<b>125</b>	<b>-117</b>	<b>-145</b>
其他长期资产	84	275	275	275	275	银行借款	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,119</b>	<b>2,524</b>	<b>3,170</b>	<b>3,853</b>	<b>4,641</b>	股权融资	1	0	216	0	0
<b>流动负债</b>	<b>479</b>	<b>535</b>	<b>582</b>	<b>732</b>	<b>862</b>	其他	-137	-82	-91	-117	-145
短期借款	0	0	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>-181</b>	<b>-58</b>	<b>547</b>	<b>389</b>	<b>508</b>
应付及预收	340	310	361	459	559	<b>期初现金余额</b>	<b>691</b>	<b>510</b>	<b>475</b>	<b>1,023</b>	<b>1,411</b>
其他流动负债	140	224	221	272	303	<b>期末现金余额</b>	<b>510</b>	<b>452</b>	<b>1,023</b>	<b>1,411</b>	<b>1,920</b>
<b>非流动负债</b>	<b>11</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>						
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	11	31	31	31	31						
<b>负债合计</b>	<b>490</b>	<b>566</b>	<b>613</b>	<b>763</b>	<b>893</b>						
股本	181	308	524	524	524						
资本公积	556	443	443	443	443						
留存收益	891	1,206	1,589	2,122	2,780						
归属母公司股东权益	1,628	1,957	2,556	3,089	3,747						
少数股东权益	1	1	1	1	1						
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,119</b>	<b>2,524</b>	<b>3,170</b>	<b>3,853</b>	<b>4,641</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,476</b>	<b>1,826</b>	<b>2,047</b>	<b>2,646</b>	<b>3,197</b>
营业成本	542	588	660	853	1,030
营业税金及附加	15	17	19	24	29
销售费用	438	548	602	753	888
管理费用	108	136	138	164	192
研发费用	46	59	66	86	104
财务费用	-7	-6	-7	-12	-17
资产减值损失	-14	29	36	42	55
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	14	17	17	17	17
<b>营业利润</b>	<b>337</b>	<b>473</b>	<b>551</b>	<b>754</b>	<b>932</b>
营业外收支	6	-1	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>344</b>	<b>472</b>	<b>549</b>	<b>753</b>	<b>931</b>
所得税	51	65	76	104	128
<b>净利润</b>	<b>292</b>	<b>407</b>	<b>474</b>	<b>649</b>	<b>803</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>292</b>	<b>407</b>	<b>474</b>	<b>649</b>	<b>803</b>
EBITDA	365	541	616	829	1,025
EPS (元)	1.61	1.32	0.90	1.24	1.53

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	40.0%	23.7%	12.1%	29.3%	20.8%
营业利润增长	47.1%	40.1%	16.5%	37.0%	23.6%
归母净利润增长	62.2%	39.1%	16.5%	37.1%	23.6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	63.3%	67.8%	67.8%	67.8%	67.8%
净利率	19.8%	22.3%	23.1%	24.5%	25.1%
ROE	17.9%	20.8%	18.5%	21.0%	21.4%
ROIC	27.4%	27.8%	31.6%	39.4%	45.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	23.1%	22.4%	19.3%	19.8%	19.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.78	3.55	4.32	4.37	4.62
速动比率	2.28	2.13	2.89	2.90	3.11
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.77	0.79	0.72	0.75	0.75
应收账款周转率	18.67	14.89	14.89	14.89	14.89
存货周转率	1.12	0.91	0.91	0.91	0.91
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.61	1.32	0.90	1.24	1.53
每股经营现金流	0.94	1.08	0.93	1.06	1.36
每股净资产	8.98	6.35	4.88	5.89	7.15
<b>估值比率</b>					
P/E	20.72	19.69	19.97	14.57	11.78
P/B	3.72	4.09	3.70	3.06	2.52
EV/EBITDA	15.11	13.92	13.69	9.71	7.36

## 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。

## 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	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

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。