

2019-9-16

公司报告 | 点评报告

评级 **买入** 维持

比音勒芬 (002832)

预告 Q3 业绩增长 55%-65%，环比显著提速

报告要点

■ 事件描述

公司发布三季报业绩预告。2019 年前三季度，公司预计实现归母净利润 3.03-3.12 亿元，同比增长 47%-51%；其中，2019Q3，公司预计实现归母净利润 1.30-1.38 亿元，同比增长 55%-65%，较 19H1 42% 的增长环比大幅提速；若假设 19Q3 所得税率为 15%，剔除所得税影响，归母净利润同比增长 39%-48%，表现强劲。

事件评论

- 19Q2，受到零售环境偏弱及加盟发货节奏调整影响，收入端环比放缓至 22.45%，而归母净利润则受到计提一次性的股权激励费用，同比增长 17.33%，增速表现弱于收入端。19Q3 以来，受益于零售环境弱复苏，新开店逐渐落地，预计同店及拓店增速均有所恢复，而加盟渠道伴随渠道库存消化，发货节奏恢复，预计提货积极性亦有所提升（19H1 预收款增速显示环比改善），同时，公司持续加强费用管控，共同带动 Q3 业绩端环比提速。
- 公司坚持三高一新的理念，基于顶级面料供应商的合作及优质设计师加持，构建出强产品力；同时，持续的“调位置、扩面积、扩品类”，精细化运营支撑单店产出稳步提升，正处景气上升期。我们认为，未来在外延扩张及同店改善的支撑下，业绩高增有望延续，同时，新品牌威尼斯培育为未来持续扩张储备能量。短期，富时罗素确认 A 股权重扩容 3 倍，比音勒芬新增加入，也有利于引入长期资金。
- 短期存货规模攀升主要源于公司对未来发展的信心而积极备货所致，从库龄结构来看，2018 年 95.5% 的存货为 2 年以内库龄，库龄结构行业领先。同时，公司构建了相对顺畅且分层级的奥莱渠道，奥莱渠道毛利率持续提升也印证终端折扣控制得当。结合历史计提的存货跌价均可来年实现顺利转销，亦可以判断公司的库存控制得当，整体库存风险可控。
- 我们预计公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 4.11、5.32 及 6.69 亿元，同比增长 41%、29% 及 26%，现价对应 19PE 为 19 倍，维持“买入”评级。

分析师 于旭辉

☎ (8621) 61118735

✉ yuxh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020002

分析师 雷玉

☎ (8621) 61118735

✉ leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

分析师 马榕

☎ (8621) 61118735

✉ marong@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518120001

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《2019 半年报点评：业绩高增延续，短期有望受益富时罗素 A 股指数扩容》2019-8-26

《精准卡位、精细运营，乘风而上》2019-8-17

风险提示： 1. 终端零售恶化；2. 拓店不及预期；3. 渠道库存积压；4. 新品牌拓展及品类扩张不及预期。

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1476	1897	2399	2933
增长率 (%)	40%	29%	26%	22%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	292	411	532	669
增长率 (%)	62%	41%	29%	26%
每股收益 (元)	0.95	1.33	1.73	2.17
净资产收益率 (%)	18%	20%	21%	22%
每股经营现金流 (元)	0.55	1.21	1.43	1.71

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1476	1897	2399	2933	货币资金	543	835	1140	1522
营业成本	542	688	880	1076	交易性金融资产	60	60	60	60
毛利	934	1208	1519	1857	应收账款	104	97	125	151
%营业收入	63%	64%	63%	63%	存货	622	641	796	972
营业税金及附加	15	19	24	29	预付账款	99	156	180	231
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	384	391	401	413
销售费用	438	546	684	830	流动资产合计	1813	2179	2701	3350
%营业收入	30%	29%	29%	28%	可供出售金融资产	10	10	10	10
管理费用	108	138	163	191	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	7%	7%	7%	7%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-7	-24	-35	-46	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	0%	-1%	-1%	-2%	固定资产合计	9	187	195	202
资产减值损失	14	17	23	27	无形资产	112	111	110	108
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	14	18	20	22	递延所得税资产	14	14	14	14
营业利润	337	478	618	771	其他非流动资产	162	112	142	172
%营业收入	23%	25%	26%	26%	资产总计	2119	2613	3173	3857
营业外收支	6	6	8	17	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	344	484	626	788	应付款项	158	105	143	171
%营业收入	23%	26%	26%	27%	预收账款	181	249	308	379
所得税费用	51	73	94	118	应付职工薪酬	35	48	60	74
净利润	292	411	532	669	应交税费	23	32	40	49
归属于母公司所有者的净利润	292	411	532	669	其他流动负债	81	91	102	114
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	479	525	653	787
EPS (元/股)	0.95	1.33	1.73	2.17	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	1	1	1	1
					其他非流动负债	10	10	10	10
					负债合计	490	536	664	798
					归属于母公司	1628	2076	2508	3058
					少数股东权益	1	1	1	1
					股东权益	1629	2077	2509	3059
					负债及股东权益	2119	2613	3173	3857
					基本指标				
						2018A	2019E	2020E	2021E
					EPS	0.95	1.33	1.73	2.17
					BVPS	5.28	6.73	8.14	9.92
					PE	35.23	18.31	14.15	11.25
					PEG	0.57	0.45	0.48	0.44
					PB	6.32	3.63	3.00	2.46
					EV/EBITDA	15.11	14.45	10.53	7.98
					ROE	18%	20%	21%	22%



投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼(518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会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公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。