

# 业绩符合预期，多管齐下推动收入增长

## ——比音勒芬 (002832.SZ) 2019 年业绩快报点评

公司简报

### 买入 (维持)

当前价：23.32 元

### 分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

汲肖飞 (执业证书编号：S0930517100004)

021-52523675

[jixiaofei@ebscn.com](mailto:jixiaofei@ebscn.com)

### 市场数据

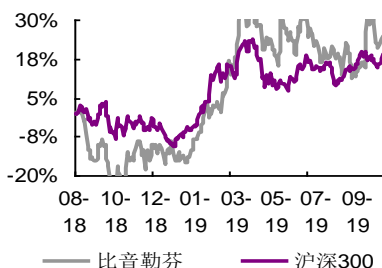
总股本(亿股)：3.08

总市值(亿元)：71.46

一年最低/最高(元)：20.09/29.67

近3月换手率：48.26%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-10.64	-12.72	-3.39
绝对	-7.65	-6.38	7.18

资料来源：Wind

### 相关研报

Q3 净利增速提升，可转债发行强化运营能力——比音勒芬 (002832.SZ) 2019 年三季报点评

..... 2019-10-20  
内生外延持续发力，业绩保持快速增长——比音勒芬 (002832.SZ) 2019 年中报点评

..... 2019-08-27  
业绩持续高增长，新品布局开始落地——比音勒芬 (002832.SZ) 2018 年报 & 2019 年一季报点评

..... 2019-04-23

### ◆2019 年收入同增 24%、净利同增 40%，Q4 净利增速有所收窄

公司发布 2019 年度业绩快报，2019 年公司实现收入 18.26 亿元、同增 23.70%，归母净利 4.09 亿元、同增 40.04%，EPS 为 1.33 元，业绩符合预期。公司业绩保持较快增长，盈利能力同比提升。

分季度来看，2018Q1-19Q4 公司收入同增 30.31%、44.85%、45.70%、40.63%、27.37%、22.45%、24.60%、20.53%，净利同增 41.55%、56.58%、56.72%、100.85%、52.91%、17.33%、64.41%、13.65%。收入方面，2019Q4 受天气整体偏暖、服装消费较为疲软影响，公司收入增速环比略有放缓，净利方面，2018Q4 公司获得高新技术企业认证、所得税率下调导致净利基数较高，2019Q4 净利增速环比收窄。

### ◆多品牌战略持续推进，多项措施带动收入保持较快增长

公司主品牌比音勒芬定位中高端运动时尚市场，行业需求增速相对较高，同类竞争品牌较少，近年来公司持续拓展线下门店，实施“三高一新”战略带动店效提升，收入保持较快增速。2018 年公司推出“威尼斯”品牌，定位度假旅游服饰，2019 年签约田亮夫妇作为代言人，多品牌战略持续推进，打开长期成长空间。

2019 年公司积极采取措施，带动整体收入保持快速增长：1) 线下方面，2019 年公司持续优化销售网络，主品牌净开店约 100 家，估计年末门店数在 810 家以上，外延同增约 15%，新品牌威尼斯净增门店约 30 家，估计期末门店约 50-60 家；2) 线上方面，公司建立天猫旗舰店拓展电商渠道，并推广微信、VIP 社群营销，拓展收入来源；3) 公司加大品牌宣传力度，投入娱乐营销、跨界联名、明星推广等，与故宫推出联名系列，提升品牌影响力；4) 公司持续加强产品研发投入，通过面料创新、版型优化、设计升级等提升产品竞争力；5) 2019 年 5 月公司推出第二期员工持股计划，加强团队激励，带动收入保持增长。

### ◆注重线上营销对冲疫情影响，发行可转债强化运营能力

我们认为：1) 2020 年 1 月新冠肺炎疫情爆发，线下消费受到显著影响。公司门店建立较为完善会员系统，会员忠诚度较高，疫情期间积极拓展线上营销，借助微信群、小程序、线上直播等方式变现私域流量，部分对冲疫情影响。2) 2019 年公司强化品牌折扣控制力度、受益于增值税税率下调，盈利能力有所提升。未来公司将加强费用率管控，继续强化盈利能力。3) 2019 年 9 月 12 日公司公告可转债发行预案，募资金额不超过 6.89 亿元，主要用于营销网络建设项目、供应链园区项目、设计研发中心项目及补充流动资金。2020 年 1 月 10 日公司对证监会反馈意见进行回复，目前尚需获得证监会进一步核准。5) 2020 年 1 月 4 日公司公告股东谢挺计划自公告发布之日起 15 个交易日后 6 个月内以集中竞价交易方式减持股份不超过 616.55 万股 (占总股本的 2%)，目前减持尚未完成。

我们看好公司品牌定位稀缺、产品竞争力强、多品牌战略持续推进，业绩有望保持快速增长。我们维持 2019 年 EPS 为 1.33 元，受新冠肺炎疫情影响，略下调公司 2020-21 年 EPS 预测为 1.71/2.17 元(原预测为 1.73/2.20 元)，目前股价对应 2020 年 13.6 倍 PE，PEG 为 0.43，估值相对于业绩增速较低，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**服装消费增速放缓、新冠肺炎影响超预期、存货积压、行业竞争加剧等。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,054	1,476	1,826	2,249	2,746
营业收入增长率	25.23%	39.96%	23.70%	23.22%	22.09%
净利润(百万元)	180	292	409	527	668
净利润增长率	35.92%	62.16%	40.06%	28.64%	26.78%
EPS(元)	1.69	1.61	1.33	1.71	2.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.49%	17.95%	21.02%	22.40%	23.34%
P/E	14	14	18	14	11
P/B	1.7	2.6	3.7	3.1	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 2 月 26 日

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,054	1,476	1,826	2,249	2,746
营业成本	365	542	608	753	930
折旧和摊销	4	6	15	18	21
税金及附加	11	15	18	22	27
销售费用	344	438	548	652	769
管理费用	118	108	128	146	159
研发费用	0	46	60	74	91
财务费用	-10	-7	-9	-7	-4
投资收益	5	14	15	15	15
营业利润	229	337	476	614	779
利润总额	232	344	482	620	785
所得税	52	51	72	93	118
净利润	180	292	409	527	668
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	180	292	409	527	668
EPS(按最新股本计)	1.69	1.61	1.33	1.71	2.17

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	126	171	204	190	327
净利润	180	292	409	527	668
折旧摊销	4	6	15	18	21
净营运资金增加	371	335	307	460	491
其他	-428	-462	-527	-815	-853
投资活动产生现金流	-373	-216	-35	-60	-25
净资本支出	-147	-105	-60	-50	-40
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-226	-111	25	-10	15
融资活动现金流	-28	-136	-67	-99	-134
股本变化	0	75	127	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	99	201	-18	102	121
净现金流	-274	-181	102	31	168

## 主要指标

盈利能力 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	65.4%	63.3%	66.7%	66.5%	66.1%
EBITDA 率	23.0%	24.0%	27.0%	28.1%	29.3%
EBIT 率	20.3%	21.4%	26.2%	27.3%	28.5%
税前净利润率	22.0%	23.3%	26.4%	27.5%	28.6%
归母净利润率	17.1%	19.8%	22.4%	23.4%	24.3%
ROA	10.4%	13.8%	16.9%	18.0%	18.8%
ROE (摊薄)	12.5%	17.9%	21.0%	22.4%	23.3%
经营性 ROIC	15.6%	18.4%	22.7%	23.0%	24.1%

偿债能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产负债率	17%	23%	20%	20%	20%
流动比率	5.21	3.78	4.67	4.76	4.97
速动比率	4.00	2.48	3.08	2.98	3.05
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	1,732	2,119	2,420	2,926	3,557
货币资金	694	543	645	676	844
交易性金融资产	0	60	60	60	60
应收账款	54	104	103	126	153
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款(合计)	27	34	55	67	82
存货	349	622	710	948	1,215
其他流动资产	283	350	420	504	604
流动资产合计	1,505	1,813	2,083	2,533	3,145
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5	9	49	81	108
在建工程	66	102	80	63	50
无形资产	108	112	133	149	153
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	2	2	2	2
非流动资产合计	227	307	337	394	413
总负债	289	490	472	575	696
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	30	63	49	60	74
应付票据	9	96	18	23	28
预收账款	156	181	219	270	330
其他流动负债	22	51	51	51	51
流动负债合计	289	479	446	532	633
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	10	24	41	61
非流动负债合计	0	11	26	43	63
股东权益	1,443	1,629	1,948	2,352	2,861
股本	107	181	308	308	308
公积金	686	640	554	583	583
未分配利润	650	807	1,085	1,459	1,969
归属母公司权益	1,443	1,628	1,947	2,351	2,860
少数股东权益	0	1	1	1	1

费用率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	33%	30%	30%	29%	28%
管理费用率	11%	7%	7%	7%	6%
财务费用率	-1%	0%	-1%	0%	0%
研发费用率	0%	3%	3%	3%	3%
所得税率	22%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股红利	1.00	0.50	0.40	0.51	0.65
每股经营现金流	1.19	0.94	0.66	0.62	1.06
每股净资产	13.52	8.98	6.32	7.63	9.28
每股销售收入	9.88	8.14	5.92	7.30	8.91

估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
PE	14	14	18	14	11
PB	1.7	2.6	3.7	3.1	2.5
EV/EBITDA	9.7	12.6	14.3	11.2	8.8
股息率	4.3%	2.1%	1.7%	2.2%	2.8%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼