

# 所得税优惠带动利润超预期，回购彰显管理层信心

## ——比音勒芬 (002832.SZ) 2018 年业绩快报点评

公司简报

### 买入 (维持)

当前价: 36.87 元

### 分析师

李婕 (执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

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

汲肖飞 (执业证书编号: S0930517100004)

021-52523675

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

### 市场数据

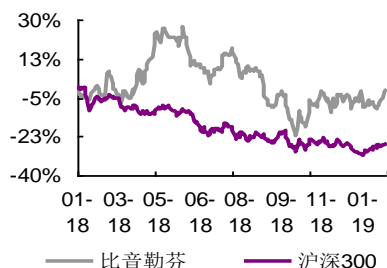
总股本(亿股): 1.81

总市值(亿元): 50.61

一年最低/最高(元): 25.51/76.57

近3月换手率: 18.33%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	9.06	6.25	22.95
绝对	19.81	12.03	9.81

资料来源: Wind

### 相关研报

业绩靓丽，时尚休闲服饰龙头高增长持续

..... 2018-10-30  
内生外延促业绩增长亮眼，新品牌推出打开市场空间..... 2018-08-21  
匠心打造中高端服饰集团，差异化定位龙头快速成长

..... 2018-08-13

### ◆2018 年收入增 37%、净利增 61%，获批高新技术企业促利润增幅超预期

公司发布业绩快报，2018 年实现收入 14.47 亿元、同增 37.21%，归母净利润 2.90 亿元、同增 60.98%，EPS 为 1.60 元。在消费承压背景下公司收入保持较快增速，净利增速高于此前预期主要由于公司通过高新技术企业认定、所得税税率降为 15%，增加净利润约 3000 万元。

收入方面，公司进一步优化渠道结构，新开店数量增加，估计 2018 年底共有门店 750 家左右、同比增长 15% 以上，Q4 开店加速、但贡献业绩相对较小。公司加大产品研发力度、推出更适销的商品，签约明星杨烁、江一燕并赞助高尔夫国家队提升品牌影响力，增加精品店和大型体验店占比推动单店面积提升，店效同比增长约 20%。内生外延带动收入持续快速增长。

单季度来看，2018Q4 收入 3.88 亿元、同增 30.84%，归母净利 8411.04 万元、同增 95.88%。18Q4 开店速度提升、但收入增速较 2018Q2-Q3 有所放缓，主要受到 Q4 消费较为低迷影响，利润增速较高主要为所得税税率变动贡献。

### ◆主品牌开店速度加快、成长性较强，新品牌有望拉动收入增长

2018 年 10 月底公司调整 IPO 营销网络建设项目店铺数量，将原计划在全国新建直营门店 224 家改为增加店铺不超过 400 家，18Q4 开店速度加快。此外公司定位休闲时尚市场，产品设计、面料、品质优势明显，风格较为稀缺，客户忠诚度高于竞争对手。因此在 2018 年服装消费整体转弱环境下公司业绩仍保持了快速增长，预计未来主品牌仍将持续开店，增加设计、营销投入带动店效提升，收入有望继续保持较快增速。

2019 年上半年公司新品牌威尼斯将开始独立开店运营，定位较主品牌低 50%、市场空间更大，将借助公司现有加盟渠道优势快速扩张，带动收入增长。

### ◆回购股份用于员工持股或股权激励计划，彰显管理层信心

2018 年 12 月 4 日公司发布回购预案，拟以集中竞价交易的方式回购股份，回购总金额在 5000 万元-1 亿元之间，回购价格不超过 42 元/股，按回购金额、回购价格上限测算回购股份上限为 238.10 万股，占总股本的 1.31%。本次回购股份将用于后续员工持股计划或股权激励计划，若回购完成后 36 个月内未能实施上述计划，回购股份将予以注销。

2019 年 2 月 12 日公司公告截止 2019 年 1 月 31 日已累计回购股份 102.65 万股，占总股本的 0.57%，成交金额为 3271.11 万元，成交均价为 31.87 元/股。回购体现管理层对未来业绩增长信心，且回购股份用于员工股权激励或持股计划，将进一步绑定核心员工与股东利益，完善激励机制。

### ◆上调 2018-20 年净利润预测，看好公司成长性，维持“买入”评级

由于公司 2018-20 年享受高新技术企业所得税优惠，我们上调 2018-20 年 EPS 至 1.60/2.09/2.73 元(前值为 1.44/1.95/2.55 元)，目前股价对应 2019 年 17.6 倍 PE。公司作为休闲时尚龙头产品具有一定稀缺性，业绩增速较高，

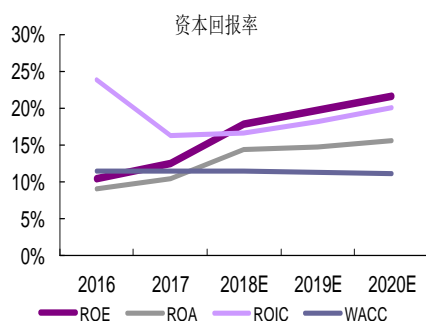
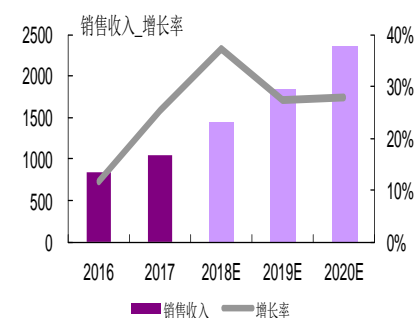
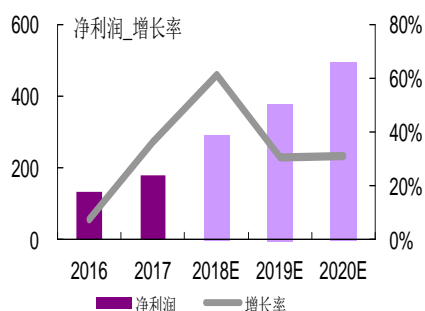
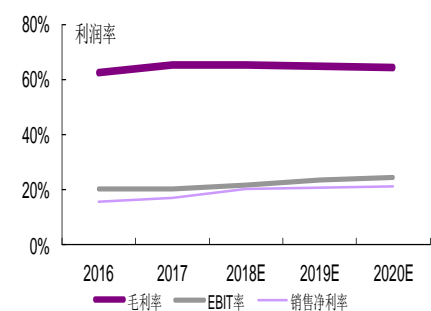
成长确定性相对较强，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**服装消费增速下行、渠道扩张或度假旅游增长不达预期、行业竞争加剧等。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	842	1,054	1,446	1,842	2,355
营业收入增长率	11.73%	25.23%	37.18%	27.31%	27.85%
净利润（百万元）	133	180	290	379	495
净利润增长率	7.64%	35.92%	60.80%	30.84%	30.56%
EPS（元）	1.24	1.69	1.60	2.09	2.73
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.33%	12.49%	17.83%	19.77%	21.53%
P/E	30	22	23	18	14
P/B	5.2	4.6	4.1	3.5	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 2 月 18 日



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	842	1,054	1,446	1,842	2,355
营业成本	318	365	501	648	844
折旧和摊销	22	28	14	19	21
营业税费	9	11	14	18	24
销售费用	262	344	456	571	718
管理费用	81	118	152	180	212
财务费用	-3	-10	-17	-15	-19
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	3	5	5	5	5
营业利润	174	229	335	440	576
利润总额	177	232	341	446	582
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	133	180	290	379	495

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	1,473	1,732	2,024	2,466	3,053
流动资产	1,369	1,505	1,758	2,169	2,737
货币资金	965	694	692	767	945
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	48	54	82	104	133
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	23	27	43	55	71
存货	247	349	387	436	486
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4	5	36	62	84
无形资产	33	108	136	151	154
总负债	190	289	398	548	754
无息负债	190	289	398	548	754
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	1,284	1,443	1,626	1,918	2,299
股本	107	107	181	181	181
公积金	686	686	640	647	647
未分配利润	492	650	805	1,090	1,471
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	104	126	127	176	287
净利润	133	180	290	379	495
折旧摊销	22	28	14	19	21
净营运资金增加	110	361	260	208	190
其他	-161	-442	-438	-429	-419
投资活动产生现金流	-87	-373	-55	-45	-35
净资本支出	-39	-147	-60	-50	-40
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-48	-226	5	5	5
融资活动现金流	630	-28	-74	-56	-74
股本变化	27	0	75	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	32	99	109	150	206
净现金流	647	-274	-2	76	178

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	11.73%	25.23%	37.18%	27.31%	27.85%
净利润增长率	7.64%	35.92%	60.80%	30.84%	30.56%
EBITDA 增长率	5.25%	25.58%	37.03%	33.75%	30.87%
EBIT 增长率	5.61%	25.19%	48.46%	34.01%	31.60%
<b>估值指标</b>					
PE	30	22	23	18	14
PB	5	5	4	3	3
EV/EBITDA	17	15	19	14	11
EV/EBIT	19	17	20	15	11
EV/NOPLAT	25	21	24	18	13
EV/Sales	4	3	4	3	3
EV/IC	6	3	5	4	4
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	62.28%	65.40%	65.37%	64.84%	64.17%
EBITDA 率	22.62%	22.68%	22.65%	23.80%	24.36%
EBIT 率	20.01%	20.01%	21.65%	22.79%	23.46%
税前净利润率	21.03%	22.02%	23.57%	24.22%	24.74%
税后净利润率 (归属母公司)	15.75%	17.09%	20.03%	20.59%	21.03%
ROA	9.00%	10.41%	14.32%	15.38%	16.22%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.33%	12.49%	17.83%	19.77%	21.53%
经营性 ROIC	23.86%	16.18%	20.55%	23.48%	27.50%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	7.22	5.21	4.60	4.20	3.90
速动比率	5.92	4.00	3.59	3.35	3.21
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	20.00	18.51
有形资产/有息债务	-	-	-	24.73	24.01
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.73	0.99	1.60	2.09	2.73
每股红利	0.12	0.59	0.48	0.63	0.82
每股经营现金流	0.58	0.70	0.70	0.97	1.58
每股自由现金流(FCFF)	0.01	-1.71	-0.16	0.67	1.47
每股净资产	7.08	7.96	8.97	10.58	12.68
每股销售收入	4.64	5.81	7.98	10.16	12.98

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的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，光大证券股份有限公司的经营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，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。

本证券研究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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达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达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所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门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，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。



## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
北京	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	中青雯	021-22169527	15921857444	shenqw@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
深圳	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	su1@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	安玲娟	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
私募业务部	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈璐	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com
	黄小芳	021-52523715	15221694319	huangxf@ebscn.com