

比音勒芬 (002832.SZ)

Q3 增长如期提速，全年高增长确定

公司 2019 年 Q3 业绩增长提速。据公告，公司单 Q3 业绩同增 55%-65% 至 1.3-1.4 亿元，相较上半年业绩增长提速（2019 年 Q1-Q3 业绩同增 47%-51%）。据我们判断，业绩增长主要来自于 1) Q3 收入增长延续上半年趋势，全三季度收入增速有望达 25% 左右；2) 高新技术企业带来的税率调整的正面影响，而我们判断单 Q3 税前利润增速达到 40%+（2019 年 H1 税前利润增速 19.7%）。

终端销售延续高增长趋势。公司定位“运动休闲”细分市场，恰遇高景气度；重视产品、渠道、客户三维的开发与培育，已形成良好商业模式。根据我们测算 2019 年前三季度公司同店增速 15% 左右，公司收入快速增长主要得益于：1. 公司对现有店铺实行“调位置、扩面积”的改造计划，在单店成本相对稳定的情况下提高单店盈利能力。目前公司已开启“线上+线下”多渠道结构，截至 2019H1 拥有终端 798 家（直营 385/加盟 413）；2. 品牌定位“三高一新一”，以顶级面料辅之考究设计，上千 SKU 提供多样化选择，高品质产品夺人心；3. 店铺运营管理扎实，加强信息化系统建设，VIP 体系较为完善，贡献率高达 60%+，全方位店员培训有力维系长期客户关系，复购动力强。

充分备货是终端高增长的后备保证。2019H1 存货绝对值为 5.98 亿元（较期初下降 3.86%），主要系终端高增速下公司备货充足以及为新品牌威尼斯备货所致，此外对加盟商采取积极换货政策，以保证加盟商周转健康。公司库存结构较为健康，同时以 10:1 的比例布局奥莱店铺，对其存货予以一定的释放。

我们预计 Q4 有望保持业绩提速趋势。我们判断①持续的同店增长+扩店（全年拓店 80 家-100 家）带来收入增长；②近日国务院印发《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》旨在推动旅游消费潜力，威尼斯定位旅游服饰市场有望率先受益；③我们判断下半年无激励费用影响，考虑销售费用确认节奏和规模效应体现进而业绩增速有望提速。

投资建议。公司定位运动时尚细分市场，上半年表现优异。伴随渠道扩张以及运营效率提高，下半年营业利润增速有望提升。近日公司亦被纳入富时罗素指数与标普新兴市场指数，有望形成催化。维持 2019/2020/2021 年净利润 4.08/5.16/6.38 亿元预测，对应 EPS 1.32/1.67/2.07 元。现价 24.44 元，对应 19 年 PE19 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新店扩张不及预期；消费场景景气度回落影响终端销量；旅游度假产品销售不达预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1054	1,476	1,890	2,369	2,854
增长率 yoy (%)	25.2	40.0	28.1	25.3	20.5
归母净利润(百万元)	180.2	292	408	516	638
增长率 yoy (%)	35.9	62.2	39.5	26.5	23.6
EPS 最新摊薄(元)	0.58	0.95	1.32	1.67	2.07
净资产收益率 (%)	12.5	17.9	20.0	20.2	20.0
P/E(倍)	41.8	25.8	18.5	14.6	11.8
P/B(倍)	5.22	4.62	3.70	2.95	2.36

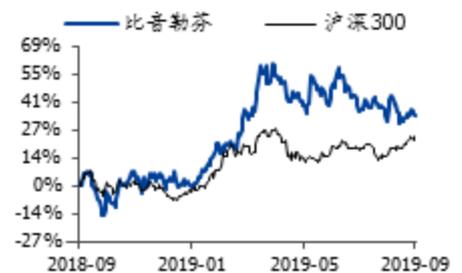
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
最新收盘价	24.44
总市值(百万元)	7,534.27
总股本(百万股)	308.28
其中自由流通股(%)	43.56
30 日日均成交量(百万股)	1.62

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

研究助理 杨莹

邮箱：yangying1@gszq.com

研究助理 刘家薇

邮箱：liujiawei@gszq.com

相关研究

- 《比音勒芬 (002832.SZ)：终端靓丽，下半年业绩有望提速》2019-08-29
- 《比音勒芬 (002832.SZ)：业绩再次实现强劲增长》2019-06-26
- 《比音勒芬 (002832.SZ)：第二期员工持股计划彰显信心》2019-05-30



免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com