



2019年12月24日

全年净利预告符合预期

比音勒芬 (002832.SZ)

评级:	增持	股票代码:	002832
上次评级:	增持	总市值(亿)	77.53
52周最高价/最低价:	29.67/17.12	自由流通市值(亿)	33.78
最新收盘价:	25.15	自由流通股数(百万)	134

事件概述: 公司发布2019年度业绩预告:2019年归母净利润预计为3.80亿元-4.38亿元,对应同比增速为30%-50%。其中,Q4归母净利润预计为0.69亿元-1.27亿元,对应同比增速为-20%-47%。

分析判断:

公司业绩高增长主要由于:(1)开店略超预期:国庆前为开店高峰,估计2019年全年主品牌开店80-100家,其中下半年开店较上半年略提速(上半年净增34家),威尼斯估计全年新开30家左右;(2)毛利率高位维持:得益于终端折扣管控良好、且奥莱毛利率有所提升(我们判断在50%左右)。(3)受暖冬影响不大,得益于1)产品差异化;2)全品类,产品分秋1-3、冬1-3几个上货波段。

我们预计2019年度费用率有所提升,主要由于:(1)商场费用增加导致销售费用率增长,2019年前三季度销售费用率同比增长1.37PCT;(2)办公场所使用费和股权激励费用增加导致管理费用率增长,股权激励费用1333万元上半年全部计提完毕,剔除股权激励费用影响全年净利增速预计为35%-55%。

2018年11月28日起,公司开始享有15%税率优惠。2018年前三季度税率为25.9%;2018年全年,得益高新税率优惠,全年所得税率降至14.95%。2019年前三季度,公司所得税率为13.8%;全年不受所得税率影响。

从营运能力看,我们认为,分析公司存货需结合:(1)存货结构(判断备货为主);(2)经销商退换货率(估计在20-30%);(3)售罄率(估计在60%以上);(4)终端折扣(估计正价店在9折左右、奥莱店4-6折)、整体毛利率和奥莱毛利率仍在提升。

盈利预测与投资建议:

我们分析,公司竞争优势在于:(1)公司一部分消费群体,恰恰是其他男装品牌在年轻化过程中流失的部分群体;(2)给予加盟商退换货比例灵活,加盟商开店动力较高;(3)店效高,商场不断给予更好的位置贡献同店面积增长;(4)作为可选消费品,复购率较高、会员消费占比60%;(5)与竞品相比,同等价位下,面料、版型品质更高。公司成长空间在于:(1)短期空间在于渠道扩张+面积贡献同店带来的收入高增速;(2)中期空间在于威尼斯副品牌;(3)长期空间在于开店空间。预计公司2019/2020年每年主品牌开店80-100家、威尼斯30-40家,维持2019/2020/2021年EPS为1.33/1.73/2.16元,维持“增持”评级。

风险提示: 同店增长放缓风险;开店低于预期风险;2019年12月23日限售股解禁风险;存货跌价准备计提较低;系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1054.43	1475.75	1947.77	2434.13	2927.77
YoY (%)	25.23	39.96	31.99	24.97	20.28
归母净利润(百万元)	180.22	292.26	410.08	533.38	664.54
YoY (%)	35.92	62.16	40.32	30.07	24.59
毛利率 (%)	65.40	63.28	64.99	65.84	66.83
每股收益(元)	0.58	0.95	1.33	1.73	2.16
ROE (%)	12.49	17.95	21.38	23.07	23.77
市盈率	43.02	26.53	18.91	14.54	11.67

资料来源:公司公告,华西证券研究所

分析师:唐爽

邮箱:tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话:010-5166 2928

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1475.75	1947.77	2434.13	2927.77	净利润	292.26	410.09	533.38	664.54
YoY (%)	39.96	31.99	24.97	20.28	折旧和摊销	37.87	27.26	73.46	119.66
营业成本	541.95	681.88	831.55	971.25	营运资金变动	-157.54	8.66	-108.51	-105.55
营业税金及附加	14.64	15.39	18.26	21.08	经营活动现金流	170.81	440.83	493.73	675.13
销售费用	437.89	579.46	726.34	875.99	资本开支	-105.39	-54.97	-155.49	-130.22
管理费用	107.88	156.21	189.38	231.59	投资	-10.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-7.28	-20.59	-28.22	-37.44	投资活动现金流	-215.93	-34.59	-131.59	-102.42
资产减值损失	14.26	19.23	23.80	29.05	股权募资	1.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	13.98	20.38	23.90	27.80	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	337.32	478.42	623.00	777.04	筹资活动现金流	-135.83	-120.00	-140.00	-180.00
营业外收支	6.32	4.03	4.51	4.78	现金净流量	-180.95	286.24	222.14	392.71
利润总额	343.64	482.45	627.51	781.82	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	51.38	72.37	94.13	117.27	成长能力				
净利润	292.26	410.09	533.38	664.54	营业收入增长率	39.96%	31.99%	24.97%	20.28%
归属于母公司净利润	292.26	410.08	533.38	664.54	净利润增长率	62.16%	40.32%	30.07%	24.59%
YoY (%)	62.16	40.32	30.07	24.59	盈利能力				
每股收益	0.95	1.33	1.73	2.16	毛利率	63.28%	64.99%	65.84%	66.83%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率率	19.80%	21.05%	21.91%	22.70%
货币资金	543.36	829.59	1051.73	1444.44	总资产收益率 ROA	13.79%	16.69%	18.00%	18.67%
预付款项	99.12	124.71	152.09	177.64	净资产收益率 ROE	17.95%	21.38%	23.07%	23.77%
存货	622.37	611.00	745.11	870.29	偿债能力				
其他流动资产	547.70	553.83	589.91	626.53	流动比率	3.78	4.02	3.96	4.15
流动资产合计	1812.56	2119.14	2538.84	3118.90	速动比率	2.28	2.62	2.56	2.76
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	1.13	1.57	1.64	1.92
固定资产	9.06	54.01	133.77	167.32	资产负债率	23.13%	21.91%	21.97%	21.41%
无形资产	111.58	108.36	105.15	101.93	经营效率				
非流动资产合计	306.88	338.62	425.16	440.50	总资产周转率	0.77	0.85	0.90	0.90
资产合计	2119.44	2457.76	2964.01	3559.41	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.95	1.33	1.73	2.16
应付账款及票据	158.30	124.08	151.31	176.73	每股净资产	5.28	6.22	7.50	9.07
其他流动负债	321.06	403.52	489.15	574.59	每股经营现金流	0.55	1.43	1.60	2.19
流动负债合计	479.36	527.59	640.46	751.32	每股股利	0.00	0.66	0.77	0.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	10.84	10.84	10.84	10.84	PE	26.53	18.91	14.54	11.67
非流动负债合计	10.84	10.84	10.84	10.84	PB	6.32	4.04	3.35	2.77
负债合计	490.20	538.44	651.30	762.16					
股本	181.34	181.34	181.34	181.34					
少数股东权益	1.00	1.00	1.01	1.01					
股东权益合计	1629.24	1919.33	2312.71	2797.25					
负债和股东权益合计	2119.44	2457.76	2964.01	3559.41					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，9年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。