

Q4 销售依然亮眼，高新助力业绩超预期 买入（维持）

2019年02月18日

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,054.43	1,447.97	1,811.01	2,232.21
同比（%）	25.2%	37.3%	25.1%	23.3%
归母净利润（百万元）	180.22	290.20	381.92	490.80
同比（%）	35.9%	61.0%	31.6%	28.5%
每股收益（元/股）	1.69	1.60	2.11	2.71
P/E（倍）	37	23	18	14

投资要点

■ 事件：

公司公布业绩快报，2018 年收入同增 37.21% 至 14.47 亿元，营业利润同增 46.00% 至 3.35 亿元，除主业本身的强势增长外，公司通过高新技术认定，归母净利同增 60.98% 至 2.90 亿元。

■ Q4 收入端强势增长 30.8%，续写亮眼表现。

从季度数据来看，2018 年公司 Q1/Q2/Q3/Q4 收入增速分别达到 30.3%/44.9%/45.7%/30.8%，虽然 Q4 社会零售增速整体承压，但比音勒芬作为高端休闲运动领域龙头仍在 Q4 保持了强劲增长，这与运动休闲细分领域市场的蓬勃发展，以及公司自身公司坚持“三高一新”产品开发宗旨不断提升产品、在品牌宣传以及渠道优化所做诸多努力密不可分。从全年来看，公司收入同增 37.2% 至 14.5 亿元，门店数量较 2017 年末的 652 家净增 100 家左右（+15%），增长主要由单店销售增长推动。

■ 利润端：通过高新认定，助力 Q4 利润超预期高增。

比音勒芬在 2018 年单季度收入的高速增长助力公司税前利润增速在 Q1/Q2/Q3/Q4 分别达到 43.1%/66.5%/54.0%/29.2%，而 18 年末通过高新技术认定、全年按照 15% 缴纳所得税更带来税后利润高增，Q1/Q2/Q3/Q4 归母净利增速分别达到 41.6%/56.6%/56.7%/95.9%，全年来看归母利润则高增 60.98% 达到 2.90 亿元。

■ 盈利预测与投资评级：

2019 年在原有比音勒芬品牌继续有序扩张（我们估计扩店计划在 80 家左右）基础上，此前一直蓄力的新品牌威尼斯也将正式推向市场，拓店计划估计在 80 家上下。我们认为公司产品卡位精准，产品力、品牌力、渠道力持续提升，有望持续乘高端运动休闲服饰市场发展东风实现快速增长，19 年 1 月进行的冬季订货会亦增长良好，体现渠道对品牌信心。预计公司 18/19/20 年利润同增 61%/32%/29% 至 2.9/3.8/4.9 亿元，对应 PE 23/18/14X，维持“买入”评级。

■ 风险提示：终端零售遇冷、展店不及预期、同店增长不及预期

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

研究助理 詹陆雨

021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	36.87
一年最低/最高价	25.51/44.41
市净率(倍)	4.34
流通 A 股市值(百万元)	2912.67

基础数据

每股净资产(元)	8.50
资产负债率(%)	22.49
总股本(百万股)	181.34
流通 A 股(百万股)	79.00

相关研究

- 1、《比音勒芬 (002832)：高端运动休闲龙头持续超预期，Q3 增长再提速》2018-10-28
- 2、《比音勒芬 (002832) 18 中报点评：运动时尚热潮带动下 Q2 增长再提速，继续推荐！》2018-08-19

表：比音勒芬业绩快报拆分（单位：百万元）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018 全年
收入	370.41	305.21	383.54	387.60	1,446.75
YOY	30.31%	44.85%	45.70%	30.84%	37.21%
营业利润	113.25	53.02	109.96	58.68	334.92
YOY	43.48%	62.59%	61.39%	18.04%	46.00%
税前利润	113.26	54.79	109.96	63.00	341.01
YOY	43.07%	66.53%	53.97%	29.22%	46.84%
所得税	28.31	17.29	26.39	-21.11	50.88
综合所得税率	25.00%	31.55%	24.00%	-33.51%	14.92%
归母净利	84.94	37.50	83.57	84.11	290.13
YOY	41.55%	56.58%	56.72%	95.88%	60.98%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：Q4 单季度确认税收优惠导致利润不可比

比音勒芬三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1505.11	1755.11	2127.04	2537.42	营业收入	1054.43	1447.97	1811.01	2232.21
现金	694.15	767.89	1003.11	1243.51	减:营业成本	364.79	522.18	647.31	792.40
应收账款	53.71	84.19	96.91	115.68	营业税金及附加	11.49	14.48	18.11	22.32
存货	348.85	486.64	592.21	728.45	营业费用	343.58	443.07	546.91	658.48
其他流动资产	283.36	300.00	300.00	300.00	管理费用	118.45	141.51	165.20	198.24
非流动资产	226.58	227.26	249.13	262.92	财务费用	(9.90)	(8.17)	(10.67)	(13.22)
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	加:投资净收益	5.27	3.00	3.61	3.96
固定资产	5.47	6.26	5.52	2.18	其他收益	1.90	6.84	8.27	10.14
无形资产	108.44	106.33	104.01	102.14	营业利润	229.39	331.07	439.49	567.81
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	加:营业外净收支	2.84	9.93	9.83	9.60
资产总计	1731.69	1982.37	2376.17	2800.33	利润总额	232.23	341.01	449.32	577.42
流动负债	289.04	302.84	403.88	452.37	减:所得税费用	52.01	50.81	67.40	86.61
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	29.68	47.96	64.15	75.26	归属母公司净利润	180.22	290.20	381.92	490.80
其他流动负债	21.71	13.74	15.24	16.90	EBIT	227.62	341.22	451.59	583.09
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	231.13	346.49	457.39	589.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00					
负债合计	289.04	302.84	403.88	452.37	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	1.69	1.60	2.11	2.71
归属母公司股东权益	1442.65	1679.53	1972.29	2347.97	每股净资产(元)	13.52	9.26	10.88	12.95
负债和股东权益	1731.69	1982.37	2376.17	2800.33	发行在外股份(百万股)	106.7	181.3	181.3	181.3
					ROIC(%)	12.2%	17.3%	19.5%	21.1%
					ROE(%)	13.2%	18.6%	20.9%	22.7%
					毛利率(%)	65.4%	63.9%	64.3%	64.5%
					销售净利率(%)	17.1%	20.0%	21.1%	22.0%
					资产负债率(%)	16.7%	15.3%	17.0%	16.2%
					收入增长率(%)	25.2%	37.3%	25.1%	23.3%
					净利润增长率(%)	35.9%	61.0%	31.6%	28.5%
					P/E	37.10	23.04	17.51	13.62
					P/B	4.63	3.98	3.39	2.85
					EV/EBITDA	28.93	19.30	14.62	11.34

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

