

# 亮眼年报一季报表现，持续超预期的休闲运动市场龙头

买入（维持）

2019年04月19日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈晨曦

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

盈利预测与估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,475.75	1,896.55	2,410.69	3,039.31
同比（%）	40.0%	28.5%	27.1%	26.1%
归母净利润（百万元）	292.26	412.13	529.27	671.89
同比（%）	62.2%	41.0%	28.4%	26.9%
每股收益（元/股）	1.61	2.27	2.92	3.71
P/E（倍）	30	21	16	13

## 投资要点

■ **事件：**公司公布年报和一季报，2018年公司收入同增40.0%至14.76亿元，归母净利同增62.2%至2.92亿元；18Q4公司收入同增40.6%至4.17亿元，归母净利同增100.8%至8624万元；19Q1公司收入同增27.37%至4.72亿元，归母净利同增52.9%至1.30亿元，不考虑所得税优惠，公司利润总额增长也达到32.7%，继续表现出强劲的增长势头。

■ **产品力、渠道力、品牌力持续提升，收入、业绩高歌猛进的比音勒芬主品牌。**2018年Q1/Q2/Q3/Q4以及19Q1，公司收入同比增长30%/45%/46%/41%/27%，尤其18H2低迷消费环境下仍展现出超预期高速增长，主要得益于：1) 产品力持续提升：坚持“三高一新”产品设计理念，尤其面料创新方面与日本、意大利供应商长期合作，较国内外竞争对手有突出优势；2) 渠道持续升级，门店数量增长的同时重视实施调位置、扩面积店铺改造计划，注重精品店和大型体验店的打造。截至2018年公司终端门店764家(+112, +17%)，其中直营门店365(+71, +24%)家，加盟门店399(+41, +11%)家，覆盖全国，未来将继续深挖一二线城市高端社区作为潜在市场，并将市场进一步下沉到发展较快的三四线城市，19年预计主品牌继续拓展80家门店，远期来看预计市场容量在1500-2000家。3) 品牌力持续提升，娱乐、赛事、事件营销三管齐下：2018年先后签约影视明星杨烁、江一燕作为品牌代言人并合作热播剧《恋爱先生》，提升在女性及年轻客户群体中的认知度；长期作为中国国家高尔夫队合作伙伴，雅加达亚运会伴随国家队收获2银2铜；两次登上美国纽约时代广场并主办多个社会公益活动，展现社会影响力及责任感。

■ **度假旅游品牌威尼斯正式发布，瞄准高端细分市场。**2018年，公司推出度假旅游服饰品牌威尼斯，打造亲子装、情侣装、家庭装，满足细分市场“功能性、设计感及拍照效果、家庭装温情体验以及时尚度”四大核心需求，价格带较比音勒芬品牌低30%-50%，利于进一步拓展公司客户群体，19年两季订货会反响良好，预计经历2-3年的培育期后将成为公司的全新增长点，2019年预计门店数量可增加80家左右，总数冲击100家。

■ **盈利预测与投资评级：**公司于1/9披露拟以自有资金回购5000万-1亿元股票，截至3/31已经以4724万元回购140.94万股，回购均价33.5元/股，本次公告将回购最高价由42元/股调增至70元/股，侧面体现对公司业务的发展信心。预计公司19/20/21年利润同增41%/28%/27%至4.1/5.3/6.7亿元，对应PE 21/16/13X，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

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	48.10
一年最低/最高价	25.51/50.99
市净率(倍)	5.10
流通A股市值(百万元)	3799.85

## 基础数据

每股净资产(元)	9.43
资产负债率(%)	22.08
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)：Q4 销售依然亮眼，高新助力业绩超预期》2019-02-19
- 2、《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

## 事件:

公司公布年报和一季报, 2018 年公司收入同增 40.0% 至 14.76 亿元, 归母净利同增 62.2% 至 2.92 亿元; 18Q4 公司收入同增 40.6% 至 4.17 亿元, 归母净利同增 100.8% 至 8624 万元, 分红方面, 本年计划以扣除回购专户中的 140.94 股后的股本 1.80 亿股为基数, 每 10 股派发 5 元现金红利 (现金分红比例 31%), 并以资本公积金每 10 股转增 7 股。

19 年一季度, 公司收入同增 27.37% 至 4.72 亿元, 归母净利同增 52.9% 至 1.30 亿元, 不考虑高新带来的所得税优惠, 公司利润总额增长也达到 32.7%, 继续表现出强劲的增长势头。

## 投资要点:

**产品力、渠道力、品牌力持续提升, 收入、业绩高歌猛进的比音勒芬主品牌。**2018 年 Q1/Q2/Q3/Q4 以及 19Q1, 公司收入同比增长 30%/45%/46%/41%/27%, 尤其 18H2 低迷消费环境下仍展现出超预期高增长, 主要得益于: 1) 产品力持续提升: 坚持“三高一新”产品设计理念, 尤其面料创新方面与日本、意大利供应商长期合作, 较国内外竞争对手有突出优势; 2) 渠道持续升级, 门店数量增长的同时重视实施调位置、扩面积店铺改造计划, 注重精品店和大型体验店的打造。截至 2018 年公司终端门店 764 家 (+112, +17%), 其中直营门店 365 (+71, +24%) 家, 加盟门店 399 (+41, +11%) 家, 覆盖全国, 未来将继续深挖一二线城市高端社区作为潜在市场, 并将市场进一步下沉到发展较快的三四线城市, 19 年预计主品牌继续拓展 80 家门店, 远期来看预计市场容量在 1500-2000 家。3) 品牌力持续提升, 娱乐、赛事、事件营销三管齐下: 2018 年先后签约影视明星杨烁、江一燕作为品牌代言人并合作热播剧《恋爱先生》, 提升在女性及年轻客户群体中的认知度; 长期作为中国国家高尔夫队合作伙伴, 雅加达亚运会伴随国家队收获 2 银 2 铜; 两次登上美国纽约时代广场并主办多个社会公益活动, 展现社会影响力及责任感。

**度假旅游品牌威尼斯正式发布, 瞄准高端细分市场。**2018 年, 公司推出度假旅游服饰品牌威尼斯, 打造亲子装、情侣装、家庭装, 满足细分市场“功能性、设计感及拍照效果、家庭装温情体验以及时尚度”四大核心需求, 价格带较比音勒芬品牌低 30%-50%, 利于进一步拓展公司客户群体, 19 年两季订货会反响良好, 预计经历 2-3 年的培育期后将成为公司的全新增长点, 2019 年预计门店数量可增加 80 家左右, 总数冲击 100 家。

**财务方面, 单店效率提升带来利润增速跑赢收入增速, 高新认证带来的税收优惠助力高增。**2018 年公司报表收入增长 40.0%, 门店增长 17%, 体现单店效率提升明显; 单店效率提升带来的规模效应助力公司利润增速持续高于收入增速, 剔除 18 年 11 月高新技术认定带来的所得税优惠影响, 18 年/19Q1 公司税前利润增长仍高达 48%/33%。同时周转和现金流方面 19Q1 表现健康, 存货规模增长 42% 快于收入, 主要与门店拓展铺货以及新品牌推出后备货增加有关; 经营性现金流同增 248% 至 1.23 亿元, 其中销售商品、提供劳务得到的现金流入同增 28%, 与收入增长高度匹配。

表: 比音勒芬单季数据拆分 (单位: 百万元)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2017	2018	2019Q1
营业收入	370.41	305.21	383.54	416.60	1,054.43	1,475.75	471.79
YOY	30.31%	44.86%	45.70%	40.63%		39.96%	27.37%
营业成本	134.05	110.57	144.62	152.70	364.79	541.95	167.33
毛利润	236.36	194.64	238.92	263.90	689.64	933.80	304.46
YOY	32.28%	45.82%	32.26%	34.08%		35.40%	28.81%
毛利率	63.81%	63.77%	62.29%	63.35%	65.40%	63.28%	64.53%
期间费用	120.89	140.14	122.48	177.60	452.13	584.82	151.03
YOY	25.64%	41.53%	11.56%	20.73%		29.35%	24.93%
期间费用率	32.64%	45.92%	31.93%	42.63%	42.88%	39.63%	32.01%

销售费用	94.97	102.95	88.80	151.17	343.58	437.89	112.97
销售费用率	25.64%	33.73%	23.15%	36.29%	32.58%	29.67%	23.94%
管理费用	28.32	39.25	35.29	27.64	90.50	107.88	27.08
管理费用率	7.65%	12.86%	9.20%	6.63%	8.58%	7.31%	5.74%
研发费用					27.95	46.33	12.20
研发费用率					2.65%	3.14%	2.59%
财务费用	-2.40	-2.06	-1.61	-1.21	-9.90	-7.28	-1.22
财务费用率	-0.65%	-0.67%	-0.42%	-0.29%	-0.94%	-0.49%	-0.26%
资产减值损失	1.29	4.78	5.61	2.58	5.17	14.26	2.74
投资净收益	2.88	3.15	3.54	4.42	5.27	13.98	4.73
<b>利润总额</b>	<b>113.26</b>	<b>54.79</b>	<b>109.96</b>	<b>65.63</b>	<b>232.23</b>	<b>343.64</b>	<b>150.32</b>
YOY	43.08%	66.53%	53.98%	34.63%		47.97%	32.72%
所得税率	25.00%	31.56%	24.00%	-31.40%	22.40%	14.95%	13.60%
<b>净利润</b>	<b>84.94</b>	<b>37.50</b>	<b>83.57</b>	<b>86.24</b>	<b>180.22</b>	<b>292.26</b>	<b>129.88</b>
YOY	41.54%	56.58%	56.70%	100.84%		62.17%	52.91%
<b>净利率</b>	<b>22.93%</b>	<b>12.29%</b>	<b>21.79%</b>	<b>20.70%</b>	<b>17.09%</b>	<b>19.80%</b>	<b>27.53%</b>
资产负债表相关							
应收账款	<b>90.68</b>	<b>58.39</b>	<b>76.41</b>	<b>104.38</b>	<b>53.71</b>	<b>104.38</b>	<b>99.95</b>
YOY	27.34%	42.69%	17.43%	94.34%		94.34%	10.22%
存货	<b>438.94</b>	<b>445.28</b>	<b>492.62</b>	<b>622.37</b>	<b>348.85</b>	<b>622.37</b>	<b>621.12</b>
YOY	71.76%	93.46%	35.43%	78.41%		78.41%	41.50%
现金流量表相关							
经营性现金流	<b>35.42</b>	<b>5.54</b>	<b>45.25</b>	<b>84.60</b>	<b>126.50</b>	<b>170.81</b>	<b>123.15</b>
YOY	-72.13%	-	-	162.73%		35.03%	247.67%
销售商品、提供劳务收到的现金	439.03	334.63	440.57	481.20	1,279.03	1,695.43	561.58
YOY	17.61%	53.55%	38.24%	30.37%		32.56%	27.91%
购买商品、接受劳务支付的现金	252.30	161.39	208.80	251.61	620.87	874.10	256.23
YOY	76.99%	67.90%	6.18%	35.61%		40.79%	1.56%
投资性现金流	<b>-76.80</b>	<b>161.28</b>	<b>-316.84</b>	<b>16.43</b>	<b>-372.54</b>	<b>-215.93</b>	<b>-44.76</b>
筹资性现金流		<b>-110.87</b>	<b>-50.92</b>	<b>25.96</b>	<b>-28.38</b>	<b>-135.83</b>	<b>-46.74</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所，18Q1-Q4 单季度数据中管理费用及研发费用共同列支

### 盈利预测及投资建议：

公司于 1/9 披露拟以自有资金回购 5000 万-1 亿元股票，截至 3/31 已经以 4724 万元回购 140.94 万股，回购均价 33.5 元/股，本次公告将回购最高价由 42 元/股调增至 70 元/股，按照此价格测算，公司预计可回购数量仍有 75.4 万股，叠加此前已回购的股份数量，合计占到公司总股本 1.19%，侧面体现对公司业务的发展信心。

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 19/20/21 年利润同增 41%/28%/27% 至 4.1/5.3/6.7 亿元，对应 PE 21/16/13X，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

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)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1813</b>	<b>2128</b>	<b>2613</b>	<b>3190</b>	<b>营业收入</b>	<b>1476</b>	<b>1897</b>	<b>2411</b>	<b>3039</b>
现金	543	657	819	1069	减:营业成本	542	698	891	1128
应收账款	104	148	173	232	营业税金及附加	15	19	24	30
存货	622	774	1008	1248	销售费用	438	574	711	884
其他流动资产	350	400	400	400	管理费用	108	137	172	214
<b>非流动资产</b>	<b>307</b>	<b>331</b>	<b>370</b>	<b>394</b>	财务费用	(7)	(10)	(12)	(16)
长期股权投资	0	0	0	0	加:投资净收益	14	16	16	16
固定资产	9	69	125	121	其他收益	57	15	23	30
无形资产	112	116	113	110	<b>营业利润</b>	<b>337</b>	<b>479</b>	<b>617</b>	<b>784</b>
其他非流动资产	2	2	2	2	加:营业外净收支	6	6	6	6
<b>资产总计</b>	<b>2119</b>	<b>2459</b>	<b>2983</b>	<b>3584</b>	<b>利润总额</b>	<b>344</b>	<b>485</b>	<b>623</b>	<b>790</b>
<b>流动负债</b>	<b>479</b>	<b>499</b>	<b>618</b>	<b>707</b>	减:所得税费用	51	73	93	119
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	63	191	255	309	<b>归属母公司净利润</b>	<b>292</b>	<b>412</b>	<b>529</b>	<b>672</b>
其他流动负债	51	28	33	37	EBIT	388	487	636	813
<b>非流动负债</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	EBITDA	394	494	644	821
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	<b>490</b>	<b>509</b>	<b>629</b>	<b>718</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	1	0	0	0	每股收益(元)	1.61	2.27	2.92	3.71
归属母公司股东权益	1628	1950	2354	2866	每股净资产(元)	8.98	10.75	12.98	15.80
<b>负债和股东权益</b>	<b>2119</b>	<b>2459</b>	<b>2983</b>	<b>3584</b>	发行在外股份(百万股)	181.3	181.3	181.3	181.3
					ROIC(%)	20.3%	21.2%	23.0%	24.1%
					ROE(%)	19.0%	23.0%	24.6%	25.7%
					毛利率(%)	63.3%	63.2%	63.0%	62.9%
					销售净利率(%)	19.8%	21.7%	22.0%	22.1%
					资产负债率(%)	23.1%	20.7%	21.1%	20.0%
					收入增长率(%)	40.0%	28.5%	27.1%	26.1%
					净利润增长率(%)	62.2%	41.0%	28.4%	26.9%
					P/E	29.84	21.16	16.48	12.98
					P/B	5.35	4.47	3.71	3.04
					EV/EBITDA	22.14	17.65	13.55	10.62

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>

