

# 回购基础上再推员工持股计划，彰显发展信心

买入（维持）

2019年05月29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

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）	29.9	21.2	16.5	13.0

## 投资要点

- 事件：公司公布第二期员工持股计划草案，拟筹集1亿元认购公司股份，覆盖包括总经理在内的6名董监高管以及不超过894名员工，存续期不超过24个月，限售期12个月。本次员工持股计划的股份来源为公司回购专用账户回购的A股股票，价格为回购均价。同时，控股股东谢秉政先生承诺员工持股计划到期变现后，若可分配员工最终金额低于认购本金扣除借款利息后的金额，其将承担差额补足的义务。**
- 回购方面进展方面：**公司于1/9披露拟以自有资金回购5000万-1亿元股票，截至5/10已经以6775万元回购186.3万股，回购均价36.4元/股，目前仍剩余3225万元可用于回购；本次在回购基础上推出第二期员工持股计划，与员工分享公司成长红利。
- 第一期员工持股计划仍在存续期：**公司第一期持股计划18/1/31完成购买，成交均价59.1元/股，锁定期于19/1/30结束，存续期至2019/9/7。考虑转增股本和股息分派，该计划共持有287.8万股，持股成本估算约为34.2元/股，截至19年一季报尚未卖出，侧面体现对公司业绩信心。
- 产品力、渠道力、品牌力持续提升，收入、业绩持续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；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%)，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。
- 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50%左右，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30-40家左右，总数冲击80家。
- 盈利预测与投资评级：**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 21/17/13X，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)	48.18
一年最低/最高价	25.51/50.99
市净率(倍)	5.11
流通A股市值(百万元)	3806.17

## 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

- 《比音勒芬 (002832)：亮眼年报一季报表现，持续超预期的休闲运动市场龙头》2019-04-20
- 《比音勒芬 (002832)：Q4销售依然亮眼，高新助力业绩超预期》2019-02-19

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	29.9	21.2	16.5	13.0
					P/B	5.4	4.5	3.7	3.0
					EV/EBITDA	20.8	16.4	12.3	9.3

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>

