

## Q4 继续高增，连续 11 季度展现高增长水准 买入（维持）

2019 年 10 月 18 日

盈利预测与估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,475.75	1,844.49	2,299.26	2,804.38
同比（%）	40.0%	25.0%	24.7%	22.0%
归母净利润（百万元）	292.26	410.61	537.93	662.56
同比（%）	62.2%	40.5%	31.0%	23.2%
每股收益（元/股）	1.61	1.33	1.74	2.15
P/E（倍）	27	19	14	12

### 投资要点

■ **事件：**公司公布 2019 业绩预告，2019 年归母净利润同比增长 30%-50% 至 3.80-4.38 亿元，即 Q4 归母净利在 6866 万-1.27 亿之间。若按照 15% 所得税率估算，Q4 税前利润规模达到 0.81-1.50 亿元，相比于 18Q4 税前利润 6563 万元增长 23%-128%。

■ **产品力、品牌力、渠道力持续加码，带动低迷社零环境下强劲的销售表现。**19 年公司持续进行有质量的渠道扩张，扩面积、调位置，不断增强用户体验，全年来看，估计比音勒芬主品牌门店数量在 18 年基础上（730 家左右）净增 80-100 家，度假旅游品牌威尼斯门店在 18 年基础上（30+家）净增 30-40 家从而冲击总数 80 家，叠加单店收入增长（我们估计在 15% 左右），带动收入持续高增，19Q1/Q2/Q3 收入增速分别达到 27%/22%/25%，归母净利增速则在收入增长和单店效率提升作用下达到 53%/17%/64%，Q4 同样维持高增长水准，在低迷社零环境下尤为可贵，展现出运动赛道细分龙头的增长活力。

此外，从 19 年 8 月公司 2020 春夏订货会来看，渠道对以故宫联名系列为代表的产品反馈良好，订货增长表现仍然优秀；加之比音勒芬品牌作为国家高尔夫球队赞助商 2020 年将迎来跟更多公众曝光、10 月威尼斯品牌也签约跳水冠军田亮及夫人叶一茜成为新代言人、12 月故宫宫廷文化系列邀请知名演员乔振宇作为品牌体验官，品牌宣传持续加码，都为公司持续增长做下铺垫。

■ **盈利预测与投资评级：**公司四季度零售表现依然强劲，20 年仍处在积极的渠道扩展阶段，我们预计公司 19/20/21 年利润同增 41%/31%/23% 至 4.1/5.4/6.6 亿元，对应 PE 19/14/12 X，继续看好赛道及成长性，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

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002  
021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	25.15
一年最低/最高价	17.56/29.67
市净率(倍)	4.16
流通 A 股市值(百万元)	3842.78

### 基础数据

每股净资产(元)	6.04
资产负债率(%)	19.71
总股本(百万股)	308.28
流通 A 股(百万股)	152.79

### 相关研究

- 1、《比音勒芬 (002832)：收入利润增长环比双双提速，连续 10 季度展现高增长水准》2019-10-18
- 2、《比音勒芬 (002832)：Q3 净利同增 55%-65% 强势依旧，入选两大指数有望迎来增量资金》2019-09-15

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>2109</b>	<b>2605</b>	<b>3135</b>	<b>营业收入</b>	<b>1476</b>	<b>1844</b>	<b>2299</b>	<b>2804</b>
现金	543	690	872	1191	减:营业成本	542	679	850	1041
应收账款	104	142	165	209	营业税金及附加	15	18	23	28
存货	622	736	964	1117	销售费用	438	539	644	771
其他流动资产	350	400	400	400	管理费用	108	143	162	198
<b>非流动资产</b>	<b>307</b>	<b>329</b>	<b>365</b>	<b>383</b>	财务费用	(7)	(10)	(13)	(17)
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	14	22	27
无形资产	112	116	113	110	<b>营业利润</b>	<b>337</b>	<b>477</b>	<b>627</b>	<b>773</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>2438</b>	<b>2970</b>	<b>3518</b>	<b>利润总额</b>	<b>344</b>	<b>483</b>	<b>633</b>	<b>779</b>
<b>流动负债</b>	<b>479</b>	<b>479</b>	<b>597</b>	<b>645</b>	减:所得税费用	51	72	95	117
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	63	181	244	277	<b>归属母公司净利润</b>	<b>292</b>	<b>411</b>	<b>538</b>	<b>663</b>
其他流动负债	51	28	33	37	EBIT	388	484	644	795
<b>非流动负债</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	EBITDA	394	490	651	803
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>489</b>	<b>608</b>	<b>656</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	1.33	1.74	2.15
归属母公司股东权益	1628	1948	2362	2861	每股净资产(元)	8.98	6.32	7.66	9.28
<b>负债和股东权益</b>	<b>2119</b>	<b>2438</b>	<b>2970</b>	<b>3518</b>	发行在外股份(百万股)	181.3	308.3	308.3	308.3
					ROIC(%)	20.3%	21.1%	23.2%	23.6%
					ROE(%)	19.0%	23.0%	25.0%	25.4%
					毛利率(%)	63.3%	63.2%	63.0%	62.9%
					销售净利率(%)	19.8%	22.3%	23.4%	23.6%
					资产负债率(%)	23.1%	20.1%	20.5%	18.7%
					收入增长率(%)	40.0%	25.0%	24.7%	22.0%
					净利润增长率(%)	62.2%	40.5%	31.0%	23.2%
					P/E	26.5	18.9	14.4	11.7
					P/B	4.8	4.0	3.3	2.7
					EV/EBITDA	19.7	15.8	11.9	9.7

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>

