

19Q4 亮眼高增，新零售成为疫情期惊喜买入（维持）

2020年02月25日

盈利预测与估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,475.75	1,824.43	2,240.63	2,691.77
同比(%)	40.0%	23.6%	22.8%	20.1%
归母净利润(百万元)	292.26	409.01	512.87	631.68
同比(%)	62.2%	40.0%	25.4%	23.2%
每股收益(元/股)	1.61	1.33	1.66	2.05
P/E(倍)	24.5	17.5	13.9	11.3

投资要点

■ **事件：**公司公布19业绩快报，全年收入增长23.7%至18.3亿元，归母净利同增40.0%至4.09亿元，具体到19Q4，收入同增20.5%至5.02亿元，归母净利同增13.7%至9802万元，考虑到18Q4涉及所得税优惠一次性追溯调整，剔除所得税影响，19Q4税前利润同增73.6%至1.14亿元，体现公司在零售快速增长同时效率持续提升。

■ **低迷社零环境下开店势头及单店增长依旧强劲。**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100家以上，度假旅游品牌威尼斯门店在18年基础上(30+家)净增20-30家从而冲击总数50-60家，叠加单店收入持续提升(我们估计在双位数水平)，展现出运动时尚赛道细分龙头的增长活力。

■ **疫情发生以来新零售加码亮点频出。**2020年1月春节前公司整体销售增长仍然强劲，且由于客群定位高端，有季前购物习惯，男/女装上货波段较其他品牌早2-3周，由此冬装受疫情影响有限。

2月以来线下客流的确受限，但新零售方面销售机会得到充分开发，表现在：1) VIP线上销售：过去两年公司持续强调将休眠VIP唤醒以及VIP新增作为前线销售人员考核指标，保证与客户的良好互动，由此2月以来持续通过朋友圈、小程序、微信一对一产品营销完成成交；2) 商场VIP资源共享：疫情期间线下商场更愿意将VIP资源共享给头部品牌共同进行线上推广促进成交；3) 试水直播带货等新型营销方式。新型零售方式带动下以故宫文化系列为代表的春季产品销售势头强劲，且折扣率保持在较高水准，对线下销售缺口形成补充。

■ **盈利预测与投资评级：**公司20年仍处在积极的渠道扩展阶段，预计比音勒芬品牌门店仍净增100家以上，威尼斯品牌净增20-30家，考虑20年受到疫情影响，我们预期公司19/20/21年利润同增40%/25%/23%至4.1/5.1/6.3亿元，对应PE 18/14/11 X，继续看好赛道及长期成长性，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

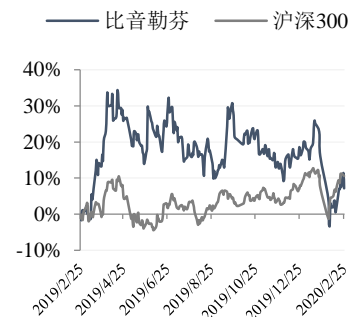
linjch@dwzq.com.cn

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)	23.18
一年最低/最高价	20.09/29.67
市净率(倍)	3.84
流通A股市值(百万元)	3541.76

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)：Q4继续高增，连续11季度展现高增长水准》2019-12-24
- 2、《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

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
流动资产	1813	2100	2569	3063	营业收入	1476	1824	2241	2692
现金	543	702	867	1203	减:营业成本	542	672	832	999
应收账款	104	139	160	199	营业税金及附加	15	18	22	27
存货	622	721	942	1056	销售费用	438	533	636	746
其他流动资产	350	400	400	400	管理费用	108	142	158	190
非流动资产	307	328	362	378	财务费用	(7)	(10)	(13)	(18)
长期股权投资	0	0	0	0	加:投资净收益	14	15	16	16
固定资产	9	69	125	121	其他收益	57	14	22	25
无形资产	112	116	113	110	营业利润	337	471	599	739
其他非流动资产	2	2	2	2	加:营业外净收支	6	4	4	4
资产总计	2119	2428	2931	3441	利润总额	344	476	603	743
流动负债	479	471	585	618	减:所得税费用	51	67	91	111
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	63	178	238	261	归属母公司净利润	292	409	513	632
其他流动负债	51	28	33	37	EBIT	388	478	615	757
非流动负债	11	11	11	11	EBITDA	394	485	622	766
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	490	482	596	629	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	1	0	0	0	每股收益(元)	1.61	1.33	1.66	2.05
归属母公司股东权益	1628	1946	2336	2812	每股净资产(元)	8.98	6.31	7.58	9.12
负债和股东权益	2119	2428	2931	3441	发行在外股份(百万股)	181.3	308.3	308.3	308.3
					ROIC(%)	20.3%	21.1%	22.4%	22.9%
					ROE(%)	19.0%	22.9%	24.0%	24.5%
					毛利率(%)	63.3%	63.2%	62.9%	62.9%
					销售净利率(%)	19.8%	22.4%	22.9%	23.5%
					资产负债率(%)	23.1%	19.8%	20.3%	18.3%
					收入增长率(%)	40.0%	23.6%	22.8%	20.1%
					净利润增长率(%)	62.2%	40.0%	25.4%	23.2%
					P/E	24.5	17.5	13.9	11.3
					P/B	4.4	3.7	3.1	2.5
					EV/EBITDA	18.1	14.7	11.5	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>

