

## 20 年成长继续，充分展现细分龙头发展韧性 买入（维持）

2020 年 04 月 29 日

盈利预测与估值	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,825.52	2,025.53	2,442.36	2,873.72
同比（%）	23.7%	11.0%	20.6%	17.7%
归母净利润（百万元）	406.61	470.82	603.46	733.38
同比（%）	39.1%	15.8%	28.2%	21.5%
每股收益（元/股）	1.32	1.53	1.96	2.38
P/E（倍）	15.0	12.9	10.1	8.3

### 投资要点

■ **事件：**公司公布一季报业绩，2020Q1 收入同比下降 22.3%至 3.66 亿元，归母净利润同比下降 25.3%至 9706 万元，疫情压力下，仅略超过 2 成的收入降幅以及基本稳定的利润率水平侧面反映强品牌力和内部管理实力，同时经营性现金流同比仅下降 11.7%至 1.09 万元，业务周转健康。

■ **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，保证与客户的良性互动，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。

■ **低迷外部环境适当放开折扣，严控费用下盈利能力得到保持。**20Q1 疫情下零售环境挑战重重，公司积极应对，开拓线上新零售销售同时对零售折扣略有放宽，由此 Q1 收入降幅得到控制（-22%），毛利率同比下降 3.7pp 至 64.5%；开源同时节流有力，期间费用同比下降 24%，尤其销售费用控制得当（同比减少 2789 万元至 8508 万元），由此净利润率仅微降 1.0pp 至 26.5%，体现强管控力。周转方面，应收账款和存货较期初仅有小幅增加，由此经营性现金流下滑幅度有限，仅同降 11.7%至 1.09 亿元，表现亮眼。

■ **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（2019 年 833 家），威尼斯品牌净增 20-30 家（2019 年 61 家），考虑疫情影响，我们预期公司 20/21/22 年利润同增 16%/28%/22%至 4.7/6.0/7.3 亿元，对应 PE 13/10/8 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

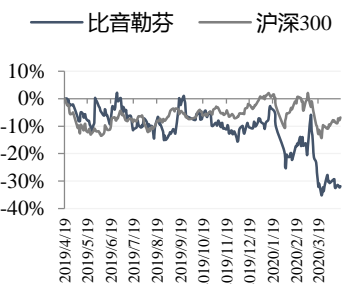
linjch@dwzq.com.cn

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)	19.73
一年最低/最高价	17.83/29.66
市净率(倍)	2.96
流通 A 股市值(百万元)	3961.19

### 基础数据

每股净资产(元)	6.66
资产负债率(%)	21.34
总股本(百万股)	308.28
流通 A 股(百万股)	200.77

### 相关研究

- 1、《比音勒芬 (002832)：年报亮丽，细分龙头 20 年成长继续》2020-04-19
- 2、《比音勒芬 (002832)：19Q4 亮眼高增，新零售成为疫情期间惊喜》2020-02-25

表：比音勒芬单季度三表财务摘要(单位：百万元)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
<b>利润表</b>					
营业收入	<b>471.79</b>	<b>373.72</b>	<b>477.88</b>	<b>502.13</b>	<b>366.39</b>
YOY	27.37%	22.45%	24.60%	20.53%	-22.34%
营业成本	167.33	107.76	148.37	164.79	143.51
<b>毛利润</b>	<b>304.46</b>	<b>265.96</b>	<b>329.51</b>	<b>337.34</b>	<b>222.88</b>
YOY	28.81%	36.64%	37.92%	27.83%	-26.79%
毛利率	64.53%	71.17%	68.95%	67.18%	60.83%
营业税金及附加	5.12	3.22	2.89	5.34	1.70
<b>期间费用</b>	<b>151.03</b>	<b>210.69</b>	<b>164.91</b>	<b>210.25</b>	<b>114.62</b>
YOY	24.93%	50.34%	34.64%	4.44%	-24.11%
期间费用率	32.01%	56.38%	34.51%	41.87%	31.28%
<b>销售费用</b>	<b>112.97</b>	<b>146.98</b>	<b>116.41</b>	<b>171.18</b>	<b>85.08</b>
销售费用率	23.94%	39.33%	24.36%	34.09%	23.22%
<b>管理费用</b>	<b>27.08</b>	<b>47.63</b>	<b>36.2</b>	<b>24.91</b>	<b>21.6</b>
管理费用率	5.74%	12.74%	7.58%	4.96%	5.90%
<b>研发费用</b>	<b>12.2</b>	<b>17.16</b>	<b>13.99</b>	<b>15.76</b>	<b>9.62</b>
研发费用率	2.59%	4.59%	2.93%	3.14%	2.63%
<b>财务费用</b>	<b>-1.22</b>	<b>-1.08</b>	<b>-1.69</b>	<b>-1.6</b>	<b>-1.68</b>
财务费用率	-0.26%	-0.29%	-0.35%	-0.32%	-0.46%
资产减值损失	2.74	5.50	5.44	15.44	4.85
投资净收益	4.73	5.23	3.34	3.56	4.14
YOY	64.24%	66.03%	-5.65%	-19.46%	-12.47%
<b>营业利润</b>	<b>150.9</b>	<b>50.78</b>	<b>160.22</b>	<b>110.75</b>	<b>112.21</b>
YOY	33.25%	-4.22%	45.71%	81.32%	-25.64%
营业利润率	31.98%	13.59%	33.53%	22.06%	30.63%
加：营业外收入	0.00	0.20	1.34	0.08	0.07
减：营业外支出	0.58	0.16	1.60	0.40	0.15
<b>利润总额</b>	<b>150.32</b>	<b>50.83</b>	<b>159.95</b>	<b>110.43</b>	<b>112.13</b>
YOY	32.72%	-7.23%	45.46%	68.26%	-25.41%
减：所得税	20.44	6.82	22.56	15.12	15.07
所得税率	13.60%	13.42%	14.10%	13.69%	13.44%
<b>净利润</b>	<b>129.89</b>	<b>44.00</b>	<b>137.40</b>	<b>95.32</b>	<b>97.06</b>
YOY	52.92%	17.33%	64.41%	10.53%	-25.28%
净利率	27.53%	11.77%	28.75%	18.98%	26.49%
<b>归母净利润</b>	<b>129.88</b>	<b>44.00</b>	<b>137.39</b>	<b>95.33</b>	<b>97.06</b>
YOY	52.91%	17.33%	64.40%	10.54%	-25.27%
<b>资产负债表</b>					
应收票据及应收账款	<b>99.95</b>	<b>122.69</b>	<b>90.58</b>	<b>140.84</b>	<b>150.03</b>
YOY	10.22%	110.12%	18.54%	34.93%	50.11%
存货	<b>621.12</b>	<b>597.94</b>	<b>677.42</b>	<b>674.33</b>	<b>691.09</b>
YOY	41.50%	34.28%	37.51%	8.35%	11.27%
<b>现金流量表</b>					
经营性现金流量净额	<b>123.15</b>	<b>-32.52</b>	<b>70.08</b>	<b>172.76</b>	<b>108.70</b>
/净利润	94.81%	-73.91%	51.00%	181.24%	111.99%
投资性现金流量净额	-44.76	-192.14	159.51	-232.04	-150.35
筹资性现金流量净额	-46.74	59.55	-90.98	-4.16	-7.57
<b>现金及等价物净增加额</b>	<b>31.65</b>	<b>-165.11</b>	<b>138.6</b>	<b>-63.45</b>	<b>-49.22</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

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)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1899</b>	<b>2310</b>	<b>2809</b>	<b>3437</b>	<b>营业收入</b>	<b>1826</b>	<b>2026</b>	<b>2442</b>	<b>2874</b>
现金	475	755	1083	1477	减:营业成本	588	675	797	936
应收账款	141	149	200	210	营业税金及附加	17	20	24	29
存货	674	747	846	1027	销售费用	548	642	728	828
其他流动资产	474	500	500	500	管理费用	136	157	171	201
<b>非流动资产</b>	<b>626</b>	<b>616</b>	<b>614</b>	<b>611</b>	财务费用	(6)	(9)	(14)	(19)
长期股权投资	0	0	0	0	加:投资净收益	17	17	17	17
固定资产	219	213	205	197	其他收益	87	3	43	53
无形资产	114	110	106	102	<b>营业利润</b>	<b>473</b>	<b>554</b>	<b>710</b>	<b>863</b>
其他非流动资产	27	27	27	27	加:营业外净收支	(1)	0	0	(0)
<b>资产总计</b>	<b>2524</b>	<b>2927</b>	<b>3423</b>	<b>4048</b>	<b>利润总额</b>	<b>472</b>	<b>554</b>	<b>710</b>	<b>863</b>
<b>流动负债</b>	<b>535</b>	<b>621</b>	<b>679</b>	<b>781</b>	减:所得税费用	65	83	106	129
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	0	0	0
应付账款	87	183	215	253	<b>归属母公司净利润</b>	<b>407</b>	<b>471</b>	<b>603</b>	<b>733</b>
其他流动负债	89	90	90	90	EBIT	554	551	747	909
<b>非流动负债</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	EBITDA	564	562	758	920
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>566</b>	<b>653</b>	<b>711</b>	<b>813</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	1	0	0	0	每股收益(元)	1.32	1.53	1.96	2.38
归属母公司股东权益	1957	2274	2713	3235	每股净资产(元)	6.35	7.38	8.80	10.49
<b>负债和股东权益</b>	<b>2524</b>	<b>2927</b>	<b>3423</b>	<b>4048</b>	发行在外股份(百万股)	308.3	524.1	524.1	524.1
					ROIC(%)	24.4%	20.6%	23.4%	23.9%
					ROE(%)	22.7%	22.2%	24.2%	24.7%
					毛利率(%)	67.8%	66.7%	67.4%	67.4%
					销售净利率(%)	22.3%	23.2%	24.7%	25.5%
					资产负债率(%)	22.4%	22.3%	20.8%	20.1%
					收入增长率(%)	23.7%	11.0%	20.6%	17.7%
					净利润增长率(%)	39.1%	15.8%	28.2%	21.5%
					P/E	15.0	12.9	10.1	8.3
					P/B	3.1	2.7	2.2	1.9
					EV/EBITDA	7.4	6.7	4.3	2.9

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>