

## 纺织服装

2020年10月20日

## 比音勒芬 (002832)

## —Q3 业绩超预期，Q4 旺季有望继续提速

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (维持)

投资要点：

- **公司公布 2020 年前三季度业绩，净利润同比增长两位数，表现超预期。** 1) 前三季度净利润同比增长 12%。公司 2020 年前三季度实现收入 13.8 亿元，同比增长 4.0%，归母净利润 3.5 亿元，同比增长 12.0%，扣非净利润 3.3 亿元，同比增长 9.3%。2) **Q3 净利润同比增长 36%，增速继续提升。** 公司 20Q3 实现收入 6.1 亿元，同比增长 27.7%，归母净利润 1.9 亿元，同比增长 36.4%，扣非净利润 1.8 亿元，同比增长 34.3%，表现超预期。预计随着销售复苏以及降温催化下，Q4 业绩有望再提速增长。
- **毛利率微降，期间费用严格控制，净利率逆势提升，资产质量持续向好。** 1) **严控费用，带动净利率上行。** 2020 年前三季度公司毛利率较去年同期下降 0.9pct 至 67.1%，基本保持平稳。公司严控费用支出，销售费用率较去年同期下降 1.3pct 至 27.1%，管理费用率（含研发费用）较去年同期下降 2.0pct 至 9.6%。费用控制下带动净利率较去年同期提升 1.8pct 至 25.3%。2) **资产质量逐步改善。** 2020 年前三季度公司存货 6.5 亿元，较年初减少 813 万元，应收账款 1.3 亿元，较年初增加 1465 万元。2020 年前三季度经营性现金流净额达 3.8 亿元，Q3 单季度经营性现金流净额达 2.1 亿元，改善显著。
- **线下渠道有望加速扩张，线上保持高增长，持续推进新零售。** 1) **线下渠道加速渗透核心商圈，掌握优质资源。** 20H1 公司门店总数为 909 家（直营 452 家+加盟 457 家），较年初净增 15 家。预计 2021 年有望加速渠道布局，净增门店达 150 家左右。同时购物中心店比例将持续提升，加大优质商圈布局力度。2) **线上持续高增长，新零售运营效果良好。** 公司持续强化 VIP 会员管理，通过微信号+VIP 社群营销+小程序直播将线下会员引流线上，加强公司 VIP 流量维护。预计 Q3 电商持续保持高增长态势，延续 Q2 良好势头。
- **续签中国国家高尔夫球队，不断加强品牌影响力。** 1) 9 月 23 日，比音勒芬与中国国家高尔夫球队在广州进行战略合作签约，是继 2013 年双方开展合作以来的第二个 8 年之约。2) 9 月 10 日，比音勒芬与 CCTV《大国品牌》在广州举行签约暨授牌仪式，同期签约授牌的还有华为、中国中车、TCL 等知名品牌。公司持续加强营销，提升品牌知名度，影响力不断扩大。
- **公司零售恢复强劲，业绩持续超预期，不断完善新零售布局，维持“买入”评级。** 公司品牌力强，三季度业绩表现持续超预期，全年预计保持两位数增长，明显领先于同行。续签国家高尔夫球队，夯实高尔夫服饰领军品牌地位；持续布局新零售，加强私域流量运营。维持原有盈利预测，预计 20-22 年实现归母净利润 4.7/5.8/7.2 亿元，对应 PE 为 20/16/13 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**若新型冠状病毒感染肺炎疫情持续时间长，零售不及预期。

## 财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	1,826	1,377	2,020	2,399	2,855
同比增长率 (%)	23.7	4.0	10.7	18.7	19.0
归母净利润 (百万元)	407	349	469	577	716
同比增长率 (%)	39.1	12.0	15.3	23.0	24.2
每股收益 (元/股)	1.32	0.67	0.89	1.10	1.37
毛利率 (%)	67.8	67.1	67.4	67.9	68.4
ROE (%)	20.8	15.8	17.7	17.9	18.2
市盈率	14		20	16	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

**市场数据：** 2020年10月19日

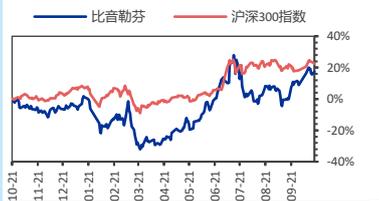
收盘价 (元)	18.05
一年内最高/最低 (元)	27.45/11.82
市净率	4.3
息率 (分红/股价)	2.77
流通 A 股市值 (百万元)	6161
上证指数/深证成指	3312.67/13421.20

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2020年09月30日

每股净资产 (元)	4.21
资产负债率%	34.63
总股本/流通 A 股 (百万)	524/341
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《比音勒芬 (002832) 点评：Q3 业绩超预期，销售复苏强劲》 2020/09/25

《比音勒芬 (002832) 点评：Q3 业绩复苏强劲，续签国家队影响力不断提升》 2020/09/24

## 证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com

## 研究支持

戎姜斌 A0230118070010  
rongjb@swsresearch.com

## 联系人

戎姜斌  
(8621)23297818×7450  
rongjb@swsresearch.com

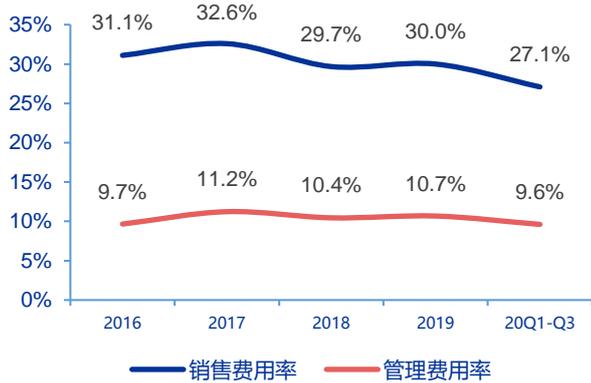
申万宏源研究微信服务号

**图 1: 20 年前三季度公司营业收入同比增长 4%**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 2: 20 年前三季度公司归母净利润同比增长 12%**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 3: 20 年前三季度公司销售费用率为 27.1%, 管理费用率 (含研发费用) 为 9.6%**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 4: 20 年前三季度毛利率 67.1%, 净利率为 25.3%**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,476	1,826	2,020	2,399	2,855
其中: 营业收入	1,476	1,826	2,020	2,399	2,855
减: 营业成本	542	588	658	770	903
减: 税金及附加	15	17	18	22	26
主营业务利润	919	1,221	1,344	1,607	1,926
减: 销售费用	438	548	603	722	852
减: 管理费用	108	136	142	166	193
减: 研发费用	46	59	63	77	91
减: 财务费用	-7	-6	-11	-20	-28
经营性利润	334	484	547	662	818
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	0	-4	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-14	-29	-27	-15	-10
加: 投资收益及其他	17	22	25	22	23
营业利润	337	473	544	670	832
加: 营业外净收入	6	-1	0	0	0
利润总额	344	472	544	670	832
减: 所得税	51	65	75	93	116
净利润	292	407	469	577	716
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	292	407	469	577	716
全面摊薄总股本	181	308	524	524	524
每股收益 (元)	0.95	1.32	0.89	1.10	1.37

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swsresearch.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。