

纺织服装

2019年09月16日

比音勒芬 (002832)

——三季度业绩再超预期，纳入两大国际指数，维持“买入”

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

投资要点：

市场数据：2019年09月12日

收盘价(元)	24.44
一年内最高/最低(元)	29.67/14.84
市净率	2.6
息率(分红/股价)	2.05
流通A股市值(百万元)	3282
上证指数/深证成指	3031.24/9919.80

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年06月30日

每股净资产(元)	9.51
资产负债率%	24.13
总股本/流通A股(百万)	308/134
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：业绩持续超预期，纳入富时全球指数看好外资配置提升》2019/08/26

《比音勒芬(002832)点评：库龄结构健康行业领先，大股东承诺彰显信心》2019/07/22

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

陈泽人 A0230117090003
chenzr@swsresearch.com

联系人

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

申万宏源研究微信服务号

- **事件：**公司披露 2019 年前三季度业绩预告，预计 19Q3 单季度实现归母净利润 1.3-1.4 亿元，同比增长 55%-65%。19 年前三季度，公司预计实现净利润 3.0-3.1 亿元，同比增长 47.3%-51.3%。公司业绩持续超预期，发展趋势积极向上强者恒强。
- **三季度渠道扩张与单店业绩向好趋势持续，产品力品牌力不断优化。1) 营销网络展店稳步扩张。**线下渠道方面，公司上半年门店数量达到 798 家，较 18 年末净增 34 家，三季度门店数量稳步扩张。我们预计公司主品牌全年有望净增门店 80-100 家，威尼斯品牌有望净增 30-40 家，在深挖一二线城市高端社区作为潜在市场，同时进一步下沉到发展较快的三四线城市，长期门店市场容量有望达到 1500 到 2000 家。**2) 店效良性增长推动业绩持续超前预期。**公司实施“调位置、扩面积”的店铺改造计划，对现有店铺逐步进行智能化、信息化升级，推动单店销售稳健提升，我们推算上半年店效同比增长约为 15%，三季度增长稳健，强劲内生增速位于行业前列。**3) 员工持股提升凝聚力。**公司积极加强员工培训，两次推出员工持股计划激励方案，覆盖员工范围不断提升，强化团队凝聚力。
- **拟发行可转债，渠道优化、供应链管理、研发中心建设三方面升级，深挖护城河。**公司披露可转债项目可行性报告，拟投资以下 3 方面建设：**1) 建设升级营销网络。**该项目投资总额预计为 3.6 亿元，拟投入募集资金 3.2 亿元，建设期为 3 年。项目将更新品牌门店的基础装修和陈列布局，引入包括 RFID 在内的智能化设备，改善品牌店铺形象；同时也将优化威尼斯品牌的零售网络，扩展品牌覆盖面，推动合理战略布局。**2) 建设供应链园区。**该项目投资总额预计为 1.5 亿元，拟投入募集资金 1.4 亿元，建设期为 2 年。于广州市番禺区新建公司供应链园区约 1 万平方米，包括建设立体仓储区、分拣配送中心、综合办公楼、等工程，对销售计划、运输发货、存货管理等进行一体化管理，强化上下游配合，提升市场反应速度。**3) 建设研发中心。**该项目投资总额预计为 4527 万元，拟投入募集资金 4000 万元，建设期为 2 年。公司拟在新办公大楼建设研发设计中心，完成产品的研发设计并支撑相关部门日常运营，进一步引入高端设计人才、添置高端设备和改善办公环境，为未来长期打造多品牌覆盖细分市场提供基础。**4) 看好公司优势扩大强者恒强。**我们认为，公司前期在管理团队与品牌建设的积累清晰，在当前高端休闲服饰赛道高景气度的基础上，顺势而为优化营销网络必要性强。同时，公司直营渠道收入占比高，存货及供应链管理是考验长期稳健经营的重点，考虑到国际及国内多家服饰龙头使用 RFID 提升效率有先例可循，公司加强供应链建设有望进一步扩大优势，着眼长期发展。
- **公司业绩增长再超预期，近期两大国际指数纳入有望提升关注，维持“买入”评级。**公司业绩增长持续超预期，拟发行可转债投入渠道、供应链、研发中心三方面升级，看好未来不断强化竞争优势。根据上证报，**公司近期被纳入富时全球指数与标普道琼斯指数**，未来关注度有望进一步提升。我们维持原预测，预计 19-21 年 EPS 为 1.3/1.8/2.3 元 对应 19-21 年 PE 为 18/14/11 倍。我们预计公司未来三年净利润复合增速超过 30%，维持 19 年 30 倍 PE 目标估值，对应目标价 39.9 元，维持“买入”评级！

财务数据及盈利预测

	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	1,476	846	1,829	2,198	2,627
同比增长率(%)	40.0	25.1	23.9	20.2	19.5
归母净利润(百万元)	292	174	410	543	693
同比增长率(%)	62.2	42.0	40.4	32.4	27.6
每股收益(元/股)	1.61	0.96	1.33	1.76	2.25
毛利率(%)	63.3	67.5	65.1	64.6	64.5
ROE(%)	17.9	10.1	20.1	21.0	21.2
市盈率	15		18	14	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指净利润除以归属于母公司所有者权益与声明

图 1：2019 年上半年公司营业收入增长 25.1%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：2019 年上半年公司归母净利润增长 42.0%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：19H1 公司销售费用率上升至 30.7%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：19H1 公司毛利率、净利率提升


资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：公司利润表（单位：百万元、元）

利润表						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业总收入	842	1,054	1,476	1,829	2,198	2,627
其中：营业收入	842	1,054	1,476	1,829	2,198	2,627
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0
二、营业总成本	670	834	1,156	1,343	1,554	1,806
其中：营业成本	318	365	542	638	777	933
其他类金融业务成本	-0	28	46	57	69	82
税金及附加	9	11	15	18	22	26
销售费用	262	344	438	507	605	690
管理费用	81	90	108	134	169	183
财务费用	-3	-10	-7	-11	-19	-26
资产减值损失	3	5	14	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	5	14	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0	0
其他收益	0	3	3	0	0	0
三、营业利润	174	229	337	486	644	820
加：营业外收入	3	4	7	0	0	0
减：营业外支出	0	2	0	0	0	0
四、利润总额	177	232	344	486	644	820
减：所得税	44	52	51	76	100	128
五、净利润	133	180	292	410	543	693
持续经营净利润	133	180	292	410	543	693
终止经营净利润	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	133	180	292	410	543	693
六、其他综合收益的税后净额	0	0	0	0	0	0
七、综合收益总额	133	180	292	410	543	693
归属于母公司所有者的综合收益总额	133	180	292	410	543	693
八、基本每股收益	1.66	1.69	1.61	1.33	1.76	2.25
全面摊薄每股收益	0.73	0.99	1.61	1.33	1.76	2.25

资料来源：公司公告，申万宏源研究

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 索取有关披露资料或登录 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	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.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。