

投资评级 **买入** 维持

股票数据

6 个月内目标价 (元)	30.75
04 月 09 日收盘价 (元)	21.71
52 周股价波动 (元)	19.85-37.49
总股本/流通 A 股 (百万股)	289/75
总市值/流通市值 (百万元)	6405/1654

相关研究

《单三季度业绩超预期,长期成长仍可期》2017.10.31

《众品牌多渠道双轨延伸,女装领袖吹响资本号角》2017.01.23

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	1.2	-0.4	-7.0
相对涨幅 (%)	5.2	9.3	-0.4

资料来源: 海通证券研究所

2017 年兑现业绩承诺, 投资研发、人才激励蓄力长期发展

投资要点:

- **2017 年收入同增 18%, 净利润同增 16%。**全年收入 14.2 亿元 (17.8%+), 净利润 2.73 亿元 (15.7%+), 扣非净利润 2.17 亿元 (2.44%-); 17Q4 收入 4.25 亿元 (12.5%+), 净利润 0.68 亿元 (7.5%+), 扣非净利润 3001 万元 (46%-), 每 10 股派息 5.0 元, 股息率 2.3%, 同时每 10 股转增 4 股。
- **2017 业绩承诺顺利完成, 18、19 年增长可期。**根据业绩承诺, 在不包含股权激励费用的情况下需实现净利润 2.75 亿元, 2017 年归母净利润 2.73 亿元加回 559 万元激励摊销后为 2.78 亿元, 完成业绩承诺。2017 年 8 月公司审议通过《关于向激励对象授予限制性股票的议案》, 并业绩承诺 2017-2019 年净利润扣除股权激励摊销后分别不低于 2.75、3.60、4.70 亿元, 彰显对公司长期成长的信心。
- **收入增长稳定, 各品牌增长可期。**从收入端可看出, 零售端业务发展稳定, 收入按品牌分, 主品牌玖姿收入 9.36 亿元 (11%+), 尹默收入 2.14 亿元 (11%+), 安正男装收入 0.75 亿元 (37%+), 摩萨克收入 0.35 亿元 (15%+), 斐娜晨收入 1.02 亿元 (92%+), 安娜寇收入 0.49 亿元。我们判断全年各品牌可比店增速均保持三季报水平, 前三季度玖姿、尹默、安正和斐娜晨的可比店收入增速分别为 8%、9%、15%、18%。2018 年初至今在维持良好同店的情况下, 伴随新店成熟, 我们判断一季度收入将有所提升, 费用减少后利润增速将较 2017 年有所提升。
- **费用摊销有望逐步减少。**2017 年扣非净利润变动主要系费用的增加造成: 1) 研发费用增加 1351 万元 (24%+); 2) 应付职工薪酬增加 1574 万元 (35%+); 3) 激励费用 559 万元。根据我们的推算, 在减扣有效税率后, 扣非净利润同增约 14%。我们预计随着 2018 年增量费用减少, 整体净利润增速或将提升。
- **库存逐步清理, 毛利率有望提升。**公司全年毛利率 66.74%, 同比降低 3.89pct, 主要系折价消化库存造成。截至 2017 年底, 2 年以内的产品占比达 74% (2016 年为 57%), 库存清理接近尾声, 库存周转天数从 2016 年的 399 天下降 73 天至 2017 年的 326 天。我们认为 2018 年公司存货负担减少, 新品上架顺畅, 毛利率将逐步提升。
- **盈利预测与估值。**公司主品牌企稳趋势确立, 安正男装发展势头强劲, 斐娜晨加速开店, 预计摩萨克收窄亏损, 我们预计公司 18、19 年实现净利润 3.56、4.57 亿元, EPS 为 1.23、1.58 (元/股), 2017-2020 年净利润复合增速为 24.75%, 给予 18 年 25X 市盈率, 对应 18 年 PEG1.01, 我们认为估值水平基本合理, 目标价 30.75 元, “买入”评级。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1206	1421	1787	2184	2601
(+/-)YoY(%)	-1.53%	17.78%	25.80%	22.22%	19.07%
净利润(百万元)	236	273	356	457	556
(+/-)YoY(%)	-3.21%	15.69%	30.42%	28.42%	21.49%
全面摊薄 EPS(元)	0.82	0.94	1.23	1.58	1.92
毛利率(%)	70.63%	66.74%	70.62%	70.76%	70.61%
净资产收益率(%)	19.46%	14.17%	13.30%	15.55%	35.87%

资料来源: 公司年报 (2016-2017), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师: 梁希

Tel: (021) 23219407

Email: lx11040@htsec.com

证书: S0850516070002

- **风险提示。**终端零售疲弱，新品牌拓展不达预期。

表 1 市盈率相对估值比较

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	净利润 (百万元)				市盈率 (X)				PEG
				2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	
拉夏贝尔	603157.SH	66	16.29	532	499	515	543	12	13	13	12	18.92
歌力思	603808.SH	71	21.11	198	303	381	478	36	23	19	15	0.55
朗姿股份	002612.SZ	50	12.59	164	188	258	294	30	27	19	17	0.90
维格娜丝	603518.SH	40	22.35	100	190	253	295	40	21	16	13	0.36
日播时尚	603196.SH	25	10.59	76	99	124	156	33	25	20	16	0.74
平均值								30	22	17	15	0.64
安正时尚	603839.SH	64	21.71	236	273	356	457	26	23	18	14	0.73

资料来源：Wind，海通证券研究所；收盘价取 2018/04/09 数据，拉夏贝尔、维格娜丝、安正时尚 18/19 年和歌力思 17-19 年净利润为海通预测，朗姿股份 18/19 年和日播时尚 17-19 年净利润为一致预期，PEG 均值计算时剔除拉夏贝尔异常值。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标（元）					营业总收入	1421	1787	2184	2601
每股收益	0.94	1.23	1.58	1.92	营业成本	472	525	639	764
每股净资产	8.90	9.63	10.72	12.01	毛利率%	67%	71%	71%	71%
每股经营现金流	1.10	1.76	2.30	2.13	营业税金及附加	25	32	39	46
每股股利	0.50	0.49	0.63	0.77	营业税金率%	2%	2%	2%	2%
价值评估（倍）					营业费用	446	536	655	780
P/E	22.98	17.62	13.72	11.29	营业费用率%	31%	30%	30%	30%
P/B	2.49	2.30	2.07	1.85	管理费用	189	250	295	343
P/S	4.51	3.58	2.93	2.46	管理费用率%	13%	14%	13%	13%
EV/EBITDA	17.03	10.17	8.08	8.34	EBIT	289	445	557	667
股息率（%）	2.3%	2.3%	2.9%	3.5%	财务费用	-3	-18	-33	-47
盈利能力指标（%）					财务费用率%	0%	-1%	-2%	-2%
毛利率	66.74%	70.62%	70.76%	70.61%	资产减值损失	45	70	76	85
净利率	19.22%	19.93%	20.94%	21.36%	投资收益	43	20	15	15
净资产收益率	14.17%	13.30%	15.55%	35.87%	营业利润	316	412	529	644
资产回报率	13.58%	16.68%	22.69%	28.99%	营业外收支	0	0	0	-1
投资回报率	13.58%	16.68%	22.69%	28.99%	利润总额	316	412	530	643
盈利增长（%）					EBITDA	356	596	749	727
营业收入增长率	17.78%	25.80%	22.22%	19.07%	所得税	43	56	72	88
EBIT 增长率	-9.55%	54.09%	25.28%	0.00%	有效所得税率%	14%	14%	14%	14%
净利润增长率	15.69%	30.42%	28.42%	21.49%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	273	356	457	556
资产负债率	18.40%	18.53%	19.27%	19.80%					
流动比率	4.72	5.01	5.11	5.02	资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	3.69	4.09	4.29	4.25	货币资金	347	715	1237	1668
现金比率	0.75	1.39	1.99	2.26	应收款项	104	130	159	190
经营效率指标					存货	474	473	511	573
应收帐款周转天数	25	24	24	27	其它流动资产	1248	1254	1263	1273
存货周转天数	330	329	281	274	流动资产合计	2173	2573	3171	3704
总资产周转率	0.58	0.54	0.60	2.91	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.57	3.62	6.28	10.59	固定资产	548	426	260	225
					在建工程	28	20	15	12
					无形资产	70	65	60	55
					非流动资产合计	979	844	667	624
					资产总计	3152	3417	3838	4328
现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	短期借款	0	0	0	0
净利润	273	356	457	556	应付账款	164	182	221	265
折旧摊销	67	151	192	59	预收账款	31	39	48	57
营运资金变动	-68	-69	-61	-85	其它流动负债	266	293	351	416
经营活动现金流	317	509	665	615	流动负债合计	460	514	620	737
固定资产投资	63	9	9	9	长期借款	0	0	0	0
无形资产投资	0	-2	-2	-2	其它长期负债	120	120	120	120
资本支出	63	7	7	7	非流动负债合计	120	120	120	120
投资活动现金流	-1048	4	-1	-1	负债总计	580	633	740	857
债务变化	0	0	0	0	实收资本	289	289	289	289
股票发行	1176	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	2572	2783	3098	3471
融资活动现金流	969	-145	-142	-183	少数股东权益	0	0	0	0
现金净流量	238	368	521	431	负债和所有者权益合计	3152	3417	3838	4328
公司自由现金流	-948	174	168	523					
股权自由现金流	-897	244	244	609					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 09 日
资料来源：公司年报（2017），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

梁希 纺织服装行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：歌力思,新澳股份,安奈儿,朗姿股份,安正时尚,罗莱生活,浔兴股份,伟星股份,天创时尚,嘉欣丝绸,际华集团,百隆东方,拉夏贝尔,太平鸟,跨境通,健盛集团,海澜之家,红蜻蜓,维格娜丝

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。