

# 主品牌较快速增长，线上业务发展迅速

简评报告/纺织服装行业

2018年08月08日

## 一、事件概述

公司发布2018年中报，上半年营业收入7.52亿元，同比增长20.33%；归母净利润1.62亿元(已扣除限制性股票激励成本)，同比增长25.56%；扣非净利润1.26亿元，同比增长1.29%；每股收益0.41元。

## 二、分析与判断

### ➤ 主品牌收入增长较快，品牌投入加大

公司上半年业绩增长主要受益于门店数量增加、渠道质量优化、品牌推广加强、全渠道融合及线上销售提升等因素。扣非净利润增速低于收入增速，主要由于：1)举办玖姿、安正、斐娜晨等品牌新品发布会，聘请刘涛为玖姿品牌代言人，品牌投入加大；2)聘请Francoise Onillon女士任艺术总监，对各品牌终端形象进行优化，增加了较大费用投入；3)限制性股票激励计划增加激励成本1,115万元。期间费用率小幅上升，同比+1.19pct至44.46%。分品牌来看，主品牌玖姿收入提升较快；斐娜晨增长迅速；尹默、安正男装稳步提高；摩萨克、安娜蔻品牌定位调整，影响收入。具体来看：1)玖姿收入4.94亿元，同比+27%，毛利率-0.92pct至67.07%；2)尹默收入1.15亿元(+11%)，毛利率77.36% (+0.18pct)；3)安正收入4,405万元(+9%)，毛利率75.26%(+5.72pct)；4)摩萨克收入1,367万元(-32%)，毛利率49.06% (-19.78pct)；5)斐娜晨收入6,323万元(+57%)，毛利率74.96% (-6.31pct)；6)安娜蔻收入1,551万元(-46%)，毛利率25.73% (-22.80pct)。

### ➤ 线下门店扩张，线上业务发展迅速

公司逐步推进销售渠道扩张，上半年净开店35家，其中玖姿净开5家、尹默10家、安正5家、摩萨克3家、斐娜晨12家。截至6月底，门店总数达952家，其中直营店290家，直营奥莱店59家，加盟门603家。直营渠道实现营收3.66亿元，同比增长16%，毛利率下降1.34pct至72.68%；加盟渠道收入2.70亿元，增长17%，毛利率下降0.48pct至70.26%。此外，线上业务快速发展，上半年销售收入1.14亿元，同比增长44%，占比提升2.52pct至15.23%，毛利率提升0.45pct至50.15%。

## 三、盈利预测与投资建议

公司主品牌增长较快，新品牌逐步成长，线上业务发展迅速，业绩有望持续提升。预计2018-2020年EPS为0.89/1.16/1.46元，对应PE为16/12/10倍，维持“推荐”评级。

## 四、风险提示

宏观经济下行导致中高端女装消费低迷，新品牌发展不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,421	1,789	2,173	2,629
增长率(%)	17.8%	25.9%	21.5%	21.0%
归属母公司股东净利润(百万元)	273	360	471	589
增长率(%)	15.7%	31.8%	30.8%	25.1%
每股收益(元)	0.94	0.89	1.16	1.46
PE(现价)	15.2	16.2	12.4	9.9
PB	1.6	2.1	1.9	1.7

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 推荐

维持评级

当前股价：

14.38元

### 交易数据(2018-08-07)

近12个月最高/最低	27.38/13.88
总股本(百万股)	404.46
流通股本(百万股)	104.47
流通股比例%	25.83%
总市值(亿元)	58.16
流通市值(亿元)	15.02

### 该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 分析师：

**李奇琦**

执业证号：

S0100518060001

电话：

010-85127661

邮箱：

liqiqi@mszq.com

### 相关研究

- 1.《安正时尚(603839)深度报告：内生外延齐头并进，构筑中高端时尚集团》20180803
- 2.《安正时尚(603839)调研简报：内生外延协同，多品牌集团成长迅速》20180522

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1,421	1,789	2,173	2,629
营业成本	472	593	699	823
营业税金及附加	25	30	36	44
销售费用	446	532	641	776
管理费用	189	264	293	355
EBIT	289	371	504	632
财务费用	(3)	(10)	(5)	(13)
资产减值损失	45	0	0	0
投资收益	43	27	27	27
<b>营业利润</b>	<b>316</b>	<b>407</b>	<b>535</b>	<b>671</b>
营业外收支	0	9	9	9
<b>利润总额</b>	<b>316</b>	<b>415</b>	<b>543</b>	<b>680</b>
所得税	43	56	73	91
净利润	273	360	471	589
归属于母公司净利润	273	360	471	589
<b>EBITDA</b>	<b>356</b>	<b>413</b>	<b>548</b>	<b>678</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	347	161	450	852
应收账款及票据	104	144	169	203
预付款项	15	17	20	24
存货	474	526	621	731
其他流动资产	1214	1214	1214	1214
<b>流动资产合计</b>	<b>2173</b>	<b>2083</b>	<b>2500</b>	<b>3055</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	548	617	664	711
无形资产	70	70	70	70
<b>非流动资产合计</b>	<b>979</b>	<b>1498</b>	<b>1450</b>	<b>1399</b>
<b>资产合计</b>	<b>3152</b>	<b>3581</b>	<b>3950</b>	<b>4455</b>
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	164	188	220	258
其他流动负债	23	23	23	23
<b>流动负债合计</b>	<b>460</b>	<b>732</b>	<b>833</b>	<b>951</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	120	120	120	120
<b>非流动负债合计</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>120</b>
<b>负债合计</b>	<b>580</b>	<b>852</b>	<b>952</b>	<b>1071</b>
股本	289	404	404	404
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>2572</b>	<b>2729</b>	<b>2998</b>	<b>3384</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3152</b>	<b>3581</b>	<b>3950</b>	<b>4455</b>

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	17.8%	25.9%	21.5%	21.0%
EBIT 增长率	-9.5%	28.4%	35.9%	25.4%
净利润增长率	15.7%	31.8%	30.8%	25.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	66.7%	66.9%	67.8%	68.7%
净利率	19.2%	20.1%	21.7%	22.4%
总资产收益率 ROA	8.7%	10.0%	11.9%	13.2%
净资产收益率 ROE	10.6%	13.2%	15.7%	17.4%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	4.7	2.8	3.0	3.2
速动比率	3.7	2.1	2.3	2.4
现金比率	0.8	0.2	0.5	0.9
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	25.3	29.3	28.3	28.1
存货周转天数	324.0	324.0	324.0	324.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.9	0.9	1.2	1.5
每股净资产	8.9	6.7	7.4	8.4
每股经营现金流	1.1	0.8	1.1	1.4
每股股利	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>估值分析</b>				
PE	15.2	16.2	12.4	9.9
PB	1.6	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	15.4	13.7	9.8	7.3
股息收益率	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	273	360	471	589
折旧和摊销	112	42	44	47
营运资金变动	(31)	(27)	(26)	(36)
<b>经营活动现金流</b>	<b>317</b>	<b>340</b>	<b>453</b>	<b>564</b>
资本开支	62	(22)	(12)	(13)
投资	(99)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,048)</b>	<b>48</b>	<b>38</b>	<b>40</b>
股权募资	1,176	0	0	0
债务募资	(66)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>969</b>	<b>(575)</b>	<b>(202)</b>	<b>(202)</b>
<b>现金净流量</b>	<b>238</b>	<b>(186)</b>	<b>289</b>	<b>402</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 分析师简介

李奇琦，民生证券纺织服装方向负责人。中国农业大学金融学学士，美国克拉克大学金融学硕士。2016年加入民生证券，曾负责商贸零售领域研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层；525000

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。