

主品牌稳步向上 礼尚信息并表增厚盈利



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 19年上半年公司营业收入和净利润分别同比增长 49.49%和 18.34%，扣非后净利润增长 30.19%（剔除礼尚信息 18 年 11 月并表影响，服装业务收入增长 1.1%，盈利下滑 0.37%），19Q2 公司营业收入与净利润分别同比增长 58.20%与 28.55%（服装业务单季度收入与盈利增长 1.66%与 3.04%）。
- **线上销售快速增长，新品牌尚处培育期。**分品牌来看，上半年主品牌玖姿收入增长 9.82%，尹默、安正、摩萨克和斐娜晨收入分别同比减少 10.80%、10.98%、24.19%和 32.68%；礼尚信息上半年实现收入与盈利 3.64 亿元与 0.43 亿元。分渠道来看，上半年公司线下收入下滑 6.59%，线上服装收入增长 40.91%，部分弥补了线下增速的放缓。上半年公司净关店 34 家至 939 家，其中玖姿净关 3 家，尹默净关 6 家，安正净关 4 家，摩萨克净关 2 家，斐娜晨净关 20 家。上半年主品牌内生增长仍保持向上态势，未来适度开店，仍有发展潜力，新品牌还未走出爬坡期，需进一步培育磨合和巩固。
- 上半年公司综合毛利率下降 13.33pct（线上收入比重提升，礼尚信息并表），各品牌毛利率均有不同程度的提升；期间费用率同比下降 10.63pct，经营活动净现金同比增长 168.45%，存货周转率和应收款周转率均有所提升。
- **收购礼尚信息、参股青蛙王子，围绕婴童产业布局有望带来新增长点。**18 年公司先后获得英国奢侈品牌 Stella McCartney 及 Stella McCartney Kids 在大中华区的代理权、收购电商代运营企业礼尚信息 70% 股权（承诺 19-20 年净利润不低于 6600 万元和 7700 万元）、参股国内十大童装品牌青蛙王子，业务进一步涵盖线上线下母婴周边、儿童玩具、户外运动、童装等，新品类新业态的拓展，有望在服装主业基础上，为公司后续带来收入与盈利新增长点。

财务预测与投资建议

根据中报，我们基本维持对公司之前的盈利预测，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.91 元、1.03 元与 1.16 元（原预测为 0.90 元、1.03 元和 1.16 元），维持公司 2019 年 16 倍 PE，对应目标价 14.56 元，维持公司“增持”评级。

风险提示：多品牌运作的风险、存货风险、大平台电商流量衰减的冲击风险。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,421	1,649	2,399	2,706	3,060
同比增长(%)	17.8%	16.1%	45.5%	12.8%	13.1%
营业利润(百万元)	316	395	452	516	583
同比增长(%)	20.7%	25.0%	14.4%	14.2%	13.0%
归属母公司净利润(百万元)	273	281	365	416	468
同比增长(%)	15.7%	3.0%	29.9%	13.9%	12.6%
每股收益(元)	0.68	0.70	0.91	1.03	1.16
毛利率(%)	66.7%	63.3%	53.9%	53.2%	52.6%
净利率(%)	19.2%	17.0%	15.2%	15.4%	15.3%
净资产收益率(%)	14.2%	10.6%	12.8%	13.4%	14.0%
市盈率	18.0	17.5	13.5	11.8	10.5
市净率	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2019年08月16日)	12.47 元
目标价格	14.56 元
52周最高价/最低价	13.98/9.77 元
总股本/流通A股(万股)	40,214/10,551
A股市值(百万元)	5,015
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2019年08月19日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	14.09	-1.81	4.18	-4.81
相对表现	-11.97	-0.72	-5.07	18.05
沪深300	2.12	-2.53	-0.89	13.24



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

证券分析师 赵越峰
021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513060001

联系人 张维益
021-63325888-7535
zhangweiyi@orientsec.com.cn

联系人 朱炎
021-63325888-6107
zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

18 年服装主业低于预期，19 年礼尚信息并表将增厚收入与盈利： 2019-05-06

Q3 销售有所放缓 进军婴童产业有望迎来新的增长点： 2018-10-26

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	347	454	600	677	765	营业收入	1,421	1,649	2,399	2,706	3,060
应收账款	104	136	199	225	254	营业成本	472	606	1,105	1,265	1,449
预付账款	15	44	65	73	83	营业税金及附加	25	20	29	33	37
存货	474	791	1,183	1,392	1,637	营业费用	446	524	601	681	762
其他	1,233	848	857	862	868	管理费用	189	147	239	256	277
流动资产合计	2,173	2,274	2,904	3,228	3,607	财务费用	(3)	(1)	(7)	(5)	(6)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	45	60	68	48	47
固定资产	548	525	621	722	820	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	28	26	53	67	73	投资净收益	43	80	66	66	68
无形资产	70	65	60	55	50	其他	26	22	22	22	22
其他	332	800	574	564	564	营业利润	316	395	452	516	583
非流动资产合计	979	1,416	1,308	1,407	1,507	营业外收入	0	0	1	1	1
资产总计	3,152	3,690	4,212	4,635	5,114	营业外支出	0	0	1	1	1
短期借款	0	19	324	381	443	利润总额	316	395	452	516	583
应付账款	164	171	332	411	507	所得税	43	39	63	72	82
其他	297	397	440	465	493	净利润	273	356	389	444	502
流动负债合计	460	587	1,096	1,258	1,443	少数股东损益	0	(0)	24	28	33
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	273	356	365	416	468
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.68	0.70	0.91	1.03	1.16
其他	120	314	65	65	65						
非流动负债合计	120	314	65	65	65	主要财务比率					
负债合计	580	901	1,160	1,322	1,507		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	47	70	98	132	成长能力					
股本	289	404	402	402	402	营业收入	17.8%	16.1%	45.5%	12.8%	13.1%
资本公积	1,055	971	989	989	989	营业利润	20.7%	25.0%	14.4%	14.2%	13.0%
留存收益	1,222	1,359	1,583	1,816	2,076	归属于母公司净利润	15.7%	3.0%	29.9%	13.9%	12.6%
其他	6	8	8	8	8	获利能力					
股东权益合计	2,572	2,789	3,052	3,313	3,607	毛利率	66.7%	63.3%	53.9%	53.2%	52.6%
负债和股东权益总计	3,152	3,690	4,212	4,635	5,114	净利率	19.2%	17.0%	15.2%	15.4%	15.3%
						ROE	14.2%	10.6%	12.8%	13.4%	14.0%
						ROIC	13.8%	12.9%	12.4%	12.4%	12.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	18.4%	24.4%	27.5%	28.5%	29.5%
净利润	273	356	389	444	502	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	63	71	76	61	60	流动比率	4.72	3.87	2.65	2.57	2.50
财务费用	(3)	(1)	(7)	(5)	(6)	速动比率	3.40	2.29	1.39	1.26	1.16
投资损失	(43)	(80)	(66)	(66)	(68)	营运能力					
营运资金变动	(858)	97	(348)	(191)	(213)	应收账款周转率	13.6	13.0	13.5	12.1	12.1
其它	886	(348)	229	48	47	存货周转率	0.8	0.8	1.0	0.8	0.8
经营活动现金流	317	95	272	291	321	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
资本支出	(36)	(8)	(160)	(160)	(160)	每股指标(元)					
长期投资	(96)	(101)	(1)	0	0	每股收益	0.68	0.70	0.91	1.03	1.16
其他	(916)	237	66	66	68	每股经营现金流	0.79	0.24	0.68	0.72	0.80
投资活动现金流	(1,048)	127	(95)	(94)	(92)	每股净资产	6.40	6.82	7.42	8.00	8.64
债权融资	(0)	180	(180)	0	0	估值比率					
股权融资	1,176	17	(21)	0	0	市盈率	18.0	17.5	13.5	11.8	10.5
其他	(207)	(352)	170	(120)	(141)	市净率	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4
筹资活动现金流	969	(155)	(32)	(120)	(141)	EV/EBITDA	9.8	7.9	7.1	6.4	5.8
汇率变动影响	(0)	0	0	0	0	EV/EBIT	11.8	9.3	8.3	7.2	6.4
现金净增加额	237	67	145	77	88						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

