

Q3 销售有所放缓 进军婴童产业有望迎来新的增长点



核心观点

- 18 年前三季度公司营业收入和净利润分别同比增长 16.66% 和 20.69%，扣非后净利润增长 5.73%，其中第三季度单季营业收入和净利润分别同比增长 10.48% 和 12.29%，**Q3 经营增速放缓我们判断主要是主品牌线下销售减速所致。**
- 分品牌来看，前三季度玖姿、尹默收入分别同比增长 20.91% 和 10.57%，安正、摩萨克和斐娜晨收入分别同比增长 8.85%、-30.07%（品牌调整后店铺数下降）和 40.44%，互联网品牌安娜寇收入同比下滑 45.14%，主要是由于品牌定位调整。前三季度公司门店净增 40 家至 957 家，其中玖姿店铺数保持不变，5 家店直营转加盟，尹默净开 9 家，安正净开 10 家，摩萨克净开 7 家，斐娜晨净开 14 家。前三季度公司线上销售同比增长 50.69%，占比提升至 15.73%。
- 三季报显示，分渠道看，Q3 公司线下直营和加盟销售增速相比上半年均有所下降，部分原因是主品牌净关店，销售主要靠同店增长，而公司电商业务销售在上半年高增长的基础上继续提速，Q3 收入同比增长 50.66%，毛利率也有所提升，部分弥补了线下增速的放缓。
- **经营质量仍需提高。**前三季度公司综合毛利率小幅下降 0.63pct（线上收入比重提升），其中 Q3 毛利率同比基本持平；期间费用率同比上升 1.63pct，支付货款增加使得前三季度公司经营净现金流同比减少 92.91%，存货较期初增长 39.94%，应收账款较期初增加 27.56%，资产减值损失同比上升 14.06%。
- 从目前看公司主品牌发展内生增长仍保持良好态势，未来若适度开店，仍有发展潜力，新品牌还需进一步整固。
- **10 月公告收购礼尚，进军婴童产业将带来新增长点。**10 月公司公告拟以现金 3.7 亿元收购礼尚信息 70% 股权，标的公司承诺 18-20 年净利润不低于 5500 万元、6600 万元和 7700 万元，礼尚信息为国内专业的电商代运营企业，业务涵盖母婴周边、儿童玩具、户外运动等品类，公司通过此次收购进军婴童产业，也以此提高自身电商运营能力。完成礼尚信息并购后，后续可能围绕化妆品、珠宝首饰、母婴等新品类布局有望带来新盈利增长点。
- **多层次激励保障公司多品牌多品类战略发展。**18 年 2 月公司实际控制人郑安政完成增持计划，合计增持 87.52 万股，成交均价 22.72 元/股，实际控制人家族合计持股比例达到 73%。公司激励机制完善，除了创始高管直接持股以外，上市后又通过股权激励方案覆盖了一线骨干，多层次激励有利于公司长期稳健发展。

财务预测与投资建议

- 根据三季报，我们小幅下调公司门店总数与毛利率预测，暂不考虑礼尚信息的并表，预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 0.83 元、1.03 元与 1.24 元（原预测为 0.89 元、1.17 元与 1.42 元），参考可比公司平均估值，给予公司 18 年 16 倍 PE，对应目标价 13.28 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。

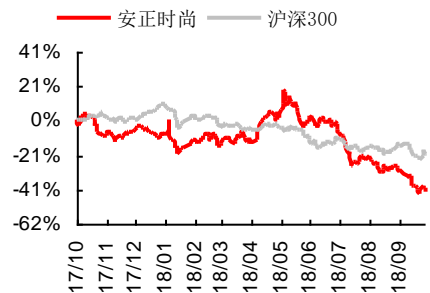
公司主要财务信息					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,206	1,421	1,665	1,962	2,316
同比增长	-1.5%	17.8%	17.2%	17.8%	18.1%
营业利润（百万元）	262	316	388	480	578
同比增长	4.9%	20.7%	22.9%	23.7%	20.3%
归属母公司净利润（百万元）	236	273	335	415	499
同比增长	-3.2%	15.7%	22.8%	23.7%	20.3%
每股收益（元）	0.58	0.68	0.83	1.03	1.24
毛利率	70.6%	66.7%	66.5%	67.0%	67.2%
净利率	19.6%	19.2%	20.2%	21.2%	21.6%
净资产收益率	19.5%	14.2%	12.5%	14.1%	15.6%
市盈率（倍）	17.1	14.8	12.0	9.7	8.1
市净率（倍）	3.1	1.6	1.4	1.3	1.2

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（2018 年 10 月 25 日）	9.98 元
目标价格	13.28 元
52 周最高价/最低价	26.40/9.95 元
总股本/流通 A 股（万股）	40,433/10,551
A 股市值（百万元）	4,035
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2018 年 10 月 26 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	0.3	-21.9	-42.5	-60.2
相对表现 (%)	-4.6	-16.4	-31.7	-40.5
沪深 300 (%)	4.9	-5.5	-10.7	-19.7



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

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

相关报告

- 主品牌同店增长仍表现靓丽 部分新品牌 2018-08-08 仍需调整整固
- 多品牌表现亮眼，18 年内生外延增长兼具 2018-03-29 看点
- 内生外延增长兼具看点 多层次激励保障 2018-01-26 可持续发展

根据三季报，我们小幅下调公司收入增速与毛利率预测，暂不考虑礼尚信息的并表，预计公司2018-2020年每股收益分别为0.83元、1.03元与1.24元（原预测为0.89元、1.17元与1.42元），参考可比公司平均估值，给予公司18年16倍PE，对应目标价13.28元，维持公司“增持”评级。

表 1：可比公司列表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
			2018/10/25	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E
朗姿股份	002612	8.58	0.47	0.67	0.78	0.93	18.30	12.73	11.06	9.28
歌力思	603808	15.80	0.90	1.12	1.37	1.65	17.61	14.16	11.50	9.55
太平鸟	603877	17.61	0.95	1.37	1.77	2.15	18.56	12.90	9.94	8.19
日播时尚	603196	11.10	0.35	0.44	0.53	0.61	31.85	25.23	20.94	18.20
地素时尚	603587	19.43	1.20	1.51	1.76	2.09	16.23	12.87	11.02	9.28
平均值							20.51	15.58	12.89	10.90

数据来源：Wind、东方证券研究所

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	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	110	347	333	395	501	营业收入	1,206	1,421	1,665	1,962	2,316
应收账款	93	104	141	167	197	营业成本	354	472	557	647	760
预付账款	9	15	14	17	21	营业税金及附加	20	25	30	35	41
存货	381	474	613	712	836	营业费用	347	446	517	602	700
其他	313	1,233	1,221	1,225	1,230	管理费用	166	189	220	242	271
流动资产合计	905	2,173	2,323	2,516	2,785	财务费用	5	(3)	(3)	(4)	(4)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	61	45	52	45	57
固定资产	544	548	708	810	902	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	46	28	77	78	79	投资净收益	8	43	70	60	60
无形资产	74	70	66	62	58	其他	0	26	26	26	26
其他	216	332	184	184	184	营业利润	262	316	388	480	578
非流动资产合计	880	979	1,035	1,134	1,222	营业外收入	9	0	1	1	1
资产总计	1,785	3,152	3,358	3,650	4,007	营业外支出	1	0	1	1	1
短期借款	66	0	5	0	0	利润总额	271	316	388	480	578
应付账款	122	164	184	220	257	所得税	34	43	53	65	79
其他	206	297	289	303	331	净利润	236	273	335	415	499
流动负债合计	394	460	478	523	588	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	236	273	335	415	499
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.58	0.68	0.83	1.03	1.24
其他	109	120	66	66	66						
非流动负债合计	109	120	66	66	66	主要财务比率					
负债合计	502	580	544	589	654		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	214	289	405	405	405	营业收入	-1.5%	17.8%	17.2%	17.8%	18.1%
资本公积	5	1,055	990	990	990	营业利润	4.9%	20.7%	22.9%	23.7%	20.3%
留存收益	1,063	1,222	1,413	1,660	1,952	归属于母公司净利润	-3.2%	15.7%	22.8%	23.7%	20.3%
其他	1	6	6	6	6	获利能力					
股东权益合计	1,283	2,572	2,814	3,061	3,353	毛利率	70.6%	66.7%	66.5%	67.0%	67.2%
负债和股东权益	1,785	3,152	3,358	3,650	4,007	净利率	19.6%	19.2%	20.2%	21.2%	21.6%
						ROE	19.5%	14.2%	12.5%	14.1%	15.6%
						ROIC	18.2%	13.8%	12.3%	14.0%	15.4%
						偿债能力					
						资产负债率	28.1%	18.4%	16.2%	16.1%	16.3%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.30	4.72	4.86	4.81	4.73
						速动比率	0.86	3.40	3.19	3.02	2.84
						营运能力					
						应收账款周转率	10.9	13.6	12.8	12.0	12.0
						存货周转率	0.6	0.8	0.8	0.7	0.7
						总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6
						每股指标(元)					
						每股收益	0.58	0.68	0.83	1.03	1.24
						每股经营现金流	0.84	0.79	0.74	0.82	1.01
						每股净资产	3.17	6.37	6.97	7.58	8.30
						估值比率					
						市盈率	17.1	14.8	12.0	9.7	8.1
						市净率	3.1	1.6	1.4	1.3	1.2
						EV/EBITDA	11.1	9.8	7.9	6.8	5.7
						EV/EBIT	13.7	11.7	9.5	7.7	6.4

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

