

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



核心观点

- 18 年公司营业收入和净利润分别同比增长 16.09% 和 2.96%，扣非后净利润下滑 8.6%，其中 18Q4 营业收入增长 14.76%（不考虑礼尚信息并表，收入下降 16%），净利润下滑 50.01%，19Q1 营业收入同比增长 41.46%（不考虑礼尚信息并表，收入基本持平），净利润同比增长 10.51%，服装主业增速在一季度有所改善。年报公司拟每股分红 0.35 元。
- 分品牌来看，18 年玖姿、尹默收入分别同比增长 10.93% 和 4.1%，安正、摩萨克和斐娜晨收入分别同比增长 0.1%、-12.31% 和 11.98%，互联网品牌安娜寇收入同比下滑 52.57%，主要是由于品牌定位调整；19Q1 玖姿、尹默收入增长 8.25% 与 -10.11%，安正、摩萨克和斐娜晨收入增长 3.78%、-37.69% 与 -35.57%；礼尚信息 18 年 11 月并表，18 年贡献收入 1.31 亿元。18 年公司门店净增 56 家至 973 家，其中玖姿净开 1 家（19Q1 净开 2 家），尹默净开 13 家（19Q1 净关 3 家），安正净开 10 家（19Q1 持平），摩萨克净开 16 家（19Q1 持平），斐娜晨净开 13 家（19Q1 净关 15 家）。18 年公司服装线上销售同比增长 39.92%，部分弥补了线下增速的放缓。
- 18 年公司综合毛利率下降 3.48pct（线上收入比重提升，低毛利率礼尚信息并表），服装产品毛利率同口径相比与上年基本持平；期间费用率同比上升 0.7pct，经营活动净现金同比减少 70.04%，存货周转率和应收款周转率均同比下降。
- 从目前看公司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。
- 收购礼尚信息、参股青蛙王子，进军婴童产业有望带来新增长点。18 年公司收购电商代运营企业礼尚信息 70% 股权（承诺 18-20 年净利润不低于 5500 万元、6600 万元和 7700 万元），同时参股国内十大童装品牌青蛙王子，业务进一步涵盖母婴周边、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，为公司带来收入与盈利新增长点。

财务预测与投资建议

- 根据年报，同时考虑礼尚信息的并表，我们上调公司未来 3 年收入预测，下调毛利率预测，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.90 元、1.03 元与 1.16 元（原预测 19-20 年每股收益为 1.03 元与 1.24 元），参考可比公司平均估值，给予公司 19 年 16 倍 PE，对应目标价 14.40 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	2,393	2,692	3,037
同比增长	17.8%	16.1%	45.1%	12.5%	12.8%
营业利润（百万元）	316	320	446	507	573
同比增长	20.7%	1.4%	39.1%	13.8%	13.0%
归属母公司净利润（百万元）	273	281	365	414	467
同比增长	15.7%	3.0%	29.9%	13.5%	12.7%
每股收益（元）	0.68	0.70	0.90	1.03	1.16
毛利率	66.7%	63.3%	53.8%	53.2%	52.8%
净利率	19.2%	17.0%	15.3%	15.4%	15.4%
净资产收益率	14.2%	10.6%	12.7%	13.3%	13.9%
市盈率（倍）	19.3	18.7	14.4	12.7	11.3
市净率（倍）	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5

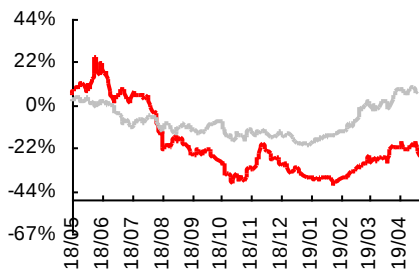
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2019 年 04 月 30 日）	12.17 元
目标价格	14.40 元
52 周最高价/最低价	26.40/9.77 元
总股本/流通 A 股（万股）	40,421/10,551
A 股市值（百万元）	5,222
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2019 年 05 月 05 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现（%）	-0.5	6.6	24.4	-42.8
相对表现（%）	0.9	1.5	-3.2	-47.7
沪深 300（%）	-1.4	5.1	27.6	4.9

—— 安正时尚 —— 沪深300



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

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
主品牌同店增长仍表现靓丽 部分新品牌仍需调整固	2018-08-08

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申明。

根据年报，考虑礼尚信息的并表，我们上调公司未来 3 年收入预测，下调毛利率预测，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.90 元、1.03 元与 1.16 元（原预测 19-20 年每股收益为 1.03 元与 1.24 元），参考可比公司平均估值，给予公司 19 年 16 倍 PE，对应目标价 14.40 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		
		2019/4/30	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
朗姿股份	002612	9.56	0.53	0.60	0.69	18	16	14
歌力思	603808	16.94	1.10	1.35	1.63	15	13	10
太平鸟	603877	18.48	1.19	1.42	1.64	16	13	11
日播时尚	603196	8.95	0.16	0.21	0.27	56	43	33
地素时尚	603587	25.55	1.43	1.62	1.84	18	16	14
比音勒芬	002832	47.08	1.61	2.25	2.93	29	21	16
平均值						20	16	14

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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	347	454	598	673	759	营业收入	1,421	1,649	2,393	2,692	3,037
应收账款	104	136	199	223	252	营业成本	472	606	1,105	1,260	1,434
预付账款	15	44	65	73	82	营业税金及附加	25	20	29	33	37
存货	474	791	1,183	1,387	1,621	营业费用	446	524	601	681	762
其他	1,233	848	857	862	867	管理费用	189	221	239	256	277
流动资产合计	2,173	2,274	2,901	3,218	3,582	财务费用	(3)	(1)	(3)	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	45	60	67	47	45
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	70	70	70
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	320	446	507	573
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	4,209	4,625	5,089	营业外支出	0	0	1	1	1
短期借款	0	19	301	356	409	利润总额	316	320	446	507	573
应付账款	164	171	332	410	502	所得税	43	39	58	66	74
其他	297	397	440	465	492	净利润	273	281	388	441	499
流动负债合计	460	587	1,073	1,230	1,402	少数股东损益	0	(0)	23	27	31
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	273	281	365	414	467
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.68	0.70	0.90	1.03	1.16
其他	120	314	65	65	65	主要财务比率					
非流动负债合计	120	314	65	65	65		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	580	901	1,137	1,294	1,467	成长能力					
少数股东权益	0	47	69	96	127	营业收入	17.8%	16.1%	45.1%	12.5%	12.8%
股本	289	404	404	404	404	营业利润	20.7%	1.4%	39.1%	13.8%	13.0%
资本公积	1,055	971	1,007	1,007	1,007	归属于母公司净利润	15.7%	3.0%	29.9%	13.5%	12.7%
留存收益	1,222	1,359	1,583	1,814	2,074	获利能力					
其他	6	8	8	8	8	毛利率	66.7%	63.3%	53.8%	53.2%	52.8%
股东权益合计	2,572	2,789	3,072	3,330	3,622	净利率	19.2%	17.0%	15.3%	15.4%	15.4%
负债和股东权益	3,152	3,690	4,209	4,625	5,089	ROE	14.2%	10.6%	12.7%	13.3%	13.9%
现金流量表						ROIC	13.8%	10.4%	12.5%	12.5%	12.9%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
净利润	273	281	388	441	499	资产负债率	18.4%	24.4%	27.0%	28.0%	28.8%
折旧摊销	63	71	76	61	60	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(3)	(1)	(3)	1	1	流动比率	4.72	3.87	2.70	2.62	2.55
投资损失	(43)	(80)	(70)	(70)	(70)	速动比率	3.40	2.29	1.42	1.29	1.19
营运资金变动	(858)	97	(347)	(186)	(203)	营运能力					
其它	886	(274)	229	47	45	应收账款周转率	13.6	13.0	13.5	12.0	12.1
经营活动现金流	317	95	272	294	331	存货周转率	0.8	0.8	1.0	0.8	0.8
资本支出	(36)	(8)	(160)	(160)	(160)	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
长期投资	(96)	(101)	(1)	0	0	每股指标（元）					
其他	(916)	237	70	70	70	每股收益	0.68	0.70	0.90	1.03	1.16
投资活动现金流	(1,048)	127	(91)	(90)	(90)	每股经营现金流	0.79	0.24	0.67	0.73	0.82
债权融资	(0)	180	(180)	0	0	每股净资产	6.37	6.79	7.43	8.01	8.65
股权融资	1,176	17	0	0	0	估值比率					
其他	(207)	(352)	143	(129)	(155)	市盈率	19.3	18.7	14.4	12.7	11.3
筹资活动现金流	969	(155)	(37)	(129)	(155)	市净率	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5
汇率变动影响	(0)	0	0	0	0	EV/EBITDA	9.4	9.0	6.8	6.2	5.6
现金净增加额	237	67	144	75	86	EV/EBIT	11.2	11.0	7.9	6.9	6.1

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

