

投资评级 优于大市 首次

Q3 净利润加速增长，持续拓展优质品牌资源

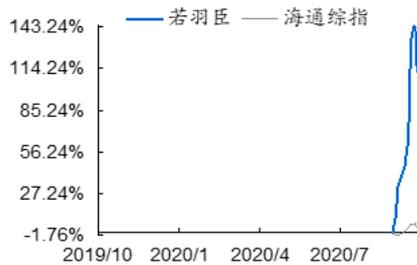
股票数据

10月26日收盘价(元)	45.97
52周股价波动(元)	18.24-56.10
总股本/流通A股(百万股)	122/30
总市值/流通市值(百万元)	5595/1399

相关研究

《为世界优质品牌链接每个中国家庭》
2020.08.05

市场表现



资料来源：海通证券研究所

分析师:梁希

Tel:(021)23219407

Email:lx11040@htsec.com

证书:S0850516070002

分析师:盛开

Tel:(021)23154510

Email:sk11787@htsec.com

证书:S0850519100002

投资要点:

- 公司前三季度收入、归母净利润同比增 25%、29%。**公司 2020Q1-Q3 收入 7.8 亿,同比增 24.6%,归母净利润 0.6 亿元,同比增 29.2%,毛利率 32.69%,同比增 0.3pct,净利率 8.3%,同比增 0.3pct。2020Q3 收入 2.3 亿元,同比增 23.0%,归母净利润 0.2 亿元,同比增 54.4%,毛利率 37.8%,同比增 3.4pct,净利率 9.9%,同比增 2.1pct。
- 净利润加速增长,毛利率显著回升。**公司前三季度收入端保持稳定增长,毛利率同比增 0.3pct, Q3 毛利率同比增 3.4pct,我们认为①下游品牌生产与终端需求恢复稳定,且线上布局重要性在疫情催化下加速提升,②Q1 疫情爆发导致的延迟发货影响已显著减弱,③公司积极优化产品结构,尤其在收入占比较高的零售业务(2019:37%)中持续发展高毛利优质品牌,淘汰资金占用较多且整体盈利能力弱的品牌。
- Q3 加大双十一备货,存货周转保持稳定。**公司三季度末存货 2.5 亿元,同比增 30%,高于收入增速主要由于加大双十一备货,存货周转天数 107.4 天,同比减少 0.2 天,值得注意的是,公司 2016-2018 年由于服务的国际品牌占比较高,且境外采购涉及海运报关等流程与国内采购周期差异较大,存货周转天数高于同业,2020H1 伴随公司优化采购流程,加强销售管控,其存货周转天数已低于丽人丽妆和宝尊电商同期水平。
- 深耕母婴、美妆、保健品领域电商服务,持续收货优质品牌资源。**2018H2、2019H1、2019H2、2020H1 连续获得“天猫五星级服务商”,截至 2020/4/22,公司共运营 103 家店铺,其中包括品牌旗舰店 95 家,品牌旗舰店数量占比高达 92%,其在向头部运营商集中的过程中获取多个新增品牌,截至 2020 年 1-4 月,公司新增合作品牌 21 家,包括特仑苏、蒙牛、京都念慈菴、Suncut 等各品类优质客户。
- 盈利预测与估值。**公司 2017-2019 收入覆盖率达 80%以上的品牌中,仍在合作的品牌共 18 家,且目前 2019 年前十大品牌均未流失,我们看好公司多品类电商运营能力,在其深耕现有优质资源的基础上,通过不断拓展和孵化新品牌,有望加速业绩增长。我们预计公司 2020/2021 年收入 12.0/15.2 亿元,同比增 25%/27%,归母净利润 1.1/1.5 亿元,同比增 27%/33%,给予 2021 年 PE 估值区间 45-50X,对应合理价值区间 54.00-60.00 元/股,给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**宏观经济波动风险;市场竞争加剧风险;品牌授权管理及拓展风险;返利对公司经营业绩影响的风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	931	959	1198	1518	1898
(+/-)YoY(%)	38.8%	3.0%	24.9%	26.7%	25.0%
净利润(百万元)	77	86	110	146	186
(+/-)YoY(%)	33.8%	11.7%	27.3%	32.5%	27.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.64	0.71	0.90	1.20	1.52
毛利率(%)	32.8%	34.3%	32.6%	33.1%	33.4%
净资产收益率(%)	16.9%	15.9%	9.8%	11.5%	12.8%

资料来源:公司年报(2018-2019),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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 盈利预测拆分

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	931	959	1198	1518	1898
线上代运营	474	473	594	763	953
-零售	379	353	442	565	707
-运营服务	95	120	152	198	247
渠道分销	378	422	527	659	824
品牌策划服务	79	64	77	96	120
毛利率	33%	34%	33%	33%	33%
线上代运营	41%	46%	43%	44%	44%
-零售	32%	34%	31%	32%	32%
-运营服务	80%	80%	79%	79%	79%
渠道分销	21%	21%	21%	21%	21%
品牌策划服务	39%	34%	33%	33%	34%

资料来源：若羽臣首次公开发行 A 股股票招股说明书，海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

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)			
				2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E
壹网壹创	300792.SZ	161.96	234	163	219	330	468	144	107	71	50
丽人丽妆	605136.SH	46.36	185	252	286	326	394	74	65	57	47
平均								109	86	64	49

资料来源：Wind，海通证券研究所；收盘价取 2020/10/26 数据，盈利预测均来自 WIND 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	959	1198	1518	1898
每股收益	0.71	0.90	1.20	1.52	营业成本	630	807	1015	1264
每股净资产	4.47	9.17	10.37	11.89	毛利率%	34.3%	32.6%	33.1%	33.4%
每股经营现金流	0.14	0.42	0.40	0.65	营业税金及附加	2	3	4	4
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	164	186	235	294
P/E	64.81	50.93	38.45	30.15	营业费用率%	17.1%	15.5%	15.5%	15.5%
P/B	10.29	5.01	4.43	3.87	管理费用	52	62	79	99
P/S	4.38	4.67	3.69	2.95	管理费用率%	5.5%	5.2%	5.2%	5.2%
EV/EBITDA	-2.30	49.79	37.61	28.88	EBIT	87	115	150	193
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	0	-2	-5	-6
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
毛利率	34.3%	32.6%	33.1%	33.4%	资产减值损失	2	0	0	0
净利润率	9.0%	9.2%	9.6%	9.8%	投资收益	1	2	3	4
净资产收益率	15.9%	9.8%	11.5%	12.8%	营业利润	100	129	171	218
资产回报率	13.5%	9.0%	10.5%	11.5%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	13.4%	8.7%	10.1%	11.3%	利润总额	100	129	171	218
盈利增长 (%)					EBITDA	89	115	150	193
营业收入增长率	3.0%	24.9%	26.7%	25.0%	所得税	14	19	26	33
EBIT 增长率	-3.6%	31.2%	31.2%	28.3%	有效所得税率%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	11.7%	27.3%	32.5%	27.5%	少数股东损益	-1	0	0	-1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	86	110	146	186
资产负债率	14.2%	8.1%	8.9%	9.7%					
流动比率	6.92	12.35	11.20	10.30	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	3.85	9.07	7.93	7.12	货币资金	215	718	770	853
现金比率	2.44	7.48	6.37	5.59	应收账款及应收票据	81	105	133	166
经营效率指标					存货	173	210	264	322
应收帐款周转天数	30.98	32.00	32.00	32.00	其它流动资产	138	152	188	231
存货周转天数	100.31	95.00	95.00	93.00	流动资产合计	607	1186	1356	1572
总资产周转率	1.49	0.98	1.09	1.18	长期股权投资	7	7	7	7
固定资产周转率	368.55	260.29	329.89	412.36	固定资产	3	5	5	5
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	8	8	8	8
					非流动资产合计	34	36	36	36
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	642	1222	1392	1609
净利润	86	110	146	186	短期借款	10	0	0	0
少数股东损益	-1	0	0	-1	应付票据及应付账款	30	35	44	57
非现金支出	-3	0	0	0	预收账款	6	6	8	9
非经营收益	-1	-2	-3	-4	其它流动负债	42	55	69	86
营运资金变动	-64	-56	-93	-102	流动负债合计	88	96	121	153
经营活动现金流	17	51	49	79	长期借款	0	0	0	0
资产	-4	-2	0	0	其它长期负债	3	3	3	3
投资	10	0	0	0	非流动负债合计	3	3	3	3
其他	1	2	3	4	负债总计	91	99	125	156
投资活动现金流	8	0	3	4	实收资本	91	122	122	122
债权募资	10	-10	0	0	归属于母公司所有者权益	544	1116	1262	1447
股权募资	6	30	0	0	少数股东权益	7	6	6	5
其他	-71	432	0	0	负债和所有者权益合计	642	1222	1392	1609
融资活动现金流	-55	452	0	0					
现金净流量	-30	504	52	83					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

梁希 纺织服装行业
盛开 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, 安正时尚, 罗莱生活, 伟星股份, 地素时尚, 滔搏, 开润股份, 起步股份, 宝胜国际, 七匹狼, 若羽臣, 台华新材, 太平鸟, 健盛集团, 森马服饰, 跨境通, 安踏体育, 比音勒芬, 海澜之家

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 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。