

评级: 买入 (维持)

市场价格: 3.43

分析师: 王雨丝

执业证书编号: S0740517060001

电话: 021-20315196

Email: wangys@r.qlzq.com.cn

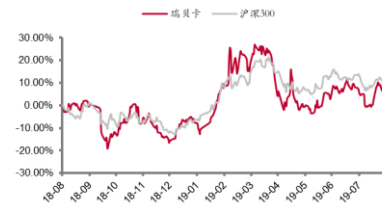
研究助理: 曾令仪

Email: zengly@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1131.99
流通股本(百万股)	1131.99
市价(元)	3.43
市值(百万元)	3882.73
流通市值(百万元)	3882.73

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1946.65	1881.35	2032.24	2231.72	2407.11
增长率 yoy%	7.50%	-3.35%	8.02%	9.82%	7.86%
净利润	215.12	234.16	270.48	350.57	422.79
增长率 yoy%	25.35%	8.85%	15.51%	29.61%	20.60%
每股收益(元)	0.19	0.21	0.24	0.31	0.37
每股现金流量	0.15	-0.09	0.54	0.52	0.60
净资产收益率	8.07%	8.20%	8.85%	10.35%	11.30%
P/E	18.05	16.58	14.29	11.21	9.35
PEG	0.71	1.87	0.92	0.38	0.45
P/B	1.46	1.36	1.26	1.16	1.06

备注: 股价为 2019 年 8 月 28 日收盘价

投资要点

- 公司发布 2019 年半年报, 期内实现收入 9.46 亿元 (-4.31%), 实现归属净利润 1.2 亿元 (-3.24%)。其中 Q2 单季度实现收入 4.9 亿元 (-6.7%), 实现归属净利润 0.71 亿元 (-5.6%)。
- 品牌销售保持稳健增长, 阻燃纤维短期停产拖累内销
 - 期内国内市场收入同增 2.7% 至 1.6 亿元, 增速较慢主要受阻燃纤维在 Q2 单季度停产 1-2 个月影响所致, 2019H1 该业务收入下滑 18.3% 至 6079 万元。但考虑到原材料腈纶降价, 阻燃纤维毛利率升 6.7PCTs 至 36.19%, 整体对净利润影响不大 (2019H1/2018H1 净利润分别为 942.3/988 万元)。
 - 品牌零售方面, 2019H1 实现收入 1.39 亿元 (+8.43%), 其中收入主要来源 Rebecca 同增 8.05% 至 1.32 亿元。同期毛利率下降 0.1PCTs 至 66.76%。分渠道模式看: 1) 直营业务同增 13% 至 9116 万元, 收入占比 66% (18H1: 63%), 主要来自终端提效后同店的增长 (预计 H1 同店+13% 左右, 7/8 月份进一步提速), 此外渠道净增 3 家 (新开 7 家, 关闭 4 家)。毛利率同增 1.1PCTs 至 73.69%; 2) 加盟业务收入微增 0.8% 至 4774 万元, 主要因 2018H2 加盟商调整所致 (分别开/关 8/6 家, 6 家中 2 家转直营), 同时适当下调加盟商折扣, 毛利率同降 3.55PCTs 至 52.22%; 随 8/9 月商场调整期到来, 下半年内销有望提速。此外, 内销线上同增 115% 至 566 万元; 从盈利能力看, 品牌内销毛利基本与上年持平, 为 66.31%。我们推测同期净利润为 4000 万左右, 净利率约 28%, 较 2018 全年 15% 左右的水平大幅提升, 主要受渠道优化后门店效率提升, 以及控制得力带动。
- 非洲收入平稳增长, 盈利能力提升。上半年非洲地区收入同增 0.59% 至 4.69 亿元, 毛利率提升 0.8PCTs 至 37.27%, 或受盈利能力较高的跨境电商业务增长带动。同期, 在汇率平稳的背景下 (上年同期由于非洲货币贬值导致业绩基数低), 非洲几个主要市场尼日利亚/加纳/南非的净利润均呈现高速增长, 分别同增 14%/50%/66%。
- OEM 业务拖累美国市场下滑, H2 有望环比改善。H1 美洲业务收入同降 16.35% 至 2.28 亿元, 因传统 OEM 业务在电商冲击以及贸易环境不确定因素下而收缩。但同期毛利率企稳回升 3.52PCTs 至 15.63%, 或受美国线下零售业务及电商业务增长拉动。考虑 H2 到 OEM 订单逐步回升, 及美国线下布局逐渐步入正轨, 预计下半年收入增速有望环比改善。
- 整体盈利能力提升。公司整体毛利率提升 3.18PCTs 至 35.48%。同期在美国零售业务拓展及收入规模下降的背景下, 销售费用率/管理费用率分别提升 2.15/1.13PCTs 至 10.44%/6.04%。但汇兑损失较上年同期减少 (19H1/18H1 分别为-108/338 万元), 因此综合来看, 整体净利率提升 0.14PCTs 至 12.84%。
- 存货略有增加, 经营性净现金流改善。报告期内存货规模为 32 亿元, 环比 2018 年底增加 3700 万, 主要因海外扩产及美国零售业务拓展原材料备货增加所致。同期经营性净现金流为 0.65 亿元, 同比+10%。

- **盈利预测:** 公司内销业务调整到位, 叠加行业需求提速, 2019 年有望迎来收入业绩双拐点, 同时电商助力外销保持平稳且边际改善。预计 2019/20/21 年净利润分别为 2.70/3.51/4.23 亿元, 分别同增 15.51%/29.61%/20.60%, 对应 eps 分别为 0.24/0.31/0.37 元, 现价对应 pe 分别为 14/11/9 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 内销渠道拓展进度不及预期; 美国业务投入超预期; 电商拓展进度不及预期; 汇率波动风险。

图表 1: 财务报表 (百万元)

资产负债表				利润表					
	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3795	4207	4439	4883	营业收入	1881	2032	2232	2407
现金	345	836	1184	1707	营业成本	1226	1294	1381	1456
应收账款	162	210	224	238	营业税金及附加	27	29	30	29
其他应收款	36	36	40	43	营业费用	185	209	221	236
预付账款	73	72	78	82	管理费用	72	75	82	82
存货	3162	3035	2895	2762	财务费用	94	75	69	66
其他流动资产	18	18	19	21	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	1070	989	945	883	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	8	5	5	5
固定资产	559	535	510	483	营业利润	260	309	407	497
无形资产	195	191	183	177	营业外收入	6	6	6	6
其他非流动资产	317	263	251	224	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	4865	5197	5384	5736	利润总额	264	314	411	502
流动负债	1741	1606	1556	1598	所得税	31	44	62	80
短期借款	936	971	930	930	净利润	233	270	349	422
应付账款	29	61	55	58	少数股东损益	-1	0	0	-1
其他流动负债	776	574	570	610	归属母公司净利润	234	270	350	422
非流动负债	263	516	475	454	EBITDA	420	448	541	630
长期借款	200	200	200	200	EPS (元)	0.21	0.24	0.31	0.37
其他非流动负债	63	316	275	254					
负债合计	2004	2122	2031	2052					
少数股东权益	5	4	4	3	主要财务比率				
股本	1132	1132	1132	1132	全行年度	2018	2019E	2020E	2021E
资本公积	248	248	248	248	成长能力				
留存收益	1656	1690	1968	2301	营业收入	-3.4%	8.0%	9.8%	7.9%
归属母公司股东权益	2857	3070	3349	3681	营业利润	6.2%	18.9%	31.7%	22.3%
负债和股东权益	4865	5197	5384	5736	归属于母公司净利润	8.9%	15.3%	29.5%	20.7%
					获利能力				
					毛利率 (%)	34.9%	36.3%	38.1%	39.5%
					净利率 (%)	12.4%	13.3%	15.7%	17.5%
					ROE (%)	8.2%	8.8%	10.4%	11.5%
					ROIC (%)	7.6%	8.5%	10.9%	13.5%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	41.2%	40.8%	37.7%	35.8%
					净负债比率 (%)	89.11%	75.59%	76.98%	77.96%
					流动比率	2.18	2.62	2.85	3.04
					速动比率	0.36	0.73	0.99	1.31
					营运能力				
					总资产周转率	0.40	0.40	0.42	0.43
					应收账款周转率	9	11	10	10
					应付账款周转率	26.11	28.85	23.79	25.76
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.21	0.24	0.31	0.37
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.09	0.49	0.54	0.61
					每股净资产 (最新摊薄)	2.52	2.71	2.96	3.25
					估值比率				
					P/E	16.58	14.38	11.10	9.20
					P/B	1.36	1.26	1.16	1.05
					EV/EBITDA	12	11	9	8

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。