

销售平淡，费用刚性和投资收益减少拖累盈利



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 19 年前三季度公司营业收入同比增长 5.32%，净利润同比减少 7.75%，扣非后净利润同比增长 6.18%，期间费用率的上升以及采用新金融工具准则后投资收益的减少，使得盈利增速不及收入增长。第三季度单季公司营业收入同比增长 3.32%，净利润减少 6.61%，收入增速环比上半年有所放缓。
- 受益于增值税率的下调和部分代理转直营，前三季度公司综合毛利率同比提升 5.26pct，期间费用率同比上升 4.59pct，其中销售费用率同比上升 4.42pct（预计主要是广告宣传费、平台服务费、终端管理费用等支出增加以及部分代理转直营），管理研发费用率同比上升 0.28pct。
- 三季度末，公司应收账款较年初增加 16.63%，存货较年初增长 16.68%，前三季度存货周转率和应收账款周转率同比均有所改善。经营活动现金流量净额为净流出状态，主要是由于广告费及经营服务费等投入；前三季度公司计提资产减值损失 1.81 亿元，同比增加 33.30%。
- 经过持续多年的清理库存，我们判断公司目前终端整体库存情况预计在行业中处于较好水平，再加上多年的大幅计提存货减值，未来零售端若复苏，公司业绩相对具备较好的弹性。
- 公司 PB 低，账面资金充沛，市值安全边际相对较高，未来股价的弹性更多来自于消费大环境的逐步回暖。公司目前 43 亿左右的总市值，账面净现金 33 亿左右，同时还有不少潜在升值的商铺资产，市值安全边际相对很高。但受制于可选消费普遍低迷的大环境，预计公司短期业绩承压，股价表现也将相应收到压制。

财务预测与投资建议

- 根据三季报，我们上调公司未来 3 年期间费用率预测，下调投资收益预测，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.44 元、0.48 元与 0.53 元（原预测 19-21 年每股收益为 0.49 元、0.54 元与 0.61 元），维持公司 2019 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 6.60 元，维持公司“增持”评级。

风险提示

- 宏观经济减速、天气等对零售大环境的影响、线上增速的持续放缓以及新品牌投入加大带来的不确定性等。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,085	3,517	3,769	4,080	4,440
同比增长(%)	16.9%	14.0%	7.2%	8.3%	8.8%
营业利润(百万元)	394	463	441	487	539
同比增长(%)	30.5%	17.5%	-4.8%	10.4%	10.7%
归属母公司净利润(百万元)	317	346	329	363	401
同比增长(%)	18.5%	9.4%	-5.0%	10.3%	10.6%
每股收益(元)	0.42	0.46	0.44	0.48	0.53
毛利率(%)	40.7%	42.6%	44.0%	43.9%	43.9%
净利率(%)	10.3%	9.8%	8.7%	8.9%	9.0%
净资产收益率(%)	5.9%	6.2%	5.6%	5.9%	6.2%
市盈率	14.1	12.9	13.6	12.3	11.1
市净率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7

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10月25日)	5.79元
目标价格	6.6元
52周最高价/最低价	7.87/5.65元
总股本/流通A股(万股)	75,567/74,427
A股市值(百万元)	4,375
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2019年10月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.7	-0.34	-7.95	-4.61
相对表现	0.01	1.01	9.14	26.6
沪深300	0.71	0.67	1.19	21.99



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

费用拖累盈利表现 Q2 收入增速有所提升： 2019-08-24
18 年电商增速放缓，线下保持平稳提升： 2019-04-06
电商减速影响较大，市值角度安全边际较高： 2018-10-30

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	1,379	1,422	2,009	2,247	2,438	营业收入	3,085	3,517	3,769	4,080	4,440
应收票据及应收账款	460	522	680	785	910	营业成本	1,830	2,019	2,111	2,289	2,493
预付账款	83	54	102	110	120	营业税金及附加	33	26	28	31	33
存货	862	965	1,034	1,190	1,346	营业费用	460	595	724	779	841
其他	3,119	2,863	3,138	3,182	3,233	管理费用及研发费用	251	311	337	366	401
流动资产合计	5,903	5,826	6,963	7,515	8,047	财务费用	(46)	(23)	(21)	(15)	(9)
长期股权投资	443	580	580	580	580	资产减值损失	297	319	284	278	277
固定资产	362	318	340	363	385	公允价值变动收益	0	0	30	30	30
在建工程	0	0	5	8	9	投资净收益	105	154	90	90	90
无形资产	332	337	317	297	278	其他	29	40	15	15	15
其他	1,542	1,530	1,265	1,187	1,187	营业利润	394	463	441	487	539
非流动资产合计	2,680	2,766	2,507	2,434	2,438	营业外收入	13	13	13	13	13
资产总计	8,583	8,592	9,470	9,949	10,485	营业外支出	10	11	10	10	10
短期借款	800	555	800	800	800	利润总额	398	466	444	490	542
应付票据及应付账款	1,105	1,267	1,275	1,383	1,506	所得税	55	101	98	108	119
其他	1,107	897	1,246	1,317	1,398	净利润	343	365	346	382	423
流动负债合计	3,013	2,719	3,321	3,499	3,704	少数股东损益	27	18	17	19	21
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	317	346	329	363	401
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.42	0.46	0.44	0.48	0.53
其他	42	70	0	0	0						
非流动负债合计	42	70	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	3,055	2,789	3,321	3,499	3,704		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	76	76	93	112	133	成长能力					
股本	756	756	756	756	756	营业收入	16.9%	14.0%	7.2%	8.3%	8.8%
资本公积	1,880	1,884	1,884	1,884	1,884	营业利润	30.5%	17.5%	-4.8%	10.4%	10.7%
留存收益	2,790	3,060	3,389	3,670	3,981	归属于母公司净利润	18.5%	9.4%	-5.0%	10.3%	10.6%
其他	27	28	28	28	28	获利能力					
股东权益合计	5,528	5,803	6,150	6,450	6,782	毛利率	40.7%	42.6%	44.0%	43.9%	43.9%
负债和股东权益总计	8,583	8,592	9,470	9,949	10,485	净利率	10.3%	9.8%	8.7%	8.9%	9.0%
						ROE	5.9%	6.2%	5.6%	5.9%	6.2%
						ROIC	4.8%	5.4%	4.9%	5.2%	5.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	343	365	346	382	423	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	111	124	133	118	41	流动比率	1.96	2.14	2.10	2.15	2.17
财务费用	(46)	(23)	(21)	(15)	(9)	速动比率	1.51	1.60	1.57	1.54	1.49
投资损失	(105)	(154)	(90)	(90)	(90)	营运能力					
营运资金变动	(378)	39	(478)	(413)	(415)	应收账款周转率	13.4	9.9	8.0	7.1	6.6
其它	725	(46)	392	248	247	存货周转率	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1
经营活动现金流	651	305	283	230	197	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
资本支出	(289)	20	(45)	(45)	(45)	每股指标(元)					
长期投资	(42)	(104)	(38)	0	0	每股收益	0.42	0.46	0.44	0.48	0.53
其他	(695)	(768)	120	120	120	每股经营现金流	0.86	0.40	0.37	0.30	0.26
投资活动现金流	(1,026)	(852)	37	75	75	每股净资产	7.21	7.58	8.02	8.39	8.80
债权融资	1	(1)	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	4	0	0	0	市盈率	14.1	12.9	13.6	12.3	11.1
其他	244	(190)	266	(67)	(82)	市净率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
筹资活动现金流	245	(187)	266	(67)	(82)	EV/EBITDA	1.2	1.0	1.0	0.9	1.0
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	1.6	1.3	1.3	1.2	1.0
现金净增加额	(130)	(734)	587	238	190						

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

