

投资评级 优于大市 维持

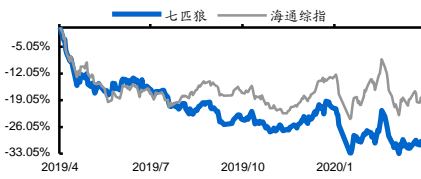
股票数据

04月17日收盘价(元)	5.18
52周股价波动(元)	5.01-7.82
总股本/流通A股(百万股)	756/735
总市值/流通市值(百万元)	3914/3807

相关研究

《预计主品牌线下收入推动营收增加,男装业务回暖毛利率改善》2019.04.26

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.7	-5.1	-13.4
相对涨幅(%)	-5.2	0.7	-5.8

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

联系人:刘溢

Tel:(021)23219748

Email:ly12337@htsec.com

19年服装主业稳健运营,毛利率同比提升4pct

投资要点:

- 19年收入同增3%,扣非净利润同增9%。**19年公司实现收入36.23亿元,同比增加3.02%,归母净利润3.47亿元,同比增加0.29%,扣非净利润2.25亿元,同比增加9.24%,毛利率为46.89%,同比提升4.30pct,扣非净利率为6.20%,同比提升0.35pct。19Q4收入为11.45亿元,同减1.64%,归母净利润1.49亿元,同比增加13.41%,扣非净利润1.07亿元,同比增加12.79%,毛利率为50.40%,同比提升2.72pct,扣非净利率为9.38%,同比提升1.20pct。
- 服装主业运营稳健,毛利率同比提升4pct。**19年公司服装主业稳健运营,全年收入同增2.46%至34.64亿元,19Q4公司收入同减1.64%,我们认为公司品牌定位精准,不断优化产品设计,即使在暖冬天气不利于服装销售,经济增速放缓服装销售承压的情况下,收入基本与18年同期持平(19Q4:11.45亿元,18Q4:11.64亿元)。19年公司毛利率提升,主因服装主业毛利率同比改善4.04pct至48.08%,服装毛利改善系品牌具有广泛知名度和美誉度,服装销量同减9.52%,服装平均售价同增13.25%。
- 销售/管理/研发费用同比增加,19年费用率提升。**19年公司费用率同比提升4.31pct至29.41%,主因销售/管理/研发费用率同比分别提升4.32、0.21、0.19pct至21.23%、7.72%、1.52%,财务费用率为-1.07%,同比下降0.42pct,由于19年定期存款利息收入同比增加,财务费用有所减少。
- 品牌+产品+渠道齐发力,探索时尚产业体系发展之路。**公司发布全新品牌战略,强化品牌DNA,以“寻找心中的狼”为切入点,输出“狼系青年”话题活动,升级并扩大品牌传播。新品牌Karl Lagerfeld通过跨界联名发展品牌与IP价值,扩大品牌知名度,男装产品于2019年冬开始上线。公司研发团队紧跟时尚风口,洞察消费者需求,产出多元场合定位的男装产品,进而提升产品力。另外,公司加快线上线下融合,建设数字化线下门店,重视会员管理,更加快速感知消费者需求,公司积极布局主流电商和新兴社交渠道,扩大电商份额。
- 盈利预测与估值。**我们预计20、21年公司归母净利润分别为3.52、3.77亿元,给予公司2020年11-12X PE,对应合理价值区间5.12~5.59元/股,维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**终端消费需求疲软,多品牌运营不及预期,电商增速放缓。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3517	3623	3669	3844	4125
(+/-)YoY(%)	14.0%	3.0%	1.3%	4.8%	7.3%
净利润(百万元)	346	347	352	377	422
(+/-)YoY(%)	9.4%	0.3%	1.3%	7.1%	11.9%
全面摊薄EPS(元)	0.46	0.46	0.47	0.50	0.56
毛利率(%)	42.6%	46.9%	46.9%	47.0%	47.0%
净资产收益率(%)	6.0%	5.8%	5.6%	5.7%	6.1%

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

表 1 市盈率相对估值比较

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润 (百万元)				市盈率 (X)			
				2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E
朗姿股份	002612.SZ	34	7.66	210	67	185	240	16	51	18	14
歌力思	603808.SH	37	10.99	365	401	466	542	10	9	8	7
安正时尚	603839.SH	49	12.28	281	303	344	402	18	16	14	12
平均值								15	25	13	11

资料来源: Wind, 海通证券研究所; 收盘价取 2020/4/17 数据, 歌力思 2019 年归母净利润为 wind 一致预期, 其余均为一致预期。

表 2 营业收入拆分预测表 (百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3085	3517	3623	3669	3844	4125
服装	2998	3380	3464	3494	3657	3927
信息技术业绩服务业	8	17	29	38	46	53
其他业务	79	120	131	137	142	145

资料来源: 七匹狼 2017-2019 年年报, 海通证券研究所

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	3623	3669	3844	4125
每股收益	0.46	0.47	0.50	0.56	营业成本	1924	1949	2039	2185
每股净资产	7.94	8.30	8.70	9.16	毛利率%	46.9%	46.9%	47.0%	47.0%
每股经营现金流	0.43	0.50	0.54	0.58	营业税金及附加	28	29	30	32
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	769	779	816	876
P/E	11.27	11.12	10.38	9.28	营业费用率%	21.2%	21.2%	21.2%	21.2%
P/B	0.65	0.62	0.60	0.57	管理费用	280	283	297	318
P/S	1.08	1.07	1.02	0.95	管理费用率%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
EV/EBITDA	4.88	5.29	4.54	3.68	EBIT	566	574	603	651
股息率%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	财务费用	-39	29	22	5
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.1%	0.8%	0.6%	0.1%
毛利率	46.9%	46.9%	47.0%	47.0%	资产减值损失	-334	-255	-267	-286
净利润率	9.6%	9.6%	9.8%	10.2%	投资收益	111	112	118	126
净资产收益率	5.8%	5.6%	5.7%	6.1%	营业利润	421	426	458	513
资产回报率	3.8%	3.8%	3.9%	4.5%	营业外收支	11	11	11	11
投资回报率	6.6%	6.6%	6.7%	7.6%	利润总额	431	437	468	524
盈利增长 (%)					EBITDA	794	670	700	747
营业收入增长率	3.0%	1.3%	4.8%	7.3%	所得税	78	79	84	94
EBIT 增长率	0.0%	1.3%	5.1%	7.9%	有效所得税率%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润增长率	0.3%	1.3%	7.1%	11.9%	少数股东损益	6	6	7	7
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	347	352	377	422
资产负债率	34.4%	32.2%	31.2%	25.7%					
流动比率	1.70	1.85	1.97	2.38	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.35	1.48	1.58	1.86	货币资金	1068	1204	1487	1169
现金比率	0.35	0.41	0.51	0.50	应收账款及应收票据	457	462	484	520
经营效率指标					存货	1032	1046	1094	1172
应收账款周转天数	41.52	41.52	41.52	41.52	其它流动资产	2688	2688	2692	2697
存货周转天数	195.86	195.86	195.86	195.86	流动资产合计	5244	5401	5757	5557
总资产周转率	0.39	0.39	0.40	0.44	长期股权投资	539	539	539	539
固定资产周转率	11.21	11.19	11.56	12.23	固定资产	323	328	333	337
					在建工程	5	5	5	5
					无形资产	365	393	421	449
					非流动资产合计	3987	3948	3909	3870
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	9231	9349	9666	9427
净利润	347	352	377	422	短期借款	1029	837	749	0
少数股东损益	6	6	7	7	应付票据及应付账款	1157	1171	1226	1314
非现金支出	254	352	364	383	预收账款	395	400	419	449
非经营收益	-125	-85	-96	-122	其它流动负债	505	511	535	573
营运资金变动	-155	-249	-244	-248	流动负债合计	3084	2919	2929	2336
经营活动现金流	328	376	407	442	长期借款	0	0	0	0
资产	-136	-91	-91	-91	其它长期负债	89	89	89	89
投资	-665	44	44	44	非流动负债合计	89	89	89	89
其他	135	112	118	126	负债总计	3174	3009	3018	2425
投资活动现金流	-665	66	71	79	实收资本	756	756	756	756
债权募资	150	-191	-88	-749	普通股股东权益	5998	6275	6576	6923
股权募资	2	0	0	0	少数股东权益	59	65	72	79
其他	155	-113	-107	-91	负债和所有者权益合计	9231	9349	9666	9427
融资活动现金流	307	-304	-196	-840					
现金净流量	-31	137	283	-318					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 17 日

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

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,滔搏,地素时尚,七匹狼,台华新材,锦泓集团,比音勒芬,太平鸟,健盛集团,安踏体育,森马服饰,跨境通,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。