

公司点评

柏堡龙 (002776)

纺织服装 | 服装家纺

利润表现具有一定韧性，期待 H2 设计业务发力

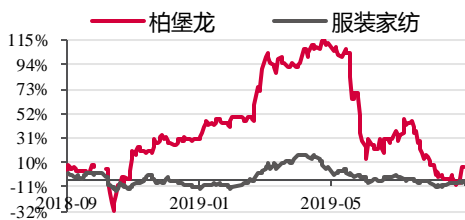
2019 年 09 月 03 日

评级 **谨慎推荐**  
评级变动 维持  
合理区间 **9.6-11.2 元**

交易数据

当前价格 (元) 8.76  
52 周价格区间 (元) 7.42-27.35  
总市值 (百万) 4712.78  
流通市值 (百万) 2972.78  
总股本 (万股) 53798.91  
流通股 (万股) 33935.84

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
柏堡龙	-1.46	-17.55	3.67
服装家纺	3.42	-2.13	-4.99

刘丛丛 分析师  
执业证书编号: S0530519060001  
liucc@cfzq.com 0731-89955776  
刘鋆 研究助理  
liuyun2@cfzq.com 0731-84403397

相关报告

1 《柏堡龙: 柏堡龙 (002776.SZ) 调研点评: 设计核心, 批发零售增量空间开启》 2019-07-18

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	841.45	1049.71	1164.54	1331.88	1516.74
净利润 (百万元)	129.31	192.48	212.71	240.36	276.41
每股收益 (元)	0.24	0.36	0.40	0.45	0.51
每股净资产 (元)	4.06	4.31	5.10	5.49	5.87
P/E	36.32	24.40	22.08	19.54	16.99
P/B	2.15	2.03	1.71	1.59	1.49

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

➢ 近日公司发布了 2019 年半年度报告。

报告期内, 公司实现营收 5.22 亿元, 同比增长 15.05%; 实现归母净利润 8196 万元, 同比增长 8.37%; 实现归母扣非净利润 6718 万元, 同比增长 5.96%; 毛利率 29.75%, 同比下降 0.82 个百分点; 净利率 15.60%, 同比下降 1.07 个百分点。

单季度来看, Q1 单季度营收 yoy+44.4%, 归母净利润 yoy+27.3%, 归母扣非净利润 yoy+31.5%, 毛利率 28.7%, 净利率 15.7%; Q2 单季度营收 yoy-15.7%, 归母净利润 yoy-14.6%, 归母扣非净利润 yoy-22.2%, 毛利率 31.6%, 净利率 15.5%。Q2 单季度业绩增速下滑, 我们初步判断是消费环境疲软、行业波动加剧导致的订单减少所致; 毛利率同比下降, 我们初步判断是三大业务占比变化所致。

➢ 利润表现具有一定韧性, 现金流向好。

2019Q1 和 2019H1, 行业里归母净利润和归母扣非净利润增速均为正的成分股仅有 23 家 (占比 27.7%)、公司系其中一家, 且公司归母净利润和归母扣非净利润增速均高于行业增速。在上半年消费疲软、Q2 消费形势变动较大的背景下, 我们认为公司的业绩尤其是利润表现具有一定韧性。

上半年公司成本费用增速与营收增速基本匹配, 期间费用率近一年来维持稳定水平 (13.8%左右), 成本费用利润率虽同比略有降低但也维持了 19.2 左右的水平。资产负债率和带息债务占比同比下降, 长短期偿债指标佳。存货、应收账款周转水平提升, 公司净营业周期缩短。现金流情况向好, 经营活动现金流量净额同比大增, 销售收现比和销售现金比率同比均有提高。

➢ 批发零售业务保持放量态势, 但调整节奏也在加快。

2019H1, 公司批发零售业务实现营收 1.20 亿元 (yoy+105.8%、已经实现 2018 年该业务全年收入的 62%), 营收占比同比提升 10 个百分点至 23%左右、相比 2018 年末亦提升 4.6 个百分点。可以说公司的批发零售业务从 2018 年下半年开始就保持了放量的态势。但从毛利率、存货结构、跌价计提以及渠道变化来看, 批发零售业务的调整节奏也在加快: 1) 外协成本上升、下游消费疲软叠加终端渠道变化, 报告期内批发零售业务毛

利率同比下滑 14 个百分点至 31%；2) 2018H2 起库存开始发生减值，产生跌价损失并计提，库存商品量不大但仍有一定的压货现象；3) 批发零售总体的渠道数量有所缩减，直营零售门店基本维持盈利、盈亏平衡、亏损各占三分之一的局面，线上业务起步较晚目前体量较小、业绩贡献有限。

➤ **维持“谨慎推荐”评级。**

公司是目前 A 股市场中比较稀缺的以设计为核心属性的标的，业绩的成长性和韧性中报已有验证。我们认为下半年，由于秋冬旺季的来临、客单价更高，高毛利的设计业务收入占比有望提升，高转化率的配套组织生产业务将支撑业绩规模的增长。依托衣全球平台的批发零售业务，2C 端拓展仍在稳健推进，目前上新频率较为稳定、渠道调整进入中后期，中短期看批发零售的增速预计放缓，但毛利率水平有望企稳回升。我们看好公司的中长期投资价值，设计业务选中率的提升、外协成本的控制、衣全球平台进展、批发零售未来业绩表现等仍是我们较为关注的问题。维持对公司的“谨慎推荐”评级。

基于行业外部环境以及公司中报业绩表现，我们决定下调对公司的盈利预测。预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 11.65/13.32/15.17 亿元，归母净利润分别为 2.13/2.40/2.76 亿元（前值 2.31/2.82/3.44 亿元），EPS 分别为 0.40/0.45/0.51 元（前值为 0.43/0.52/0.64 元），归母净利润增速分别是 10.5/13.0/15.0%，当前股价对应 PE 为 22.1/19.5/17.0 倍。设计属性突出的品牌服装公司估值在 12-15 倍左右，组织生产、供应链企业估值差异较大、在 9-30 倍左右，品牌零售企业估值多数在 13-20 倍左右。公司核心设计属性突出，在设计闭环模式运行顺利、业绩具有支撑的情况下，应有一定估值溢价。结合公司基本面和未来发展空间，给予公司 2019 年 24.0-28.0 倍 PE，未来 6-12 个月股价合理区间预计为 9.6-11.2 元。

➤ **风险提示：消费疲软；衣全球项目推进不及预期；渠道调整优化不及预期；客户及供应商集中度风险；原辅料价格剧烈波动；减持风险等。**

表 1：盈利预测拆分

分类	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
设计业务营收 (亿元)	1.44	2.11	2.28	2.47	2.70
设计业务营收 yoy (%)	2.86	46.53	8.00	8.50	9.00
组织生产业务营收 (亿元)	6.29	6.16	6.90	7.76	8.77
组织生产业务营收 yoy (%)	22.14	-2.07	12.00	12.50	13.00
批发零售业务营收 (亿元)	0.68	1.93	2.47	3.09	3.71
批发零售业务营收 yoy (%)	/	183.82	28.00	25.00	20.00
营业收入 (亿元)	8.41	10.50	11.64	13.32	15.17
营业收入 yoy (%)	28.40	24.85	10.94	14.37	13.88
归母净利润 (亿元)	1.29	1.92	2.12	2.40	2.76
归母净利润 yoy (%)	9.24	48.64	10.05	13.00	15.00

资料来源：财富证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438