

# 主品牌带动收入稳定增长，费用增加拖累净利表现

## ——日播时尚(603196.SH) 2018 年报&2019 年一季报点评

公司简报

### 中性(下调)

当前价: 9.20 元

#### 分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

[lijie\\_yjs@ebsec.com](mailto:lijie_yjs@ebsec.com)

汲肖飞(执业证书编号: S0930517100004)

021-52523675

[jixiaofei@ebsec.com](mailto:jixiaofei@ebsec.com)

#### 市场数据

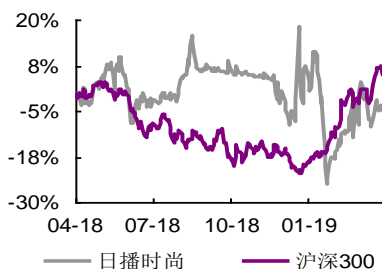
总股本(亿股): 2.40

总市值(亿元): 22.08

一年最低/最高(元): 7.77/13.00

近3月换手率: 170.82%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.85	-26.29	-13.85
绝对	-3.53	-4.13	-10.33

资料来源: Wind

#### 相关研报

渠道恢复扩张、业绩增长提速，多品牌发展梯度足

..... 2018-05-01

风格鲜明的中档女装设计师品牌

..... 2017-05-25

#### ◆18 年收入增 5%、费用大增拖累净利降 68%，19Q1 净利下滑幅度加大

2018 年公司实现收入 11.32 亿元、同增 5.46%，扣非归母净利 2357.88 万元、同降 68.41%，归母净利 3836.43 万元、同降 54.13%，EPS 为 0.16 元，拟 10 股派 1.00 元(含税)。利润低于预期主要由于费用率大幅增长，扣非净利增速低于净利主要由于计入当期损益的政府补助同比增加。

分季度来看，17Q3~18Q4 收入分别同增 12.77%、12.27%、16.34%、5.58%、9.85%、-4.98%，净利分别同增 39.80%、-8.94%、30.12%、-89.76%、-85.02%、-54.70%。18Q2 后公司收入增速相对较低、18Q4 出现下滑，主要受服装消费较为疲软影响。18Q2-18Q3 销售、管理费用率增导致净利下滑，18Q4 毛利率降 5.51PCT、销售费用率增 4.37PCT、管理费用率增 4.09PCT 导致净利下滑。

2019Q1 公司实现收入 2.91 亿元、同增 5.46%，扣非归母净利 213.40 万元、同降 85.18%，归母净利 466.51 万元、同降 71.99%。公司收入恢复增长，净利增速下降主要由于毛利率降 2.82PCT、销售费用率增 4.55PCT。

#### ◆门店扩张驱动主品牌收入稳定增长，小品牌压力加大

分品牌来看：2018 年 4 月公司推出新品牌 MUCHELL 和童装品牌 broadcute，共拥有“broadcast: 播”、“CRZ”、“PERSONAL POINT”、“MUCHELL”、“broadcute”五大品牌。2018 年播、CRZ、PP 品牌分别实现收入 9.20 亿元、1.51 亿元、2650.79 万元，同增 7.36%、-10.06%、0.60%，MUCHELL 和 broadcute 品牌分别实现收入 749.47 万元、191.82 万元。2018 年播门店外延增 8.68%至 826 家，带动整体收入保持增长，推算店效同降 1.22%；CRZ 收入下滑主要受品牌关店调整影响，门店数外延降 11.44%至 178 家、店效同比增 1.56%；PP 品牌门店外延降 25.00%至 21 家，店效增长带动整体收入基本持平。

2019Q1 播、CRZ、PP 分别实现收入 2.38 亿元、3536.03 万、606.13 万元，同增 7.99%、-18.22%、-22.48%，MUCHELL、broadcute 实现收入 511.36 万元、160.26 万元。主品牌播收入保持稳定增长，门店数较年初降 1.45%至 814 家，CRZ、PP 收入下滑主要受关店影响。

分渠道来看：2018 年公司直营、加盟、联销、电商收入为 4.43 亿元、4.88 亿元、6818.34 万元、1.08 亿元，同增 15.74%、0.25%、-2.17%、-3.75%。2018 年末公司共有门店 1067 家，外延增 7.89%。公司加大直营渠道拓展力度，直营门店外延增 27.53%至 315 家、带动收入增长；经销模式稳步推进，门店数量外延增 2.04%至 649 家；联销门店数量降 2.83%至 103 家，主要为大品牌联销门店减少；电商收入受公司将过季商品转移到线下奥莱影响下滑。

2019Q1 公司直营、经销、联销、电商收入分别为 1.34 亿元、1.07 亿元、2309.06 万元、2120.14 万元，同增 1.00%、14.79%、-8.03%、-2.13%，2019 年 3 月末共有门店 1041 家、较年初降 2.44%，公司经销商订货金额增加、经销收入增速较高。

◆**毛利率略降，直营开店导致费用率大增，现金流压力加大**

**毛利率：**2018年毛利率同降0.19PCT至59.89%，同比基本保持稳定。2018年播、CRZ、PP毛利率为61.35%、58.83%、56.44%，同增0.31PCT、-2.77PCT、2.97PCT，MUCHELL、broadcute毛利率为64.94%、54.31%。2018年直营、加盟、其他渠道毛利率为69.94%、55.82%、52.25%，同增-4.42PCT、2.61PCT、-1.16PCT，公司自营店净增加18家奥莱店，导致毛利率有所下滑。

17Q3~19Q1单季度毛利率分别为60.29% (+0.13PCT)、56.59% (-1.00PCT)、64.21% (-0.31PCT)、63.47% (+2.75PCT)、63.26% (+2.97PCT)、51.08% (-5.51PCT)、61.39% (-2.82PCT)，18Q4-19Q1服装销售较为疲软，公司折扣促销力度加大导致毛利率有所下滑。

**费用率：**2018年公司期间费用率同比提6.70PCT至53.33%。其中销售费用率同比升4.42PCT至36.91%，主要由于新开直营店较多，推广费、门店租金、装修及人员薪酬显著增加；管理费用率（包含研发费用）同比升2.72PCT至16.48%，主要由于人员薪酬、服装及面料研发投入增加；财务费用率同比降0.44PCT至-0.05%，主要由于海外子公司借款汇兑损益影响。

2019Q1公司期间费用率同增3.01PCT至54.18%、销售费用率同增4.55PCT至38.26%、管理费用率同降1.67PCT至15.36%、财务费用率同增0.14PCT至0.57%。

**其他财务指标：**

1) 2018年末存货总额为3.78亿元、较年初增长35.97%，主要由于公司直营门店数增加且原材料储备增加。库龄在一年之内的占80.69%，整体库龄结构较为健康。18年存货/收入为33.39%、较17年的25.91%上升，存货周转率为1.38、较17年的1.73有所下降，库存周转速度放缓。2019年3月底存货较年初降15.34%至3.20亿元。

2) 2018年末应收账款较年初增长2.06%至8683.85万元，同比基本稳定，应收账款周转率为13.17，17年同期为14.08；18Q1应收账款较年初同比降1.14%至8584.99万元。

3) 2018年资产减值损失同增12.38%至4591.07万元，主要由于存货跌价损失增加；19Q1资产减值损失同增24.13%至1763.76万元。

4) 2018年营业外收入同增174.04%至205.87万元；19Q1营业外收入同比降53.54%至22.79万元。

5) 2018年经营活动净现金流为-2479.69万元，2017年为2314.64万元，主要由于公司2018年推出新品牌，开店运营费用及推广费用投入较大、收入未达预期。2019Q1经营活动净现金流同降81.02%至899.51万元。

◆**公司收入稳步增长，盈利能力有望回升**

公司计划2019年实现营业收入11.90亿元，同增5.12%，归母净利5145万元，同增34.11%。盈利能力有望回升。

我们认为：1) 收入方面，公司不断拓展品牌矩阵，目前五大品牌定位不同客户群体，覆盖面较广。公司采用全渠道运营模式，采用直营、联销、经销等模式，线下营销网络覆盖全国30个省份。公司将谨慎推进主品牌及新品牌直营渠道拓展，优化经销、联营渠道结构，CRZ、PP品牌门店数量

稳定后逐步恢复净开店，有望带动收入稳定增长。2) 盈利能力方面，公司毛利率较为稳定，2018 年公司直营店拓展导致费用增幅较大，2019 年公司控制直营门店开店节奏、降低费用率，推动盈利能力逐步回升。3) 2018 年 9 月 26 日公司公告高管林亮、郑征因个人资金需求分别计划减持数量不超过 40 万股、45 万股，占总股本的 0.17%、0.19%。2018 年 12 月 4 日公告林亮减持完毕，减持均价 11.04 元/股，减持股份 40 万股；2019 年 12 月 29 日公告郑征减持实施完毕，减持均价为 10.86 元/股，减持股份 45 万股。

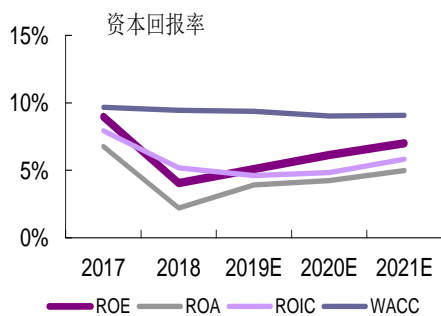
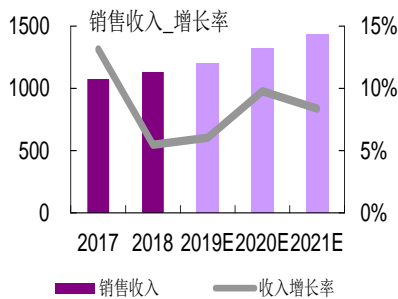
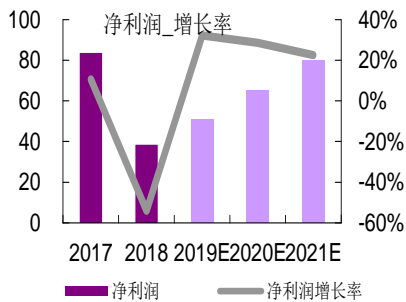
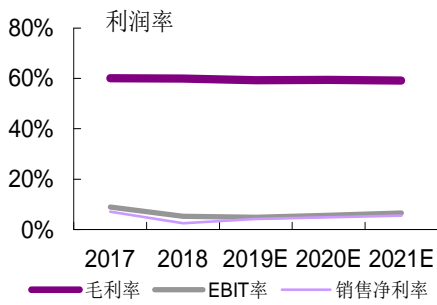
我们看好公司迎合服装个性化消费趋势，主品牌外延持续开店、收入稳定增长，PP、CRZ 品牌渠道有望调整结束，新品牌开始发力，带动收入稳定增长。由于我们判断未来公司费用率水平超出此前预期，下调 2019~2020 年 EPS 为 0.21/0.27 元（前值为 0.55/0.62 元），预测 2021 年 EPS 为 0.33 元，目前股价对应 2019 年 44 倍 PE，短期内估值较高，下调至“中性”评级。

◆风险提示：消费疲软；渠道拓展不及预期；新品牌建设不及预期；存货积压等。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,073	1,132	1,200	1,318	1,428
营业收入增长率	13.12%	5.46%	6.03%	9.77%	8.36%
净利润（百万元）	84	38	50	66	78
净利润增长率	10.59%	-54.13%	30.84%	31.13%	19.01%
EPS（元）	0.35	0.16	0.21	0.27	0.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.96%	4.06%	5.05%	6.21%	6.88%
P/E	26	58	44	34	28
P/B	2.4	2.3	2.2	2.1	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 4 月 26 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,073</b>	<b>1,132</b>	<b>1,200</b>	<b>1,318</b>	<b>1,428</b>
营业成本	429	454	489	535	583
折旧和摊销	28	38	22	26	30
营业税费	11	9	12	13	14
销售费用	349	418	424	469	513
管理费用	148	146	192	208	214
财务费用	4	-1	0	-7	-8
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	4	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	<b>103</b>	<b>32</b>	<b>58</b>	<b>77</b>	<b>91</b>
<b>利润总额</b>	<b>101</b>	<b>33</b>	<b>59</b>	<b>77</b>	<b>92</b>
少数股东损益	-7	-10	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>84</b>	<b>38</b>	<b>50</b>	<b>66</b>	<b>78</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>1,137</b>	<b>1,281</b>	<b>1,177</b>	<b>1,275</b>	<b>1,354</b>
流动资产	821	870	775	817	875
货币资金	131	103	173	158	177
交易型金融资产	0	50	0	0	0
应收帐款	85	87	82	91	97
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	41	70	45	50	56
存货	278	378	287	322	344
可供出售投资	0	23	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	8	5	5	5	5
固定资产	127	165	204	257	282
无形资产	99	104	93	84	76
<b>总负债</b>	<b>203</b>	<b>346</b>	<b>192</b>	<b>224</b>	<b>225</b>
无息负债	203	256	192	215	225
有息负债	0	90	0	9	0
<b>股东权益</b>	<b>934</b>	<b>935</b>	<b>985</b>	<b>1,051</b>	<b>1,129</b>
股本	240	240	240	240	240
公积金	423	433	438	444	452
未分配利润	267	271	316	375	445
少数股东权益	0	-10	-10	-10	-10

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>23</b>	<b>-25</b>	<b>136</b>	<b>47</b>	<b>68</b>
净利润	84	38	50	66	78
折旧摊销	28	38	22	26	30
净营运资金增加	333	-21	-42	48	41
其他	-422	-80	105	-93	-81
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-295</b>	<b>-67</b>	<b>24</b>	<b>-78</b>	<b>-48</b>
净资本支出	-54	-83	-50	-80	-50
长期投资变化	8	5	0	0	0
其他资产变化	-248	12	74	3	3
<b>融资活动现金流</b>	<b>317</b>	<b>63</b>	<b>-90</b>	<b>16</b>	<b>-1</b>
股本变化	60	0	0	0	0
债务净变化	-38	90	-90	9	-9
无息负债变化	6	53	-64	23	10
<b>净现金流</b>	<b>45</b>	<b>-28</b>	<b>70</b>	<b>-15</b>	<b>19</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	13.12%	5.46%	6.03%	9.77%	8.36%
净利润增长率	10.59%	-54.13%	30.84%	31.13%	19.01%
EBITDA 增长率	-6.04%	-22.48%	-19.27%	19.10%	19.08%
EBIT 增长率	-7.86%	-38.62%	-5.77%	20.01%	20.93%
<b>估值指标</b>					
PE	26	58	44	34	28
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	18	23	28	24	20
EV/EBIT	23	38	39	33	27
EV/NOPLAT	30	44	45	38	32
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	2	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	60.08%	59.89%	59.23%	59.40%	59.17%
EBITDA 率	11.64%	8.56%	6.52%	7.07%	7.77%
EBIT 率	9.00%	5.24%	4.65%	5.09%	5.68%
税前净利润率	9.45%	2.91%	4.92%	5.88%	6.45%
税后净利润率 (归属母公司)	7.79%	3.39%	4.18%	5.00%	5.49%
ROA	6.77%	2.21%	4.27%	5.16%	5.78%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.96%	4.06%	5.05%	6.21%	6.88%
经营性 ROIC	7.94%	5.19%	4.99%	5.40%	6.16%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	4.98	2.81	4.98	4.36	4.63
速动比率	3.29	1.59	3.14	2.64	2.81
归属母公司权益/有息债务		10.50	NA	117.60	NA
有形资产/有息债务		12.09	NA	123.69	NA
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.35	0.16	0.21	0.27	0.33
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.10	-0.10	0.57	0.19	0.28
每股自由现金流(FCFF)	-1.02	0.30	0.37	-0.08	0.13
每股净资产	3.89	3.94	4.15	4.42	4.75
每股销售收入	4.47	4.72	5.00	5.49	5.95

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼