

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

首次覆盖

服装主业稳健，电商代运营业务高增长

事件:

公司发布 2019 年年报，实现收入 24.38 亿元，同增 47.83%（主要受礼尚信息并表影响），其中 19Q4 收入同增 31%；归母净利润 3.03 亿元，同增 7.67%；扣非净利润 2.6 亿元，同增 31.29%。毛利率下降 10.3pcts 至 52.97%（主要系礼尚并表所致，礼尚电商毛利率 32%，服装业务毛利率 64%），销售费用率下降 5.86pcts 至 25.9%，管理费用率下降 3.5pcts 至 9.92%，综合使得净利率下降 3.6pcts 至 13.44%。

点评:

服装主业运营稳健，线上增速高于线下表现。分品牌来看，主品牌玫姿收入增长 9.47%至 11.37 亿元，门店减少 16 家至 673 家（直营/加盟 131/542 家）；尹默、安正男装、摩萨克和斐娜晨收入分别同比减少 0.37%/5.83%/25.02%/13.13%，截至 2019 年末分别拥有门店 82/31/35/79 家。分渠道来看，线上线下占比分别为 23%/77%（未考虑电商代运营业务），其中直营收入同比增加 0.55%，加盟业务同比减少 3.71%，电商同比增长 25.39%。

礼尚信息增厚公司业绩。2018 年 10 月公司收购礼尚信息 70%股权，礼尚电商是国内一站式全渠道品质生活消费品牌服务商，定位海内外母婴、食品保健、运动户外、宠粮家居等行业，目前已有累计六十多个品牌建立了高效稳固的合作关系。2019 年电商代运营业务收入 8.42 亿元，同增 24%，净利润 0.87 亿元，同增 39%（完成业绩承诺 6600 万元）。

公司运营稳健。应收账款周转天数 24 天，较上年下降 2 天；存货周转天数 297 天，较上年下降 78 天，2 年以内的库存商品占比为 87.02%，产销率提升。公司账上现金 5.6 亿元，交易性金融资产 0.96 亿元，账上资金充裕。

盈利预测:公司深耕中高端女装，搭建以玫姿为主的多品牌服装矩阵，2018 年收购礼尚信息切入高增速的代运营行业，2019 年外延收购童装品牌。考虑到 2020 年新冠疫情影响终端销售疲软，我们预计 2020/2021/2022 年归母净利润 3.30/3.82/4.39 亿元，同增 9.00%/15.86%/14.77%，EPS 分比为 0.82、0.95、1.09 元，对应 PE15.5/13.38/11.56 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

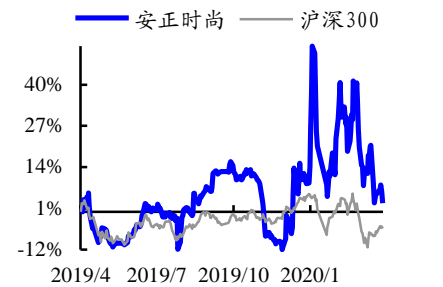
风险提示: 并购不及预期、代运营业务发展不及预期、服装主业下滑等

股票数据

2020/4/10

6 个月目标价 (元)	15.58
收盘价 (元)	12.73
12 个月股价区间 (元)	10.03 ~ 19.57
总市值 (百万元)	5,113
总股本 (百万股)	402
A 股 (百万股)	402
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	3

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-27%	-6%	-3%
相对收益	-19%	4%	5%

相关报告

- 《继续关注高景气度赛道及低估值龙头——2020 年纺织服装行业投资策略》 --20191125
- 《关注高景气度赛道及低估值龙头——2019 年纺织服装行业中期投资策略》 --20190701
- 《贸易战对中美纺织服装行业的影响分析》 --20190603
- 《健盛集团 (603558.SH): 越南产能释放是亮点，未来还看越南》 --20200318

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001
021-20361174 liqiang@nesc.cn

联系人: 褚洪亮

执业证书编号: S0550118080038
021-20363236 chuhl@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,649	2,438	3,073	3,584	4,162
(+/-)%	16.09%	47.83%	26.05%	16.63%	16.11%
归属母公司净利润	281	303	330	382	439
(+/-)%	2.96%	7.67%	9.00%	15.86%	14.77%
每股收益 (元)	0.70	0.75	0.82	0.95	1.09
市盈率	15.29	17.38	15.50	13.38	11.65
市净率	1.57	1.87	1.63	1.45	1.29
净资产收益率 (%)	10.25%	10.77%	10.51%	10.85%	11.08%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	404	402	402	402	402

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	560	395	379	704	净利润	328	343	405	461
交易性金融资产	96	104	111	121	资产减值准备	72	11	22	20
应收款项	194	241	287	330	折旧及摊销	70	8	5	6
存货	1,099	1,741	2,084	2,284	公允价值变动损失	0	-8	-7	-10
其他流动资产	343	370	406	430	财务费用	8	2	1	0
流动资产合计	2,292	2,851	3,267	3,870	投资损失	-43	-46	-54	-62
可供出售金融资产					运营资本变动	-405	-524	-83	53
长期投资净额	0	0	0	0	其他	-18	0	0	0
固定资产	516	516	516	516	经营活动净现金流量	11	-214	289	468
无形资产	61	55	52	49	投资活动净现金流量	108	195	-229	-106
商誉	312	306	293	277	融资活动净现金流量	-75	-146	-76	-36
非流动资产合计	1,663	1,661	1,645	1,636	企业自由现金流	780	640	704	484
资产总计	3,954	4,512	4,913	5,506					
短期借款	277	134	59	23	财务与估值指标				
应付款项	228	384	410	498	每股指标				
预收款项	67	91	116	124	每股收益 (元)	0.75	0.82	0.95	1.09
一年内到期的非流动负债	72	72	72	72	每股净资产 (元)	7.00	7.82	8.77	9.86
流动负债合计	895	1,110	1,105	1,237	每股经营性现金流量 (元)	0.03	-0.53	0.72	1.16
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	155	155	155	155	营业收入增长率	47.8%	26.1%	16.6%	16.1%
长期负债合计	155	155	155	155	净利润增长率	7.7%	9.0%	15.9%	14.8%
负债合计	1,050	1,265	1,260	1,393	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	2,810	3,140	3,522	3,961	毛利率	53.0%	48.0%	48.0%	48.0%
少数股东权益	94	107	130	152	净利率	12.4%	10.7%	10.7%	10.5%
负债和股东权益总计	3,954	4,512	4,913	5,506	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	28.88	28.54	29.18	28.87
					存货周转率 (次)	349.92	397.65	408.07	385.21
					偿债能力指标				
					资产负债率	26.6%	28.0%	25.7%	25.3%
					流动比率	2.56	2.57	2.96	3.13
					速动比率	1.27	0.93	0.97	1.19
					费用率指标				
					销售费用率	25.9%	24.3%	24.3%	24.5%
					管理费用率	6.6%	7.3%	6.8%	6.8%
					财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
					分红指标				
					分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					估值指标				
					P/E (倍)	17.38	15.50	13.38	11.65
					P/B (倍)	1.87	1.63	1.45	1.29
					P/S (倍)	2.10	1.66	1.43	1.23
					净资产收益率	10.8%	10.5%	10.9%	11.1%

利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,438	3,073	3,584	4,162
营业成本	1,147	1,598	1,864	2,164
营业税金及附加	19	28	32	37
资产减值损失	-59	-11	-22	-20
销售费用	631	747	871	1,018
管理费用	161	223	242	283
财务费用	0	-4	-4	-7
公允价值变动净收益	0	8	7	10
投资净收益	43	46	54	62
营业利润	381	396	467	533
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	382	396	467	533
所得税	54	53	62	73
净利润	328	343	405	461
归属于母公司净利润	303	330	382	439
少数股东损益	25	13	23	22

资料来源：东北证券

分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士，电子科技大学金融学本科，现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员，南京证券股份有限公司研究员。具有10年证券研究从业经历，荣获2019年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第1名，2019年Wind资讯金牌分析师第5名，2018年每市食品饮料行业年度组合收益第4名，2018年投研社最受机构欢迎分析师，2018年进门财经百佳分析师，2018年食品饮料研究Wind平台影响力排行榜第7名，2018年度知丘杯金测奖最佳分析师第3名，2017年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第2名，“2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第1名。

褚洪亮: 中国科学院大学硕士，武汉大学本科，现任东北证券纺服组研究人员。曾任深圳市尚诚资产管理有限责任公司股票研究部研究员，2018年以来具有2年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn