

证券研究报告 / 公司动态报告

买入

上次评级: 首次覆盖

## 新兴品牌增势喜人, 去库存成效显著

### 报告摘要:

事件概述: 8月15日公司发布2017年半年报, 报告期内, 公司实现营业收入6.25亿元, 较上年同期增长18.13%; 实现归属上市公司股东的净利润1.29亿元, 较上年同期增长10.20%; 基本每股收益0.50元/股, 较上年同期减少9.09%。

**主品牌玫姿增长稳健, 新兴品牌高速增长。**公司主品牌玫姿营收同比增长5.89%, 店铺数643家, 净开店13家。新兴品牌尹默营收同比增长10.99%, 店铺数90家, 净开店2家; 安正营收同比增长48.61%, 店铺数35家, 净开店3家; 摩萨克营收同比增长31.47%, 店铺数23家, 净开店2家; 斐娜晨营收同比增长96.05%, 店铺数53家, 净开店8家; 新兴品牌在店铺数量增长较少的情况下均获得了高增长, 内生增长性较强。线上品牌安娜蔻(2017年Q1新推出)报告期内营收达2846.12万元, 带动公司线上销售快速增长, 同比增速26.21%。

**促销力度较大影响毛利率, 但去库存成效显著。**报告期公司综合毛利率减少至69.37%, 较同期下降6.36PCT, 主要是由于公司为加快存货周转、减少库存, 增加了过季商品的促销活动, 销售折扣下降, 尤其是线上销售毛利率下降至49.70%, 同比下降14.46PCT。存货周转次数0.50, 较去年同期的0.32有所提高, 存货绝对值3.84亿元, 较去年同期下降4.42%, 去库存见成效。

**整体费用控制良好, 但毛利率下滑拖累净利率。**公司期间费用率为43.37%, 较同期下降2.37PCT。其中, 销售费用率30.48%, 较同期上升1.09PCT, 管理费用率13.21%, 较同期下降2.54PCT, 财务费用率-0.43%, 较同期下降0.93PCT。但由于毛利率大幅降, 销售净利率20.70%, 较同期下降1.49PCT。

预计2017-2019年EPS分别为0.99元、1.13元和1.27元, 对应PE为24X、21X和19X, 首次覆盖给与“买入”评级。

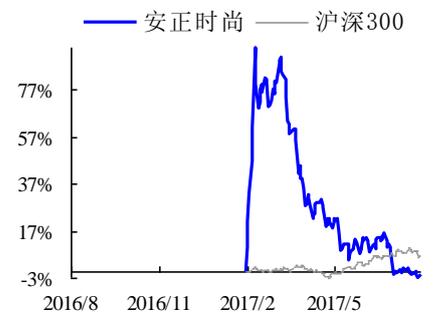
风险提示: 多品牌经营不达预期; 消费终端低迷。

### 股票数据

2017/8/14

收盘价(元)	23.54
12个月股价区间(元)	23.01~50.98
总市值(百万元)	6,710
总股本(百万股)	285
A股(百万股)	285
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	2

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-9%	-18%	0%
相对收益	-9%	-27%	-12%

### 相关报告

《太平鸟(603877)年报点评: 多品牌和全渠道发展有序推进》

《森马服饰(002563)年报点评: 休闲服饰放缓, 电商与童装持续高增长》

《海澜之家(600398): 年报点评: 男装龙头经营稳健, 门店数量持续拓展》

财务摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,225	1,206	1,395	1,562	1,733
(+/-)%	4.50%	-1.53%	15.68%	11.93%	10.99%
归属母公司净利润	244	236	283	321	362
(+/-)%	6.58%	-3.21%	19.72%	13.72%	12.64%
每股收益(元)	1.14	1.10	0.99	1.13	1.27
市盈率	20.77	21.46	23.90	21.01	18.66
市净率	4.43	3.95	4.13	3.45	2.91
净资产收益率(%)	21.35%	18.41%	17.27%	16.42%	15.61%
股息收益率(%)	0.00%	1.69%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	214	214	285	285	285

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001

研究助理: 赵颖婕

执业证书编号: S0550116050003

021-20361010 021-20361010

**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)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	110	452	866	1,337	净利润	236	283	321	362
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	61	95	101	107
应收款项	93	131	145	159	折旧及摊销	71	55	60	69
存货	381	419	481	542	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	298	298	298	298	财务费用	5	2	2	2
<b>流动资产合计</b>	<b>905</b>	<b>1,333</b>	<b>1,824</b>	<b>2,375</b>	投资损失	-8	-11	-10	-10
可供出售金融资产	13	13	13	13	运营资本变动	-12	-35	-36	-32
长期投资净额	58	58	58	58	其他	0	0	0	0
固定资产	544	665	793	907	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>339</b>	<b>373</b>	<b>421</b>	<b>483</b>
无形资产	74	68	60	54	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-187</b>	<b>-28</b>	<b>-5</b>	<b>-10</b>
商誉	28	28	28	28	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-88</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>880</b>	<b>879</b>	<b>851</b>	<b>818</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>327</b>	<b>322</b>	<b>382</b>	<b>426</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,785</b>	<b>2,212</b>	<b>2,675</b>	<b>3,193</b>					
短期借款	66	7	66	66	财务与估值指标				
应付款项	122	133	151	170	每股指标				
预收款项	35	55	58	63	每股收益 (元)	1.10	0.99	1.13	1.27
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	6.00	5.74	6.87	8.14
<b>流动负债合计</b>	<b>502</b>	<b>552</b>	<b>593</b>	<b>641</b>	每股经营性现金流量 (元)	1.59	1.31	1.48	1.69
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	0	0	0	0	营业收入增长率	-1.53%	15.68%	11.93%	10.99%
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净利润增长率	-3.21%	19.72%	13.72%	12.64%
<b>负债合计</b>	<b>502</b>	<b>552</b>	<b>593</b>	<b>641</b>	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	1,282	1,636	1,957	2,319	毛利率	70.63%	70.99%	70.71%	70.36%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	19.57%	20.25%	20.58%	20.88%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,785</b>	<b>2,188</b>	<b>2,550</b>	<b>2,960</b>	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	31.32	34.20	33.80	33.52
					存货周转率 (次)	404.14	377.71	383.89	385.21
					偿债能力指标				
					资产负债率	28.16%	25.22%	23.25%	21.65%
					流动比率	1.80	2.41	3.08	3.71
					速动比率	1.04	1.66	2.27	2.86
					费用率指标				
					销售费用率	28.78%	27.56%	27.83%	27.90%
					管理费用率	13.75%	13.89%	13.83%	13.84%
					财务费用率	0.42%	-0.11%	-0.87%	-1.62%
					分红指标				
					分红比例				
					股息收益率	1.69%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	21.46	23.90	21.01	18.66
					P/B (倍)	3.95	4.13	3.45	2.91
					P/S (倍)	4.20	4.84	4.32	3.90
					净资产收益率	18.41%	17.27%	16.42%	15.61%

利润表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,206</b>	<b>1,395</b>	<b>1,562</b>	<b>1,733</b>
营业成本	354	405	457	514
营业税金及附加	20	21	24	26
资产减值损失	61	95	101	107
销售费用	347	385	435	484
管理费用	166	194	216	240
财务费用	5	-2	-14	-28
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	8	11	10	10
<b>营业利润</b>	<b>262</b>	<b>309</b>	<b>353</b>	<b>401</b>
营业外收支净额	9	16	17	15
<b>利润总额</b>	<b>271</b>	<b>325</b>	<b>370</b>	<b>416</b>
所得税	34	42	48	54
净利润	236	283	321	321
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>236</b>	<b>283</b>	<b>321</b>	<b>362</b>
少数股东损益	0	0	0	0

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, 5年行业研究经验, 食品饮料行业分析师。

赵颖婕: 伦敦政治经济学院管理学硕士, 主要研究领域为纺织服装行业, 助理分析师

**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。

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**
**中国 吉林省长春市**

生态大街6666号  
 邮编: 130119  
 电话: 4006000686  
 传真: (0431)85680032  
 网址: <http://www.nesc.cn>

**中国 北京市西城区**

锦什坊街28号  
 恒奥中心D座  
 邮编: 100033  
 电话: (010)63210800  
 传真: (010)63210867

**中国 上海市浦东新区**

杨高南路729号  
 邮编: 200127  
 电话: (021)20361009  
 传真: (021)20361258

**中国 深圳南山区**

大冲商务中心1栋2号楼24D  
 邮编: 518000

**机构销售**
**华北地区**

销售总监 李航  
 电话: (010) 63210890  
 手机: 185-1501-8255  
 邮箱: [lihang@nesc.cn](mailto:lihang@nesc.cn)

**华东地区**

销售总监 袁颖  
 电话: (021) 20361100  
 手机: 136-2169-3507  
 邮箱: [yuanying@nesc.cn](mailto:yuanying@nesc.cn)

**华南地区**

销售总监 邱晓星  
 电话: (0755) 33975865  
 手机: 186-6457-9712  
 邮箱: [qiuxx@nesc.cn](mailto:qiuxx@nesc.cn)