

投资评级 **买入** 首次评级

单三季度业绩超预期,长期成长仍可期

股票数据

6个月内目标价(元)	30.79
10月30日收盘价(元)	24.49
52周股价波动(元)	23.01-50.98
总股本/流通A股(百万股)	289/71
总市值/流通市值(百万元)	7079/1745

相关研究

《众品牌多渠道双轨延伸,女装领袖吹响资本号角》2017.01.23

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.2	-1.8	2.5
相对涨幅(%)	-5.7	-6.4	-5.3

资料来源:海通证券研究所

投资要点:

- 单三季度收入增长24%，净利润增长37%。**公司前三季度收入9.96亿元，同比增长20%，归母净利润2.05亿元，同比增加19%，毛利率68.25%，同比降低5.03pct，销售费用率29.34%，同比降低0.40pct，管理费用率13.22%，同比降低1.29pct。单三季度收入3.71亿元，同比增长24%，归母净利润7518万元，同比增长37%，毛利率66.34%，同比减少3.16pct，销售费用率27.42%，同比降低0.71pct，管理费用率13.24%，同比增加0.91pct。
- 前四大品牌同店增长，新品牌加速扩大规模。**前三季度9.96亿收入按品牌分，主品牌玖姿6.66亿元，尹默1.46亿元，斐娜晨6273万元，安正5086万元，安娜寇3834万元，摩萨克2720万元，其中前四大品牌同店增长分别为8%/9%/15%/18%。占比收入达67%的主品牌玖姿保持高增速确保整体收入规模稳健增长，以斐娜晨为代表的新品牌同店高增带动新品牌快速崛起。玖姿、斐娜晨、尹默、安正、摩萨克前三季度收入增速分别为11%/128%/13%/42%/24%，单三季度各品牌收入增速分别为20%/222%/18%/22%/5%，玖姿、斐娜晨和尹默单三季度均加速增长，安娜寇为2017年发展的电商新品牌，在公司加强电商运营后有望加速扩大规模。
- 提升产品性价比，持续开店扩大市场份额。**前三季度公司整体毛利率从去年同期的73.27%降低至17Q3的68.25%，同比降低5.03个百分点，我们判断公司并未大规模降低整体零售吊牌价，毛利率降低主要系公司降低出厂倍率，提升产品用料质量，通过提高产品性价比吸引消费者购买，从而形成本期同店、收入双提升的良好局面。在终端门店具备良好盈利能力的情况下，公司店铺数量实现净增长，报告期末公司门店数量达905家，较年初净增加43家，玖姿品牌653家（净增23家），斐娜晨73家（净增28家），尹默85家（净减3家），安正37家（净增5家），摩萨克17家（净减8家），季季37家（与年初持平），集合店3家（净减2家）。
- 股权激励承诺高业绩增速，彰显成长信心。**8月份公司公告限制性股票激励计划，首次授予488.1万股（预留122.0万股），授予对象合计172人，承诺2017-2019年净利润分别不低于2.75、3.60、4.70亿元，彰显对公司长期成长的信心。
- 盈利预测与估值。**考虑到公司品牌矩阵布局完善，玖姿主品牌保持稳健增长，新品牌斐娜晨规模快速扩大，有望尽早实现盈利，我们预计公司2017-2019净利润2.75、3.56、4.64亿元，给予公司2018年25XPE，对应目标价30.79元/股，“买入”评级。
- 风险提示。**终端零售环境疲弱，新品牌培育不达预期。

分析师:于旭辉

Tel:(021)23219411

Email:yxh10802@htsec.com

证书:S0850516040001

分析师:梁希

Tel:(021)23219407

Email:lx11040@htsec.com

证书:S0850516070002

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1225	1206	1456	1835	2365
(+/-)YoY(%)	4.50%	-1.53%	20.73%	26.01%	28.91%
净利润(百万元)	244	236	275	356	464
(+/-)YoY(%)	6.58%	-3.21%	16.36%	29.62%	30.32%
全面摊薄EPS(元)	0.84	0.82	0.95	1.23	1.60
毛利率(%)	68.61%	70.63%	70.25%	70.73%	70.13%
净资产收益率(%)	22.82%	19.46%	14.20%	13.07%	15.35%

资料来源:公司年报(2015-2016),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 可比公司估值表

公司名称	代码	总市值	收盘价	净利润 (百万元)			市盈率 (X)		
				2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
拉夏贝尔	603157.SH	9,325	22.44	532	559	603	18	17	15
歌力思	603808.SH	8,271	24.52	198	281	378	42	29	22
朗姿股份	002612.SZ	5,600	14.00	164	204	243	34	27	23
维格娜丝	603518.SH	3,636	23.89	100	185	243	36	20	15
日播时尚	603196.SH	3,214	13.39	76	81	92	42	40	35
均值							34	27	22
安正时尚	603839.SH	7,079	24.49	236	275	356	30	26	20

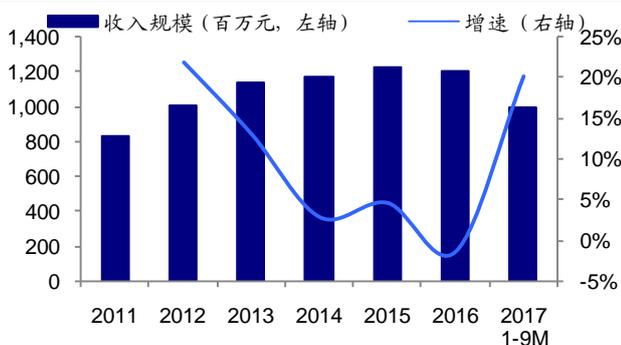
资料来源: Wind, 海通证券研究所; 收盘价为 2017/10/30; 注: 歌力思、安正时尚为海通预测, 其余为一致预期。

表 2 主要收入、毛利假设

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	1,225	1,206	1,456	1,835	2,365
-主营业务收入	1,223	1,206	1,456	1,835	2,365
收入按品牌分					
-玖姿	815	847	912	1,013	1,167
-尹默	152	193	302	422	559
-安正	36	55	82	106	138
-摩萨克	24	31	43	64	103
-斐娜晨	12	53	96	201	362
-其他品牌	183	27	22	28	37
毛利率	68.6%	70.6%	70.3%	70.7%	70.1%
品牌毛利率					
-玖姿	68.0%	68.2%	68.0%	68.0%	68.0%
-尹默	82.2%	80.8%	78.8%	75.3%	73.3%
-安正	76.6%	69.2%	69.5%	69.5%	69.5%
-摩萨克	72.4%	73.6%	68.8%	68.8%	68.8%
-斐娜晨	77.7%	80.6%	81.3%	76.3%	72.8%
-其他品牌	68.0%	68.2%	68.0%	68.0%	68.0%

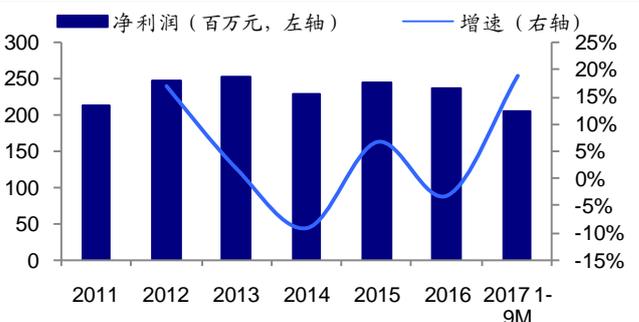
资料来源: 招股说明书, 2016 年年报, 海通证券研究所

图 1 收入规模及增速



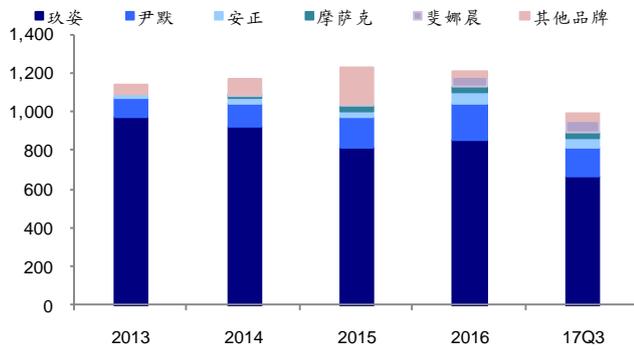
资料来源: 招股说明书, 2017 三季度报, 海通证券研究所

图 2 净利润规模及增速



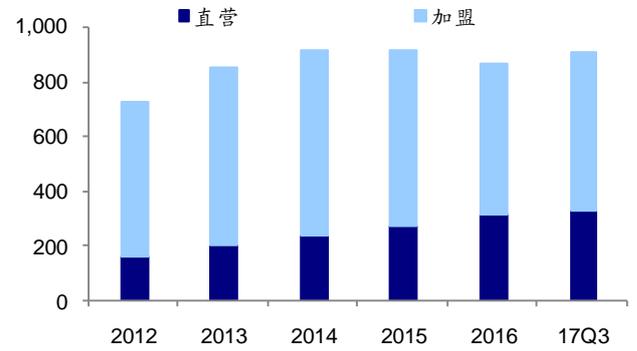
资料来源: 招股说明书, 2017 三季度报, 海通证券研究所

图3 收入按品牌分



资料来源: 招股说明书, 2017 三季报, 海通证券研究所

图4 公司门店渠道分布 (家)



资料来源: 招股说明书, 2017 三季报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标 (元)					营业总收入	1206	1456	1835	2365
每股收益	0.82	0.95	1.23	1.60	营业成本	354	433	537	706
每股净资产	6.00	8.95	9.89	11.02	毛利率%	70.63%	70.25%	70.73%	70.13%
每股经营现金流	1.59	1.46	1.86	2.46	营业税金及附加	20	24	30	39
每股股利	0.400	0.285	0.369	0.481	营业税金率%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%
价值评估 (倍)					营业费用	347	444	578	745
P/E	29.38	25.25	19.48	14.95	营业费用率%	28.78%	30.48%	31.48%	31.48%
P/B	5.41	2.68	2.42	2.18	管理费用	166	197	264	331
P/S	5.75	4.76	3.78	2.93	管理费用率%	13.75%	13.54%	14.39%	14.01%
EV/EBITDA	17.09	13.64	11.54	9.04	EBIT	319	358	426	544
股息率 (%)	1.67%	1.19%	1.54%	2.01%	财务费用	5	-22	-54	-71
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.42%	-1.52%	-2.93%	-2.99%
毛利率	70.63%	70.25%	70.73%	70.13%	资产减值损失	61	66	69	77
净利润率	19.57%	18.86%	19.40%	19.61%	投资收益	8	0	0	0
净资产收益率	19.46%	14.20%	13.07%	15.35%	营业利润	262	315	410	537
资产回报率	21.98%	24.90%	32.21%	48.27%	营业外收支	9	9	9	9
投资回报率	21.98%	24.90%	32.21%	48.27%	利润总额	271	323	419	546
盈利增长 (%)					EBITDA	390	488	577	736
营业收入增长率	-1.53%	20.73%	26.01%	28.91%	所得税	34	48	63	82
EBIT 增长率	-2.76%	12.20%	18.99%	27.68%	有效所得税率%	12.74%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润增长率	-3.21%	16.36%	29.62%	30.32%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	236	275	356	464
资产负债率	28.1%	18.1%	18.8%	20.3%	扣除非经常性损益净利润	229	267	349	457
流动比率	2.30	5.11	5.10	4.91	资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
速动比率	1.33	4.23	4.33	4.23	货币资金	110	1520	1927	2451
现金比率	0.28	3.28	3.47	3.48	应收款项	93	112	142	182
经营效率指标					存货	381	407	432	474
应收帐款周转天数	31.32	32.86	19.65	25.00	其它流动资产	322	327	334	345
存货周转天数	404.14	331.84	285.19	234.15	流动资产合计	905	2366	2835	3452
总资产周转率	0.71	0.59	0.55	0.63	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.32	2.86	4.40	8.01	固定资产	544	462	361	221
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	在建工程	46	45	49	51
净利润	236	275	356	464	无形资产	74	68	63	57
折旧摊销	71	130	151	192	非流动资产合计	880	792	689	545
营运资金变动	-28	-47	-39	-22	资产总计	1785	3158	3524	3997
经营活动现金流	339	423	538	711	短期借款	66	66	66	66
固定资产投资	67	11	11	11	应付账款	122	149	185	243
无形资产投资	0	-1	-1	-1	预收账款	35	42	53	68
资本支出	67	10	10	10	其它流动负债	171	206	252	326
投资活动现金流	-187	-42	-48	-48	流动负债合计	394	463	555	703
债务变化	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
股票发行	0	1115	0	0	其它长期负债	109	109	109	109
融资活动现金流	-88	1029	-82	-139	非流动负债合计	109	109	109	109
现金净流量	65	1410	407	524	负债总计	502	572	664	812
公司自由现金流	126	-998	89	138	实收资本	214	289	289	289
股权自由现金流	179	-928	163	220	普通股股东权益	1283	2586	2860	3185
					少数股东权益	0	0	0	0
					负债和所有者权益合计	1785	3158	3524	3997

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 30 日
资料来源: 公司年报 (2016E), 海通证券研究所

信息披露 分析师声明

于旭辉 纺织服装行业
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： 美盛文化,探路者,歌力思,奥康国际,华孚时尚,朗姿股份,新澳股份,安正时尚,罗莱生活,安奈儿,孚日股份,伟星股份,浔兴股份,天创时尚,嘉欣丝绸,搜于特,兴业科技,开润股份,三夫户外,延江股份,七匹狼,富安娜,际华集团,新野纺织,华斯股份,森马服饰,申达股份,跨境通,联发股份,瑞贝卡

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%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。