

低估值高增长白马股，三季度业绩增速进一步加快

核心观点

- 公司前三季度营收和净利润分别增长 **39.04%**和 **41.95%**。第三季度单季营收和净利润分别增长 37.79%和 61.91%。公司前三季度实现每股收益 0.51 元。
- **第三季度营收增速较第二季度明显加快**。公司第二季度主动调整了门店结构，加之爱居兔和圣凯诺去年的基数较高，营收仅增长 10.95%，公司第三季度预计净开店明显增加，同时，公司从 14 年开始对类直营加盟商的分成比例进行了调整，达到设定回报前给予较高的分成比例，达到之后给予较低的分成比例，在降低加盟商开店风险的同时，也使得收益和风险更加对等，我们预计分成比例的调整也进一步带动了公司收入的增长。
- **公司第三季度净利润增速高于营收增速**。虽然公司毛利率第三季度单季较去年同期下降 3.19 个百分点，我们预计是由于高毛利率圣凯诺职业装收入占比下降所致，但同时圣凯诺销售费用率较高，收入占比下降也使得公司第三季度销售费用率大幅下降 4.18 个百分点，完全抵消了毛利率的负面影响。
- **我们看好公司四季度及全年业绩增长**。首先，公司在 9 月份推出了全新的秋冬单品致+系列，牛津纺衬衫、摇粒绒、羊绒衫，品质出色的同时，价格较同类等质产品更低，其次，四季度是公司传统旺季，今年超薄羽绒服有望继续旺销，第三，14 年公司双十一实现销售 9188 万，同比增长 2474%，今年上半年电商收入 2.09 亿，同比增长 95.59%，继续保持高增长，今年双十一值得期待，第四，公司供应链管理不断加强，近期公告投资 12.84 亿建设智能化物流仓库，为未来的发展提供了重要的仓储物流保障。
- **公司员工持股计划 8 月底完成购买**。公司员工持股计划总金额 4.5 亿，2 倍杠杆，成交均价 15.20 元/股，参与计划共计 404 人基本覆盖公司高管和中层管理人员，我们认为将充分调动参与对象的积极性，促进公司发展。

财务预测与投资建议

- 我们预计公司 15-17 年每股收益分别为 0.69、0.88 元和 1.09 元，参考可比公司平均估值，给予公司 15 年 29 倍 PE，目标价 20.01 元，维持买入评级。

风险提示

- 国内经济下滑的风险，终端库存积压的风险。

公司主要财务信息					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	1,365	12,338	16,279	20,786	25,352
同比增长	-0.2%	803.6%	31.9%	27.7%	22.0%
营业利润 (百万元)	183	3,126	4,114	5,286	6,540
同比增长	30.6%	1609.8%	31.6%	28.5%	23.7%
归属母公司净利润 (百万元)	142	2,375	3,082	3,961	4,900
同比增长	35.6%	1575.5%	29.8%	28.5%	23.7%
每股收益 (元)	0.03	0.53	0.69	0.88	1.09
毛利率	43.6%	39.9%	39.3%	39.2%	39.2%
净利率	10.4%	19.2%	18.9%	19.1%	19.3%
净资产收益率	6.7%	51.6%	39.9%	42.5%	43.5%
市盈率 (倍)	473.8	28.3	21.8	17.0	13.7
市净率 (倍)	31.1	9.5	8.0	6.6	5.5

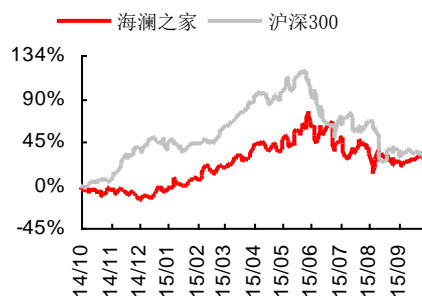
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2015 年 10 月 19 日)	14.95 元
目标价格	20.01 元
52 周最高价/最低价	19.96/9.67 元
总股本/流通 A 股 (万股)	449,276/153,122
A 股市值 (百万元)	67,167
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2015 年 10 月 20 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	1.4	7.5	-6.7	28.6
相对表现 (%)	-1.1	-1.2	8.1	-16.2
沪深 300 (%)	2.5	8.7	-14.9	44.7



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 康韩杰

021-63325888*6119
mihanjie@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512030002
施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

相关报告

业绩保持快速增长，单店效益不断提升 2015-08-12
穿越牛熊市的稀缺标的，近期拟推员工持股计划 2015-07-12
2014 年业绩逆势成长，2015 年有望再创佳绩 2015-03-04

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,589	7,086	6,435	8,557	11,006	营业收入	1,365	12,338	16,279	20,786	25,352
应收账款	78	493	651	831	1,013	营业成本	770	7,417	9,886	12,644	15,418
预付账款	12	582	768	980	1,196	营业税金及附加	20	61	81	104	127
存货	549	6,086	8,106	10,368	12,643	营业费用	205	991	1,262	1,559	1,838
其他	53	124	88	112	137	管理费用	202	781	977	1,237	1,496
流动资产合计	2,282	14,371	16,048	20,848	25,994	财务费用	(17)	(87)	(68)	(75)	(98)
长期股权投资	10	0	0	0	0	资产减值损失	7	50	27	31	31
固定资产	645	2,454	2,658	2,863	3,067	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1	324	324	324	324	投资净收益	5	1	0	0	0
无形资产	38	349	337	326	314	其他	0	0	0	0	0
其他	338	1,032	596	596	596	营业利润	183	3,126	4,114	5,286	6,540
非流动资产合计	1,032	4,159	3,916	4,109	4,301	营业外收入	2	190	0	0	0
资产总计	3,314	18,530	19,964	24,957	30,296	营业外支出	10	89	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	175	3,227	4,114	5,286	6,540
应付账款	99	4,737	6,327	8,092	9,868	所得税	28	848	1,028	1,321	1,635
其他	997	3,889	5,154	6,586	8,032	净利润	147	2,379	3,085	3,964	4,905
流动负债合计	1,096	8,626	11,481	14,679	17,900	少数股东损益	5	4	3	4	5
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	142	2,375	3,082	3,961	4,900
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.03	0.53	0.69	0.88	1.09
其他	1	2,800	0	0	0						
非流动负债合计	1	2,800	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	1,098	11,426	11,481	14,679	17,900		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	58	64	67	71	76	成长能力					
股本	647	4,493	4,493	4,493	4,493	营业收入	-0.2%	803.6%	31.9%	27.7%	22.0%
资本公积	432	2,017	2,017	2,017	2,017	营业利润	30.6%	1609.8%	31.6%	28.5%	23.7%
留存收益	1,080	3,855	5,230	7,022	9,135	归属于母公司净利润	35.6%	1575.5%	29.8%	28.5%	23.7%
其他	0	(3,325)	(3,325)	(3,325)	(3,325)	获利能力					
股东权益合计	2,217	7,104	8,483	10,278	12,396	毛利率	43.6%	39.9%	39.3%	39.2%	39.2%
负债和股东权益	3,314	18,530	19,964	24,957	30,296	净利率	10.4%	19.2%	18.9%	19.1%	19.3%
						ROE	6.7%	51.6%	39.9%	42.5%	43.5%
						ROIC	6.5%	48.1%	38.9%	41.7%	42.6%
						偿债能力					
						资产负债率	33.1%	61.7%	57.5%	58.8%	59.1%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.08	1.67	1.40	1.42	1.45
						速动比率	1.58	0.95	0.69	0.71	0.74
						营运能力					
						应收账款周转率	15.8	41.2	27.0	26.6	26.1
						存货周转率	1.5	2.2	1.4	1.4	1.3
						总资产周转率	0.4	1.1	0.8	0.9	0.9
						每股指标(元)					
						每股收益	0.03	0.53	0.69	0.88	1.09
						每股经营现金流	0.10	0.43	0.82	0.94	1.14
						每股净资产	0.48	1.57	1.87	2.27	2.74
						估值比率					
						市盈率	473.8	28.3	21.8	17.0	13.7
						市净率	31.1	9.5	8.0	6.6	5.5
						EV/EBITDA	249.6	19.8	15.4	11.8	9.5
						EV/EBIT	357.3	19.6	14.7	11.4	9.2

资料来源：东方证券研究所

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn