

投资评级 优于大市 维持

20Q3 净利润同增 36%，领跑行业快速成长

股票数据

10月20日收盘价(元)	18.21
52周股价波动(元)	11.82-27.45
总股本/流通A股(百万股)	524/341
总市值/流通市值(百万元)	9543/6215

相关研究

《积极布局新零售显成效，2019 净利润同增 40%+》2020.02.26

《2019Q1-Q3 归母净利润同比增 51%》2019.10.21

《净利润持续高增长，入富时罗素国际认可度将提升》2019.08.26

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	18.6	11.0	-1.0
相对涨幅 (%)	17.4	8.6	-3.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:梁希

Tel:(021)23219407

Email:lx11040@htsec.com

证书:S0850516070002

分析师:盛开

Tel:(021)23154510

Email:sk11787@htsec.com

证书:S0850519100002

投资要点:

- **20Q3 归母净利润同增 36.4%**。20Q3 公司收入 6.1 亿元，同比增 27.7%，归母净利润 1.9 亿元，同比增 36.4%，毛利率 69.9%，同比提升 1.0pct，销售费用率 23.9%，同比下降 0.5pct，管理费用率 5.2%，同比下降 2.4pct，净利率 30.7%，同比提升 2.0pct，经营性活动现金净额 2 亿元，同比增 193.6%。
- **连续两个季度正增长，率先进入成长轨道**。单 2 季度公司收入增速为 7%，较早从疫情的负面影响中脱离，单 3 季度收入增速为 28%，开始进入成长轨道，我们认为公司的品牌知名度提升、产品带拓宽、维持高水准的销售服务是基础，天气渐冷需求增加，行业景气度改善加强增长动力。
- **高净值消费沉淀国内，优质品牌龙头效应显**。由于海外疫情仍不稳定，跨国旅游及消费减少，国内经济内循环理念提升，高净值人群消费集中于国内，这部分对产品品质要求极高的消费者，追求低调、品质、高档的产品，同时对价格敏感度低，从毛利率水平看，单 3 季度毛利率同比提升 1.0pct 至 69.9%，我们认为与终端折扣修复，以及公司提早布局供应链订单有关。
- **抢滩圈地，持续扩大市场份额**。在弱市背景下，部分品牌逐渐退出市场，有品牌力的公司获得了低成本进入优质商圈的绝佳机会，20H1 公司店铺数 909 家，较年初净增 15 家，我们预计公司 2020 年净开店数量超 50 家，2021 年公司将加快开店速度，开店数量或达 150 家，抢滩优质渠道，充分储备渠道资源。
- **盈利预测与估值**。考虑到公司新零售战略多面开花，品牌知名度持续提升，快速从疫情负面影响中修复，但疫情仍对 2020 年初期业绩造成影响，我们调整公司 2020/2021 年收入为 19.5/24.8 亿元，同比增 6.9%/26.8%，归母净利润 4.63/5.61 亿元，同比增 14.0%/21.1%。由于公司表现出领先行业的修复能力，而公司现股价对应 2020 年 PE 估值 21X，远低于行业平均 51X，我们调高 2020 年 PE 估值至 25-30 倍，给予合理价值区间 22.10-26.52 元/股，维持“优于大市”评级。
- **风险提示**。零售终端疲软，新产品系列销售不如预期，店铺提升放缓。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1476	1826	1952	2475	3100
(+/-)YoY(%)	40.0%	23.7%	6.9%	26.8%	25.2%
净利润(百万元)	292	407	463	561	715
(+/-)YoY(%)	62.2%	39.1%	14.0%	21.1%	27.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.56	0.78	0.88	1.07	1.36
毛利率(%)	63.3%	67.8%	70.7%	70.4%	69.3%
净资产收益率(%)	17.9%	20.8%	19.0%	20.3%	22.7%

资料来源：公司年报（2018-2019），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 市盈率相对估值比较

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润 (百万元)				市盈率 (X)			
				2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E
九牧王	601566.SH	71	12.41	534	370	249	337	14	20	30	22
安踏体育	02020.HK	2411	85.20	4,103	5,344	5,257	7,631	56	43	44	30
Lululemon	LULU.US	438	336.46	484	646	546	837	90	68	80	52
均值								53	44	51	35
比音勒芬	002832.SZ	95	18.21	292	407	463	561	33	23	21	17

资料来源：安踏体育，九牧王，Lululemon 为 WIND 一致预期，比音勒芬为海通预测；A 股货币单位为元，其余个股为当地货币；境内、境外收盘价为 2020/10/20，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	1826	1952	2475	3100
每股收益	0.78	0.88	1.07	1.36	营业成本	588	573	732	951
每股净资产	3.73	4.65	5.28	6.02	毛利率%	67.8%	70.7%	70.4%	69.3%
每股经营现金流	0.64	0.65	0.72	0.82	营业税金及附加	17	18	22	28
每股股利	1.00	0.44	0.54	0.68	营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	548	533	705	883
P/E	23.26	20.42	16.86	13.23	营业费用率%	30.0%	27.3%	28.5%	28.5%
P/B	4.83	3.89	3.42	3.00	管理费用	136	137	198	248
P/S	3.05	4.85	3.82	3.05	管理费用率%	7.4%	7.0%	8.0%	8.0%
EV/EBITDA	13.92	13.54	11.53	9.54	EBIT	478	632	737	886
股息率%	5.5%	2.4%	3.0%	3.8%	财务费用	-6	69	68	68
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.3%	3.5%	2.8%	2.2%
毛利率	67.8%	70.7%	70.4%	69.3%	资产减值损失	-29	-38	-34	-9
净利润率	22.3%	23.7%	22.7%	23.1%	投资收益	17	20	25	31
净资产收益率	20.8%	19.0%	20.3%	22.7%	营业利润	473	544	659	840
资产回报率	16.1%	16.1%	17.1%	18.9%	营业外收支	-1	1	1	1
投资回报率	21.1%	22.0%	22.6%	23.9%	利润总额	472	545	660	841
盈利增长 (%)					EBITDA	541	640	746	896
营业收入增长率	23.7%	6.9%	26.8%	25.2%	所得税	65	82	99	126
EBIT 增长率	46.2%	32.1%	16.6%	20.3%	有效所得税率%	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	39.1%	14.0%	21.1%	27.5%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	407	463	561	715
资产负债率	22.4%	15.2%	15.9%	16.6%	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
流动比率	3.55	5.44	5.14	4.86	货币资金	475	799	862	913
速动比率	2.13	3.69	3.30	2.90	应收账款及应收票据	141	160	203	255
现金比率	0.89	1.98	1.77	1.53	存货	674	620	793	1029
经营效率指标					其它流动资产	608	613	652	703
应收帐款周转天数	28.16	30.00	30.00	30.00	流动资产合计	1899	2193	2510	2899
存货周转天数	418.42	395.00	395.00	395.00	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	0.72	0.68	0.75	0.82	固定资产	219	265	341	427
固定资产周转率	8.33	7.38	7.25	7.27	在建工程	18	38	58	78
					无形资产	114	116	118	120
					非流动资产合计	626	679	778	885
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	2524	2872	3288	3785
净利润	407	463	561	715	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	155	78	100	130
非现金支出	96	46	43	19	预收账款	155	128	163	204
非经营收益	-45	-25	-26	-32	其它流动负债	224	196	225	262
营运资金变动	-124	-141	-199	-271	流动负债合计	535	403	488	596
经营活动现金流	333	343	379	431	长期借款	0	0	0	0
资产	-226	-44	-60	-54	其它长期负债	31	34	34	34
投资	-89	0	0	0	非流动负债合计	31	34	34	34
其他	6	41	25	31	负债总计	566	437	522	630
投资活动现金流	-309	-3	-35	-23	实收资本	308	524	524	524
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1957	2435	2766	3154
股权募资	0	216	0	0	少数股东权益	1	1	1	1
其他	-82	-232	-281	-358	负债和所有者权益合计	2524	2872	3288	3785
融资活动现金流	-82	-16	-281	-358					
现金净流量	-58	323	63	51					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 20 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

梁希 纺织服装行业
盛开 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：歌力思,安正时尚,罗莱生活,伟星股份,地素时尚,滔搏,开润股份,宝胜国际,七匹狼,若羽臣,台华新材,太平鸟,健盛集团,森马服饰,跨境通,安踏体育,比音勒芬,海澜之家

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%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经营范围包括证券投资咨询业务。