

安奈儿 (002875)

服装家纺/纺织服装

发布时间: 2019-08-22

证券研究报告 / 公司点评报告

**增持**

上次评级: 增持

## 直营驱动收入增长, 清货致利润受损

### 报告摘要:

**事件:** 安奈儿发布 2019 年半年报, 2019H1 收入/归母净利润/扣费归母净利润分别为 6.55 亿元、0.56 亿元、0.49 亿元, 同比 15.22%/1.62%/-2.16%; 2019Q2 收入/归母净利润/扣费归母净利润分别为 2.97 亿元、0.09 亿元、0.05 亿元, 同比 12.35%/-51.46%/-66.81%。

### 点评:

**分渠道看, 线上继续高增长, 线下保持稳健增长。**2019H1 线上收入 4.25 亿元, 同比增长 7.63%; 线上收入 2.29 亿元, 同比增长 33.49%。**直营与加盟继续分化,**2019H1 线下直营收入同比增长 9.48%, 线下加盟收入同比下滑 3.55%; 线上直营同比增长 44.24%, 线上加盟同比下滑 15.78%。**渠道调整继续, 新开店店均面积提升, 主要在购物中心。**2019H1 线下直营渠道净增门店 60 家, 线下加盟渠道净减少 34 家, 门店总数达到 1459 家, 净增 26 家。2019H1 直营渠道新开 105 家, 主要为购物中心店, 目前购物中心店数量达到 305 家, 占直营比重达到 29.05%。2019H1 新开店店均面积达到 86.3 平米, 显著高于关店店均面积 (53.5 平米)。

**受益 95/90 后育儿, 小童装表现亮眼。**2019H1 小童装收入 1.33 亿, 同比增长 45.03%; 大童装收入 5.21 亿, 同比增长 9.76%。

**毛利率下降, 净利率下滑, 运营效率略降。**2019H1 毛利率为 54.70%, 同比下滑 2.49pct, 净利率为 8.6%, 同比下滑 1.15pct, 主要系公司加大清理存货力度的影响。期间费用率为 44.87%, 同比提升 0.21pct, 销售费用率及管理费用+研发费用率与上年同期基本持平。2019H1 存货周转天数为 250 天, 同比增加 6 天, 达到历史最高水平, 尚未改善; 应收账款周转天数基本持平。

**盈利预测:** 公司利润低于我们预期, 下调利润业绩预测。预计公司 2019-2020 年收入同比增长 23.9%、22.2%, 利润同比增长 15.47%、20.73%, 目前股价对应公司 2019 年 PE 为 24.1X, 维持增持评级。

**风险提示:** 行业竞争加剧、渠道改善不及预期

### 股票数据

2019/8/20

6 个月目标价 (元)	18.25
收盘价 (元)	17.62
12 个月股价区间 (元)	12.01 ~ 25.96
总市值 (百万元)	2,321
总股本 (百万股)	132
A 股 (百万股)	132
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	-5%	-2%	8%
相对收益	-5%	-7%	-8%

### 相关报告

- 《线下渠道稳健调整有成效, 线上继续高速增长, 看好公司成长》--20190328
- 《线下渠道调整稳健增长, 线上保持快速增长》--20180903
- 《比音勒芬 (002832): 不一样的比音勒芬》--20190531
- 《比音勒芬 (002832): 业绩超预期, 店效提升&双品牌驱动成长》--20190423

### 证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001

### 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)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,031	1,213	1,502	1,836	2,212
(+/-)%	12.07%	17.56%	23.90%	22.20%	20.50%
归属母公司净利润	69	83	96	116	149
(+/-)%	-12.95%	21.08%	15.47%	20.73%	27.87%
每股收益 (元)	0.52	0.63	0.73	0.88	1.13
市盈率	51.14	22.64	24.10	19.97	15.61
市净率	4.44	2.19	2.43	2.16	1.90
净资产收益率 (%)	8.68%	9.69%	10.07%	10.84%	12.17%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	102	132	132	132	132

**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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	481	611	725	857	净利润	83	96	116	149
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	20	11	18	22
应收款项	69	86	105	127	折旧及摊销	24	0	0	0
存货	428	404	481	560	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	67	67	73	80	财务费用	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>1,045</b>	<b>1,169</b>	<b>1,385</b>	<b>1,623</b>	投资损失	-3	-3	-3	-3
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-73	23	-21	-39
长期投资净额	0	0	0	0	其他	-7	0	0	0
固定资产	148	148	148	148	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>45</b>	<b>128</b>	<b>111</b>	<b>129</b>
无形资产	7	7	7	7	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-10</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
商誉	0	0	0	0	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-24</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>192</b>	<b>192</b>	<b>192</b>	<b>192</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>133</b>	<b>58</b>	<b>118</b>	<b>165</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,237</b>	<b>1,361</b>	<b>1,576</b>	<b>1,815</b>					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	240	230	295	343	每股指标				
预收款项	8	11	13	16	每股收益 (元)	0.63	0.73	0.88	1.13
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	6.53	7.26	8.14	9.27
<b>流动负债合计</b>	<b>376</b>	<b>404</b>	<b>503</b>	<b>593</b>	每股经营性现金流量 (元)	0.34	0.97	0.84	0.98
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	17.56%	23.90%	22.20%	20.50%
<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	21.08%	15.47%	20.73%	27.87%
<b>负债合计</b>	<b>376</b>	<b>404</b>	<b>504</b>	<b>594</b>	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	860	957	1,073	1,221	毛利率	55.25%	55.35%	55.50%	56.00%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	6.88%	6.41%	6.33%	6.72%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,237</b>	<b>1,361</b>	<b>1,576</b>	<b>1,815</b>	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	20.78	20.99	20.92	20.94
					存货周转率 (次)	243.77	220.00	215.00	210.00
					偿债能力指标				
					资产负债率	30.44%	29.71%	31.95%	32.70%
					流动比率	2.78	2.90	2.75	2.74
					速动比率	1.64	1.88	1.79	1.78
					费用率指标				
					销售费用率	40.44%	40.54%	40.50%	40.52%
					管理费用率	4.65%	4.64%	4.64%	4.64%
					财务费用率	-1.00%	-0.91%	-0.91%	-0.89%
					分红指标				
					分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	22.64	24.10	19.97	15.61
					P/B (倍)	2.19	2.43	2.16	1.90
					P/S (倍)	1.92	1.55	1.27	1.05
					净资产收益率	9.69%	10.07%	10.84%	12.17%

资料来源：东北证券

**分析师简介:**

李 强: 现为东北证券食品饮料行业首席分析师, 西南财经大学金融学硕士。7年买方研究经验。

褚洪亮: 中国科学院大学理学硕士, 武汉大学工学金融学双学士, 现为东北证券纺织服装行业研究员

**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
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
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	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
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
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn