

投资评级 优于大市 维持

发布回购公告，彰显长期发展信心

股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 01月11日收盘价(元) | 31.48 |
| 52周股价波动(元) | 25.51-76.57 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 181/79 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 5709/2487 |

相关研究

《18H1收入、净利润持续双高增》2018.08.20
 《业绩预告18H1收入、净利润继续双高增》
 2018.08.01
 《深耕“运动+休闲”领域的高尔夫服饰行业龙头》2018.05.21

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|-----|-----|
| 绝对涨幅(%) | -2.4 | 1.3 | 8.6 |
| 相对涨幅(%) | -0.3 | 3.6 | 9.5 |

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- 公司发布回购公告，拟回购 5000 万~1 亿元，价格不超过 42 元/股，预计占总股本比例 1.31%。回购股票预计用于员工持股或股权激励，若未能在回购完成后 36 个月实施上述用途，回购股份应予以注销。
- **主业持续保持活力。**公司产品定位于高尔夫运动与时尚休闲生活相结合的细分市场，产品分为生活系列、时尚系列和高尔夫系列。通过对市场流行趋势的精准把握，以及对面料技术的不断研发，公司掌握了一批有消费实力、且对时尚有需求的中高端客户。这部分消费观念较强的消费者，保证了公司销售额的持续提升。
- **扎实展店展现单店实力。**2018 年 6 月底公司店铺数 685 家，较年初净增 33 家。我们预计，全年有望近 60 家新增店铺。由于单店盈利能力强、品牌知名度提升快，2018 年扩店速度好于行业平均水平。我们认为 2019 年，主品牌仍将在单店销售和新增店铺数上继续推进，保证主品牌盈利的高速增长。
- **新品牌空间广阔。**公司在成功抢占高尔夫服饰细分市场之后再度发力，积极推动高端化与细分化的市场布局，瞄准旅行服饰市场，推出全球首个度假旅游系列品牌——CARNAVAL DE VENISE。通过满足多个场景需求，极大扩展受众人群，并立志成为国内外首家以度假旅游为主题的第一联想服饰品牌，我们认为百亿度假旅游服饰市场将成为公司业绩持续高增的新引擎。
- **盈利预测与估值。**我们预计 18、19 年公司净利润分别为 2.63、3.58 亿元，对应市盈率 22X、16X，给予公司 2018 年 35-40X PE，对应合理价值区间 50.75~58.00 元，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，店销提升放缓。

分析师:梁希

Tel:(021)23219407

Email:lx11040@htsec.com

证书:S0850516070002

主要财务数据及预测

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 842.01 | 1054.43 | 1424.69 | 1872.65 | 2383.78 |
| (+/-)YoY(%) | 11.73% | 25.23% | 35.12% | 31.44% | 27.29% |
| 净利润(百万元) | 132.60 | 180.22 | 262.56 | 357.72 | 463.99 |
| (+/-)YoY(%) | 7.64% | 35.92% | 45.68% | 36.25% | 29.71% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.73 | 0.99 | 1.45 | 1.97 | 2.56 |
| 毛利率(%) | 62.28% | 65.40% | 64.48% | 64.97% | 65.44% |
| 净资产收益率(%) | 14.64% | 13.22% | 17.27% | 20.74% | 50.13% |

资料来源：公司年报（2016-2017），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) | | | |
|------------|-----------|-------------|-------------|-------------|------|-------|-------|----------|-----------|-----------|-----------|
| | | | | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
| 报喜鸟 | 002154.SZ | 39.8 | 3.16 | -387 | 26 | 150 | 177 | -10 | 153 | 27 | 22 |
| 探路者 | 300005.SZ | 31.0 | 3.48 | 166 | -85 | 62 | 82 | 19 | -37 | 50 | 38 |
| 平均值 | | | | | | | | 4 | 58 | 38 | 30 |
| 比音勒芬 | 002832.SZ | 57.1 | 31.48 | 133 | 180 | 263 | 358 | 43 | 32 | 22 | 16 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所; 收盘价取 2019/01/11 数据, 比音勒芬为海通预测, 其余均为一致预期。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 利润表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 1054.43 | 1424.69 | 1872.65 | 2383.78 |
| 每股收益 | 0.99 | 1.45 | 1.97 | 2.56 | 营业成本 | 364.79 | 506.03 | 655.95 | 823.79 |
| 每股净资产 | 7.96 | 8.82 | 10.21 | 11.98 | 毛利率% | 65.40% | 64.48% | 64.97% | 65.44% |
| 每股经营现金流 | 0.70 | 0.92 | 1.99 | 2.57 | 营业税金及附加 | 11.49 | 15.52 | 20.40 | 25.97 |
| 每股股利 | 1.00 | 0.58 | 0.79 | 1.02 | 营业税金率% | 1.09% | 1.09% | 1.09% | 1.09% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 343.58 | 445.93 | 580.52 | 738.97 |
| P/E | 31.67 | 21.74 | 15.96 | 12.30 | 营业费用率% | 32.58% | 31.30% | 31.00% | 31.00% |
| P/B | 3.92 | 3.53 | 3.05 | 2.60 | 管理费用 | 118.45 | 135.35 | 172.28 | 219.31 |
| P/S | 5.36 | 3.96 | 3.02 | 2.37 | 管理费用率% | 11.23% | 9.50% | 9.20% | 9.20% |
| EV/EBITDA | 21.31 | 15.71 | 11.47 | 8.82 | EBIT | 216.13 | 321.87 | 443.49 | 575.74 |
| 股息率 (%) | 3.2% | 1.8% | 2.5% | 3.3% | 财务费用 | -9.90 | -19.67 | -21.27 | -25.52 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | -0.94% | -1.38% | -1.14% | -1.07% |
| 毛利率 | 65.40% | 64.48% | 64.97% | 65.44% | 资产减值损失 | 5.17 | 6.34 | 6.93 | 7.64 |
| 净利润率 | 17.09% | 18.43% | 19.10% | 19.46% | 投资收益 | 5.27 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净资产收益率 | 13.22% | 17.27% | 20.74% | 50.13% | 营业利润 | 229.39 | 335.19 | 457.82 | 593.61 |
| 资产回报率 | 30.00% | 29.30% | 34.29% | 40.80% | 营业外收支 | 2.84 | 2.84 | 2.84 | 3.98 |
| 投资回报率 | 30.00% | 29.30% | 34.29% | 40.80% | 利润总额 | 232.23 | 338.03 | 460.66 | 597.59 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 244.30 | 331.40 | 454.02 | 590.06 |
| 营业收入增长率 | 25.23% | 35.12% | 31.44% | 27.29% | 所得税 | 52.01 | 75.70 | 103.16 | 133.83 |
| EBIT 增长率 | 25.72% | 48.92% | 37.79% | 0.00% | 有效所得税率% | 22.39% | 22.39% | 22.39% | 22.39% |
| 净利润增长率 | 35.92% | 45.68% | 36.25% | 29.71% | 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 | 180.22 | 262.56 | 357.72 | 463.99 |
| 资产负债率 | 16.69% | 22.25% | 23.52% | 24.27% | | | | | |
| 流动比率 | 5.21 | 3.77 | 3.52 | 3.41 | 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 速动比率 | 4.00 | 2.71 | 2.59 | 2.57 | 货币资金 | 694.15 | 712.35 | 871.14 | 1102.71 |
| 现金比率 | 2.40 | 1.56 | 1.53 | 1.58 | 应收款项 | 53.71 | 72.57 | 95.39 | 121.43 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 348.85 | 483.93 | 530.42 | 585.03 |
| 应收帐款周转天数 | 17.62 | 16.18 | 16.37 | 18.59 | 其它流动资产 | 408.40 | 455.72 | 507.33 | 565.36 |
| 存货周转天数 | 298.22 | 300.34 | 282.21 | 263.25 | 流动资产合计 | 1505.11 | 1724.56 | 2004.28 | 2374.52 |
| 总资产周转率 | 0.66 | 0.75 | 0.84 | 3.24 | 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产周转率 | 227.81 | 54.84 | 30.38 | 27.59 | 固定资产 | 5.47 | 45.77 | 75.82 | 94.59 |
| | | | | | 在建工程 | 66.38 | 57.83 | 43.70 | 32.22 |
| | | | | | 无形资产 | 108.44 | 178.97 | 249.33 | 319.53 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 226.58 | 331.37 | 416.39 | 493.88 |
| 现金流量表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 资产总计 | 1731.69 | 2055.93 | 2420.66 | 2868.40 |
| 净利润 | 180.22 | 262.56 | 357.72 | 463.99 | 短期借款 | 0.00 | 70.47 | 70.47 | 70.47 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 应付账款 | 29.68 | 41.18 | 53.38 | 67.04 |
| 非现金支出 | 33.34 | 15.88 | 17.46 | 21.96 | 预收账款 | 155.83 | 210.55 | 276.76 | 352.30 |
| 非经营收益 | -9.65 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其它流动负债 | 103.52 | 135.20 | 168.83 | 206.47 |
| 营运资金变动 | -77.41 | -112.22 | -14.57 | -19.47 | 流动负债合计 | 289.04 | 457.40 | 569.43 | 696.27 |
| 经营活动现金流 | 126.50 | 166.21 | 360.62 | 466.48 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产 | -147.26 | -111.81 | -96.81 | -91.81 | 其它长期负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 非流动负债合计 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -225.28 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 负债总计 | 289.04 | 457.40 | 569.43 | 696.27 |
| 投资活动现金流 | -372.54 | -111.81 | -96.81 | -91.81 | 实收资本 | 106.67 | 181.34 | 181.34 | 181.34 |
| 债权募资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 普通股股东权益 | 1442.65 | 1598.54 | 1851.24 | 2172.13 |
| 股权募资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -28.38 | -36.20 | -105.02 | -143.09 | 负债和所有者权益合计 | 1731.69 | 2055.93 | 2420.66 | 2868.40 |
| 融资活动现金流 | -28.38 | -36.20 | -105.02 | -143.09 | | | | | |
| 现金净流量 | -274.42 | 18.20 | 158.79 | 231.58 | | | | | |

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 11 日

资料来源: 公司年报 (2017), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

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：歌力思,新澳股份,安正时尚,罗莱生活,伟星股份,嘉欣丝绸,七匹狼,台华新材,拉夏贝尔,新野纺织,健盛集团,跨境通,比音勒芬,森马服饰,太平鸟,海澜之家,维格娜丝

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的经营经营范围包括证券投资咨询业务。