

## 柏堡龙 (002776) 研究报告

# 时尚生态圈平台依旧稳步推进，控股股东增持彰显公司信心

买入（维持）

2017年5月12日

证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码: S0600515050001

(021) 60199746

dingwt@dwzq.com

研究助理 马莉

(010) 66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 陈腾曦

chentx@dwzq.com.cn

### 事件:

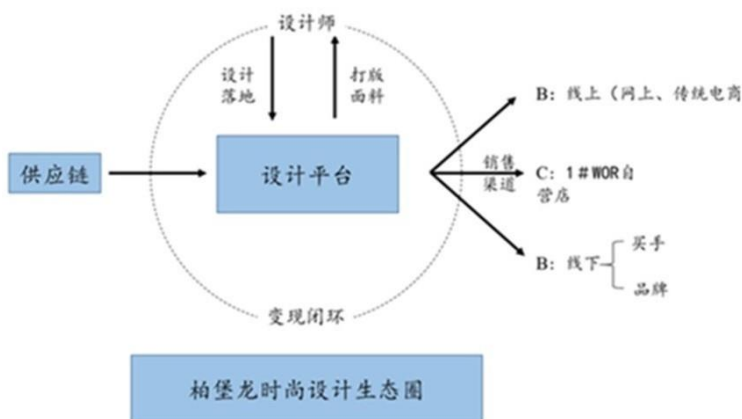
- 公司公告控股股东陈伟雄自 2017 年 5 月 12 日起六个月内，利用自有资金通过法律法规允许的方式（包括但不限于集中竞价和大宗交易等）择机通过二级市场增持公司股份，累计增持比例不超过本公司总股本的 2%。
- 同时陈伟雄先生承诺在增持期间及增持股份完成后 6 个月内不转让所持有的公司股份。

### 我们的观点:

#### ■ 公司的时尚生态圈平台依旧稳步推进

柏堡龙集设计、供应链、销售渠道为一体的时尚设计生态圈对接设计师与渠道及供应链，在解决目前困扰设计师的“打版”、“面料”以及“供应链+销售渠道”三大方面问题的同时，通过自营门店及向时尚买手店等销售渠道销售产品的方式，满足了当下消费者对个性化服装的需求，为设计师实现了变现闭环。目前该平台已经逐步落地，各项工作正有条不紊地推进。

图：柏堡龙时尚设计生态圈



资料来源：东吴证券研究所整理

柏堡龙整体平台在 TO C 端线下门店方面，公司与金华伊卓，男衣邦合作开始 1#WOR 品牌的线下拓展。其中，男衣邦在男装领域拥有较强的运营经验，而金华在轻奢品女装上有 10 几年的整合运营经验。这两个品牌的场地资源非常丰富，能够为公司减少很多的成本。此次公司与其采取 45%-55% 的股权安排方式，将主导权交给合作方，正是看重合作方较强的零售运营能力，公司希望通过这样的激励方式形成一个双赢的局面。

在自营门店方面，公司在北京的国瑞城门店初期日营业额在 1~2 万之间，随着门店的逐渐成熟以及装修、商品结构调整的逐步

### 市场数据

收盘价 (元)	23.75
一年最低价/最高价	37.75/23.75
市净率	2.45
流通 A 股市值 (百万元)	1773

### 基础数据

每股净资产 (元)	8.61
资产负债率 (%)	8.03
总股本 (百万股)	240
流通 A 股 (百万股)	240

### 相关研究

柏堡龙：设立合资公司，时尚平台业务零售端落地加速 2017/4/28

柏堡龙年报点评：原有业务继续稳定发展，时尚设计师平台稳步推进 2017/4/25

完善，未来希望其能够达到每月 80 万（面积 400 平）的销售目标。在整体的渠道扩张上，我们预计 2017 年可开到 80 家左右，其中 800 平以上的规模的旗舰店估计达到 5-8 家左右；到 18 年希望能将渠道增加到 100 家店以上，其中 20-30% 在三四线城市。

在 TOB 端，公司在品牌业务上已经接受了三个品牌研发的意向；同时在买手店业务上通过合伙人介绍过来的买手店也在逐渐增多。

从目前平台整体收入支出来看，公司预计当销售收入达到 3~4 亿时，能够初步达到盈亏平衡。

#### ■ 原有主业上，无缝运动衣依旧运作良好

公司 IPO 募投项目之一将成为 17 年原有主业增长主要动力。公司 IPO 募投项目服装生产线扩建项目中 500 万条标准件全自动吊挂流水生产线及 140 万标准无缝服装生产线将在 17 年正式投产。其中，无缝服装生产省略了面料织造的整道工序、裁剪和缝合工序，直接完成从纱线到成衣的工序。该工序生产的无缝运动衣大受市场欢迎，目前订单反馈较好，我们预计今年该项目有望达到 2 亿的销售规模，为公司提供 30% 左右的业绩增速。

#### ■ 盈利预测与投资建议：

从业绩预测角度，17 年（1）设计生态圈今年预计能够创造 3-4 亿的收入规模，该项业务预计暂不提供利润；（2）公司原有业务由于新开发的无缝纺织技术的销售，公司整体业绩有望在 1.2 亿基础上增长 30%，达到 1.5 亿+；

在 18 年（1）我们预计原有主业继续保持 10% 的增长，贡献 1.7 亿左右净利润；（2）随着整体生态圈业务的放量，新业务有望贡献 8000 万左右利润；因此全年公司整体净利润有望达到 2.5 亿左右，对应目前股价 23 倍。

公司目前股价（23.75 元/股）明显低于定增价（32.20 元/股），其控股股东的增持行动也充分表达了公司对其正在展开的时尚平台业务的充分信心。我们预测公司 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 0.66/1.03/1.22 元，对应当前股价 PE 为 36.0X/23.1X/19.5X。我们认为虽然公司股价下跌较为明显，但是时尚平台依旧稳步进行，控股股东的增持使得目前股价安全边际更为凸显，继续维持“买入”评级。

**风险提示：**新设子品牌销售不达预期，终端零售持续低迷

#### 附录 1：公司现有股权结构

控股股东及实际控制人陈伟雄、陈娜娜及其一致行动人持有公司股份总数为 1.35 亿股，在定增后持股比例为 56.1%，仍为第一大股东。值得注意的是，本次定增于 2016 年 11 月 18 日完成后，瑞华控股通过北信瑞丰与华泰柏瑞产品通道举牌，合计持有上市公司 7.8% 股权，显示了对公司前景的强烈信心。同时新华基金也通过定增持有公司 4.99% 股权。

图：柏堡龙时尚设计生态圈



资料来源：东吴证券研究所整理

附录 2:

金华伊卓贸易有限公司简介

公司主营国际及国内服装品牌代理及品牌服务。曾运营的项目有：意大利著名品牌 120%lino(中国代理)、法国 WELL(中国代理)、意大利 FUZZI(中国代理)、Cavalli Class(中国代理); 诺玛西 (品牌联营)、贝洛安 (品牌联营); CANTO MOTTO (品牌托管)、宝马 Lifestyle (品牌托管); BUCKAROO (品牌运营)、ANDEW (品牌运营)、ANSICH (品牌运营)、ASK (品牌运营)。

公司主管及营运部主要人员代理欧洲丹麦品牌 ONLY 期间,均接受过 BESTSELLER 公司有关领导力及店铺管理的系统培训,具备全面的专业知识及管理能力。公司总经理黄朝晖现任中国服装经销商渠道联盟副会长。公司设有营运、企划、培训、财务、物流等部门,拥有专业的国际贸易、品牌运营以及供应链整合配套服务能力。

同时,公司在二零零九年九月被中华全国商业信息中心、中国商业统计协会、中国百货商业协会、中国纺织报社联合授予“中国百强经销商”。公司在多年的品牌服装经营过程中,建立了中国市场的服装经销网络,与全国多家商场及购物中心有着良好的合作。

## 财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>1884.9</b>	<b>2242.1</b>	<b>2633.0</b>	<b>3167.7</b>	<b>营业收入</b>	<b>654.7</b>	<b>1053.8</b>	<b>1488.7</b>	<b>1677.0</b>
现金	1476.5	1670.6	1891.7	2343.6	营业成本	463.5	763.5	1045.3	1164.4
应收款项	66.5	215.3	296.1	279.0	营业税金及附加	5.5	4.0	4.0	5.0
存货	64.3	194.3	185.8	202.6	销售费用	6.8	69.4	125.7	159.0
其他	258.6	500.0	600.0	650.0	管理费用	37.1	58.8	70.3	70.3
<b>非流动资产</b>	<b>366.5</b>	<b>385.5</b>	<b>374.1</b>	<b>364.5</b>	财务费用	11.0	(44.8)	(51.4)	(65.4)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	4.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	135.7	155.9	148.8	141.6	其他	(0.2)	16.3	3.8	(0.1)
无形资产	126.0	127.0	128.0	129.0	<b>营业利润</b>	<b>135.7</b>	<b>186.6</b>	<b>290.9</b>	<b>343.9</b>
其他	2.3	5.1	2.5	3.3	营业外净收支	0.3	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>2251.4</b>	<b>2627.6</b>	<b>3007.0</b>	<b>3532.3</b>	<b>利润总额</b>	<b>136.0</b>	<b>186.6</b>	<b>290.9</b>	<b>343.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>145.5</b>	<b>282.7</b>	<b>275.4</b>	<b>293.8</b>	所得税费用	68.0	69.0	70.0	71.0
短期借款	80.0	107.0	106.7	97.9	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	23.9	105.9	105.8	129.1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>118.4</b>	<b>158.6</b>	<b>247.3</b>	<b>292.3</b>
其他	511.0	512.0	513.0	514.0	EBIT	147.3	162.1	247.3	283.4
<b>非流动负债</b>	<b>35.2</b>	<b>14.1</b>	<b>18.4</b>	<b>22.6</b>	EBITDA	157.8	195.9	263.5	299.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>180.7</b>	<b>296.7</b>	<b>293.9</b>	<b>316.4</b>	每股收益(元)	0.55	0.66	1.03	1.22
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	8.61	9.69	11.28	13.37
归属母公司股东权益	2070.6	2330.8	2713.1	3215.9	发行在外股份(百万股)	240.5	240.5	240.5	240.5
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2251.4</b>	<b>2627.6</b>	<b>3007.0</b>	<b>3532.3</b>	ROIC(%)	6.0%	5.7%	7.5%	7.3%
					ROE(%)	7.7%	7.2%	9.8%	9.9%
					毛利率(%)	29.2%	27.5%	29.8%	30.6%
					EBIT Margin(%)	22.5%	15.4%	16.6%	16.9%
					销售净利率(%)	18.1%	15.1%	16.6%	17.4%
					资产负债率(%)	8.0%	11.3%	9.8%	9.0%
					收入增长率(%)	7.9%	61.0%	41.3%	12.7%
					净利润增长率(%)	-2.4%	34.0%	55.9%	18.2%
					P/E	48.2	36.0	23.1	19.5
					P/B	2.76	2.45	2.10	1.78
					EV/EBITDA	36.7	29.7	22.1	19.4

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

