

安奈儿(002875.SZ)/纺织服饰

线下稳健增长，渠道结构优化持续

评级：增持（维持）

市场价格：32.40

目标价格：无

分析师：鞠兴海

执业证书编号：S0740516120001

电话：021-20315087

 Email：juxh@r.qizq.com.cn

分析师：邵璟璐

执业证书编号：S00740517040004

电话：021-20315196

 Email：shaojl@r.qizq.com.cn

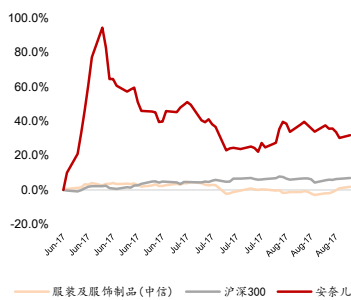
分析师：王雨丝

执业证书编号：S0740517060001

电话：021-20315196

 Email：wangys@r.qizq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	100
流通股本(百万股)	25
市价(元)	32.4
市值(百万元)	3240
流通市值(百万元)	810

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1. 安奈儿简报——砥砺前行中的童装小龙头(2017-05-31)

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	840	920	1023	1137	1283
增长率 yoy%	6.0	9.5	11.2	11.1	12.9
净利润	71	79	87	95	106
增长率 yoy%	-10.2	11.6	9.8	9.7	10.8
每股收益(元)	0.71	0.79	0.87	0.95	1.06
每股净资产	3.81	3.65	7.87	8.35	8.88
净资产收益率	24.8	21.7	15.1	11.8	12.3
P/E	46	41	37	34	31
P/B	8.5	8.9	4.1	3.9	3.7
EV/EBITDA	28	9	9	8	7

备注：收盘价为2017年8月21日

投资要点

- 公司2017H1收入/净利润同增10.65%/10.54%，符合预期。**公司公告2017年中报，收入同增11.65%至4.84亿元、净利润同增10.54%至4445.34万元，扣非后同增6.76%至4251万元。毛利率同降2.3PCTs至58.59%，主要由于电商毛利率下降较多且收入占比提升；期内线上加大去库存力度和折扣、唯品会贡献较多比例，故毛利率下降6.8PCTs。销售费用率同降1.3PCTs至38.91%、管理费用率稳定略增至6.36%。综合使净利率稳中微降0.1PCT至9.2%。
- 渠道结构优化持续推进，购物中心店比例提升。**公司2017H1线下销售同增2.55%，其中加盟企稳回升、直营保持高单位数增长，同店保持高单位数增长。期末公司拥有门店1417家（直营/分销分别为949/468家），较2016年底减少41家。公司2014年开启购物中心渠道布局，截至2017年上半年已拥有130家左右。购物中心店面积更大，单店店效空间有望大幅提升（预计有望达400-500万/年销售额）。同时公司与天虹、华润万家、茂业百货等大型商业集团开展合作，入驻众多中高端百货，预计后续街铺比例将持续收缩。线上增长势头较猛，同增52%至1.22亿、占收入的25%（同比提升6.5PCTs）。三季度截至目前终端销售稳健增长，公司预期2017年1-9月净利润同增5%-15%，
- 产品系列持续延伸，经典IP助力品牌营销。**目前公司大童装在国内童装的市占率为1%，与阿迪达斯并列第二。2012年推出的小童装有望使得公司更加充分受益全面二胎政策带来的需求增长。2017年公司推出童鞋品类，进一步拓宽产品线。同时公司期内与迪士尼签署许可协议，获得旗下《星球大战》与《冰雪奇缘》经典IP形象，并以此为主题举办新品发布会。线上渠道方面，公司以母婴垂直网站为代表，建立了与辣妈帮、妈妈帮、育儿网等主流母婴网站的长期合作。
- 加大去库存力度，存货周转改善。**2017H1公司存货周转天数为214天，较去年同期减少241天，主要得益于公司通过线上唯品会渠道加大去库存力度。应收账款天数稳定略降至20天。
- 盈利预测、估值及投资评级。**公司是国内童装小龙头，大童系列已有一定品牌地位，未来增长点有望来源于渠道结构调整带来的内生增长以及持续外延；小童系列望充分受益政策红利，带来新增长力。维持2017/18/19年净利润预测0.87/0.95/1.06亿元，同增9.8%/9.7%/10.8%，EPS0.87/0.95/1.06元。
- 风险因素。**行业景气度下行，童装整体增速不及预期；公司渠道优化和店效改善不及预期；存货跌价风险。

图表 1: 财务报表

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	2015	2016	2017F	2018F	2019F		2015	2016	2017F	2018F	2019F
营业收入	840	920	1,023	1,137	1,283	货币资金	81	101	535	603	769
营业成本	334	376	418	463	521	存货	231	241	268	304	336
毛利率	60.28%	59.10%	59.16%	59.28%	59.42%	应收账款	48	52	57	64	72
营业税金及附加	9	10	10	11	13	其他流动资产	26	32	34	38	43
营业费用	349	373	413	460	522	流动资产	387	426	895	1,009	1,220
营业费用率	41.53%	40.54%	40.40%	40.50%	40.65%	固定资产	5	166	84	89	48
管理费用	50	57	64	75	87	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	6.00%	6.15%	6.30%	6.60%	6.80%	无形资产	5	5	5	5	5
财务费用	2	4	6	4	4	其他长期资产	162	21	39	-15	-105
财务费用率	0.27%	0.39%	0.54%	0.36%	0.32%	非流动资产	172	193	128	79	-52
投资收益	0	0	0	0	0	资产总计	559	619	1,024	1,088	1,168
营业利润	92	99	110	120	134	短期借款	0	50	0	0	0
营业利润率	10.99%	10.77%	10.71%	10.59%	10.42%	应付账款	111	112	125	139	156
营业外收入	3	8	8	9	9	其他流动负债	103	92	111	115	124
营业外支出	0	2	2	2	2	流动负债	214	254	236	253	280
利润总额	95	106	116	127	141	长期负债	59	0	0	0	0
所得税	24	26	29	32	35	其他长期负债	0	0	0	0	0
所得税率	25.06%	25.08%	25.00%	25.00%	25.00%	非流动性负债	60	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	274	254	236	254	281
归属于母公司股东的净利润	71	79	87	95	106	股本	75	75	100	100	100
净利率	8.44%	8.60%	8.49%	8.38%	8.23%	资本公积	67	67	421	421	421
每股收益(元)(摊薄)	0.71	0.79	0.87	0.95	1.06	股东权益合计	285	365	787	835	888
						少数股东权益	0	0	0	0	0
						负债股东权益总计	559	619	1,024	1,088	1,168
						比率分析					
							2015	2016	2017F	2018F	2019F
						增长率(%)					
						营业收入	6.0	9.5	11.2	11.1	12.9
						营业利润	-12.1	7.4	10.5	9.9	11.1
						净利润	-10.2	11.6	9.8	9.7	10.8
						利润率(%)					
						毛利率	60.3	59.1	59.2	59.3	59.4
						EBIT Margin	11.7	11.4	11.5	11.2	11.0
						EBITDA Margin	12.1	12.2	29.5	28.5	27.0
						净利率	8.4	8.6	8.5	8.4	8.2
						回报率(%)					
						净资产收益率	24.8	21.7	15.1	11.8	12.3
						总资产收益率	12.7	12.8	10.6	9.0	9.4
						其他(%)					
						资产负债率	48.9	41.1	23.1	23.3	24.0
						所得税率	25.1	25.1	25.0	25.0	25.0
						股利支付率	24.2	4.1	50.0	50.0	50.0

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。