

审慎推荐-A (首次)

安奈儿 002875.SZ

目标估值: NA
 当前股价: 32.4 元
 2017年08月27日

直营化渠道调整持续优化 全渠道布局稳步推进

基础数据

上证综指	3287
总股本(万股)	10000
已上市流通股(万股)	2500
总市值(亿元)	32
流通市值(亿元)	8
每股净资产(MRQ)	3.8
ROE(TTM)	
资产负债率	30.2%
主要股东	曹璋
主要股东持股比例	31.55%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《安奈儿(002875)中高端童装领先品牌 掘金千亿童装市场—安奈儿IPO深度研究报告》2017-05-31

孙好

010-57601717
 sunyu2@cmschina.com.cn
 S1090511110003

研究助理

高峰

gaofeng4@cmschina.com.cn

公司定位于中高端童装市场, 依托华南大本营, 已完成全国化布局, 形成直营为主、加盟为辅, 线上线下协同发展的渠道格局。公司立足大童装, 开发小童装, 涉足婴童装, 并进入童鞋领域, 扩充SKU, 2016年国内童装市占率排名第二。17H1 线下业务直营化调整导致收入小幅增长, 但在线上业务快速发展的带动下收入实现双位数增长, 特别是 Q2 收入增长提速明显; 利润端虽然毛利率在线上业务打折下略有下滑, 但控费效果较好, 归母净利润亦同步实现双位数增长。公司所处童装行业景气度较高, 未来随着公司线下渠道调整深化, 直营门店占比不断提升, 购物中心店的持续开拓, 精细化运作能力增强, 叠加线上稳步发展, 预计未来公司仍有望保持良好的发展趋势。公司当前市值 32 亿元, 对应 17PE 36X, 短期因含有次新属性, 估值较高, 首次给予“审慎推荐-A”的投资评级, 建议待次新股高估值消化后关注。

- 持续直营化调整, 业绩稳定增长。公司发布中报, 2017H1 实收入 4.84 亿元, 同比增长 11.65%; 营业利润和归母净利润分别为 0.59 和 0.44 亿元, 同比分别增长 11.13%和 10.54%, 基本每股收益为 0.56 元。分季度测算, Q1 收入及归母净利润同比分别增长 4.13%和 9.91%, Q2 收入及归母净利润增速提升, 同比分别增长 20.98%和 12.64%。
- 直营化调整背景下, 线下业务小幅增长, 但在线上快速发展拉动公司上半年收入实现双位数增长。1) 线下业务: 近两年公司持续进行渠道直营化调整, 上半年线下业务实现收入 3.61 亿元, 同比增长 2.43%, 截止至中期末公司拥有直营及加盟门店 949 和 468 家, 分别较年初净关闭 20 和 21 家门店。其中, 公司大本营华南地区实现营收 1.76 亿元, 同比下滑 0.97%, 占总营收比例为 36.36%; 华东和西南地区分别实现营收 0.59 亿元和 0.32 亿元, 同比增速分别为 11.67%和 11.31%。2) 线上业务: 上半年线上渠道实现营收 1.22 亿元, 同比增长 52.01%, 公司近年来大力发展电商业务, 并持续保持了较快的增长。
- 公司毛利率同比下滑, 因控费效果良好, 净利率降幅小于毛利率降幅。公司 17H1 的毛利率为 58.59%, 同比下滑 2.22PCT, 其中, 线上渠道毛利率下滑 6.85PCT 至 51.98%, 主要系公司从 17 年起将线上加盟商折扣率由 45 折降至 4 折所致。公司上半年期间费用率为 45.39%, 同比减少 1.21PCT, 其中,

财务数据与估值

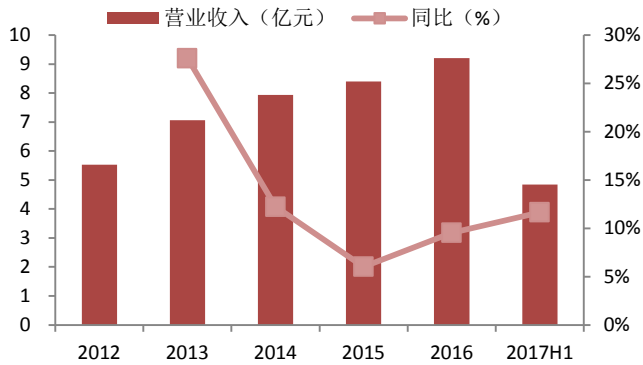
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	840	920	1036	1150	1309
同比增长	6%	10%	13%	11%	14%
营业利润(百万元)	92	99	117	132	152
同比增长	-12%	7%	18%	13%	15%
净利润(百万元)	71	79	89	100	115
同比增长	-10%	12%	12%	13%	15%
每股收益(元)	0.95	1.05	0.89	1.00	1.15
PE	34.0	30.5	36.2	32.1	28.0
PB	8.4	6.6	3.7	3.3	3.0

资料来源: 公司数据、招商证券

销售费用率/财务费用率分别为 38.91%/0.12%，同比减少 1.32/0.32PCT，财务费用减少主要因募集资金到账，偿还银行贷款减少利息支出所致；管理费用率为 6.36%，同比提升 0.43PCT。综合来看，公司上半年净利率为 9.19%，同比小幅下滑 0.09PCT。

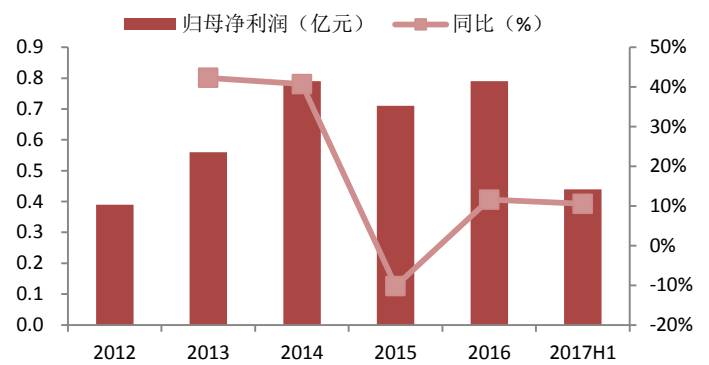
- **存货因销售规模增长略有提升，应收账款同比下降，经营性现金流改善。**公司 17H1 末存货为 2.35 亿元，较去年同期的 2.25 亿元增长 4.74%，主要系销售规模增长所致；较年初 2.41 亿元减少 2.48%，主要因夏装较冬装单价较低。同时因公司加强对应收账款的管理，且回款周期较短的电商渠道收入占比进一步提升，17H1 末应收账款为 5701 万元，较去年同期的 6005 万元下降 5.05%。公司上半年末的经营性现金流净额为 5196 万元，同比提高 42.27%，主要因收入增长和应收账款改善所致。
- **线下渠道直营化及购物中心化调整不断深化，线上营收稳步增长，全渠道布局持续推进。**1) **线下渠道：**公司自 15 年下半年开始对渠道结构进行调整，包括加盟转直营和关闭低效无效店等措施，以提高直营占比。公司 17H1 末拥有直营门店 949 家，加盟店 468 家，直营门店占比由 14 年的 57.19% 提升至 66.97%，同时，公司顺应消费趋势，注重精细化运作，积极拓展购物中心店，关闭部分商场店，提升整体客单价和坪效水平。2) **线上渠道：**公司自 09 年开始发展线上业务，近年来保持较快的增长，今年上半年线上业务收入增速为 52.01%。公司线上产品主要有三种，a) 销售公司旧款，以减轻库存压力；b) 线上专供款；c) 部分线下款，通过线上销售、线下取货，起到向线下门店引流的作用。**公司直营占比较高，且对部分加盟商亦采取联营模式，终端控制能力较强，有利于公司打通线上线下，提升运营效率。**
- **盈利预测及投资建议：**公司定位于中高端童装市场，依托华南大本营，已完成全国化布局，形成直营为主、加盟为辅的渠道格局。公司立足大童装，开发小童装，涉足婴童装，并进入童鞋领域，扩充 SKU，2016 年国内童装市占率排名第二。公司所处童装行业景气度较高，未来随着公司线下渠道调整深化，直营门店占比不断提升，购物中心店的持续开拓，精细化运作能力增强，叠加线上稳步发展，预计未来公司仍有望保持良好的发展趋势。
- 结合中报情况，微调 2017-2019 年 EPS 为 0.89、1.00 和 1.15 元，公司当前市值 32 亿元，对应 17PE 36X，18PE 32X，短期因含有次新属性，估值较高，首次给予“审慎推荐-A”的投资评级，建议待次新股高估值消化后关注。
- **风险提示：**公司过于倚重单一品牌经营的风险；零售环境持续低迷的风险。

图 1: 公司 2012-2017H1 营收及增速 (亿元)



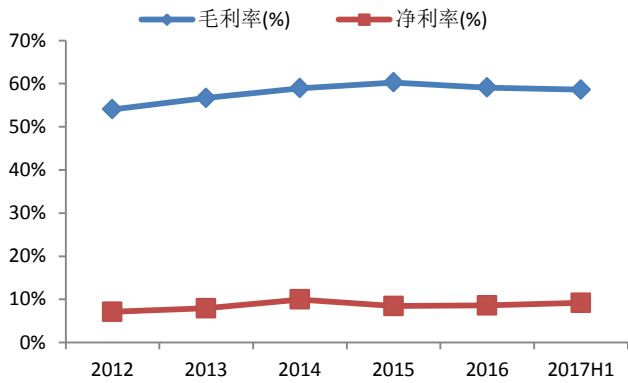
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 公司 2012-2017H1 归母净利润及增速 (亿元)



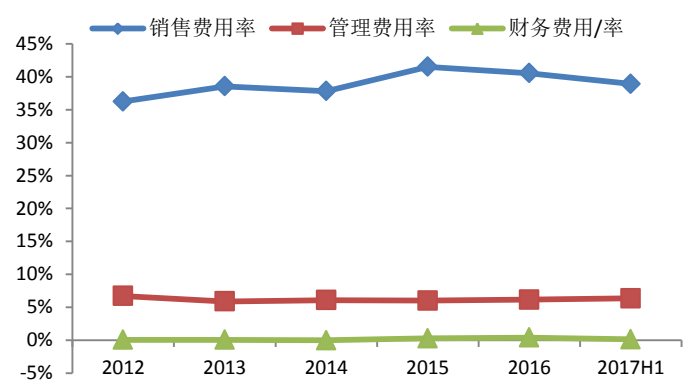
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 公司 2012-2017H1 毛利率、净利率变化情况



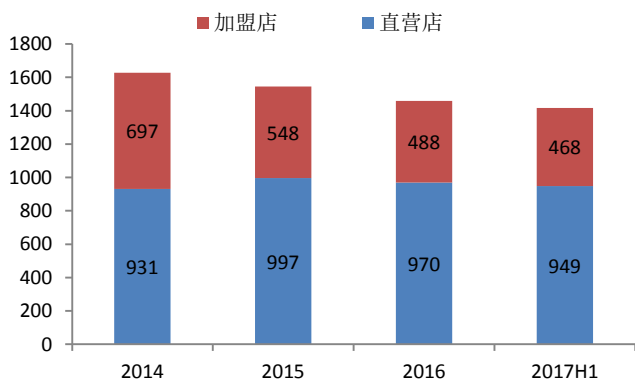
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司 2012-2017H1 三项费用率变化情况



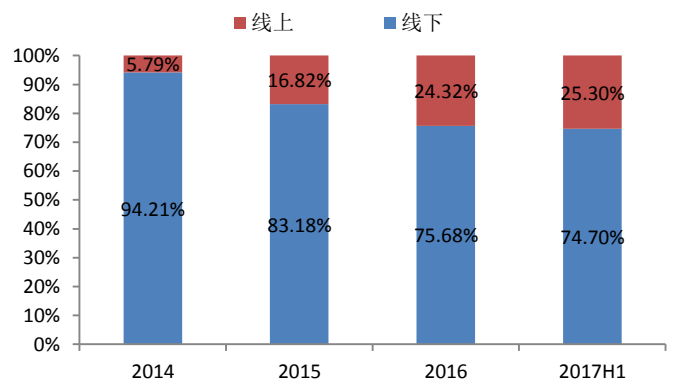
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 公司 2014-2017H1 门店变化情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 公司 2012-2017H1 线上线上占总营收比例情况



资料来源: 公司公告、招商证券

参考报告:

- 1、《服饰纺织行业 2017 年投资策略报告-“新趋势+新模式”下打造品牌消费的别样市场》2016/11/28
 - 2、《纺织服装行业“时尚半月谈”(2 月上旬)-近期亮点不足 后续业绩披露期可关注真成长和稳发展品种》2017/2/6
 - 3、《纺织服装行业“时尚半月谈”(2 月下旬)-定增新政利于价值回归 关注真成长+改善中的稳发展》2017/2/20
 - 4、《纺织服装行业“时尚半月谈”(3 月上旬)-基本面下行风险有限 继续关注真成长和稳发展品种》2017/3/5
 - 5、《纺织服装行业“时尚半月谈”(3 月下旬)-业绩披露期 关注基本面佳的真成长和边际改善龙头》2017/3/19
 - 6、《纺织服装行业“时尚半月谈”(4 月上旬)-行业底部运行期间 寻找业绩确定性强个股》2017/4/4
 - 7、《纺织服装行业“时尚半月谈”(4 月下旬)-可持续关注高端消费及商务男装弱复苏》2017/4/16
 - 8、《纺织服装行业-2017 年一季报前瞻分析: 震荡市下底部关注弱复苏商务男装及高端消费领域》2017/4/19
 - 9、《纺织服装行业 2016 年年报及一季报综述-棉辅料及电商板块表现较好 中高端男女装弱复苏》2017/5/2
 - 10、《纺织服装行业“时尚半月谈”(5 月下旬)-4 月商务休闲男装复苏趋势延续》2017/5/15
 - 11、《纺织服装行业“时尚半月谈”(6 月上旬)-把握 Q2 业绩表现延续优于 Q1 的个股确定性机会》2016/6/5
 - 12、《纺织服装行业 2017 年中期投资策略-坚守价值 砥砺前行》2017/6/7
- 针对终端“品牌与产品”双导向升级需求并存的特点,本卷将着重分析新环境下,品牌运营模式的改革出路,并进一步完善品牌行业研究体系,搭建全新消费升级图谱及品牌研究图谱。同时,对产品导向的升级需求催生而来的“极致单品”模式进行深入探究。
- 13、《纺织服装行业“时尚半月谈”(6 月下旬)-掌握高质量低成本流量及优质供应商资源是 C2M 模式胜出关键》2017/06/19
 - 14、《纺织服装行业“时尚半月谈”(7 月上旬)-探究小而美的“价之链”差异化竞争之道》2017/07/02
 - 15、《优质供应链系列解读一:色纺纱行业深度研究-行业集中化趋势明显 龙头量价齐升》2017/07/05
 - 16、《服饰纺织行业 2017 年中报前瞻分析-关注高增长新模式电商及 C2M 模式下优质供应链机会》2017/07/09
 - 17、《招商纺织服装行业“时尚半月谈”(7 月下旬)-由开润股份业绩预增引发的对小米生态链模式的思考》2017/07/14
 - 18、《纺织服装行业“时尚半月谈”(8 月上旬)-新零售下的颠覆者 浅谈 Gucci 的蜕变》2017-07-30
 - 19、《安奈儿(002875)中高端童装领先品牌 掘金千亿童装市场-安奈儿 IPO 深度研究报告》2017-05-31

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	387	426	912	1026	1160
现金	81	101	576	654	737
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	1	1	1	1
应收款项	48	52	53	59	67
其它应收款	15	17	19	22	25
存货	231	241	247	273	311
其他	11	14	16	18	21
非流动资产	172	193	183	174	166
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5	166	159	153	147
无形资产	5	5	5	4	4
其他	162	21	19	17	15
资产总计	559	619	1095	1200	1327
流动负债	214	254	222	237	258
短期借款	0	50	0	0	0
应付账款	111	112	129	142	162
预收账款	14	9	11	12	14
其他	89	83	83	83	83
长期负债	60	0	0	0	0
长期借款	59	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	274	254	222	237	258
股本	75	75	100	100	100
资本公积金	67	67	468	468	468
留存收益	144	223	304	395	500
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	285	365	873	964	1068
负债及权益合计	559	619	1095	1200	1327

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	57	61	111	89	93
净利润	71	79	89	100	115
折旧摊销	6	15	16	15	14
财务费用	2	3	(1)	(5)	(6)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	(25)	(38)	6	(25)	(36)
其它	3	1	1	4	5
投资活动现金流	(149)	(22)	(6)	(6)	(6)
资本支出	(149)	(25)	(6)	(6)	(6)
其他投资	0	3	0	0	0
筹资活动现金流	47	(21)	370	(4)	(4)
借款变动	56	(10)	(50)	0	0
普通股增加	0	0	25	0	0
资本公积增加	0	0	402	0	0
股利分配	(8)	(8)	(8)	(9)	(10)
其他	(2)	(4)	1	5	6
现金净增加额	(45)	19	475	79	82

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	840	920	1036	1150	1309
营业成本	334	376	432	478	544
营业税金及附加	9	10	11	12	14
营业费用	349	373	412	460	524
管理费用	50	57	62	70	77
财务费用	2	4	(1)	(5)	(6)
资产减值损失	4	2	2	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	92	99	117	132	152
营业外收入	3	8	2	2	2
营业外支出	0	2	1	1	1
利润总额	95	106	118	133	153
所得税	24	26	30	33	38
净利润	71	79	89	100	115
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	71	79	89	100	115
EPS (元)	0.95	1.05	0.89	1.00	1.15

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	6%	10%	13%	11%	14%
营业利润	-12%	7%	18%	13%	15%
净利润	-10%	12%	12%	13%	15%
获利能力					
毛利率	60.3%	59.1%	58.2%	58.4%	58.4%
净利率	8.4%	8.6%	8.6%	8.7%	8.8%
ROE	24.8%	21.7%	10.2%	10.4%	10.7%
ROIC	20.1%	18.6%	10.0%	9.9%	10.3%
偿债能力					
资产负债率	48.9%	41.1%	20.3%	19.7%	19.5%
净负债比率	11.9%	8.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	1.7	4.1	4.3	4.5
速动比率	0.7	0.7	3.0	3.2	3.3
营运能力					
资产周转率	1.5	1.5	0.9	1.0	1.0
存货周转率	1.5	1.6	1.8	1.8	1.9
应收帐款周转率	18.4	18.4	19.8	20.6	20.9
应付帐款周转率	3.3	3.4	3.6	3.5	3.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.95	1.05	0.89	1.00	1.15
每股经营现金	0.76	0.82	1.11	0.89	0.93
每股净资产	3.81	4.86	8.73	9.64	10.68
每股股利	0.10	0.10	0.09	0.10	0.11
估值比率					
PE	34.0	30.5	36.2	32.1	28.0
PB	8.4	6.6	3.7	3.3	3.0
EV/EBITDA	18.6	16.4	13.6	12.6	11.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，2011年初加入招商证券，现为服饰纺织行业首席分析师，8年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾1年。

刘丽，对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券。

高峰，上海交通大学管理学硕士，中山大学数学学士，2017年加入招商证券。

团队成绩：2011-2014年连续4年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015年第五。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。