

IRO 和百秋表现优良 Ed Hardy 短期调整拖累公司整体业绩



核心观点

- 19 年前三季度公司营收与净利润分别增长 8.57% 与 2.62%，扣非后净利润下滑 7.90%，Q3 公司营收与净利润分别同比下降 5.51% 与 20.48%，扣非后净利润下降 36.77%，收入与盈利增速环比上半年放缓，主要由于 Ed Hardy 加盟退换货与奥莱收回直营带来的影响。前三季度公司综合毛利率下降 3.21pct，主品牌、Laurel（品牌倍率短暂调整）与 Ed Hardy 毛利率有不同程度下降，期间费用率上升 1.36pct，经营活动净现金流增加 19.58%，经营质量稳健。
- 分品牌来看，前三季度主品牌收入增长 4.22%（Q3 环比减速），门店净减少 5 家至 307 家；Ed Hardy 与 Ed Hardy X 收入下滑 17.17%，门店减少 8 家至 173 家；Laurel 营收增长 4.53%，门店净增 10 家至 47 家；IRO 合计收入增长 20.29%，中国区门店达到 20 家；VIVIENNE TAM 大陆门店达到 14 家，终端销售持续增长；百秋三季度继续快速增长。百秋电商收入和盈利同比分别增长 70% 和 50%。
- 主品牌相对稳健，IRO 和百秋上升趋势明显，品牌梯队综合实力不断加强。依托优异的单品质量和扎实的品牌基础，主品牌未来有望通过单品销售提升+门店适度扩张进一步拓展空间。Ed Hardy 调整阶段提升渠道效率与品牌年轻化，为后续恢复增长打下基础。Laurel 持续拓展核心商圈渠道，未来将贡献稳定盈利；VIVIENNE TAM 和 IRO 继续推广设计师品牌影响力，10 月公司通过收购实现对 IRO 的 100% 持股，为更长期收入与盈利的增长打下基础。Jean Paul Knott 品牌已在中国陆续开店；今年公司与 self-portrait 品牌创始方成立合资公司经营该品牌在中国大陆业务，未来将加大投入，推动其业务落地。百秋电商保持品牌数量的扩张，在核心代运营基础上，有望增加物流、内容营销、品牌策划等新盈利增长点，并与公司现有品牌在线上形成业务协同合作。
- 现阶段国内消费呈现越来越明显的分层趋势，高端奢侈与平价消费共存共荣，从海外经验看，在经济减速阶段，有品牌优势的高端消费呈现相对更高的稳定性。中长期国内时装行业马太效应明显，公司稳健扎实的经营基础，叠加多品牌、多品类集团化战略和积累的能力经验，有望在行业低迷期进一步提升市场份额。

财务预测与投资建议

- 根据三季报，我们下调公司未来 3 年收入预测，预计公司 19-21 年每股收益分别为 1.21 元、1.44 元与 1.65 元（原预测 19-21 年每股收益为 1.32 元、1.61 元与 1.91 元），给予公司 19 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 18.15 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济减速对中高端消费的可能影响、多品牌运营挑战等。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,053	2,436	2,668	3,043	3,475
同比增长(%)	81.4%	18.7%	9.5%	14.1%	14.2%
营业利润(百万元)	487	558	603	666	769
同比增长(%)	90.7%	14.6%	8.2%	10.4%	15.4%
归属母公司净利润(百万元)	302	365	403	477	549
同比增长(%)	52.7%	20.7%	10.5%	18.3%	15.0%
每股收益(元)	0.91	1.10	1.21	1.44	1.65
毛利率(%)	68.8%	68.2%	67.6%	67.3%	67.1%
净利率(%)	14.7%	15.0%	15.1%	15.7%	15.8%
净资产收益率(%)	15.9%	16.6%	16.3%	17.3%	17.9%
市盈率	17.7	14.6	13.2	11.2	9.7
市净率	2.6	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年10月30日)	14.33 元
目标价格	19.36 元
52 周最高价/最低价	19.07/13.14 元
总股本/流通 A 股(万股)	33,252/33,252
A 股市值(百万元)	4,765
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2019 年 10 月 31 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-4.4	-8.49	3.77	-8.96
相对表现	4.92	10.5	-3.23	34.07
沪深 300	0.52	2.01	0.54	25.11



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	施红梅
	021-63325888*6076
	shihongmei@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860511010001
证券分析师	赵越峰
	021-63325888*7507
	zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860513060001

联系人	张维益
	021-63325888-7535
	zhangweiyi@orientsec.com.cn
联系人	朱炎
	021-63325888-6107
	zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

主品牌稳健增长 IRO 品牌明显提速：	2019-09-01
主品牌内生增长稳健，多品牌运营日益成熟：	2019-05-06
弱市环境下“扎实的主品牌+各具特色的多品牌”更具成长性：	2018-12-04

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

根据三季报，我们下调公司未来 3 年收入预测，预计公司 19-21 年每股收益分别为 1.21 元、1.44 元与 1.65 元（原预测 19-21 年每股收益为 1.32 元、1.61 元与 1.91 元），给予公司 19 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 18.15 元，维持公司“买入”评级。

表 1：可比公司列表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
		2019/10/30	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
朗姿股份	002612	8.82	0.48	0.47	0.52	0.57	18.23	18.72	16.82	15.53
地素时尚	603587	23.10	1.43	1.59	1.84	2.09	16.13	14.52	12.57	11.07
安正时尚	603839	14.04	0.70	0.90	1.04	1.20	20.07	15.54	13.44	11.70
比音勒芬	002832	25.24	0.95	1.33	1.73	2.17	26.62	18.98	14.63	11.64
森马服饰	002563	11.40	0.63	0.70	0.82	0.95	18.16	16.27	13.93	12.05
太平鸟	603877	14.19	1.19	1.28	1.44	1.62	11.94	11.09	9.87	8.76
海澜之家	600398	7.44	0.78	0.84	0.90	0.97	9.52	8.90	8.29	7.69
调整后平均							16.91	15.23	12.89	11.05

数据来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	769	641	784	977	1,183	营业收入	2,053	2,436	2,668	3,043	3,475
应收票据及应收账款	345	371	438	511	585	营业成本	640	774	866	995	1,143
预付账款	15	28	32	37	42	营业税金及附加	25	23	25	28	32
存货	423	525	597	687	789	营业费用	593	730	811	925	1,053
其他	139	249	257	273	289	管理费用及研发费用	295	319	345	395	442
流动资产合计	1,691	1,813	2,108	2,485	2,888	财务费用	(25)	1	12	13	11
长期股权投资	138	98	98	98	98	资产减值损失	53	53	54	59	61
固定资产	212	201	252	308	360	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	25	38	44	投资净收益	(4)	2	5	5	5
无形资产	702	705	679	653	627	其他	19	20	43	33	32
其他	823	844	699	663	663	营业利润	487	558	603	666	769
非流动资产合计	1,875	1,848	1,752	1,758	1,791	营业外收入	2	3	3	3	3
资产总计	3,566	3,661	3,860	4,243	4,680	营业外支出	10	3	3	3	3
短期借款	113	0	0	0	0	利润总额	478	558	603	666	769
应付票据及应付账款	171	162	182	209	240	所得税	124	119	133	147	169
其他	638	601	612	630	650	净利润	355	439	471	520	600
流动负债合计	922	762	794	839	890	少数股东损益	52	74	67	42	51
长期借款	81	48	48	48	48	归属于母公司净利润	302	365	403	477	549
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.91	1.10	1.21	1.44	1.65
其他	182	178	0	0	0						
非流动负债合计	263	226	48	48	48						
负债合计	1,185	988	841	886	938						
少数股东权益	310	341	409	451	502						
股本	337	337	333	333	333						
资本公积	916	878	936	936	936						
留存收益	826	1,104	1,329	1,624	1,958						
其他	(9)	13	13	13	13						
股东权益合计	2,381	2,673	3,019	3,357	3,742						
负债和股东权益总计	3,566	3,661	3,860	4,243	4,680						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	355	439	471	520	600
折旧摊销	92	84	91	94	67
财务费用	(25)	1	12	13	11
投资损失	4	(2)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(48)	(352)	(176)	(197)	(207)
其它	82	241	(19)	59	61
经营活动现金流	460	410	374	483	527
资本支出	(565)	(24)	(100)	(100)	(100)
长期投资	207	46	0	0	0
其他	130	(134)	5	5	5
投资活动现金流	(228)	(112)	(95)	(95)	(95)
债权融资	81	(31)	0	0	0
股权融资	112	(39)	54	0	0
其他	(168)	(241)	(191)	(194)	(226)
筹资活动现金流	24	(310)	(137)	(194)	(226)
汇率变动影响	(11)	(1)	-0	-0	-0
现金净增加额	246	(13)	143	193	206

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	81.4%	18.7%	9.5%	14.1%	14.2%
营业利润	90.7%	14.6%	8.2%	10.4%	15.4%
归属于母公司净利润	52.7%	20.7%	10.5%	18.3%	15.0%
获利能力					
毛利率	68.8%	68.2%	67.6%	67.3%	67.1%
净利率	14.7%	15.0%	15.1%	15.7%	15.8%
ROE	15.9%	16.6%	16.3%	17.3%	17.9%
ROIC	15.1%	16.6%	16.6%	16.4%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	33.2%	27.0%	21.8%	20.9%	20.0%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.83	2.38	2.66	2.96	3.25
速动比率	1.10	1.30	1.47	1.68	1.86
营运能力					
应收账款周转率	7.0	6.4	6.1	5.9	5.8
存货周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
每股指标(元)					
每股收益	0.91	1.10	1.21	1.44	1.65
每股经营现金流	1.37	1.22	1.13	1.45	1.59
每股净资产	6.23	7.01	7.85	8.74	9.74
估值比率					
市盈率	17.7	14.6	13.2	11.2	9.7
市净率	2.6	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.4	7.3	6.6	6.1	5.5
EV/EBIT	10.1	8.4	7.6	6.9	6.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经许可的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

