

收入表现较为疲软，毛利率下降拖累业绩

——日播时尚(603196.SH) 2019年三季度报点评

公司简报

中性(维持)

当前价: 9.52元

分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebscn.com

汲肖飞(执业证书编号: S0930517100004)

021-52523675

jixiaofei@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股): 2.40

总市值(亿元): 22.85

一年最低/最高(元): 7.52/12.85

近3月换手率: 37.18%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.89	11.11	-37.77
绝对	12.50	15.03	-13.37

资料来源: Wind

相关研报

主品牌带动收入稳定增长, 费用增加拖累净利表现

..... 2019-04-30

渠道恢复扩张、业绩增长提速, 多品牌发展梯度足

..... 2018-05-01

风格鲜明的中档女装设计师品牌

..... 2017-05-25

◆19年1-9月收入同降0.22%、净利亏损

2019年1-9月公司实现收入7.91亿元、同降0.22%, 归母净利-77.53万元、18年同期为2090.11万元, 扣非归母净利-899.80万元、18年同期为847.36万元, EPS为-0.003元。扣非净利出现亏损主要由于毛利率降、管理费用率和财务费用率升, 归母净利亏损幅度降低主要由于计入当期损益的政府补助、非流动资产处置损益、委托投资等同比增长。

分季度来看, 2018Q1-2019Q3公司收入同增16.34%、5.58%、9.85%、-4.98%、5.46%、-3.40%、-3.13%, 净利同增30.12%、-89.76%、-85.02%、-54.70%、-71.99%、由盈转亏、421.33%。19Q3收入增速较低主要由于服装消费较为疲软, 公司PP、CRZ定位调整, 门店数量下滑, 净利增速高于收入主要由于销售费用率同降6.00PCT、投资净收益增长、资产减值损失同降68.74%等因素。

◆库存清理等导致毛利率降, 期间费用率同增

毛利率: 2019年1-9月毛利率同降4.48PCT至59.18%, 其中播、PP、CRZ、MUCHELL、broadcute等品牌毛利率分别为62.84%、31.36%、57.32%、52.07%、48.75%, 同增-0.75PCT、-29.14PCT、-5.52PCT、-15.41PCT、-6.12PCT, 主要为PP和CRZ品牌定位调整、库存清理力度较大, MUCHELL、broadcute品牌店铺多运营时间较短、未产生规模效应、成本大幅增加, 且过季商品促销较多影响毛利率。

费用率: 2019年1-9月公司期间费用率同增0.75PCT至56.27%。其中销售费用率同降0.37PCT至38.76%, 主要由于关店使门店租金、人员薪酬等减少; 管理费用率(包含研发费用)同增0.87PCT至17.05%, 主要由于人员薪酬、服装及面料研发投入增加; 财务费用率同增0.25PCT至0.46%, 主要由于借款利息增加。

◆短期利润增长承压, 关注公司未来业绩表现

我们认为: 1) 收入方面, 公司继续推进全渠道战略, 提升用户体验, 持续加强研发投入强化产品竞争力。未来公司将审慎发展线下渠道, 优化店铺运营和商品管理能力。2) 盈利能力方面, 2019年公司关闭亏损门店, Q2单季度亏损拖累业绩表现, 未来公司将重组管理团队, 优化业务管理流程, 控制费用, 推动盈利能力逐步回升。

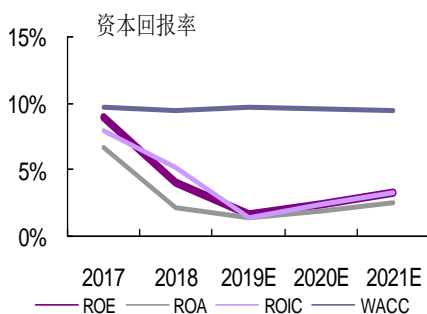
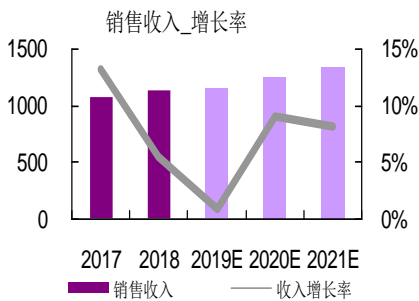
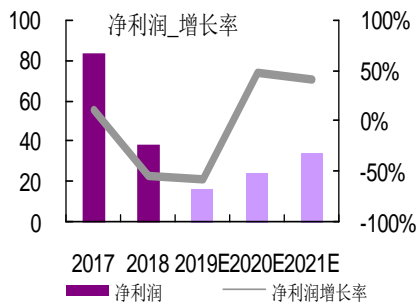
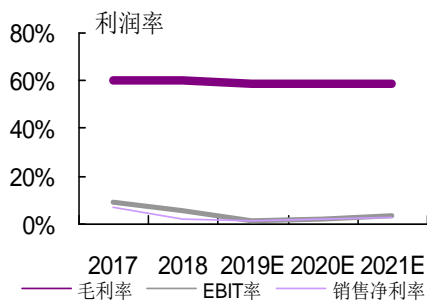
由于公司毛利率下降超出此前预期, 我们下调2019-2021年EPS预测为0.07/0.10/0.14元(前值为0.21/0.27/0.33元), 目前股价对应2019年140倍PE, 估值较高, 维持“中性”评级。

◆风险提示: 消费疲软; 渠道拓展不及预期; 新品牌建设不及预期; 存货积压等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,073	1,132	1,142	1,245	1,346
营业收入增长率	13.12%	5.46%	0.83%	9.04%	8.15%
净利润 (百万元)	84	38	16	24	34
净利润增长率	10.59%	-54.13%	-57.57%	48.34%	41.05%
EPS (元)	0.35	0.16	0.07	0.10	0.14
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.96%	4.06%	1.69%	2.45%	3.34%
P/E	27	60	140	95	67
P/B	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 11 月 1 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,073	1,132	1,142	1,245	1,346
营业成本	429	454	471	511	556
折旧和摊销	28	38	22	26	30
营业税费	11	9	11	12	13
销售费用	349	418	428	461	491
管理费用	148	146	188	202	215
财务费用	4	-1	0	4	6
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	4	3	3	3	3
营业利润	103	32	18	28	39
利润总额	101	33	19	28	40
少数股东损益	-7	-10	0	0	0
归属母公司净利润	84	38	16	24	34

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	1,137	1,281	1,137	1,231	1,294
流动资产	821	870	737	775	816
货币资金	131	103	156	149	162
交易型金融资产	0	50	0	0	0
应收账款	85	87	78	86	91
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	41	70	43	47	53
存货	278	378	274	299	313
可供出售投资	0	23	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	8	5	5	5	5
固定资产	127	165	204	257	282
无形资产	99	104	93	84	76
总负债	203	346	186	256	285
无息负债	203	256	186	207	216
有息负债	0	90	0	49	68
股东权益	934	935	951	975	1,009
股本	240	240	240	240	240
公积金	423	433	434	437	440
未分配利润	267	271	285	307	338
少数股东权益	0	-10	-10	-10	-10

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	23	-25	118	26	45
净利润	84	38	16	24	34
折旧摊销	28	38	22	26	30
净营运资金增加	333	-21	-65	36	32
其他	-422	-80	144	-60	-50
投资活动产生现金流	-295	-67	25	-78	-48
净资本支出	-54	-83	-50	-80	-50
长期投资变化	8	5	0	0	0
其他资产变化	-248	12	75	3	3
融资活动现金流	317	63	-90	45	14
股本变化	60	0	0	0	0
债务净变化	-38	90	-90	49	20
无息负债变化	6	53	-71	21	10
净现金流	45	-28	53	-7	12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	13.12%	5.46%	0.83%	9.04%	8.15%
净利润增长率	10.59%	-54.13%	-57.57%	48.34%	41.05%
EBITDA 增长率	-6.04%	-22.48%	-60.31%	43.36%	31.12%
EBIT 增长率	-7.86%	-38.62%	-72.85%	80.23%	46.22%
估值指标					
PE	27	60	140	95	67
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	18	24	58	42	32
EV/EBIT	24	39	139	80	55
EV/NOPLAT	31	45	164	94	65
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	60.08%	59.89%	58.74%	58.92%	58.70%
EBITDA 率	11.64%	8.56%	3.37%	4.43%	5.37%
EBIT 率	9.00%	5.24%	1.41%	2.33%	3.15%
税前净利润率	9.45%	2.91%	1.68%	2.28%	2.98%
税后净利润率 (归属母公司)	7.79%	3.39%	1.43%	1.94%	2.53%
ROA	6.77%	2.21%	1.43%	1.96%	2.63%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.96%	4.06%	1.69%	2.45%	3.34%
经营性 ROIC	7.94%	5.19%	1.48%	2.42%	3.36%
偿债能力					
流动比率	4.98	2.81	4.93	3.53	3.28
速动比率	3.29	1.59	3.10	2.17	2.02
归属母公司权益/有息债务	-	10.50	-	20.27	14.88
有形资产/有息债务	-	12.09	-	22.05	16.66
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.35	0.16	0.07	0.10	0.14
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.10	-0.10	0.49	0.11	0.19
每股自由现金流(FCFF)	-1.02	0.30	0.32	-0.15	0.05
每股净资产	3.89	3.94	4.00	4.10	4.25
每股销售收入	4.47	4.72	4.76	5.19	5.61

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼