

2017年03月03日

维格娜丝 (603518.SH)

公司快报

纺织服装 | 大众品牌 III

渠道调整致收入下滑，毛利率稳定

事件

公司发布 2016 年年报，实现营业收入 7.44 亿元、同比下降 9.71%；归母净利润 1.00 亿元，同比下滑 10.51%；每股收益 0.68 元。公司 2016 年度利润分配预案为：以总股本 147,980,000 股为基数，每 10 股派发现金股利 1.02 元（含税）。

投资要点

◆ **2016 年下半年营收、净利润较上半年有所好转，毛利率保持稳定**：2016 年，服装行业消费整体较为低迷，服装鞋帽、针纺织品类零售总额 14433 亿元，比 2015 年同期增长 7.0%，增速继续放缓。在此背景下，2016 年公司实现营业收入 7.44 亿元，同比下降 9.71%，分季度来看，Q1-Q4 营收分为同比-22.99%、-5.97%、+0.32%和-5.74%，下半年营业下滑较上半年幅度有所缩减，四季度受暖冬影响，销售不旺。净利润分季度来看，Q1-Q4 分别同比为-45.05%、-80.41%、1061%和-6.26%，同样下半年好转迹象较为明显。

毛利率稳定：2016 年，公司毛利率 70.24%与 2015 年的 70.33%基本持平。公司女装品牌定位于中高端，严格控制终端的打折促销，毛利率保持稳定。

费用整体上微降：2016 年，销售费用较上期下降 13.45%，主要为公司持续优化店铺结构，2016 年在销直营店铺数期末为 179 家，去年同期为 205 家，店铺减少使工资薪酬、店铺费用等相关费用下降；新开及调整店铺较同期减少，使装修费摊销费用下降。管理费用较上期增加 9.71%，主要原因为公司产品提档，加大研发投入，研发费用同比增加 1337 万。财务费用较上期增加 63.85%，主要是利息收入减少。总体上，期间费用率维持平稳，下降 0.52 个百分点至 54.65%。

存货周转率下降：存货周转率由 1.03 下降至 0.83，库存仍然维持了较高水平，从库存结构看，库存商品中，1 年以内产品占比在 70%以上。

◆ **2016 年女装品牌渠道继续调整与优化，店效提升**：至 2016 年末 VGRASS 品牌共有终端店铺 189 家（2015 年为 220 家），其中直营店铺 179 家，直营店占比高达到 95%，2016 年全年平均单店收入比 2015 年同期增长 19.4%，显示公司渠道调整效果显现。2016 年公司加盟店渠道进一步减少，由年初的 15 家下降至 10 家，加盟收到下滑 50.94%至 1028 万元。

2017 年，VGRASS 品牌计划新开高端店铺 10 家，关闭与品牌形象不符的店铺 15 家，调整楼层、扩大面积，优化店铺 20 家，继续加大力度优化渠道结构，提升渠道档次。我们认为，经过 2 年多调整，公司渠道继续大幅减少的可能性较低，根据 2017 年的计划，关店数量已经减少。目前公司终端不到 200 家已经基本趋于合理，随着店铺数量的稳定、店效提升，未来 VGRASS 品牌的收入拐点出现值得期待。

投资评级

增持-A(首次)

6 个月目标价

36 元

股价(2017-03-02)

32.80 元

交易数据

总市值（百万元）	4,853.74
流通市值（百万元）	1,824.59
总股本（百万股）	147.98
流通股本（百万股）	55.63
12 个月价格区间	24.26/38.90 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.73	7.47	18.67
绝对收益	8.97	6.15	36.84

分析师

王冯

 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsc.cn

相关报告

◆ **收购韩国 ELAND 旗下的 Teenie Weenie 品牌**：2016 年，公司拟收购依恋香港持有的 Teenie Weenie 品牌及该品牌相关的资产和业务，以丰富公司的品牌线和产品线。TW 品牌在中国市场有较早的知名度，是领先的中高端时尚休闲服装品牌，拥有女装、男装、童装、配饰、家居餐饮等组合。截至 2016 年 6 月末，Teenie Weenie 品牌设立各类店铺 1425 家，其中直营店铺占比 91.65%，店铺覆盖了国内一、二、三城市的主要中高端销售渠道。收购后，公司将加强 TW 品牌女装的研发设计投入，巩固女装的发展（女装收入占比约 75%），同时，男装和童装系列（收入占比均在 10%左右）具备较大的发展空间，目前体量还较小，或成为未来提升整体收入和业绩的亮点所在。

交割进展及对公司当年财务的影响：公司公告以 2017 年 2 月 28 日作为本次重大资产购买第一批标的资产的资产交割日。第一次交付比例按 95%计算，分 2 次支付，目前公司已支付 8.43 亿元，剩余款项将在 3 月 10 日之前支付(42.16-8.43 亿元)。自 2017 年 3 月 1 日起，标的资产将合并报表。2015 年该品牌收入 21.12 亿元，毛利率 71.22%，净利润约 4.4 亿元。

◆ **投资建议**：公司收购 TW 品牌进行的非公开增发还未完成，暂不调整股本结构，我们预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.52、1.76 和 2.25 元。给予增持-A 建议，相当于 2017 年 22 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：1. 女装品牌销售不达预期，渠道继续大幅调整；2. 多品牌经营的管理风险；3. 拟收购 TW 品牌后如非公开发行不能顺利实施，则资产负债率大幅上升的风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	824.4	744.3	2,307.4	2,538.1	2,791.9
同比增长(%)	-2.7%	-9.7%	210.0%	10.0%	10.0%
营业利润(百万元)	130.5	115.2	283.4	330.0	426.5
同比增长(%)	-27.0%	-11.7%	146.0%	16.4%	29.2%
净利润(百万元)	112.1	100.3	224.9	261.0	332.7
同比增长(%)	-18.9%	-10.5%	124.1%	16.1%	27.5%
每股收益(元)	0.76	0.68	1.52	1.76	2.25
PE	43.3	48.4	21.6	18.6	14.6
PB	3.5	3.3	2.9	2.6	2.2

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	824.4	744.3	2,307.4	2,538.1	2,791.9	年增长率					
减:营业成本	244.6	221.5	669.1	736.1	809.7	营业收入增长率	-2.7%	-9.7%	210.0%	10.0%	10.0%
营业税费	10.2	11.2	30.7	34.4	39.0	营业利润增长率	-27.0%	-11.7%	146.0%	16.4%	29.2%
销售费用	356.3	308.4	946.0	1,040.6	1,144.7	净利润增长率	-18.9%	-10.5%	124.1%	16.1%	27.5%
管理费用	94.9	104.1	323.0	355.3	390.9	EBITDA 增长率	-32.2%	-1.4%	185.9%	9.6%	9.5%
财务费用	-15.8	-5.7	50.6	37.2	-23.2	EBIT 增长率	-34.4%	-4.5%	205.1%	9.9%	9.8%
资产减值损失	5.8	9.4	5.0	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	-32.9%	-2.7%	202.1%	9.9%	9.8%
加:公允价值变动收益	1.6	12.1	-	-	-	投资资本增长率	85.0%	17.7%	99.2%	-56.1%	148.6%
投资和汇兑收益	0.4	7.6	0.5	0.5	0.5	净资产增长率	7.0%	6.1%	13.8%	14.4%	16.4%
营业利润	130.5	115.2	283.4	330.0	426.5	盈利能力					
加:营业外净收支	20.3	17.3	16.4	18.0	17.2	毛利率	70.3%	70.2%	71.0%	71.0%	71.0%
利润总额	150.9	132.5	299.8	348.0	443.7	营业利润率	15.8%	15.5%	12.3%	13.0%	15.3%
减:所得税	38.7	32.1	75.0	87.0	110.9	净利润率	13.6%	13.5%	9.7%	10.3%	11.9%
净利润	112.1	100.3	224.9	261.0	332.7	EBITDA/营业收入	14.9%	16.2%	15.0%	14.9%	14.9%
						EBIT/营业收入	13.9%	14.7%	14.5%	14.5%	14.4%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	8.8%	8.6%	58.3%	6.8%	12.5%
货币资金	573.1	134.9	2,307.4	1,153.3	717.3	负债权益比	9.6%	9.4%	139.8%	7.4%	14.2%
交易性金融资产	287.1	219.3	219.3	219.3	219.3	流动比率	11.30	7.35	10.44	15.59	8.01
应收帐款	76.0	81.0	303.5	119.5	345.8	速动比率	8.92	5.09	8.10	13.13	4.74
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-7.25	-19.15	6.60	9.87	-17.37
预付帐款	10.3	11.4	48.9	18.8	56.7	营运能力					
存货	269.8	265.3	849.9	295.0	964.4	固定资产周转天数	30	50	15	12	10
其他流动资产	66.2	151.8	60.0	60.0	60.0	流动营业资本周转天数	120	183	111	98	97
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	554	519	363	401	273
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	31	38	30	30	30
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	103	129	87	81	81
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	629	751	435	427	294
固定资产	104.8	101.0	92.3	83.7	75.1	投资资本周转天数	164	257	134	117	113
在建工程	4.6	9.9	9.9	9.9	9.9	费用率					
无形资产	28.2	28.1	25.2	22.3	19.4	销售费用率	43.2%	41.4%	41.0%	41.0%	41.0%
其他非流动资产	89.1	594.3	66.5	57.8	58.8	管理费用率	11.5%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
资产总额	1,509.2	1,597.0	3,983.0	2,039.6	2,526.8	财务费用率	-1.9%	-0.8%	2.2%	1.5%	-0.8%
短期债务	27.6	30.0	103.9	-	-	三费/营业收入	52.8%	54.7%	57.2%	56.5%	54.2%
应付帐款	42.8	42.5	205.1	68.1	235.9	投资回报率					
应付票据	-	0.1	0.0	0.1	0.0	ROE	8.1%	6.9%	13.5%	13.7%	15.0%
其他流动负债	43.2	44.9	53.9	51.5	59.2	ROA	7.4%	6.3%	5.6%	12.8%	13.2%
长期借款	-	-	1,938.9	-	-	ROIC	32.3%	17.0%	43.6%	24.1%	60.2%
其他非流动负债	19.2	19.8	20.0	20.0	20.0	分红指标					
负债总额	132.7	137.2	2,321.7	139.7	315.1	DPS(元)	0.12	-	0.16	0.15	0.14
少数股东权益	0.1	-	0.0	0.0	0.0	分红比率	15.2%	0.0%	10.4%	8.5%	6.3%
股本	148.0	148.0	148.0	148.0	148.0	股息收益率	0.4%	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%
留存收益	1,228.5	1,311.8	1,513.3	1,752.0	2,063.7						
股东权益	1,376.4	1,459.7	1,661.2	1,900.0	2,211.7						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	112.1	100.3	224.9	261.0	332.7	EPS(元)	0.76	0.68	1.52	1.76	2.25
加:折旧和摊销	48.8	30.1	11.5	11.5	11.5	BVPS(元)	9.30	9.86	11.23	12.84	14.95
资产减值准备	5.8	9.4	-	-	-	PE(X)	43.3	48.4	21.6	18.6	14.6
公允价值变动损失	-1.6	-12.1	-	-	-	PB(X)	3.5	3.3	2.9	2.6	2.2
财务费用	0.9	2.2	50.6	37.2	-23.2	P/FCF	-57.4	294.5	2.9	-4.3	-11.7
投资损失	-0.4	-7.6	-0.5	-0.5	-0.5	P/S	5.9	6.5	2.1	1.9	1.7
少数股东损益	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	32.3	32.8	12.5	9.1	9.4
营运资金的变动	-84.4	-630.3	-53.4	638.4	-759.2	CAGR(%)	32.5%	49.1%	17.6%	32.5%	49.1%
经营活动产生现金流量	114.6	77.5	233.1	947.6	-438.7	PEG	1.3	1.0	1.2	0.6	0.3
投资活动产生现金流量	-469.1	-510.8	0.5	0.5	0.5	ROIC/WACC	3.5	1.9	4.8	2.6	6.6
融资活动产生现金流量	-22.9	-17.3	1,938.9	-2,102.3	2.2						

资料来源：贝格数据/华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn