

2018 年 08 月 28 日

公司研究 ● 证券研究报告

维格娜丝 (603518.SH)

公司快报

VGRASS 延续内生增长趋势，TEENIE WEENIE 毛利率提升

事件

8 月 28 日，公司发布 2018 年半年报。报告期内，公司实现营业收入 13.77 亿元，较上年同期增加 48.33%；归属于上市公司股东的净利润 1.17 亿元，较上年同期增加 162.90%。EPS 为 0.70 元，较去年同期增长 133.33%。

其中第二季度公司营业收入 6.23 亿元，同比增长 0.94%，实现归母净利润 0.52 亿元，同比增长 248.85%。

投资要点

◆ **上半年公司实现业绩较快增长，并表、公允价值变动收益及净利率增长是主因：**上半年，公司实现营收净利的快速增长，分季度看，公司 Q1、Q2 分别实现营收增长 142.40%、0.94%，分别实现净利润增长 119.64%、248.85%。我们认为一季度营业收入的快速增长，主要源于公司去年三月收购 TEENIE WEENIE 品牌，今年 1~2 月并表推升营业收入及归母净利较快增长，若还原 TEENIE WEENIE 品牌去年 1~2 月的收入，公司上半年营收增长 11%，其中 TEENIE WEENIE 品牌增长 9%，VGRASS 品牌增长 15.5%。而净利润的提升，主要是公司华宝信托投资公允价值变动收益 0.34 亿元。若将该收益剔除，则上半年公司实现净利润 0.83 亿元，同比增长 86.63%，主要是毛利率提升、期间费用率及资产减值损失占营收降低共同推升净利率所致。

盈利能力方面，上半年 TEENIE WEENIE 品牌毛利率同比提升 5.95pct 推动公司毛利率同比提升 2.06pct 至 69.57%，规模效应显现导致销售费用率下行 0.93pct 至 40.31%，加大设计投入与股权激励推升管理费用率 0.77pct 至 9.79%，归还部分贷款使财务费用率降低 0.73pct 至 8.64%，资产减值损失占营收降低 0.55pct 至 -0.11%，最终公司上半年净利率增长 4.09pct 至 9.79%，带动上半年净利润增长。

存货方面，上半年公司存货较上年末仅增加 2.26%，存货占营收比例较去年同期下降 13.58pct 至 52.50%，收购 TEENIE WEENIE 后，公司通过 17 年二季度和四季度的大幅清理库存，存货情况正逐步改善。

◆ **VGRASS 延续内生增长趋势，TEENIE WEENIE 毛利率提升：**分品牌看，2017 年收购 TEENIE WEENIE 后，公司主要收入来源变为 TEENIE WEENIE 品牌。上半年，占营收约 69% 的 TEENIE WEENIE 品牌实现营收增速约 70.6%，若考虑并表因素，该品牌实现营收增速约为 9.01%。TEENIE WEENIE 品牌于 2017 年三季度企稳回升，上半年毛利率同比提升 5.95pct 至 70.26% 推动业绩较快增长。占营收约 30% 的 VGRASS 品牌延续去年的增长趋势，上半年营收同比增长 15.51%。云锦营收保持大致稳定。考虑 **门店及同店**，截止 6 月末，VGRASS 品牌店铺数量较去年同期减少 6.6% 至 156 家，报表口径店均销售增速达 23.66%，品牌提档带动内生增长。TEENIE WEENIE 品牌门店数量增加 2.15%，店均销售仅增加 0.71%，收入增长主要源于外延扩张。**分渠道看**，线下渠道仍然是公司主要收入来源。上半年线下渠道占比约 88%，实现营收增

纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级

增持-A(维持)

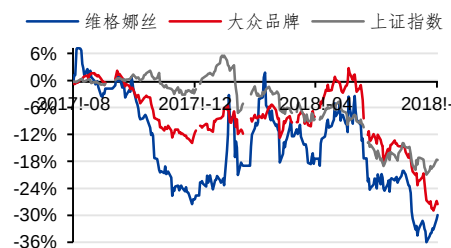
股价(2018-08-28)

17.45 元

交易数据

总市值(百万元)	3,150.67
流通市值(百万元)	2,603.01
总股本(百万股)	180.55
流通股本(百万股)	149.17
12 个月价格区间	15.82/28.00 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.05	-10.81	-11.03
绝对收益	-11.38	-22.38	-27.64

分析师

王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsec.cn
021-20377089

报告联系人

吴雨舟
wuyuzhou@huajinsec.cn
021-20377061

相关报告

维格娜丝：渠道调整致收入下滑，毛利率稳定 2017-03-03

速约 6.91%，线上渠道占比仅 12%，但营收增速实现了较快的 50.09%。

◆ **投资建议：**上半年，VGRASS 延续内生增长趋势，TEENIEWEENIE 毛利率提升，公允价值变动收益及净利率增长带动业绩上行。未来，公司内生外延齐头并进，财务压力下，2018 年业绩较快增长可期待。我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 1.42、1.64 和 1.96 元。净资产收益率分别为 13.2%、13.5%和 14.2%，目前股价约为 2018 年 EPS 的 12 倍，维持“增持-A”建议。

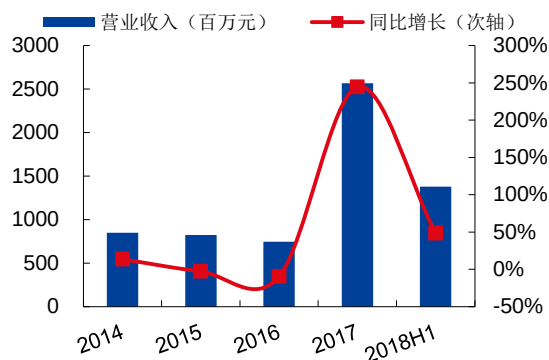
◆ **风险提示：**终端零售低于预期；收购 TEENIE WEENIE 带来较大财务压力；激烈的市场竞争或致毛利率下行。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	744.3	2,564.1	3,155.2	3,515.3	3,918.2
同比增长(%)	-9.7%	244.5%	23.1%	11.4%	11.5%
营业利润(百万元)	115.2	298.4	384.9	446.4	533.0
同比增长(%)	-11.7%	159.1%	29.0%	16.0%	19.4%
净利润(百万元)	100.3	189.9	256.3	296.7	353.5
同比增长(%)	-10.5%	89.3%	34.9%	15.8%	19.1%
每股收益(元)	0.56	1.05	1.42	1.64	1.96
PE	31.4	16.6	12.3	10.6	8.9
PB	2.2	1.9	1.6	1.4	1.3

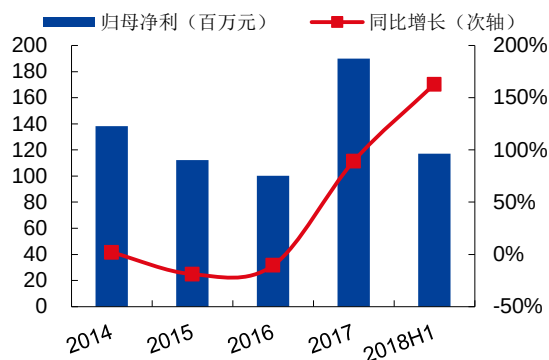
数据来源：贝格数据，华金证券研究所

图 1：公司营业收入及其增长



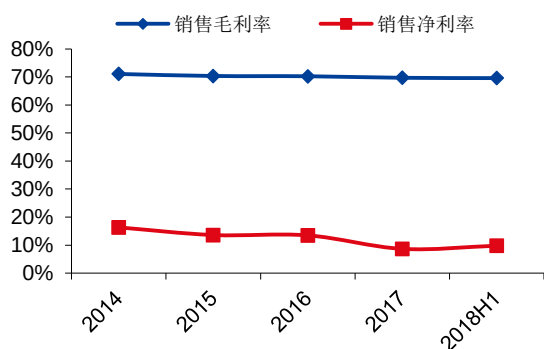
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及其增长



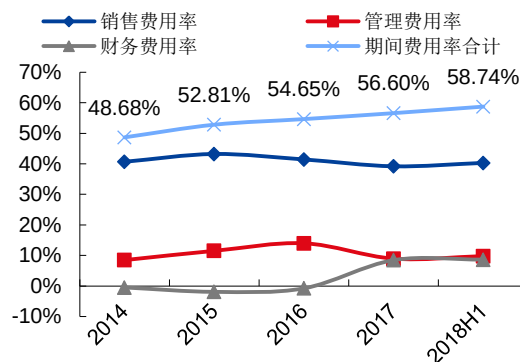
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司利润率情况



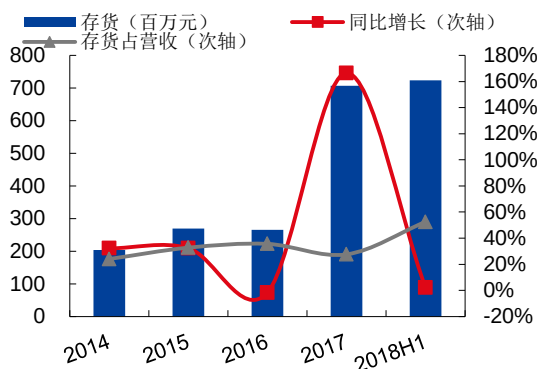
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司期间费用率情况



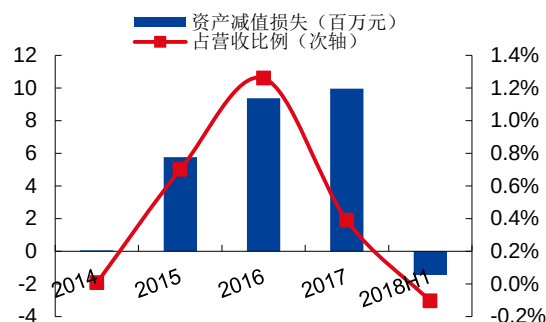
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：公司存货及其占营收比例



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：公司资产减值损失及其占营收比例



资料来源：Wind，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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	744.3	2,564.1	3,155.2	3,515.3	3,918.2	年增长率					
减: 营业成本	221.5	777.3	956.1	1,065.6	1,188.0	营业收入增长率	-9.7%	244.5%	23.1%	11.4%	11.5%
营业税费	11.2	15.0	28.4	31.6	35.3	营业利润增长率	-11.7%	159.1%	29.0%	16.0%	19.4%
销售费用	308.4	1,005.0	1,252.6	1,378.0	1,535.9	净利润增长率	-10.5%	89.3%	34.9%	15.8%	19.1%
管理费用	104.1	229.4	315.5	334.0	372.2	EBITDA 增长率	-1.4%	339.5%	23.4%	10.8%	11.2%
财务费用	-5.7	217.0	252.0	260.3	254.3	EBIT 增长率	-4.5%	371.0%	23.5%	11.0%	11.4%
资产减值损失	9.4	10.0	5.0	5.3	5.5	NOPLAT 增长率	-2.7%	339.0%	31.2%	11.0%	11.4%
加: 公允价值变动收益	12.1	-17.1	33.8	-	-	投资资本增长率	17.7%	704.6%	5.7%	5.8%	2.1%
投资和汇兑收益	7.6	5.3	5.6	5.8	6.1	净资产增长率	6.1%	27.1%	18.4%	13.5%	14.2%
营业利润	115.2	298.4	384.9	446.4	533.0	盈利能力					
加: 营业外净收支	17.3	16.2	7.8	8.2	8.7	毛利率	70.2%	69.7%	69.7%	69.7%	69.7%
利润总额	132.5	314.6	392.7	454.7	541.7	营业利润率	15.5%	11.6%	12.2%	12.7%	13.6%
减: 所得税	32.1	92.4	98.2	113.7	135.4	净利润率	13.5%	7.4%	8.1%	8.4%	9.0%
净利润	100.3	189.9	256.3	296.7	353.5	EBITDA/营业收入	16.2%	20.7%	20.8%	20.7%	20.6%
						EBIT/营业收入	14.7%	20.1%	20.2%	20.1%	20.1%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	8.6%	72.0%	66.5%	65.3%	60.8%
货币资金	134.9	661.4	946.6	1,054.6	1,175.4	负债权益比	9.4%	256.8%	198.9%	188.2%	155.0%
交易性金融资产	219.3	99.4	133.1	133.1	133.1	流动比率	7.35	1.51	2.06	1.76	1.67
应收账款	81.0	568.5	98.7	693.1	286.4	速动比率	5.09	1.04	1.17	1.20	0.95
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-19.15	2.38	2.53	2.71	3.10
预付账款	11.4	33.4	44.1	39.8	52.6	营运能力					
存货	265.3	707.0	966.2	928.1	1,282.9	固定资产周转天数	50	14	12	10	8
其他流动资产	151.8	182.5	35.0	36.7	38.6	流动营业资本周转天数	183	62	69	92	102
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	519	219	255	262	269
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	38	46	38	41	45
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	129	68	95	97	102
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	751	577	752	704	663
固定资产	101.0	102.1	104.0	97.4	87.1	投资资本周转天数	257	365	542	515	480
在建工程	9.9	20.5	8.2	3.3	1.3	费用率					
无形资产	28.1	1,525.7	1,522.2	1,518.8	1,515.4	销售费用率	41.4%	39.2%	39.7%	39.2%	39.2%
其他非流动资产	594.3	2,716.2	2,707.0	2,679.4	2,685.1	管理费用率	14.0%	8.9%	10.0%	9.5%	9.5%
资产总额	1,597.0	6,616.6	6,565.2	7,184.4	7,258.1	财务费用率	-0.8%	8.5%	8.0%	7.4%	6.5%
短期债务	30.0	385.9	684.8	989.6	1,297.0	三费/营业收入	54.7%	56.6%	57.7%	56.1%	55.2%
应付账款	42.5	826.0	253.6	500.3	334.6	投资回报率					
应付票据	0.1	-	0.1	0.1	0.1	ROE	6.9%	11.6%	13.2%	13.5%	14.2%
其他流动负债	44.9	280.1	139.6	146.5	150.6	ROA	6.3%	3.4%	4.5%	4.7%	5.6%
长期借款	-	3,249.0	3,262.8	3,025.8	2,599.0	ROIC	17.0%	63.4%	10.3%	10.9%	11.4%
其他非流动负债	19.8	20.9	28.0	29.4	30.9	分红指标					
负债总额	137.2	4,761.9	4,369.0	4,691.6	4,412.1	DPS(元)	0.08	0.13	0.21	0.25	0.29
少数股东权益	-	213.8	252.1	296.4	349.2	分红比率	15.0%	12.7%	15.0%	15.0%	15.0%
股本	148.0	152.3	180.6	180.6	180.6	股息收益率	0.5%	0.8%	1.2%	1.4%	1.7%
留存收益	1,311.8	1,545.8	1,763.6	2,015.8	2,316.2						
股东权益	1,459.7	1,854.6	2,196.3	2,492.8	2,846.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	100.3	222.2	256.3	296.7	353.5	EPS(元)	0.56	1.05	1.42	1.64	1.96
加: 折旧和摊销	30.1	74.1	18.5	19.7	20.5	BVPS(元)	8.08	9.09	10.77	12.16	13.83
资产减值准备	9.4	10.0	-	-	-	PE(X)	31.4	16.6	12.3	10.6	8.9
公允价值变动损失	-12.1	17.1	33.8	-	-	PB(X)	2.2	1.9	1.6	1.4	1.3
财务费用	2.2	219.1	252.0	260.3	254.3	P/FCF	191.2	-18.5	14.0	39.0	24.8
投资损失	-7.6	-5.3	-5.6	-5.8	-6.1	P/S	4.2	1.2	1.0	0.9	0.8
少数股东损益	0.0	32.3	38.3	44.3	52.8	EV/EBITDA	14.0	10.6	9.3	8.4	7.3
营运资金的变动	-630.3	445.6	-269.4	-271.4	-128.6	CAGR(%)	50.3%	22.3%	38.0%	50.3%	22.3%
经营活动产生现金流量	77.5	379.2	323.9	343.8	546.3	PEG	0.6	0.7	0.3	0.2	0.4
投资活动产生现金流量	-510.8	-3,829.9	-66.3	1.3	1.3	ROIC/WACC	2.3	8.4	1.4	1.4	1.5
融资活动产生现金流量	-17.3	3,938.7	27.7	-237.0	-426.8						

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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn