

## 线上高速增长、线下渠道转型促整体业绩稳速增长

- 安奈儿 (002875) 2018年报点评

核心观点:

### 1. 事件

公司发布2018年报，2018年1-12月公司实现营收12.13亿元，同比增长17.56%；实现归属母公司净利润0.83亿元，同比增长21.08%；实现扣非归属母公司净利润0.69亿元，同比增长27.87%。18年实现EPS为0.55元。拟每10股派发现金红利1.60元（含税），股息率0.74%（2019/3/26）。

其中，2018Q1-Q4营业收入分别增21.72%/12.96%/22.66%/15.06%；归属母公司净利润分别增6.31%/24.62%/25.63%/21.08%。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 线上高速增长，奠定全年快速增长基调

**18年线上收入4.17亿元，同比增长37.85%，占总营业收入比例为34.38%，占比不断提升，且保持高速增长趋势。**2018年公司线上业务取得显著增长，主要来源于线上直营渠道的快速增长。安奈儿品牌首次在“双11”中销售过亿，成功跻身天猫双11亿元品牌俱乐部，品牌在童装/亲子装类目店铺销售排名中位列第3名，未来线上的快速增长将持续拉动公司整体业绩增长。

公司以聚焦垂直母婴社区、强化移动终端互动、携手知名平面媒体的推广策略，再淘宝、天猫、唯品会等多个国内知名电商平台建立了网络销售渠道，扩大潜在消费客群的同时，增加客户粘性。

#### (二) 线下渠道：转型调整踏入正轨

##### 18年线下收入7.92亿元，同比增长9.21%。

截至2018年末，公司店铺总数量1,433家（净减2家），其中，直营渠道店铺总数量990家（净增16家），实现营收6.35亿元，同比增长10.20%，占线下收入比例为80.18%，环比17年占比提升0.72PCT。线下直营单店同比增速8.42%，公司直营店铺数量、效率双双提升，为线下总体增长奠定基础；

加盟渠道店铺总数量443家（净减18家），实现营收1.57亿元，同比增长5.41%，占线下收入比例为19.82%。线下加盟店同比增速9.69%，加盟店虽数量减少，但单店营运效率的提升，使得加盟店收入增速自15年以来首次由负转正。

2018年继续加快线下直营店铺结构调整，关闭经营业绩不达标的百货类店铺，积极扩展购物中心店铺，截至2018年末，购物中心直营店铺数量达264家（2017年末180家），持续优化线下渠道结构，为收入增长的持续、稳定奠定了重要基础。

**安奈儿 (002875.SZ)**

**谨慎推荐** (首次评级)

**分析师**

**李昂**

✉: 8610-83574538

✉: liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

**特此鸣谢:**

**林相宜**

✉: 8610-66568843

✉: linxiangyi\_yj@chinastock.com.cn

从业证书编号: S0130118090029

对本报告编制提供信息

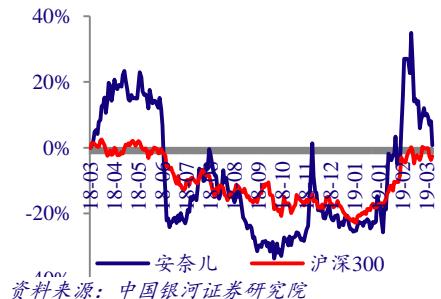
**市场数据**

**2019-03-27**

A股收盘价(元)	19.38
A股一年内最高价(元)	25.96
A股一年内最低价(元)	12.01
上证指数	3,022.72
市盈率	30.65
总股本 (万股)	13,186.17
实际流通 A 股(万股)	3,887.65
限售的流通 A 股(万股)	9,298.52
流通 A 股市值(亿元)	7.53

**相对沪深300表现图**

**2019-03-27**



资料来源：中国银河证券研究院

**相关研究**

【银河纺服】行业深度报告\_纺织服装行业\_消费分层时代，服装龙头享价值增长

### (三) 控费效果显著，归母净利润同比增长 21.08%

**2018 年 1-12 月公司实现营收 12.13 亿元，同比增长 17.56%；实现营业利润 1.00 亿元，同比增长 10.90%。**收入增速小于营业利润增速，主要系存货减值准备金额大幅增长，同比增加 776.61% 至 1,850.27 万元，主要因为 2018 年冬季销售未达预期。

**存货账款规模大幅增加，应收账款规模较为稳定，经营性现金流净额有所下降。**截至 2018 年末存货规模同比增加 44.12% 至 4.28 亿元，增幅超过收入增速 17.56%，存货周转天数增加 30 天至 240 天。我们认为存货规模增加较多的原因：1) 受 2018 年暖冬影响，传统冬季的销售旺季销售情况未达预期；2) 2019 部分春夏货品入库时间提前；3) 线下直营渠道规模持续扩大，导致存货规模的增加。应收账款规模同比增加 3.82% 至 0.69 亿元，应收账款周转天数稳定在 20 天；经营性现金流净额同比减少 15.09% 至 0.45 亿元。

**截至 2018 年末，公司资产负债率 30.44，同比增加 12.78%。**主要系购买原材料、应付加工厂账款增加导致负债增加。

**1-12 月毛利率同比减少 0.37CT 至 55.25%，净利率同比增加 2.99PCT 至 6.88%，与 2017 年基本持平。**其中 2018Q1-Q4 毛利率分别为 58.98%/55.13%/56.34%/52.02%，四季度毛利率较低，拉低全年毛利率水平，主要系受 2018 年暖冬影响，传统冬季的销售旺季销售情况未达预期，折扣较高的缘故。

**1-12 月期间费用率同比下降 2.53PCT 至 46.27%，**其中，销售费用、管理费用、销售费用分别为 40.44%/6.83%/-1.00%，同比变化 -0.70/-0.79/608.43PCT。财务费用减少较多系公司使用暂时闲置资金进行现金管理取得利息收入增加影响所致。

## 3. 投资建议

童装市场受消费升级、政策鼓励等利好因素催化，预计 2018-2020 年童装行业复合增长率约 14%，2020 年市场规模将达到 2,679 亿元。公司 1 月以来最高涨幅达 81.5%，高于同期上证综指 62PCT。近期公司估值有所回调，可持续关注国家开放三胎、全面开放计划生育等预期政策红利带来的主题性投资机会。

基于以上行业判断，我们假设 2019-2021 年门店净开店数量 80/82/80 家，以过去三年毛利率平均水平做预测。费用方面，由于公司加大线下渠道调整力度，我们认为 2019-2021 年销售费用率为 41.86%/41.50%/41.50%，管理费用率为 6.00%/5.80%/5.80%。由于 2018 年大幅计提存货跌价准备，我们预计 2019-2021 年公司将加大存货管理力度，存货减值损失规模将趋于合理，达到 1,200/800/500 万元。

基于以上盈利预测假设，我们预计公司当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 28.73/24.69/20.74 倍，2019-2021 年收入为 14.67/16.98/19.60 亿元，同比增速 20.97%/15.75%/15.42%，归母净利润为 0.89/1.03/1.23 亿元，EPS 为 0.674/0.785/0.934。童装市场仍处于高速增长、集中度不断提升的阶段，叠加政策制度利好，中长期投资价值较高。首次覆盖，我们给予“谨慎推荐”评级。

## 4. 风险提示

终端消费环境的不确定性、存货比重较大及其跌价的风险、线下渠道拓展成本支出过高、过度依赖单一品牌销售的风险等。

**附表 1：主要财务指标**

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	920.36	1,031.44	1,212.56	1,466.89	1,697.98	1,959.81
YOY	9.53%	12.07%	17.56%	20.97%	15.75%	15.42%
归属母公司股东净利润(百万元)	79.12	59.98	72.80	88.94	103.49	123.20
YOY	11.58%	-24.19%	21.38%	22.17%	16.37%	19.04%
EPS (元)	0.60	0.45	0.55	0.67	0.78	0.93
ROE	21.70%	7.56%	8.46%	9.55%	10.21%	11.08%
P/E	32.30	42.61	35.10	28.73	24.69	20.74
P/B	7.01	3.22	2.97	2.74	2.52	2.30
P/S	2.78	2.48	2.11	1.74	1.51	1.30
EV/EBITDA	11.82	16.46	22.51	15.19	13.13	11.28

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

**附表 2：公司财务报表**

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表				
					2018A	2019E	2020E	2021E	
<b>流动资产</b>					营业收入	1,212.56	1,466.89	1,697.98	1,959.81
现金	434.16	505.67	540.88	624.12	营业成本	542.58	637.43	751.84	866.31
应收账款	6,946.39	9,696.28	9,568.24	12,666.93	营业税金及附加	7.29	8.81	10.20	11.78
其它应收款	2,365.98	2,317.65	3,103.83	3,153.67	营业费用	490.37	613.99	704.66	813.32
预付账款	239.50	470.55	366.94	598.06	管理费用	56.42	88.01	98.48	113.67
存货	42,785.67	36,895.25	57,087.42	51,204.78	财务费用	-12.13	-9.53	-10.79	-12.12
其他	4,074.89	4,074.89	4,074.89	4,074.89	资产减值损失	20.13	12.00	8.00	5.00
<b>非流动资产</b>					公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	-	-	-	-	投资净收益	2.57	-	-	-
固定资产	14,824.39	14,011.74	13,168.70	12,625.66	营业利润	84.12	116.17	135.58	161.85
无形资产	685.10	685.10	685.10	685.10	营业外收入	-	-	-	-
其他	1,921.09	745.35	-	-	营业外支出	-26.35	-	-	-
<b>资产总计</b>	117,258.51	119,463.65	142,143.37	147,421.40	利润总额	84.43	118.58	137.99	164.27
<b>流动负债</b>					所得税	11.63	29.65	34.50	41.07
短期借款	-	-	-	-	净利润	72.80	88.94	103.49	123.20
应付账款	24,003.83	17,273.13	31,412.54	24,685.86	少数股东损益	-	-	-	-
其他	7,231.02	8,270.14	7,636.25	8,729.27	归属母公司净利润	72.80	88.94	103.49	123.20
<b>非流动负债</b>					EBITDA	94.93	135.39	153.36	170.63
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)	0.55	0.67	0.78	0.93
其他	-	-	-	-					
<b>负债合计</b>	31,234.85	25,543.26	39,048.78	33,415.13					
<b>少数股东权益</b>	-	-	-	-	<b>主要财务比率</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
归属母公司股东	86,023.66	93,920.39	103,094.59	114,006.27	营业收入	1,212.56	1,466.89	1,697.98	1,959.81
<b>负债和股东权益</b>	117,258.51	119,463.65	142,143.37	147,421.40	营业利润	84.12	116.17	135.58	161.85
					归属母公司净利润	72.80	88.94	103.49	123.20
<b>现金流量表</b>					毛利率	55.25%	56.55%	55.72%	55.80%
<b>经营活动现金流</b>					净利率	6.00%	6.06%	6.10%	6.29%
净利润	8,107.68	8,703.29	10,140.52	12,095.26	ROE	8.46%	9.55%	10.21%	11.08%
折旧摊销	2,361.50	788.39	788.39	43.04	ROIC	16.65%	18.05%	21.60%	23.75%
财务费用	-	-1,057.30	-1,177.37	-1,310.63	资产负债率	26.64%	21.53%	27.82%	23.12%

投资损失	2,013.48	1,200.00	800.00	500.00	净负债比率	36.31%	27.44%	38.53%	30.07%
营运资金变动	-7,108.21	-2,733.79	-7,241.18	-3,130.66	流动比率	3.20	4.12	3.34	4.10
其它	-913.65	-	-	-	速动比率	1.70	2.51	1.77	2.45
<b>投资活动现金流</b>					总资产周转率	1.03	1.24	1.21	1.36
资本支出					应收帐款周转率	17.46	15.13	17.75	15.47
长期投资	257.41	-	-	-	应付帐款周转率				
其他	27,300.00	180.93	180.93	180.93	每股收益	0.55	0.67	0.78	0.93
<b>筹资活动现金流</b>					每股经营现金	0.35	0.67	0.40	0.77
短期借款	-	-0.00	-0.00	-0.00	每股净资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-	-	-	-	P/E	35.10	28.73	24.69	20.74
其他	325.20	-	-	-	P/B	2.97	2.74	2.52	2.30
<b>现金净增加额</b>	1,175.43	7,151.33	3,521.42	8,324.05	P/S	2.11	1.74	1.51	1.30

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**李昂，行业分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址： [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区： 崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区： 何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区： 耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@ChinaStock.com.cn](mailto:gengyouyou@ChinaStock.com.cn)