

维格娜丝 (603518.SH)

动态分析

VGRASS 平稳增长, TEENIE WEENIE 线上增速较快, 线下门店继续调整

事件

公司披露年报, 2018 年实现营收 30.86 亿元, 同比增长 20.34%, 实现归母净利润 2.73 亿元, 同比增长 43.65%。基本每股收益 1.58 元。拟每 10 股派息 2.27 元, 转增 4 股。

投资要点

◆ **TEENIE WEENIE 全年并表贡献增速, 门店数量缩减影响业绩:** 公司营业收入较快增长, 源于 TEENIE WEENIE 全年并表。剔除并表因素后, TW 品牌增速有所放缓, 主要为门店数量缩减拖累。

TEENIE WEENIE 全年并表贡献增速: 分品牌看, 2018 年 VGRASS、云锦、TEENIE WEENIE 分别占营收 28%、1%、71%。VGRASS 品牌 2018 年营收增长 8.9%, 毛利率降至 68.8%。云锦品牌保持 5% 的平稳增长, 毛利率略有提升。剔除并表因素后, TEENIE WEENIE 品牌 2018 年实现 5% 的营收增长, 女装销量同比下降拖累品牌营收增速。

线上渠道贡献收入增长: 分渠道看, 公司线上、线下渠道营收占比分别为 15%、85%, 线上渠道占比逐步提升。2018 年公司线上渠道营收增长 24.5%, TEENIE WEENIE 天猫双十一女装销售额排名第九, VGRASS 品牌微商城销售额同比增长 92%。线下渠道营收增长 3.3%, 增速较 2017 年的 0.5% 有所回升, 门店数量减少持续影响线下渠道营收增速。

门店数量缩减拖累线下渠道增速: 门店方面, 2018 年末, 公司合计门店 1386 家, 较 2017 年末减少 65 家。其中, VGRASS 品牌门店净减少 5.5% 至 153 家, TEENIE WEENIE 品牌门店净减少 4.2% 至 1232 家, 云锦门店数量未发生变化。VGRASS 品牌店效增长良好, 1 年以上老店平均营收增长 14.7%, 门店调整为主品牌品牌提档及内生增长奠定基础。

◆ **并表及投资收益推升业绩, 财务费用侵蚀净利润:** 2018 年公司实现净利润增长 44%, 主要源于 TEENIE WEENIE 全年并表, 以及处置华宝信托投资增加归母净利 4123 万元。公司并购 TEENIE WEENIE 带来较大财务压力, 2018 年财务费用 2.3 亿元, 财务费用率 7.5%, 侵蚀净利润。公司 2018 年存货情况良好, 占营收比例约为 27.1%, 同比减少 0.48pct。2018 年末库存商品库龄结构良好, 1 年以内占比 78%, 1~2 年占比 17%, 存货风险可控。

◆ **投资建议:** 我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.76、2.06 和 2.37 元。净资产收益率分别为 11.7%、12.2% 和 12.6%。目前 PE (2019E) 约为 10 倍, 维持“增持-A”建议。

◆ **风险提示:** 并购 TW 后财务压力、债务压力较大; 并购 TW 产生较大商誉, 若 TW 经营承压, 商誉减值将影响业绩; TW 女装处于传统休闲向时尚休闲的转型期; 渠道拓

纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级

增持-A (维持)

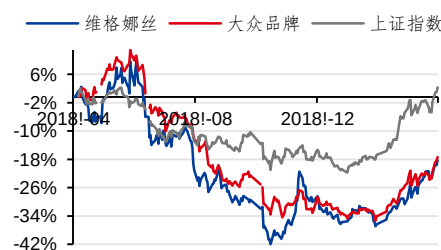
股价 (2019-04-03)

17.89 元

交易数据

总市值 (百万元)	3,230.11
流通市值 (百万元)	3,174.68
总股本 (百万股)	180.55
流通股本 (百万股)	177.46
12 个月价格区间	12.50/24.36 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.7	-3.99	-22.24
绝对收益	15.12	26.52	-19.7

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: 三季度业绩增长放缓, 销售费用率提升侵蚀净利润 2018-10-26

维格娜丝: VGRASS 延续内生增长趋势, TEENIE WEENIE 毛利率提升 2018-08-29

维格娜丝: 渠道调整致收入下滑, 毛利率稳定 2017-03-03

展进展或不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2,564.1	3,085.6	3,506.2	3,932.2	4,396.1
同比增长(%)	244.5%	20.3%	13.6%	12.1%	11.8%
营业利润(百万元)	298.4	413.6	466.9	546.2	631.9
同比增长(%)	159.1%	38.6%	12.9%	17.0%	15.7%
净利润(百万元)	189.9	272.8	318.6	371.3	428.3
同比增长(%)	89.3%	43.6%	16.8%	16.6%	15.3%
每股收益(元)	1.05	1.51	1.76	2.06	2.37
PE	17.0	11.8	10.1	8.7	7.5
PB	2.0	1.3	1.2	1.1	0.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、TEENIE WEENIE 全年并表贡献增速，门店数量缩减影响业绩	4
（一）TEENIE WEENIE 全年并表贡献增速	4
（二）线上渠道贡献收入增长	4
（三）门店数量缩减拖累线下渠道增速	5
二、并表及投资收益推升业绩，财务费用侵蚀净利润	5
（一）财务费用侵蚀净利润	6
（二）库存商品库龄结构良好	6
三、盈利预测	6
四、风险提示	7

图表目录

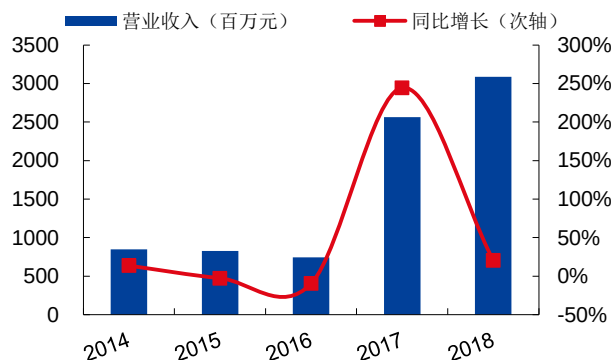
图 1：维格娜丝年度营业收入情况	4
图 2：维格娜丝年度归母净利情况	4
图 5：维格娜丝分品牌营业收入情况	4
图 6：维格娜丝剔除并表因素后的分品牌营收增速	4
图 7：维格娜丝剔除并表因素后的分渠道营业收入	5
图 8：维格娜丝剔除并表因素后的分渠道营收增速	5
图 3：维格娜丝分品牌门店数量情况	5
图 4：主品牌 VGRASS 一年以上老店店均营收增速	5
图 9：维格娜丝利润率情况	6
图 10：维格娜丝费用率情况	6
图 11：维格娜丝存货及其占营收	6
图 12：维格娜丝资产减值损失	6
表 1：维格娜丝主营业务收入预测	7

一、TEENIE WEENIE 全年并表贡献增速，门店数量继续调整

公司披露年报，2018 年实现营收 30.86 亿元，同比增长 20.34%，实现归母净利 2.73 亿元，同比增长 43.65%。基本每股收益 1.58 元。拟每 10 股派息 2.27 元，转增 4 股。

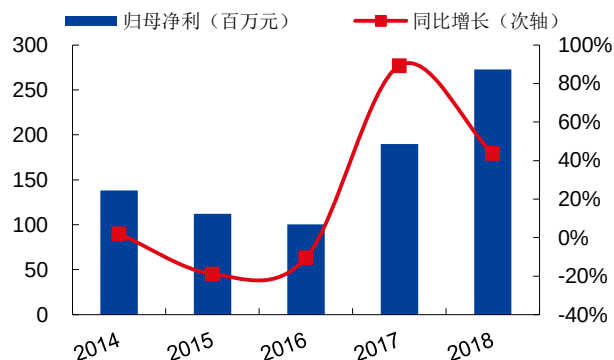
公司营业收入较快增长，源于 TEENIE WEENIE 全年并表。剔除并表因素后，增速有所放缓，主要为门店数量缩减拖累。

图 1：维格娜丝年度营业收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：维格娜丝年度归母净利情况

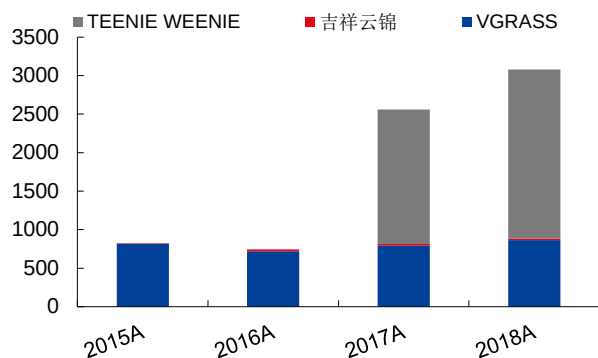


资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）TEENIE WEENIE 全年并表贡献增速

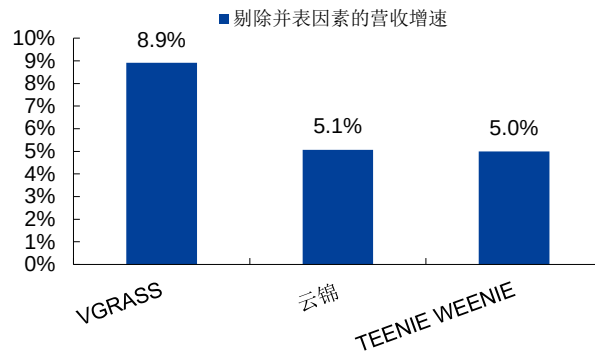
分品牌看，2018 年 VGRASS、云锦、TEENIE WEENIE 分别占营收 28%、1%、71%。VGRASS 品牌 2018 年营收增长 8.9%，毛利率降至 68.8%，毛利率降低主要源于目前 VGRASS 品牌处于产品提档过程中，产品档次提升需要首先改变消费者对产品质量的认知，成本提升快于商品价格提升。云锦品牌保持 5% 的平稳增长，毛利率略有提升。剔除并表因素后，TEENIE WEENIE 品牌 2018 年实现 5% 的营收增长，女装销量同比下降拖累品牌营收增速。

图 3：维格娜丝分品牌营业收入情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：维格娜丝剔除并表因素后的分品牌营收增速

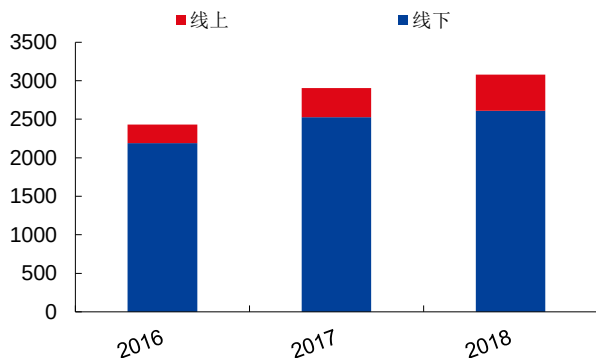


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）线上渠道贡献收入增长

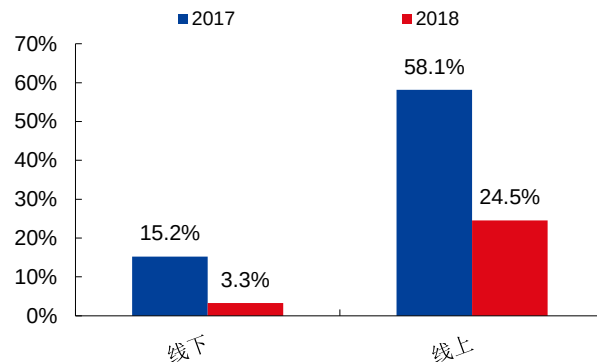
分渠道看，公司线上、线下渠道营收占比分别为 15%、85%，线上渠道占比逐步提升。2018 年公司线上渠道营收增长 24.5%，TEENIE WEEIE 天猫双十一女装销售额排名第九，较去年前进一步，目前已成为天猫女装重点合作品牌，VGRASS 品牌微商城快速发展，销售额同比增长 92%，线上渠道持续较快增长。线下渠道营收增长 3.3%，增速较 2017 年的 0.5% 有所回升，门店数量减少持续影响线下渠道营收增速。

图 5：维格娜丝剔除并表因素后的分渠道营业收入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：维格娜丝剔除并表因素后的分渠道营收增速

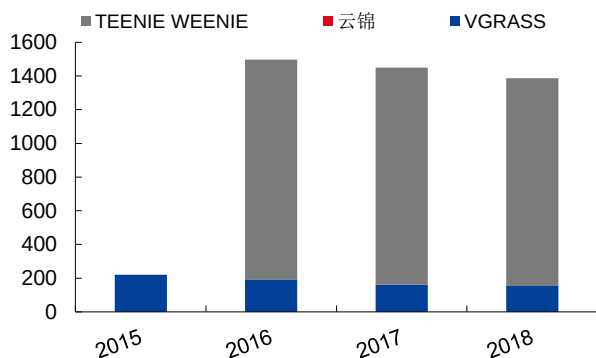


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）门店数量缩减拖累线下渠道增速

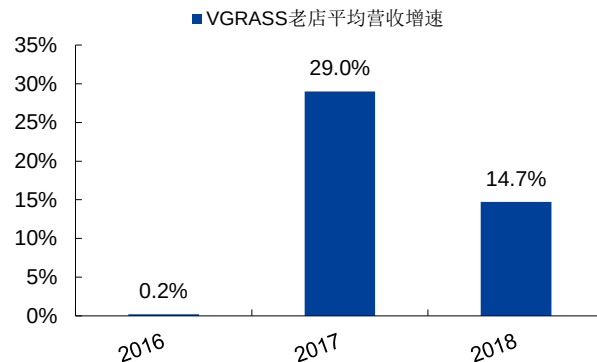
门店方面，2018 年末，公司合计门店 1386 家，较 2017 年末减少 65 家。其中，VGRASS 品牌门店净减少 5.5% 至 153 家，TEENIE WEEIE 品牌门店净减少 4.2% 至 1232 家，云锦门店数量未发生变化。2018 年公司主品牌提档，叠加消费增速放缓，公司门店持续调整，目前 VGRASS 品牌店效增长良好。2018 年 VGRASS 品牌 1 年以上老店平均营收增长 14.7%，所有门店月平均营收增长 20.15%，门店调整为主品牌品牌提档及内生增长奠定基础。

图 7：维格娜丝分品牌门店数量情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：主品牌 VGRASS 一年以上老店店均营收增速



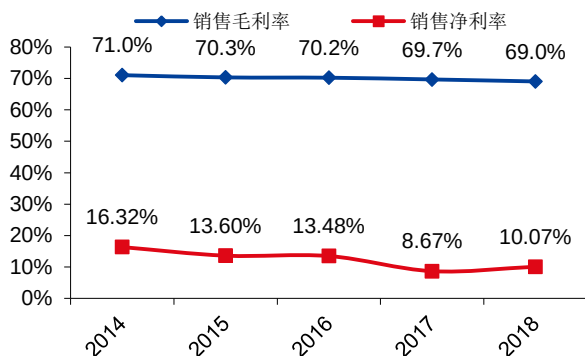
资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、并表及投资收益推升业绩，财务费用侵蚀净利润

（一）财务费用侵蚀净利润

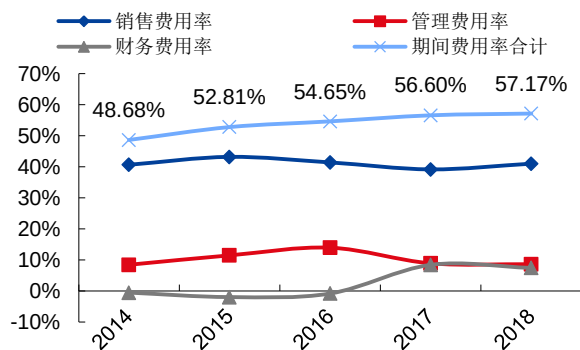
2018 年公司实现净利润 2.7 亿元，同比增长 44%，主要源于 TEENIE WEENIE 全年并表，以及处置华宝信托投资，增加投资收益 5947 万元，推升归母净利 4123 万元。此外，公司并购 TEENIE WEENIE 带来较大财务压力，2018 年财务费用 2.3 亿元，财务费用率 7.5%，侵蚀净利润。

图 9：维格娜丝利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：维格娜丝费用率情况

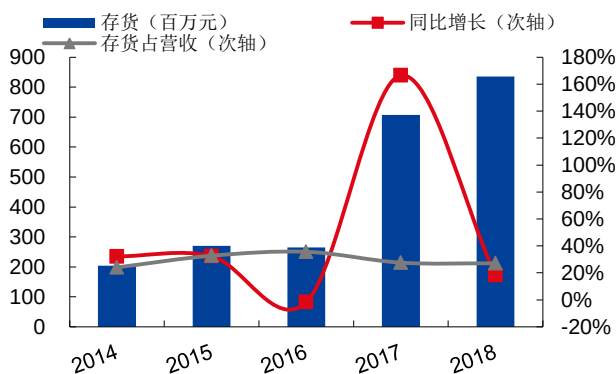


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）库存商品库龄结构良好

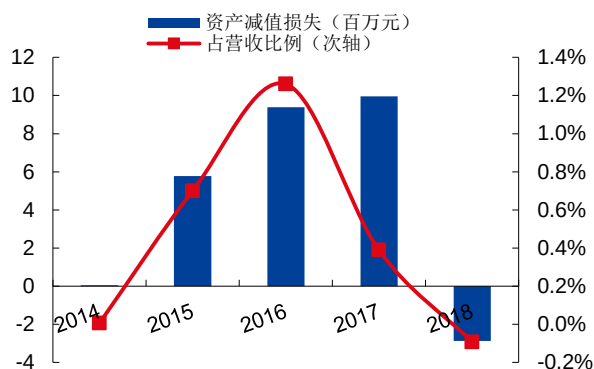
公司 2018 年存货情况良好，占营收比例约为 27.1%，同比减少 0.48pct。2018 年末库存商品库龄结构良好，1 年以内占比 78%，1~2 年占比 17%，存货风险可控。良好的库龄结构使库存减值有所冲回，2018 年资产减值损失为-286 万元。

图 11：维格娜丝存货及其占营收



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：维格娜丝资产减值损失



资料来源：Wind，华金证券研究所

三、盈利预测

我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.76、2.06 和 2.37 元。净资产收益率分别为 11.7%、12.2% 和 12.6%。目前 PE (2019E) 约为 10 倍，维持“增持-A”建议。

表 1：维格娜丝主营业务收入预测

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
VGRASS	营业收入	716.45	791.81	862.34	957.20	1062.49	1179.36
	增长率		10.52%	8.91%	11.00%	11.00%	11.00%
	毛利率	97.03%	70.12%	68.78%	69.00%	69.00%	69.00%
吉祥云锦	营业收入	27.49	22.05	23.17	27.80	33.36	40.03
	增长率		-19.80%	5.07%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	69.08%	69.87%	71.40%	72.00%	72.00%	72.00%
TEENIE WEENIE	营业收入		1743.80	2193.29	2513.51	2827.70	3167.02
	增长率			25.78%	14.60%	12.50%	12.00%
	毛利率		69.52%	69.21%	70.00%	70.00%	70.00%
合计	营业收入	743.94	2557.66	3078.79	3498.50	3923.54	4386.41
	增长率	-9.64%	243.80%	20.38%	13.63%	12.15%	11.80%
	毛利率	96.00%	69.71%	69.10%	69.74%	69.75%	69.75%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、风险提示

并购 TW 后财务压力、债务压力较大；并购 TW 产生较大商誉，若 TW 经营承压，商誉减值将影响业绩；TW 女装处于传统休闲向时尚休闲的转型期；渠道拓展进展或不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,564.1	3,085.6	3,506.2	3,932.2	4,396.1	年增长率					
减: 营业成本	777.3	955.1	1,060.9	1,189.6	1,329.9	营业收入增长率	244.5%	20.3%	13.6%	12.1%	11.8%
营业税费	15.0	14.9	16.9	19.0	21.2	营业利润增长率	159.1%	38.6%	12.9%	17.0%	15.7%
销售费用	1,005.0	1,266.1	1,455.1	1,651.5	1,868.4	净利润增长率	89.3%	43.6%	16.8%	16.6%	15.3%
管理费用	229.4	163.6	303.3	340.1	380.3	EBITDA 增长率	339.5%	43.9%	-10.3%	9.2%	8.8%
财务费用	217.0	230.4	198.1	180.4	159.0	EBIT 增长率	371.0%	44.9%	-11.0%	9.3%	8.8%
资产减值损失	10.0	-2.9	8.0	8.4	8.8	NOPLAT 增长率	339.0%	26.9%	7.9%	9.3%	8.8%
加: 公允价值变动收益	-17.1	6.7	-	-	-	投资资本增长率	704.6%	2.9%	3.5%	0.0%	1.6%
投资和汇兑收益	5.3	51.8	3.0	3.2	3.3	净资产增长率	27.1%	43.9%	13.3%	12.2%	12.5%
营业利润	298.4	413.6	466.9	546.2	631.9	盈利能力					
加: 营业外净收支	16.2	19.6	17.0	17.9	18.8	毛利率	69.7%	69.0%	69.7%	69.7%	69.7%
利润总额	314.6	433.2	483.9	564.1	650.7	营业利润率	11.6%	13.4%	13.3%	13.9%	14.4%
减: 所得税	92.4	122.3	121.0	141.0	162.7	净利润率	7.4%	8.8%	9.1%	9.4%	9.7%
净利润	189.9	272.8	318.6	371.3	428.3	EBITDA/营业收入	20.7%	24.8%	19.5%	19.0%	18.5%
						EBIT/营业收入	20.1%	24.2%	19.0%	18.5%	18.0%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	72.0%	59.8%	58.4%	51.9%	50.1%
货币资金	661.4	734.5	876.6	983.1	1,099.0	负债权益比	256.8%	148.9%	140.7%	107.7%	100.5%
交易性金融资产	99.4	-	-	-	-	流动比率	1.51	1.83	1.62	1.58	1.42
应收帐款	568.5	547.1	816.5	712.7	996.9	速动比率	1.04	1.14	1.01	1.04	0.95
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	2.38	3.24	3.36	4.03	4.97
预付帐款	33.4	30.9	57.5	41.7	69.2	营运能力					
存货	707.0	836.1	1,108.9	926.7	1,105.0	固定资产周转天数	14	12	10	9	8
其他流动资产	182.5	74.6	78.3	82.3	86.4	流动营业资本周转天数	62	62	71	72	69
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	219	261	265	260	250
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	46	65	70	70	70
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	68	90	100	93	83
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	577	773	714	655	601
固定资产	102.1	98.3	102.9	97.9	88.7	投资资本周转天数	365	547	496	450	406
在建工程	20.5	23.3	9.3	3.7	1.5	费用率					
无形资产	1,525.7	1,523.0	1,520.9	1,519.0	1,517.3	销售费用率	39.2%	41.0%	41.5%	42.0%	42.5%
其他非流动资产	2,716.2	2,771.9	2,705.3	2,675.7	2,683.4	管理费用率	8.9%	5.3%	8.7%	8.7%	8.7%
资产总额	6,616.6	6,639.7	7,276.1	7,042.8	7,647.3	财务费用率	8.5%	7.5%	5.7%	4.6%	3.6%
短期债务	385.9	328.4	534.2	770.4	993.6	三费/营业收入	56.6%	53.8%	55.8%	55.2%	54.8%
应付帐款	826.0	142.1	535.7	224.3	625.3	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	11.6%	11.3%	11.7%	12.2%	12.6%
其他流动负债	280.1	744.1	746.1	747.4	749.7	ROA	3.4%	4.7%	5.0%	6.0%	6.4%
长期借款	3,249.0	2,736.6	2,415.3	1,887.4	1,440.6	ROIC	63.4%	10.0%	10.5%	11.1%	12.1%
其他非流动负债	20.9	20.4	21.5	22.5	23.7	分红指标					
负债总额	4,761.9	3,971.5	4,252.8	3,652.1	3,832.8	DPS(元)	0.13	0.23	0.26	0.31	0.36
少数股东权益	213.8	251.8	296.2	348.0	407.7	分红比率	12.7%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股本	152.3	180.6	180.6	180.6	180.6	股息收益率	0.7%	1.3%	1.5%	1.7%	2.0%
留存收益	1,545.8	2,275.8	2,546.6	2,862.2	3,226.3						
股东权益	1,854.6	2,668.1	3,023.3	3,390.7	3,814.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	222.2	310.9	318.6	371.3	428.3	EPS(元)	1.05	1.51	1.76	2.06	2.37
加: 折旧和摊销	74.1	111.6	20.2	22.0	23.3	BVPS(元)	9.09	13.38	15.10	16.85	18.87
资产减值准备	10.0	-2.9	-	-	-	PE(X)	17.0	11.8	10.1	8.7	7.5
公允价值变动损失	17.1	-6.7	-	-	-	PB(X)	2.0	1.3	1.2	1.1	0.9
财务费用	219.1	236.0	198.1	180.4	159.0	P/FCF	-19.0	-6.3	83.3	39.9	25.2
投资损失	-5.3	-51.8	-3.0	-3.2	-3.3	P/S	1.3	1.0	0.9	0.8	0.7
少数股东损益	32.3	38.0	44.4	51.7	59.7	EV/EBITDA	10.7	7.3	7.9	6.8	5.9
营运资金的变动	445.6	478.2	-109.2	18.4	-97.3	CAGR(%)	23.9%	16.2%	53.5%	23.9%	16.2%
经营活动产生现金流量	379.2	437.0	469.1	640.7	569.7	PEG	0.7	0.7	0.2	0.4	0.5
投资活动产生现金流量	-3,829.9	47.3	-5.8	-6.4	-6.9	ROIC/WACC	8.0	1.3	1.3	1.4	1.5
融资活动产生现金流量	3,938.7	-396.5	-321.3	-527.9	-446.9						

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.huajinsec.cn