

多品牌协同发展，业绩稳步增长

投资要点

- **事件:** 公司 2018 年实现营收 24.4 亿元, 同比+18.7%, 归母净利润 3.7 亿元, 同比+20.7%, 扣非后归母净利润同比+16.1%。
- **公司毛利率下降, 公司期间费用率略微上升。** 2018 年公司毛利率下降 0.63pp 至 68.2%, 期间费用率+1.05pp 至 43.1%。其中, 销售费用率+1.10pp 至 20.0%, 主要是销售增长导致销售提成及 激励增加、营销网络扩大及并表因素影响所致; 管理费用率下降 1.26pp 至 13.1%, 财务费用率+1.22pp 至 0.02%。
- **品牌: 多品牌协同发展。** 公司共拥有 5 个时装品牌, 覆盖不同细分市场需求。
 (1) **歌力思:** 2018 年店铺总数为 312 家, 月店均销售额同比+8.3%; 其中, 直营店月店均销售额同比+10.7%, 直营店同期同店单店销售收入同比+ 6.9%, 终端单店销售稳步增长。(2) **LAUREL:** 在国内新开店铺 9 家, 店铺总数为 37 家; 实现主营业务收入 1.1 亿元, 同比+14.1%, 终端销售快速增长。(3) **Ed Hardy:** 2018 年净增店铺 33 家, 店铺合计 181 家, 实现主营业务收入 5.0 亿元, 较去年同期并表收入增加 14.2%。(4) **IRO:** 公司重新调整 IRO 业务体系, 全面接管其国内业务运营。2018 年 IRO 陆续在上海港汇广场、北京 SKP、南京德基等地开设 13 家终端店铺。(5) **VIVIENNE TAM:** 已在北京王府中环购物中心、深圳益田假日广场等地开设 13 家终端店铺。未来, 公司将持续通过现有旗下品牌的协同资源, 加速品牌在国内的推广, 并陆续开设终端店铺进行运营。
- **渠道: 百货电商稳健发展, 线上线下全渠道布局。** (1) **百货电商:** 百货电商已运营包括 PANDORA、TISSOT、Clarks、Maje、Sandro、C.P.U.、Kipling、ELLE 等近 40 个国际知名品牌且将持续引入新品牌。2018 年百货实现净利润 0.6 亿元, 同比+20%, 经营业绩持续快速增长。(2) **销售模式:** 公司采用线下渠道为主, 线上渠道辅助的销售模式, 其中线下分直营和分销两类, 主要集中在二、三线城市的核心商圈。2018 年线下和线上占主营业务收入比重分别为 95.3%、4.7%。
- **盈利预测与评级。** 预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 4.6 亿元、5.6 亿元和 6.6 亿元, EPS 分别为 1.39 元、1.69 元和 1.99 元, 对应 PE 分别为 12/10/9 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动与劳动力成本上升风险; 客户集中度较高的风险。

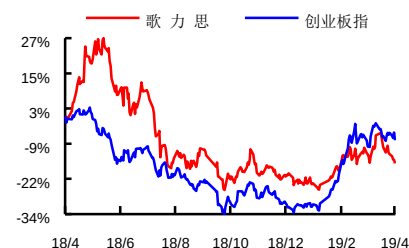
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2436.10	3182.28	3788.73	4275.47
增长率	18.66%	30.63%	19.06%	12.85%
归属母公司净利润 (百万元)	365.01	461.67	561.10	660.80
增长率	20.74%	26.48%	21.54%	17.77%
每股收益 EPS (元)	1.10	1.39	1.69	1.99
净资产收益率 ROE	16.44%	17.71%	18.15%	18.06%
PE	15	12	10	9
PB	2.42	2.08	1.78	1.51

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
 执业证号: S1250517080002
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn
 联系人: 嵇文欣
 电话: 021-58351812
 邮箱: jwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.33
流通 A 股(亿股)	3.26
52 周内股价区间(元)	15.07-26.0
总市值(亿元)	56.36
总资产(亿元)	36.95
每股净资产(元)	7.05

相关研究

1 多品牌覆盖不同细分领域，线上线下建设全国营销渠道

公司主要从事女装的设计研发、生产和销售。公司是中国服装协会副会长单位、中国流行色协会授牌的中国女装色彩研发基地。“Ellassay”定位为中国高级女装品牌。经过多年的推广与经营，“Ellassay”已成长为极具竞争力的高端女装品牌。公司通过全资子公司东明国际拥有 LAUR è L GMBH 在中国独立的所有权，包括设计权、定价权和销售权。“Laur è l”品牌的定位为国际轻奢高档女装，于 1978 年在慕尼黑成立，原为德国三大著名奢侈品牌之一的 ESCADA 旗下品牌。公司通过子公司香港唐利国际控股有限公司持有美国轻奢潮流品牌 Ed Hardy 在中国大陆及港澳台地区的品牌所有权，包括主品牌 Ed Hardy 及副品牌 Ed HardySkinwear、Baby Hardy 等。公司通过收购深圳前海上林投资管理有限公司 16% 股权，IRO 是定位于轻奢领域的法国设计师品牌，以“street girls&fashionable women”为设计理念，追求街头情怀的法式简约风格，主打时尚女装产品。

图 1：公司品牌

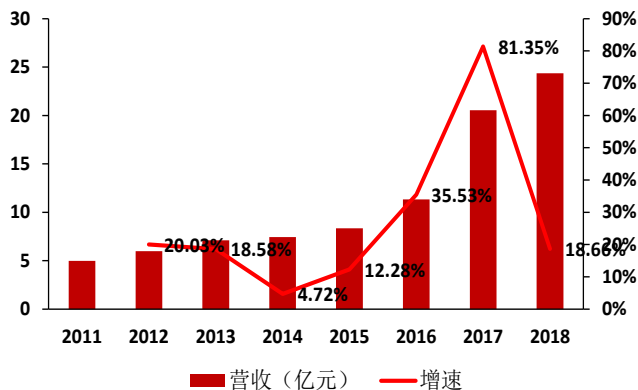


数据来源：公司公告，西南证券整理

2011 年以来公司业绩维持增长态势。2014 年公司实现营业收入 7.4 亿元，同比增长 4.7%，主要是因为公司产品销售数量的增长；归母净利润 1.4 亿元，同比增长 1.4%；扣非后归母净利润 1.3 亿元，同比下降 0.2%。2015 年公司专注主业经营，凭借创新的模式、有效的门店零售及供应商管理，持续挖掘业务的内涵式增长，业绩稳步提升，实现营业收入 8.4 亿元，同比增长 12.3%，归母净利润 1.6 亿元，同比增长 15.8%。2016 年公司实现营业收入 11.3 亿元，同比增长 35.5%，主要是合并唐利国际和百秋网络收入所致；归母净利润 2.0 亿元，同比增长 23.8%。2016 年唐利国际经审计的营业收入为 2.4 亿元，同比增长 71.8%。2017 年公司各品牌稳健运营，实现营收 11.6 亿元，同比增长 49.8%，归母净利润 1.3 亿元，同比增长 58.8%，多品牌策略初见成效。

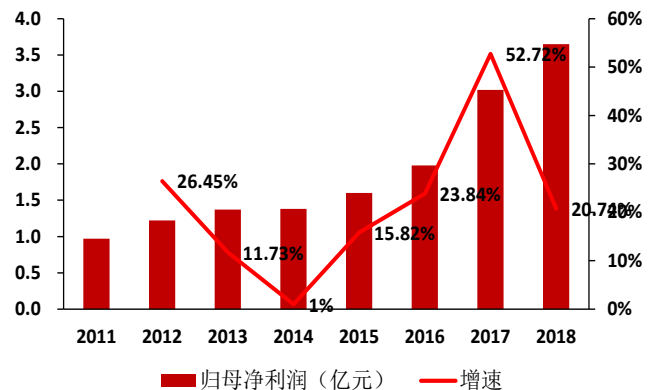
2018 年公司业绩。公司 2018 年持续的推进各项管理的提升，销售和利润都保持了稳步的增长，公司营业收入达到 24.4 亿元，较上年同期增加 18.7%；归属于上市公司股东的净利润达到 3.7 亿元，较上年同期增加 20.7%。

图 2：2012 年以来公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

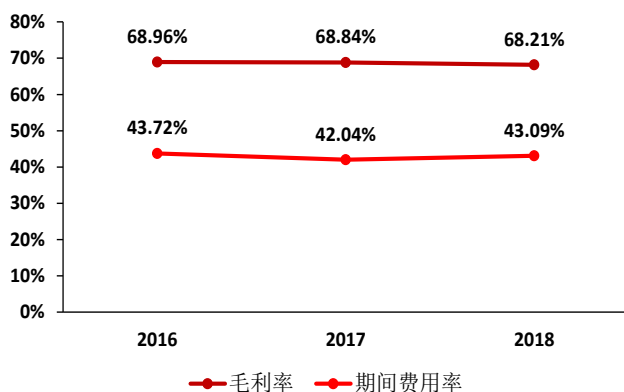
图 3：2012 年以来公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

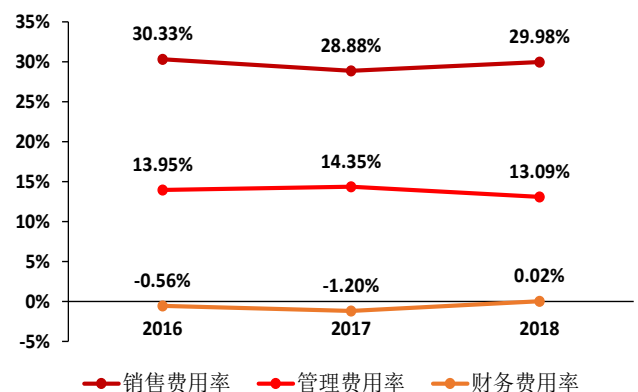
2018 年公司毛利率下降，公司期间费用率略微上升。2018 年公司毛利率下降 0.63pp 至 68.2%，期间费用率上升 1.05pp 至 43.1%。其中，销售费用率上升 1.10pp 至 20.0%，主要是销售增长导致销售提成及激励增加、营销网络扩大及并表因素影响所致；管理费用率下降 1.26pp 至 13.1%，财务费用率上升 1.22pp 至 0.02%。

图 4：公司毛利率、期间费用率变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

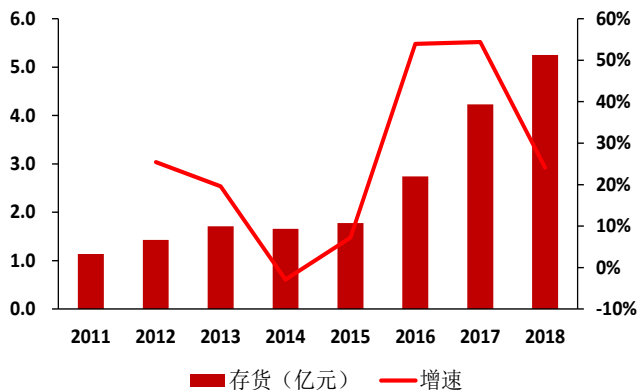
图 5：公司销售、管理、财务费用率变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

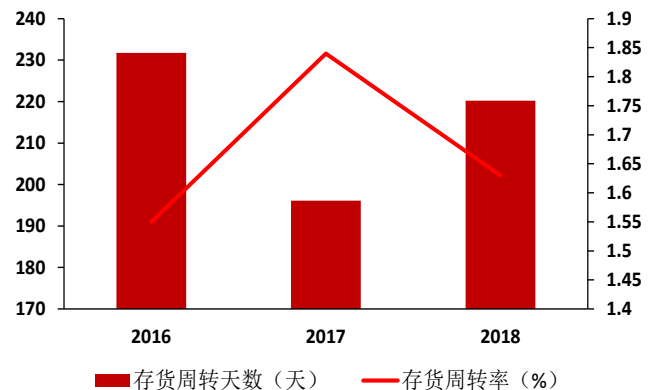
2018 年公司存货规模上升。公司存货余额为 5.3 亿元，较期初增长 24.1%，公司存货周转天数为 220.2 天，较上期减少 24.1 天，存货周转率为 1.6%。存货较年初增加 1.0 亿元，主要原因是公司销售增长及营销网络增加带来的备货增加。公司将采取激励措施，严格管理控制存货，合理规划生产，持续提升存货周转率。

图 6：2014 年以来公司存货及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

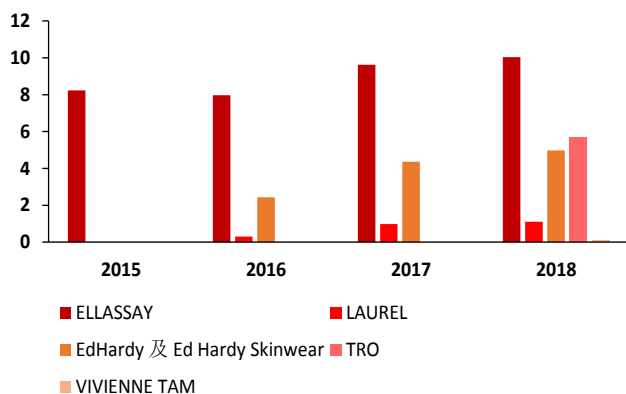
图 7：2014 年以来公司存货周转天数及周转率



数据来源：公司公告，西南证券整理

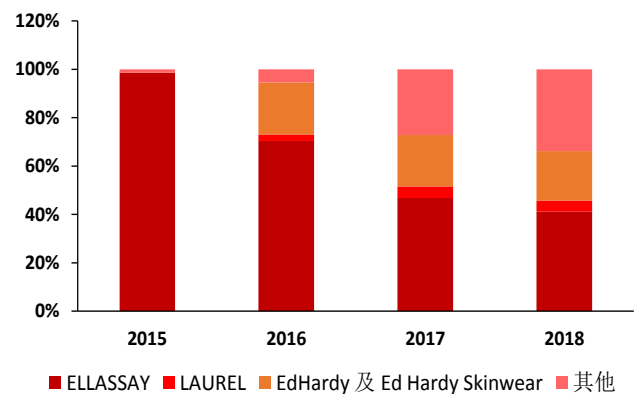
多品牌协同发展。公司拥有 5 个高级时装品牌，且不断在物色符合战略定位的标的品牌，其中 ELLASSAY 为公司自有品牌，LAUREL、Ed Hardy、IRO、VIVIENNE TAM 为公司控股持有的国际品牌。公司主要产品按品类分为上衣类、裙类、外套类、裤类、女鞋及配饰六大类，五大品牌覆盖不同细分市场需求，推动公司快速发展。2018 年歌力思营收 10.0 亿元，收入占比为 41.2%。LAUREL 营收 1.1 亿元，占比 4.6%。Ed Hardy 营收 5.0 亿元，占比 20.4%。IRO 和 VIVIENNE TAM 分别营收 5.7 亿元、0.1 亿元。

图 8：公司各品牌收入情况（亿元）



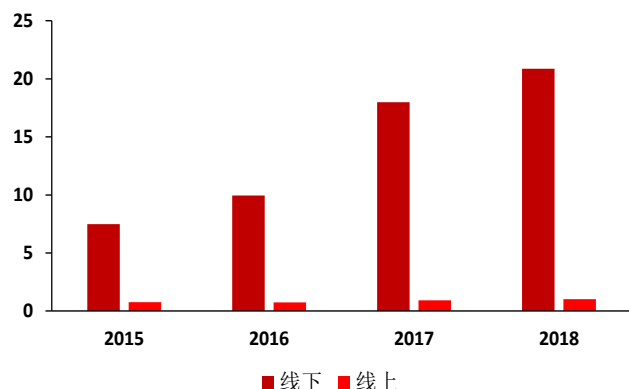
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司各品牌收入占比情况

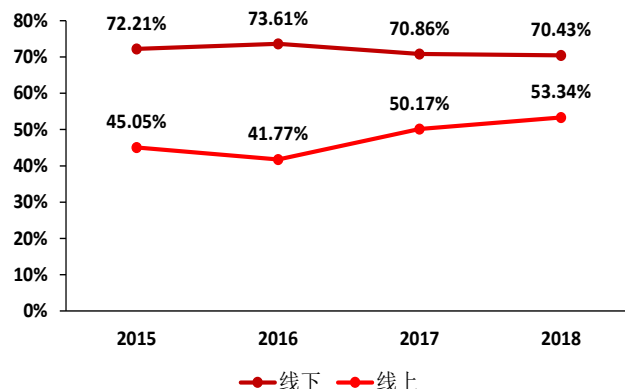


数据来源：公司公告，西南证券整理

线上线下全渠道发展。公司采用线下渠道为主，线上渠道辅助的销售模式。（1）线上：公司通过百秋电商增强各品牌的线上运营能力，百秋网络实现净利润 6005.5 万元，同比增加 20%，未来仍将持续健康增长。2018 年公司线上营收 1.0 亿元，同比+10.8%，毛利率为 53.3%。未来公司各品牌线上线下互动均有较强的系统保障，加强与顾客的线上、线下互动，形成行之有效的顾客管理策略，可以为消费者提供更好的消费体验，增强消费者与品牌之间的黏性。（2）线下：公司线下网络覆盖华南、华东、西南、华中、华北、西北和东北七个地区。2018 年公司主品牌 ELLASSAY 拥有 312 家终端店铺；Ed Hardy 系列品牌拥有 181 家终端店铺；LAUREL 品牌拥有 37 家终端店铺；IRO 品牌在全球拥有 49 家直营终端店铺，VIVIENNE TAM 已在北京王府中环购物中心和深圳益田假日广场等地开设 13 家终端店铺。2018 年公司线下营收 20.9 亿元，同比+16.1%，毛利率为 70.4%。

图 10: 公司线下收入情况 (亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 11: 公司线上线下毛利率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

假设 1: 预计 2019-2021 年公司上衣销量增速分别为 30%、16%、12%;

假设 2: 预计 2019-2021 年公司外套销量增速分别为 25%、15%、10%;

假设 3: 预计 2019-2021 年公司裙子销量增速分别为 16%、12%、10%;

假设 4: 预计 2019-2021 年公司裤子销量增速分别为 30%、20%、15%。

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计						
营业收入	1132.06	2053.05	2436.1	3182.28	3788.73	4275.47
yoy	35.53%	81.35%	18.66%	30.63%	19.06%	12.85%
营业成本	351.42	639.82	774.47	1003.75	1169.99	1284.06
毛利率	68.96%	68.84%	68.21%	68.46%	69.12%	69.97%
上衣						
收入	348.93	542.12	565.78	735.51	853.20	955.58
yoy		55.37%	4.36%	30%	16%	12%
成本	95.85	147.31	158.86	205.94	230.36	248.45
毛利率	72.53%	72.83%	71.92%	72%	73%	74%
外套						
收入	314.75	411.16	470.38	587.98	676.17	743.79
yoy		30.63%	14.40%	25%	15%	10%
成本	96.05	127.33	155.28	188.15	216.37	230.57
毛利率	69.48%	69.03%	66.99%	68%	68%	69%
裙子						
收入	238.38	275.71	318.56	369.53	413.87	455.26

单位: 百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
yoy		15.66%	15.54%	16%	12%	10%
成本	60.88	65.31	76.72	88.69	95.19	104.71
毛利率	74.46%	76.31%	75.92%	76%	77%	77%
裤子						
收入	129.56	213.17	215.66	280.36	336.43	386.89
yoy		64.53%	1.17%	30%	20.00%	15%
成本	36.21	55.5	57.73	72.89	84.11	92.85
毛利率	72.05%	73.97%	73.23%	74%	75%	76%
女鞋						
收入	9.18	8.28	6.21	5.59	4.92	4.18
yoy		-9.80%	-25.00%	-10%	-12%	-15%
成本	4.78	3.69	3.21	2.85	2.46	2.05
毛利率	47.89%	55.49%	48.34%	49%	50%	51%
其他						
收入	91.26	602.61	859.51	1203.31	1504.14	1729.76
yoy		5.603222	42.63%	40%	25%	15%
成本	57.65	240.68	322.67	445.23	541.49	605.42
毛利率	36.83%	60.06%	62.46%	63%	64%	65%

数据来源: wind, 西南证券

预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 4.6 亿元、5.6 亿元和 6.6 亿元, EPS 分别为 1.39 元、1.69 元和 1.99 元, 对应 PE 分别为 12 倍、10 倍、9 倍。行业平均估值为 14.3 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 2: 可比公司估值比较

代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE		
				TTM	19E	20E
600398.SH	海澜之家	403.90	403.90	11.69	10.83	10.05
600655.SH	豫园股份	379.57	379.57	12.57	10.96	9.74
002563.SZ	森马服饰	298.06	298.06	17.61	15.64	13.34
601718.SH	际华国际	197.62	197.62	49.81	21.77	20.11
603808.SH	歌力思	56.36	56.36	15.30	12.24	10.19
平均		--	--	21.40	14.29	12.69

数据来源: wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2436.10	3182.28	3788.73	4275.47	净利润	439.35	555.70	675.37	795.38
营业成本	774.47	1003.75	1169.99	1284.06	折旧与摊销	93.32	83.68	83.68	83.68
营业税金及附加	22.52	38.19	45.46	51.31	财务费用	0.51	22.25	24.55	25.74
销售费用	730.46	954.68	1155.56	1304.02	资产减值损失	53.37	50.00	50.00	50.00
管理费用	239.38	397.79	473.59	534.43	经营营运资本变动	-56.34	-168.30	-66.84	-95.67
财务费用	0.51	22.25	24.55	25.74	其他	-119.80	77.18	-47.95	-55.74
资产减值损失	53.37	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	410.42	620.50	718.81	803.38
投资收益	2.04	0.00	0.00	0.00	资本支出	-489.87	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	377.96	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-111.91	0.00	0.00	0.00
营业利润	557.87	715.62	869.57	1025.91	短期借款	-113.13	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.15	-0.68	-1.76	-1.08	长期借款	-33.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	558.02	714.94	867.81	1024.83	股权融资	-88.83	0.00	0.00	0.00
所得税	118.67	159.24	192.44	229.45	支付股利	0.00	-73.00	-92.33	-112.22
净利润	439.35	555.70	675.37	795.38	其他	-75.30	-39.20	-24.55	-25.74
少数股东损益	74.34	94.02	114.27	134.58	筹资活动现金流净额	-310.30	-112.20	-116.89	-137.96
归属母公司股东净利润	365.01	461.67	561.10	660.80	现金流量净额	-12.88	508.30	601.93	665.42
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	641.31	1149.60	1751.53	2416.95	成长能力				
应收和预付款项	483.40	720.38	804.76	915.77	销售收入增长率	18.66%	30.63%	19.06%	12.85%
存货	524.50	552.61	663.14	746.13	营业利润增长率	14.59%	28.28%	21.51%	17.98%
其他流动资产	163.94	214.15	254.96	287.72	净利润增长率	23.93%	26.48%	21.54%	17.77%
长期股权投资	97.70	97.70	97.70	97.70	EBITDA 增长率	20.30%	26.06%	19.02%	16.11%
投资性房地产	81.09	81.09	81.09	81.09	获利能力				
固定资产和在建工程	200.64	191.61	182.58	173.56	毛利率	68.21%	68.46%	69.12%	69.97%
无形资产和开发支出	1251.51	1184.55	1117.59	1050.63	三费率	39.83%	43.20%	43.65%	43.60%
其他非流动资产	216.73	209.05	201.36	193.67	净利率	18.03%	17.46%	17.83%	18.60%
资产总计	3660.83	4400.74	5154.71	5963.21	ROE	16.44%	17.71%	18.15%	18.06%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.00%	12.63%	13.10%	13.34%
应付和预收款项	496.84	692.37	806.29	892.51	ROIC	23.98%	28.34%	33.64%	38.31%
长期借款	47.82	47.82	47.82	47.82	EBITDA/销售收入	26.75%	25.82%	25.81%	26.55%
其他负债	443.61	522.25	579.27	618.39	营运能力				
负债合计	988.27	1262.44	1433.37	1558.72	总资产周转率	0.67	0.79	0.79	0.77
股本	332.69	332.69	332.69	332.69	固定资产周转率	11.80	16.23	20.25	24.01
资本公积	1001.87	1001.87	1001.87	1001.87	应收账款周转率	6.88	7.17	6.76	6.66
留存收益	1103.81	1492.48	1961.24	2509.83	存货周转率	1.29	1.67	1.59	1.55
归属母公司股东权益	2331.34	2703.07	3171.83	3720.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.12%	—	—	—
少数股东权益	341.22	435.24	549.51	684.09	资本结构				
股东权益合计	2672.56	3138.30	3721.34	4404.50	资产负债率	27.00%	28.69%	27.81%	26.14%
负债和股东权益合计	3660.83	4400.74	5154.71	5963.21	带息债务/总负债	4.84%	3.79%	3.34%	3.07%
					流动比率	2.38	2.54	2.88	3.28
					速动比率	1.69	2.01	2.33	2.72
					股利支付率	0.00%	15.81%	16.46%	16.98%
					每股指标				
					每股收益	1.10	1.39	1.69	1.99
					每股净资产	7.01	8.12	9.53	11.18
					每股经营现金	1.23	1.87	2.16	2.41
					每股股利	0.00	0.22	0.28	0.34
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	651.70	821.55	977.80	1135.33					
PE	15.44	12.21	10.04	8.53					
PB	2.42	2.08	1.78	1.51					
PS	2.31	1.77	1.49	1.32					
EV/EBITDA	7.15	5.05	3.63	2.54					
股息率	0.00%	1.30%	1.64%	1.99%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn