

2019年08月20日

公司研究●证券研究报告

安奈儿 (002875. SZ)

动态分析

库存清理影响利润率，关注秋冬新系列

事件

公司披露半年报，上半年实现营业收入 6.55 亿元/+15.22%，实现归母净利 5630 万元/+1.62%。

投资要点

- ◆ **渠道扩张及线上增长推升营收，库存清理影响毛利率：**上半年，公司实现营收增长 15%，主要源于直营门店数量增长推动整体渠道扩张，线上高速增长。归母净利增长 1.6%，增速放缓主要源自上半年库存清理大幅影响净利率。其中 Q2 利润大幅下降，主要源于期间费用率同比增长 4.9pct，使单季净利率由去年同期的 7.3%降至 3.2%。
- ◆ **小童装保持高速增长，库存清理影响毛利率：**2019 上半年，公司大童装、小童装分别实现营收占比约 80%、20%。其中，受益于童装市场快速增长，大童装业务持续保持 10%左右的增速，小童装受益于二胎政策以及消费升级趋势，上半年实现营收增长 45%，引领公司营收增长。由于上半年库存清理，大童装毛利率，小童装毛利率均同比下降约 3.4pct，使公司上半年合计毛利率下降 2.49pct。
- ◆ **库存清理影响利润率，存货周转略低于可比公司平均：**盈利能力方面，上半年库存清理影响公司毛利率，合计毛利率同比下降 2.49pct。销售费用率、管理费用率、财务费用率基本平稳，与贝克莱尔合作开发“摩登邂逅”系列使研发费用增长 42%，期间费用合计增长 0.21pct 至 44.87%。库存清理使资产减值损失有所冲回，最终上半年同比下降 1.15pct 至 8.60%。
- ◆ **存货方面，**自 2017 年起公司存货占营收比例快速上行，2018 年末存货占营收比例达 35%。2019 年上半年公司库存清理见效，存货较 18 年末下降 7%。与可比公司相比，2018 年安奈儿存货周转率低于森马服饰及太平鸟，高于经营婴童用品及服饰的金发拉比，存货周转率略低于可比公司平均水平。
- ◆ **童装市场持续较快增长，有望推动安奈儿规模提升：**随着我国居民收入及生活水平的逐步提高，人们更加重视对母婴童的呵护，母婴童市场正处于快速发展时期，童装市场规模有望取得大幅高于服装市场规模的增速。据新浪网，Euromonitor 数据显示，国内童装市场有望于 2019 年实现 2347 亿元的销售规模，同比增长约 12%。童装市场持续快速增长，有望推动安奈儿收入规模稳步提升。
- ◆ **投资建议：**安奈儿是国内知名婴童品牌，公司近年来重定位于品质尊享，力争到 2022 年终端零售规模超 50 亿。上半年公司库存清理影响利润。更具时尚度的、与贝克莱尔合作开发的新系列将于秋冬上市，有望推升销售规模及品牌定位。我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.71、0.85 和 1.01 元。净资产收益率分别为 9.7%、10.8% 和 11.7%。目前公司 PE (2019E) 约为 25 倍，首次覆盖，给予“增持-A”建议。
- ◆ **风险提示：**出生人口下降或影响未来童装市场增长；下半年新系列推广或加大营销

纺织服装 | 高端及奢侈品 III

 投资评级 **增持-A(首次)**

股价 (2019-08-20) 17.62 元

交易数据

总市值 (百万元)	2,320.80
流通市值 (百万元)	693.89
总股本 (百万股)	131.71
流通股本 (百万股)	39.38
12 个月价格区间	12.01/25.96 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.46	-5.56	1.38
绝对收益	-4.63	-0.25	5.15

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

费用；库存或处于较高水平。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1,031.4	1,212.6	1,410.0	1,684.5	2,013.4
同比增长(%)	12.1%	17.6%	16.3%	19.5%	19.5%
营业利润(百万元)	90.3	100.2	123.8	149.2	177.3
同比增长(%)	-8.9%	10.9%	23.6%	20.5%	18.8%
净利润(百万元)	68.9	83.4	93.0	112.1	133.2
同比增长(%)	-13.0%	21.1%	11.6%	20.5%	18.8%
每股收益(元)	0.52	0.63	0.71	0.85	1.01
PE	33.7	27.8	24.9	20.7	17.4
PB	2.9	2.7	2.4	2.2	2.0

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、渠道扩张及线上增长推升营收，库存清理影响毛利率.....	4
(一) 渠道扩张及线上增长推升营收，库存清理影响毛利率	4
(二) 直营门店数量持续增长，渠道扩张推升线下营收规模	4
(三) 线上保持高增速，营收占比达 35%	5
(四) 小童装保持高速增长，库存清理影响毛利率	6
二、库存清理影响利润率，存货周转略低于可比公司平均.....	6
(一) 库存清理影响利润率，新系列开发推动研发费用增长	6
(二) 上半年库存清理见效，存货周转率略低于可比公司平均	7
三、童装市场持续较快增长，有望推动安奈儿规模提升.....	7
四、盈利预测及投资建议.....	8
五、风险提示	8

图表目录

图 1: 安奈儿营业收入及其增长	4
图 2: 安奈儿归母净利及其增长	4
图 3: 安奈儿季度营业收入及其增长	4
图 4: 安奈儿季度归母净利及其增长	4
图 5: 安奈儿门店数量	5
图 6: 安奈儿购物中心直营门店数量及其占比	5
图 7: 线下渠道营业收入构成	5
图 8: 线下直营渠道店均收入	5
图 9: 安奈儿线上渠道营业收入及其增长	6
图 10: 安奈儿线上渠道营收占比	6
图 11: 安奈儿分品类营业收入及其增长	6
图 12: 安奈儿分品类毛利率	6
图 13: 安奈儿利润率情况	7
图 14: 安奈儿费用率情况	7
图 15: 安奈儿存货及其营收占比	7
图 16: 可比公司存货周转率	7
图 17: 中国服装市场规模及其预计	8
图 18: 中国童装市场规模及其预计	8
表 1: 安奈儿营业收入预测表	8

一、渠道扩张及线上增长推升营收，库存清理影响毛利率

公司披露半年报，上半年实现营业收入 6.55 亿元/+15.22%，实现归母净利 5630 万元/+1.62%。

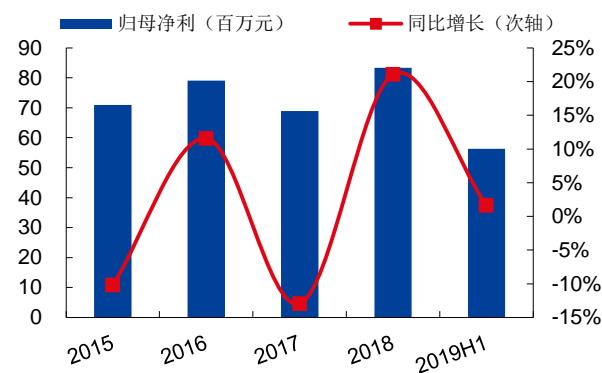
(一) 渠道扩张及线上增长推升营收，库存清理影响毛利率

上半年，公司实现营收增长 15%，主要源于直营门店数量增长推动整体渠道扩张，线上高速增长。归母净利增长 1.6%，增速放缓主要源自上半年库存清理大幅影响净利率。其中 Q2 利润大幅下降，主要源于期间费用率同比增长 4.9pct，使单季净利率由去年同期的 7.3% 降至 3.2%。

图 1：安奈儿营业收入及其增长

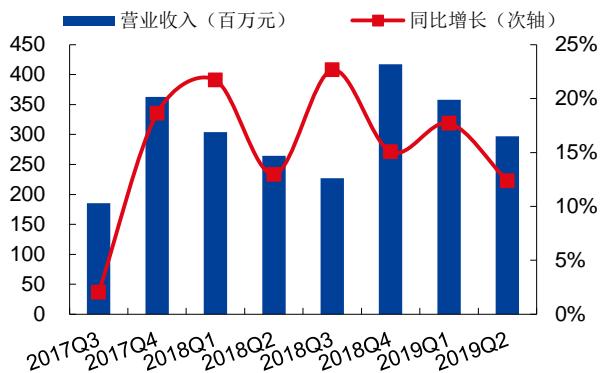


图 2：安奈儿归母净利及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

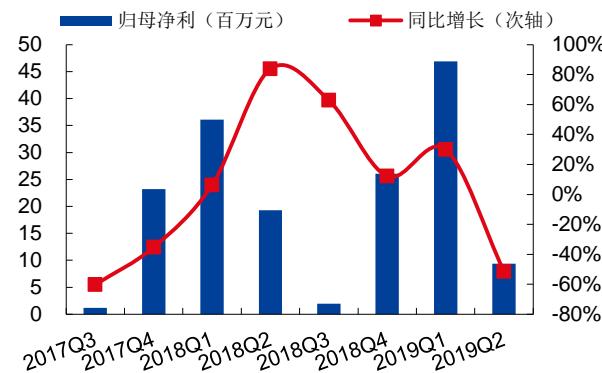
图 3：安奈儿季度营业收入及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：安奈儿季度归母净利及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

(二) 直营门店数量持续增长，渠道扩张推升线下营收规模

2019 上半年，公司合计门店达 1459 家，同比增长 5.2%。其中直营门店增长 11% 至 1050 家，加盟门店减少 8% 至 409 家，直营门店占比持续提升至 72%，一是源于公司购物中心直营门店占比持续提升，上半年公司购物中心直营门店 305 家，约为直营门店数量的 29%；二是源于部分加盟商销售不达预期，公司加盟业务造血能力略有不足。

渠道扩张，特别是直营门店数量同比增长 11%，推动公司线下营收增长 9.5%，带动公司合计营收增长 7.6%。上半年公司库存清理及快速拓店影响了店均销售，直营店均营收同比下降 1.7%。

图 5：安奈儿门店数量

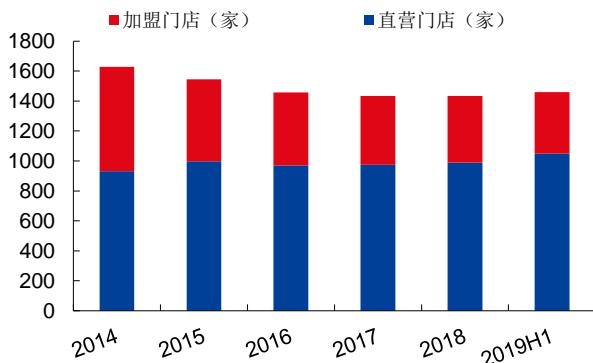
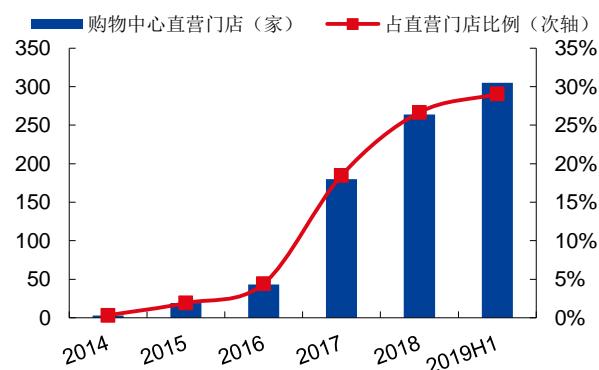
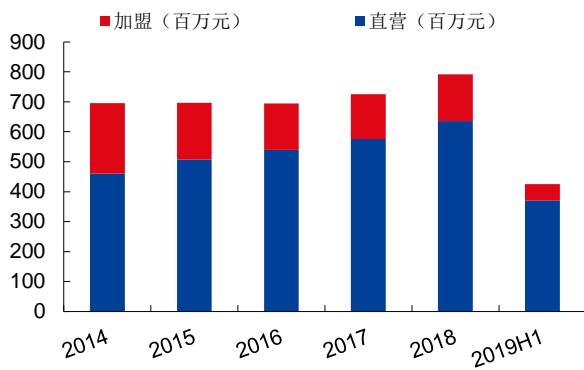


图 6：安奈儿购物中心直营门店数量及其占比



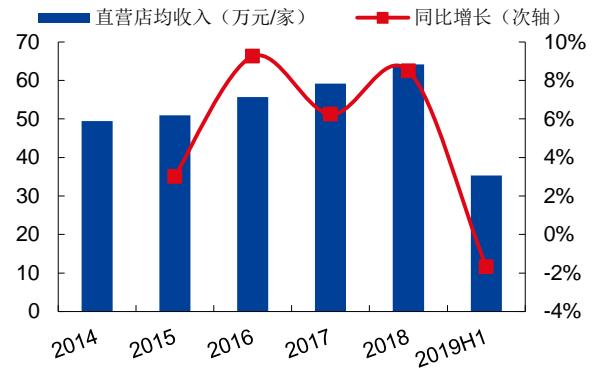
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：线下渠道营业收入构成



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：线下直营渠道店均收入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）线上保持高增速，营收占比达 35%

随着电商渠道下沉，国内电商渠道持续保持较快增长。上半年公司线上渠道实现营收 2.29 亿元，同比增长 33%，继续保持 30%以上的较快增速，推动上半年线上营收占比达 35%。上半年公司线上渠道规模增长，主要源于线上直营增长 44%，线上加盟渠道下滑 16%。

图 9: 安奈儿线上渠道营业收入及其增长

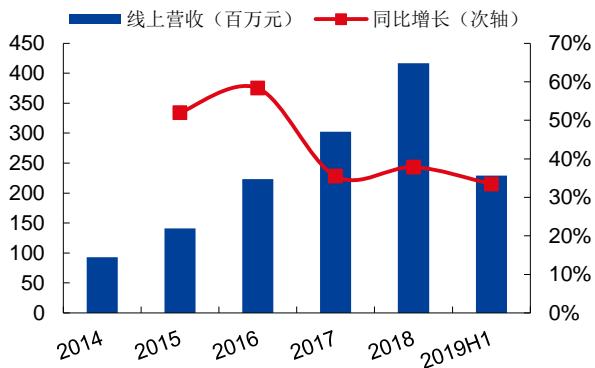


图 10: 安奈儿线上渠道营收占比



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

(四) 小童装保持高速增长, 库存清理影响毛利率

2019 上半年, 公司大童装、小童装分别实现营收占比约 80%、20%。其中, 受益于童装市场快速增长, 大童装业务持续保持 10%左右的增速, 小童装受益于二胎政策以及消费升级趋势, 上半年实现营收增长 45%, 引领公司营收增长。由于上半年库存清理, 大童装毛利率, 小童装毛利率均同比下降约 3.4pct, 使公司上半年合计毛利率下降 2.49pct。

图 11: 安奈儿分品类营业收入及其增长

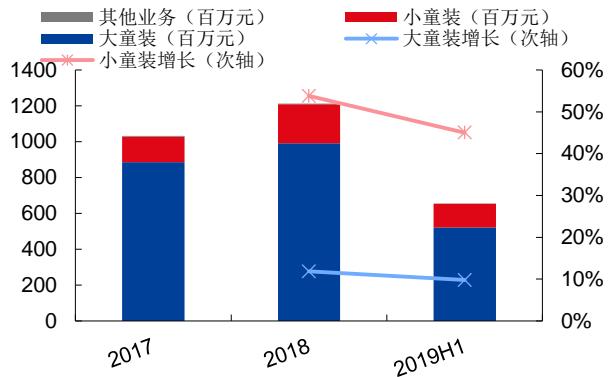
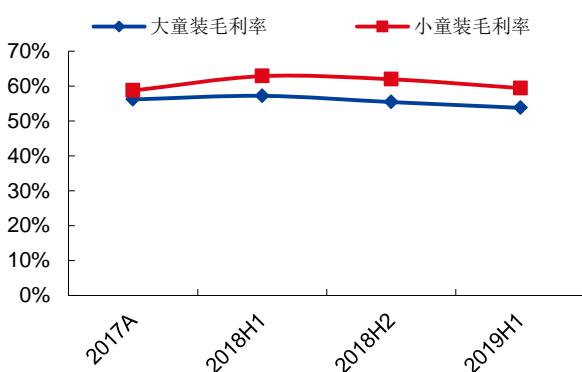


图 12: 安奈儿分品类毛利率



资料来源: 公司公告, Wind, 华金证券研究所

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

二、库存清理影响利润率, 存货周转略低于可比公司平均

(一) 库存清理影响利润率, 新系列开发推动研发费用增长

盈利能力方面, 上半年库存清理影响公司毛利率, 合计毛利率同比下降 2.49pct。销售费用率、管理费用率、财务费用率基本平稳, 与贝克莱尔合作开发“摩登邂逅”系列使研发费用增长 42%, 期间费用合计增长 0.21pct 至 44.87%。库存清理使资产减值损失有所冲回, 最终上半年同比下降 1.15pct 至 8.60%。

图 13: 安奈儿利润率情况

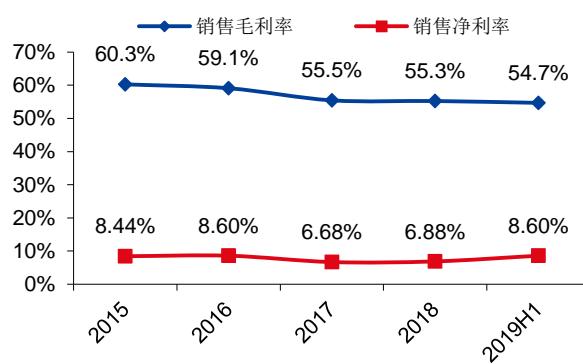
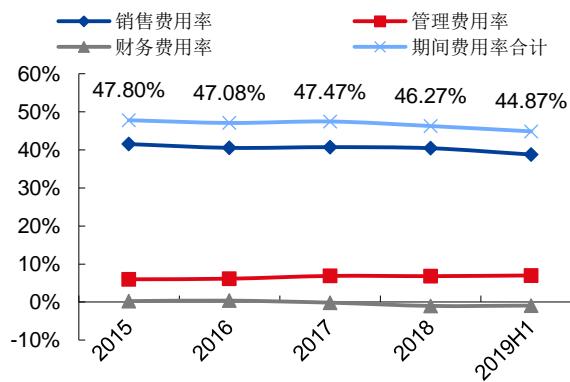


图 14: 安奈儿费用率情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

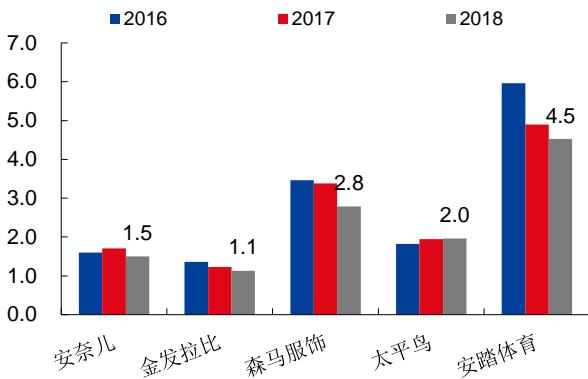
(二) 上半年库存清理见效，存货周转率略低于可比公司平均

存货方面，自 2017 年起公司存货占营收比例快速上行，2018 年末存货占营收比例达 35%。2019 年上半年公司库存清理见效，存货较 18 年末下降 7%。与可比公司相比，2018 年安奈儿存货周转率低于森马服饰及太平鸟，高于经营婴童用品及服饰的金发拉比，存货周转率略低于可比公司平均水平。

图 15: 安奈儿存货及其营收占比



图 16: 可比公司存货周转率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、童装市场持续较快增长，有望推动安奈儿规模提升

随着我国居民收入及生活水平的逐步提高，人们更加重视对母婴童的呵护，母婴童市场正处于快速发展时期，童装市场规模有望取得大幅高于服装市场规模的增速。据新浪网，Euromonitor 数据显示，国内童装市场有望于 2019 年实现 2347 亿元的销售规模，同比增长约 12%。童装市场持续快速增长，有望推动安奈儿收入规模稳步提升。

图 17：中国服装市场规模及其预计

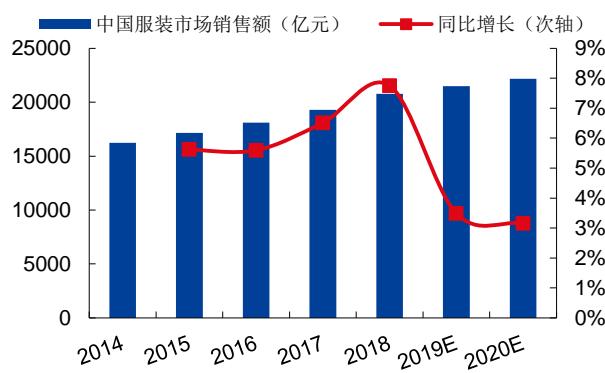
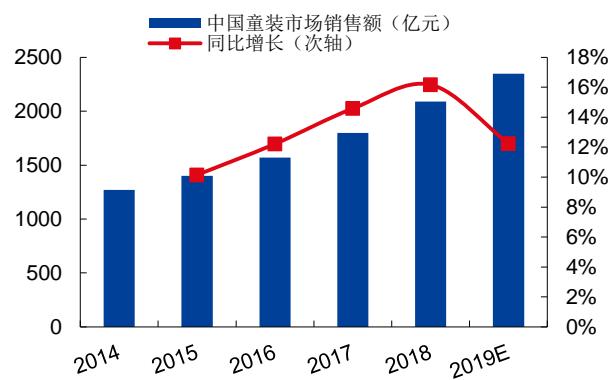


图 18：中国童装市场规模及其预计



资料来源：新浪网, Euromonitor, 华金证券研究所

资料来源：新浪网, Euromonitor, 华金证券研究所

四、盈利预测及投资建议

安奈儿是国内知名婴童品牌，公司近年来重定位于品质尊享，力争到 2022 年终端零售规模超 50 亿。上半年公司库存清理影响利润。更具时尚度的、与贝克莱尔合作开发的新系列将于秋冬上市，有望推升销售规模及品牌定位。我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.71、0.85 和 1.01 元。净资产收益率分别为 9.7%、10.8% 和 11.7%。目前公司 PE (2019E) 约为 25 倍，首次覆盖，给予“增持-A”建议。

表 1：安奈儿营业收入预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
大童装	营业收入	885.64	990.43	1089.47	1252.89
	增长率		11.83%	10.00%	15.00%
	毛利率	56.18%	56.28%	54.00%	55.00%
小童装	营业收入	142.26	218.77	317.22	428.24
	增长率		53.78%	45.00%	35.00%
	毛利率	58.72%	62.33%	60.00%	58.00%
其他	营业收入	3.53	3.35	3.35	3.35
	增长率		-4.95%	0.00%	0.00%
	毛利率	-258.33%	-708.72%	0.00%	0.00%
合计	营业收入	1031.44	1212.56	1410.05	1684.49
	增长率		17.56%	16.29%	19.46%
	毛利率	55.46%	55.25%	55.22%	55.65%
					55.74%

资料来源：公司公告, 华金证券研究所

五、风险提示

出生人口下降或影响未来童装市场增长；下半年新系列推广或加大营销费用；库存或处于较高水平。

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	1,031.4	1,212.6	1,410.0	1,684.5	2,013.4	年增长率					
减: 营业成本	459.4	542.6	631.4	747.0	891.2	营业收入增长率	12.1%	17.6%	16.3%	19.5%	19.5%
营业税费	9.2	7.3	8.5	10.1	12.1	营业利润增长率	-8.9%	10.9%	23.6%	20.5%	18.8%
销售费用	420.1	490.4	568.2	687.3	831.5	净利润增长率	-13.0%	21.1%	11.6%	20.5%	18.8%
管理费用	71.0	56.4	70.5	84.2	100.7	EBITDA 增长率	-24.7%	31.7%	19.4%	19.3%	17.9%
财务费用	-1.5	-12.1	-5.4	-6.3	-7.3	EBIT 增长率	-30.1%	37.0%	20.4%	20.6%	19.0%
资产减值损失	2.4	20.1	15.0	15.0	10.0	NOPLAT 增长率	-12.2%	8.1%	21.6%	20.6%	19.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	2.5%	16.2%	-0.6%	-1.3%	-4.0%
投资和汇兑收益	2.4	2.6	2.0	2.0	2.0	净资产增长率	117.6%	8.5%	11.0%	8.8%	9.6%
营业利润	90.3	100.2	123.8	149.2	177.3						
加: 营业外净收支	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3						
利润总额	90.6	100.5	124.1	149.5	177.6						
减: 所得税	21.7	17.1	31.0	37.4	44.4						
净利润	68.9	83.4	93.0	112.1	133.2						
资产负债表											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
货币资金	472.0	481.0	589.1	677.8	790.1	盈利能力					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	毛利率	55.5%	55.3%	55.2%	55.7%	55.7%
应收帐款	81.9	69.4	121.8	97.4	159.8	营业利润率	8.8%	8.3%	8.8%	8.9%	8.8%
应收票据	1.8	0.1	2.6	0.3	3.4	净利润率	6.7%	6.9%	6.6%	6.7%	6.6%
预付帐款	2.7	2.4	4.6	3.0	6.5	EBITDA/营业收入	8.1%	9.0%	9.3%	9.2%	9.1%
存货	296.9	427.9	407.0	547.5	516.9	EBIT/营业收入	7.0%	8.1%	8.4%	8.5%	8.4%
其他流动资产	44.2	64.4	67.6	71.0	74.6	偿债能力					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	资产负债率	27.0%	30.4%	30.1%	33.5%	33.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	负债权益比	37.0%	43.8%	43.0%	50.4%	50.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	流动比率	3.07	2.78	2.91	2.67	2.72
投资性房地产	-	-	-	-	-	速动比率	2.06	1.64	1.91	1.62	1.81
固定资产	156.6	148.2	143.0	136.4	129.4	利息保障倍数	-49.31	-8.11	-22.13	-22.55	-23.15
在建工程	1.6	4.3	2.3	1.5	1.2	营运能力					
无形资产	6.4	6.9	7.2	7.2	6.9	固定资产周转天数	56	45	37	30	24
其他非流动资产	22.4	32.2	21.0	20.7	21.7	流动营业资本周转天数	44	48	49	42	35
资产总额	1,086.4	1,236.7	1,366.1	1,563.0	1,710.5	流动资产周转天数	231	289	286	277	264
短期债务	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	26	22	24	23	23
应付帐款	229.6	240.0	261.7	368.7	403.6	存货周转天数	94	108	107	102	95
应付票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	298	345	332	313	293
其他流动负债	63.4	136.0	148.8	154.5	167.3	投资资本周转天数	103	96	88	73	60
长期借款	-	-	-	-	-						
其他非流动负债	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5						
负债总额	293.2	376.5	411.0	523.7	571.4						
少数股东权益	-	-	-	-	-						
股本	101.6	132.0	131.7	131.7	131.7						
留存收益	718.4	753.6	823.4	907.5	1,007.4						
股东权益	793.2	860.2	955.1	1,039.2	1,139.1						
现金流量表											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	68.9	83.4	93.0	112.1	133.2	费用率					
加: 折旧和摊销	23.1	23.6	12.1	12.9	13.7	销售费用率	40.7%	40.4%	40.3%	40.8%	41.3%
资产减值准备	2.4	20.1	-	-	-	管理费用率	6.9%	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	财务费用率	-0.1%	-1.0%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
财务费用	0.5	-	-5.4	-6.3	-7.3	三费/营业收入	47.5%	44.1%	44.9%	45.4%	45.9%
投资损失	-2.4	-2.6	-2.0	-2.0	-2.0	投资回报率					
少数股东损益	-	-	-	-	-	ROE	8.7%	9.7%	9.7%	10.8%	11.7%
营运资金的变动	-74.8	-25.1	6.3	-2.6	4.7	ROA	6.3%	6.7%	6.8%	7.2%	7.8%
经营活动产生现金流量	52.5	44.6	104.1	114.0	142.2	ROIC	23.2%	24.5%	25.6%	31.0%	37.4%
投资活动产生现金流量	-24.0	-10.3	-3.2	-3.6	-4.0	DPS(元)	0.15	0.16	0.18	0.21	0.25
融资活动产生现金流量	341.0	-23.6	7.2	-21.7	-26.0	分红比率	29.5%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
						股息收益率	0.9%	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.52	0.63	0.71	0.85	1.01
BVPS(元)	6.02	6.53	7.25	7.89	8.65
PE(X)	33.7	27.8	24.9	20.7	17.4
PB(X)	2.9	2.7	2.4	2.2	2.0
P/FCF	199.3	66.1	24.4	19.9	15.8
P/S	2.3	1.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	15.6	16.6	13.1	10.4	8.2
CAGR(%)	17.6%	16.9%	5.6%	17.6%	16.9%
PEG	1.9	1.6	4.5	1.2	1.0
ROIC/WACC	2.2	2.3	2.4	3.0	3.6

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