

2018-04-27

公司报告 | 点评报告

评级 **买入** 维持

安正时尚 (603839)

主品牌加速改善，错峰备货致存货及经营性现金流出增加

报告要点

■ 事件描述

安正时尚 2018 年一季度实现营业收入 3.91 亿元、同比增长 26.84%，实现归母净利润 0.92 亿元、同比增长 30.09%，EPS 为 0.32 元/股。

■ 事件评论

- **主品牌加速改善，新兴品牌斐娜晨强势增长。**报告期末，公司店铺数量为 924 家、较期初净增 7 家；在渠道体量微增的基础上，营收增长主要受益于店效改善。分品牌来看，主品牌玖姿实现营收 2.46 亿、同增 34.73%，增速较 2017 全年增速提升 24.24pct；新品牌斐娜晨实现营收 0.38 亿、同增 80.01%；尹默/安正延续稳增长，营收同比分别增长 9.22%/12.81%至 0.62 亿/0.26 亿；摩萨克及线上品牌安娜寇分别受渠道结构优化和产品风格调整影响，营收同比分别下滑 38.18%/35.99%。分区域来看，营收占比近 1/3 的传统强势区域华东区实现 30.30%高增长，华北/东北/西南等第二梯队区域均延续双位数增长。受益于产品年轻化调整及性价比升级，主品牌基于渠道扩张及店效改善有望支撑收入端稳增长；斐娜晨、摩萨克等两大新兴品牌有望贡献收入增量。
- **产品结构调整及线上占比提升小幅拖累毛利率，费用率管控得当。**公司前期推进性价比提升策略，产品毛利率有所下滑；随着产品策略调整完毕，毛利率水平趋于稳定。一季度毛利率同降 1.75pct 至 68.83%，主要受产品结构调整及线上销售占比提升共同影响。从费用表现来看，销售费用率/管理费用率同比分别降低 2.64pct/2.60pct，带动期间费用率下滑 5.08pct 至 39.63%。
- **淡季下单压缩订货成本，存货规模同比有所提升、货款结算及预付货款拖累经营性现金流表现。**在产品性价比提升的基础上，为合理控制订货成本、维持毛利率稳定，公司推行错峰下单策略。受产品入库增加影响，报告期末存货规模较上年同期增加 0.68 亿至 4.45 亿。同时，一季度公司经营性现金流量净额同比降低 6,191.67 万至-480.59 万，其中报告期集中支付上年冬装成衣结算货款 6,642 万、本年同比提前下单备货预付货款 1,201 万。
- **在主品牌效率改善、新品牌加速扩张的背景下，我们预期乐观；后续以多品牌并购为主的战略发展有望进一步打开成长空间。**我们看好公司“夯实根基+聚合外力”的时尚产业集团发展策略，预计 2018/2019 年 EPS 为 1.24 元/1.62 元，对应 PE 估值为 17 倍/13 倍，维持“买入”评级。

分析师 于旭辉

☎ (8621) 61118735

✉ yuxh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020002

分析师 雷玉

☎ (8621) 61118735

✉ leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

联系人 李俐璇

☎ (8621) 61118735

✉ lilx2@cjsc.com.cn

联系人 马榕

☎ (8621) 61118735

✉ marong@cjsc.com.cn

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《主品牌加速改善，高增长目标彰显发展信心》
2018-03-29
- 《布局海外品牌资源，大股东增持彰显发展信心》
2018-02-13
- 《夯实根基、聚合外力，安正再启征途》
2018-01-16

风险提示： 1、多品牌运作的风险；2、存货累积的风险；3、原材料价格波动的风险。

主要财务指标

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1421	1779	2096	2376
增长率(%)	18%	25%	18%	13%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	273.1	359.7	467.7	525.3
增长率(%)	16%	32%	30%	12%
每股收益(元)	0.945	1.245	1.618	1.817
净资产收益率 (%)	10.6%	12.3%	13.8%	13.4%
每股经营现金流 (元)	1.10	4.53	1.48	1.73

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1421	1779	2096	2376	货币资金	347	647	1374	2055
营业成本	472	602	716	807	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	948	1177	1381	1570	应收账款	123	154	181	206
%营业收入	66.7%	66.2%	65.9%	66.1%	存货	474	605	720	811
营业税金及附加	25	32	37	42	预付账款	15	19	22	25
%营业收入	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	其他流动资产	1214	381	424	475
销售费用	446	542	612	682	流动资产合计	2173	1805	2722	3571
%营业收入	31.4%	30.5%	29.2%	28.7%	可供出售金融资产	112	112	112	112
管理费用	189	219	236	268	持有至到期投资	0	1000	700	500
%营业收入	13.3%	12.3%	11.3%	11.3%	长期股权投资	0	5	10	15
财务费用	-3	-2	-4	-6	投资性房地产	42	42	42	42
%营业收入	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	固定资产合计	622	583	544	504
资产减值损失	45	0	0	0	无形资产	70	69	69	68
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	28	28	28	28
投资收益	43	30	43	24	递延所得税资产	116	0	0	0
营业利润	290	416	541	607	其他非流动资产	-11	-11	-11	-11
%营业收入	20.4%	23.4%	25.8%	25.6%	资产总计	3152	3634	4216	4830
营业外收支	0	1	1	1	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	316	417	542	608	应付款项	164	209	248	280
%营业收入	22.3%	23.4%	25.8%	25.6%	预收账款	31	39	46	52
所得税费用	43	57	74	83	应付职工薪酬	61	78	93	104
净利润	273	360	468	525	应交税费	107	138	173	195
归属于母公司所有者的净利润	273.1	359.7	467.7	525.3	其他流动负债	98	121	139	156
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	460	584	698	787
EPS (元/股)	0.94	1.24	1.62	1.82	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	1	0	0	0
					其他非流动负债	119	119	119	119
					负债合计	580	703	817	905
					归属于母公司	2572	2931	3399	3924
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	2572	2931	3399	3924
					负债及股东权益	3152	3634	4216	4830
					基本指标				
						2017A	2018E	2019E	2020E
					EPS	0.945	1.245	1.618	1.817
					BVPS	8.90	10.14	11.76	13.58
					PE	22.92	17.40	13.38	11.91
					PEG	0.94	0.71	0.55	0.49
					PB	2.43	2.13	1.84	1.59
					EV/EBITDA	18.24	11.44	7.91	6.13
					ROE	10.6%	12.3%	13.8%	13.4%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅仅为本公司所有，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长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。