

安正时尚(603839)

报告日期: 2018年8月8日

深度报告

行业公司研究—所属行业一

证券研究报告

主品牌增速亮眼, 多品牌矩阵成形

——安正时尚 2018 年中报点评

✍️ : 张海涛 执业证书编号: S1230517080002 联系人: 项周瑜
☎️ : 021-80105934
✉️ : xiangzhouyu@stocke.com.cn

报告导读

公司公布 2018 年半年报, 上半年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润分别为 7.52 亿元、1.62 亿元、1.26 亿元, 同比增长分别为 20.33%、25.56%、1.29%, 实现每股收益 0.41 元。

分单季度来看, 2018 年 Q2 单季度, 实现营业收入/归母净利润分别为 3.61 亿元、0.71 亿元, 同比增长分别为 13.98%、20.11%。

投资要点

□ 分品牌: 主品牌持续高增长, 新品牌发力符合预期

公司 2018 年上半年旗下品牌玖姿、尹默、安正男装、摩萨克、斐娜晨、安娜蔻实现收入分别为 4.94 亿元、1.15 亿元、4405.34 万元、1367.16 万元、6322.83 万元、1550.60 万元, 同比增长 27.11%、10.75%、8.50%、-32.09%、57.33%、-45.52%。2018 年上半年新开店 75 家, 关店 41 家, 净开店 35 家, 其中各品牌店铺分别净增 5 家、10 家、5 家、3 家、12 家 (安娜蔻为线上品牌无门店), 达到线下门店总数 952 家。

主品牌玖姿通过深度营销推广, 继续保持较高增速, 其中线下店铺同店增速约 17%, 线上增速约 80%; 尹默表现平稳, 店铺数量增速较快; 安正男装由于新晋设计师对品牌时尚度的加深, 新老客群的交替导致 2 季度增速放缓; 斐娜晨由于高速增长导致货品配置不足 2 季度增速略受影响, 但通过供应链调整未来依旧是最值得期待的新培育品牌。

□ 分渠道: 线下直营占比逐步提升, 线上电商增速亮眼

公司主要包括三大销售渠道, 线下直营、加盟和线上销售营收分别达到 3.66 亿元、2.70 亿元、1.14 亿元, 同比增速分别为 16.38%、17.18%、44.00%, 分别占总营收的比重为 48.74%、36.03%、15.23%, 毛利率分别达到 72.68%、70.26%、50.15%, 公司线下直营和线上电商营收占比逐步提升有利于公司对销售终端数据的把控和消费者的动态预测, 电商业务保持较高增速, 从过去的存货处理渠道陆续上架当季新品以保证对不同客群足够的吸引力。

□ 毛利率及费用率

上半年公司毛利率为 68.38%, 比上年同期下降 0.99PCT, 主要是在提升服装品质的基础上, 未对产品有较大的提价, 同时增加了针对库存的促销活动。本期销售费用率为 34.28%、管理费用率为 15.54%、财务费用率为-0.13%, 较上年同期相比分别增加 4.39PCT、2.98 PCT、0.46 PCT, 销售费用率的提高主要系品牌建设投入、销售规模的扩大以及直营占比的提升, 导致费用率有所提升; 管理费用率的提升主要由于实施了员工限制性股票激励计划, 本期增加激励成本 1115 万元; 财务费用的变动主要系银行存款利息减少。

评级

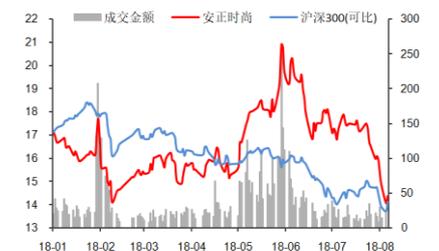
增持

上次评级 增持
当前价格 ¥ 14.38

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
2Q/2018	0.41
1Q/2018	0.32
4Q/2017	1.00
4Q/2017	0.76



公司简介

公司是一家集中高端服装研发、生产、品牌管理于一体大型服装品牌企业, 现已发展成为一家多品牌、集团化运作的知名时尚品牌集团, 旗下拥有 6 大中高端服装品牌, 同时布局线下零售和电商渠道, 其中玖姿品牌长期位列国内女装市场占有率前十名。

相关报告

安正时尚 (603839.SH): 服装界翘楚, 时尚品牌强势发力——2018.06.13

报告撰写人: 张海涛

数据支持人: 项周瑜

□ 其他指标

本期存货净额为 5.65 亿元，占流动资产总额 26.28%、其中，库存商品占存货总额的 79.35%，库存商品中库龄 2 年以内的占比为 79.05%。本期库存较上年同期有一定增长，主要系销售规模的增加以及错峰对秋冬装的面料、成衣进行了备货。

本期经营活动产生的现金流量净额为-4337.43 万元，较上年同期减少 157.62%，主要由于在生产淡季加大了秋冬装的提前备货和面料错峰采购，从而达到降低采购成本的目的，以及较上年同期及时缴纳税款等，造成支付货款及采购预付款增加，引起经营净现金流出现负数。

公司报告期内非经常性损益主要来源于投资收益，扣非净利润低于销售增长的主要原因为增加了品牌的投入，上半年先手在意大利米兰、上海举行 3 场大型品牌发布会，聘请刘涛为明星代言人；聘请了法国 Françoise Onillon 女士任艺术总监，对各品牌终端店铺形象进行了提升，增加了较大的费用投入。

□ 盈利预测及估值

我们认为公司主品牌玖姿持续回暖发力，培育子品牌进入快速成长期，持续打造多品牌的时尚产业集团，未来公司通过进一步深耕精细化运作，对品牌的宣传投入将逐步释放效应，下半年有望加速开店，迎接业绩释放期，维持 18-20 年盈利预测，净利润增速分别为 32.49%、30.20%、26.91%，对应 EPS 分别 0.89/1.16/1.48 元，当前价格对应 PE 分别为 16 倍、12 倍、10 倍，维持增持评级。

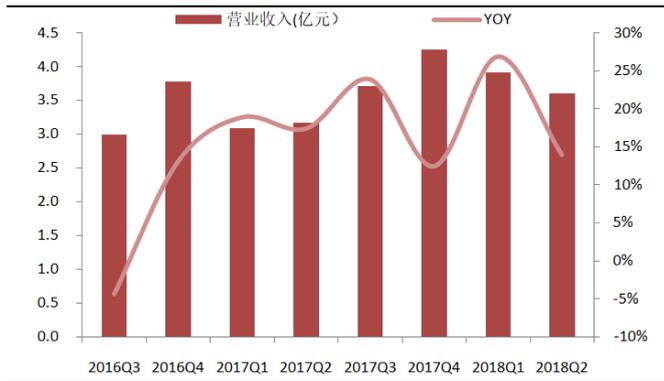
财务摘要

(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	1420.67	1836.56	2240.71	2649.39
(+/-)	17.78%	29.27%	22.01%	18.24%
净利润	273.07	361.80	471.05	597.80
(+/-)	15.69%	32.49%	30.20%	26.91%
每股收益(元)	0.67	0.89	1.16	1.48
P/E	28.13	21.23	16.30	12.85

□ 风险提示

行业景气度不及预期、多品牌运作不及预期、存货余额较大风险

图 1：公司单季度营收变化



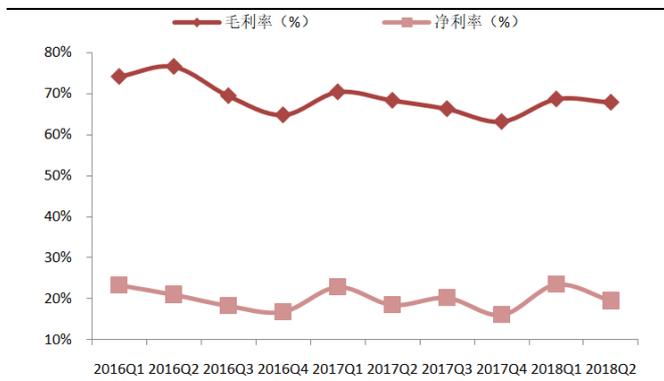
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：公司单季度净利润变化



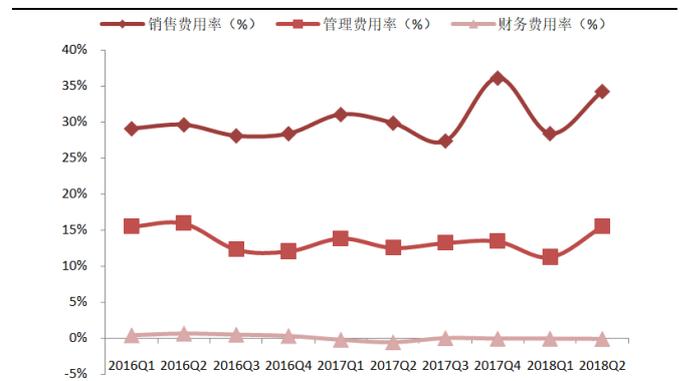
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 3：公司单季度毛利率和净利率的变化



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：公司单季度三费费率的变化



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2172.89	2473.02	3039.94	3726.40	营业收入	1420.67	1836.56	2240.71	2649.39
现金	347.10	1138.85	1479.11	1953.43	营业成本	472.48	606.07	717.03	821.31
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	25.19	28.95	37.39	44.31
应收账款	103.67	148.83	172.65	204.06	营业费用	445.63	550.97	649.81	741.83
其它应收款	19.28	23.03	28.84	34.42	管理费用	188.86	244.26	298.01	352.37
预付账款	14.77	16.44	19.76	23.53	财务费用	-3.07	-8.78	-16.01	-22.32
存货	474.27	585.77	648.86	689.42	资产减值损失	44.79	55.10	62.74	74.18
其他	1213.79	560.11	690.72	821.54	其他经营收益*	26.44	8.81	11.75	15.67
非流动资产	978.88	955.37	946.44	937.48	投资净收益	42.74	35.00	32.00	30.00
金额资产类	111.66	47.79	57.37	72.27	营业利润	315.98	403.81	535.49	683.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.41	14.88	8.24	7.84
固定资产	548.26	631.00	652.30	668.48	营业外支出	0.12	0.76	0.57	0.48
无形资产	69.90	60.56	50.95	41.50	利润总额	316.27	417.93	543.16	690.74
在建工程	28.25	22.60	18.08	14.46	所得税	43.19	56.14	72.11	92.94
其他	220.81	193.42	167.74	140.76	净利润	273.07	361.80	471.05	597.80
资产总计	3151.77	3428.39	3986.38	4663.88	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	460.39	541.33	621.88	700.82	归属母公司净利润	273.07	361.80	471.05	597.80
短期借款	0.00	45.33	37.11	27.48	EBITDA	378.26	486.56	607.51	752.03
应付款项	163.57	200.07	243.98	278.31	EPS (最新摊薄)	0.67	0.89	1.16	1.48
预收账款	30.98	59.18	61.79	72.07	*其他经营收益中包含公允价值变动净收益, 汇兑净收益, 资产处置收益及其他收益				
其他	265.84	236.75	279.00	322.96	主要财务比率				
非流动负债	119.63	104.59	110.97	111.73	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	119.63	104.59	110.97	111.73	营业收入增长率	17.78%	29.27%	22.01%	18.24%
负债合计	580.02	645.92	732.85	812.55	营业利润增长率	20.65%	27.80%	32.61%	27.62%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润增长	15.69%	32.49%	30.20%	26.91%
归属母公司股东权益	2571.74	2782.47	3253.53	3851.32	获利能力				
负债和股东权益	3151.77	3428.39	3986.38	4663.88	毛利率	66.74%	67.00%	68.00%	69.00%
					净利率	19.22%	19.70%	21.02%	22.56%
					ROE	14.17%	13.51%	15.61%	16.83%
					ROIC	10.44%	12.49%	13.86%	14.88%
					偿债能力				
					资产负债率	18.40%	18.84%	18.38%	17.42%
					净负债比率	0.00%	7.02%	5.06%	3.38%
					流动比率	4.72	4.57	4.89	5.32
					速动比率	3.69	3.40	3.69	4.11
					营运能力				
					总资产周转率	0.58	0.56	0.60	0.61
					应收账款周转率	14.44	14.55	13.94	14.07
					应付账款周转率	3.31	3.33	3.23	3.15
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.67	0.89	1.16	1.48
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	2.34	0.98	1.32
					每股净资产(最新摊薄)	8.90	6.88	8.04	9.52
					估值比率				
					P/E	21.31	16.08	12.35	9.73
					P/B	1.62	2.09	1.79	1.51
					EV/EBITDA	17.80	9.71	7.20	5.18

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>