

安正时尚(603839)

点评报告

行业公司研究—纺织服装—

证券研究报告

店铺拓张放缓，着重品牌发展

——安正时尚 2018 年三季度报点评

✉ : 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 年三季度报，前三季度实现营业收入/归母净利润/扣非净利润分别为 11.62 亿元、2.47 亿元、1.98 亿元，同比增长分别为 16.66%、20.69%、5.73%，实现每股收益 0.62 元。

第三季度单季度实现营业收入/归母净利润/扣非净利润分别为 4.10 亿元、0.84 亿元、0.72 亿元，同比增长分别为 10.48%、12.29%、14.60%，实现每股收益 0.21 元。

投资要点

□ 分品牌：主品牌增速放缓，培育品牌营收改善

公司 2018 前三季度旗下品牌玖姿、尹默、安正男装、摩萨克、斐娜晨、安娜蔻实现收入分别为 8.05 亿元、1.65 亿元、5537 万元、1902 万元、8810 万元、2103 万元，同比增速 20.91%、13.28%、8.85%、-30.07%、40.44%、-45.14%，玖姿和斐娜晨增速相比中报放缓，其他品牌增速略有提升。

受到宏观零售增速下滑和公司品牌区域化结构性调整的影响，前三季度开店相对保守，同期新开店 119 家，关店 79 家，净开店 40 家达到线下门店总数 957 家；第三季度单季净开店仅 5 家。其中，各品牌前三季度店铺分别净增 0 家、9 家、10 家、7 家、14 家（安娜蔻为线上品牌无门店），低于年初计划。

□ 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 5.01 亿元、4.77 亿元、1.83 亿元，同比增速分别为 12.57%、11.48%、50.66%，分别占总营收的比重为 43.12%、41.02%、15.71%，毛利率分别达到 72.84%、68.68%、50.69%，相比二季报直营和加盟营收分别下降 3.81 个百分点和 5.70 个百分点，线上营收增速提高 6.66 个百分点。

□ 毛利率及费用率

前三季度公司毛利率为 67.62%，比上年同期下降 0.63 个百分点，主要是在提升服装品质的基础上，未对产品有较大的提价，从而提高了产品的性价比，以及电商此类折扣较高毛利较低的渠道占比的提升。

本期销售费用率为 30.29%，同比提高 0.95 个百分点，环比下降了 5.73 个百分点，主要是上半年公司，为了品牌长期的发展加大了品牌建设的投入和销售规模的扩大。本期管理费用率为 8.79%，由于会计政策的变更将原先纳入管理费用的研发费用剔除单列，因此如果合计管理费用和研发费用占比则为 13.72%，同比增加 0.50 个百分点。

□ 存货及经营活动产生的现金流量净额

本期存货净额为 6.64 亿元同比增伤 39.94%，存货占营业收入的比重为 57.12%，与上年同期 48.08%相比提高了 9.04 个百分点，主要由于成本较高的秋冬季产

评级

增持

上次评级 增持
当前价格 ¥10.56

单季度业绩

单季度业绩	元/股
3Q/2018	0.62
2Q/2018	0.41
1Q/2018	0.32
4Q/2017	1.00



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) 深度报告：服装界翘楚，时尚品牌强势发力—2018.06.13

安正时尚 (603839.SH) 2018 年中报点评：主品牌增速亮眼，多品牌矩阵成形—2018.08.08

安正时尚 (603839.SH) 收购礼尚信息点评：收购电商运营平台，布局母婴标品业态—2018.10.11

品的备货、销售规模的扩大和商品流转模式的改变，但存货的结构有了较大的改善，两年内的存货占比提升了 8 个百分点左右。

本期经营活动产生的现金流量净额为 1163.62 万元，较上年同期减少 92.91%，与半年报相比由负转正，同比下降的原因主要是增加了秋冬产品的备货占用资金，提前缴纳税款。

□ 盈利预测及估值

我们认为公司专注于时尚服装主业，在零售增速放缓大环境影响之下，把控新增店铺质量，深耕现有店铺运作效率，同时通过知名设计师的加盟和各类大型时装周及明星代言，不断提升产品品质和品牌影响力。在收购电商代运营企业礼尚信息之后，将全面提升公司线上渠道的运营能力，考虑到四季度收购公司的并表以及理财收益和政府补贴，公司实现 2018 年股权激励目标概率较大。

预测 18-20 年公司净利润增速分别为 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 12 倍、9 倍、7 倍，维持增持评级。

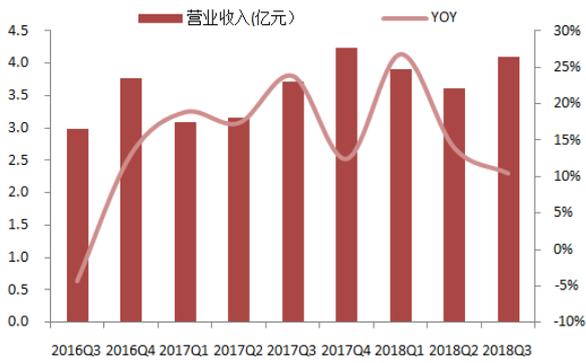
财务摘要

(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	15.65	11.81	9.07	7.15

□ 风险提示

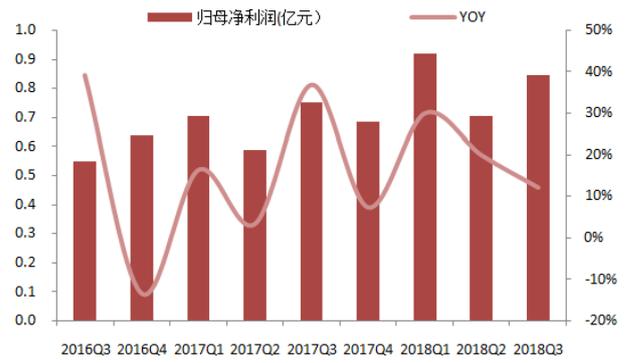
行业景气度不及预期、多品牌运作不及预期、存货余额较大风险

图 1：公司单季度营收变化



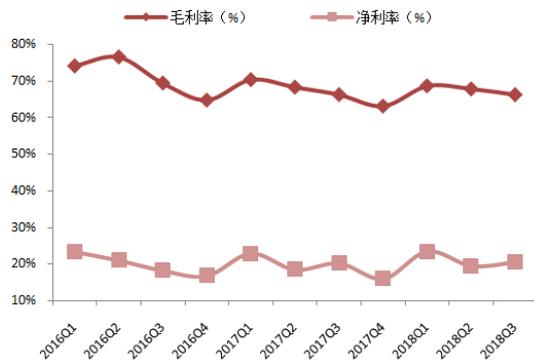
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：公司单季度净利润变化



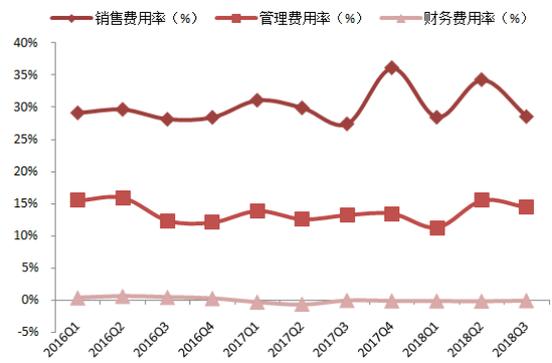
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

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	15.65	11.81	9.07	7.15
					P/B	1.19	1.54	1.31	1.11
					EV/EBITDA	17.80	6.54	4.66	3.12

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	317.42	947.56	396.01	532.71
净利润	273.07	361.80	471.05	597.80
折旧摊销	67.20	78.41	81.50	85.10
财务费用	-3.07	-8.78	-16.01	-22.32
投资损失	-42.74	-35.00	-32.00	-30.00
营运资金变动	-806.40	633.31	-70.35	-84.17
其它	829.36	-82.19	-38.19	-13.69
投资活动现金流	-1048.26	-58.89	-63.52	-71.08
资本支出	13.26	-115.13	-60.25	-59.83
长期投资	-96.42	61.29	-8.72	-14.62
其他	-965.09	-5.05	5.44	3.37
筹资活动现金流	968.77	-96.91	7.78	12.68
短期借款	-66.00	45.33	-8.22	-9.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1034.77	-142.24	16.00	22.31
现金净增加额	237.93	791.75	340.26	474.32

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>