

2018年10月25日

# 安正时尚 (603839.SH)

## 公司快报

### 主品牌内生增长推动营收向好，费用上行使扣非净利承压

#### 事件

10月25日盘后，公司发布2018年三季报。前三季度，公司实现营业收入11.62亿元，较上年同期增加16.66%；归属于上市公司股东的净利润2.47亿元，较上年同期增加20.69%。EPS为0.62元。

其中第三季度公司营业收入4.10亿元，同比增长10.48%，实现归母净利润8442万元，同比增长12.29%。

#### 投资要点

◆ **主品牌内生增长推动公司业绩向好，三季度增速受整体消费增速放缓拖累：**分季度看，前三季度公司营收增速分别为26.84%、13.98%、10.48%，第三季度营收增速随零售增速放缓而有所放缓。前三季度营收的增长主要在于外延开店、同店销售增长以及线上较快增长。截止三季度末，公司玖姿、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨五大品牌的终端门店数量合计957家，较上半年末增加5家，较去年同期的905家净增加52家。在957家门店中，直营门店（含直营奥莱店）352家，占比约37%，加盟门店605家，占比约63%。

**分品牌看，主品牌玖姿**三季度门店数量较上半年末净减少5家至691家，前三季度实现营收同比增长20.91%至8.05亿元，推算除奥莱店外的同口径下店均销售同比增长约21%。**尹默品牌**第三季度门店数量减少1家至99家，前三季度营收同比增长13.28%至1.65亿元，同口径下店均销售增长约17.42%。**安正男装**第三季度门店数量净增加5家至46家，前三季度营收同比增长8.85%至5537万元。**斐娜晨**第三季度净开店2家，前三季度营收同比增长40.44%至8810万元。**摩萨克品牌**定位进行了调整，并对原有库存进行促销，营收同比下降30%至1902万元，毛利率也较去年同期有所下降。同样，**安娜寇**品牌定位也进行了调整，前三季度营收同比下降45%至2103万元。整体来看主要品牌内生增长保持良好态势，前三季度五大品牌合计营收同比增长16.75%。

**分渠道看，**前三季度公司线上营收同比增长50.66%至1.83亿元，占比营收比例约15.73%，线上业务仍然保持较快增速，且毛利率同比提升1.65pct至50.69%。线下渠道营收同比增长12.04%至9.78亿元，毛利率同比下降0.54pct至70.81%，第三季度线下营收增速及毛利率均受到整体消费增速放缓影响。

◆ **品牌投入加大抬升费用率，存货占营收同比有所增加：****盈利能力方面，**公司前三季度毛利率同比下降0.63pct至67.62%，销售费用率同比上升0.95pct至30.29%，股权激励及职工薪酬增加使管理费用及研发费用合计占比同比提升0.50pct达13.72%，银行存款利息减少使财务费用上升0.19pct至-0.08%，最终理财产品投资收益增加使前三季度净利率同比提升0.68pct至21.22%。**存货方面，**三季度末存货较去年末提升39.94%至6.64亿元，占营收比例同比提升9.04pct至57.12%，占营

纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2018-10-25)

9.98元

#### 交易数据

总市值(百万元) 4,035.23

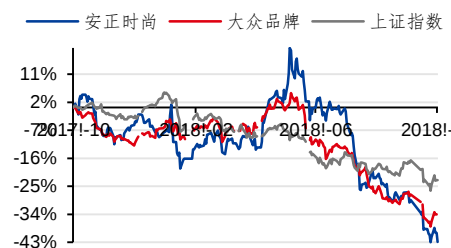
流通市值(百万元) 1,053.03

总股本(百万股) 404.33

流通股本(百万股) 105.51

12个月价格区间 9.62/27.38元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

| 升幅%  | 1M     | 3M     | 12M    |
|------|--------|--------|--------|
| 相对收益 | -14.99 | -32.06 | -19.07 |
| 绝对收益 | -21.91 | -42.45 | -42.22 |

#### 分析师

王冯  
SAC 执业证书编号：S0910516120001  
wangfeng@hua.jinsc.cn  
021-20377089

#### 报告联系人

吴雨舟  
wuyuzhou@hua.jinsc.cn  
021-20377061

#### 相关报告

安正时尚：主品牌调整结束稳步向好，上半年加大投入使扣非增速承压 2018-08-08

安正时尚：终端销售恢复，四季度营收、净利润增长提速 2018-03-29

安正时尚：主品牌调整结束恢复增长，新品牌发展态势良好 2017-08-16

收比例同比有所增加。

- ◆ **出资 3.61 亿元收购礼尚信息 70%股权，助力公司布局儿童及母婴行业：**10 月 10 日，安正时尚子公司以 3.61 亿元收购礼尚信息 70%股权。从业务协同角度来看，礼尚信息是专业电商代运营服务商，与孩之宝、安佳、a2、费雪、北极狐、李宁、森宝等数十个海内外知名品牌与礼尚信息建立了较稳固的合作关系。安正时尚收购礼尚信息，为公司进入儿童及母婴行业提供较好地线上运营平台，有助于形成完整的儿童生活业务生态。从财务角度来看，礼尚信息于 2017 年、2018 上半年分别实现 3067 万元、3595 万元的净利润，并承诺 2018 年至 2020 年净利润不低于 5500 万元、6600 万元与 7700 万元，2017 至 2020 年净利润年复合增速约为 36%。此次收购出资 3.61 亿元收购礼尚信息 70%股权，对应公司价值约为 2018 年承诺净利润的 9.37 倍，较歌力思收购百秋电商的 10.57 倍估值更低，价格较为合理。另外，公司拟以自有资金向礼尚信息提供不超 5000 万元的流动资金借款，旨在降低礼尚信息融资成本，提升未来业绩。
- ◆ **投资建议：**安正时尚主品牌调整结束稳步向好，多品牌协同发展态势较好。三季度公司业绩增速受整体消费增速放缓影响，四季度为传统消费旺季，另有礼尚信息并表，预计公司全年仍可保持较快业绩增长。我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.87、1.11 和 1.37 元。净资产收益率分别为 11.8%、13.6%和 15.0%。目前公司股价约为 2018 年 EPS 对应 12 倍，维持“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示：**行业竞争加剧或致毛利率有所下降；品牌推广、流量成本提升使费用率存在上行压力；品牌外延扩张或不及预期。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万元) | 1,206.2 | 1,420.7 | 1,761.9 | 2,212.2 | 2,734.3 |
| 同比增长(%)   | -1.5%   | 17.8%   | 24.0%   | 25.6%   | 23.6%   |
| 营业利润(百万元) | 261.9   | 316.0   | 401.8   | 515.7   | 638.6   |
| 同比增长(%)   | 4.9%    | 20.7%   | 27.2%   | 28.3%   | 23.8%   |
| 净利润(百万元)  | 236.0   | 273.1   | 351.3   | 450.7   | 556.1   |
| 同比增长(%)   | -3.2%   | 15.7%   | 28.7%   | 28.3%   | 23.4%   |
| 每股收益(元)   | 0.58    | 0.68    | 0.87    | 1.11    | 1.37    |
| PE        | 17.1    | 14.8    | 11.5    | 9.0     | 7.3     |
| PB        | 3.1     | 1.6     | 1.4     | 1.2     | 1.1     |

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表         |         |          |         |         |         | 财务指标        |       |        |        |        |        |
|-------------|---------|----------|---------|---------|---------|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元)       | 2016    | 2017     | 2018E   | 2019E   | 2020E   | (百万元)       | 2016  | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 营业收入        | 1,206.2 | 1,420.7  | 1,761.9 | 2,212.2 | 2,734.3 | 年增长率        |       |        |        |        |        |
| 减: 营业成本     | 354.2   | 472.5    | 557.5   | 699.6   | 864.6   | 营业收入增长率     | -1.5% | 17.8%  | 24.0%  | 25.6%  | 23.6%  |
| 营业税费        | 20.0    | 25.2     | 30.8    | 37.6    | 46.5    | 营业利润增长率     | 4.9%  | 20.7%  | 27.2%  | 28.3%  | 23.8%  |
| 销售费用        | 347.1   | 445.6    | 551.5   | 685.8   | 847.6   | 净利润增长率      | -3.2% | 15.7%  | 28.7%  | 28.3%  | 23.4%  |
| 管理费用        | 165.9   | 188.9    | 234.3   | 289.8   | 355.5   | EBITDA 增长率  | 5.3%  | 6.4%   | 33.9%  | 26.0%  | 22.3%  |
| 财务费用        | 5.1     | -3.1     | -4.1    | -6.2    | -8.4    | EBIT 增长率    | 4.7%  | 7.3%   | 38.8%  | 28.1%  | 23.7%  |
| 资产减值损失      | 60.5    | 44.8     | 30.0    | 30.0    | 30.0    | NOPLAT 增长率  | 6.1%  | 16.0%  | 27.4%  | 28.3%  | 23.4%  |
| 加: 公允价值变动收益 | -       | -        | -       | -       | -       | 投资资本增长率     | 7.5%  | 86.6%  | 14.2%  | 1.2%   | 11.5%  |
| 投资和汇兑收益     | 8.5     | 42.7     | 40.0    | 40.0    | 40.0    | 净资产增长率      | 12.2% | 100.5% | 16.0%  | 10.8%  | 12.0%  |
| 营业利润        | 261.9   | 316.0    | 401.8   | 515.7   | 638.6   | 盈利能力        |       |        |        |        |        |
| 加: 营业外净收支   | 8.6     | 0.3      | 4.0     | 4.0     | 4.0     | 毛利率         | 70.6% | 66.7%  | 68.4%  | 68.4%  | 68.4%  |
| 利润总额        | 270.5   | 316.3    | 405.8   | 519.7   | 642.6   | 营业利润率       | 21.7% | 22.2%  | 22.8%  | 23.3%  | 23.4%  |
| 减: 所得税      | 34.5    | 43.2     | 54.5    | 69.0    | 86.5    | 净利润率        | 19.6% | 19.2%  | 19.9%  | 20.4%  | 20.3%  |
| 净利润         | 236.0   | 273.1    | 351.3   | 450.7   | 556.1   | EBITDA/营业收入 | 25.2% | 22.8%  | 24.6%  | 24.7%  | 24.5%  |
|             |         |          |         |         |         | EBIT/营业收入   | 22.1% | 20.2%  | 22.6%  | 23.0%  | 23.0%  |
| 资产负债表       |         |          |         |         |         | 偿债能力        |       |        |        |        |        |
|             | 2016    | 2017     | 2018E   | 2019E   | 2020E   | 资产负债率       | 28.1% | 18.4%  | 17.2%  | 17.9%  | 17.7%  |
| 货币资金        | 109.6   | 347.1    | 478.4   | 771.5   | 911.1   | 负债权益比       | 39.2% | 22.6%  | 20.8%  | 21.8%  | 21.5%  |
| 交易性金融资产     | -       | -        | -       | -       | -       | 流动比率        | 2.30  | 4.72   | 5.17   | 5.05   | 5.21   |
| 应收帐款        | 108.1   | 123.0    | 224.1   | 185.5   | 311.0   | 速动比率        | 1.33  | 3.69   | 3.91   | 3.79   | 3.87   |
| 应收票据        | -       | -        | -       | -       | -       | 利息保障倍数      | 52.68 | -93.18 | -96.35 | -81.51 | -74.90 |
| 预付帐款        | 8.6     | 14.8     | 19.1    | 18.8    | 28.5    | 营运能力        |       |        |        |        |        |
| 存货          | 380.8   | 474.3    | 642.2   | 763.3   | 914.4   | 固定资产周转天数    | 153   | 138    | 111    | 87     | 69     |
| 其他流动资产      | 298.3   | 1,213.8  | 1,274.5 | 1,338.2 | 1,405.1 | 流动营业资本周转天数  | 120   | 230    | 308    | 272    | 242    |
| 可供出售金融资产    | 12.7    | 111.7    | 117.2   | 123.1   | 129.3   | 流动资产周转天数    | 248   | 390    | 492    | 465    | 438    |
| 持有至到期投资     | -       | -        | -       | -       | -       | 应收帐款周转天数    | 35    | 29     | 35     | 33     | 33     |
| 长期股权投资      | -       | -        | -       | -       | -       | 存货周转天数      | 117   | 108    | 114    | 114    | 110    |
| 投资性房地产      | 45.0    | 42.4     | 39.9    | 37.3    | 34.7    | 总资产周转天数     | 509   | 626    | 690    | 621    | 561    |
| 固定资产        | 544.1   | 548.3    | 541.9   | 531.0   | 517.3   | 投资资本周转天数    | 296   | 374    | 420    | 359    | 309    |
| 在建工程        | 45.6    | 28.2     | 16.9    | 10.2    | 6.1     | 费用率         |       |        |        |        |        |
| 无形资产        | 73.8    | 69.9     | 66.2    | 62.5    | 58.9    | 销售费用率       | 28.8% | 31.4%  | 31.3%  | 31.0%  | 31.0%  |
| 其他非流动资产     | 158.5   | 178.4    | 184.3   | 184.1   | 180.2   | 管理费用率       | 13.8% | 13.3%  | 13.3%  | 13.1%  | 13.0%  |
| 资产总额        | 1,785.1 | 3,151.8  | 3,604.8 | 4,025.4 | 4,496.7 | 财务费用率       | 0.4%  | -0.2%  | -0.2%  | -0.3%  | -0.3%  |
| 短期债务        | 66.0    | -        | -       | -       | -       | 三费/营业收入     | 42.9% | 44.4%  | 44.4%  | 43.8%  | 43.7%  |
| 应付帐款        | 140.9   | 239.0    | 207.4   | 354.8   | 339.2   | 投资回报率       |       |        |        |        |        |
| 应付票据        | -       | -        | 2.9     | 0.6     | 1.4     | ROE         | 18.4% | 10.6%  | 11.8%  | 13.6%  | 15.0%  |
| 其他流动负债      | 186.9   | 221.4    | 300.3   | 254.4   | 345.2   | ROA         | 13.2% | 8.7%   | 9.7%   | 11.2%  | 12.4%  |
| 长期借款        | -       | -        | -       | -       | -       | ROIC        | 24.3% | 26.3%  | 17.9%  | 20.2%  | 24.6%  |
| 其他非流动负债     | 108.7   | 119.6    | 110.0   | 110.0   | 110.0   | 分红指标        |       |        |        |        |        |
| 负债总额        | 502.4   | 580.0    | 620.5   | 719.8   | 795.7   | DPS(元)      | 0.21  | 0.36   | 0.26   | 0.33   | 0.41   |
| 少数股东权益      | -       | -        | -       | -       | -       | 分红比率        | 36.2% | 52.9%  | 30.0%  | 30.0%  | 30.0%  |
| 股本          | 213.8   | 289.0    | 404.6   | 404.6   | 404.6   | 股息收益率       | 2.1%  | 3.6%   | 2.6%   | 3.3%   | 4.1%   |
| 留存收益        | 1,068.3 | 2,328.1  | 2,579.6 | 2,900.9 | 3,296.4 |             |       |        |        |        |        |
| 股东权益        | 1,282.6 | 2,571.7  | 2,984.3 | 3,305.6 | 3,701.0 |             |       |        |        |        |        |
| 现金流量表       |         |          |         |         |         | 业绩和估值指标     |       |        |        |        |        |
|             | 2016    | 2017     | 2018E   | 2019E   | 2020E   |             | 2016  | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 净利润         | 236.0   | 273.1    | 351.3   | 450.7   | 556.1   | EPS(元)      | 0.58  | 0.68   | 0.87   | 1.11   | 1.37   |
| 加: 折旧和摊销    | 70.7    | 67.2     | 36.3    | 37.6    | 38.8    | BVPS(元)     | 3.17  | 6.36   | 7.38   | 8.17   | 9.15   |
| 资产减值准备      | 60.5    | 44.8     | -       | -       | -       | PE(X)       | 17.1  | 14.8   | 11.5   | 9.0    | 7.3    |
| 公允价值变动损失    | -       | -        | -       | -       | -       | PB(X)       | 3.1   | 1.6    | 1.4    | 1.2    | 1.1    |
| 财务费用        | 4.7     | 1.1      | -4.1    | -6.2    | -8.4    | P/FCF       | 25.1  | -5.9   | 51.1   | 9.5    | 13.5   |
| 投资损失        | -8.5    | -42.7    | -40.0   | -40.0   | -40.0   | P/S         | 3.3   | 2.8    | 2.3    | 1.8    | 1.5    |
| 少数股东损益      | -       | -        | -       | -       | -       | EV/EBITDA   | 6.2   | 6.9    | 7.5    | 5.4    | 4.2    |
| 营运资金的变动     | -106.4  | -919.4   | -299.5  | -46.4   | -273.6  | CAGR(%)     | 24.1% | 26.8%  | 12.9%  | 24.1%  | 26.8%  |
| 经营活动产生现金流量  | 339.5   | 317.4    | 44.0    | 395.6   | 272.9   | PEG         | 0.7   | 0.6    | 0.9    | 0.4    | 0.3    |
| 投资活动产生现金流量  | -186.8  | -1,048.3 | 22.0    | 20.5    | 19.0    | ROIC/WACC   |       |        |        |        |        |
| 融资活动产生现金流量  | -87.6   | 968.8    | 65.3    | -123.1  | -152.3  |             |       |        |        |        |        |

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 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](http://www.huajinsc.cn)