

强烈推荐-A (维持)

安正时尚 603839.SH

当前股价: 9.98 元

2018 年 10 月 26 日

Q3 收入增速放缓 短期费用投入加大影响扣非净利润表现

基础数据

上证综指	2604
总股本 (万股)	40433
已上市流通股 (万股)	10551
总市值 (亿元)	40
流通市值 (亿元)	11
每股净资产 (MRQ)	6.5
ROE (TTM)	11.7
资产负债率	16.0%
主要股东	郑安政
主要股东持股比例	37.37%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《安正时尚 (603839) 一收购礼尚信息 涉足婴童及标品电商代运营领域》2018-10-11
- 2、《安正时尚 (603839) 一主品牌复苏趋势加强 副牌发展健康共促业绩高增长》2018-04-27
- 3、《安正时尚 (603839) 一主品牌持续改善 多品牌矩阵稳步推进》2018-03-29

孙好

010-57601717
sunyu2@cmschina.com.cn
S1090511110003

刘丽

liuli14@cmschina.com.cn
S1090517080006

今年以来经过产品力的提升及渠道的持续整合, 弱市格局下主品牌同店内生仍保持稳健增长。但受部分小品牌短期风格调整, 折扣力度加大导致毛利率下滑; 品牌建设力度增加及存货跌价计提增加影响, 前三季度扣非净利润增速不及收入增速。后期随着品牌运营、产品开发及精细化管理能力的不断提升, 内生增长力的稳定增长叠加渠道的稳步拓展, 以及礼尚信息的业绩并表, 今明两年仍有望完成股权激励净利润年均增长 31% 的目标。公司股价经过前期大幅调整, 当前市值 40 亿, 不考虑并表贡献, 对应 18/19PE 分别为 12X/10X, 短期而言, 受不达预期拖累, 预计股价仍以跟随大盘震荡为主。中长期而言, 随着公司品牌运营、产品开发及精细化管理能力的不断提升, 主品牌内生增长力稳定, 若新品牌调整到位后, 有望加大增量贡献, 因估值不高, 仍可把握明年估值修复的机会。

□ 需求增速放缓背景下, 公司收入稳定增长, 但费用投入力度加大拖累扣非归母净利润表现。18 年前三季度公司收入同比增长 16.66% 至 11.62 亿元。但受部分子品牌短期风格调整折扣放松, 品牌建设力度增加导致费用投入加大, 存货跌价计提增加影响, 前三季度扣非归母净利润同比仅增长 5.73%。实现每股收益 0.62 元。分季度来看, Q3 单季度收入同比增长 10.48% 至 4.1 亿元, 净利润/扣非归母净利润同比增幅分别为 12.3%/14.6%。

□ 主品牌稳健增长, 子品牌风格调整持续, 18Q3 收入增速放缓至 10.5%

1) 分渠道: 18Q3 线下拓店慢于预期, 收入增幅放缓明显; 电商保持高增长。18 年前三季度线下渠道收入同比增 12% 至 9.78 亿, 门店总数达 957 家, 较年初净增 40 家, 较 Q2 末净增 5 家。其中线下直营收入同比增长 12.6% 至 5 亿元, 门店数 352 家, 较年初净增 16 家。线下加盟收入同比增 11.5% 至 4.77 亿元, 门店数 605 家, 较年初净增 24 家。线上渠道实现收入 1.83 亿元, 同比增长 50.7%。单看 18Q3, 线下直营/线下加盟/线上渠道收入增速分别为 3.4%、4.8%、63%, 线下门店收入增速明显放缓, 但电商仍保持高速增长。

2) 分品牌: 主品牌稳健增长, 部分子品牌仍处风格调整期。18Q1-Q3 玫姿在同店增长拉动下收入同比增 21% 至 8.05 亿。门店 691 家 (直营店/奥莱/加盟分别为 90 家/38 家/563 家), 与年初持平。18Q3 收入增速放缓至 12%。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	1206	1421	1653	1947	2292
同比增长	-2%	18%	16%	18%	18%
营业利润(百万元)	262	316	380	447	535
同比增长	5%	21%	20%	17%	20%
净利润(百万元)	236	273	351	410	484
同比增长	-3%	16%	29%	17%	18%
每股收益(元)	1.10	0.94	0.87	1.01	1.20
PE	9.0	10.6	11.5	9.8	8.3
PB	1.7	1.1	1.4	1.3	1.2

资料来源: 公司数据、招商证券 (不含礼尚信息并表)

尹默品牌实现收入 1.65 亿元，同比增长 13.3%，同店增幅约为个位数。终端渠道 99 家（其中直营门店 77 家，奥莱店 17 家，加盟门店 5 家），较年初净增 9 家。安正男装因产品风格年轻化调整，新老客群交替影响，实现收入 5537 万元，增速放缓至 8.9%，同店增幅约为低个位数，门店较年初净增 10 家至 46 家。摩萨克因品牌定位调整，收入同比下降 30% 至 1902 万元，今年以来净开店 7 家至 22 家。斐娜晨处于高成长期，收入同比增长 40% 至 8810 万元，门店数量净增 14 家至 99 家。

- **受子品牌风格调整以及加大促销影响，毛利率小幅下滑 0.63PCT。**公司前三季度综合毛利率 67.62%，同比去年下降 0.63PCT。其中主品牌玫姿受低毛利率的电商占比提升因素影响，毛利率较去年下降 1.13PCT 至 66.33%。尹默毛利率同比提升 0.54PCT 至 77.80%，安正品牌同比提升 5.49PCT 至 75.23%，斐娜晨毛利率同比下降 5.31PCT 至 73.91%，而摩萨克与安娜蔻由于品牌调整，打折促销影响分别下降 18.48PCT 和 21.85PCT 至 49.61% 和 20.87%。
- **期间费用率同比上升 1.64PCT，投资收益增加拉动净利润率小幅提升 0.68PCT。**18 年前三季度公司期间费用率同比提升 1.64PCT 至 43.93%，分拆来看，因加大电商投入、加大品牌宣传（举办时装秀以及聘请刘涛担任代言人），销售费率比增长 0.95PCT 至 30.29%；因股权激励费用增加导致管理费用率同比增长 1.07PCT 至 9.48%；财务费用率同比增长 0.19PCT 至 -0.08%；研发费用率同比下降 0.58PCT 至 4.23%。因此在毛利率下降以及期间费用率上升的情况下，公司扣非归母净利润同比增长 5.73%。考虑投资收益及政府补贴增加因素（+3718 万元），公司归母净利润同比增长 20.69%，净利润率小幅提升 0.68PCT。
- **淡季提前为秋冬装备货导致存货同比增加 38.6%，受采购规模增加以及税费提前支付影响经营活动净现金流大幅下降。**18Q3 末公司存货达 6.64 亿元，同比增长 38.6%，主要为错峰秋冬装备货所致。应收账款达 1.32 亿元，同比增长 38%。受采购规模增加以及税费提前支付影响，前三季度经营活动净现金流为 1164 万元，较去年同期减少 1.52 亿元。
- **收购礼尚信息，涉足婴童及标品电商代运营领域。**礼尚信息作为专业全面的品牌电商服务商，与知名消费品品牌建立了稳固的合作关系。交易完成后，安正将切入母婴及儿童电商代运营领域，与整合完毕的婴童板块形成发展合力。同时为未来布局化妆品时尚标品业务奠定了渠道及运营基础，丰富及完善公司品牌及品类布局，提升公司数字化营销能力。
- **盈利预测及投资建议：**今年以来经过产品力的提升及渠道的持续整合，弱市格局下主品牌同店内生仍保持稳健增长。但受部分小品牌短期风格调整，折扣力度加大导致毛利率下滑；品牌建设力度增加及存货跌价计提增加影响，前三季度扣非净利润增速不及收入增速。后期随着品牌运营、产品开发及精细化管理能力的不断提升，内生增长力的稳定增长叠加渠道的稳步拓展，以及礼尚信息的业绩并表，今明两年仍有望完成股权激励净利润年均增长 31% 的目标。

结合三季报，不考虑礼尚信息并表贡献，微调 18-20 年 EPS 分别为 0.87、1.01 和 1.20 元，公司当前市值 40 亿，对应 18/19PE 分别为 12X/10X，短期而言，受不达预期拖累，预计股价仍以跟随大盘震荡为主。中长期而言，随着公司品牌运营、产品开发及精细化管理能力的不断提升，主品牌内生增长力稳定，若新品牌调整到位后，有望加大增量贡献，因估值不高，仍可把握明年估值修复的机会，暂维持“强烈推荐-A”的评级。

- **风险提示。**终端销售低迷、多品牌培育低于预期。

表1: 公司季度利润指标

(百万元)	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
营业收入	299	378	308	317	371	425	391	361	410
营业毛利	208	245	217	216	246	268	269	245	272
销售费用	84	107	96	95	102	153	111	124	117
管理费用	37	46	43	40	49	57	44	56	36
财务费用	1	1	(1)	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
营业利润	80	69	82	70	84	80	107	85	95
归属母公司净利润	55	64	71	59	75	68	92	71	84
EPS (元)	0.14	0.16	0.17	0.13	0.17	0.13	0.23	0.16	0.21
主要比率									
毛利率	69%	65%	70%	68%	66%	63%	69%	68%	66%
销售费用率	28%	28%	31%	30%	27%	36%	28%	34%	29%
管理费用率	12%	12%	14%	13%	13%	13%	11%	16%	9%
财务费用率	0%	0%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%
营业利润率	27%	18%	26%	22%	23%	19%	27%	24%	23%
有效税率	8%	17%	14%	17%	12%	17%	15%	18%	9%
净利率	18%	17%	23%	19%	20%	16%	23%	20%	21%
YoY									
收入		13%	19%	17%	24%	12%	27%	14%	10%
归属母公司净利润		-13%	16%	-4%	26%	-18%	30%	19%	12%

数据来源: 公司公告、招商证券

表2: 公司18Q2业绩同比和环比情况

(百万元)	17Q3	18Q2	18Q3	同比	环比
营业收入	371	361	410	10%	14%
营业毛利	246	245	272	10%	11%
销售费用	102	124	117	15%	-5%
管理费用	49	56	36	-27%	-36%
财务费用	0	0	0	-188%	-69%
营业利润	78	79	112	43%	41%
归属母公司净利润	69	65	84	21%	29%
EPS (元)	0.17	0.16	0.21		

数据来源: 公司公告、招商证券

图 1: 营收及增速 (亿元)

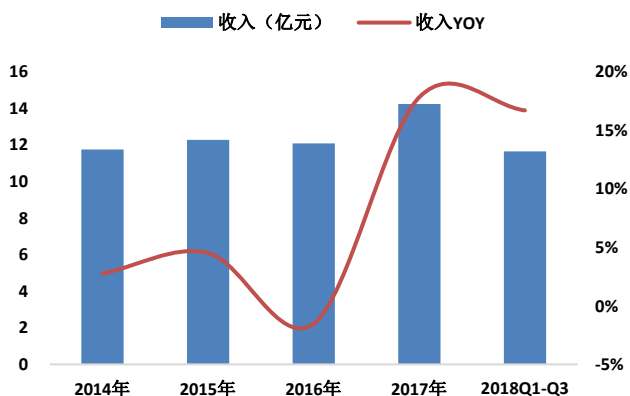
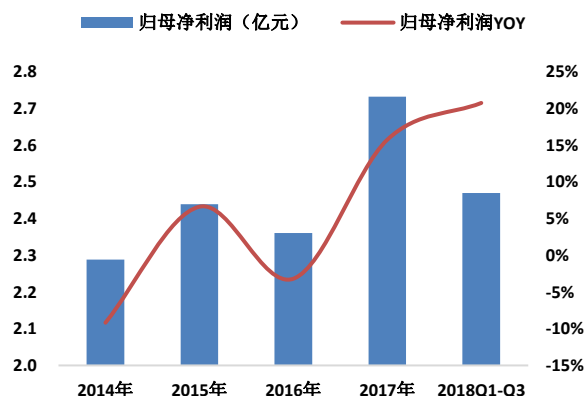


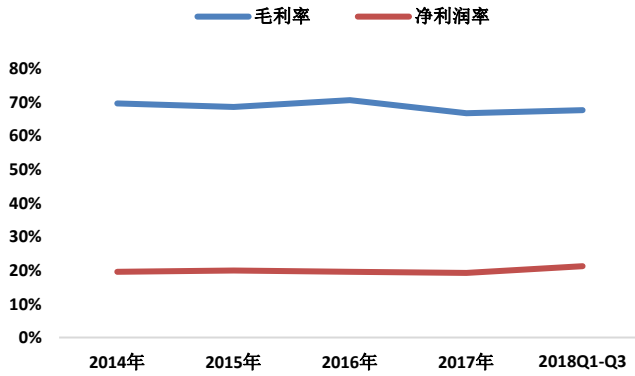
图 2: 归母净利润及增速 (亿元)



资料来源：公司公告、招商证券

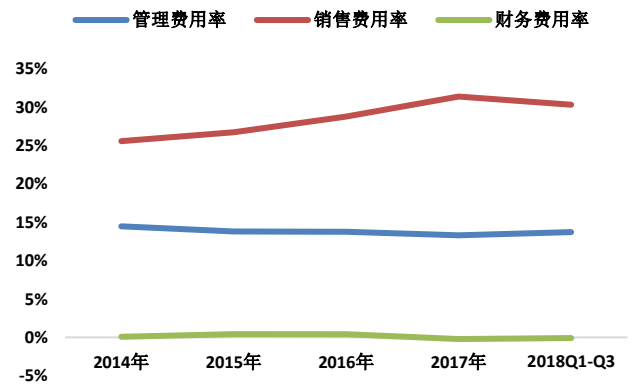
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：毛利率及净利率变化情况



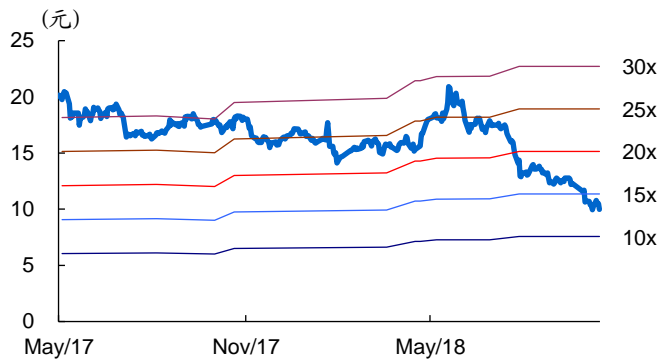
资料来源：公司公告、招商证券

图 4：费用率情况



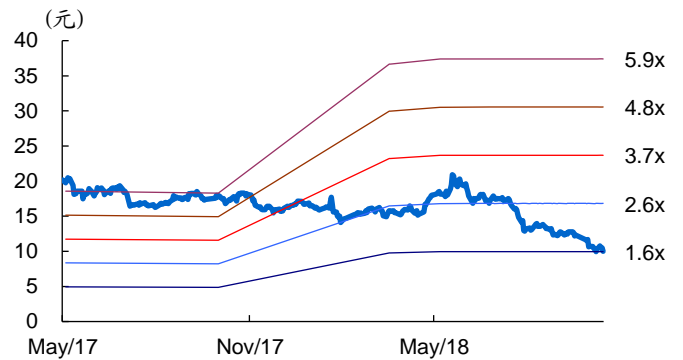
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：安正时尚历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 6：安正时尚历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《安正时尚(603839)一收购礼尚信息 涉足婴童及标品电商代运营领域》2018-10-11
- 2、《安正时尚 18Q1 季报点评-主品牌复苏趋势加强 副牌发展健康共促业绩高增长》2018-4-27
- 3、《安正时尚“年报点评”-主品牌持续改善 多品牌矩阵稳步推进》2018-3-30
- 4、《安正时尚-渠道调整基本到位 同店改善拉动三季度业绩表现》2017-10-31
- 5、《安正时尚-17 整合年业绩稳步增长 18 轻装上阵业绩增速有望加快》2017-08-16

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	905	2173	2587	2807	3181
现金	110	347	591	457	428
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	93	104	114	134	157
其它应收款	15	19	22	26	31
存货	381	474	431	507	583
其他	307	1229	1429	1684	1981
非流动资产	880	979	969	961	955
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	544	548	552	556	560
无形资产	74	70	63	57	51
其他	262	361	354	349	345
资产总计	1785	3152	3556	3769	4136
流动负债	394	460	576	541	586
短期借款	66	0	80	0	0
应付账款	122	164	191	224	258
预收账款	35	31	36	42	49
其他	171	266	270	274	279
长期负债	109	120	120	120	120
长期借款	0	0	0	0	0
其他	109	120	120	120	120
负债合计	502	580	696	660	705
股本	214	289	404	404	404
资本公积金	6	1061	999	999	999
留存收益	1063	1222	1458	1706	2028
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1283	2572	2860	3108	3431
负债及权益合计	1785	3152	3556	3769	4136

现金流量表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	339	317	171	62	86
净利润	236	273	351	410	484
折旧摊销	71	67	46	44	43
财务费用	5	1	(1)	(2)	(4)
投资收益	(8)	(43)	(90)	(80)	(80)
营运资金变动	40	67	(123)	(333)	(380)
其它	(4)	(48)	(12)	23	23
投资活动现金流	(187)	(1048)	54	44	44
资本支出	(67)	(63)	(36)	(36)	(36)
其他投资	(120)	(985)	90	80	80
筹资活动现金流	(88)	969	19	(240)	(158)
借款变动	(80)	(89)	80	(80)	0
普通股增加	0	75	115	0	0
资本公积增加	(0)	1055	(62)	0	0
股利分配	(26)	(86)	(116)	(162)	(162)
其他	18	13	1	2	4
现金净增加额	65	238	244	(134)	(28)

资料来源: 公司数据、招商证券 (不考虑礼尚信息并表)

利润表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1206	1421	1653	1947	2292
营业成本	354	472	551	647	745
营业税金及附加	20	25	29	35	41
营业费用	347	446	521	608	717
管理费用	166	189	218	253	298
财务费用	5	(3)	(1)	(2)	(4)
资产减值损失	61	45	45	40	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	43	90	80	80
营业利润	262	316	380	447	535
营业外收入	9	0	20	25	25
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	271	316	400	471	560
所得税	34	43	49	62	76
净利润	236	273	351	410	484
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	236	273	351	410	484
EPS (元)	1.10	0.94	0.87	1.01	1.20

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	-2%	18%	16%	18%	18%
营业利润	5%	21%	20%	17%	20%
净利润	-3%	16%	29%	17%	18%
获利能力					
毛利率	70.6%	66.7%	66.7%	66.8%	67.5%
净利率	19.6%	19.2%	21.3%	21.0%	21.1%
ROE	18.4%	10.6%	12.3%	13.2%	14.1%
ROIC	17.2%	10.2%	10.9%	12.0%	13.0%
偿债能力					
资产负债率	28.1%	18.4%	19.6%	17.5%	17.1%
净负债比率	3.7%	0.0%	2.2%	0.0%	0.0%
流动比率	2.3	4.7	4.5	5.2	5.4
速动比率	1.3	3.7	3.7	4.3	4.4
营运能力					
资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.6
存货周转率	0.9	1.1	1.2	1.4	1.4
应收帐款周转率	11.7	14.4	15.2	15.7	15.7
应付帐款周转率	3.0	3.3	3.1	3.1	3.1
每股资料 (元)					
每股收益	1.10	0.94	0.87	1.01	1.20
每股经营现金	1.59	1.10	0.42	0.15	0.21
每股净资产	6.00	8.90	7.08	7.69	8.49
每股股利	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
估值比率					
PE	9.0	10.6	11.5	9.8	8.3
PB	1.7	1.1	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	31.1	26.9	21.9	19.0	16.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，9 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

刘丽，对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015 年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017 年 8 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。