

安正时尚 (603839) 2018 年三季度报点评

消费放缓带来短期调整，全年目标仍有希望

2018 年 10 月 26 日

投资要点

- ❖ 公司公布 2018 年三季度报，收入/净利润同增 16.66%/20.69%，其中 2018Q3 收入/净利润/扣非净利润分别同增 10.48%/12.29%/14.58%。具体来看：
- ❖ 收入端：玖姿线下调整，尹默表现强劲。①主品牌玖姿增速略微调整，2018Q1-Q3/Q3 实现收入 8.05 亿元 (+20.91%)/3.1 亿元 (+12.19%)，主要原因在于推行区域化改革。线下增速放缓，Q3 单季度线下收入同增 4% (前三季度直营同店增长约 14.3%)，期末门店较期初持平为 691 家，线上仍然维持较高增长，前三季度线上实现近 85%+ 收入增长。②尹默表现相比 H1 提速，2018Q1-Q3/Q3 实现收入 1.65 亿元 (+13.28%)/5022 万元 (+19.52%)，前三季度直营同店增长 7.2%，期末门店较期初增加 9 家至 99 家。③摩萨克受定位调整和关店影响，2018Q1-Q3/Q3 收入同降 32.09%/同降 24.33%，门店较期初净增 7 家至 22 家。④安正男装 2018Q1-Q3/Q3 收入同增 8.85%/10.24%，前三季度同店增长约 6.3%，期末门店较期初净增 10 家至 46 家。⑤斐娜晨 Q3 增速放缓，2018Q1-Q3/Q3 收入同增 40.44%/10.32%，前三季度直营同店增长 12% 左右，期末门店较期初净增 14 家至 99 家。⑥安娜蔻品牌定位调整，2018Q1-Q3/Q3 收入同降 45.14%/同降 44.06%。
- ❖ 盈利能力：品牌投入影响扣非净利润。毛利率端，2018Q1-Q3 公司毛利率同降 0.63PCT 至 67.62%，其中玖姿下降 1.13PCTs，主要系玖姿电商收入占比提升所致；摩萨克下降 18.48PCTs，主要系对库存进行促销带来折扣下降所致。费用端，管理费用 (扣除研发费用) 同比增长 31.53%，主要来自于股权激励支出相比去年同期增加 1574 万元+职工薪酬增加 1199 万元。扣非净利润端，2018Q1-Q3 扣非净利润同增 5.73%，前三季度扣非净利润增速较慢主要受三因素影响：①米兰及国内发布会增加费用 1000 万元；②终端形象增加成本 700 万元左右；③股权激励成本 1680 万元。三笔费用合计影响净利润 2873 万元，扣除三笔费用影响后净利润同增 21.09%。
- ❖ 存货&现金流：错峰备货&管理模式改变的影响。存货端，公司存货周转天数同增 41 天至 393 天，主要系 (1) 销售增长增加备货；(2) 商品管理模式改变——由过去分渠道货品流转 (奥莱和电商以专供款为主) 改变为同一商品全渠道流转 (第一年在线下正店销售，次年至奥莱、电商，逐步降低专供款比重、提高清理线下库存的比重)。而实际上存货结构在持续改善之中 (2 年以内存货占比：2017/2018H1/2018Q3 期末分别为 75%/79%/83%)。现金流端，2018H1 公司经营现金流净流入 1164 万元，较 2017Q1-Q3 净流入 1.64 亿元减少 1.52 亿元，主要因为①错峰备货占用资金 0.9 亿元；②增加电商备货 0.6 亿元；③安娜蔻销售未及预期增加库存 0.3 亿元；④税费支付提前多交税款 0.3 亿元。若将上述费用加回，整体经营现金流实现合理增长。
- ❖ 展望：消费放缓，品牌分化，优质公司受益，全年净利润目标仍有希望实现。Q3 整体消费增速维持放缓趋势。未来品牌会加速分化，当下关注产品品质/客户管理/运营效率提升的品牌会不断做大规模，夯实领先优势，而公司正朝这个方向不断努力。前三季度合计实现股权激励考核利润 2.6 亿元，Q4 除主营之外可能实现的利润包括：①政府补贴 2000 万元左右；②理财收益 3500 万元；③收购合并报表 1000 万元。合计可实现税后净利润 5700 万元，按此推算为实现净利润目标主业需实现净利润 4300 万元。按相同税率，2017Q4 剔除政府补贴和理财收益影响，预计主业净利润约为 5100 万元。因此，即使不考虑并表带来的利润增厚，我们认为 2018 年公司实现 3.59 亿元净利润目标 (考虑 2100 万元激励费用) 仍有较大希望。
- ❖ 风险因素。1. 经济疲软致终端销售低迷。2. 新品牌进展不及预期。
- ❖ 盈利预测、估值及投资评级。公司专注时尚主业，不断提升品牌运营能力和内部管理效率，看好公司未来多品牌持续发力带来的靓丽内生增长。另外 2018 年 10 月收购优质婴童电商代运营平台礼尚信息，获得儿童母婴用品领域多年经营所积累的资源、客户及线上运营经验，推动未来在婴童领域业务的持续拓展。维持 2018/2019/2020 年 EPS 预测 0.90/1.17/1.39 元，现价对应 2018 年 12 倍 PE，维持“买入”评级。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1206	1421	1787	2247	2652
增长率 YoY%	-1.5	17.8	25.8	25.7	18.0
净利润(百万元)	236	273	364	472	564
增长率 YoY%	-3.2	15.7	33.2	29.8	19.5
每股收益 EPS(基本)(元)	0.58	0.67	0.90	1.17	1.39
毛利率%	70.6	66.7	68.6	69.1	69.4
净资产收益率 ROE%	18.4	10.6	13.5	15.9	17.0
每股净资产 (元)	3.17	6.34	6.67	7.35	8.20
PE	17	15	11	9	7
PB	3.1	1.6	1.5	1.4	1.2

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 10 月 25 日收盘价



买入 (维持)

当前价：9.98 元

中信证券研究部

薛缘

电话：021-20262134

邮件：xueyuan@citics.com

执业证书编号：S1010514080007

相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3194.31 点
总股本/流通股本	404.3/105.5 百万股
近 12 月最高/最低价	26.4 元/9.95 元
近 1 月绝对涨幅	-21.78%
近 6 月绝对涨幅	-36.28%
今年以来绝对涨幅	-41.87%
12 个月日均成交额	36.01 百万元

相关研究

- 安正时尚 (603839.SH) 重大事项点评——收购优质婴童电商代运营平台，婴童业务开疆拓土(2018-10-11)
- 安正时尚 (603839) 2018 年中报点评——短期调整&投入换长期成长，业绩确定性仍在(2018-08-08)
- 安正时尚 (603839) 2017 年年报点评——品牌全线发力，运营提升改善(2018-03-29)
- 安正时尚 (603839) 2017 年三季度报点评——超预期增长，主品牌分外靓丽(2017-10-31)
- 安正时尚 (603839.SH) 调研纪要——董事长访谈&门店调研精华(2017-10-25)
- 安正时尚 (603839) 反路演纪要——激励到位经营向好，多品牌合力助增长(2017-09-25)

利润表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,206	1,421	1,787	2,247	2,652
营业成本	354	472	561	693	811
毛利率	70.63%	66.74%	68.61%	69.15%	69.43%
营业税金及附加	20	25	29	36	42
营业费用	347	446	561	694	817
营业费用率	28.78%	31.37%	31.40%	30.90%	30.80%
管理费用	166	189	232	288	334
管理费用率	13.75%	13.29%	13.00%	12.80%	12.60%
财务费用	5	-3	-5	-4	-7
财务费用率	0.42%	-0.22%	-0.26%	-0.18%	-0.28%
投资收益	8	43	40	40	40
营业利润	262	290	409	536	645
营业利润率	21.71%	20.38%	22.87%	23.87%	24.30%
营业外收入	9	0	20	20	20
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	271	290	428	555	664
所得税	34	43	64	83	100
所得税率	12.74%	14.90%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	236	273	364	472	564
净利率	19.57%	19.22%	20.35%	21.01%	21.27%

现金流量表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	236	273	364	472	564
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	71	67	97	100	102
营运资金变动	-12	-37	-220	57	35
其他	44	14	-37	-33	-37
经营现金流	339	317	204	596	664
资本支出	-67	-63	-130	-128	-127
投资收益	8	34	40	40	40
资产变卖	1	1	0	0	0
其他	-129	-1,020	0	0	0
投资现金流	-187	-1,048	-90	-88	-87
发行股票	0	1,176	-81	0	0
负债变化	-4	-66	0	0	0
股息支出	-84	-132	-149	-196	-221
其他	0	-9	5	4	7
融资现金流	-88	969	-226	-192	-214

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	110	347	236	551	914
存货	381	474	536	563	600
应收账款	93	104	169	213	232
其他流动资产	322	1,248	1,369	1,373	1,380
流动资产	905	2,173	2,310	2,700	3,127
固定资产	544	548	581	610	635
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	74	70	69	67	66
其他长期资产	262	361	370	377	381
非流动资产	880	979	1,020	1,054	1,081
资产总计	1,785	3,152	3,330	3,754	4,209
短期借款	66	0	0	0	0
应付账款	122	164	185	236	275
其他流动负债	314	415	439	535	609
流动负债	502	579	624	771	884
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	1	1	1	1
非流动性负债	0	1	1	1	1
负债合计	502	580	625	772	885
股本	214	289	405	405	405
资本公积	5	1,055	858	858	858
股东权益合计	1,282	2,566	2,699	2,975	3,318
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	1,785	3,152	3,330	3,754	4,209

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率 (%)	-1.5	17.8	25.8	25.7	18.0
营业利润增长率 (%)	4.9	10.6	41.2	31.2	20.2
净利润	-3.2	15.7	33.2	29.8	19.5
利润率 (%)					
毛利率	70.6	66.7	68.6	69.1	69.4
EBIT Margin	26.4	20.3	22.6	23.8	24.4
EBITDA Margin	32.3	25.0	28.1	28.3	28.3
净利率	19.6	19.2	20.3	21.0	21.3
回报率 (%)					
净资产收益率	18.4	14.2	13.8	16.6	17.9
总资产收益率	13.2	11.1	11.2	13.3	14.2

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。