

高端消费受大环境冲击，Q3 收入业绩放缓，切入婴童加强业务多元化

安正时尚 (603839)

事件

公司公布 2018 年第三季度报告。前三季度实现营业收入 11.62 亿元，同比增长 16.66%；归母净利润 2.47 亿元，同比增长 20.69%；扣非归母净利润 1.98 亿元，同比增长 5.73%。Q3 单季收入 4.10 亿元，同比增长 10.48%；归母净利润 0.84 亿元，同比增长 12.29%；扣非归母净利润 0.72 亿元，同比增长 14.59%。

简评

玖姿/斐娜晨 Q3 拓店、收入放缓，线上增长仍强势

公司前三季度营业收入同比增长 16.66% 至 11.62 亿元，Q3 收入增速环比继续下降 3.5 个 pct。前三季度总门店净增 40 家至 957 家，其中直营店 287 家（占 30%），直营奥莱店 65 家（占 7%），加盟店 605 家（占 63%），Q3 门店净增加 5 家，各品牌开店有所放缓。**分品牌看，主品牌玖姿**前三季度营收同增 20.91% 至 8.05 亿元，主要受益于上半年米兰秀营销推广、货品全渠道流转创新以及电商销售的增长，Q3 收入有所放缓。门店数较年初保持不变（691 家），Q3 净关店 5 家，毛利率同降 1.13pct 至 66.33%。

尹默前三季度营收同增 13.28% 至 1.65 亿元，增速较 H1 提升 2.53pct。18 年净开店 9 家至 99 家，新开店几乎为直营精品店，保持了品牌的高端调性；毛利率同增 0.54 个 pct 至 77.80%。

安正男装前三季度净开店 10 家至 46 家（7 直营，3 加盟），其中 Q3 净开店 5 家，营收同增 8.85% 至 5536.58 万元，毛利率同增 5.49% 至 75.23%。Q3 增速环比小幅回暖（H1 增速 8.80%），新任品牌设计总监艺术风格逐渐被新客户认同，老客户购买意愿回升。

摩萨克经历为期一年的品牌定位调整，今年店铺数量同比下降较大，Q3 营收同减 30.07% 至 1901.86 万元，降幅略有收窄，毛利率同减 18.48% 达 49.61%，主要系促销活动降低库存的影响。Q3 净开店 4 家至 22 家，已度过大幅闭店期。

斐娜晨营收同增 40.44% 至 8809.71 万元，定位中高端，Q3

维持

买入

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2018 年 10 月 26 日

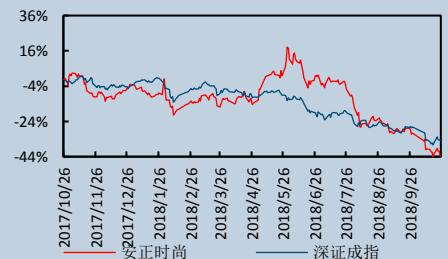
当前股价：9.98 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
12 月最高/最低价 (元)	-21.91/-12.59	-42.45/-24.19	-43.17/-10.81
总股本 (万股)			40,433.15
流通 A 股 (万股)			10,551.42
总市值 (亿元)			40.35
流通市值 (亿元)			10.53
近 3 月日均成交量 (万)			169.35
主要股东			
郑安政			37.37%

股价表现



相关研究报告

日期	报告内容
18.08.08	【中信建投纺织】安正时尚（603839）主品牌增长有力，年轻品牌升级调整落地，发力营销设计夯实核心竞争力
18.06.29	安正时尚（603839）：斐娜晨管理层持股继续推进，激励研发团队促进快速发展
18.04.27	安正时尚（603839）18Q1 业绩增长亮眼，主品牌玖姿线上线下增长超预期

受消费环境影响下滑明显，单季增速约 10%，毛利率同减 5.31% 至 73.91%。Q3 净开店 2 家至 99 家，拓店速度亦有放缓。

安娜蔻 由于品牌定位调整，Q3 延续下滑态势，前三季度营收 2102.94 万元，同比下降 45.14%。毛利率同比下降 21.85 个 pct 达 20.87%。

渠道上看，前三季度直营收入 5.01 亿元，同比增长 12.57%；加盟收入 4.77 亿元，同比增长 11.48%。电商渠道 Q3 增速提升，前三季度营业收入 1.83 亿元，同比增长 50.66%（18H1 同增 44.0%），收入占比较去年同期提高 3.54 个 pct 达 15.73%。

费用率下降，理财投资收入提升利好业绩

前三季度公司毛利率同比略降 0.63 个 pct 至 67.62%，主因线下主品牌毛利率下调以及线上收入占比提升。Q3、前三季度期间费用率同比下降 3.34、2.60 个 pct 至 37.31%、39.69%。受品牌新开店及品牌营销宣传投入影响，Q3 销售费用率同增 1.13 个 pct 至 28.55%，前三季度亦有上升；管理费用率同降 4.45 个 pct 下降至 8.79%。

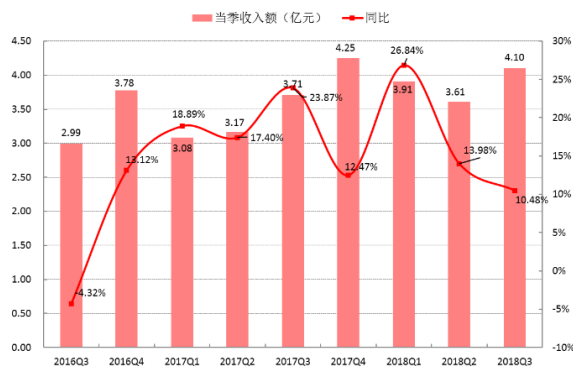
前三季度非经常性损益对业绩影响较大，主要因募投闲置资金购买理财产品带来相关理财收益，推动投资收益同比增长同比增加 316.04% 至 4722.59 万元，导致扣非前后净利润增速差距较大。

营运能力方面，Q3 末存货总额同比增长 39.94% 至 6.63 亿元，周转天数同比增加 18 天至 415 天，主要原因秋冬销售旺季规模扩大，面料成衣存货增加导致。应收账款周转天数同比增加 2 天至 27 天。

投资建议： Q3 消费走弱，对中高端服装品牌消费意愿带来冲击，公司主品牌玖姿、斐娜晨扩张态势有所收缩，但尹默、安正男装 Q3 逆势提速，整体收入增速 16%+，部分得益于多品牌抵抗风险能力。10 月公司以现金 3.61 亿元收购专业婴童电商代运营商礼尚信息 70% 股权，后者 2017 年、18H1 分别实现营业收入/净利润 4.59 亿元/3067 万元、3.00 亿元/3595 万元，增长态势良好，重点合作孩之宝、安佳、G2、费雪、北极狐、森宝等国际头部品牌。公司以此切入高增长、大空间婴童行业，落实婴童战略，夯实抗风险能力，礼尚信息承诺 2018、2019、2020 年净利润不低于 5500、6600、7700 万元。暂不考虑礼尚信息并表，我们预计 2018-2019 年公司实现归母净利润 3.67、4.71 亿元，EPS 为 0.91、1.16 元/股，对应的 PE 分别为 11.0，8.6 倍，维持“买入”评级。

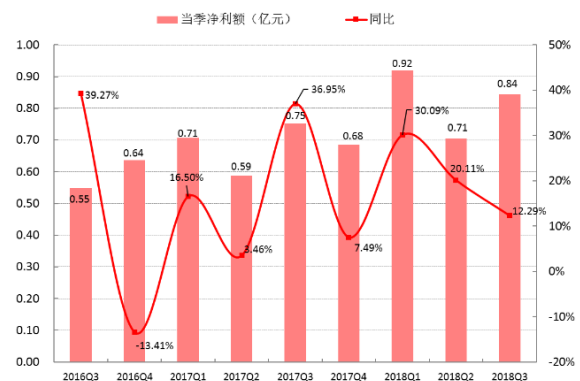
风险因素： 销量波动，存货余额提升；子品牌动态调整前景未知；宏观经济下滑风险。

图 1：公司营业收入及增速（亿元，%）



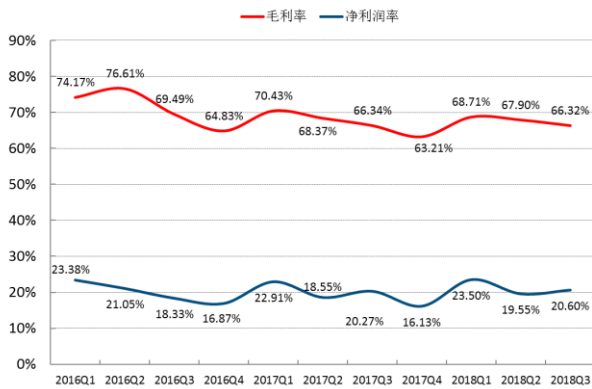
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 2：公司归母净利润及增速（亿元，%）



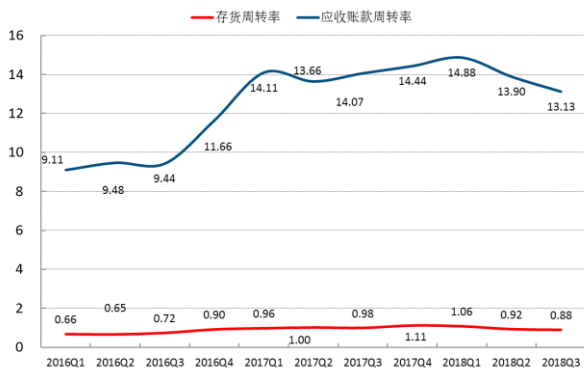
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 3：公司销售毛利率及销售净利率情况（%）



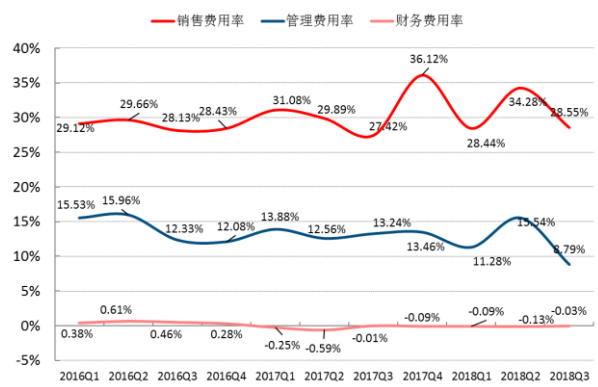
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 5：公司存货周转率和应收账款周转率情况



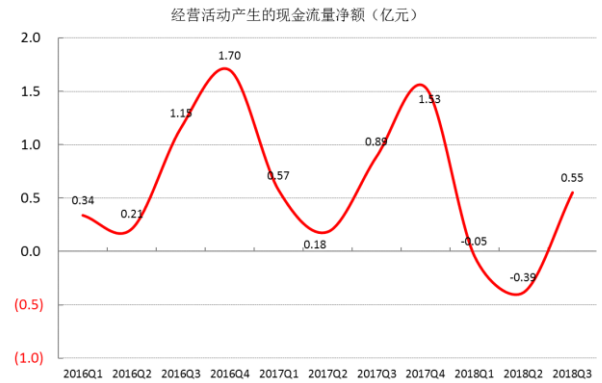
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 4：公司期间费用率变动情况（%）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 6：公司经营现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 1：公司 2017-2019 主要财务指标展望（单位：百万元）

利润表	2017	2018E	2019E	财务指标	2017	2018E	2019E
营业收入	1,420.7	1,722.0	2,104.8	成长性			
减:营业成本	472.5	525.5	650.0	营业收入增长率	17.8%	21.2%	22.2%
营业税费	25.2	22.4	27.4	营业利润增长率	20.7%	32.8%	28.9%
销售费用	445.6	490.8	589.3	净利润增长率	15.7%	34.2%	28.6%
管理费用	188.9	226.4	273.6	EBITDA 增长率	6.4%	44.1%	28.3%
财务费用	-3.1	1.2	-6.7	EBIT 增长率	7.3%	46.9%	27.0%
资产减值损失	44.8	48.0	50.0	NOPLAT 增长率	16.0%	34.5%	27.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	投资资本增长率	86.6%	50.3%	0.2%
投资和汇兑收益	42.7	12.0	20.0	净资产增长率	100.5%	54.8%	7.2%
营业利润	316.0	419.7	541.2	利润率			
加:营业外净收支	0.3	9.0	9.0	毛利率	66.7%	69.5%	69.1%
利润总额	316.3	428.7	550.2	营业利润率	22.2%	24.4%	25.7%
减:所得税	43.2	58.6	74.3	净利润率	19.2%	21.3%	22.4%
净利润	273.1	366.5	471.1	EBITDA/营业收入	22.8%	27.1%	28.5%
资产负债表	2017	2018E	2019E	EBIT/营业收入	20.2%	24.4%	25.4%
货币资金	347.1	922.7	1,206.0	运营效率			
交易性金融资产	-	-	-	固定资产周转天数	138	113	104
应收帐款	123.0	211.9	197.4	流动营业资本周转天数	230	297	247
应收票据	-	-	-	流动资产周转天数	390	529	516
预付帐款	14.8	13.0	21.3	应收帐款周转天数	29	35	35
存货	474.3	547.4	709.2	存货周转天数	108	107	107
其他流动资产	1,213.8	1,193.3	1,012.2	总资产周转天数	626	734	696
可供出售金融资产	111.7	12.0	12.0	投资资本周转天数	374	502	494
持有至到期投资	-	-	-	投资回报率			
长期股权投资	-	-	-	ROE	10.6%	9.2%	11.1%
投资性房地产	42.4	42.4	42.4	ROA	8.7%	9.6%	11.1%
固定资产	548.3	534.4	678.3	ROIC	26.3%	18.9%	16.0%
在建工程	28.2	109.0	20.9	费用率			
无形资产	69.9	156.8	236.0	销售费用率	31.4%	28.5%	28.0%
其他非流动资产				管理费用率	13.3%	13.2%	13.0%
资产总额	3,151.8	3,873.4	4,268.2	财务费用率	-0.2%	0.1%	-0.3%
短期债务	-	-	-	三费/营业收入	44.4%	41.7%	40.7%
应付帐款	239.0	214.5	296.1	偿债能力			
应付票据	-	2.7	0.6	资产负债率	18.4%	12.6%	12.9%
其他流动负债				负债权益比	22.6%	14.5%	14.8%
长期借款	-	-	-	流动比率	4.72	6.12	6.02
其他非流动负债				速动比率	3.69	4.96	4.66

负债总额	580.0	576.4	633.8	利息保障倍数	-93.18	350.78	-79.77
少数股东权益	-	3.7	8.5	分红指标			
股本	289.0	404.7	404.7	DPS(元)	0.36	0.36	0.47
留存收益	2,328.1	3,572.8	3,855.5	分红比率	52.9%	40.0%	40.0%
股东权益	2,571.7	3,981.2	4,268.6	股息收益率	0.8%	0.8%	1.0%
现金流量表	2017	2018E	2019E	业绩和估值指标	2017	2018E	2019E
净利润	273.1	366.5	471.1	EPS(元)	0.94	0.91	1.16
加:折旧和摊销	67.2	46.2	65.0	BVPS(元)	8.90	9.83	10.53
资产减值准备	44.8	48.0	50.0	PE(X)	10.6	11.0	8.6
公允价值变动损失	-	-	-	PB(X)	1.1	1.0	0.9
财务费用	1.1	1.2	-6.7	P/FCF	-4.2	47.9	9.7
投资收益	-42.7	-12.0	-20.0	P/S	2.0	2.3	1.9
少数股东损益	-	3.7	4.8	EV/EBITDA	19.8	36.3	27.8
营运资金的变动	-919.4	-80.4	77.9	CAGR(%)	21.9%	14.9%	26.3%
经营活动产生现金流量	317.4	373.2	642.1	PEG	0.5	0.7	0.3
投资活动产生现金流量	-1,048.3	-1,000.0	-177.1	ROIC/WACC	7.5	5.4	4.6
融资活动产生现金流量	968.8	1,202.4	-181.8	REP	0.4	1.1	1.3

资料来源: WIND, 中信建投研究发展部

分析师介绍

报告贡献人

研究服务

史琨：CFA，金融学硕士，2017年7月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

邱季 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

周博文 010-86451380 zhoubowen@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禛 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859