

安正时尚 (603839)

证券研究报告

2018年10月31日

Q3 营收增速放缓，预计全年业绩仍较稳定

18 年前三季度业绩略低于预期，Q3 业绩增速略有放缓。

公司公布前三季度业绩公告，实现营收 11.62 亿元 (+16.66%)，归母净利润 2.47 亿元 (+20.69%)，扣非归母净利润 1.98 亿元 (+5.73%)，业绩略低于预期；其中 Q3 单季度实现营收 4.10 亿元 (+10.48%)，归母净利润 0.84 亿元 (+12.29%)，扣非归母净利润 0.72 亿元 (+14.60%)，Q3 单季度增速略有放缓，主要系公司进行区域化改革，将管理团队先进行区域划分，再进行品牌划分（以往是先品牌再区域），短期交接影响业绩收入，但长期来看，有利于公司的品牌扩张。

公司扣非净利润增速低于营收增速主要系：1) 本期限制性股权激励成本 1680 万元，比去年同期增加 1574 万元，其中 Q3 单季度增加 565 万元；2) 发布会及走秀费用相比去年同期有所增加；3) 毛利率略有下降；4) 终端渠道形象升级增加费用。

分品牌来看：

1) 主品牌玖姿：前三季度实现营收 8.05 亿元 (+20.91%)，Q3 单季度实现 3.10 亿元 (+12.19%)，Q3 因零售环境承压及公司区域化调整，收入增速有一定程度放缓；渠道来看，玖姿品牌门店相较年初无变化，为 691 家，Q3 单季度净关店 6 家。

2) 尹默前三季度实现营收 1.65 亿元 (+13.28%)，Q3 单季度为 5022 万元 (+19.52)，环比 Q2 经营情况有所改善；全都来看，截至目前尹默门店共 99 家，相比年初净开 9 家；

3) 安正男装前三季度实现营收 5537 万元 (+8.85%)，Q3 单季度为 1131 万元 (+10.24%)，我们预计安正男装 18 年预计盈利 200-300 万左右；渠道来看，目前门店 46 家，相比年初净开 10 家；

4) 摩萨克前三季度实现营收 1902 万元 (-30.07%)，Q3 单季度为 535 万元 (-24.33%)，主要是收到品牌定位调整和门店调整有关；渠道来看，门店数量进一步增加 22 家，相比年初净开 7 家。

5) 斐娜晨前三季度实现营收 8810 万元 (+40.44%)，Q3 单季度为 2487 万元 (+10.32%)，三季度业绩未达预期，公司未来将对经营策略和管理团队进行调整；渠道来看，拥有门店 99 家，相比年初净开 14 家。

6) 安娜寇：线上品牌安娜寇前三季度实现营收 0.21 亿元 (-45.14%)，主要系品牌定位进行调整导致。

分渠道来看：

线下渠道：公司目前共有门店 957 家，相比年初净增 40 家；其中直营门店 352 家，占比 37%，加盟渠道 605 家，占比 63%。前三季度线下渠道实现营收 9.78 亿元 (+16.75%)，其中直营渠道 5.01 亿元 (+12.57%)，加盟渠道 4.77 亿元 (+11.48%)，增速均比上半年有所放缓。

线上渠道：前三季度实现营收 1.83 亿元 (+50.66%)，线上占总体营收 23.98%，公司线上营收增速较高主要系公司在本期加大唯品会上的营销力度，使销售收入较上年同期有较大幅度的增长。

毛利率有所下滑，净利率略有提升。

毛利率：18 年前三季度毛利率为 67.62% (-0.63pct)，其中 Q3 单季度为 66.32% (-0.01pct)。渠道来看，毛利率略有下滑主要系毛利率较低的线上收入占比提升；**分品牌来看，玖姿**毛利率为 66.33%(-1.13pct)；**斐娜晨**毛利率为 73.91%(-5.31pct)，主要系过季货品销售占比提升所致；**摩萨克**毛利率分别为 49.61%(-18.48pct)，主要系对库存促销所致；**安娜寇** 20.87%

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	10.15 元
目标价格	16.02 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	404.33
流通 A 股股本(百万股)	105.51
A 股总市值(百万元)	4,103.96
流通 A 股市值(百万元)	1,070.97
每股净资产(元)	6.71
资产负债率(%)	16.46
一年内最高/最低(元)	27.38/9.62

作者

吕明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518040001
lvming@tfzq.com

郭彬 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120001
guobin@tfzq.com

于健 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518090002
yujian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《安正时尚-半年报点评:收入符合预期，费用阶段性提高不改业绩增长逻辑》2018-08-12
- 《安正时尚-年报点评报告:2017 年业绩符合预期，多品牌多梯度战略见成效》2018-03-29
- 《安正时尚-季报点评:业绩增长稳健，副品牌增长迅猛，未来潜力巨大》2017-10-31



(-21.85pct)，主要系品牌定位调整，促销较大导致。另外尹默毛利率为 77.80%(+0.54pct)；安正毛利率为 75.23%(+5.49pct)。

费用率：公司前三季度费用率略升，前三季度销售/管理/财务费用率分别为 30.29% (+0.76pct)、9.48% (-3.74pct)、-0.08% (+0.19pct)；其中销售费用增长主要系：米兰及国内发布会、终端渠道形象升级使费用增加；管理费用为 1.1 亿元 (+31.53%)，主要系 1) 本期限制性股权激励成本 1680 万元，比去年同期增加 1574 万元，其中 Q3 单季度增加 565 万元；2) 职工薪酬增加 1199 万元所致；财务费用率上升主要系银行存款利息同比减少。

净利率：在毛利率略降，费用率提升的背景下，公司前三季度净利率略有上升，为 21.22% (+0.68pct)，我们认为主要系公司理财产品投资收益增加。

公司前三季度经营性现金流为 1164 万元 (-92.91%)，主要系：公司进行错峰采购、电商备货等支付货款增加所致，Q3 单季度经营活动现金流净额同比降 38%至 5501 万元，但环比 Q2 已有改善 (由负转正)。

存货周转率：公司前三季度存货为 6.64 亿元 (38.6%)，周转率为 0.66 次 (-0.07 次)。我们认为库存明显增加主要系：Q4 及双十一秋冬装增加备货。

收购礼尚信息 70%股权，强化电商能力，正式切入儿童及母婴产业

公司以现金 3.61 亿元收购上海礼尚信息科技有限公司，礼尚信息做出业绩承诺，18-20 年其净利润分别不低于 5,500 万元、6,600 万元、7,700 万元；礼尚信息是国内电子商务代运营服务商，服务业务涉及海外及国内的母婴周边、儿童玩具、食品保健品、户外运动等行业，公司收购礼尚信息之后将正式进入儿童及婴童领域，同时提升公司线上运营能力和资源整合能力。

维持“买入”评级，维持 3-6 个月目标价 16.02 元。

根据公司股权激励目标，2018 年需实现扣除限制性股票费用后归母净利润 3.6 亿元，18Q1-3 合计实现股权激励考核利润 2.6 亿元，根据我们的预计及估算，公司 Q4 其他利润包括：①理财收益、政府补贴、及收购礼尚信息并表利润 1000 万元，主业需要实现利润约为 4500-5000 万。我们认为在主品牌保持目前增速下实现业绩基本可期，因此，完成股权激励目标仍有较大希望。考虑到公司三季度业绩低于预期，部分子品牌仍在调整阶段，我们略下调盈利预测，预计 18-20 年净利润为 3.60/4.70/5.73 亿元 (原值为 3.61/4.73、5.84)，同比增长 32%、30%、22%；EPS 为 0.89/1.16/1.42 元 (原值为 0.89/1.17/1.44)；对应 PE 为 12/9/7 倍；维持公司 18 年 18 倍 PE，维持目标价 16.02 元。

风险提示：终端消费疲软、新品牌调整不到位，销售不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,206.17	1,420.67	1,679.64	1,979.46	2,317.42
增长率(%)	(1.53)	17.78	18.23	17.85	17.07
EBITDA(百万元)	304.54	324.11	421.15	543.53	663.30
净利润(百万元)	236.04	273.07	360.39	470.13	573.14
增长率(%)	(3.21)	15.69	31.97	30.45	21.91
EPS(元/股)	0.58	0.68	0.89	1.16	1.42
市盈率(P/E)	17.61	15.22	11.53	8.84	7.25
市净率(P/B)	3.24	1.62	1.40	1.29	1.17
市销率(P/S)	3.45	2.93	2.47	2.10	1.79
EV/EBITDA	0.00	19.84	6.42	4.49	3.86

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	109.62	347.10	1,179.21	1,445.38	1,332.27
应收账款	108.12	122.95	207.90	48.62	251.69
预付账款	8.60	14.77	17.69	15.94	23.71
存货	380.83	474.27	597.00	650.64	799.89
其他	298.25	1,213.79	560.11	690.72	821.54
流动资产合计	905.43	2,172.89	2,561.90	2,851.30	3,229.09
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	544.14	548.26	554.58	576.13	593.81
在建工程	45.63	28.25	52.95	79.77	77.86
无形资产	73.76	69.90	64.51	59.12	53.74
其他	216.13	332.47	284.55	286.51	285.31
非流动资产合计	879.66	978.88	956.59	1,001.54	1,010.72
资产总计	1,785.09	3,151.77	3,518.49	3,852.83	4,239.81
短期借款	66.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	140.86	238.96	189.28	309.75	271.27
其他	186.91	221.43	253.40	202.27	305.35
流动负债合计	393.77	460.39	442.68	512.02	576.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	108.68	119.63	104.59	110.97	111.73
非流动负债合计	108.68	119.63	104.59	110.97	111.73
负债合计	502.44	580.02	547.27	622.99	688.36
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	213.78	289.04	404.33	404.33	404.33
资本公积	5.20	1,105.93	1,105.93	1,105.93	1,105.93
留存收益	1,068.32	2,328.11	2,566.89	2,825.51	3,147.13
其他	(4.65)	(1,151.34)	(1,105.93)	(1,105.93)	(1,105.93)
股东权益合计	1,282.64	2,571.74	2,971.22	3,229.84	3,551.46
负债和股东权益总	1,785.09	3,151.77	3,518.49	3,852.83	4,239.81

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	236.04	273.07	360.39	470.13	573.14
折旧摊销	70.72	67.20	34.36	37.02	39.61
财务费用	4.66	1.06	(15.24)	(26.20)	(27.73)
投资损失	(8.49)	(42.74)	(23.00)	(46.00)	(91.33)
营运资金变动	(106.41)	(919.40)	473.38	47.64	(427.45)
其它	142.95	938.23	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	339.48	317.42	829.89	482.59	66.24
资本支出	20.71	9.57	75.04	73.63	49.24
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(207.53)	(1,057.82)	(127.16)	(104.74)	(4.79)
投资活动现金流	(186.82)	(1,048.26)	(52.12)	(31.11)	44.44
债权融资	66.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(5.33)	1,133.12	175.93	26.20	27.73
其他	(148.31)	(164.35)	(121.60)	(211.51)	(251.52)
筹资活动现金流	(87.64)	968.77	54.33	(185.31)	(223.79)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	65.02	237.93	832.10	266.17	(113.11)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,206.17	1,420.67	1,679.64	1,979.46	2,317.42
营业成本	354.23	472.48	534.96	621.05	723.89
营业税金及附加	19.99	25.19	26.87	27.71	34.76
营业费用	347.13	445.63	482.06	558.21	658.15
管理费用	165.85	188.86	218.35	250.80	294.31
财务费用	5.07	(3.07)	(15.24)	(26.20)	(27.73)
资产减值损失	60.50	44.79	53.60	61.19	73.95
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.49	42.74	23.00	46.00	91.33
其他	(16.99)	(111.92)	(46.00)	(92.00)	(182.66)
营业利润	261.89	315.98	402.03	532.71	651.42
营业外收入	9.44	0.41	14.88	8.24	7.84
营业外支出	0.83	0.12	0.76	0.57	0.48
利润总额	270.50	316.27	416.15	540.38	658.78
所得税	34.46	43.19	55.76	70.25	85.64
净利润	236.04	273.07	360.39	470.13	573.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	236.04	273.07	360.39	470.13	573.14
每股收益(元)	0.58	0.68	0.89	1.16	1.42

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-1.53%	17.78%	18.23%	17.85%	17.07%
营业利润	4.85%	20.65%	27.23%	32.51%	22.28%
归属于母公司净利润	-3.21%	15.69%	31.97%	30.45%	21.91%
获利能力					
毛利率	70.63%	66.74%	68.15%	68.63%	68.76%
净利率	19.57%	19.22%	21.46%	23.75%	24.73%
ROE	18.40%	10.62%	12.13%	14.56%	16.14%
ROIC	24.33%	26.25%	17.45%	28.99%	35.85%
偿债能力					
资产负债率	28.15%	18.40%	15.55%	16.17%	16.24%
净负债率	28.78%	12.71%	7.84%	-19.57%	-23.16%
流动比率	2.30	4.72	5.79	5.57	5.60
速动比率	1.33	3.69	4.44	4.30	4.21
营运能力					
应收账款周转率	10.21	12.30	10.15	15.43	15.43
存货周转率	3.08	3.32	3.14	3.17	3.20
总资产周转率	0.71	0.58	0.50	0.54	0.57
每股指标(元)					
每股收益	0.58	0.68	0.89	1.16	1.42
每股经营现金流	0.84	0.79	2.05	1.19	0.16
每股净资产	3.17	6.36	7.35	7.99	8.78
估值比率					
市盈率	17.61	15.22	11.53	8.84	7.25
市净率	3.24	1.62	1.40	1.29	1.17
EV/EBITDA	0.00	19.84	6.42	4.49	3.86
EV/EBIT	0.00	22.45	6.99	4.82	4.10

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com