

18Q4 压力较大，19Q1 有所改善，并表对收入增厚明显

——安正时尚 (603839.SH) 2018 年报&2019 年一季报点评

公司简报

买入 (维持)

当前价：11.68 元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebscn.com

汲肖飞 (执业证书编号：S0930517100004)

021-52523675

jixiaofei@ebscn.com

市场数据

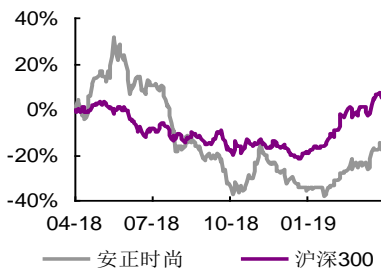
总股本(亿股)：4.04

总市值(亿元)：47.21

一年最低/最高(元)：9.35/27.38

近3月换手率：65.35%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.77	-0.27	-20.51
绝对	7.87	21.86	-16.95

资料来源：Wind

相关研报

业绩增速有所放缓,Q3 盈利能力呈现回升——安正时尚 (603839.SH) 2018 年三季报点评

..... 2018-10-27

收购优质电商代运营商，婴童产业布局

逐步落地——安正时尚 (603839.SH)

收购礼尚信息公告点评

..... 2018-10-12

投入加大拖累业绩表现，下半年盈利能力有望改善——安正时尚 (603839.SH)

2018 年中报点评

..... 2018-08-12

◆18 年收入增 16%、净利增 3%，并表增厚收入，服装业务 18Q4 以来收入下滑

2018 年公司实现收入 16.49 亿元、同增 16.09%，归母净利 2.81 亿元、同增 2.96%，扣非归母净利 1.98 亿元、同降 8.60%，EPS 为 0.70 元低于预期，每 10 股派息 3.50 元 (含税)。扣非净利增速低于收入主要由于费用增加较多 (多场产品发布会并聘请代言人增加费用约 3100 万元、新建店铺增加相关费用约 919 万元、股权激励费用增加 440 万元)，低于净利主要由于委托管理资产收益增长。

17Q3-18Q4 公司收入同增 23.87%、12.47%、26.84%、13.98%、10.48%、14.76%，净利同增 36.95%、7.49%、30.09%、20.11%、12.29%、-50.01%。18Q3 受到消费疲软以及公司进行区域化改革 (以前管理团队先按品牌划分再按区域划分改为先按区域再品牌，同一区域负责多个品牌销售，便于未来品牌扩张) 等影响，公司收入增速放缓，18Q4 收入增速有所回升主要由于收购电商代运营公司礼尚信息于 18 年 10 月 31 日并表，不考虑并表收入同降约 16%，服装消费环境低迷、公司品牌管理模式变革影响主业收入。利润方面，18Q3 股权激励费用增加、理财收益同比减少导致利润增速继续放缓，18Q4 毛利率下降 10.31PCT、资产减值损失增加、政府补贴减少导致净利出现大幅下滑。

2019Q1 公司实现收入 5.53 亿元、同增 41.46%，归母净利 1.02 亿元、同增 10.51%，扣非归母净利 0.95 亿元、同增 12.66%，EPS 为 0.25 元。公司服装主业收入 3.88 亿元，同降 0.57%，电商代运营收入为 1.63 亿元。净利增速低于收入主要由于收购礼尚信息并表导致毛利率下降。

◆18Q4 多数品牌收入同比下滑，19Q1 主品牌收入恢复增长

1) 分业务来看，2018 年公司服装收入 15.14 亿元，同增 6.86%，电商代运营收入 1.31 亿元。2018 年 10 月 11 日公司公告收购母婴领域电商代运营公司礼尚信息 70% 股权，2018 年 10 月 31 日完成股权交割并表，因此新增 2018 年 11-12 月礼尚信息电商代运营收入。

2) 服装业务分品牌来看，2018 年玖姿、尹默、斐娜晨、安正男装、摩萨克、安娜蔻分别实现收入 10.38 亿元、2.23 亿元、1.14 亿元、7487.22 万元、3101.21 万元、2305.16 万元，同增 10.93%、4.10%、11.98%、0.10%、-12.31%、-52.57%，18Q4 玖姿、尹默、斐娜晨、安正男装、摩萨克、安娜蔻收入分别同增-13.62%、-15.53%、-33.40%、-18.46%、46.78%、-80.32%，摩萨克收入恢复增长，其他品牌受服装消费疲软影响均有下滑，19Q1 上述品牌收入增 8.25%、-10.12%、-35.58%、3.79%、-37.68%、-50.93%，主品牌玖姿收入恢复增长。

2018 年主品牌玖姿收入稳定增长，主要受益于产品性价提升、签约代言人及举办多场时尚秀强化品牌影响力带来店效增加以及线上收入实现较快增长。2018 年底玖姿共有门店 692 家，与年初相比增加 1 家，直营可比同店增速约为 2.34%。18Q4 受服装消费低迷影响收入下滑。19Q1 玖姿净开店 2 家、期末门店 694 家，且线上保持快速增长，带动收入恢复增长。

小品牌方面，18年尹默、安正男装、斐娜晨、摩萨克直营店可比同店增长约-6.86%、-12.44%、-25.20%、-3.28%，期末门店数分别较年初增14.44%、27.78%、15.29%、106.67%，小品牌门店数均有扩张，摩萨克借助玖姿加盟渠道恢复快速开店，但受服装消费环境影响收入下滑。19Q1安正男装收入低速增长，其他小品牌收入下滑，尹默、斐娜晨品牌净关店。

2) 分渠道来看，2018年直营、加盟、线上分别实现收入6.78亿元、5.62亿元、4.04亿元，同增4.29%、-1.55%、106.94%，电商渠道收入保持较快增速；18Q4公司直营、加盟、线上收入同增-13.63%、-40.48%、198.67%，线下收入同比下滑，2018年玖姿双十一销售额达8576万元、同增48%，叠加收购礼尚信息并表，带动线上保持快速增长。19Q1公司直营、加盟、线上收入同增-9.75%、-1.84%、350.24%，线下收入降幅收窄。

18年公司净开店56家，期末共有门店973家、外延同增6.11%，其中直营店359家、同增6.85%，主要为尹默、安正男装等品牌新增门店，直营同店同降2.39%；加盟店614家、同增5.68%，主要为玖姿、摩萨克、斐娜晨等品牌净开门店较多，加盟同店同降6.84%。19Q1公司净关店16家，期末共有门店957家。

◆并表影响多个财务指标，毛利率降、存货增长较多

毛利率：18年毛利率同降3.47PCT至63.27%，主要由于服装业务毛利率降以及电商代运营毛利率低、收入并表。2018年服装毛利率同降1.50PCT至66.73%，电商代运营毛利率为24.11%。

分品牌来看，2018年玖姿、尹默、安正男装、摩萨克、斐娜晨、安娜蔻毛利率同增-0.30PCT、+0.02PCT、+4.49PCT、-9.18PCT、-4.11PCT、-12.92PCT至65.00%、76.69%、75.50%、52.11%、73.13%、22.57%。玖姿品牌低毛利率线上收入占比提升、毛利率略有下降；安正男装设计优化后销售价格、折扣控制改善带动毛利率提升，摩萨克、安娜蔻品牌有所调整、毛利率下降幅度较大。

分渠道来看，2018年直营、加盟、线上渠道毛利率分别同增-0.43PCT、0.26PCT、-3.76PCT至72.53%、67.30%、42.40%，线上毛利率下降幅度较大主要由于礼尚信息并表。

18Q1-19Q1毛利率为68.71% (-1.72PCT)、67.90% (-0.47PCT)、66.32% (-0.02PCT)、52.90% (-10.31PCT)、53.80% (-14.91PCT)，18Q4-19Q1礼尚信息并表，毛利率下降幅度较大，19Q1服装毛利率为68.03%、同比基本持平。

费用率：2018年期间费用率(包括研发费用)同增0.70PCT至45.14%，其中销售费用率同增0.39PCT至31.76%，主要由于直营门店数量增加、购物中心店铺运营费用及广告宣传费用增加等因素；管理费用率(包括研发费用)同增0.13PCT至13.42%，主要由于收购礼尚信息并表、员工薪酬增加；财务费用率同增0.18PCT至-0.04%，主要由于银行存款利息收入同比减少。

19Q1期间费用率(包括研发费用)同降9.72PCT至29.91%，其中销售、管理、财务费用率同降6.55PCT、2.45PCT、0.73PCT至21.98%、8.83%、-0.82%，主要受礼尚信息并表影响。

其他财务指标：

1) 2018 年存货较年初增加 66.88%至 7.91 亿元，一方面由于公司门店数量和规模增加、生产备货增加；另一方面收购礼尚信息增加存货 1.58 亿元。18 年存货周转率、存货收入比为 0.96、0.48，17 年同期为 1.11、0.33，公司存货周转有所下滑。2018 年底公司库龄在两年以内存货占比为 84.61%，较年初增加 9.61PCT，库存结构较为健康。2019 年 3 月底公司存货较年初降 1.77%至 7.77 亿元，19Q1 存货周转率、存货收入比为 0.33、1.41，较 18Q1 的 0.27、3.52 有所改善。

2) 2018 年底应收账款较年初增 30.77%至 1.36 亿元，主要由于销售规模扩大及礼尚信息并表，应收账款周转天数为 26.16 天，同比增加 1.24 天。2019 年 3 月底应收账款较年初增 3.68%至 1.41 亿元，应收账款周转天数 22.52 天，同降 3.64 天。

3) 2018 年资产减值损失同增 34.23%至 6012.61 万元，主要由于公司存货跌价损失同比增长。2019Q1 资产减值损失同增 0.50%至 954.46 万元。

4) 2018 年投资收益同增 86.27%至 7961.09 万元，主要由于理财收益显著增加。2019Q1 投资收益同降 10.06%至 814.18 万元。

5) 2018 年经营性净现金流同降 70.04%至 9509.51 万元，主要由于公司在生产淡季对秋冬装提前备货和面料错峰采购，支付货款同比增加。2019Q1 经营性净现金流为 6332.77 万元（18Q1 为-480.59 万元）。

◆服装优化营销体系，积极布局向母婴领域延伸

公司优化营销体系，强化服装主业管理能力。2018 年公司由单品牌自建营销体系向多品牌营销共享体系转变，由先按品牌再分区域管理改为同一区域统一管理各品牌，将加盟资源打通统一管理，利用大品牌资源带动小品牌、实现优势资源共享。公司继续推进区域利润分享机制、区域授权与赋能等措施提升渠道管理能力。

公司积极布局向母婴领域延伸，拓展业绩增长点。母婴行业成长性较好，发展潜力大，2018 年 2 月公司成立控股子公司在中华区代理运营英国奢侈品牌 Stella McCartney 及 Stella McCartney Kids，2018 年 10 月收购母婴领域电商代运营公司礼尚信息，2018 年 12 月参股童装品牌青蛙王子，形成多品牌布局。公司借助母婴等标品运作经验，未来有望进一步向化妆品（彩妆、护肤品）、珠宝首饰等领域延伸。

◆服装主业有望恢复增长，礼尚信息并表强化盈利水平

我们认为：1) 收入方面，受经济环境影响，2018Q2 后公司收入增速有所放缓，18Q4 多数品牌收入出现下滑，公司调整管理模式、借助主品牌资源带动小品牌开店。2019Q1 服装主业收入环比改善，其中玖姿品牌发展较为成熟，收入率先结束调整恢复增长，线上渠道高增长持续。小品牌方面，尹默收入体量较大、增长相对稳定，斐娜晨在产品设计和性价比等方面仍需优化，收入预计仍在调整中，安正男装产品风格调整基本到位、收入增速预计将继续回升，摩萨克结束产品和定位调整，借助玖姿加盟商资源门店恢复扩张。

2) 盈利能力方面，2018 年股权激励、新品发布会、店铺形象升级等投入影响公司利润，2019 年公司将控制折扣控制力度、加强费用管控，提升服装主业盈利能力。2018 年礼尚信息实现净利润 6281.34 万元，完成业绩承诺（净利不低于 5500 万元），但受费用确认影响并表净利润仅为 157.49

万元、贡献较小，2019 年礼尚信息全年并表、承诺净利润不低于 6600 万元，预计将增厚公司盈利水平。

3) 2019 年 2 月 1 日公司计划以 4000-8000 万元回购股份，回购价格不超过 15 元/股，按上限计算回购股份 533.33 万股，占总股本的 1.32%，回购期限为 2020 年 2 月 18 日。回购股份将用于股权激励及员工持股计划，彰显管理层信心。截止 2019 年 3 月 13 日公司共回购 59.12 万股，占总股本的 0.15%，回购金额 715.85 万元，回购均价为 12.11 元/股。

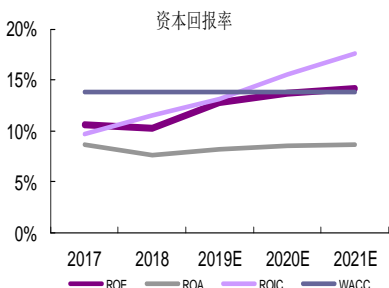
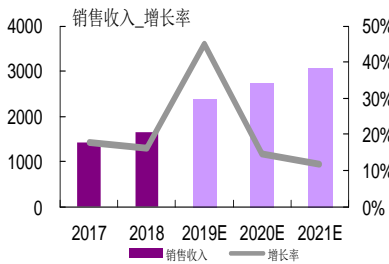
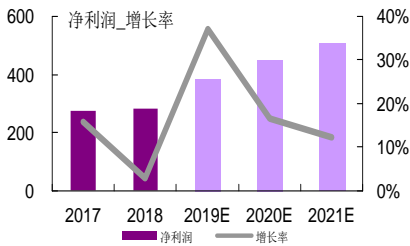
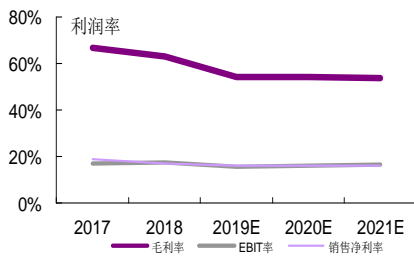
考虑到公司服装主业收入增长低于预期，我们下调 2019-20 年 EPS 预测为 0.92/1.07 元（前值为 1.16/1.46），预测 2021 年 EPS 为 1.20 元，目前股价对应 2019 年 14 倍 PE，公司服装主业成长空间大，逐步向母婴等时尚标品领域延伸，估值相对业绩增速处于较低水平，维持“买入”评级。

◆风险提示：消费疲软、开店进度不达预期、库存风险、收购标的未达业绩承诺等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,421	1,649	2,391	2,742	3,069
营业收入增长率	17.78%	16.09%	44.99%	14.69%	11.93%
净利润（百万元）	273	281	374	432	487
净利润增长率	15.69%	2.96%	32.91%	15.58%	12.68%
EPS（元）	0.68	0.70	0.92	1.07	1.20
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.62%	10.25%	12.41%	13.26%	13.80%
P/E	19	18	14	12	10
P/B	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 4 月 26 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,421	1,649	2,391	2,742	3,069
营业成本	472	606	1,086	1,255	1,417
折旧和摊销	67	73	24	27	28
营业税费	25	20	36	41	46
销售费用	446	524	634	713	783
管理费用	189	147	215	247	276
财务费用	-3	-1	-2	0	-6
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	43	80	80	80	80
营业利润	316	320	440	508	573
利润总额	316	320	440	508	573
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	273	281	374	432	487

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	3,152	3,690	4,679	5,207	5,780
流动资产	2,173	2,274	3,357	3,841	4,393
货币资金	347	454	1,402	1,766	2,208
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	104	136	230	258	276
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	19	0	29	33	37
存货	474	791	816	899	981
可供出售投资	112	216	200	210	220
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	548	525	580	601	606
无形资产	70	65	91	106	120
总负债	580	901	1,621	1,904	2,206
无息负债	580	882	1,621	1,904	2,206
有息负债	0	19	0	0	0
股东权益	2,572	2,789	3,058	3,303	3,574
股本	404	404	404	404	404
公积金	1,237	1,169	1,214	1,218	1,218
未分配利润	1,091	1,198	1,393	1,634	1,905
少数股东权益	0	47	47	47	47

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	317	95	1,084	540	622
净利润	273	281	374	432	487
折旧摊销	67	73	24	27	28
净营运资金增加	915	-95	-569	-63	-105
其他	-937	-163	1,256	145	212
投资活动产生现金流	-1,048	127	-15	10	30
净资本支出	-62	-77	-150	-60	-40
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-986	204	135	70	70
融资活动现金流	969	-155	-122	-186	-210
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-66	19	-19	0	0
无息负债变化	144	302	739	283	302
净现金流	237	67	947	364	442

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	17.78%	16.09%	44.99%	14.69%	11.93%
净利润增长率	15.69%	2.96%	32.91%	15.58%	12.68%
EBITDA 增长率	-5.55%	17.59%	4.36%	19.04%	13.39%
EBIT 增长率	-5.70%	20.12%	22.23%	19.51%	13.80%
估值指标					
PE	19	18	14	12	10
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	15	13	10	8	6
EV/EBIT	19	16	10	8	6
EV/NOPLAT	22	18	12	9	7
EV/Sales	3	3	2	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	66.74%	63.27%	54.58%	54.24%	53.85%
EBITDA 率	21.89%	22.17%	15.96%	16.56%	16.78%
EBIT 率	17.16%	17.75%	14.96%	15.59%	15.86%
税前净利润率	22.26%	19.42%	18.38%	18.53%	18.65%
税后净利润率 (归属母公司)	19.22%	17.05%	15.63%	15.75%	15.85%
ROA	8.66%	7.62%	7.99%	8.29%	8.42%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.62%	10.25%	12.41%	13.26%	13.80%
经营性 ROIC	9.63%	11.52%	19.31%	23.51%	28.48%
偿债能力					
流动比率	4.72	3.87	2.56	2.41	2.32
速动比率	3.69	2.53	1.94	1.85	1.80
归属母公司权益/有息债务		144.34	NA	NA	NA
有形资产/有息债务		165.84	NA	NA	NA
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.68	0.70	0.92	1.07	1.20
每股红利	0.50	0.35	0.46	0.53	0.60
每股经营现金流	0.79	0.24	2.68	1.34	1.54
每股自由现金流(FCFF)	-1.62	1.01	2.00	1.12	1.41
每股净资产	6.36	6.78	7.45	8.06	8.73
每股销售收入	3.51	4.08	5.92	6.78	7.59

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼