

服装收入增长改善，并表提振业绩表现

——安正时尚 (603839.SH) 2019 年中报点评

公司简报

买入 (维持)

当前价: 12.47 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

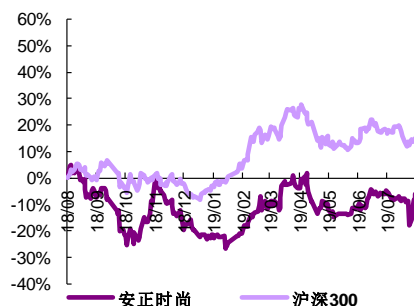
总股本(亿股): 4.02

总市值(亿元): 55.92

一年最低/最高(元): 9.35/14.20

近3月换手率: 240.2%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	10.06	17.13	1.85
绝对	-0.48	9.21	-3.59

资料来源: Wind

相关研报

18Q4 压力较大, 19Q1 有所改善, 并表对收入增厚明显

..... 2019-04-28

业绩增速有所放缓, Q3 盈利能力呈现回升

..... 2018-10-27

收购优质电商代运营商, 婴童产业布局逐步落地

..... 2018-10-12

◆19H1 收入增 49%、扣非净利增 30%，收购并表增厚收入

2019 年上半年公司实现收入 11.24 亿元、同增 49.49%，归母净利 1.92 亿元、同增 18.34%，扣非归母净利 1.64 亿元、同增 30.19%。净利增速低于收入主要由于毛利率降、投资收益同减 15.94%，低于扣非净利主要由于投资收益同比下降。

18Q1-19Q2 公司收入同增 26.84%、13.98%、10.48%、14.76%、41.46%、58.20%，净利同增 30.09%、19.83%、12.10%、-49.77%、15.13%、41.54%。18 年 10 月底公司收购电商代运营公司礼尚信息并表，带动 19 年收入、净利增速提升，不考虑并表影响 19Q1-Q2 公司收入同增约-0.57%、4.11%，19Q1 受服装消费较为疲软、公司品牌管理模式变化影响服装主业收入下滑，19Q2 服装收入增速回升，主要由于线上渠道收入增速提升、线下加盟收入表现好转；剔除并表因素 19H1 公司净利同降 8.11%，公司股权激励费用、资产减值损失等增加影响利润表现。

◆主品牌收入增长稳健，小品牌收入仍调整；线上渠道增长显著

分业务来看，2019 年上半年公司服装收入 7.63 亿元，同增 1.46%，电商代运营收入 3.65 亿元，公司主品牌玫姿收入增长带动服装收入恢复增长，收购礼尚信息并表增厚收入水平。

1) 服装业务分品牌来看，2019 年上半年玫姿、尹默、斐娜晨、安正男装、摩萨克实现收入 5.43 亿元、1.03 亿元、4256.70 万元、3921.74 万元、1036.46 万元，同增 9.82%、-10.80%、-32.68%、-10.98%、-24.19%，小品牌收入均有下滑。2018 年 2 月公司成立合资公司锦润时尚代理英国奢侈品牌 STELLA MCCARTNEY 中华区代理权，2018 年 11 月开始开店，2019H1 实现收入 619.19 万元。19Q2 玫姿、尹默、斐娜晨、安正男装、摩萨克收入同增 11.39%、-11.59%、-28.38%、-32.60%、-8.50%，主品牌玫姿收入增速有所提升，斐娜晨、摩萨克收入增速较 19Q1 改善，尹默、安正男装收入降幅扩大。

2019H1 主品牌玫姿收入保持稳定增长，主要受益于公司产品性价比持续提升、签约代言人引流等带来线下店效增加，且公司增加线上渠道投入带动收入实现较快增长。2019 年 6 月底玫姿共有门店 689 家，同比减少 7 家，直营可比同店增速约为 6%-7%，保持稳步增长。

小品牌方面，19H1 尹默、安正男装、斐娜晨、摩萨克直营店可比同店增长约 3%、-2%、2%、-4%，基本保持稳定，期末门店数分别外延同增-3.00%、2.44%、-19.59%、61.11%，尹默、安正男装门店数量基本保持稳定，受服装消费环境影响收入下滑，斐娜晨收缩直营渠道数量导致收入下滑，摩萨克品牌调整结束后借助玫姿加盟渠道持续快速开店，但受服装消费环境、新店处于培育期等影响收入下滑。

2) 分渠道来看，2019 年上半年直营、加盟、线上实现收入 3.24 亿元、2.71 亿元、5.26 亿元，同增-11.54%、0.11%、360.34%，直营收入下滑主要受渠道净关店以及同店下降影响，加盟收入保持稳定，电商渠道收入显著增长

主要由于礼尚信息并表带动；19Q2 公司直营、加盟、线上收入同增-13.73%、2.09%、368.82%。

19 年上半年公司净关店 34 家，期末共有门店 939 家、外延同降 1.37%，其中直营店 336 家、同降 3.72%，主要为尹默、斐娜晨等小品牌关闭直营门店，提升直营渠道盈利能力，直营同店同降 8.12%，主要由于 2018 年新开门店店效较低、且小品牌受服装消费低迷影响；加盟店 603 家，同比持平，加盟同店同增 0.11%。

◆并表影响多个财务指标，毛利率、费用率降，存货增长较多

毛利率：19 年上半年毛利率同降 13.33PCT 至 54.99%，主要由于电商代运营毛利率较低、收入并表。

分品牌来看，2019 年上半年玖姿、尹默、安正男装、摩萨克、斐娜晨毛利率同增+0.56PCT、+0.50PCT、+3.47PCT、+8.81PCT、+0.63PCT 至 67.63%、77.86%、78.73%、57.87%、75.59%、31.61%。玖姿品牌线上新品增加、线下控制折扣带动毛利率略有提升；安正男装设计风格优化后销售价格、折扣控制力度改善带动毛利率提升，摩萨克品牌调整基本结束、毛利率同比提升幅度较大，斐娜晨控制线下销售折扣、毛利率同比略有增长。

分渠道来看，2019 年上半年直营、加盟、线上渠道毛利率分别同增+0.78PCT、+1.08PCT、-12.72PCT 至 73.46%、71.34%、37.43%，公司加强线下价格掌控力度，直营、加盟渠道毛利率同比增长，线上毛利率下降幅度较大主要由于礼尚信息并表影响。

分季度来看，18Q1-19Q2 公司毛利率为 68.71% (-1.72PCT)、67.90% (-0.47PCT)、66.32% (-0.02PCT)、52.90% (-10.31PCT)、53.80% (-14.91PCT)、56.15% (-11.75PCT)，18Q4-19Q2 受礼尚信息并表影响毛利率下降幅度较大。

费用率：2019 年上半年期间费用率（包括研发费用）同降 10.63PCT 至 33.83%，其中销售费用率同降 7.34PCT 至 23.90%，主要由于礼尚信息销售费用率较低、收购并表影响；管理费用率（包括研发费用）同降 3.17PCT 至 10.15%，主要由于收购礼尚信息并表；财务费用率同降 0.11 PCT 至 -0.22%，主要由于银行存款利息收入同比增加。

其他财务指标：

1) 2019 年 6 月底存货较 18 年同期增加 66.8%至 8.38 亿元，主要由于：
a) 公司销售规模扩大、生产备货增加；b) 收购礼尚信息并表同比增加存货 1.58 亿元；c) 服装消费疲软影响产品销售。19H1 存货周转率、存货收入比为 0.62、0.75，18 年同期为 0.46、0.75，并表因素导致公司存货周转同比提升。2019 年 6 月底公司库龄在两年以内存货占比为 76.05%，较年初下降 8.56PCT，主要受服装消费疲软影响，库存结构整体较为健康。

2) 2019 年 6 月底应收账款较年初降 4.41%至 1.30 亿元，应收账款周转天数为 21.33 天，同比减少 4.56 天，周转率有所提升。

3) 2019 年上半年资产减值损失同增 15.50%至 1966.16 万元，主要由于公司存货跌价损失同比增长。

4) 2019 年上半年投资收益同降 15.94%至 3071.81 万元，主要由于可供出售金融资产投资收益减少。

5) 2019 年上半年经营性净现金流同增 168.45%至 2968.79 万元，主要由于公司销售回款增加以及收购并入礼尚信息。

◆强化设计研发优势，提升服装主业竞争力

公司聘请多为国内外知名设计师、创意师、空间设计师，提升品牌设计水平，包括安正男装聘请日本知名设计师久堡嘉男、玖姿品牌聘请意大利著名设计师 Diego Lazzaroni 负责高端产品线、摩萨克品牌聘请法国著名设计师 Antonin Tron 等。公司聘请法国著名色彩趋势研究机构贝克莱尔，参与产品主题选择与色彩创作，引入国际前沿的色彩流行趋势和研究方法。公司将产品研发作为核心竞争力，2019H1 投入研发费用 3540 万元，同增 36%，占服装主业收入的 4.6%。

2018 年下半年以来受宏观经济变化影响，女装消费较为疲软，影响公司主业收入增长，小品牌受影响程度更大。未来三四线城市消费逐步升级，消费者审美意识逐步增强、注重服装品牌效应和设计水平，高端女装品牌仍有成长空间。公司作为高端女装龙头品牌持续加强设计研发投入，提升服装产品竞争力，有望受益于女装消费升级。此外公司借助礼尚信息团队、自有电商团队等积极完善线上线下新零售布局，2019 年线上收入保持快速增长。

◆服装主业收入恢复增长，礼尚信息并表强化盈利水平，维持“买入”

我们认为：1) 收入方面，受经济环境变化影响，2018Q2 后公司服装收入增速有所放缓，2019H1 服装主业收入增长压力仍较大，其中玖姿品牌发展较为成熟，收入率先结束调整实现增长，新设计师主导的 2020 春夏高端产品上市有望带动收入持续增长；小品牌方面，尹默收入体量较大、收入相对稳定，斐娜晨在产品设计、性价比等方面仍需优化，收入预计将持续调整，安正男装产品风格调整基本到位、收入增速预计将有所企稳回升，摩萨克品牌调整结束，借助玖姿加盟商资源门店恢复扩张；礼尚信息与二十多个国内外知名品牌合作拓展线上运营，收入有望保持快速增长。

2) 盈利能力方面，2019 年公司控制终端折扣力度、加强费用管控，服装主业盈利能力有所恢复。2019 年上半年礼尚信息实现净利润 4298 万元，拓展客户数量进一步增加，下半年电商旺季利润水平有望进一步提升，2019 年承诺净利润不低于 6600 万元，预计利润承诺有望实现，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 7 月 31 日公司共回购 535.01 万股，占总股本的 1.33%，回购金额 6283.65 万元，回购均价为 11.74 元/股，回购尚未完成。

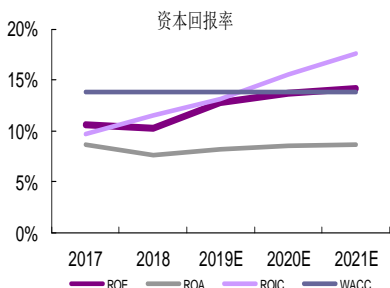
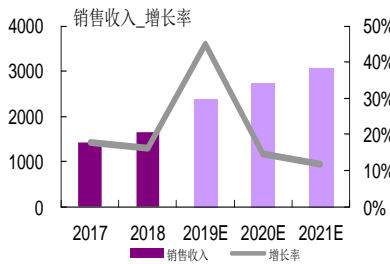
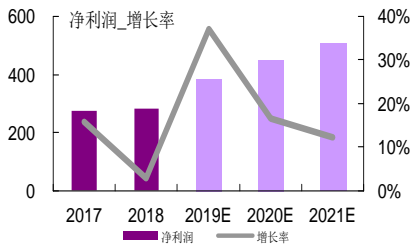
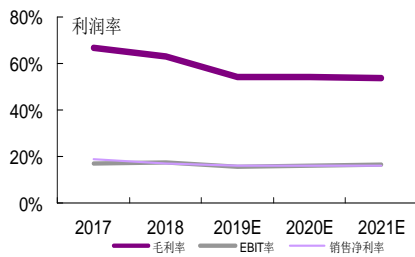
由于公司回购注销导致股本减小，我们上调 2019-21 年 EPS 预测为 0.93/1.07/1.21 元（前值为 0.92/1.07/1.20 元），目前股价对应 2019 年 13.4 倍 PE，公司服装主业成长空间较大，通过并购、代理等涉足母婴、童装、奢侈品等领域，逐步构建时尚产业集团，估值相对业绩增速处于较低水平，维持“买入”评级。

◆风险提示：消费疲软、开店进度不达预期、库存积压风险、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	0.93	1.07	1.21
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.62%	10.25%	12.42%	13.27%	13.81%
P/E	18	18	13	12	10
P/B	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 8 月 16 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	4,677	5,205	5,778
流动资产	2,173	2,274	3,355	3,839	4,391
货币资金	347	454	1,400	1,764	2,206
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	3,056	3,301	3,571
股本	404	404	402	402	402
公积金	1,237	1,169	1,214	1,217	1,217
未分配利润	1,091	1,198	1,393	1,635	1,906
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	213
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	-124	-186	-210
股本变化	0	0	-2	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	945	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	18	18	13	12	10
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	15	12	10	7	6
EV/EBIT	19	15	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	0.93	1.07	1.21
每股红利	0.50	0.35	0.46	0.54	0.61
每股经营现金流	0.79	0.24	2.70	1.34	1.55
每股自由现金流(FCFF)	-1.62	1.01	2.01	1.12	1.41
每股净资产	6.36	6.78	7.48	8.09	8.76
每股销售收入	3.51	4.08	5.95	6.82	7.63

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见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