

2018-8-14

公司报告 | 点评报告

评级 **买入** 维持

安正时尚 (603839)

# 主品牌收入端延续高增，三因素拖累扣非净利增速

## 报告要点

### ■ 事件描述

安正时尚 18H1 实现营收 7.52 亿元、同增 20.33%，实现归母净利润 1.62 亿元、同增 25.56%，扣非归母净利润 1.26 亿元、同增 1.29%，EPS 为 0.41 元；18Q2 实现营收 3.61 亿元、同增 13.98%，实现归母净利润 0.71 亿元、同增 20.11%，扣非归母净利润 0.42 亿元、同减 23.38%。

### ■ 事件评论

- **主品牌收入端延续高增，新兴品牌 18H1 增速回落、开店提速背景下预计 18H2 增速回升。**18H1 主品牌玖姿实现营收 4.94 亿元、同增 27.1%，增速较 17A 提升 16.6pct；新兴品牌整体实现营收 2.56 亿元、同增 8.8%，增速较 17A 回落 9.2pct，主要受斐娜晨增速放缓及摩萨克增速下滑影响。其中，上半年受供应链影响斐娜晨出货偏低，目前秋冬装正常备货、预计 18H2 增速回升；摩萨克于 17H2 进行风格调整，净关店拖累 18H1 收入表现，18Q2 净拓店 3 家、18H2 收入降幅有望收窄。拓店方面，18H1 净开 35 家、Q2 开店提速。主品牌店效改善叠加新兴品牌稳步拓店，全年收入增速预期乐观。
- **毛利率降低、营销开支及资产减值前期低基数拖累扣非净利润增速表现。**18H1 扣非净利润同增 1.29%，增速较收入端低约 19pct；测算显示，毛利率/销售费用率/资产减值损失对增速差的影响因子分别为 30%/22%/40%。18H1 整体毛利率同降 0.99pct 至 68.4%；其中，主品牌/新兴品牌毛利率同降 0.92pct/0.72pct，主品牌毛利率环比 17A 改善 1.77pct，在供应链及配发货优化的背景下，预计下半年毛利率表现企稳。营销宣传及电商规模扩大带动 18H1 销售费用率同增 0.8pct 至 31.2%。18H1 公司计提存货跌价 1702 万元、同增 1100 万；17H1 资产减值损失基数较低，拖累本期扣非净利增速。
- **淡季错峰采购至经营性现金净流出，存货结构进一步优化。**为降低采购成本，公司加大淡季提前备货及面料错峰采购，经营性现金净流出 4337 万。此外，备货增加致期末存货较期初增加 9095 万，其中 18H1 库龄 2 年以内的库存商品占比较 17A 增加 5.1pct 至 79.1%，存货结构进一步优化。
- **主品牌经营效率持续改善、新品牌下半年开店提速有望支撑全年收入端高增。**持续看好公司“夯实根基+聚合外力”的时尚产业集团发展策略，预计 18/19 年业绩增速 32%/31%，EPS 为 0.89 元/1.16 元，对应 PE 为 15 倍/11 倍，维持“买入”评级。

分析师 于旭辉

☎ (8621) 61118735

✉ yuxh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020002

分析师 雷玉

☎ (8621) 61118735

✉ leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

分析师 李俐璇

☎ (8621) 61118735

✉ lilx2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070008

联系人 马榕

☎ (8621) 61118735

✉ marong@cjsc.com.cn

## 市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源：Wind

## 相关研究

《加大品牌营销推广，强化运营团队激励》  
2018-7-15

《主品牌加速改善，错峰备货致存货及经营性现金流出增加》  
2018-4-27

《主品牌加速改善，高增长目标彰显发展信心》  
2018-3-29

**风险提示：** 1、多品牌运作的风险；2、存货累积的风险；3、原材料价格波动的风险。

**主要财务指标**

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1421	1777	2163	2592
增长率(%)	18%	25%	22%	20%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	273	359	469	571
增长率(%)	16%	32%	31%	22%
每股收益(元)	0.68	0.89	1.16	1.41
净资产收益率 (%)	10.62%	12.26%	13.83%	14.40%
每股经营现金流 (元)	0.78	0.46	1.05	1.32

**财务报表及指标预测**

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2017	2018	2019	2020		2017	2018	2019	2020
<b>营业收入</b>	<b>1421</b>	<b>1777</b>	<b>2163</b>	<b>2592</b>	货币资金	347	503	991	1587
营业成本	472	584	707	845	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>948</b>	<b>1193</b>	<b>1457</b>	<b>1747</b>	应收账款	104	131	160	191
%营业收入	66.74%	67.15%	67.34%	67.42%	存货	474	672	774	879
营业税金及附加	25	32	38	46	预付账款	15	18	22	26
%营业收入	1.77%	1.77%	1.77%	1.77%	其他流动资产	1233	1334	1339	1344
销售费用	446	550	639	753	<b>流动资产合计</b>	<b>2173</b>	<b>2658</b>	<b>3285</b>	<b>4027</b>
%营业收入	31.37%	30.94%	29.56%	29.06%	可供出售金融资产	112	112	112	112
管理费用	189	219	246	283	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	13.29%	12.32%	11.38%	10.93%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-3	-1	-1	-2	投资性房地产	42	42	42	42
%营业收入	-0.22%	-0.04%	-0.04%	-0.07%	固定资产合计	548	538	520	503
资产减值损失	45	35	47	62	无形资产	70	61	52	44
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	28	28	28	28
投资收益	43	50	50	50	递延所得税资产	116	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>316</b>	<b>414</b>	<b>543</b>	<b>660</b>	其他非流动资产	63	2	-23	-49
%营业收入	22.24%	23.32%	25.08%	25.47%	<b>资产总计</b>	<b>3152</b>	<b>3441</b>	<b>4017</b>	<b>4708</b>
营业外收支	0	1	1	1	短期贷款	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>316</b>	<b>415</b>	<b>544</b>	<b>661</b>	应付款项	164	176	214	255
%营业收入	22.26%	23.38%	25.12%	25.51%	预收账款	31	39	47	57
所得税费用	43	57	74	90	应付职工薪酬	61	76	91	109
净利润	273	359	469	571	应交税费	107	133	162	194
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>273</b>	<b>359</b>	<b>469</b>	<b>571</b>	其他流动负债	98	92	108	128
少数股东损益	0	0	0	0	<b>流动负债合计</b>	<b>460</b>	<b>516</b>	<b>623</b>	<b>744</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.68</b>	<b>0.89</b>	<b>1.16</b>	<b>1.41</b>	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	1	0	0	0
					其他非流动负债	119	0	0	0
					<b>负债合计</b>	<b>580</b>	<b>516</b>	<b>623</b>	<b>744</b>
					归属于母公司	2572	2924	3394	3965
					少数股东权益	0	0	0	0
					<b>股东权益</b>	<b>2572</b>	<b>2924</b>	<b>3394</b>	<b>3965</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>3152</b>	<b>3441</b>	<b>4017</b>	<b>4708</b>
					<b>基本指标</b>				
						2017	2018	2019	2020
					EPS	0.68	0.89	1.16	1.41
					BVPS	6.36	7.23	8.39	9.80
					PE	19.72	14.96	11.43	9.40
					PEG	1.65	0.48	0.37	0.43
					PB	2.09	1.83	1.58	1.35
					EV/EBITDA	38.15	13.73	8.86	6.04
					ROE	10.62%	12.26%	13.83%	14.40%

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。