

安正时尚 (603839)

消费放缓不改主品高增长

——2018 三季度报点评

	郝帅 (分析师)	方榕佳 (研究助理)
	010-59312799	010-59312799
	haoshuai@gtjas.com	fangrongjia@gtjas.com
证书编号	S0880518020004	S0880118060005

本报告导读:

主品玫姿延续高增长, 库存处理模式改变, 未来运营指标将有所改善, 内生增长可期, 维持“增持”评级。

投资要点:

- **维持增持评级:** 1-9 月实现营收 11.62 亿, 同增 16.66%, 归母净利润 2.47 亿, 同增 20.69%, 符合市场预期。考虑部分品牌进入调整期, 门店拓展放缓, 下调 18-20 年 EPS 至 0.89(-0.01), 1.15(-0.03), 1.38(-0.03) 元, 给予 18 年 15 倍 PE, 下调目标价至 13.35 元。
- **玫姿销售稳定增长, 尹默收入增速加快, 线上销售旺盛:** 玫姿创造收入 8.05 亿元, 同增 20.91%。单店收入较去年同期提升 28.26%, 内生增长强劲。尹默实现收入 1.65 亿 (yoy+13.28%), 销售毛利率稳中有升, 同比提高 0.54pct 至 77.80%。尹默 Q1/Q2/Q3 收入增速分别为 9.22%/12.58%/19.52%, 增长加快, 主要系品牌定位高端人群, 成立时间较长, 具有消费者基础。斐娜晨收入同比增长 40.44% 达到 0.88 亿。安正男装销售良好, 毛利率提升 5.49pct, 增幅较高。摩萨克和安娜蔻品牌进入调整期, 销售略有下滑。线上收入 1.83 亿元, 同比 +50.66%, 提升幅度显著, 毛利率同比提升 1.65pct 至 50.69%。
- **毛利率略有下滑, 净利率稳中有升:** 毛利率为 67.62%, 同比 -0.63pct。受股权激励成本和职工薪酬增加影响, 管理费用同比提升 31.53% 至 1.10 亿。受益投资理财收益增加, 净利率 21.22%, 同比 +0.68pct。
- **积极消化过季商品, 未来运营指标改善:** 存货周转天数同比 +41.29 天, 主要源于销售模式改变, 将奥莱和电商转为库存消化渠道。为满足上述渠道销售, 存货增加。新模式下未来各项运营指标将逐步改善。
- **风险提示:** 新品调整不及预期, 秋冬装销售低于预期。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,206	1,421	1,676	1,951	2,260
(+/-)%	-2%	18%	18%	16%	16%
经营利润 (EBIT)	319	288	379	472	576
(+/-)%	-3%	-10%	31%	24%	22%
净利润 (归母)	236	273	359	464	558
(+/-)%	-3%	16%	31%	29%	20%
每股净收益 (元)	1.10	1.00	0.89	1.15	1.38
每股股利 (元)	4.47	3.78	3.08	3.58	4.17

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	26.4%	20.3%	22.6%	24.2%	25.5%
净资产收益率 (%)	18.4%	10.6%	12.3%	14.8%	16.4%
投入资本回报率 (%)	22.5%	11.2%	13.5%	16.3%	19.3%
EV/EBITDA	5.6	6.7	7.5	5.5	3.9
市盈率	17.1	14.8	11.2	8.7	7.2
股息率 (%)	44.8%	37.8%	30.9%	35.8%	41.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 13.35

上次预测: 20.76

当前价格: 9.98

2018.10.26

交易数据

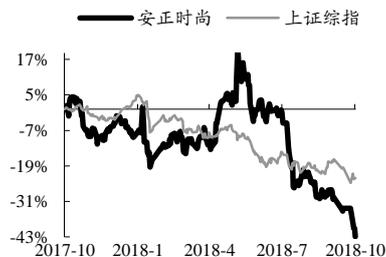
52 周内股价区间 (元)	9.62-27.38
总市值 (百万元)	4,035
总股本/流通 A 股 (百万股)	404/106
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	26%
日均成交量 (百万股)	1.72
日均成交值 (百万元)	21.99

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,713
每股净资产	6.71
市净率	1.5
净负债率	-6.38%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.25	0.32
Q2	0.21	0.17
Q3	0.26	0.21
Q4	0.28	0.19
全年	1.00	0.89

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-22%	-42%	-43%
相对指数	-16%	-32%	-20%

相关报告

《玫姿强势复苏, 新品蓄势待发》2018.08.08

《轻奢正当时, 多品促成长》2018.07.15

模型更新时间: 2018.10.25

股票研究

可选消费品
纺织服装业

安正时尚 (603839)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **13.35**

上次预测: 20.76

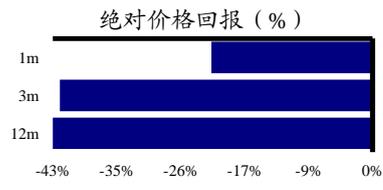
当前价格: 9.98

公司网址

www.anzhenggroup.com

公司简介

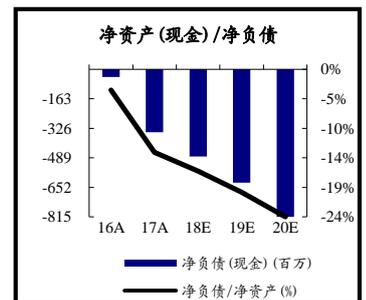
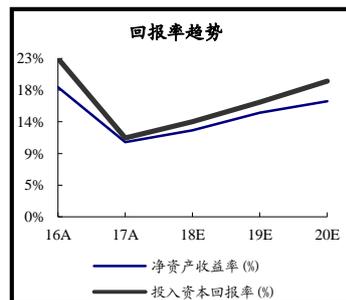
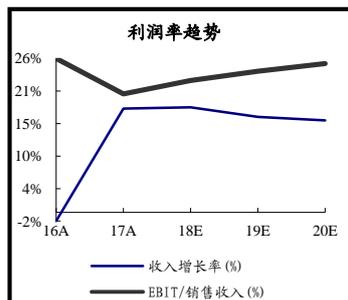
公司是一家集研发、生产、品牌管理于一体的大型现代化品牌企业。公司始终坚持和贯彻国际化的品牌经营理念, 现已发展成为一家多品牌、集团化运作的知名时尚品牌企业。



52 周价格范围 9.62-27.38
市值 (百万) 4,035

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业总收入	1,206	1,421	1,676	1,951	2,260
营业成本	354	472	538	627	726
税金及附加	20	25	25	35	40
销售费用	347	446	523	584	653
管理费用	166	189	211	234	265
EBIT	319	288	379	472	576
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	43	54	64	64
财务费用	5	-3	-3	-3	-3
营业利润	262	316	394	508	612
所得税	34	43	57	73	88
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	236	273	359	464	558
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	110	347	482	625	814
其他流动资产	277	1,205	1,450	1,450	1,450
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	590	577	581	583	584
无形及其他资产	110	131	115	117	121
资产合计	1,785	3,152	3,541	3,805	4,149
流动负债	394	460	510	543	611
非流动负债	109	120	126	134	142
股东权益	1,283	2,572	2,905	3,128	3,396
投入资本(IC)	1,239	2,226	2,423	2,504	2,583
现金流量表					
NOPLAT	278	249	327	407	497
折旧与摊销	38	38	33	35	36
流动资金增量	-45	-11	-45	62	81
资本支出	-67	-62	-64	-63	-64
自由现金流	204	214	251	441	551
经营现金流	339	317	353	377	444
投资现金流	-187	-1,048	-463	38	-163
融资现金流	-88	969	246	-272	-92
现金流净增加额	65	238	135	142	189
财务指标					
成长性					
收入增长率	-1.5%	17.8%	18.0%	16.4%	15.8%
EBIT 增长率	-2.8%	-9.6%	31.4%	24.5%	22.1%
净利润增长率	-3.2%	15.7%	31.4%	29.5%	20.1%
利润率					
毛利率	70.6%	66.7%	67.9%	67.9%	67.9%
EBIT 率	26.4%	20.3%	22.6%	24.2%	25.5%
净利润率	19.6%	19.2%	21.4%	23.8%	24.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	18.4%	10.6%	12.3%	14.8%	16.4%
总资产收益率(ROA)	13.2%	8.7%	10.1%	12.2%	13.4%
投入资本回报率(ROIC)	22.5%	11.2%	13.5%	16.3%	19.3%
运营能力					
存货周转天数	399	326	328	305	312
应收账款周转天数	31	25	22	22	22
总资产周转天数	1	1	1	1	1
净利润现金含量	1.44	1.16	0.98	0.81	0.80
资本支出/收入	6%	4%	4%	3%	3%
偿债能力					
资产负债率	28.1%	18.4%	18.0%	17.8%	18.1%
净负债率	-3.4%	-13.5%	-16.6%	-20.0%	-24.0%
估值比率					
PE	17.1	14.8	11.2	8.7	7.2
PB	1.7	1.1	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.6	6.7	7.5	5.5	3.9
P/S	1.8	2.0	2.4	2.1	1.8
股息率	44.8%	37.8%	30.9%	35.8%	41.8%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海 银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界 商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中 心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		