

纺织服装

2018年10月26日

安正时尚 (603839)

——修炼内功专注店效提升，业绩符合预期

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据:	2018年10月25日
收盘价(元)	9.98
一年内最高/最低(元)	27.38/9.62
市净率	1.5
息率(分红/股价)	5.01
流通A股市值(百万元)	1053
上证指数/深证成指	2603.80/7529.41

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2018年09月30日
每股净资产(元)	6.7
资产负债率%	16.46
总股本/流通A股(百万)	404/106
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《安正时尚(603839)点评:短期加大品牌投入打造长期竞争力,业绩符合预期》
2018/08/08

《安正时尚(603839)点评:主品牌加速增长,业绩表现超预期》 2018/04/27

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

联系人

唐宋媛
(8621)23297818×7417
tangsy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **2018年前三季度公司归母净利润增长20.7%，符合预期。**1) 18年前三季度公司收入同比增长16.7%至11.6亿元，归母净利润同比增长20.7%至2.5亿元，扣非归母净利润同比增长5.7%，主要是前期品牌投入较大。2) 18Q3单季度收入同比增长10.5%至4.1亿元，归母净利润同比增长12.3%至8442万元，受累零售环境较弱及部分品牌定位调整，增速略有放缓，18Q3扣非净利润较去年同期上涨14.6%，主要是主品牌稳健增长，电商发展快速。
- **公司毛利率维持高位，短期品牌建设费用投入加大，资产质量待改善。**1) 毛利率较稳定，品牌建设和人员激励费用投入加大，管理费用管控良好。前三季度毛利率略降0.12pcts至67.6%，主要由于低毛利率电商占比快速提升及部分品牌清货拉低整体毛利率。限制性股票激励成本确认产生1680万元费用，职工薪酬增加1199万元推升费用，销售费用率同比略升0.97pcts至30.3%，但管理费用率下降3.7pcts至9.5%。2) **旺季加大备货，资产质量有改善空间。**由于电商旺季备货，且秋冬货值较高，存货同比上升39.9%至6.63亿元。本期经营活动现金流为1164万元，较上期绝对额减少1.5亿元，预计存货消化后将有好转。
- **收购优质电商代运营，强化电商能力，切入婴童领域创造新增长点。**公司对价3.7亿元收购礼尚信息70%股权，礼尚18-20年承诺实现净利润不低于5500/6600/7700万元。礼尚信息是优质电商服务商，合作孩之宝、安佳、北极狐、李宁等数十个知名品牌，本次收购在直接增厚上市公司业绩之外，也将提升公司电商运营能力，助力公司切入婴童领域。
- **零售环境相对弱势下，公司品牌建设稳步推进，主品牌玖姿较强，多品牌稳健布局。**1) **主品牌玖姿女装品牌力较强，支撑公司稳健增长。**玖姿女装自16Q4开始复苏，持续到18年前三季度收入同比增长仍有20.9%，收入达8.05亿，毛利率达66%维持高位。2) **第二梯队品牌加速增长。**尹默女装收入增长加快至13.3%，前三季度收入1.65亿元，毛利率略有提升至77.8%；斐娜晨前三季度收入增长40.4%至8810万元，业绩表现持续强劲；安正男装业绩亮眼，收入增长8.85%，毛利率提升至75.2%，逐渐步入正轨。3) **部分品牌处于调整期，对公司业绩影响有限。**摩萨克女装及线上品牌安娜寇正处于定位调整中，收入分别下滑30.07%和45.12%，下滑幅度收窄，随着库存出清，定位明确，未来有望成为新增长点。
- **线上收入规模和质量双升，全渠道稳步推进。**1) 线上收入占比达15.7%，增速及毛利率同步提升。前三季度线上营收同比增长50.7%，毛利率上升1.65pct，成为拉动公司业绩增长的重要动力。2) **线下直营、加盟并进，以提升店效为主要目标。**截止三季度末公司共有门店957家，其中直营352家，收入同比增长12.6%至5.0亿元；加盟店605家，收入同增11.5%至4.8亿元，单三季度共计净增4家店，以提升店效，修炼内功为主。
- **公司积极应对总体消费市场放缓，持续推进高品质多品牌时尚集团战略，品牌梯度明确，渠道质量优良，内生增长强劲，维持“增持”评级。**公司股权激励绑定核心人员，提振士气，收购礼尚信息有望年底并表，直接增厚业绩，我们维持原盈利预测，预计18-20年归母净利润分别为3.58/4.35/5.02亿元，对应PE分别为11/9/8倍，维持增持评级。

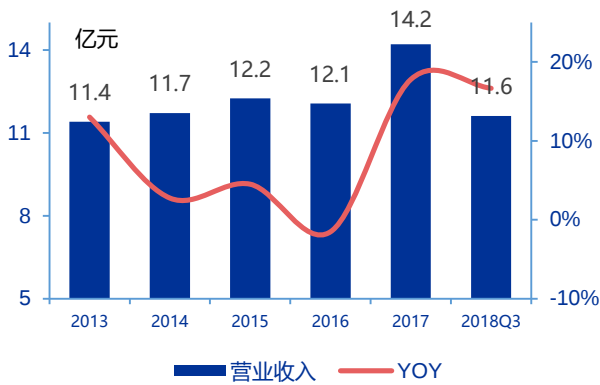
财务数据及盈利预测

	2017	18Q1-Q3	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,421	1,162	1,727	2,038	2,372
同比增长率(%)	17.78	16.66	21.50	18.00	16.40
净利润(百万元)	273	247	358	435	502
同比增长率(%)	15.69	20.68	31.14	21.50	15.50
每股收益(元/股)	0.94	0.61	0.89	1.08	1.24
毛利率(%)	66.7	67.6	67.8	68.4	68.8
ROE(%)	10.6	9.1	12.2	13.0	13.0
市盈率	11		11	9	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

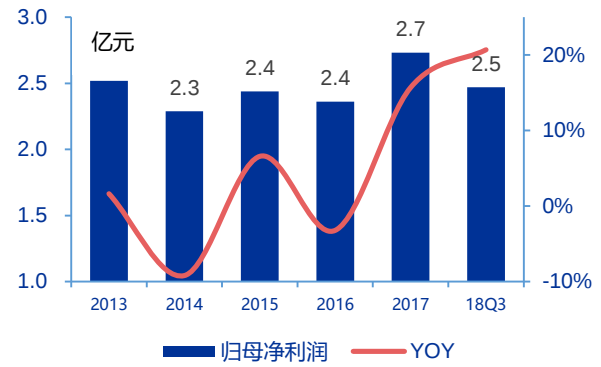
请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

图 1: 18Q3 营业收入 11.6 亿元, 同比增长 16.7%



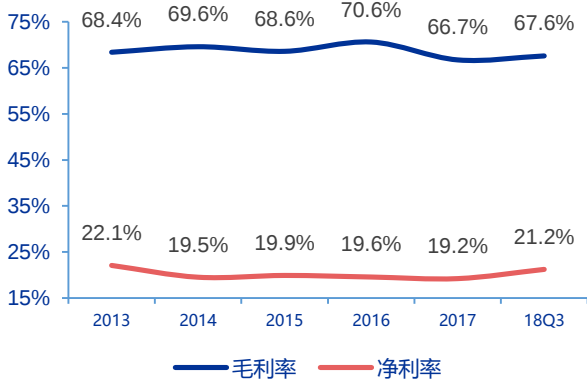
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 18Q3 归母净利润 2.5 亿元, 同比增 20.7%



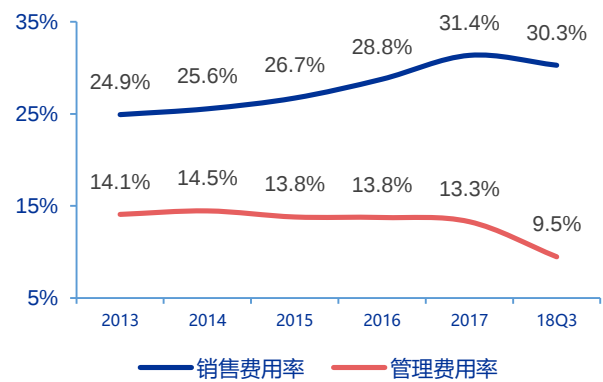
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 18H1 毛利率 67.6%, 净利率 21.2%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 18H1 销售费用率 30.3%, 管理费用率 9.5%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 1：安正时尚盈利预测表

单位：百万元，元

利润表								
	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	1,141	1,172	1,225	1,206	1,421	1,727	2,038	2,372
二、营业总成本	873	926	989	953	1,174	1,381	1,601	1,854
其中：营业成本	360	356	384	354	472	555	644	740
营业税金及附加	16	15	16	20	25	31	36	42
销售费用	284	300	327	347	446	501	581	676
管理费用	161	170	169	166	189	230	271	315
财务费用	1	1	5	5	(3)	5	5	5
资产减值损失	51	84	87	61	45	60	64	76
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	10	14	8	43	45	45	45
三、营业利润	275	256	250	262	316	391	482	562
加：营业外收入	15	9	35	9	0	26	26	26
减：营业外支出	2	4	1	1	0	0	0	0
四、利润总额	287	261	283	271	316	417	508	588
减：所得税	35	32	39	34	43	59	73	86
五、净利润	252	229	244	236	273	358	435	502
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	252	229	244	236	273	358	435	502
六、基本每股收益	1.18	1.07	1.14	1.10	1.00	1.24	1.51	1.74
全面摊薄每股收益	0.62	0.57	0.60	0.58	0.68	0.89	1.08	1.24

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao1@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan4@swsresearch.com
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang2@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。