

2018-11-4

公司报告 | 点评报告

评级 买入 维持

安正时尚 (603839)

稳中有进，Q3 新品牌及线上改善

报告要点

■ 事件描述

安正时尚前三季度实现营收 11.6 亿、同增 16.7%，归母净利润 2.5 亿、同增 20.7%；其中，第三季度实现营收 4.1 亿、同增 10.5%，归母净利润 0.8 亿、同增 12.3%。

■ 事件评论

- Q3 新品牌收入增速改善、主品牌增速放缓，线上销售提速。** Q3 主品牌营收同比+12.2%、增速环比-8.2pct，新兴品牌营收合计同比+7.1%、增速环比+4.8pct。其中，尹默、安正增速环比+7.0pct、+7.5pct，摩萨克、斐娜晨调整延续。下半年开店相对保守，前三季度净开店 40 家、Q3 净开店 5 家；其中，主品牌店铺数量与期初持平、Q3 净关店 5 家。线上销售提速，直营/加盟/线上营收同比+3.4%/+4.8%/+63.3%，增速环比-8.7pct/-7.6pct/+39.8pct。综合新开店及渠道增速表现，预计主品牌 Q3 同店实现低双位数增长。
- 线上销售占比提升拖累主品牌 Q3 毛利率，新兴品牌毛利率整体略有改善。** Q3 销售毛利率同比-1.1pct 至 66.3%。分品牌来看，Q3 主品牌毛利率同比-1.6pct 至 65.1%，新兴品牌整体毛利率同比+0.5pct 至 70.0%、品牌间毛利率波动较大。Q3 线上毛利率改善、直营体系毛利率略承压，直营/加盟/线上毛利率同比-1.1pct/-0.3pct/+3.8pct 至 73.3%/66.6%/51.6%。预计低毛利线上占比提升拖累主品牌整体毛利率表现。
- 旺季备货及主品牌商品管理模式调整致期末库存增加，经营性现金流净额转正。** 报告期末存货 6.6 亿、较期初增长 39.9%。除旺季备货外，玖姿商品管理模式由“当年正价店+次年奥莱、电商定制款”调整为“当年正价店→次年奥莱店→次年电商”，当年货品库存增加。销售回款较优，Q3 经营性现金流净额为 5,501 万，前三季度经营性现金流净额转正至 1,164 万。
- 持续强化品牌推广、VIP 体系维护较优，成熟品牌同店有望延续升势；积极调整扩张策略，弱势背景下拓店相对保守。** 前期公告全资子公司上海摩萨克及控股子公司安正儿童以 3.61 亿现金收购礼尚信息 70% 股权，积极布局儿童及母婴行业、强化数字营销能力。看好公司“夯实根基+聚合外力”的时尚产业集团发展策略，考虑股权激励成本，预计 18/19 年业绩增速 30%/30%，EPS 为 0.88 元/1.14 元，对应 PE 为 12 倍/9 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

《主品牌收入端延续高增，三因素拖累扣非净利增速》2018-8-14

《加大品牌推广，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增加》2018-4-27

风险提示： 1、多品牌运作的风险；2、存货累积的风险。

主要财务指标

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1421	1705	2046	2339
增长率(%)	18%	20%	20%	14%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	273	355	460	554
增长率(%)	16%	30%	30%	20%
每股收益(元)	0.68	0.88	1.14	1.37
净资产收益率 (%)	10.62%	12.14%	13.59%	14.08%
每股经营现金流 (元)	0.79	0.94	1.32	1.58

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
营业收入	1421	1705	2046	2339	货币资金	347	652	1225	1904
营业成本	472	562	674	763	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	948	1144	1373	1576	应收账款	104	127	149	172
%营业收入	66.74%	67.05%	67.09%	67.38%	存货	474	511	634	705
营业税金及附加	25	28	35	40	预付账款	15	15	19	22
%营业收入	1.77%	1.66%	1.69%	1.69%	其他流动资产	1233	1267	1147	1038
销售费用	446	521	607	677	流动资产合计	2173	2573	3173	3841
%营业收入	31.37%	30.57%	29.68%	28.94%	可供出售金融资产	112	112	112	112
管理费用	189	227	243	263	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	13.29%	13.32%	11.88%	11.23%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-3	0	0	0	投资性房地产	42	42	42	42
%营业收入	-0.22%	0.00%	0.00%	0.00%	固定资产合计	548	513	480	445
资产减值损失	45	0	0	0	无形资产	70	73	70	69
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	28	28	28	28
投资收益	43	43	43	43	递延所得税资产	116	0	0	0
营业利润	316	410	530	640	其他非流动资产	63	44	43	41
%营业收入	22.24%	24.01%	25.92%	27.35%	资产总计	3152	3385	3948	4578
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	316	410	530	640	应付款项	164	162	202	226
%营业收入	22.26%	24.01%	25.92%	27.35%	预收账款	31	48	53	61
所得税费用	43	55	71	86	应付职工薪酬	61	69	85	96
净利润	273	355	460	554	应交税费	107	124	152	173
归属于母公司所有者的净利润	273	355	460	554	其他流动负债	98	61	76	88
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	460	465	568	644
EPS (元/股)	0.68	0.88	1.14	1.37	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
					负债合计	580	465	568	644
					归属于母公司	2572	2921	3380	3934
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	2572	2921	3380	3934
					负债及股东权益	3152	3385	3948	4578
					基本指标				
						2017	2018	2019	2020
					EPS	0.68	0.88	1.14	1.37
					BVPS	6.36	7.22	8.36	9.73
					PE	36.28	12.24	9.45	7.84
					PEG	2.31	0.41	0.32	0.38
					PB	2.75	1.49	1.29	1.11
					EV/EBITDA	21.66	8.98	5.90	3.82
					ROE	10.62%	12.14%	13.59%	14.08%

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相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-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。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

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)

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并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

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。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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客户。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, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 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。