



投资评级 优于大市 维持

股票数据

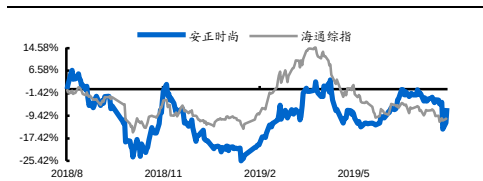
08 月 15 日收盘价(元)	12.26
52 周股价波动(元)	9.35-14.20
总股本/流通 A 股(百万股)	402/106
总市值/流通市值(百万元)	4930/1294

相关研究

《19Q1 服装业务企稳，并表礼尚信息增厚业绩》2019.04.30

《收购礼尚信息 70%股权，以婴童用品代运营切入母婴市场》2018.10.12

市场表现



沪深 300 对	1M	2M	3M
绝对涨幅	-100.0	-100.0	-100.0
相对涨幅	-96.6	-101.1	-99.1

资料来源：海通证券研究所

分析师:梁希

Tel:(021)23219407

Email:lx11040@htsec.com

证书:S0850516070002

抓电商创高增，19H1 扣非净利润同增 30%

投资要点:

- 19H1 收入增长 49%，净利润增长 18%。**19H1 公司实现收入 11.24 亿元，同比增长 49%，归母净利润 1.92 亿元，同比增长 18%，扣非净利润 1.64 亿元，同比增长 30%，收入的增长来自服装主业的增长以及礼尚信息并表带来的收入增厚。19H1 公司毛利率 54.99%，同比下降 13.33pct，销售费用率 23.9%，同比下降 7.34pct，管理+研发费用率 10.15%，同比下降 3.17pct，主要因礼尚信息低毛利率、低费用率的并表导致毛利率、费用率的波动。
- 抓电商创高增，19 年下半年安正商城进军微信渠道。**公司从 2018 年起全力发力电商渠道的开发，并获得优异成绩，2018 年全年服装电商销售 2.73 亿元 (+40%)，同年 10 月收购了电商代运营公司礼尚信息 70%股权。2019 年公司延续了在线上的成就，19H1 整体线上业务实现收入 5.3 亿元 (+360%)，其中服装的电商业务收入 1.62 亿元 (+41%)，礼尚信息收入 3.65 亿元，Q2 较 Q1 环比增加 24%。电商业务的毛利率均有所提升，我们认为主要受益于服装线上、线下同款上市与销售，以及礼尚代理能力的改善，19H1 服装电商毛利率为 56.26%，同比提升 6.11pct，礼尚信息毛利率 29.1%，较 Q1 改善 4.76pct。2019 年 3 月公司开始运营“安正商城”业务，借电商发展快速的势头，为转型成为线上线下融合的新零售公司储备。
- 店铺持续调整，新开店稳步推进。**19H1 新开 36 家，关闭 70 家店铺，净关店 34 家至 939 家。新开的 36 家店铺占比年初总数 (973 家) 的 3.7%，开店数量较为合理，我们判断按零售品牌下半年开店多于上半年的惯例，全年开店数将比较稳定，且有一定确定性。关店数量达到 70 家导致上半年门店净减少，我们认为在行业趋缓的情况下，若对亏损的、业绩下滑的店铺进行调整，有利于减轻负担，为长期的发展蓄力。截至 19H1，公司加盟店 603 家，直营店 336 家，其中玖姿 689 家，上半年净减 3 家，尹默 97 家 (净减 6 家)，安正男装 42 家 (净减 4 家)，摩萨克 29 家 (净减 2 家)，斐娜晨 78 家 (净减 20 家)，Stella McCartney 4 家 (净增 1 家)。
- 消费疲弱+主动关店，品牌收入下滑。**考虑到上半年经济形势承压，影响零售环境，公司又主动关闭部分店铺，同时培育时间短的新品牌尚未完全建立消费忠诚度，更容易造成波动，以上导致品牌的收入增长承受不同程度的压力。其中主品牌玖姿仍然保持稳定的增长，摩萨克和斐娜晨收入降幅均较 Q1 有所收窄，我们认为主品牌有能力维持稳定增长，其余品牌逐步修复，预计下半年销售情况或继续改善。19H1 玖姿收入 5.43 亿元 (+10%，Q1: +8%)，尹默 1.03 亿元 (-11%，Q1: -10%)，安正男装 3922 万元 (-11%，Q1: +4%)，摩萨克 1036 万元 (-24%，Q1: -38%)，斐娜晨 4257 万元 (-33%，Q1: -36%)。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1421	1649	2444	3003	3603
(+/-)YoY(%)	17.8%	16.1%	48.2%	22.9%	20.0%
净利润(百万元)	273	281	385	482	583
(+/-)YoY(%)	15.7%	3.0%	36.9%	25.2%	21.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.68	0.70	0.96	1.20	1.45
毛利率(%)	66.7%	63.3%	56.1%	56.5%	56.6%
净资产收益率(%)	14.2%	10.6%	13.4%	15.4%	16.9%

资料来源：公司年报 (2017-2018)，海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

积极布局“金字塔”式品牌矩阵。公司在运营上开展线下稳调整，线上积极开拓的策略，同时不断布局品牌和业务的矩阵。2018年2月获得英国奢侈品牌 Stella McCartney 及 Stella McCartney Kids 在大中华区的代理权，12月参股中国十大童装品牌青蛙王子，2019年3月成立全资子公司趣在科技线上运营安正商城。结合礼尚信息以及现有的自有品牌，公司已在渠道、品牌、品类上获得互补，形成了稳固多样的机构，为打造多品牌战略奠定基础。

盈利预测与估值。我们预计 2019、20 年净利润分别为 3.85、4.82 亿元，截止 2019/8/15 收盘价对应市盈率 13、10 倍，给予公司 2019 年 15-17XPE，对应合理价值区间 14.40-16.32 元，维持“优于大市”评级。

风险提示。宏观经济波动，终端零售疲弱，行业竞争加剧。

表 1 市盈率相对估值比较

公司名称	股票代码	总市值	股价	归母净利润（百万元）				市盈率（X）			
		（亿元）	（元/股）	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E
拉夏贝尔	603157.SH	23	5.26	499	-160	351	495	6	-18	8	6
歌力思	603808.SH	47	14.25	302	365	440	530	16	13	11	9
朗姿股份	002612.SZ	35	8.01	188	210	237	272	19	17	15	13
维格娜丝	603518.SH	20	7.91	190	273	307	351	11	7	7	6
平均值								13	5	10	8
安正时尚	603839.SH	49	12.26	273	281	385	482	18	18	13	10

资料来源：Wind，海通证券研究所；收盘价取 2019/8/15 数据，安正时尚为海通预测，拉夏贝尔、歌力思、朗姿股份、维格娜丝为一致预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	1649	2444	3003	3603
每股收益	0.70	0.96	1.20	1.45	营业成本	606	1073	1305	1564
每股净资产	6.90	7.54	8.26	9.11	毛利率%	63.3%	56.1%	56.5%	56.6%
每股经营现金流	0.24	0.57	1.32	0.67	营业税金及附加	20	30	36	44
每股股利	0.35	0.48	0.60	0.73	营业税金率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
价值评估 (倍)					营业费用	524	694	851	1021
P/E	17.54	12.81	10.22	8.45	营业费用率%	31.8%	28.4%	28.3%	28.3%
P/B	1.77	1.63	1.48	1.35	管理费用	147	156	192	231
P/S	2.99	2.02	1.64	1.37	管理费用率%	8.9%	6.4%	6.4%	6.4%
EV/EBITDA	10.40	7.81	6.65	5.32	EBIT	353	491	618	743
股息率%	2.9%	3.9%	4.9%	5.9%	财务费用	-1	-4	-3	-8
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
毛利率	63.3%	56.1%	56.5%	56.6%	资产减值损失	60	121	126	136
净利率	17.0%	15.7%	16.0%	16.2%	投资收益	80	9	9	9
净资产收益率	10.6%	13.4%	15.4%	16.9%	营业利润	320	438	549	665
资产回报率	12.4%	15.9%	19.4%	22.1%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	12.4%	15.9%	19.4%	22.1%	利润总额	320	438	549	664
盈利增长 (%)					EBITDA	426	566	665	832
营业收入增长率	16.1%	48.2%	22.9%	20.0%	所得税	39	54	67	81
EBIT 增长率	22.3%	39.3%	25.8%	20.2%	有效所得税率%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
净利润增长率	3.0%	36.9%	25.2%	21.0%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	281	385	482	583
资产负债率	24.4%	32.0%	33.0%	33.8%					
流动比率	3.9	2.8	2.7	2.7	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	2.5	1.6	1.7	1.8	货币资金	454	673	1028	1075
现金比率	0.8	0.6	0.8	0.7	应收账款及应收票据	136	202	248	297
经营效率指标					存货	791	1288	1370	1486
应收账款周转天数	26.5	25.2	33.8	33.8	其它流动资产	893	939	965	1383
存货周转天数	381.2	353.5	383.3	346.8	流动资产合计	2274	3102	3611	4242
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.0	4.8	6.6	9.1	固定资产	525	469	432	350
					在建工程	26	14	7	3
					无形资产	65	53	41	29
					非流动资产合计	1416	1357	1346	1288
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	3690	4459	4956	5530
净利润	281	385	482	583	短期借款	19	139	139	139
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	171	303	368	441
非现金支出	133	196	173	225	预收账款	66	98	120	144
非经营收益	-85	-64	-54	-49	其它流动负债	331	573	694	828
营运资金变动	-234	-289	-72	-488	流动负债合计	587	1113	1322	1553
经营活动现金流	95	228	529	270	长期借款	0	0	0	0
资产	-79	4	9	9	其它长期负债	314	314	314	314
投资	0	9	9	9	非流动负债合计	314	314	314	314
其他	206	0	0	0	负债总计	901	1427	1635	1867
投资活动现金流	127	12	18	18	实收资本	404	402	402	402
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	2743	2986	3275	3617
股权募资	10	0	0	0	少数股东权益	47	46	46	46
其他	-165	-21	-193	-241	负债和所有者权益合计	3690	4459	4956	5530
融资活动现金流	-155	-21	-193	-241					
现金净流量	67	219	354	48					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 15 日

资料来源：公司年报 (2018)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

梁希 纺织服装行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 歌力思,安正时尚,罗莱生活,伟星股份,地素时尚,七匹狼,台华新材,锦泓集团,新野纺织,健盛集团,比音勒芬,太平鸟,森马服饰,跨境通,海澜之家

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。