短期压力仍在，期待调整带来成效

安正时尚（603839）2018 年年报暨 2019 年一季报点评 | 2019.5.13

中信证券研究部

薛缘
首席纺织服装分析师
S1010514080007

联系人：郑一鸣

核心观点

公司 2018 年实现收入/净利润/扣非净利润 16.49 亿/2.81 亿/1.98 亿元，分别同增 16.09%/2.96%/-8.60%，2019Q1 实现收入/净利润/扣非净利润 5.53 亿/1.02 亿/0.95 亿元，分别同增 41.46%/10.51%/12.66%。

- **收入端：玖姿表现强劲、尹默符合预期、其他品牌短期调整拖累收入增长。**①主品牌玖姿营销发力/产品提升，平稳增长，2018 年实现收入 10.38 亿元（+10.9%），期末门店较期初增加 4 家至 692 家，线上实现近 80%+收入增长，测算线下同店低个位数增长，Q4 收入同增-13.8%。②尹默表现平稳，收入同增 4.1%至 2.23 亿元，期末门店较期初净增 46 家至 103 家。 ③摩萨克受去年关店影响，收入同降 12.3%至 3100 万元，门店较期初净增 16 家至 31 家。④安正男装新设计师主导产品上线、新老客群交替导致收入增速放缓，综合看 2018 年收入同增 0.3%至 7500 万元，期末门店较期初净增 10 家至 46 家。⑤斐娜晨受订货节奏错配影响增速放缓，2018 年收入同增 11.5%至 1.14 亿元，期末门店较期初净增 13 家至 98 家。⑥安娜蔻实现收入 2300 万元、同降 52.7%。整体而言，主品牌玖姿相对抗压，其他品牌短期内受各因素影响步入调整、拖累收入增长。此外，公司于 2018 年 10 月收购并表电商平台礼尚信息，2018 年净利润 6281 万元；2018 年 12 月参股童装品牌青蛙王子。
- **盈利能力：短期投入与长期发展的博弈。**毛利率端，2018 年公司毛利率同降 3.48PCTs 至 63.27%，其中玖姿下降 0.92PCT，主要系新合并电商业务拉低毛利率所致。费用端，公司扣非净利润同比下降 8.6%，主要系：①股权激励费用增加 440 万元；②为了加大品牌宣传，时装秀+代言新增支出约 3100 万元；③为开拓市场，新增购物中心带来相应房租水电物业费增加 919 万元。而我们认为非经常性损益与公司经营息息相关，区分公司经常性和非经常性意义不大，应该关注整体盈利能力。
- **存货&现金流：错峰备货的影响。**存货端，2018 年公司存货周转天数同增 50 天至 376 天，主要系公司调整采购策略，错锋对秋冬装面料、成衣进行备货所致，同时新增电商企业存货 1.58 亿元，而实际上存货结构在持续改善之中（2 年以内存货占比：2016/2017/2018 期末分别为 73%/87%/94%）。现金流端，2018 年公司经营性现金流净流入 9010 万元，较 2017 年净流入 3.17 亿元减少 2.2 亿元，这主要因为备货增加所致。
- **2019Q1：收入/净利润分别 5.53 亿/1.02 亿元，同增 41.46%/10.51%，扣除并表因素主业收入同降 0.57%。**礼尚信息 2019Q1 并表收入 1.63 亿元，剔除并表因素，服装主业实现收入 3.87 亿元、同比略微下滑，一季度同店压力仍在。拆分来看，玖姿收入同增 8.25%至 2.67 亿元，净开门店 1 家至 694 家；尹默收入同降 10.11%至 5535 万元，净关闭 3 家至 100 家；安正男装略增 3.78%至 27.17 亿元，门店持平；摩萨克下降 37.69%至 459 万元，门店持平；斐娜晨下降 35.57%至 2434 万元，净关店 15 家至 83 家。
- **风险因素。**1. 市场竞争加剧风险；2. 多品牌运作不及预期风险。
- **盈利预测、估值及投资评级。**公司专注时尚主业，虽然短期受消费影响呈现一定经营压力，但长期看仍在不断提升品牌运营能力和内部管理效率，看好公司未来多品牌持续发力带来的靓丽内生增长，不考虑礼尚并表，预计 2019 年公司主业有望维持 10%收入和业绩增长。综合考虑公司 2018 年开店情况及 2019 年开店预期，新品牌调整以及运营调整仍需要一定时间，下调 2019/2020 年 EPS 预测至 0.88/1.01 元（原 EPS 预测为 1.17/1.39 元），新增 2021 年预测 1.13 元，维持“买入”评级。

安正时尚	603839
评级	买入（维持）
当前价	11.77 元
总股本	404 百万股
流通股本	106 百万股
52 周最高/最低价	26.4/9.77 元
近 1 月绝对涨幅	-9.74%
近 6 月绝对涨幅	6.32%
近 12 月绝对涨幅	-33.35%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1421	1649	2046	2355	2695
增长率 YoY%	17.8	16.1	24.1	15.1	14.4
净利润(百万元)	273	281	358	408	457
增长率 YoY%	15.7	3.0	27.2	14.1	12.0
每股收益 EPS(基本)(元)	0.68	0.70	0.88	1.01	1.13
毛利率%	66.7	63.3	63.5	65.0	65.0
PE	17	17	13	12	10
PB	1.9	1.7	1.7	1.5	1.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2019 年 5 月 8 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,421	1,649	2,046	2,355	2,695
营业成本	472	606	747	824	943
毛利率	66.74%	63.27%	63.50%	65.00%	65.00%
营业税金及附加	25	20	25	28	32
营业费用	446	524	583	636	768
营业费用率	31.37%	31.76%	28.50%	27.00%	28.50%
管理费用	189	221	275	306	364
管理费用率	13.29%	13.42%	13.44%	13.00%	13.50%
财务费用	-3	-1	-2	-3	-5
财务费用率	-0.22%	-0.04%	-0.10%	-0.13%	-0.18%
投资收益	43	80	10	12	12
营业利润	316	320	403	460	517
营业利润率	22.22%	19.43%	19.69%	19.53%	19.18%
营业外收入	0	0	9	10	10
营业外支出	0	0	1	1	2
利润总额	316	320	411	469	525
所得税	43	39	53	61	68
所得税率	13.67%	12.27%	13.00%	13.00%	13.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	273	281	358	408	457
净利率	19.22%	17.05%	17.48%	17.32%	16.96%
每股收益(元)(摊薄)	0.68	0.70	0.88	1.01	1.13

资产负债表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	347	454	210	388	592
存货	474	791	941	1,101	1,204
应收账款	104	136	194	223	244
其他流动资产	1,248	893	999	994	1,022
流动资产	2,173	2,274	2,344	2,706	3,061
固定资产	548	525	561	589	615
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	70	65	64	62	61
其他长期资产	361	826	831	834	840
非流动资产	979	1,416	1,456	1,486	1,516
资产总计	3,152	3,690	3,800	4,192	4,576
短期借款	0	19	0	0	0
应付账款	164	171	247	280	320
其他流动负债	415	528	445	551	609
流动负债	579	718	691	832	928
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	183	183	183	183
非流动性负债	1	183	183	183	183
负债合计	580	901	874	1,014	1,111
股本	289	404	404	404	404
资本公积	1,055	971	890	890	890
股东权益合计	2,566	2,734	2,872	3,123	3,410
少数股东权益	0	47	47	47	47
负债股东权益总计	3,152	3,690	3,800	4,192	4,576

现金流量表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	273	281	358	408	457
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	67	73	97	100	102
营运资金变动	-37	-244	-376	-78	-80
其他	14	-15	34	18	5
经营现金流	317	95	113	447	484
资本支出	-63	-79	-130	-128	-127
投资收益	34	89	10	12	12
资产变卖	1	2	0	0	0
其他	-1,020	115	0	0	0
投资现金流	-1,048	127	-120	-116	-115
权益变动	1,176	0	-81	0	0
负债变化	-66	-15	-19	0	0
股息支出	-132	-146	-139	-156	-170
其他	-9	6	2	3	5
融资现金流	969	-155	-237	-153	-165
现金净增加额	238	67	-244	178	204

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率（%）					
营业收入	17.8	16.1	24.1	15.1	14.4
营业利润	20.6	1.5	25.8	14.2	12.4
净利润	15.7	3.0	27.2	14.1	12.0
利润率（%）					
毛利率	66.7	63.3	63.5	65.0	65.0
EBIT Margin	20.3	16.9	20.4	23.8	21.8
EBITDA Margin	25.0	21.3	25.1	28.0	25.6
净利率	19.2	17.0	17.5	17.3	17.0
回报率（%）					
净资产收益率	10.6	10.6	12.8	13.6	14.0
总资产收益率	8.7	8.3	9.7	10.3	10.5
其他（%）					
资产负债率	18.4	24.4	23.0	24.2	24.3
所得税率	13.7	12.3	13.0	13.0	13.0
股利支付率	41.8	34.2	38.9	38.3	37.1

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA （UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。