

纺织服装业/可选消费品

安正时尚 (603839)

## 服装主业稳定，电商代运营业务前景可观

### ——公司 2019 三季度报点评

	郝帅 (分析师)	方榕佳 (研究助理)	丁凡 (研究助理)
	010-59312799	010-59312799	010-59312799
	haoshuai@gtjas.com	fangrongjia@gtjas.com	dingfan@gtjas.com
证书编号	S0880518020004	S0880118060005	S0880119010026

#### 本报告导读:

公司服装主业发展稳定，新品牌调整持续进行中，有望年底企稳，并购电商代运营业务转型新零售，融合线上线下，维持增持评级。

#### 投资要点:

- **维持增持评级:** 维持 2019-2021 年 EPS 为 0.93/1.06/1.20 元，参考可比同业，给予 2019 年约 17 倍 PE，上调目标价至 15.81 元。
- **礼尚信息并表增厚利润，服装仍以优化渠道结构为主。** Q1-Q3 公司营收 17.91 亿 (yoy+54.13%)，归母净利润 2.78 亿，同增 12.55%，业绩符合预期。服装收入 11.72 亿，与去年同期持平，主要依靠主品牌增长驱动。前三季度玖姿收入同增 6.61%，Q3 增速有所放缓。其他品牌受渠道调整影响，收入有所下降。期末门店总数 917 家，较年初减少 56 家，主要针对新品牌进行优化调整，预计将在年底企稳。礼尚信息实现收入 6.14 亿，延续上半年高增长趋势，估算增速约 20%。
- **主营毛利率维持稳定，现金流改善。** 公司销售毛利率同比下降 13.76pct 至 53.86%，主要系并表的电商运营毛利率较低。服装毛利率与上年同期基本持平。期末存货 10.73 亿 (yoy+61.65%)，系礼尚信息并表以及备战双 11 提前备货所致。由于服装销售款增加以及合并礼尚信息，期末现金流 4940 万，同比增长 324.59%。
- **服装年底有望企稳，新零售转型添活力。** 我们认为公司对服装新品牌的调整有望在年底企稳，Q3 新品牌收入下降幅度明显收窄，且毛利率维持稳定，明年有望重回正增长区间。礼尚信息运营国内外知名品牌超过 20 余个，增长稳定，将以线下门店为核心的传统品牌企业，转型为融合线上线下服务的新零售公司，为长远发展打下坚实基础。
- **风险提示:** 服装消费不及预期，品牌调整、线上销售不及预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,421	1,649	2,206	2,489	2,732
(+/-)%	18%	16%	34%	13%	10%
经营利润 (EBIT)	289	278	389	463	530
(+/-)%	-10%	-4%	40%	19%	14%
净利润 (归母)	273	281	375	429	484
(+/-)%	16%	3%	33%	15%	13%
每股净收益 (元)	0.68	0.70	0.93	1.06	1.20
每股股利 (元)	0.50	0.35	0.40	0.46	0.52

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	20.3%	16.9%	17.6%	18.6%	19.4%
净资产收益率 (%)	10.6%	10.3%	12.8%	13.6%	14.2%
投入资本回报率 (%)	11.8%	11.4%	13.4%	14.5%	15.3%
EV/EBITDA	18.93	11.08	10.94	9.46	8.23
市盈率	20.12	19.54	14.66	12.80	11.36
股息率 (%)	3.7%	2.6%	2.9%	3.4%	3.8%

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 15.81**

上次预测: 14.50

**当前价格: 13.67**

2019.10.27

#### 交易数据

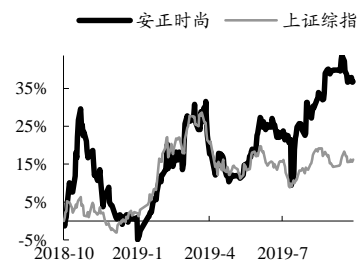
52 周内股价区间 (元)	9.35-14.47
总市值 (百万元)	5,494
总股本/流通 A 股 (百万股)	402/106
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	26%
日均成交量 (百万股)	3.43
日均成交值 (百万元)	44.60

#### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,805
每股净资产	6.98
市净率	2.0
净负债率	-36.81%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.32	0.25
Q2	0.17	0.23
Q3	0.21	0.21
Q4	0.00	0.24
全年	0.70	0.93

#### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	12%	33%
相对指数	-2%	11%	20%

#### 相关报告

《主业调整增速放缓，转型新零售效果初显》  
2019.08.16

《主品牌单店效益提升，新品潜力待释放》  
2019.04.29

《消费放缓不改主品高增长》2018.10.26

《玖姿强势复苏，新品蓄势待发》2018.08.08

模型更新时间: 2019.10.27

**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:** **15.81**

上次预测: 14.50

**当前价格:** 13.67

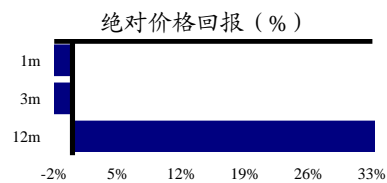
公司网址

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。

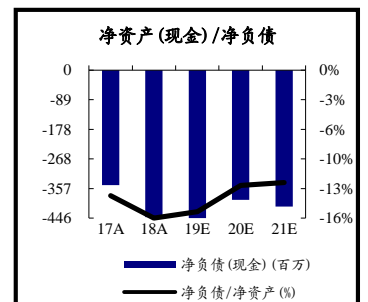
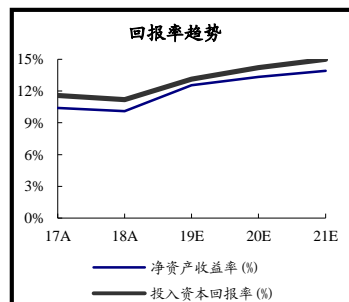
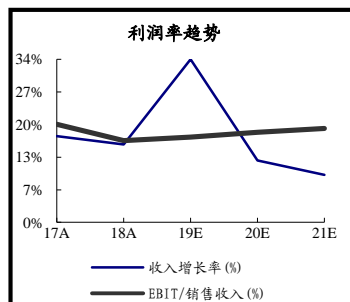
公司始终坚持和贯彻国际化的品牌经营理念, 现已发展成为一家多品牌、集团化运作的知名时尚品牌企业。



52 周价格范围: 9.35-14.47  
市值 (百万): 5,494

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	1,421	1,649	2,206	2,489	2,732
营业成本	472	606	930	1,043	1,142
税金及附加	25	20	27	30	33
销售费用	446	524	604	669	723
管理费用	119	147	257	284	303
<b>EBIT</b>	<b>289</b>	<b>278</b>	<b>389</b>	<b>463</b>	<b>530</b>
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	43	80	80	80	80
财务费用	-3	-1	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	<b>316</b>	<b>320</b>	<b>427</b>	<b>489</b>	<b>551</b>
所得税	43	39	52	60	68
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>273</b>	<b>281</b>	<b>375</b>	<b>429</b>	<b>484</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	347	454	465	412	432
其他流动资产	1,826	1,820	900	978	1,055
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	548	525	619	693	765
无形及其他资产	431	891	416	416	418
<b>资产合计</b>	<b>3,152</b>	<b>3,690</b>	<b>3,933</b>	<b>4,250</b>	<b>4,538</b>
流动负债	460	587	632	722	754
非流动负债	120	314	320	328	336
股东权益	2,572	2,789	2,935	3,155	3,402
<b>投入资本(IC)</b>	<b>2,113</b>	<b>2,137</b>	<b>2,538</b>	<b>2,811</b>	<b>3,039</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	249	244	341	406	465
折旧与摊销	67	73	33	35	39
流动资金增量	-1	262	114	128	86
资本支出	-62	-77	-70	-74	-72
<b>自由现金流</b>	<b>253</b>	<b>502</b>	<b>418</b>	<b>496</b>	<b>517</b>
经营现金流	317	95	310	364	485
投资现金流	-1,048	127	-730	-934	-931
融资现金流	969	-155	430	517	466
<b>现金流净增加额</b>	<b>238</b>	<b>67</b>	<b>10</b>	<b>-53</b>	<b>20</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	17.8%	16.1%	33.7%	12.8%	9.8%
EBIT 增长率	-9.5%	-3.6%	39.9%	19.1%	14.5%
净利润增长率	15.7%	3.0%	33.3%	14.5%	12.7%
利润率					
毛利率	66.7%	63.3%	57.8%	58.1%	58.2%
EBIT 率	20.3%	16.9%	17.6%	18.6%	19.4%
归母净利润率	19.2%	17.0%	17.0%	17.2%	17.7%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	10.6%	10.3%	12.8%	13.6%	14.2%
总资产收益率(ROA)	8.7%	7.6%	9.5%	10.1%	10.7%
投入资本回报率(ROIC)	11.8%	11.4%	13.4%	14.5%	15.3%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	330	381	329	343	350
应收账款周转天数	25	27	24	26	28
总资产周转天数	634	757	1	1	1
净利润现金含量	116.2%	33.8%	82.8%	84.7%	100.3%
资本支出/收入	4.4%	4.7%	3.2%	3.0%	2.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.4%	24.4%	24.2%	24.7%	24.0%
净负债率	-13.5%	-15.9%	-15.2%	-12.4%	-12.1%
<b>估值比率</b>					
PE(现价)	20.12	19.54	14.66	12.80	11.36
PB	3.83	1.57	1.88	1.75	1.62
EV/EBITDA	18.93	11.08	10.94	9.46	8.23
P/S	2.78	3.35	2.51	2.22	2.02
股息率	3.7%	2.6%	2.9%	3.4%	3.8%



## 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	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 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甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		