

# 小品牌收入增速改善，收购并表影响多项指标

## ——安正时尚 (603839.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

### 买入 (维持)

当前价：13.67 元

### 分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

汲肖飞 (执业证书编号：S0930517100004)

021-52523675

[jixiaofei@ebscn.com](mailto:jixiaofei@ebscn.com)

### 市场数据

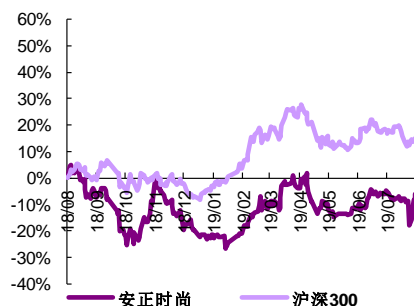
总股本(亿股)：4.02

总市值(亿元)：54.94

一年最低/最高(元)：9.35/14.20

近3月换手率：277.0%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	14.74	22.61	9.33
绝对	6.06	17.40	-0.21

资料来源：Wind

### 相关研报

收购韩国童装品牌，童装业务布局再下一城

..... 2018-08-29

服装收入增长改善，并表提振业绩表现

..... 2019-08-19

18Q4 压力较大，19Q1 有所改善，并表对收入增厚明显

..... 2019-04-28

业绩增速有所放缓，Q3 盈利能力呈现回升

..... 2018-10-27

### ◆19 年 1-9 月收入增 54%、净利增 13%，19Q3 净利增速放缓

2019 年 1-9 月公司实现收入 17.91 亿元、同增 54.13%，归母净利润 2.78 亿元、同增 12.55%，扣非净利 238.74 亿元、同增 20.73%，EPS 为 0.70 元。净利增速低于收入主要由于毛利率降、投资收益减少，低于扣非净利主要由于政府补助、委托投资收益等同比减少。

分季度来看，2018Q1-19Q3 公司收入同增 26.84%、13.98%、10.48%、14.76%、41.46%、58.20%、62.64%，净利同增 30.09%、20.11%、12.29%、-50.01%、10.51%、28.55%、1.40%。

2018 年 10 月底公司收购礼尚信息并表，带动 2019Q1-Q3 收入增速提升，剔除并表影响 2019Q1-Q3 公司收入同增-0.57%、4.11%、-0.20%；19Q2 公司服装收入增速较高，同时公司加强价格管控、服装业务毛利率同比提升，电商代运营毛利率较为稳定，整体毛利率同比降幅相对较小，利润增速较高。19Q3 服装消费整体仍较为疲软，公司服装收入同比基本持平，净利增速相对较低主要由于服装库存清理、毛利率降幅较大以及投资收益同比减少。

### ◆19Q3 小品牌收入增速有所改善，并表带动线上收入增长显著

1) 分品牌来看，2019 年 1-9 月玖姿、尹默、斐娜晨、安正男装、摩萨克分别实现收入 8.58 亿元、1.51 亿元、6,968.04 万元、5,205.87 万元、1,628.80 万元，同增 6.61%、-8.84%、-20.91%、-5.97%、-14.36%，其中 19Q3 玖姿、尹默、斐娜晨、安正男装、摩萨克收入分别同增 1.50%、-4.35%、9.01%、13.55%、10.77%，主品牌收入增速放缓，小品牌尹默、斐娜晨、安正男装、摩萨克等收入增速改善。

主品牌方面，19 年 9 月底玖姿共有门店 674 家，外延同降 2.46%，渠道结构优化，19 年 1-9 月直营可比同店同增 7.12%，玖姿品牌强化设计、营销投入，提升影响力，带动店效同比保持增长。

小品牌方面，19 年 9 月底尹默、斐娜晨、安正男装、摩萨克直营店数量同比增长-11.11%、-19.19%、-26.09%、68.18%，19 年 1-9 月直营可比同店同增 5.06%、2.53%、4.32%、0.67%，尹默、斐娜晨、安正男装直营渠道净关店、收入同比下滑，摩萨克品牌优化后快速拓展加盟渠道，带动收入恢复增长。

2) 分渠道来看，2019 年 1-9 月直营、加盟、线上分别实现收入 4.76 亿元、4.41 亿元、8.69 亿元，同增-4.91%、-7.58%、376.22%，礼尚信息并表带动电商收入增长显著；19Q3 直营、加盟、线上收入同增 13.05%、-17.67%、402.86%，公司直营渠道组织架构调整效果显现，引进优秀管理人才，收入恢复增长，部分产品发货提前至 19Q2、部分加盟商调整导致 19Q3 公司加盟收入同比下滑。

2019 年 9 月底公司共有门店 917 家，外延同降 4.18%，其中直营门店 328 家，外延同降 6.82%，主要由于小品牌关店强化盈利能力，加盟门店 589 家，外延同降 2.64%。19 年 1-9 月公司直营同店同增 2.05%，渠道优化效果逐步

显现，加盟同店同降 5.07%。

◆礼尚信息并表影响多个财务指标：毛利率降、费用率降、现金流增

**毛利率：**19 年 1-9 月毛利率同降 13.76PCT 至 53.86%，主要由于：1) 低毛利率电商代运营收入占比提升，2) 服装业务毛利率同比下降。

分品牌来看，19 年 1-9 月玖姿、尹默、斐娜晨、摩萨克、安正男装毛利率同增-1.39PCT、-0.33PCT、3.72PCT、4.09PCT、1.41PCT 至 64.94%、77.47%、77.63%、53.70%、76.64%，玖姿品牌库存清理、低毛利率线上收入占比提升导致毛利率同比下降，斐娜晨加强折扣控制、品牌调整效果显现、毛利率同比提升，摩萨克品牌调整结束、毛利率同比恢复增长，安正男装设计风格优化、折扣控制力度提升，毛利率同比增长。

分渠道来看，18 年 1-9 月直营、加盟、线上渠道毛利率分别同增 0.35PCT、-1.55PCT、-12.51PCT 至 73.19%、69.13%、38.18%，礼尚信息并表导致线上毛利率同比降幅较大。

分季度来看，18Q1-19Q3 公司毛利率为 68.71% (-1.72PCT)、67.90% (-0.47PCT)、66.32% (-0.02PCT)、52.90% (-10.31PCT)、53.80% (-14.91PCT)、56.15% (-11.75PCT)、51.94% (-14.38PCT)，18Q4-19Q3 受礼尚信息并表影响毛利率下降幅度较大，19Q2 公司服装业务加强价格掌控，毛利率降幅较小，19Q3 玖姿等品牌库存清理、毛利率降幅扩大。

**费用率：**19 年 1-9 月公司期间费用率同降 10.27PCT 至 33.65%，其中销售费用率同降 5.88PCT 至 24.41%，主要由于收购礼尚信息并表；管理费用率（包括研发费用）同降 4.42PCT 至 9.30%，主要由于收购礼尚信息并表；财务费用率同降 0.03 PCT 至-0.05%。

**其他财务指标：**

1) 2019 年 9 月底存货较年初增加 35.61%至 10.73 亿元，主要由于销售规模扩大、双十一线上备货增加。2019 年 1-9 月存货周转率、存货收入比为 0.89、0.60，18 年同期为 0.66、0.57，存货周转速度加快主要由于并表影响。

2) 2019 年 9 月底应收账款较年初增 15.76%至 1.57 亿元，应收账款周转天数为 22.13 天，同比减少 5.28 天，周转率有所提升。

3) 2019 年 1-9 月资产减值损失同增 13.96%至 3580.91 万元，主要由于存货规模扩大、计提减值准备增加。

4) 2019 年 1-9 月投资收益同降 13.87%至 4067.61 万元，主要由于可供出售金融资产投资收益减少。

5) 2019 年 1-9 月经营性净现金流同增 324.59%至 4,940.65 万元，主要由于服装销售款增加以及礼尚信息并表。

◆服装消费仍较疲软，持续优化多品牌运营

我们认为：

1) 收入方面，受服装消费较为低迷影响，2018Q2 后公司服装收入增速放缓，其中玖姿品牌发展较为成熟，2019 年收入率先结束调整实现增长，未来公司将继续强化主品牌投入，推动收入持续增长；小品牌方面，尹默收入体量较大、收入表现较为稳定，斐娜晨在产品的设计、性价比等方面进行优化，19Q3 收入恢复增长，安正男装产品风格调整基本到位，19Q3 收入增速

回升，摩萨克品牌调整结束，借助玫姿加盟商资源门店恢复扩张，收入同比恢复增长；礼尚信息与二十多个国内外知名品牌合作拓展线上运营，收入保持较快增长。

2) 盈利能力方面，并表礼尚信息带动公司线上收入保持高速增长，拖累整体毛利率下滑，未来公司将加强服装业务折扣控制，关闭亏损门店、优化渠道结构，推动主业盈利能力提升。

3) 2019年2月1日公司计划以4000-8000万元回购股份，回购价格不超过15元/股，按上限计算回购股份533.33万股，占总股本的1.32%，回购期限为2020年2月18日。截止2019年9月30日公司共回购535.01万股，占总股本的1.33%，回购金额6283.65万元，回购均价为11.74元/股，回购尚未完成。2019年10月由于股权激励计划对象中部分员工离职，公司回购注销限制性股票17.81万股。

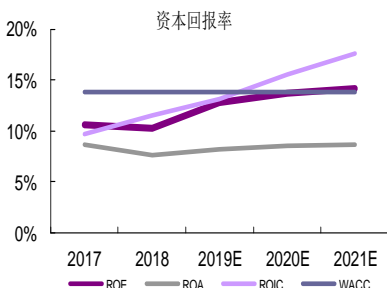
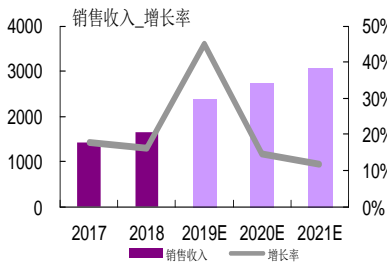
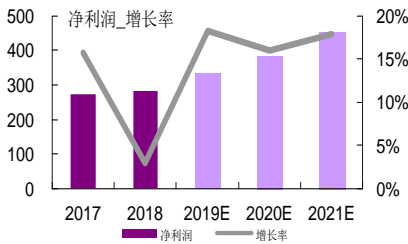
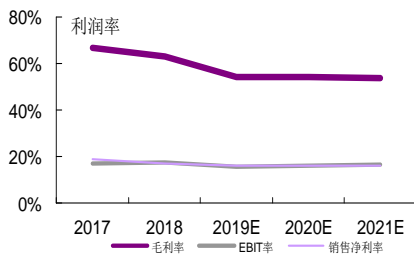
由于公司毛利率下降幅度超出此前预期，我们下调2019-21年EPS预测为0.83/0.96/1.13元（前值为0.93/1.07/1.21元），目前股价对应2019年17倍PE，公司服装主业逐渐优化，通过并购、代理等涉足母婴、童装、奢侈品等领域，构建时尚产业集团，未来成长空间较大，维持“买入”评级。

◆风险提示：消费疲软、开店进度不达预期、库存风险、收购标的未达业绩承诺等。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,421	1,649	2,391	2,742	3,069
营业收入增长率	17.78%	16.09%	44.99%	14.69%	11.93%
净利润（百万元）	273	281	333	386	454
净利润增长率	15.69%	2.96%	18.27%	15.95%	17.87%
EPS（元）	0.68	0.70	0.83	0.96	1.13
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.62%	10.25%	11.21%	12.10%	13.18%
P/E	20	20	17	14	12
P/B	2.1	2.0	1.9	1.7	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年10月25日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,421</b>	<b>1,649</b>	<b>2,391</b>	<b>2,742</b>	<b>3,069</b>
营业成本	472	606	1,114	1,285	1,448
折旧和摊销	67	73	74	77	78
营业税费	25	20	36	41	46
销售费用	446	524	634	713	783
管理费用	189	147	215	247	276
财务费用	-3	-1	-2	-1	-2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	43	80	60	60	80
<b>营业利润</b>	<b>316</b>	<b>320</b>	<b>391</b>	<b>454</b>	<b>535</b>
<b>利润总额</b>	<b>316</b>	<b>320</b>	<b>391</b>	<b>454</b>	<b>535</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>273</b>	<b>281</b>	<b>333</b>	<b>386</b>	<b>454</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>3,152</b>	<b>3,690</b>	<b>4,648</b>	<b>5,151</b>	<b>5,716</b>
流动资产	2,173	2,274	3,376	3,886	4,479
货币资金	347	454	1,398	1,790	2,276
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	104	136	230	258	276
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	19	0	29	33	37
存货	474	791	839	918	998
可供出售投资	112	216	200	210	220
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	548	525	530	501	456
无形资产	70	65	91	106	120
<b>总负债</b>	<b>580</b>	<b>901</b>	<b>1,634</b>	<b>1,917</b>	<b>2,220</b>
无息负债	580	882	1,634	1,917	2,220
有息负债	0	19	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>2,572</b>	<b>2,789</b>	<b>3,014</b>	<b>3,234</b>	<b>3,495</b>
股本	404	404	402	402	402
公积金	1,237	1,169	1,210	1,217	1,217
未分配利润	1,091	1,198	1,356	1,568	1,830
少数股东权益	0	47	47	47	47

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>317</b>	<b>95</b>	<b>1,102</b>	<b>568</b>	<b>646</b>
净利润	273	281	333	386	454
折旧摊销	67	73	74	77	78
净营运资金增加	915	-95	-558	-67	-108
其他	-937	-163	1,255	173	221
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-1,048</b>	<b>127</b>	<b>-35</b>	<b>-10</b>	<b>30</b>
净资本支出	-62	-77	-150	-60	-40
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-986	204	115	50	70
<b>融资活动现金流</b>	<b>969</b>	<b>-155</b>	<b>-125</b>	<b>-166</b>	<b>-191</b>
股本变化	0	0	-2	0	0
债务净变化	-66	19	-19	0	0
无息负债变化	144	302	752	284	303
<b>净现金流</b>	<b>237</b>	<b>67</b>	<b>943</b>	<b>393</b>	<b>485</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	17.78%	16.09%	44.99%	14.69%	11.93%
净利润增长率	15.69%	2.96%	18.27%	15.95%	17.87%
EBITDA 增长率	-5.55%	17.59%	10.28%	16.43%	13.12%
EBIT 增长率	-5.70%	20.12%	12.54%	19.26%	15.21%
<b>估值指标</b>					
PE	20	20	17	14	12
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	16	14	10	8	6
EV/EBIT	21	17	12	10	8
EV/NOPLAT	24	20	15	11	9
EV/Sales	4	3	2	1	1
EV/IC	2	2	3	3	3
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	66.74%	63.27%	53.40%	53.16%	52.84%
EBITDA 率	21.89%	22.17%	16.86%	17.12%	17.30%
EBIT 率	17.16%	17.75%	13.78%	14.33%	14.75%
税前净利润率	22.26%	19.42%	16.36%	16.54%	17.42%
税后净利润率 (归属母公司)	19.22%	17.05%	13.91%	14.06%	14.81%
ROA	8.66%	7.62%	7.15%	7.49%	7.95%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.62%	10.25%	11.21%	12.10%	13.18%
经营性 ROIC	9.83%	11.78%	18.23%	22.99%	29.46%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	4.72	3.87	2.55	2.42	2.35
速动比率	3.69	2.53	1.92	1.85	1.82
归属母公司权益/有息债务		144.34	NA	NA	NA
有形资产/有息债务		165.84	NA	NA	NA
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>			NA	NA	NA
EPS					
每股红利	0.68	0.70	0.83	0.96	1.13
每股经营现金流	0.50	0.35	0.41	0.48	0.57
每股自由现金流(FCFF)	0.79	0.24	2.74	1.41	1.61
每股净资产	-1.61	1.03	2.05	1.20	1.48
每股销售收入	6.40	6.82	7.38	7.93	8.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测



## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼