



投资评级 优于大市 维持

股票数据

04 月 30 日收盘价(元)	12.17
52 周股价波动(元)	9.35-27.38
总股本/流通 A 股(百万股)	404/106
总市值/流通市值(百万元)	4919/1284

相关研究

《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 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.3	4.9	16.7
相对涨幅(%)	-7.1	-1.4	-5.8

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

联系人:刘溢

Tel:(021)23219748

Email:ly12337@htsec.com

19Q1 服装业务企稳, 并表礼尚信息增厚业绩

投资要点:

- **18 年收入同增 16%, 净利润同增 3%。**18 年收入为 16.49 亿元 (16.09%+), 净利润为 2.81 亿元 (2.96%+), 毛利率为 63.27% (3.48pct-), 净利率为 17.05% (2.17pct-)。18Q4 收入为 4.87 亿元 (14.76%+), 净利润为 0.34 亿元 (50.01%-), 毛利率为 52.90% (10.31pct-), 净利率为 7.02% (9.10pct-)
- **19Q1 收入、净利润同增 41%、11%。**19Q1 收入为 5.53 亿元 (41.46%+), 净利润为 1.02 亿元 (10.51%+), 毛利率为 53.80% (14.91pct-), 净利率为 18.36% (5.14pct-)
- **并表礼尚信息, 增厚公司业绩。**公司于 2018 年 10 月底完成对电商代运营礼尚信息的收购 70%交割, 11-12 月实现收入 1.31 亿元, 净利润 157.49 万元, 按照并表比例计算, 并表净利润为 110.24 万元。2018 年礼尚信息全年实现净利润 6281 万元, 超过承诺数 5500 万元。
- **受消费环境影响 18Q4 收入承压, 库存减值损失侵蚀净利润。**如果剔除礼尚对公司的影响, 2018 年公司实现收入 15.18 亿元 (6.87%+), 净利润 2.80 亿元 (2.55%+)。剔除礼尚后 18Q4, 公司收入 3.56 亿元 (16.09%-), 净利润 3313 万元 (51.62%-)。18Q4 收入下降主要因消费环境疲弱, 尤其是公司品牌主力布局的二三线城市消费减弱造成收入下滑。但从毛利率看, 18Q4 服装品类毛利率为 63.71% (0.95pct+), 说明公司仍然坚持较高终端折扣, 保持品牌档次。18Q4 净利润端下降主要因计提库存减值损失造成; 2018 全年计提库存减值损失 5768 万元, 我们估算 18Q4 计提约 2600 万元, 一般情况下 Q4 库存计提约在 1000 万~1500 万元, 多余的计提部分侵蚀利润。
- **19Q1 服装业务收入降幅环比缩窄。**19Q1 礼尚收入 1.63 亿元, 扣除礼尚信息, 19Q1 服装业务收入 3.9 亿元 (0.57%-), 降幅较 18Q4 的 -16.09% 大幅收窄, 说明在宏观环境改善的情况下, 品牌销售已逐步修复, 我们估计服装利润端增速与收入增速维持基本一致。我们判断, 随着 19Q2 零售提振, 公司服装业务将加速恢复增长。
- **18 年单店收入推动玖姿收入增加, 19Q1 主品牌增速企稳回升。**18 年主品牌玖姿实现收入 10.38 亿元 (10.93%+), 主因 1) 公司持续加大研发资源投入, 聘请形象代言人提升品牌知名度, 品牌直营单店收入有所提升, 18 年玖姿直营门店平均营业收入达 184 万元, 同比增加 2.35%; 2) 线上收入或将推动品牌收入增加, 主品牌在 18 年双十一当天实现交易额 8576 万元, 较 17 年同比增加 47.71%。18Q4、19Q1 玖姿实现收入 2.34、2.67 亿元, 同比 13.62%、8.25%+, 18Q4 或受国内消费形势影响, 收入有所减少, 19Q1 主品牌收入增速企稳回升。

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	0.95	1.19	1.44
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

18 年尹默/斐娜晨门店数量增加助力收入增加。18 年尹默/安正/摩萨克/斐娜晨/安娜蔻收入同比 4.10%/0.1%/12.31%/11.98%/52.57%。尹默收入增加,由于门店数量增加,截止 18 年末为 103 家,净增门店 13 家,直营单店收入同比减少 6.86%至 249 万元。安正收入与 17 年基本持平,其门店数量净增加 10 家至 46 家,直营单店收入同比减少 12.36%至 208 万元。摩萨克收入减少,主因直营单店收入同比减少 3.27%至 151 万元。斐娜晨收入增幅明显,由于门店数量净增加 13 家至 98 家,直营单店收入同比减少 25.19%至 134 万元。

19Q1 尹默/安正/安娜蔻增速环比改善。18Q4 尹默/安正/摩萨克/斐娜晨/安娜蔻收入同比 15.52%/18.48%/46.84%/33.21%/80.31%。19Q1 各品牌收入同比 10.11%/3.78%/37.69%/35.57%/50.90%。除摩萨克、斐娜晨外,各品牌收入增速环比改善,预计随着国内零售端回暖,公司服装业务将恢复增长。

公司多品牌均衡发展,主业企稳。公司多品牌发展顺利,主品牌维持稳定;摩萨克调整加入休闲风格,市场接受度提升;斐娜晨多场合试穿度提高,满足客户多变需求;安正男装定位轻时尚风格,开拓高端男士市场。注资青蛙王子,拓展童装品类。公司 2018 年参股时装类童装品牌青蛙王子,该品牌增长快速、拓展空间大。双方合作后,补足了安正在中档童装领域的空白,促进开店成长。

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 2019/4/30 收盘对应市盈率为 13、10 倍,给予公司 2019 年 15-17XPE,对应合理价值区间 14.25-16.15 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 营业收入拆分预测表 (百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1206	1421	1649	2444	3003	3603
营业收入 YoY	-2%	18%	16%	48%	23%	20%
玖姿	847	936	1038	1181	1468	1677
尹默	193	214	223	236	269	321
安正	55	75	75	86	99	114
摩萨克	31	35	31	73	118	201
斐娜晨	53	102	114	147	192	268
安娜蔻		49	23	23	23	23
其他品牌	27	5	9	10	11	12
服装代运营			131	681	817	981
其他收入		5	5	7	6	6

资料来源:安正时尚 2016-2018 年年报,海通证券研究所

表 2 市盈率相对估值比较

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润 (百万元)				市盈率 (X)			
				2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E
拉夏贝尔	603157.SH	33	7.70	499	-160	351	495	8	-26	12	9
歌力思	603808.SH	57	17.23	302	365	448	540	19	16	13	11
朗姿股份	002612.SZ	38	9.56	188	210	245	284	20	18	16	13
维格娜丝	603518.SH	26	14.19	190	273	319	381	13	9	8	7
平均值								15	4	12	10
安正时尚	603839.SH	49	12.17	273	281	385	482	18	17	13	10

资料来源: Wind, 海通证券研究所; 收盘价取 2019/4/30 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	0.95	1.19	1.44	营业成本	606	1073	1305	1564
每股净资产	6.90	7.50	8.21	9.06	毛利率%	63.3%	56.1%	56.5%	56.6%
每股经营现金流	0.24	0.56	1.31	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	17.39	12.71	10.15	8.39	营业费用率%	31.8%	28.4%	28.3%	28.3%
P/B	1.76	1.61	1.47	1.34	管理费用	147	156	192	231
P/S	2.98	2.01	1.64	1.37	管理费用率%	8.9%	6.4%	6.4%	6.4%
EV/EBITDA	9.97	7.50	6.38	5.11	EBIT	353	491	618	743
股息率%	2.9%	4.0%	5.0%	6.0%	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	1027	1073
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	3610	4239
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	4955	5527
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	404	404	404
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	2743	2986	3274	3615
股权募资	10	0	0	0	少数股东权益	47	46	46	46
其他	-165	-21	-194	-242	负债和所有者权益合计	3690	4459	4955	5527
融资活动现金流	-155	-21	-194	-242					
现金净流量	67	219	353	46					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 30 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,七匹狼,台华新材,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,维格娜丝

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。