

证券研究报告·上市公司简评

渠道调整到位，新品牌继续强势增长，运营管理不断提升

事件

公司发布 2017 年半年报。2017H1 公司经营业绩继续高增长，营业收入 6.25 亿元，同比增长 18.13%；营业利润 1.52 亿元，同比增长 12.72%；归母净利润 1.29 亿元，同比增长 10.20%；扣非归母净利润 1.25 亿元，同比增长 7.46%。其中 2017Q2 实现营业收入 3.17 亿元，同比增长 17.40%，归母净利润 0.59 亿元，同比增长 3.46%。

简评

(1) 直营收入同比增加 24.10%，推动 2017H1 销售额双位数增长。2017H1 公司实现营业收入 6.25 亿元，同比增长 18.13%，主要贡献来自直营店铺经营效益提升。随着去年以来公司不断调整品牌终端渠道，关闭低效店铺，同店销售提升显著。2017 上半年公司扩大主品牌玫姿直营店铺比例，新增 12 家直营店，其中 11 家加盟店转为直营店，推动直营收入同比大增 24.10% 达到 3.14 亿元。另外加盟收入同比增长 9.18% 达到 2.31 亿元。线上销售额受新品牌安娜寇刺激实现 7940.62 万元，同比大增 26.21%。

(2) 玫姿店铺数转增，新品牌继续强势增长，除斐娜晨外均实现盈利。从各品牌来看，玫姿店铺调整已经到位，2017 上半年终端数转增，净开店达 13 家，店铺合计 643 家，销售回暖势头趋稳定，实现营收 3.89 亿元，同比增长 5.89%。尹默渠道内部进行调整，5 家直营转为加盟，上半年净关店 8 家至合计 80 家，营业收入 1.04 亿元，同比增长 10.99%。其他新品牌快速增长势头不减，安正、摩萨克与斐娜晨店铺分别新增 3 家、减少 2 家、新增 8 家，营业收入分别为 4060.29 万、2013.15 万、4018.78 万元，同比大增 48.61%、31.47%、96.05%。尹默、安正、摩萨克上半年均已实现盈利，斐娜晨处于快速开店期，今年有望实现盈亏平衡。同时根据我们测算，玫姿、尹默、安正、斐娜晨同店增长分别实现约 5%、6%、15%、15%。

另外上半年公司新增专属线上品牌安娜寇，试水柔性供应链，经营效益良好，实现营业收入 2846.12 万元，毛利率 48.53%，并且已经实现盈利。

(3) 促销活动导致品牌毛利率有所下滑。毛利率方面，由于为了加快存货周转、减少库存，公司上半年增加了过季商品的

请参阅最后一页的重要声明

安正时尚 (603839)

维持
买入
张芳

zhangfang@csc.com.cn

010-85130961

执业证书编号：S1440510120002

张溢

zhangyizgs@csc.com.cn

010-85156467

发布日期：2017 年 8 月 16 日

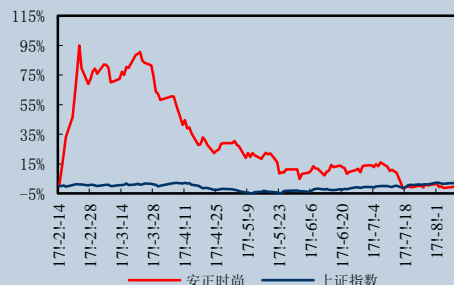
当前股价：23.69 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-10.78/-10.48	-17.74/-21.79	0/-5.18
12 月最高/最低价 (元)		50.98/23.01
总股本 (万股)		28504.00
流通 A 股 (万股)		7126.00
总市值 (亿元)		66.07
流通市值 (亿元)		16.52
近 3 月日均成交量 (万)		317.00
主要股东		
郑安政		37.57%

股价表现



相关研究报告

17.08.01	股权激励显示业绩高增长信心，渠道调整顺利，新品牌增长喜人
17.03.24	“玫姿”渠道调整优化，新品牌高速增长
17.02.10	多品牌+一体化供应链优势夯实，高端时装龙头借力资本东风再腾飞



促销活动，销售折扣下降，销量增加的同时价格水平有所下滑，导致除斐娜晨外各品牌 2017H1 毛利率同比均有所下降，玖姿、尹默、安正、摩萨克毛利率分别下降 6.24、5.19、1.98、7.40 个 pct 至 67.99%、77.18%、69.54%、68.84%，斐娜晨毛利率同比增加 1.01 个 pct 至 81.27%。公司综合毛利率下降 6.03pct 至 69.38%。

(3) 开店增加导致销售费用提升，整体费用率有所下降。2017H1 公司管理费用 8259.52 万元，同比略降 0.87%，基本持平。销售费用 1.91 亿元，同比增长 22.49%，主要原因是上半年公司营业收入及开店数增加导致销售费用增加显著。2017H1 管理费用率、销售费用率、财务费用率分别为 13.21%、30.48%、-0.43%，同比下降 2.54pct、增加 1.09pct、下降 0.93pct。整体期间费用率下降 2.38 个 pct 至 43.26%。

(4) 柔性化供货+促销过季商品提升存货消化能力。截止 2017 年 6 月 30 日，公司存货金额 3.84 亿元，相比去年同期下降 5.06%。在公司收入持续增长的同时库存周转率也有所提升，2017H1 存货周转率 0.50，同比提升 0.18。随着公司全渠道营销体系建立，公司控制库存能力有所提高。以玖姿为例，公司整体订单中发货只占 70%，留下 30%的空间根据实际销售情况进行追单调整，这样柔性化供货使得加盟商的旧货库存大幅减少。同时公司上半年营销策略有所调整，积极拓展以奥特莱斯为主的折扣店以及淘宝、唯品会线上平台等，及时销售过季、滞销产品，加快了存货周转速度。

信息化水平提升助力供应链科学管理，全渠道营销日臻完善

公司大力发展信息化建设，加强研发、生产、采购、销售、品牌管理等业务环节的协同和数据共享，建设业务与财务一体化系统，建立供应链数据分析体系报表，提升商品运营能力。下游零售端，公司不断推进实体、电子商务和移动电子商务为一体的全渠道营销战略，通过“集团全渠道零售项目”和“集团 CRM 项目”的建设和运营不断完善全渠道布局，2017 上半年已经完成了玖姿品牌和尹默品牌的全渠道建设并实现了全渠道营销，效果喜人，客户体验良好。随全渠道布局不断深化，未来有力促进销售增长值得期待。

推进基层管理模式创新，终端店铺“店长店”新模式硕果累累

公司秉持分享合作的理念，于 2015 年开始对终端店铺推行“店长店”新模式试点，主要内容是以单个店铺本年实现净利润与上一年净利润相比的增量为基础，以一定比例分享给该店员工，以店长为主，激励各店铺员工积极性和创造性。经过近两年的试点，目前已有 80 家店铺试行“店长制”，销售促进效果显著，试行店铺实现了业绩同比增长超过 10%—30%，也促进了员工收入水平提升。未来公司将推广“店长制”覆盖面。

投资营销培训领军企业，持续补强终端销售环节

6 月 30 日，公司投资 4900 万元投资受让晏许勇先生持有的上海创创文化传播股份有限公司 4.9% 的股份，创创股份专注于服装行业的营销进化，为科学零售、大数据营销、库存降解、业绩增量领域的领军企业，以营销培训咨询加企业营销落地的独特服务模式，为广大中小企业提供全方位的综合营销解决方案，近年业绩增长迅速。随着玖姿店铺转增，斐娜晨、尹默等快速扩张，公司未来店铺和销售数量将迎来持续增长。通过参股创创股份，双方能够进行营销培训领域深度合作，创创股份专业的线上培训能够很好对接公司销售人才培养方面的需求，帮助公司提高营销质量，进一步优化存货情况，补强终端销售。

2017 年股权激励计划公布，业绩目标较高，增长信心充足

公司公布了 2017 年限制性股票激励计划（草案），拟授予限制性股票 610.1 万股，占公司总股本 2.14%，其中首次授予 488.1 万股，占拟授予股票总量的 80%。另外预留 122.0 万股，为人才引入等留足灵活调整空间。授予价格为 12.81 元，激励对象总人数为 172 人。业绩考核目标为 2017-2019 年归母净利润分别不低于 2.75 亿、3.60 亿、4.70 亿元（其中预留部分考核年限为 2018-2019 年），同比增长率分别为 16.53%、30.91%、30.56%，



未来三年 CAGR 达 25.8%。激励计划绑定上下利益趋同，显示公司对未来业绩高增长具备充足信心。

投资建议：随公司主品牌玖姿终端渠道调整已到位，销售从 2016Q4 持续回暖；新品牌如尹默、斐娜晨、安正男装等发展态势良好，渠道稳步扩张，业绩保持高增长态势；线上新品牌安娜寇对标日益增长的快时尚高性价比需求，增长引擎动力足。股权激励计划未来三年业绩目标归母净利润 CAGR 为 25.8%，看好未来，信心充足。我们预计公司 2017-2018 年归母净利润为 2.77 亿、3.63 亿元，同比增长 17.4%、30.9%，EPS 分别为 0.97、1.27 元/股，对应 PE 分别为 24、19 倍，维持“买入”评级。

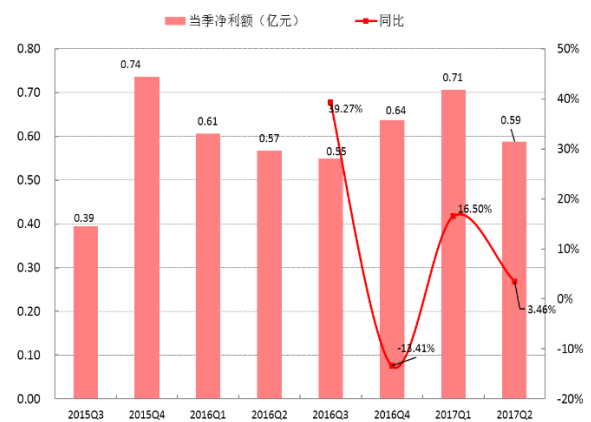
风险因素：线上电商销售对公司传统销售模式的冲击风险；多品牌战略运作风险。

图 1：公司营业收入及增速



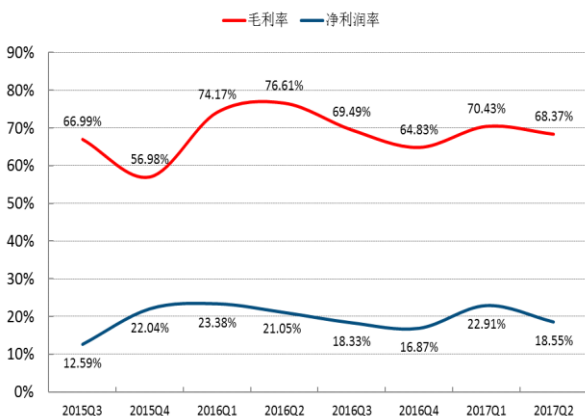
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 2：公司归母净利润及增速



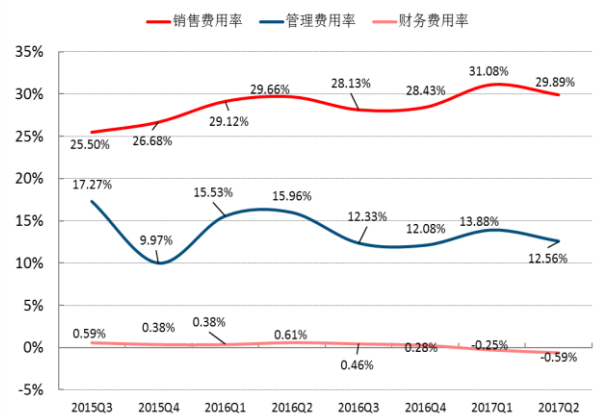
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 3：公司销售毛利率及销售净利率情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 4：公司期间费用率变动情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



表 2: 公司 2017-2018 年主要财务指标展望 (单位: 百万元)

利润表	2016	2017E	2018E	财务指标	2016	2017E	2018E
营业收入	1,206.2	1,337.1	1,523.7	成长性			
减:营业成本	354.2	397.5	455.0	营业收入增长率	-1.5%	10.9%	14.0%
营业税费	20.0	17.4	19.8	营业利润增长率	4.9%	19.1%	31.8%
销售费用	347.1	381.1	411.4	净利润增长率	-3.2%	17.4%	30.9%
管理费用	165.9	183.2	198.1	EBITDA 增长率	5.3%	17.3%	31.1%
财务费用	5.1	1.2	-6.7	EBIT 增长率	4.7%	17.3%	29.2%
资产减值损失	60.5	55.0	50.0	NOPLAT 增长率	6.1%	17.3%	29.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	投资资本增长率	7.5%	9.7%	12.8%
投资和汇兑收益	8.5	10.0	15.0	净资产增长率	12.2%	106.3%	8.4%
营业利润	261.9	311.8	411.1	利润率			
加:营业外净收支	8.6	9.0	9.0	毛利率	70.6%	70.3%	70.1%
利润总额	270.5	320.8	420.1	营业利润率	21.7%	23.3%	27.0%
减:所得税	34.5	40.9	53.5	净利润率	19.6%	20.7%	23.8%
净利润	236.0	277.2	362.9	EBITDA/营业收入	25.2%	26.7%	30.7%
资产负债表	2016	2017E	2018E	EBIT/营业收入	22.1%	23.4%	26.5%
货币资金	109.6	1,351.8	1,422.5	运营效率			
交易性金融资产	-	-	-	固定资产周转天数	153	145	145
应收帐款	108.1	151.9	144.4	流动营业资本周转天数	120	119	110
应收票据	-	12.4	2.4	流动资产周转天数	248	417	532
预付帐款	8.6	12.4	11.6	应收帐款周转天数	35	35	35
存货	380.8	392.0	487.7	存货周转天数	117	104	104
其他流动资产	298.3	270.9	245.8	总资产周转天数	509	669	783
可供出售金融资产	12.7	12.0	12.0	投资资本周转天数	296	291	284
持有至到期投资	-	-	-	投资回报率			
长期股权投资	-	-	-	ROE	18.4%	10.5%	12.7%
投资性房地产	45.0	45.0	45.0	ROA	13.2%	8.8%	10.6%
固定资产	544.1	534.5	691.8	ROIC	24.3%	26.5%	31.3%
在建工程	45.6	123.8	22.4	费用率			
无形资产	73.8	161.2	241.3	销售费用率	28.8%	28.5%	27.0%
其他非流动资产				管理费用率	13.8%	13.7%	13.0%
资产总额	1,785.1	3,183.0	3,446.9	财务费用率	0.4%	0.1%	-0.4%
短期债务	66.0	-	-	三费/营业收入	42.9%	42.3%	39.6%
应付帐款	140.9	171.6	185.8	偿债能力			
应付票据	-	4.3	2.0	资产负债率	28.1%	15.4%	14.2%
其他流动负债				负债权益比	39.2%	18.2%	16.5%
长期借款	-	-	-	流动比率	2.30	5.70	6.14
其他非流动负债				速动比率	1.33	4.68	4.85
负债总额	502.4	481.7	474.2	利息保障倍数	52.68	260.85	-60.36
少数股东权益	-	2.8	6.5	分红指标			



股本	213.8	285.0	285.0	DPS(元)	0.40	0.39	0.51
留存收益	1,068.3	2,358.4	2,576.2	分红比率	48.3%	40.0%	40.0%
股东权益	1,282.6	2,646.3	2,867.7	股息收益率	0.9%	0.9%	1.1%
现金流量表	2016	2017E	2018E	业绩和估值指标	2016	2017E	2018E
净利润	236.0	277.2	362.9	EPS(元)	1.10	0.97	1.27
加:折旧和摊销	70.7	44.1	63.9	BVPS(元)	6.00	9.27	10.04
资产减值准备	60.5	55.0	50.0	PE(X)	21.5	24.4	18.6
公允价值变动损失	-	-	-	PB(X)	3.9	2.6	2.4
财务费用	4.7	1.2	-6.7	P/FCF	31.5	120.2	40.1
投资收益	-8.5	-10.0	-15.0	P/S	4.2	5.1	4.4
少数股东损益	-	2.8	3.7	EV/EBITDA	-	31.4	23.8
营运资金的变动	-106.4	44.2	-63.5	CAGR(%)	12.6%	7.0%	14.6%
经营活动产生现金流量	339.5	414.4	395.3	PEG	1.7	3.5	1.3
投资活动产生现金流量	-186.8	-188.7	-186.2	ROIC/WACC	7.0	7.6	8.9
融资活动产生现金流量	-87.6	1,016.5	-138.5	REP	-	1.3	1.0

资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部



分析师介绍

张芳：中国人民大学管理学硕士，十年以上行业研究经验。

研究助理 张溢：清华大学经济学硕士，三年石油行业研究经验，2015 年加入中信建投轻工研究团队,所在团队获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名,2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京非公募组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

罗刚 15810539988 luogang@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖壺 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622