



证券研究报告·上市公司简评

2017Q3 业绩超预期，提升产品 性价比效果斐然，坚定看好

事件

公司公布 2017 三季报，业绩超预期。2017Q1-Q3 公司实现营业收入 9.96 亿元，同比增长 20.21%，实现归母净利润 2.05 亿元，同比增长 18.72%；其中 2017Q3 单季度实现营业收入 3.71 亿元，同比增长 23.87%，实现归母净利润 7518.21 万元，同比大幅增长 36.96%。

简评

公司提质不提价，性价比提升助力收入增长

(1) 扩店+同店增长并驱，主品牌复苏稳增长，新品牌高速发展

分品牌来看，公司五大品牌中，玖姿实现营业收入 6.66 亿元，同比增长 11.3%，尹默实现营业收入 1.46 亿元，同比增长 12.9%，安正、摩萨克、斐娜晨三大新兴品牌分别实现营业收入 5086.47、2719.76、6272.96 万元，分别同比增长 42.4%、23.5%、128.1%。这一方面是由于公司外延式开店扩张导致，截止 2017 年 9 月底，公司共有店铺 905 家，较 2016 年底的 862 家净开店 43 家，其中玖姿净开店 23 家，其中直营净开店 14 家，加盟店净开店 11 家，11 家加盟店转直营店，渠道调整已经完毕，店面恢复扩张；尹默净关店 3 家，其中直营 5 家转为加盟，此外另有 3 家关闭；安正净开店 5 家，其中直营 4 家，加盟 1 家；斐娜晨净开店 28 家，其中直营 17 家，加盟 11 家，2 家直营转加盟；摩萨克仍在调整中，净关直营店 8 家，预计明年春季将以重新定位后的品牌形象面世。

另一方面是由于各品牌同店收入增长导致，其中，主要品牌中，玖姿、尹默、安正、斐娜晨同店收入分别有 8%、9%、15%、18% 的增长。

(2) 线上线下渠道全面提升，直营及线上业务增长靓丽

2017Q1-Q3，公司直营、加盟及线上销售分别实现收入 4.45、4.28、1.21 亿元，分别同比增长 26.47%、13.06%、25.90%，这一方面是由于公司部分加盟店铺转直营，导致直营占比提升所致。一方面是由于线上新老品牌发展欣欣向荣，2017 年新开拓品牌安娜蔻贡献较大，前三季度实现销售收入 4000 多万收入，收入增

安正时尚 (603839)

维持

买入

张芳

zhangfang@csc.com.cn

010-85130961

执业证书编号：S1440510120002

发布日期：2017 年 10 月 31 日

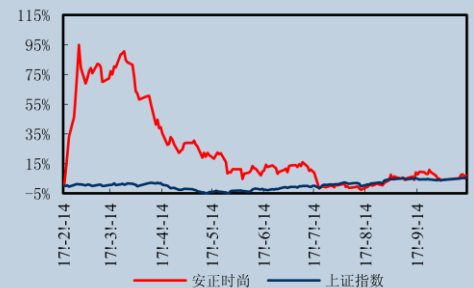
当前股价：25.53 元

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
3.03/1.51	6.82/2.60	0/-9.22
12 月最高/最低价 (元)		50.98/23.01
总股本 (万股)		28906.06
流通 A 股 (万股)		7126.00
总市值 (亿元)		73.80
流通市值 (亿元)		18.19
近 3 月日均成交量 (万)		292.23
主要股东		
郑安政		37.57%

股价表现



相关研究报告

17.08.16	渠道调整到位，新品牌继续强势增长，运营管理不断提升 (更新)
17.08.16	渠道调整到位，新品牌继续强势增长，运营管理不断提升
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



长较快。

(3) 保持价格不变的基础上提升产品品质，助力销售增长，去库存力度加大

一方面，公司 2017 年全面提升各渠道各品牌产品的面料品质，原材料成本上升的同时保持原有售价不变，导致产品毛利率有所下降，其中，玖姿、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨 2017Q1-Q3 毛利率分别为 67.46%、77.26%、69.74%、68.09%、79.22%，分别同比下降 4.55pct、3.82pct、2.74pct、4.52pct、1.57pct，加价倍率相应下降，性价比得以提升，从而刺激销量增长。我们认为，各品牌性价比的提升有利于公司扩展客群，进一步提升各品牌市占率，对于长期发展起到了有力驱动。另一方面，为加快存货周转、减少库存，本期增加了过季商品的促销活动，过季产品销售折扣有所下降，也对各品牌及各渠道业务毛利率有所影响。

(4) 管理费用率及财务费用率有所下降，销售费用率稳定

从期间费用来看，公司 2017Q1-Q3 分别产生销售费用、管理费用 2.92、1.32 亿元，同比增长 29.34%、13.22%，其销售费用率小幅提升 0.40 个 pct、管理费用率下降 1.29 个 pct。由于公司上市后募集资金到位，偿还银行贷款后仍有现金余额，利息费用转为利息收入，前三季度实现财务收入 270.72 万元，相对去年同期 399.72 万元的利息费用，财务费用大幅下降 167.73%，财务费用率转为-0.27%，同比下降 0.75 个 pct。

此外，由于公司以前年度库存显著降低，导致库存跌价准备计提下降，Q1-Q3 资产减值损失大幅下降 32.41% 至 2754.89 万元，较去年同期减少了 1321 万元。而理财收益增加导致投资收益大幅提升 110.63% 至 1135.13 万元，较去年同期增加 596.22 万元。

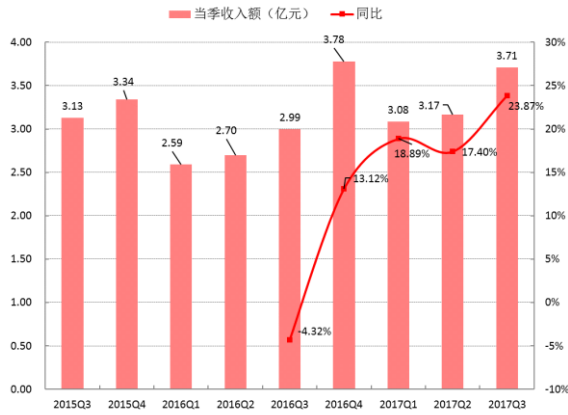
公司 2017 年公布了限制性股权激励计划，10 月 11 日已完成授予。此次授予限制性股票 610.1 万股，占公司总股本 2.14%，其中首次完成授予 488.1 万股，授予价格 12.81 元，激励对象包括高级层管理人员、中层管理人员及业务骨干 172 人。根据公司业绩考核目标，2017-2019 年归母净利润分别不低于 2.75 亿、3.60 亿、4.70 亿元（其中预留部分考核年限为 2018-2019 年），同比增长率分别为 16.53%、30.91%、30.56%，在完成股权激励后公司上下利益绑定之一，高业绩增长承诺彰显对未来发展的坚定信心。

新品牌相继盈利，整体净利润率进一步提升有望。公司近几年一直处于新品牌培育期，除主品牌玖姿和第二大品牌尹默外，2016 年新品牌仍处于培育亏损阶段，2017 年，公司安正男装、斐娜晨女装终端销售收入越过盈亏平衡点，摩萨克在管理人员编制调整后业也有望实现盈利，我们预计公司净利润率将逐步提升，驱动业绩加快增长。

投资建议：我们上调安正时尚 2017-2018 年盈利预测，预计 2017-2018 年公司分别实现销售收入 14.45、17.66 亿元，同比增长 19.8%、22.2%，实现净利润 2.79、3.66 亿元，同比增长 18.3%、31.1%，EPS 0.96、1.26 元/股，对应 PE 分别为 25，19 倍，维持“买入”评级。

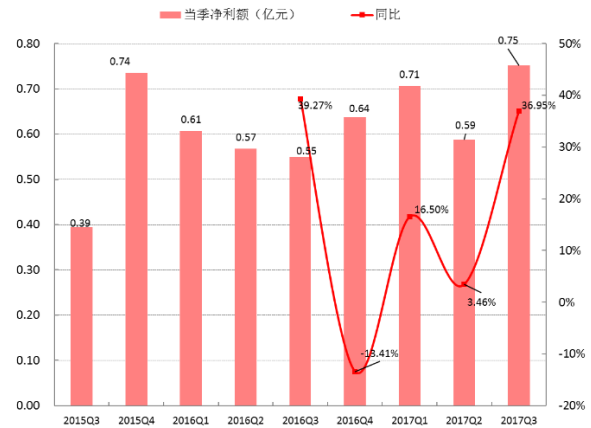


图 1：公司营业收入及增速



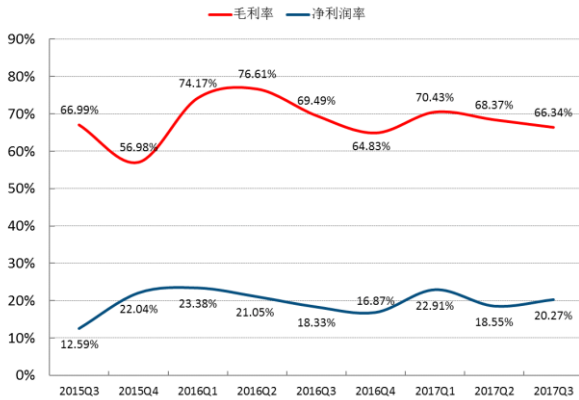
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 2：公司归母净利润及增速



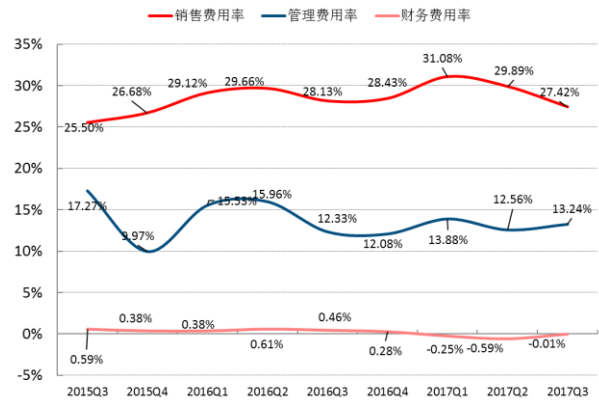
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

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 1：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	1,444.8	1,766.1	成长性			
减:营业成本	354.2	453.2	556.3	营业收入增长率	-1.5%	19.8%	22.2%
营业税费	20.0	18.8	23.0	营业利润增长率	4.9%	20.0%	32.0%
销售费用	347.1	423.3	515.7	净利润增长率	-3.2%	18.3%	31.1%
管理费用	165.9	191.0	233.1	EBITDA 增长率	5.3%	18.1%	31.2%
财务费用	5.1	1.2	-6.7	EBIT 增长率	4.7%	18.2%	29.3%
资产减值损失	60.5	55.0	50.0	NOPLAT 增长率	6.1%	18.2%	29.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	投资资本增长率	7.5%	109.0%	-0.8%
投资和汇兑收益	8.5	12.0	20.0	净资产增长率	12.2%	106.8%	8.4%
营业利润	261.9	314.3	414.8	利润率			
加:营业外净收支	8.6	9.0	9.0	毛利率	70.6%	68.6%	68.5%
利润总额	270.5	323.3	423.8	营业利润率	21.7%	21.8%	23.5%
减:所得税	34.5	41.2	54.0	净利率	19.6%	19.3%	20.7%
净利润	236.0	279.3	366.1	EBITDA/营业收入	25.2%	24.9%	26.7%



资产负债表	2016	2017E	2018E	EBIT/营业收入	22.1%	21.8%	23.1%
货币资金	109.6	335.9	571.1	运营效率			
交易性金融资产	-	-	-	固定资产周转天数	153	134	125
应收帐款	108.1	172.8	170.6	流动营业资本周转天数	120	235	284
应收票据	-	13.4	2.7	流动资产周转天数	248	391	468
预付帐款	8.6	15.3	14.0	应收帐款周转天数	35	35	35
存货	380.8	500.3	575.1	存货周转天数	117	110	110
其他流动资产	298.3	1,199.1	1,022.1	总资产周转天数	509	625	685
可供出售金融资产	12.7	12.0	12.0	投资资本周转天数	296	396	437
持有至到期投资	-	-	-	投资回报率			
长期股权投资	-	-	-	ROE	18.4%	10.5%	12.8%
投资性房地产	45.0	45.0	45.0	ROA	13.2%	8.7%	10.6%
固定资产	544.1	534.5	691.8	ROIC	24.3%	26.8%	16.6%
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%	29.3%	29.2%
其他非流动资产				管理费用率	13.8%	13.2%	13.2%
资产总额	1,785.1	3,228.5	3,488.2	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%	42.6%	42.0%
应付帐款	140.9	215.4	221.6	偿债能力			
应付票据	-	4.9	2.4	资产负债率	28.1%	16.8%	15.3%
其他流动负债				负债权益比	39.2%	20.1%	18.1%
长期借款	-	-	-	流动比率	2.30	5.12	5.56
其他非流动负债				速动比率	1.33	3.98	4.21
负债总额	502.4	534.2	520.5	利息保障倍数	52.68	262.93	-60.90
少数股东权益	-	2.8	6.5	分红指标			
股本	213.8	289.9	289.9	DPS(元)	0.39	0.39	0.51
留存收益	1,068.3	2,359.7	2,579.4	分红比率	48.3%	40.0%	40.0%
股东权益	1,282.6	2,652.5	2,875.8	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	279.3	366.1	EPS(元)	1.10	0.96	1.26
加:折旧和摊销	70.7	44.1	63.9	BVPS(元)	6.00	9.14	9.90
资产减值准备	60.5	55.0	50.0	PE(X)	22.2	25.4	19.4
公允价值变动损失	-	-	-	PB(X)	4.1	2.7	2.5
财务费用	4.7	1.2	-6.7	P/FCF	32.6	-7.5	21.3
投资收益	-8.5	-12.0	-20.0	P/S	4.3	4.9	4.0
少数股东损益	-	2.8	3.7	EV/EBITDA	-	34.6	25.8
营运资金的变动	-106.4	-964.8	99.0	CAGR(%)	19.3%	7.2%	14.9%
经营活动产生现金流量	339.5	-594.3	556.0	PEG	1.1	3.5	1.3
投资活动产生现金流量	-186.8	-1,000.0	-181.2	ROIC/WACC	7.0	7.6	4.7
融资活动产生现金流量	-87.6	1,820.6	-139.7	REP	-	0.8	1.2

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。

报告贡献人

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。

史琨 2017 年 7 月加入中信建投从事纺织服装行业研究，2015-2017 年于东兴证券从事商贸零售行业研究。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 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 zhaopian@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

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@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