

安正时尚 (603839) 2017 年三季报点评

超预期增长，主品牌分外靓丽

2017 年 10 月 31 日

投资要点

- 2017 年前三季度收入/净利润同增 20.21%/18.72%。**2017Q1-Q3 公司实现收入 9.96 亿元、同增 20.21%，净利润 2.05 亿元、同增 18.72%，摊薄 EPS 0.76 元。其中 2017Q3 公司表现超预期，实现收入/净利润 3.71 亿元/7518.21 万元，同增 23.87%/36.95%。细分看，2017Q3 公司毛利率同降 3.16PCTs 至 66.34%，主要系公司提高产品面料质量、提升产品性价比所致；三费率合计同降 0.28PCTs 至 40.65%（其中财务费用率同降 0.47PCTs 至 -0.01%，主要系银行借款偿还完毕、募集资金到账致利息收入增加所致）；公司投资收益同增 262%至 1031.64 万元；营业外收入（将其他收益计入营业外收入）同增 274%至 610.45 万元，主要系政府补贴增长所致；公司净利率同增 1.94PCTs 至 20.27%。综合而言公司前三季度毛利率同降 5.03PCTs 至 68.25%、三费率合计同降 1.64PCTs 至 42.29%、净利率同降 0.26PCTs 至 20.54%。
- 玖姿表现分外靓丽，斐娜晨实现双倍增长。**1.主品牌玖姿 Q3 表现分外靓丽，收入增长 19.91%至 2.77 亿元，前三季度收入/同店分别同增 11.30%/8%，截至 2017Q3 末门店达 653 家，分别较 2016 年/2017H1 末净增 23/10 家。2.尹默 Q3 收入增速环比大幅提升，收入同增 17.84%至 3565 万元，前三季度收入/同店分别同增 12.88%/9%，截至 2017Q3 末门店达 85 家，分别较 2016 年/2017H1 末净增 -3/5 家。3.斐娜晨 Q3 实现双倍增长，收入同增 221.98%至 2254 万元，前三季度收入/同店分别同增 128.11%/18%，截至 2017Q3 末门店达 73 家，分别较 2016 年/2017H1 末净增 28/20 家。4.摩萨克 2017 年进行门店调整，Q3 收入同增 5.31%至 707 万元，前三季度收入同增 23.50%，截至 2017Q3 末门店达 17 家，分别较 2016 年/2017H1 末净减 8/6 家。5.安正男装 Q3 仍维持高速增长，收入同增 22.20%至 1026 万元，前三季度收入/同店分别同增 42.40%/15%，截至 2017Q3 末门店达 37 家，较 2016 年/2017H1 末净增 5/2 家。
- 多品牌迭代增长，有望步入快速增长通道。**1. 预计主品牌玖姿 2017 年新开门店 40+家（门店总数近 700 家），零售额实现 10%+增长，未来持续年新增门店 40+家（预计门店总规模可达 1000+家），实现高单位数复合增长。2. 尹默 2017 年仍料将保持 15%-20%左右增长，随着定位逐步清晰，未来可从服装向饰品/鞋履/箱包等品类延伸，预计未来年净增门店 30+家（门店总规模 300+家），保持 15%-20%复合增长。3. 斐娜晨未来有望向童装、男装等品类延伸，预计年净增门店 40+，复合增速约 40%-50%。4. 摩萨克 2017 年处调整规划阶段（预计全年略亏），新风格产品门店 2018 年正式推出（预计开设 60+家），将借助玖姿已有分销渠道优势快速扩张，预计 2019 年末门店有望突破 300 家。5. 安正男装定位高端，逐步成熟释放业绩，预计未来年净增门店 20 家左右、实现约 20%复合增长；考虑到男装团队出色的品牌管理运作能力，期待公司未来外延发力男装品类，丰富公司品牌调性。
- 风险因素。**1.市场竞争加剧风险；2. 多品牌运作不及预期风险。
- 盈利预测、估值及投资评级。**公司专注时尚主业，不断提升品牌运营能力和内部管理效率，看好公司未来多品牌发展带来的靓丽内生增长；同时期待其借助资本市场平台优势，实现更快发展。维持 2017/2018/2019 年 EPS 预测 1.00/1.26/1.63 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1225	1206	1425	1732	2065
增长率 YoY%	4.5	-1.5	18.2	21.5	19.2
净利润 (百万元)	244	236	288	364	472
增长率 YoY%	6.6	-3.2	21.9	26.6	29.7
每股收益 EPS (摊薄) (元)	0.84	0.82	1.00	1.26	1.63
毛利率%	68.6	70.6	71.1	71.8	72.4
PE	29	30	25	19	15
PB	6.2	5.5	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	27	25	16	13	11

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 10 月 30 日收盘价



买入 (维持)

中信证券研究部

薛缘

电话：021-20262134

邮件：xueyuan@citics.com

执业证书编号：S1010514080007

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	4009.72 点
总股本/流通股本	289.06/71.26 百万股
近 12 月最高/最低价	50.29 元/23.01 元
近 1 月绝对涨幅	-1.17%
近 6 月绝对涨幅	-21.21%
今年以来绝对涨幅	2.76%
12 个月日均成交额	205.20 百万元

相关研究

- 安正时尚 (603839) 反路演纪要—激励到位经营向好，多品牌合力助增长-----2017-09-25
- 安正时尚 (603839) & 太平鸟 (603877) 跟踪报告一为什么建议关注安正时尚&太平鸟的布局机会----- 2017-09-12
- 安正时尚 (603839) 2017 年中报点评—玖姿复苏&多品牌 H2 发力，全年业绩前低后高-----2017-08-16
- 安正时尚 (603839) 重大事项点评-品牌共振，业绩高飞.... 2017-08-01
- 安正时尚 (603839) 调研纪要-多品牌发展势头良好，业绩增长有保障.... 2017-05-30
- 安正时尚 (603839) 投资价值分析报告-品牌版图护航，时尚帝国扬帆.... 2017-03-24

表 1: 公司分季度财务数据

(百万元)

项目	1H16	3Q16	1-3Q16	1H17	3Q17	1-3Q17	3Q17/3Q16 (+/-%)	1-3Q17/1-3Q16 (+/-%)
营业总收入	529.14	299.48	828.61	625.08	370.97	996.04	23.87%	20.21%
营业成本	130.10	91.36	221.46	191.37	124.89	316.26	36.70%	42.81%
毛利率	75.41%	69.49%	73.27%	69.38%	66.34%	68.25%	-3.16	-5.03
管理费用	83.32	36.94	120.25	82.60	49.12	131.71	32.97%	9.53%
管理费用率	15.75%	12.33%	14.51%	13.21%	13.24%	13.22%	0.91	-1.29
销售费用	155.53	84.25	239.78	190.52	101.72	292.24	20.73%	21.87%
销售费用率	29.39%	28.13%	28.94%	30.48%	27.42%	29.34%	-0.71	0.40
财务费用	2.63	1.37	4.00	-2.66	-0.05	-2.71	-103.54%	-167.73%
财务费用率	0.50%	0.46%	0.48%	-0.43%	-0.01%	-0.27%	-0.47	-0.75
期间费用率	45.64%	40.92%	43.93%	43.27%	40.65%	42.29%	-0.28	-1.64
资产减值损失	19.09	21.67	40.76	6.61	20.94	27.55	-3.39%	-32.41%
其他经营收益	2.54	2.85	5.39	1.03	10.32	11.35	261.88%	110.63%
营业利润	134.60	58.40	192.99	151.71	84.28	235.99	44.31%	22.28%
营业外收入	2.89	1.63	4.52	0.78	0.11	0.89	-93.05%	-80.34%
营业外支出	3.62	0.04	3.66	0.02	0.01	0.03	-76.86%	-99.07%
利润总额	133.87	59.99	193.86	152.46	84.38	236.84	40.66%	22.17%
所得税	16.43	5.09	21.52	23.05	9.20	32.25	80.72%	49.84%
实际所得税率	12.27%	8.48%	11.10%	15.12%	10.90%	13.62%	241.63%	251.42%
净利润	117.44	54.90	172.34	129.41	75.18	204.60	36.95%	18.72%
净利润率	22.19%	18.33%	20.80%	20.70%	20.27%	20.54%	1.94	-0.26
归属母公司净利润	117.44	54.90	172.34	129.41	75.18	204.60	36.95%	18.72%
EPS	0.41	0.19	0.60	0.45	0.26	0.72	36.95%	18.72%

资料来源: Wind, 公司财报, 中信证券研究部

表 2: 公司财务指标对比

项目	2012A	2103A	2014A	2015A	2016A	2017Q1-Q3
盈利能力						
净资产收益率 ROE(%)	40.10	32.10	24.51	22.82	19.46	10.84
总资产净利润 ROA(%)	28.46	22.57	16.63	15.72	13.84	8.57
销售毛利率(%)	67.06	68.41	69.61	68.61	70.63	68.25
销售净利率(%)	24.56	22.09	19.52	19.91	19.57	20.54
资本结构						
资产负债率(%)	27.16	31.59	32.61	29.72	28.15	16.54
流动资产 / 总资产(%)	67.02	59.58	46.69	46.36	50.72	68.76
流动比率	2.81	2.20	1.80	1.90	2.30	5.30
速动比率	1.69	1.37	0.86	0.88	1.33	4.06
营运能力						
存货周转天数(天)	268.52	269.54	325.41	357.00	398.58	367.00
应收账款周转天数(天)	29.26	31.92	35.67	37.04	30.89	25.58
存货周转率(次)	1.34	1.34	1.11	1.01	0.90	0.74
应收账款周转率(次)	12.30	11.28	10.09	9.72	11.66	10.55
现金流量						
销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入(%)	111.52	118.62	116.63	105.97	114.40	113.24
经营活动产生的现金流量净额 / 经营活动净收益(%)	58.94	133.37	86.81	112.33	133.97	119.07

资料来源: Wind, 中信证券研究部

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E	指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,225	1,206	1,425	1,732	2,065	货币资金	44	110	1,147	1,251	1,472
营业成本	384	354	412	488	571	存货	404	381	448	531	596
毛利率	68.61%	70.63%	71.10%	71.83%	72.36%	应收账款	114	93	135	164	184
营业税金及附加	16	20	24	28	33	其他流动资产	192	322	463	463	471
营业费用	327	347	359	464	563	流动资产	754	905	2,193	2,410	2,723
营业费用率	26.73%	28.78%	25.22%	26.80%	27.24%	固定资产	483	544	577	605	631
管理费用	169	166	186	218	245	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	13.80%	13.75%	13.07%	12.57%	11.86%	无形资产	78	74	72	71	70
财务费用	5	5	-11	-12	-14	其他长期资产	311	262	283	302	320
财务费用率	0.42%	0.42%	-0.80%	-0.69%	-0.66%	非流动资产	872	880	933	979	1,020
投资收益	14	8	10	12	12	资产总计	1,626	1,785	3,126	3,388	3,743
营业利润	250	262	323	410	535	短期借款	70	66	0	0	0
营业利润率	20.39%	21.71%	22.64%	23.66%	25.88%	应付账款	115	122	141	160	193
营业外收入	35	9	9	10	10	其他流动负债	298	314	357	395	457
营业外支出	1	1	1	1	2	流动负债	483	502	498	555	650
利润总额	283	271	331	419	543	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	39	34	43	54	71	其他长期负债	0	0	0	0	0
所得税率	13.90%	12.74%	13.00%	13.00%	13.00%	非流动性负债	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	483	502	498	555	650
归属于母公司股东的净利润	244	236	288	364	472	股本	214	214	289	289	289
净利率	19.91%	19.57%	20.19%	21.03%	22.87%	资本公积	5	5	1,112	1,112	1,112
每股收益(元)(摊薄)	0.84	0.82	1.00	1.26	1.63	股东权益合计	1,142	1,282	2,627	2,833	3,092
						少数股东权益	0	0	0	0	0
						负债股东权益总计	1,626	1,785	3,126	3,388	3,743

现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E	指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	244	236	288	364	472	增长率 (%)					
少数股东损益	0	0	0	0	0	营业收入	4.5	-1.5	18.2	21.5	19.2
折旧和摊销	0	0	97	100	102	营业利润	-2.3	4.9	23.2	27.0	30.4
营运资金变动	0	0	-236	-109	-42	净利润	6.6	-3.2	21.9	26.6	29.7
其他	21	103	6	12	3	利润率 (%)					
经营现金流	265	339	155	367	536	毛利率	68.6	70.6	71.1	71.8	72.4
资本支出	-173	-67	-130	-128	-127	EBIT Margin	26.8	26.4	31.1	30.9	31.7
投资收益	14	8	10	12	12	EBITDA Margin	26.8	26.4	37.9	36.6	36.6
资产变卖	1	1	0	0	0	净利率	19.9	19.6	20.2	21.0	22.9
其他	-115	-129	0	0	0	回报率 (%)					
投资现金流	-273	-187	-120	-116	-115	净资产收益率	21.3	19.5	14.7	13.3	15.9
发行股票	0	0	1,182	0	0	总资产收益率	15.0	13.8	11.7	11.2	13.2
负债变化	70	-4	-66	0	0	其他 (%)					
股息支出	-122	-84	-125	-159	-213	资产负债率	29.7	28.1	15.9	16.4	17.4
其他	0	0	11	12	14	所得税率	13.9	12.7	13.0	13.0	13.0
融资现金流	-52	-88	1,003	-147	-199	股利支付率	39.4	48.3	43.3	43.7	45.1
现金净增加额	-60	65	1,037	104	221						

资料来源：中信量化投资分析系统

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSASingaporePteLtd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSASingaporePteLtd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSASingaporePteLtd。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016.

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。