

证券研究报告·上市公司简评

大股东增持显信心，多品牌齐头并进， 外延内生成长可期

事件

公司发布公告，安正时尚实际控制人郑安政先生计划于 6 个月内以自有资金增持公司股份，增持金额不低于 1000 万元，不高于 2000 万元。

简评

1、大股东增持+股权激励，充分彰显信心，助力长远发展

公司实际控制人郑安政拟在 6 个月内以自有资金增持公司股份，增持金额不低于 1000 万元，不高于 2000 万元，彰显对公司未来发展前景的信心。郑安政先生持有公司股份 1.07 亿股，占公司总股本的 37.05%。

2017 年，公司公布了限制性股权激励计划，并于 10 月 11 日完成授予。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，授予价格为 12.81 元，激励对象面向中高层管理人员及业务骨干共计 172 人。首次限制性股票激励授予日为 2017 年 8 月 25 日，实际授予数量由 488.1 万股调整为 402.06 万股，授予人数由 172 人调整为 147 人，因部分激励对象因资金筹集不足或离职等个人原因自愿放弃。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，同比增速分别为 16.53%、30.91%、30.56%，高于行业平均增速，高业绩增长承诺彰显对未来发展的坚定信心，股权激励深度绑定上下利益，调动员工积极性，共谋长远发展。

2、主品牌玖姿调整到位，新品牌增长势头强劲

公司拥有“玖姿”、“尹默”、“摩萨克”和“斐娜晨”四个梯度式的中高档女装品牌，以及“安正”商务时尚男装品牌，“安娜寇”女装互联网电商品牌。截止 2017 年 9 月底，公司店铺数量 905 家，年内净开店 43 家，其中玖姿净开店 23 家，渠道调整已经完毕，店面恢复扩张。受益于中高端消费复苏趋势以及公司提质不提价、降低加价倍率等影响，玖姿、尹默、安正、斐娜晨的同店增速分别为 8%、9%、15%、18%。在外延扩店与同店增长的双轮驱动下，2017Q1-Q3 公司实现营业收入 9.96 亿元，同比增长 20.21%；归母净利润 2.05 亿元，同比增长 18.72%，业绩超预期。

请参阅最后一页的重要声明

安正时尚 (603839)

维持

买入

张溢

zhangyizgs@csc.com.cn

010-85156467

执业证书编号：S1440517110003

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2017 年 12 月 15 日

当前股价：22.45 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
	-7.34/-2.76	-12.85/-10.07	0/-4.28
12 月最高/最低价 (元)			50.98/21.97
总股本 (万股)			28906.06
流通 A 股 (万股)			7126.00
总市值 (亿元)			65.65
流通市值 (亿元)			16.18
近 3 月日均成交量 (万)			226.08
主要股东			
郑安政			37.57%

股价表现

相关研究报告

17.10.31	2017Q3 业绩超预期，提升产品性价比效果斐然，坚定看好
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



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，安娜寇呈现迅猛的发展态势，新品牌快速成长相继盈利，整体净利润率有望进一步提升。

投资建议：公司致力于打造多品牌中高端时装集团，外延内生齐发力，主品牌稳健增长，新品牌成长喜人，业绩增长确定性强，股权激励与大股东增持彰显信心。预计 2017-2018 年公司分别实现营业收入 14.45、17.66 亿元，同比增长 19.8%、22.2%，归母净利润 2.79、3.66 亿元，同比增长 18.3%、31.1%，EPS 为 0.96、1.26 元/股，对应的 PE 分别为 23，18 倍，估值较低，维持“买入”评级。

风险因素：服装行业竞争激烈；不能准确把握时装流行趋势；电商的对公司实体渠道的冲击等。



表 1: 安正时尚 2016-2018 年主要财务指标及预测 (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	-1.5%	19.8%	22.2%
减:营业成本	354.2	453.2	556.3	营业收入增长率	4.9%	20.0%	32.0%
营业税费	20.0	18.8	23.0	营业利润增长率	-3.2%	18.3%	31.1%
销售费用	347.1	423.3	515.7	净利润增长率	5.3%	18.1%	31.2%
管理费用	165.9	191.0	233.1	EBITDA 增长率	4.7%	18.2%	29.3%
财务费用	5.1	1.2	-6.7	EBIT 增长率	6.1%	18.2%	29.3%
资产减值损失	60.5	55.0	50.0	NOPLAT 增长率	7.5%	109.0%	-0.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	投资资本增长率	12.2%	106.8%	8.4%
投资和汇兑收益	8.5	12.0	20.0	净资产增长率			
营业利润	261.9	314.3	414.8	利润率	70.6%	68.6%	68.5%
加:营业外净收支	8.6	9.0	9.0	毛利率	21.7%	21.8%	23.5%
利润总额	270.5	323.3	423.8	营业利润率	19.6%	19.3%	20.7%
减:所得税	34.5	41.2	54.0	净利润率	25.2%	24.9%	26.7%
净利润	236.0	279.3	366.1	EBITDA/营业收入	22.1%	21.8%	23.1%
资产负债表	2016	2017E	2018E	EBIT/营业收入			
货币资金	109.6	335.9	571.1	运营效率	153	134	125
交易性金融资产	-	-	-	固定资产周转天数	120	235	284
应收帐款	108.1	172.8	170.6	流动营业资本周转天数	248	391	468
应收票据	-	13.4	2.7	流动资产周转天数	35	35	35
预付帐款	8.6	15.3	14.0	应收帐款周转天数	117	110	110
存货	380.8	500.3	575.1	存货周转天数	509	625	685
其他流动资产	298.3	1,199.1	1,022.1	总资产周转天数	296	396	437
可供出售金融资产	12.7	12.0	12.0	投资资本周转天数			
持有至到期投资	-	-	-	投资回报率	18.4%	10.5%	12.8%
长期股权投资	-	-	-	ROE	13.2%	8.7%	10.6%
投资性房地产	45.0	45.0	45.0	ROA	24.3%	26.8%	16.6%
固定资产	544.1	534.5	691.8	ROIC			
在建工程	45.6	123.8	22.4	费用率	28.8%	29.3%	29.2%
无形资产	73.8	161.2	241.3	销售费用率	13.8%	13.2%	13.2%
其他非流动资产				管理费用率	0.4%	0.1%	-0.4%
资产总额	1,785.1	3,228.5	3,488.2	财务费用率	42.9%	42.6%	42.0%
短期债务	66.0	-	-	三费/营业收入			
应付帐款	140.9	215.4	221.6	偿债能力	28.1%	16.8%	15.3%
应付票据	-	4.9	2.4	资产负债率	39.2%	20.1%	18.1%
其他流动负债				负债权益比	2.30	5.12	5.56
长期借款	-	-	-	流动比率	1.33	3.98	4.21
其他非流动负债				速动比率	52.68	262.93	-60.90
负债总额	502.4	534.2	520.5	利息保障倍数			
少数股东权益	-	2.8	6.5	分红指标	0.39	0.39	0.51



股本	213.8	289.9	289.9	DPS(元)	48.3%	40.0%	40.0%
留存收益	1,068.3	2,359.7	2,579.4	分红比率	0.9%	0.9%	1.1%
股东权益	1,282.6	2,652.5	2,875.8	股息收益率	2016	2017E	2018E
现金流量表	2016	2017E	2018E	业绩和估值指标	1.10	0.96	1.26
净利润	236.0	279.3	366.1	EPS(元)	6.00	9.14	9.90
加:折旧和摊销	70.7	44.1	63.9	BVPS(元)	20.3	23.3	17.8
资产减值准备	60.5	55.0	50.0	PE(X)	3.7	2.5	2.3
公允价值变动损失	-	-	-	PB(X)	29.9	-6.8	19.5
财务费用	4.7	1.2	-6.7	P/FCF	4.0	4.5	3.7
投资收益	-8.5	-12.0	-20.0	P/S	-	34.6	25.8
少数股东损益	-	2.8	3.7	EV/EBITDA	19.3%	7.2%	14.9%
营运资金的变动	-106.4	-964.8	99.0	CAGR(%)	1.1	3.2	1.2
经营活动产生现金流量	339.5	-594.3	556.0	PEG	7.0	7.6	4.7
投资活动产生现金流量	-186.8	-1,000.0	-181.2	ROIC/WACC	-	0.8	1.2
融资活动产生现金流量	-87.6	1,820.6	-139.7	REP	-1.5%	19.8%	22.2%

资料来源: WIND, 中信建投证券股份有限公司



分析师介绍

张溢：CPA，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。2017 年担任中信建投纺织服装行业首席分析师。

史琨：CFA，金融学硕士，2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017 年在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

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