

证券研究报告·上市公司简评

## 子品牌斐娜晨管理层持股引进，三层激励制度成型

### 事件

公司公告拟向旗下斐娜晨服饰品牌研发、设计负责人陈静静女士转让斐娜晨服饰 5% 的股权，向斐娜晨服饰总经理黄永强先生通过上海斐晨转让斐娜晨服饰 15% 股权，股份转让金额合计 1275.308 万元。转让完成后，公司将由全资控股斐娜晨服饰变为持股 80%，依然具备控股权。

### 简评

**实施子品牌管理层持股计划，绑定利益为新品牌高增长再添动力**

公司拟出让全资控股子公司斐娜晨服饰（负责斐娜晨品牌运营）的 20% 股权给子公司管理层，其中向斐娜晨服饰品牌研发、设计负责人陈静静女士转让斐娜晨服饰 5% 的股权、向斐娜晨服饰总经理黄永强先生通过上海斐晨转让斐娜晨服饰 15% 股权，受让价格分别为 318.827 万元、956.481 万元。

斐娜晨为目前在公司新品牌中增长最快，2017 前三季度净开店 28 家，同店收入增长约 18%，实现营业收入 6272.96 万元，同比增长 128.1%，年内有望越过盈亏平衡点。此次品牌管理层持股计划深化公司多品牌内生发展战略建设。公司看好斐娜晨发展前景，实现与子品牌主要经营者的绑定利益，增强动力，助力斐娜晨保持快速发展势头。

#### 结合股权激励计划+店长制，三层激励覆盖人群广泛

公司已于 10 月 11 日完成限制性股权激励计划授予，授予限制性股票 610.1 万股，占公司总股本 2.14%，激励对象包括高级层管理人员、中层管理人员及业务骨干 147 人。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，同比增长率分别为 16.53%、30.91%、30.56%。而在基层员工采取保底+提成方式的同时，公司 2015 年开始试点店长制超额激励制度，将门店超过规定业绩目标部分的 30% 分享给店长和员工。

目前公司已形成股权激励+店长制+子品牌管理层持股计划三层激励体制，覆盖面广泛，纵向涵盖高管至店铺基层员工，横向惠及新子品牌，全面激励制度基本成型，有效激发公司各级员

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 29 日

当前股价：22.97 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
-2.09/-0.40	-7.3/-4.93	0/-4.86
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)		66.40
流通市值 (亿元)		16.37
近 3 月日均成交量 (万)		194.53
主要股东		
郑安政		37.57%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 17.12.15 大股东增持显信心，多品牌齐头并进，外延内生长可期
- 17.10.31 2017Q3 业绩超预期，提升产品性价比效果斐然，坚定看好



工动力。未来公司有望将管理层持股计划推及其他子品牌，进一步完善激励体制，助推公司整体继续良性发展。

**投资建议：**公司外延内生齐发力，目前渠道调整已经完毕，前三季度净开店 43 家，店面恢复扩张。主品牌稳健增长，新品牌成长喜人，2017 年安正男装、斐娜晨、安娜寇等多个新品牌均有望实现盈利，整体净利润率有望进一步提升。公司股权激励、店长制和子品牌管理层持股计划一一落地，同时大股东进行，公司上下利益绑定完全，业绩增长确定性强。我们预计 2017-2018 年公司实现归母净利润 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 25，19 倍，维持“买入”评级。

**风险因素：**潮流变动频繁，不能准确把握时装流行趋势存风险；电商的对公司实体渠道的冲击；摩萨克转型不顺影响销售等。

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
<b>营业收入</b>	<b>1,206.2</b>	<b>1,444.8</b>	<b>1,766.1</b>	<b>成长性</b>			
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%
<b>营业利润</b>	<b>261.9</b>	<b>314.3</b>	<b>414.8</b>	<b>利润率</b>			
加:营业外净收支	8.6	9.0	9.0	毛利率	70.6%	68.6%	68.5%
<b>利润总额</b>	<b>270.5</b>	<b>323.3</b>	<b>423.8</b>	营业利润率	21.7%	21.8%	23.5%
减:所得税	34.5	41.2	54.0	净利润率	19.6%	19.3%	20.7%
<b>净利润</b>	<b>236.0</b>	<b>279.3</b>	<b>366.1</b>	EBITDA/营业收入	25.2%	24.9%	26.7%
<b>资产负债表</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	EBIT/营业收入	22.1%	21.8%	23.1%
货币资金	109.6	335.9	571.1	<b>运营效率</b>			
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	-	-	-	<b>投资回报率</b>			
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	<b>费用率</b>			
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%
<b>资产总额</b>	<b>1,785.1</b>	<b>3,228.5</b>	<b>3,488.2</b>	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	<b>偿债能力</b>			
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
<b>负债总额</b>	<b>502.4</b>	<b>534.2</b>	<b>520.5</b>	利息保障倍数	52.68	262.93	-60.90
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>2.8</b>	<b>6.5</b>	<b>分红指标</b>			
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%
<b>股东权益</b>	<b>1,282.6</b>	<b>2,652.5</b>	<b>2,875.8</b>	股息收益率	0.9%	0.9%	1.1%
<b>现金流量表</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
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)	21.9	25.1	19.1
公允价值变动损失	-	-	-	PB(X)	4.0	2.6	2.4
财务费用	4.7	1.2	-6.7	P/FCF	32.1	-7.4	21.0
投资收益	-8.5	-12.0	-20.0	P/S	4.3	4.8	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%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>339.5</b>	<b>-594.3</b>	<b>556.0</b>	PEG	1.1	3.5	1.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-186.8</b>	<b>-1,000.0</b>	<b>-181.2</b>	ROIC/WACC	7.0	7.6	4.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-87.6</b>	<b>1,820.6</b>	<b>-139.7</b>	REP	-	0.8	1.2

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

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

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