

安正时尚 (603839)

2018-02-12

布局海外品牌资源，大股东增持彰显发展信心

公司报告 | 点评报告
评级 买入 维持

报告要点

■ 事件描述

公司与润祥公司拟成立锦润国际，安正时尚和润祥公司分别出资 1,100 万元和 900 万元或等额外币，分别占锦润国际注册资本的 55%和 45%。此外，公司实际控制人郑安政自 2017 年 12 月 20 日起至 2018 年 2 月 9 日止，累计增持公司股份 875,156 股，占总股本 0.3%，累计增持金额 1,988.47 万元，成交均价 22.72 元/股，公司于 2017 年 12 月 15 日发布的增持计划实施完成。

■ 事件评论

- **牵手第三方发力海外品牌运营，多品牌经营思路由“品牌”向“渠道”扩展。**女装消费具备长尾市场特征，企业往往倾向于选择多品牌策略并实施渠道精细化管理。公司在运营玖姿主品牌的基础上，先后创立了尹默、安正以及安娜寇，并收购了包括摩萨克和斐娜晨在内的中淑女装新兴品牌。本次合资成立控股子公司，目的在于借助合作方长期经营国外品牌的能力与资源，合作经营国外服饰品牌在中国区的开拓与营销，以及名品集合店的拓展。与前期以“品牌”为核心的多品牌运营策略不同，此次牵手第三方发力海外品牌渠道运营，基于公司强运营能力，既利于其以较低的成本丰富多品牌系列，也有助于强化对渠道的把控。
- **渠道及库存问题顺利厘清，渠道扩张支撑二次发展。**在前期行业调整阶段，公司积极处理自身库存问题、推进渠道结构调整，并优化费用投向提升投放效率。借助五季渠道及退货政策调整，公司库存问题得到有效解决，截至 2017 年中报公司库存商品跌价准备计提余额占库存商品账面余额的比例降至 22.62%，存货库龄结构显著恢复。经历前期渠道调整，公司即将步入新一轮拓店周期。玖姿和尹默等成熟品牌为收入端稳增长提供支撑，新兴品牌储备则是支撑未来收入端成长的重要力量。
- **借助三级激励深度绑定内部利益，实际控制人增持彰显长期发展信心。**上市以来公司积极扩大激励范围，相继推出包括限制性股权激励、“店长店”以及子品牌核心管理层持股在内的三级激励方案，完善内部激励、强化高增长信心。在主品牌效率改善、新品牌加速扩张的背景下，我们对公司 2017 年/2018 年/2019 年度实现不低于 2.75 亿元/3.60 亿元/4.70 亿元净利润的业绩承诺预期乐观；考虑到现阶段公司账上现金充足，后续以多品牌并购为主的战略发展目标有望进一步打开公司成长空间，提升增长预期。预计公司 2017/2018/2019 年 EPS 为 0.98 元/1.29 元/1.64 元，对应 PE 估值为 21 倍/16 倍/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示： 1、渠道扩张进度不及预期的风险；2、库存累积的风险。

分析师 于旭辉
 (8621) 61118735

 yuxh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020002

分析师 雷玉
 (8621) 61118735

 leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

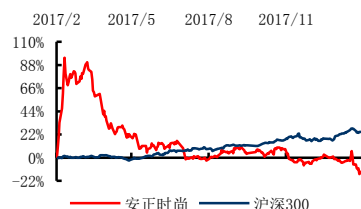
联系人 李俐璇
 (8621) 61118735

 lilx2@cjsc.com.cn

联系人 马榕
 (8621) 61118735

 marong@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《夯实根基、聚合外力，安正再启征途》
2018-01-16

《安正时尚：高端成熟男、女装多品牌企业》
2017-02-15

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1206	1428	1675	1958
增长率(%)	-2%	18%	17%	17%
归属母公司所有者净利润（百万元）	236.0	282.0	374.0	474.1
增长率(%)	-3%	19%	33%	27%
每股收益(元)	1.10	0.976	1.294	1.640
净资产收益率（%）	19.7%	10.0%	11.7%	13.0%

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1206	1428	1675	1958	货币资金	110	643	1284	1930
营业成本	354	462	536	609	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	852	966	1139	1350	应收账款	108	128	150	176
%营业收入	70.6%	67.7%	68.0%	68.9%	存货	381	499	579	657
营业税金及附加	20	24	28	32	预付账款	9	11	13	15
%营业收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	其他流动资产	298	325	365	402
销售费用	347	450	511	572	流动资产合计	905	1606	2391	3179
%营业收入	28.8%	31.5%	30.5%	29.2%	可供出售金融资产	13	13	13	13
管理费用	166	200	219	232	持有至到期投资	0	1000	700	500
%营业收入	13.8%	14.0%	13.1%	11.9%	长期股权投资	0	5	10	15
财务费用	5	0	-3	-6	投资性房地产	45	45	45	45
%营业收入	0.4%	0.0%	-0.2%	-0.3%	固定资产合计	590	555	518	480
资产减值损失	61	0	0	0	无形资产	74	73	72	72
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	28	28	28	28
投资收益	8	30	43	24	递延所得税资产	122	0	0	0
营业利润	262	322	428	542	其他非流动资产	9	9	9	9
%营业收入	21.7%	22.6%	25.5%	27.7%	资产总计	1785	3334	3786	4340
营业外收支	9	1	1	1	短期贷款	66	0	0	0
利润总额	271	323	429	543	应付款项	122	160	186	210
%营业收入	22.4%	22.6%	25.6%	27.7%	预收账款	35	41	48	56
所得税费用	34	41	55	69	应付职工薪酬	45	59	69	78
净利润	236	282	374	474	应交税费	92	109	139	171
归属于母公司所有者的净利润	236.0	282.0	374.0	474.1	其他流动负债	34	44	50	55
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	394	413	491	572
EPS（元/股）	1.10	0.98	1.29	1.64	长期借款	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					应付债券	0	0	0	0
	2016A	2017E	2018E	2019E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	339	361	337	461	其他非流动负债	109	109	109	109
取得投资收益	8	30	43	24	负债合计	502	522	600	680
长期股权投资	0	-5	-5	-5	归属于母公司	1283	2812	3186	3660
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-67	-34	-37	-40	股东权益	1283	2812	3186	3660
其他	-120	-1000	300	200	负债及股东权益	1785	3334	3786	4340
投资活动现金流净额	-187	-1009	301	179	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2016A	2017E	2018E	2019E
股权融资	0	1247	0	0	EPS	1.10	0.976	1.294	1.640
银行贷款增加（减少）	-4	-66	0	0	BVPS	6.00	13.15	11.02	12.66
筹资成本	-84	0	-3	-6	PE	18.84	21.32	16.08	12.68
其他	0	0	0	0	PEG	0.72	0.81	0.61	0.48
筹资活动现金流净额	-88	1181	-3	-6	PB	3.47	1.58	1.89	1.64
现金净流量	65	533	634	635	EV/EBITDA	19.60	13.70	9.49	6.64
					ROE	19.7%	10.0%	11.7%	13.0%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
	看 好：	相对表现优于市场	
	中 性：	相对表现与市场持平	
	看 淡：	相对表现弱于市场	
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
	买 入：	相对大盘涨幅大于 10%	
	增 持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间	
	中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间	
	减 持：	相对大盘涨幅小于-5%	
	无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。