

安正时尚 (603839.SH)

17年业绩稳健增长，多举措落地意在长远

核心观点:

● 17年业绩稳健增长，多品牌发展良好，多举措落地意在长远

公司公告2017年年报，营收14.21亿元，同增17.78%，归母净利润2.73亿元，同增15.69%，拟每10股转增4股，同时派发现金股利5元。

多品牌稳步推进，渠道重新恢复增长。玖姿、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨营收同增10.49%、10.76%、37.11%、15.47%、和92.41%。玖姿增速加快，安正和斐娜晨保持高增长，尹默和摩萨克充分受清库存和调整风格影响增速放缓。从渠道看，除尹默、摩萨克略有下滑，其他品牌均有所增长。

提高性价比，加大库存处理布局长远。2017年公司主营业务毛利率下降4.18个百分点，主要由于公司提质不提价策略以及加大库存促销。

公司加大研发并实施激励。2017年研发费用增加1351万元，公司2015年开始推行“店长店”模式试点，2017年8月底对于中高管的限制性股票完成授予，2017年底又完成了子公司斐娜晨20%的股权向经营层转让。

● 盈利预测与投资评级

预测基本假设，2018-2020年公司各个品牌保持较好的增长势头，内生外延均有所增长，且提质不提价告一段落，毛利率将保持稳定。根据以上假设，预计公司2018-2020年EPS为1.24元/股，1.69元/股，2.17元/股，现价对应PE估值为20倍，14倍，11倍，公司旗下多品牌发展势头良好，激励机制到位，受益于高端女装行业高景气度，维持“买入”评级。

● 风险提示

新品牌投入较大，公司多品牌经营管理难度较高；线上零售发展较快，如果未来高端女装也有该趋势，公司经营会有一定风险；公司存货余额较高，如果未来零售环境发生变化，将产生一定风险。

盈利预测:

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1206.17	1420.67	1790.47	2407.42	3110.84
增长率(%)	-1.53%	17.78%	26.03%	34.46%	29.22%
EBITDA(百万元)	389.69	355.72	437.93	599.35	769.89
净利润(百万元)	236.04	273.07	359.20	488.97	627.55
增长率(%)	-3.21%	15.69%	31.54%	36.13%	28.34%
EPS(元/股)	1.10	0.94	1.24	1.69	2.17
市盈率(P/E)		28.71	19.57	14.08	10.83
市净率(P/B)		2.75	2.38	2.19	1.99
EV/EBITDA		18.93	13.32	9.35	6.91

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

识别风险,发现价值

公司评级	买入
当前价格	22.25元
前次评级	买入
报告日期	2018-03-30

相对市场表现



分析师: 糜韩杰 S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

相关研究:

安正时尚(603839.SH):实际控制人开始增持公司股份 2018-01-22

安正时尚(603839.SH):内生外延双管齐下,助力多品牌集团发展 2018-01-11

联系人: 赵颖婕 021-60750604

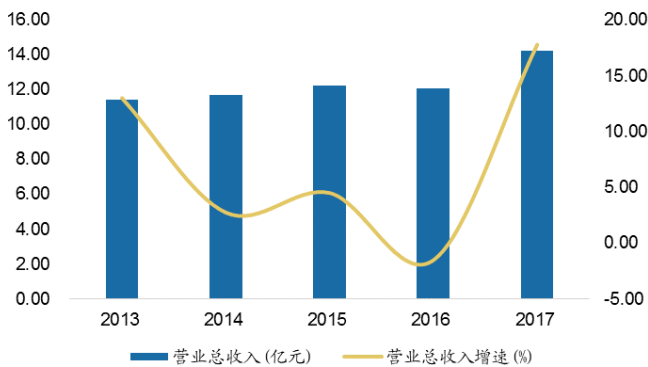
zhaoyingjie@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

公司 2017 年营收和净利润实现较快增长

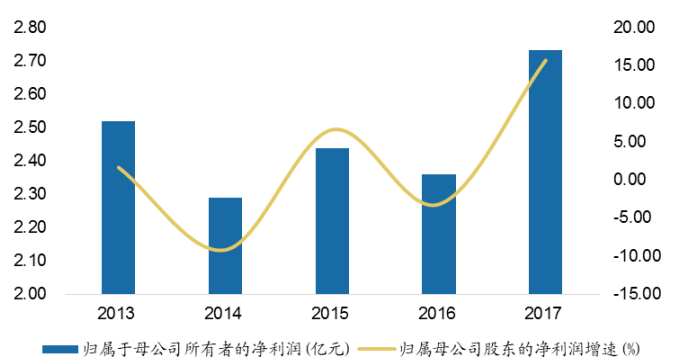
公司公告2017年年报，营业收入14.21亿元，同比增长17.78%，归母净利润2.73亿元，同比增长15.69%。公司拟每10股转增4股，同时派发现金股利5元。根据公司经营计划，2018年预计实现营业收入17.83亿元，同比增长25.53%，实现归母净利润3.59亿，同比增长31.58%（已考虑限制性股票激励计划成本2100万元）。

图1：公司营业收入及增速



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图2：公司归母净利润及增速



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

多品牌稳步推进，渠道重新恢复增长

分品牌看，玫姿、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨营业收入分别为9.36亿、2.14亿、0.75亿、0.35亿、1.02亿，同比增长10.49%、10.76%、37.11%、15.47%、和92.41%（上年同期分别为3.93%、27.22%、52.04%、25.60%、340.72%）。玫姿增速较上年同期加快，安正和斐娜晨继续保持高速增长，尹默和摩萨克分别受清理库存和调整风格影响增速有所放缓。从渠道看，玫姿、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨门店数量分别为691、90、36、15、85家，合计917家（上年同期分别为667、92、32、25、46家，合计862家）。

提高性价比，加大库存处理布局长远

2017年公司主营业务毛利率下降4.18个百分点。其中1.65个百分点来自2017年公司在保持销售价格不变的情况下，通过使用更好的面料和工艺，让消费者有更好的产品体验，导致成本增加，毛利率降低。另外2.53个百分点来自公司对过季商品进行了较大力度的促销，2017年年底公司2年以内库存商品占比达到了74%，比上年同期提升了18个百分点，存货周转天数减少了75天。

公司加大研发投入并且实施层层激励

2017年公司研发费用比上年增加了1350.96万元，主要来自各品牌聘请了国内外著名的服装设计师、创意师、空间设计师等，为各品牌的长期稳定发展奠定了坚实的基础。主要聘请的人员包括：安正男装品牌著名的日本设计师久保嘉男先生，玫姿品

牌著名的华人创意总监张淑美女士，尹默品牌全国十佳设计师王鸿鹰女士，摩萨克品牌全国十佳设计师房莹女士等。此外，公司2015年开始在终端店铺推行“店长店”模式试点，2017年8月底对于中高管的限制性股票完成授予，2017年底又完成了子公司斐娜晨20%的股权向经营层转让，其中限制性股票的业绩考核指标，2018年净利润不低于3.6亿（+30%），2019年净利润不低于4.7亿元（+30%）。

公司 2018 年一季报及全年业绩展望乐观

高端女装行业持续景气，且受益于公司VIP客户大幅增加，我们预计公司一季报及全年业绩展望乐观。

盈利预测与投资建议

我们对公司的盈利作如下假设：

2018年到2020年各品牌同店增长预测：玖姿品牌同店增长为8%，8%，8%，主要基于2017年测算同店增长6.65%，高端女装行业景气度高，并且公司作为行业龙头有望提升市占率；尹默品牌同店增长为9%，9%，9%，主要基于2017年测算的同店增长为13.22%，在高端女装景气度高的情况下，同店有望保持较高水平；安正品牌同店增长12%，12%，12%，主要基于2016-2017年测算的同店增长为32.92%和21.88%，品牌发展势头良好；摩萨克品牌同店增长为10%，10%，10%，摩萨克在2017年经历品牌调整，未来借助玖姿渠道进行发展；斐娜晨同店增长为18%，18%，18%，该品牌发展势头良好且激励到位，未来同店有望进一步提升。安娜蔻品牌为线上品牌，品牌发展初期将保持较高增长势头，预计每年收入增速为100%、50%、50%。

2018年到2020年各品牌渠道预测：玖姿开店节奏为每年40-50家，我们预计开店数量分别为40家、40家、40家；尹默开店节奏为每年20-30家，我们预计开店数分别为20家、20家、20家；安正开店节奏为每年20-30家，我们预计开店数分别为20家、20家、20家；摩萨克2017年进行品牌调整，开店方式由直营转换为加盟，渠道数量下滑，2018年起依托玖姿经销商开店，每年开店节奏40-50家，因此预计开店数量分别为50家、50家、50家；斐娜晨开店节奏为每年60-80家，预计开店数为80家、30家、30家。

2018年到2020年各品牌毛利率预测：2017年公司采取“提质不提价”的策略，导致2017年毛利率较2016年低，随着该策略执行告一段落，2017年之后毛利率维持稳定水平。玖姿毛利率为65.3%、65.3%、65.3%；尹默毛利率为76.7%、76.7%、76.7%；安正毛利率为71%、71%、71%；摩萨克毛利率为61.3%、61.3%、61.3%；斐娜晨毛利率为77.3%、77.3%、77.3%；安娜蔻毛利率为35.5%、35.5%、35.5%。

2018年到2020年销售费用率分别为29.3%、29.3%和29.3%，公司销售费用较为稳定。

2018年到2020年所得税率分别为15%、15%和15%。

投资建议

预计公司2018-2020年收入为17.90亿元，24.07亿元，31.11亿元，同比增长26.03%，34.46%，29.22%，归母净利润为3.59亿元，4.89亿元，6.28亿元，同比增

长31.54%，36.13%，28.34%，EPS为1.24元/股，1.69元/股，2.17元/股，现价对应PE估值为20倍，14倍，11倍，公司旗下多品牌发展势头良好，激励机制到位，受益于高端女装行业高景气度，维持“买入”评级。

风险提示

多品牌运作的风险

新品牌的推出及发展需要大量的时间及资源投入，将对公司多品牌运营能力提出较高的要求。如果公司的设计研发、生产组织、市场销售等方面无法满足多品牌运作要求，可能将对公司的业务、财务状况及经营业绩造成不利影响。

网络销售对传统销售模式冲击带来的风险

我国传统品牌服装销售主要通过线下实体渠道完成，近几年，我国电子商务蓬勃发展，服装网络销售规模迅速增长，对我国服装行业传统销售模式造成了一定程度的冲击。未来如果成熟女装客户群的网络购物消费习惯逐步强化，以及线上与线下互动结合的O2O业务模式趋于成熟，公司如不能及时拓展网上销售渠道、加强电子商务建设及引进相应配套的电子商务人才等，将对公司的销售业绩带来一定程度的影响。

存货余额较大的风险

截至2017年12月31日，公司存货净额为4.74亿元。虽然目前公司较大的存货规模符合公司生产经营特点，且公司采取加强研发、采购和生产的计划性、以销定产等措施，但若在以后的经营年度中因市场环境发生变化或竞争加剧导致存货跌价或存货变现困难，本公司的盈利能力将可能受到不利影响。

至12月31日	单位: 百万元				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	905	2,173	1,794	2,303	2,921
货币资金	110	347	678	908	1,194
应收及预付	117	138	177	234	305
存货	381	474	641	863	1,124
其他流动资产	298	1,214	298	298	298
非流动资产	880	979	1,758	1,728	1,684
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	544	548	515	483	450
在建工程	46	28	28	28	28
无形资产	110	131	61	63	52
其他长期资产	180	272	1,154	1,154	1,154
资产总计	1,785	3,152	3,552	4,032	4,605
流动负债	394	460	705	955	1,233
短期借款	66	0	0	0	0
应付及预收	313	438	705	955	1,233
其他流动负债	15	23	0	0	0
非流动负债	109	120	107	107	107
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	109	120	107	107	107
负债合计	502	580	812	1,061	1,340
股本	214	289	289	289	289
资本公积	5	1,106	1,106	1,106	1,106
留存收益	1,063	1,222	1,391	1,621	1,916
归属母公司股东权益	1,283	2,572	2,741	2,970	3,265
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,785	3,152	3,552	4,032	4,605

至12月31日	单位: 百万元				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	339	317	1,234	386	495
营业成本	236	273	359	489	628
营业税金及附加	71	67	38	37	37
销售费用	-12	-31	711	-164	-206
管理费用	44	8	126	25	37
财务费用	-187	-1,048	-892	35	50
资产减值损失	-67	-62	65	-8	7
公允价值变动收益	15	-65	-957	43	43
投资净收益	-135	-921	0	0	0
营业利润	-87	968	-12	-190	-259
营业外收入	131	0	0	0	0
营业外支出	-135	-66	-12	0	0
利润总额	0	1,176	0	0	0
所得税	-83	-141	0	-190	-259
净利润	65	237	331	231	286
少数股东损益	44	110	347	678	908
归属母公司净利润	110	347	678	908	1,194
EBITDA	339	317	1,234	386	495
EPS (元)	236	273	359	489	628

	单位: 百万元				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1206	1421	1790	2407	3111
净利润	354	472	600	807	1052
折旧摊销	20	25	32	43	55
营运资金变动	347	446	525	705	911
其它	166	189	234	290	359
投资活动现金流	5	-3	-7	-11	-15
资本支出	61	45	53	67	79
投资变动	0	0	0	0	0
其他	8	43	43	43	43
筹资活动现金流	262	316	423	576	739
银行借款	9	0	0	0	0
股权融资	271	316	423	575	738
其他	34	43	63	86	111
现金净增加额	236	273	359	489	628
期初现金余额	0	0	0	0	0
期末现金余额	236	273	359	489	628

主要财务比率

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	-1.5%	17.8%	26.0%	34.5%	29.2%
营业利润增长	4.9%	20.7%	34.0%	36.0%	28.3%
归属母公司净利润增长	-3.2%	15.7%	31.5%	36.1%	28.3%
获利能力(%)					
毛利率	70.6%	66.7%	66.5%	66.5%	66.2%
净利率	19.6%	19.2%	20.1%	20.3%	20.2%
ROE	18.4%	10.6%	13.1%	16.5%	19.2%
ROIC	23.6%	12.0%	37.4%	52.6%	68.0%
偿债能力					
资产负债率(%)	28.1%	18.4%	22.9%	26.3%	29.1%
净负债比率	-3.4%	-13.5%	-24.7%	-30.6%	-36.6%
流动比率	2.30	4.72	2.54	2.41	2.37
速动比率	1.31	3.66	1.61	1.48	1.43
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.58	0.53	0.63	0.72
应收账款周转率	11.30	13.99	12.96	13.28	13.17
存货周转率	0.73	0.80	0.94	0.94	0.94
每股指标(元)					
每股收益	1.10	0.94	1.24	1.69	2.17
每股经营现金流	1.59	1.10	4.27	1.34	1.71
每股净资产	6.00	8.90	9.48	10.28	11.30
估值比率					
P/E		25.9	18.1	13.3	10.4
P/B		2.8	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA		18.9	13.3	9.3	6.9

广发纺织服装行业研究小组

- 糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
张萌：联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
赵颖婕：联系人，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。