

安正时尚 (603839)

证券研究报告

2018年03月29日

2017年业绩符合预期，多品牌多梯度战略见成效

事件：公司公布 2017 年年报，全年实现营收 14.21 亿元 (+17.78%)；归母净利润 2.73 亿 (+15.69%)，EPS 为 1 元。得益于老品牌恢复增长，新品牌走出培育期，2017 年业绩高速增长，符合预期。

2017 年 Q1-Q4 收入分别同比增长 19%、17%、24%、12%，归母净利润分别同比增长 17%、4%、37%、8%，Q4 增速放缓主要系 16 年同期基数高。

扣非后净利润为 2.17 亿 (-2.44%)，下滑主要系加大研发投入、实行员工激励计划所致。其中研发费用增加 1351 万，股权支付增加 559 万，销售职工薪酬增加 0.53 亿元。扣费下滑另外一个原因是因为 Q4 公司提高了加盟商退货比例，同比增加 200 万。

主品牌稳健增长，新品牌走出培育期增长迅猛，轮动式增长动力已现

分品牌看，主品牌玖姿增长稳健，全年收入 9.36 亿 (+10.5%)；成熟品牌尹默实现收入 2.14 亿 (+10.8%)；新品牌斐娜晨走出培育期，实现营收 1.02 亿元 (+92.41%)，在快速开店的情况下收入高速增长；安正男装实现营收 0.75 亿元 (+37.11%)，同样实现高速增长；另外，摩萨克实现收入 0.35 亿元 (+15.5%)，电商品牌安娜寇实现收入 0.49 亿。两大成熟品牌收入占比达到 81%，但新品牌及电商后续增长潜力更强，随着新品牌发力带来持续增长空间，成熟品牌收入比重将不断减少(16 年两大品牌收入占比为 86%，17 年占比已有下滑)。

分渠道看，由于中高端品牌特性，线下仍是公司主要销售渠道，直营店和加盟店分别实现营收 6.5、5.7 亿元，分别同比增长 22%、7%；线上收入 1.95 亿 (+49%)，收入占比 14%，仍具备较大增长空间。

公司目前共有 917 家门店，相比 16 年净开店 55 家。玖姿净开店 25 家，斐娜晨作为 17 年重点培育对象净开店 39 家，尹默、安正男装、摩萨克由于尚在渠道调整阶段，累计净关店 9 家。

加大过季产品促销力度，毛利率有所下滑，营运能力提高

17 年毛利率为 66.88%，同比下降 4.18pcts，主要系：1) 提高产品性价比，在保持价格不变的情况下提升产品品质促使成本增加，毛利率下降 1.65pcts；2) 加大过季产品促销力度（尤其是尹默），影响毛利率下降 2.53pcts；3) 毛利率较低的电商高增长，从而影响整体毛利率。

费用率方面，三项费用率累计同比增加 1.49pcts。其中，销售费用率为 31.37% (+2.59pcts)，主要系职工薪酬增加、广招宣传费用以及电商服务费用增加所致；管理费用方面，公司加大研发投入（聘请国内外知名设计师）及员工激励，研发费用增加 1,351 万 (+24%)，员工激励费用为 559 万元。财务费用则受益于募集资金到账，银行利息增加。

公司净利率为 19.22%，在毛利率下滑，三项费用率增加的情况下，净利率同比减少 0.3pct 并不明显，主要原因是理财收益较去年同期有明显增加，以及资产减值损失同比降低 1.87pcts。

另外，得益于公司加大过季产品的促销力度，库存结构转好，2 年以内货品占比提高至 74%，库存周转率有所改善为 1.11 次，可见营运能力有所提高。

向多品牌全品类产业集团布局，终端销售增强，业绩有望继续高增长

公司坚持多品牌多梯度战略，未来有意布局童装领域，致力于打造多品牌全品类产业集团。我们认为随着新品牌陆续进入快速增长阶段，成熟品牌恢复增长，未来增长动力依旧强劲：1) 主品牌玖姿调整到位，进入稳健增长阶段；培育品牌摩萨克 17 年渠道基本调整完毕，18 年收入有望实现高速增长；斐娜晨作为 17 年主推新品牌，预计 18 年将继续高速增长并成为公司业绩高增长主引擎。2) 公司一直持续补强终端销售，实行“店长店”模式，促进店效增长。

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	22.25 元
目标价格	30.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	289.06
流通 A 股股本(百万股)	74.62
A 股总市值(百万元)	6,431.60
流通 A 股市值(百万元)	1,660.30
每股净资产(元)	8.90
资产负债率(%)	18.40
一年内最高/最低(元)	41.95/19.85

作者

郭彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120001
guobin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《安正时尚-季报点评:业绩增长稳健，副品牌增长迅猛，未来潜力巨大》 2017-10-31
- 2 《安正时尚-半年报点评:业绩持续增长、渠道布局顺利，股权激励彰显信心》 2017-08-15
- 3 《安正时尚-季报点评:去库存见成效，看好多品牌、全渠道发展潜力》 2017-05-01



维持“买入”评级，3-6个月目标价 30.5 元

考虑到主品牌调整基本完毕，新品牌具备强劲增长势头，随着加快开店力度，我们认为公司业绩将持续高速增长。预计 18-20 年 EPS 为 1.22、1.57、1.93 元（18/19 年原值为 1.24、1.57），对应 PE 18、14、12 倍。由于同行业中 18 年平均估值为 23 倍，我们认为公司增长动力高于行业平均水平，因此给予公司 18 年 25 倍 PE，上调 3-6 个月目标价至 30.5 元。

风险提示：终端消费疲软，新品牌开展不及预期等。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,206.17	1,420.67	1,748.19	2,147.90	2,674.87
增长率(%)	(1.53)	17.78	23.05	22.86	24.53
EBITDA(百万元)	304.54	324.11	410.19	535.60	660.53
净利润(百万元)	236.04	273.07	353.49	452.50	558.72
增长率(%)	(3.21)	15.69	29.45	28.01	23.47
EPS(元/股)	0.82	0.94	1.22	1.57	1.93
市盈率(P/E)	27.25	23.55	18.19	14.21	11.51
市净率(P/B)	5.01	2.50	2.21	1.97	1.71
市销率(P/S)	5.33	4.53	3.68	2.99	2.40
EV/EBITDA	0.00	19.84	12.16	8.80	7.12

资料来源：wind，天风证券研究所

表 1: 安正时尚盈利预测 (百万元, %)

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E	CAGR_18-20
玖姿						
销售收入	847	936	1045	1142	1210	
YoY	-13.5%	10.5%	11.7%	9.2%	10.0%	7.6%
门店数	667	691	726	761	791	
单店收入	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	
毛利率	68.2%	65.3%	66.0%	66.5%	65.8%	
尹默						
销售收入	193	214	244	275	312	
YoY	20.0%	10.8%	14.1%	12.5%	13.5%	13.0%
门店数	88	90	104	118	130	
单店收入	2.2	2.4	2.4	2.3	2.4	
毛利率	80.8%	76.7%	77.6%	77.9%	77.9%	
安正						
销售收入	55	75	103	134	168	
YoY	29%	37%	38%	30%	25%	27.5%
毛利率	69.2%	71.0%	71.7%	72.3%	71.7%	
摩萨克						
销售收入	31	35	42	51	64	
YoY	7%	15%	20%	21%	25%	23.0%
毛利率	74.0%	70.6%	71.7%	72.4%	72.9%	
斐娜晨						
销售收入	53	102	204	358	608	
YoY	337%	92%	100%	75%	70%	72.5%
毛利率	80.6%	77.3%	78.0%	78.6%	78.5%	
安娜寇						
销售收入	-	49	97	175	297	
YOY	-	-	100%	80%	70%	74.9%
毛利率	-	35.5%	36.0%	36.0%	36.50%	
其他						
销售收入	27	5	7	9	11	
YoY	3304.2%	-80.1%	30.0%	30.0%	20.0%	24.9%
毛利率	54.7%	17.7%	21.0%	29.0%	23.0%	
营业总收入	1,206	1,421	1,748	2,148	2,675	
YoY	-1.5%	17.8%	23.1%	22.9%	24.5%	23.7%

资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

表 2: 季度利润表 (万元, %)

项目/季度	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4
销售收入	29,948	37,756	30,844	31,663	37,097	42,463
YoY	-4%	13%	19%	17%	24%	12%
EBIT	7,859	8,661	7,274	7,770	8,886	4,921
YoY	9%	36%	-1%	-3%	13%	-43%
报告净利润	5,490	6,371	7,067	5,874	7,518	6,848
YoY	39%	-13%	16%	3%	37%	7%

核心净利润	7,067	7,110	6,310	6,667	7,922	4,275
YoY	5%	41%	-2%	-2%	12%	-40%
EPS(元)	0.26	0.30	0.25	0.21	0.26	0.24
核心 EPS(元)	0.33	0.33	0.22	0.23	0.28	0.15
主要财务比率	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4
毛利率	69.5%	64.8%	70.4%	68.4%	66.3%	63.2%
销售费用率	28.1%	28.4%	31.1%	29.9%	27.4%	36.1%
管理费用率	12.3%	12.1%	13.9%	12.6%	13.2%	13.5%
财务费用率	0.5%	0.3%	-0.3%	-0.6%	0.0%	-0.1%
EBIT 比率	26.2%	22.9%	23.6%	24.5%	24.0%	11.6%
报告净利润率	18.3%	16.9%	22.9%	18.6%	20.3%	16.1%
核心净利润率	23.6%	18.8%	20.5%	21.1%	21.4%	10.1%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	109.62	347.10	1,169.90	1,444.67	1,463.66
应收账款	108.12	122.95	221.40	56.95	289.69
预付账款	8.60	14.77	19.54	17.21	28.79
存货	380.83	474.27	563.14	708.89	923.26
其他	298.25	1,213.79	560.11	690.72	821.54
流动资产合计	905.43	2,172.89	2,534.09	2,918.44	3,526.94
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	544.14	548.26	554.58	576.13	593.81
在建工程	45.63	28.25	52.95	79.77	77.86
无形资产	73.76	69.90	64.51	59.12	53.74
其他	216.13	332.47	284.55	286.51	285.31
非流动资产合计	879.66	978.88	956.59	1,001.54	1,010.72
资产总计	1,785.09	3,151.77	3,490.68	3,919.97	4,537.66
短期借款	66.00	59.00	50.00	50.00	50.00
应付账款	140.86	238.96	213.69	331.69	342.46
其他	186.91	221.43	258.67	208.23	325.64
流动负债合计	393.77	460.39	472.36	539.92	668.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	108.68	119.63	104.59	110.97	111.73
非流动负债合计	108.68	119.63	104.59	110.97	111.73
负债合计	502.44	580.02	576.96	650.89	779.83
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	213.78	289.04	289.04	289.04	289.04
资本公积	5.20	1,105.93	1,105.93	1,105.93	1,105.93
留存收益	1,068.32	2,328.11	2,624.68	2,980.04	3,468.79
其他	(4.65)	(1,151.34)	(1,105.93)	(1,105.93)	(1,105.93)
股东权益合计	1,282.64	2,571.74	2,913.72	3,269.08	3,757.83
负债和股东权益总	1,785.09	3,151.77	3,490.68	3,919.97	4,537.66

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	236.04	273.07	353.49	452.50	558.72
折旧摊销	70.72	67.20	34.36	37.02	39.61
财务费用	4.66	1.06	(15.15)	(26.10)	(29.04)
投资损失	(8.49)	(42.74)	(21.75)	(21.75)	(21.75)
营运资金变动	(106.41)	(919.40)	521.58	(40.50)	(462.48)
其它	142.95	938.23	150.00	150.00	150.00
经营活动现金流	339.48	317.42	872.54	401.17	85.06
资本支出	20.71	9.57	75.04	73.63	49.24
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(207.53)	(1,057.82)	(128.41)	(128.99)	(74.38)
投资活动现金流	(186.82)	(1,048.26)	(53.37)	(55.36)	(25.14)
债权融资	66.00	52.00	50.00	50.00	50.00
股权融资	(5.33)	1,133.12	60.55	26.10	29.04
其他	(148.31)	(164.35)	(56.92)	(97.14)	(69.97)
筹资活动现金流	(87.64)	968.77	3.63	(71.04)	(40.93)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	65.02	237.93	822.80	274.77	18.99

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,206.17	1,420.67	1,748.19	2,147.90	2,674.87
营业成本	354.23	472.48	565.47	678.74	839.91
营业税金及附加	19.99	25.19	27.97	34.37	40.12
营业费用	347.13	445.63	513.97	612.15	762.34
管理费用	165.85	188.86	230.76	279.23	350.41
财务费用	5.07	(3.07)	(15.15)	(26.10)	(29.04)
资产减值损失	60.50	44.79	55.94	66.58	82.92
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.49	42.74	21.75	21.75	21.75
其他	(16.99)	(111.92)	(43.49)	(43.49)	(43.49)
营业利润	261.89	315.98	390.97	524.68	649.95
营业外收入	9.44	0.41	14.88	8.24	7.84
营业外支出	0.83	0.12	0.76	0.57	0.48
利润总额	270.50	316.27	405.09	532.36	657.31
所得税	34.46	43.19	51.60	79.85	98.60
净利润	236.04	273.07	353.49	452.50	558.72
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	236.04	273.07	353.49	452.50	558.72
每股收益(元)	0.82	0.94	1.22	1.57	1.93

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-1.53%	17.78%	23.05%	22.86%	24.53%
营业利润	4.85%	20.65%	23.73%	34.20%	23.88%
归属于母公司净利润	-3.21%	15.69%	29.45%	28.01%	23.47%
获利能力					
毛利率	70.63%	66.74%	67.65%	68.40%	68.60%
净利率	19.57%	19.22%	20.22%	21.07%	20.89%
ROE	18.40%	10.62%	12.13%	13.84%	14.87%
ROIC	24.33%	26.25%	17.08%	28.79%	33.98%
偿债能力					
资产负债率	28.15%	18.40%	16.53%	16.60%	17.19%
净负债率	28.78%	12.71%	7.99%	-18.14%	-21.12%
流动比率	2.30	4.72	5.36	5.41	5.28
速动比率	1.33	3.69	4.17	4.09	3.90
营运能力					
应收账款周转率	10.21	12.30	10.15	15.43	15.43
存货周转率	3.08	3.32	3.37	3.38	3.28
总资产周转率	0.71	0.58	0.53	0.58	0.63
每股指标(元)					
每股收益	0.82	0.94	1.22	1.57	1.93
每股经营现金流	1.17	1.10	3.02	1.39	0.29
每股净资产	4.44	8.90	10.08	11.31	13.00
估值比率					
市盈率	27.25	23.55	18.19	14.21	11.51
市净率	5.01	2.50	2.21	1.97	1.71
EV/EBITDA	0.00	19.84	12.16	8.80	7.12
EV/EBIT	0.00	22.45	13.28	9.46	7.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com