

证券研究报告·上市公司简评

服装家纺

# 多品牌梯度布局，助力营收 稳增，业绩符合预期

## 事件

公司发布 2017 年年报，2017 年公司实现营业收入 14.21 亿元，同比增长 17.78%；实现归母净利润 2.73 亿元，同比增长 15.69%；扣非归母净利润 2.17 亿元，同比下降 2.44%。其中 2017Q4 单季实现营业收入 4.25 亿元，同比增长 12.47%；当季实现归母净利润 0.68 亿元，同比增长 7.49%。

公司拟以总股本 2.89 亿股为基数，向全体股东按每 10 股转增 4 股，同时每 10 股派发现金股利 5.00 元（含税），合计派发现金股利 1.45 亿元，占 2017 年归母净利润 60.92%。

## 简评

### 1、营收净利稳健回升，六大品牌表现俱优

公司全年业绩强势回升，受益于中高端消费复苏趋势以及公司提高性价比、降低加价倍率等措施，2017 年公司业绩大幅上扬，营收、归母净利同比分别增长 17.78%、15.69%；扣非归母净利润同比下降 2.44%，系由公司加大研发投入（较去年增加 1351 万元）、股权激励计划成本（559.08 万元）以及聘请专业人士，如日本著名设计师久保嘉男（应付职工薪酬增加 1573.6 万元）所致，长期业绩有望持续受益。

**分品牌来看：**（1）主品牌玖姿在国内中高端女装业地位稳固，渠道修复，恢复净开店后业绩复苏回升，全年营业收入同比增长 10.49% 至 9.36 亿元，占主营业务收入 66.08%；（2）三大女装新品牌继续保持靓丽增速，为公司带来营收和业绩的新驱动力。其中，尹默主打高端，定位 28-35 岁女性，风格知性简练，2017 全年实现营收 2.14 亿元，同比增长 10.76%，占比 15.12%；摩萨克偏重优雅风，定位 25-32 岁女性，全年实现营收 0.35 亿元，同比增长 15.47%，占比 2.50%；斐娜晨风格活泼玩味，定位 28-32 岁女性，全年营收 1.02 亿元，同比大幅提升 92.41%，占比 7.22%。

（3）男装品牌安正实现营收 0.75 亿元，同比大幅增长 37.11%，占比 5.28%，为公司在男装领域打开良好局面；（4）安娜蔻是 17 年新创立的中高端线上品牌，虽仍未形成较高的知名度，但其全年业绩优异，实现营业收入 4860 万元，为公司利用互联网全面提升管理与营销能力积累丰富经验。

**分渠道来看，线下延续增长，线上增速亮眼。**2017 年公司线下渠道收入合计 12.21 亿元，同比增长 14.76%；其中直营店实现营业收入 6.51 亿元，同比增长 22.37%，占比主营业务收入

## 安正时尚 (603839)

维持

买入

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

发布日期：2018 年 03 月 30 日

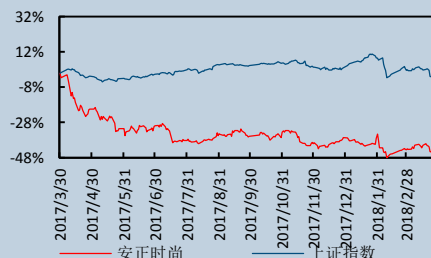
当前股价：22.53 元

### 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
	2.88/6.87	-8.04/-3.61	-42.25/-39.76
12 月最高/最低价 (元)			39.86/19.85
总股本 (万股)			28,906.06
流通 A 股 (万股)			7,462.0
总市值 (亿元)			65.13
流通市值 (亿元)			16.81
近 3 月日均成交量 (万)			134.9
主要股东			
郑安政			37.11%

### 股价表现



### 相关研究报告

17.12.29	安正时尚 (603839.SH)：子品牌斐娜晨管理层持股引进，三层激励制度成型
17.12.25	安正时尚 (603839.SH)：大股东增持显信心，多品牌齐头并进，外延内生成长可期



45.92%；加盟店实现营业收入 5.71 亿元，同比增长 7.17%，占比 40.29%；**线上渠道**因新增安娜蔻品牌增速迅猛，实现营收 1.95 亿元，同比提升 48.88%，目前线上占比主营业务收入达 13.80%，未来上升空间有望进一步开拓。

## 2、提高性价比+加大促销力度，拖累毛利率，改善存货结构

**综合毛利率方面**，2017 年公司服装主业综合毛利率为 66.88%，同比降低 4.18pct，主要原因为：（1）提高产品性价比使毛利率下降 1.65pct，在保持销售价格不变的情况下，使用更好的面料和工艺，从而增加生产成本降低毛利率；（2）加大过季商品的处理使毛利下降 2.53 pct，公司本年度对过季商品进行较大力度的促销，特别是尹默品牌，造成毛利有所下降。我们预计，性价比提升对毛利的影响已趋于稳定，过季产品处理使库龄结构得到改善，对毛利率影响将消失，未来公司毛利率水平有望修复。

**期间费用方面**，2017 年公司销售费用为 4.46 亿元，同比增长 28.38%，销售费用率为 31.37%，较上年同期增加 2.59pct，主要系由新开 24 家直营店员工薪酬(+5312 万元)、广告宣传费(+1510 万元)及电商服务费(+2537 万元所致)；管理费用率为 13.29%，同比下降 0.46pct；财务费用率为-0.22%，同比下降 0.64pct，较上年同期减少 814,19 万元至-307.42 万元，减少的主要原因是银行借款偿还完毕，利息支出减少，募集资金到账，银行存款利息收入增加。

**存货方面**，公司 2017 年度过季商品进行了较大力度的促销，使得以前年度的库存得到有效消化，库存货品结构发生较大改善。本年度 2 年以内库存商品占比达到 74%，较上年同期提升 18pct。周转速度方面同步带动提升，周转天数加快 75 天，减少为 2.5 个月。

## 3、多品类+多品牌延伸，时尚集团战略加快落地

公司经过多年发展经营，已形成以玖姿、安正为代表，覆盖男女装的不同风格与调性的多品牌矩阵。随着“千禧一代”消费主力的产生，个性化消费渐成主流，公司未来有望通过自主培育等多种方式，在现有男女服饰品类的基础上，不断丰富新的品类，如童装、男装潮牌、鞋子、箱包及饰品等，形成有奢侈品牌、高端品牌、中高端品牌和中端品牌的时尚产业集团。

具体实施方面，公司于 2018 年 2 月 13 日发布公告，拟与润祥公司合资成立锦润国际服饰（珠海）有限公司，公司以自有资金出资人民币 1,100 万元，占锦润国际注册资本的 55%。合作代理的奢侈品店将于 2018 年 7 月 1 日在广州 K11 购物中心开业，童装店预计年内将在上海久光百货开业。

## 4、积极构筑全渠道，线上线下齐拓展

**线下渠道继续渗透**，公司线下渠道广布，营销网络覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市主要城市的重点商圈。截止 2017 年末，公司共有终端门店 917 家，较 2016 年净增加 55 家。**分品牌来看**，玖姿渠道数量领先，采取加盟为主、直营为辅的销售模式，拥有门店 691 家（加盟：557、直营：134），渠道修复后净增加 24 家；定位高端的“尹默”、“安正”，为保持品牌调性，采取直营为主、加盟为辅的销售模式，分别拥有门店 90 家（直营：84、加盟 6）与 36 家（直营:35、加盟 1），分别净增加-2 家与 3 家；摩萨克关闭部分店效不佳网点后，将充分利用现有“玖姿”所形成的加盟渠道资源，未来采取以加盟为主、直营为辅的销售模式，共拥有门店 15 家，净减少 10 家；斐娜晨采用直营和加盟并重的方式，共拥有门店 85 家（直营：68，加盟：17）。**平均店效方面**，据公司管理层预计，玖姿自营店 300-350 万元、加盟店 280-320 万；尹默、安正平均 400-500 万；摩萨克关闭部分店面后，平均店效达 300-350 万；斐娜晨约 200 万。

**线上增速靓丽，整合有望提速**。2017 年公司线上销售额达到 1.95 亿元，同比大幅增长 48.88%，主要得益于 2017 年新增互联网品牌安娜蔻表现优异，实现销售额 4860 万元。目前公司现有品牌均以线下实体销售为主，线上仍有较大的提升空间。公司积极布局线上整合，2017 年取得较大突破，主品牌玖姿在 2017 年“双 11”活动中，当天实现交易额 5806 万元，较上年度同比增长 414%，玖姿线上 VIP 已达 53 万人。

## 5、“店铺+股权+品牌”层层构筑，各级员工均受激励



目前公司已形成的股权激励+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工动力。

**(1) 实施子品牌管理层持股计划，绑定利益为新品牌成长再添动力。**2017年12月29日公告称，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）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。此次品牌管理层持股计划实现与子品牌主要经营者利益绑定，增强公司多品牌内生发展动力，助力斐娜晨保持快速发展势头。

**(2) 推出限制性股权激励计划，业绩高目标彰显信心。**公司于2017年8月25日审议通过2017年度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%，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，同比增长率分别为16.53%、30.91%、30.56%，高于行业平均增速。2017年公司实现归母净利润2.73亿元，同比增长15.69%，接近预定业绩目标（加入股权激励费用559.08万元则超越）。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，共谋公司长远发展。

**(3) “店长店”模式取得成效，基层员工动力倍增。**公司于2015年开始实行“店长店”终端店铺激励改革并取得显著成效，在基层员工采取保底+提成方式的同时，将门店超过规定利润目标部分的30%分享给店长和员工，强化经营理念由收入规模扩张到利润明确增长的转变。并将通过利润分享、授权、赋能、商品及资源支持等一系列配套措施，激活终端，从体系上保证公司的发展与员工利益高度一致，有利于公司长期稳定、健康发展。

#### 投资建议：

公司外延内生齐发力，目前渠道调整已经完毕，2017年度净开店55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业绩靓丽，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陆续落地，大股东增持彰显信心，公司上下利益绑定完全，业绩增长确定性凸显。我们预计2018-2019年公司分别实现归母净利润3.67、4.71亿元，EPS为1.48、1.63元/股，对应PE分别为15.2、13.8倍，维持“买入”评级。

表 1：安正时尚 2017-2019 年主要财务指标及预测（单位：百万元）

利润表	2017	2018E	2019E	财务指标	2017	2018E	2019E
营业收入	1,420.7	1,722.0	2,104.8	成长性			
减:营业成本	472.5	525.5	650.0	营业收入增长率	17.8%	21.2%	22.2%
营业税费	25.2	22.4	27.4	营业利润增长率	20.7%	32.8%	28.9%
销售费用	445.6	490.8	589.3	净利润增长率	15.7%	34.2%	28.6%
管理费用	188.9	226.4	273.6	EBITDA 增长率	6.4%	44.1%	28.3%
财务费用	-3.1	1.2	-6.7	EBIT 增长率	7.3%	46.9%	27.0%
资产减值损失	44.8	48.0	50.0	NOPLAT 增长率	16.0%	34.5%	27.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	投资资本增长率	86.6%	48.0%	0.2%
投资和汇兑收益	42.7	12.0	20.0	净资产增长率	100.5%	53.3%	7.3%
营业利润	316.0	419.7	541.2	利润率			
加:营业外净收支	0.3	9.0	9.0	毛利率	66.7%	69.5%	69.1%
利润总额	316.3	428.7	550.2	营业利润率	22.2%	24.4%	25.7%
减:所得税	43.2	58.6	74.3	净利润率	19.2%	21.3%	22.4%



上市公司简评报告

<b>净利润</b>	<b>273.1</b>	<b>366.5</b>	<b>471.1</b>	EBITDA/营业收入	22.8%	27.1%	28.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT/营业收入	20.2%	24.4%	25.4%
货币资金	347.1	927.6	1,210.8	<b>运营效率</b>			
交易性金融资产	-	-	-	固定资产周转天数	138	113	104
应收帐款	123.0	211.9	197.4	流动营业资本周转天数	230	297	247
应收票据	-	-	-	流动资产周转天数	390	530	517
预付帐款	14.8	13.0	21.3	应收帐款周转天数	29	35	35
存货	474.3	547.4	709.2	存货周转天数	108	107	107
其他流动资产	1,213.8	1,193.3	1,012.2	总资产周转天数	626	735	697
可供出售金融资产	111.7	12.0	12.0	投资资本周转天数	374	498	486
持有至到期投资	-	-	-	<b>投资回报率</b>			
长期股权投资	-	-	-	ROE	10.6%	9.3%	11.2%
投资性房地产	42.4	42.4	42.4	ROA	8.7%	9.5%	11.1%
固定资产	548.3	534.4	678.3	ROIC	26.3%	18.9%	16.3%
在建工程	28.2	109.0	20.9	<b>费用率</b>			
无形资产	69.9	156.8	236.0	销售费用率	31.4%	28.5%	28.0%
其他非流动资产				管理费用率	13.3%	13.2%	13.0%
<b>资产总额</b>	<b>3,151.8</b>	<b>3,878.3</b>	<b>4,273.1</b>	财务费用率	-0.2%	0.1%	-0.3%
短期债务	-	-	-	三费/营业收入	44.4%	41.7%	40.7%
应付帐款	239.0	214.5	296.1	<b>偿债能力</b>			
应付票据	-	2.7	0.6	资产负债率	18.4%	12.8%	13.0%
其他流动负债				负债权益比	22.6%	14.6%	15.0%
长期借款	-	-	-	流动比率	4.72	6.13	6.03
其他非流动负债				速动比率	3.69	4.97	4.67
<b>负债总额</b>	<b>580.0</b>	<b>576.4</b>	<b>633.8</b>	利息保障倍数	-93.18	350.78	-79.77
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>3.7</b>	<b>8.5</b>	<b>分红指标</b>			
股本	289.0	365.2	365.2	DPS(元)	-	0.40	0.52
留存收益	2,328.1	3,572.8	3,855.5	分红比率	0.0%	40.0%	40.0%
<b>股东权益</b>	<b>2,571.7</b>	<b>3,941.7</b>	<b>4,229.1</b>	股息收益率	0.0%	0.9%	1.2%
<b>现金流量表</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	273.1	366.5	471.1	EPS(元)	0.94	1.00	1.29
加:折旧和摊销	67.2	46.2	65.0	BVPS(元)	8.90	10.78	11.56
资产减值准备	44.8	48.0	50.0	PE(X)	23.8	22.5	17.5
公允价值变动损失	-	-	-	PB(X)	2.5	2.1	1.9
财务费用	1.1	1.2	-6.7	P/FCF	-9.5	97.5	19.8
投资收益	-42.7	-12.0	-20.0	P/S	4.6	4.8	3.9
少数股东损益	-	3.7	4.8	EV/EBITDA	19.8	32.5	24.9
营运资金的变动	-919.4	-80.4	77.9	CAGR(%)	21.9%	14.9%	26.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>317.4</b>	<b>373.2</b>	<b>642.1</b>	PEG	1.1	1.5	0.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1,048.3</b>	<b>-1,000.0</b>	<b>-177.1</b>	ROIC/WACC	7.5	5.2	4.3



融资活动产生现金流量	968.8	1,207.3	-181.8	REP	0.4	1.0	1.2
------------	-------	---------	--------	-----	-----	-----	-----

资料来源: WIND, 中信建投证券股份有限公司



## 分析师介绍

## 研究服务

**史琨:** 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。

### 社保基金销售经理

彭砚莘 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

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 zhangyongzgs@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

邓欣 dengxin@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 chenpeikai@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。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859