

强烈推荐-A (维持)

安正时尚 603839.SH

目标估值: NA  
 当前股价: 21.65 元  
 2018年04月26日

主品牌复苏趋势加强 副牌发展健康共促业绩高增长

基础数据

上证综指	3075
总股本(万股)	28904
已上市流通股(万股)	7462
总市值(亿元)	63
流通市值(亿元)	16
每股净资产(MRQ)	8.9
ROE(TTM)	10.6
资产负债率	18.4%
主要股东	郑安政
主要股东持股比例	37.11%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《安正时尚(603839)——主品牌持续改善 多品牌矩阵稳步推进》2018-03-29
- 2、《安正时尚(603839)——渠道调整基本到位 同店改善拉动三季报业绩表现》2017-10-31
- 3、《安正时尚(603839)——17 整合年业绩稳步增长 18 轻装上阵业绩增速有望加快》2017-08-16

孙好

010-57601717  
 sunyu2@cmschina.com.cn  
 S1090511110003

公司 17 年经过产品力的提升及渠道的持续整合, 自主孵化多品牌效果显现, 旗下女装品牌玖姿、尹默、斐娜晨、安正男装品牌同店均实现良好增长, 促使 18Q1 收入获得 27% 的超预期增长; 利润端受主品牌倍率降低及终端去库存影响毛利率下滑, 但费用投入相对刚性, 理财收益增加拉动归母净利润增长 30%。我们认为公司多品牌战略稳步推进, 初步完成了线上线多品牌矩阵的搭建。后期随着品牌运营、产品开发及精细化管理能力的不断提升, 内生增长力的稳定增长叠加渠道的稳步拓展, 18 年有望完成公司营收增长 25.53% 的规划及今明两年净利润年均增长 31% 的股权激励目标。公司当前市值 63 亿, 18/19PE 分别为 17X/13X, 估值不高, 可在底部把握左侧估值修复机会。

- 18Q1 收入超预期增长, 投资收益增厚业绩端表现。公司 18 年 Q1 实现营业收入 3.9 亿元, 同比 26.84%。受理财收益增加影响, 利润端增速高于收入, 营业利润及归母净利润分别为 1.1 亿元和 9194 万元, 同比分别增长 31.81% 和 30.09%。
- 主品牌内生增长提速, 多品牌矩阵持续发力。Q1 季度终端调整基本到位, 线下复苏加速, 线上维持高速增长。1) 分渠道来看: 线下渠道收入 3.38 亿元, 同比增长 20.97%, 其中直营渠道收入 2.01 亿元, 同比增长 20.11%, 加盟店收入 1.37 亿元, 同比增长 22.24%。线上渠道收入实现 5223.83 万元, 同比增长 79.30%。2) 分品牌来看: 主品牌玖姿主动下调倍率, 性价比的提升使终端销售明显改善, 收入增长提速。18 年 Q1 实现收入 2.5 亿元, 同比增长 34.73%, 其中, 线下增长 20%, 同店增长 17%, 终端渠道 695 家(直营店 93 家, 奥莱店 37 家, 加盟店 560 家), 较年初减少一家, 亏损/低效店铺调整基本结束。尹默品牌实现收入 6157.6 万元, 同比增长 9.22%, 其中, 同店增长 5-6%, 渠道逆转关店趋势, 实现净开店 3 家至 93 家(其中直营 72 家, 奥莱店 15 家, 加盟店 6 家)。安正男装及斐娜晨发展态势良好, 分别实现收入 2618.5 万元和 3777.5 万元, 同比分别增长 12.81% 和 80.01%。小品牌摩萨克与线上新品牌安娜蔻因风格调整, Q1 季度营业收入分别为 736.2 万和 737.62 万元, 同比下跌 39.18% 和 35.99%。

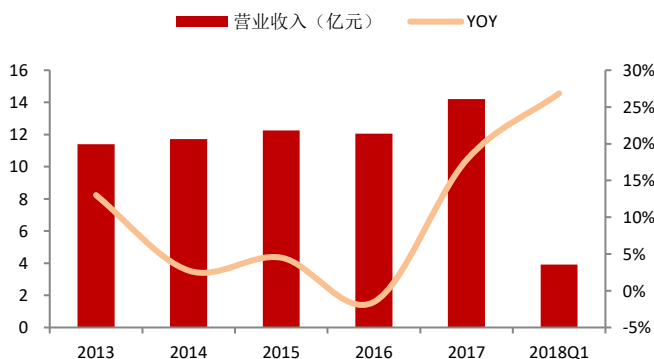
财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	1206	1421	1786	2266	2884
同比增长	-2%	18%	26%	27%	27%
营业利润(百万元)	262	316	417	553	687
同比增长	5%	21%	32%	32%	24%
净利润(百万元)	236	273	359	474	587
同比增长	-3%	16%	32%	32%	24%
每股收益(元)	1.10	0.94	1.24	1.64	2.03
PE	19.6	22.9	17.4	13.2	10.7
PB	3.6	2.4	2.2	2.0	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券

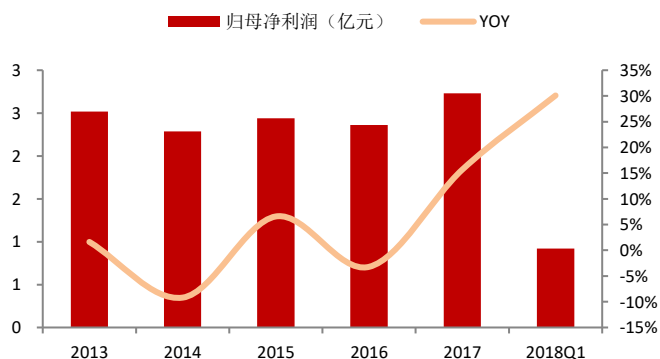
- **Q1 公司为提升产品性价比，去年主品牌主动降低产品倍率，叠加大力清库存，拖累整体毛利率下滑 1.73PCT。**公司 Q1 季度综合毛利率 68.70%，同比去年下降 1.73PCT。其中除安正男装品牌同比增长 6.83PCT 至 77.88%外，其他品牌毛利率均有不同程度下降，其中玖姿下降 1.95PCT、尹默下降 1.32PCT、斐娜晨下降 5.39PCT，摩萨克与安娜蔻由于品牌风格调整，导致毛利率下滑较大，分别下降 17.44PCT 和 30.61PCT。
  - **期间费用率同比下降 5.08PCT，费用投入刚性费率下降，投资收益增加至净利率小幅提升 0.59PCT。**Q1 季度公司期间费用率同比下降 5.08PCT 至 39.53%，其中销售费用率同比下降 2.64PCT，管理费用率同比下降 2.60PCT，财务费用小幅上升 0.16PCT。同时投资收益同增 876.5 万，至净利率小幅提升 0.59PCT 至 23.50%。
  - **库存下降，但采购规模提升及应收账款增加，经营性现金流转负。**截止 Q1 季末，公司库存为 4.5 亿元，较年初下降 6.10%。应收账款 1.1 亿元，同比去年增长 30.37%。受支付货款增加及增加采购预付款增加影响，公司经营性现金流转负至 -480.6 万元。
  - **18 年随着主品牌调整到位，新品牌全面丰收，预计 18/19 年有望实现净利润年均 31% 的股权激励增长目标。**随着 2017 年公司渠道调整基本完成，2018 年将进入开店时期。多品牌战略布局下，主品牌维持加速成长，新品牌孕育成熟，实现全面丰收。同时公司国际化布局频繁，增资安诺集团、合资成立锦润国际。预计 18 年有望实现收入增长 25.53% 的规划，预计 18/19 年净利润年均增长 31% 的股权激励目标。
  - **盈利预测和投资评级。**公司定位于国内领先的多品牌时尚产业集团，当前旗下女装品牌玖姿、尹默、斐娜晨、摩萨克及安正男装品牌，与新孵化的快时尚电商品牌安娜蔻，初步完成了线上线下多品牌矩阵的搭建。未来，随着品牌运营、产品开发及精细化管理能力的不断提升，内生增长力的稳定增长叠加渠道的稳步拓展，预计 18/19 年净利润有望分别实现 3.59 和 4.70 亿元（年均增长 31%）的股权激励目标。
- 结合品牌改善趋势及股权激励目标，维持 s18-20 年 EPS 分别为 1.24、1.64 和 2.03 元，公司当前市值 63 亿，18/19PE 分别为 17X/13X，估值不高，可在底部把握左侧估值修复机会。维持“强烈推荐-A”的评级。
- **风险提示。**终端销售低迷、多品牌培育低于预期。

图 1: 公司 2013-2018Q1 营收及增速 (亿元)



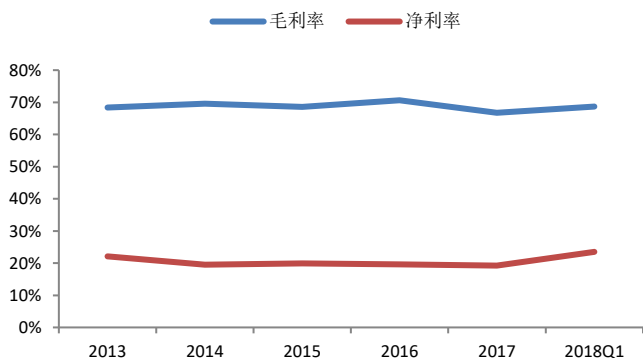
资料来源：公司公告、招商证券

图 2: 公司 2013-2018Q1 归母净利润及增速 (亿元)



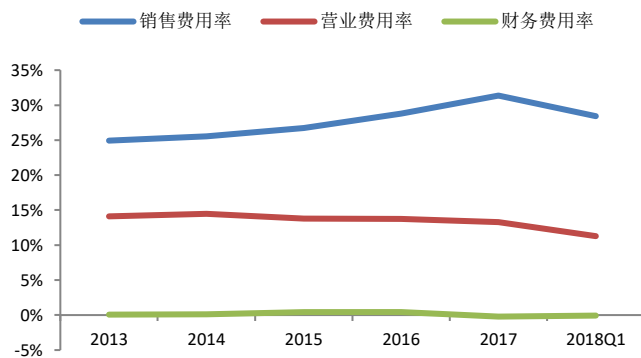
资料来源：公司公告、招商证券

图 3: 公司 2013-2018Q1 毛利率及净利率变化情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司 2013-2018Q1 三项费用率情况



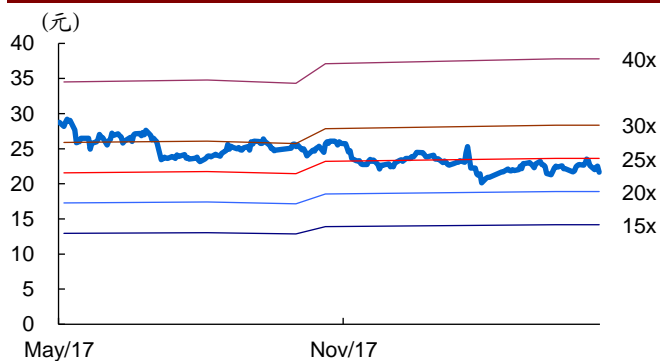
资料来源: 公司公告、招商证券

表 1: 公司季度利润指标

(百万元)	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1
营业收入	334	259	270	299	378	308	317	371	425	391
营业毛利	190	192	207	208	245	217	216	246	268	267
销售费用	89	76	80	84	107	96	95	102	153	111
管理费用	33	40	43	37	46	43	40	49	57	44
财务费用	1	1	2	1	1	-1	-2	0	(0)	(0)
营业利润	61	70	64	58	69	82	70	84	80	107
归属母公司净利润	74	61	57	55	64	71	59	75	68	92
EPS (元)	0.34	0.28	0.27	0.26	0.30	0.25	0.21	0.26	0.18	0.32
<b>主要比率</b>										
毛利率	57%	74%	77%	69%	65%	70%	68%	66%	63%	69%
销售费用率	27%	29%	30%	28%	28%	31%	30%	27%	36%	28%
管理费用率	10%	16%	16%	12%	12%	14%	13%	13%	13%	11%
财务费用率	0.4%	0.4%	0.6%	0.5%	0.3%	-0.3%	-0.6%	0%	0%	0%
营业利润率	18%	27%	24%	20%	18%	26%	22%	23%	19%	27%
有效税率	19%	12%	13%	8%	17%	14%	16%	11%	17%	14%
净利率	22%	23%	21%	18%	17%	23%	19%	20%	16%	24%
<b>YoY</b>										
收入	-	-	-	-4%	13%	19%	17%	24%	12%	27%
归属母公司净利润	-	-	-	39%	-13%	16%	3%	37%	7%	30%

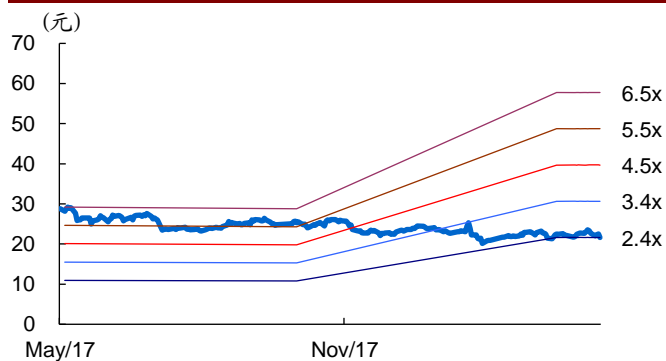
数据来源: 公司公告、招商证券

图 5: 安正时尚历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 安正时尚历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

## 参考报告:

- 1、《安正时尚“年报点评”-主品牌持续改善 多品牌矩阵稳步推进》2018-03-30
- 2、《安正时尚-渠道调整基本到位 同店改善拉动三季报业绩表现》2017-10-31
- 3、《安正时尚-17 整合年业绩稳步增长 18 轻装上阵业绩增速有望加快》2017-08-16
- 4、《行业基本面复苏逐步兑现 龙头品种仍存估值修复空间 - “时尚半月谈”(4 月下旬)》2018-04-16
- 5、《中美贸易摩擦对纺服板块影响有限 逢低布局错杀品种 - “时尚半月谈”(3 月下旬)》2018-03-26
- 6、《秋冬装销售靓丽 腾讯入股海澜事件加速板块估值提升 - “时尚半月谈”(2 月上旬)》2018-02-04
- 7、《“时尚半月谈”(1 月下旬)- 春节前旺季延长及冷冬催化 18Q1 旺销局面基本确立》2018-01-21
- 8、《纺织服装行业 2017 年年报前瞻—冷冬催化品牌零售复苏加强 汇兑损失影响出口表现》2018-01-15
- 9、《“时尚半月谈”(1 月上旬)- 2018Q1 基本面复苏延续 限售股解禁对板块整体影响有限》2018-01-08
- 10、《纺织服装行业开年献礼篇: 龙头蓄势 守望 2018》2018-01-02
- 11、《“时尚半月谈”(12 月下旬)-品牌服饰零售端回暖趋势延续, 板块调整择优逢低布局》2017-12-18
- 12、《“时尚半月谈”(11 月下旬)- 优质龙头基本面扎实 短期跟随市场调整无碍明年布局》2017-11-20
- 13、《纺织服装行业 2018 年度投资策略-掘金新轻奢风潮》2017-11-19
- 14、《纺织服装行业 2017 年三季报综述-结构性复苏延续 中高端品牌表现优于大众品牌》2017-11-06
- 15、《“时尚半月谈”(11 月上旬)- 销售旺季来临 优质龙头坚定持有》2017-10-29
- 16、《2017 年三季报前瞻分析: 销售旺季临近 品牌零售优质龙头配置正当时》2017-10-17
- 17、《时尚半月谈”(10 月下旬)- 双节叠加催化十一黄金周品牌零售 季报期坚守优质龙头》2017-10-15
- 18、《安正时尚(603839) —渠道调整基本到位 同店改善拉动三季报业绩表现》2017-10-31
- 19、《安正时尚(603839) —主品牌持续改善 多品牌矩阵稳步推进》2018-03-29

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	905	2173	2480	2933	3684
现金	110	347	328	200	200
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	93	104	123	156	198
其它应收款	15	19	24	31	39
存货	381	474	461	587	752
其他	307	1229	1544	1960	2494
<b>非流动资产</b>	880	979	969	961	955
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	544	548	552	556	560
无形资产	74	70	63	57	51
其他	262	361	354	349	345
<b>资产总计</b>	<b>1785</b>	<b>3152</b>	<b>3449</b>	<b>3895</b>	<b>4639</b>
<b>流动负债</b>	394	460	514	602	874
短期借款	66	0	0	14	189
应付账款	122	164	204	260	333
预收账款	35	31	39	49	63
其他	171	266	271	279	289
<b>长期负债</b>	109	120	120	120	120
长期借款	0	0	0	0	0
其他	109	120	120	120	120
<b>负债合计</b>	<b>502</b>	<b>580</b>	<b>633</b>	<b>721</b>	<b>994</b>
股本	214	289	289	289	289
资本公积金	6	1061	1061	1061	1061
留存收益	1063	1222	1466	1824	2295
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1283	2572	2816	3173	3645
<b>负债及权益合计</b>	<b>1785</b>	<b>3152</b>	<b>3449</b>	<b>3895</b>	<b>4639</b>

现金流量表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	339	317	79	(42)	(71)
净利润	236	273	359	474	587
折旧摊销	71	67	46	44	43
财务费用	5	1	(3)	(2)	4
投资收益	(8)	(43)	(51)	(51)	(51)
营运资金变动	40	67	(270)	(545)	(703)
其它	(4)	(48)	(3)	38	49
<b>投资活动现金流</b>	(187)	(1048)	15	15	15
资本支出	(67)	(63)	(36)	(36)	(36)
其他投资	(120)	(985)	51	51	51
<b>筹资活动现金流</b>	(88)	969	(113)	(100)	56
借款变动	(80)	(89)	0	14	176
普通股增加	0	75	0	0	0
资本公积增加	(0)	1055	0	0	0
股利分配	(26)	(86)	(116)	(116)	(116)
其他	18	13	3	2	(4)
<b>现金净增加额</b>	<b>65</b>	<b>238</b>	<b>(19)</b>	<b>(128)</b>	<b>0</b>

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	1206	1421	1786	2266	2884
营业成本	354	472	588	750	961
营业税金及附加	20	25	32	40	51
营业费用	347	446	536	657	836
管理费用	166	189	221	279	355
财务费用	5	(3)	(3)	(2)	4
资产减值损失	61	45	45	40	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	43	51	51	51
<b>营业利润</b>	262	316	417	553	687
营业外收入	9	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	271	316	417	553	687
所得税	34	43	58	79	101
<b>净利润</b>	236	273	359	474	587
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	236	273	359	474	587
<b>EPS (元)</b>	1.10	0.94	1.24	1.64	2.03

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-2%	18%	26%	27%	27%
营业利润	5%	21%	32%	32%	24%
净利润	-3%	16%	32%	32%	24%
<b>获利能力</b>					
毛利率	70.6%	66.7%	67.1%	66.9%	66.7%
净利率	19.6%	19.2%	20.1%	20.9%	20.3%
ROE	18.4%	10.6%	12.8%	14.9%	16.1%
ROIC	17.2%	10.2%	12.4%	14.6%	15.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	28.1%	18.4%	18.4%	18.5%	21.4%
净负债比率	3.7%	0.0%	0.0%	0.3%	4.1%
流动比率	2.3	4.7	4.8	4.9	4.2
速动比率	1.3	3.7	3.9	3.9	3.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	0.9	1.1	1.3	1.4	1.4
应收帐款周转率	11.7	14.4	15.8	16.3	16.3
应付帐款周转率	3.0	3.3	3.2	3.2	3.2
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.10	0.94	1.24	1.64	2.03
每股经营现金	1.59	1.10	0.27	-0.15	-0.24
每股净资产	6.00	8.90	9.74	10.98	12.61
每股股利	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
<b>估值比率</b>					
PE	19.6	22.9	17.4	13.2	10.7
PB	3.6	2.4	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	39.9	34.6	25.9	20.0	16.2



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，9年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾1年。

刘丽，对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。