

纺织服装

2018年04月27日

安正时尚 (603839)

——主品牌加速增长，业绩表现超预期

报告原因：有业绩公布需要点评

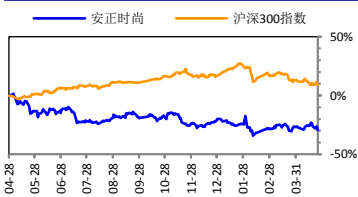
增持 (维持)

收盘价(元)	21.65
一年内最高/最低(元)	31.14/19.85
市净率	2.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	1616
上证指数/深证成指	3075.03/10292.12

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

每股净资产(元)	9.24
资产负债率%	14.61
总股本/流通A股(百万)	289/75
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《安正时尚(603839)点评：持续强劲增长，多品牌集团扬帆起航正当时》 2018/03/29

《安正时尚(603839)点评：——董事长拟增持公司股份，彰显未来发展信心》 2017/12/15

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

武楠 A0230117080002
wunan@swsresearch.com

联系人

武楠
(8621)23297818×转
wunan@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **2018年一季度收入增长26.8%，归母净利润增长30.1%，净开店7家，增速高于预期。**1) 2018年一季度收入增长26.8%至3.9亿元，归母净利润增长30.1%至9194万元，扣非净利润同比增长21%至8418万元，呈现增速加快态势。2) 2018年一季度共有门店924家，实现净开店7家，一季度门店拓展数量较少，因此收入端强劲表现主要得益于同店的大幅提升，体现终端零售强劲回暖及公司产品的市场认可度。
- **公司毛利率小幅下降，期间费用控制良好，净利率稳定，整体周转改善，效率提升。**1) **利润表看**，公司18年一季度毛利率下降了1.72pcts至68.7%，由于摩萨克女装品牌为优化店铺结构而出清库存举措和安娜寇进行品牌风格调整所致。销售/管理费用率分别下降2.64/2.6pcts，净利率上升0.59pcts至23.5%。2) **资产负债表来看**，应收账款周转天数较之去年同期降低1.3天，存货周转天数较去年同期降低38天至338天。3) **现金流情况来看**：经营活动现金流本期为-481万元，较之去年同期大幅降低6192万元，主要由于本期集中支付上年冬装成衣结算货款6642万元及同比提前下单备货预付款1201万元。
- **公司主品牌加速增长，新品牌高速增长，电商高速增长推动业绩超预期。**1) **主品牌表现超预期**：主品牌玫姿自16Q4开始复苏，17年表现良好，18Q1增速亮眼，收入增长34.7%至2.5亿元，同店增长17%。2) **新兴品牌持续亮眼**：尹默女装保持增长态势，收入增长9.2%至6158万元，同店增长5-6%；斐娜晨保持超强劲增长，收入增长80%至3778万元，净增店铺3家至88家，同店增长10%以上，呈现较高产品力；安正男装增长势头迅猛，收入增长12.8%至2618万元。3) **部分品牌略有调整，对业绩影响不大**：摩萨克优化店铺结构出清库存致收入减少38.2%至736万元；线上品牌安娜寇收入减少36%至738万元，产品风格调整导致收入下降。4) **渠道全面向好，电商增长爆发**：直营店和加盟店收入分别增长20%和22%，表明线下渠道消费向好，线上销售收入同比增长79%，呈现爆发增长。
- **公司持续推进高品质的中国时尚产业集团战略，打造高性价比的中国高端男女装品牌，品牌发展梯度明晰，内生增长强劲，维持“增持”评级。**主品牌“玫姿”女装加速增长，超市场预期。2017年新品牌同店大幅增长及加盟商开店验证新兴品牌较高市场认可度，2018年新品牌开店提速和同店增长有望推动业绩更上一层楼。我们维持原有盈利预测，预计18-20年归母净利润分别为3.58/4.35/5.0亿元，对应EPS分别为1.24/1.5/1.74元，对应18年PE仅为17倍，“增持”评级！

财务数据及盈利预测

	2017	2018Q1	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,421	391	1,727	2,038	2,372
同比增长率(%)	17.78	26.84	21.53	18.01	16.39
净利润(百万元)	273	92	358	435	502
同比增长率(%)	15.69	30.10	31.14	21.51	15.40
每股收益(元/股)	0.94	0.32	1.24	1.50	1.74
毛利率(%)	66.7	68.7	67.8	68.4	68.8
ROE(%)	10.6	3.4	12.2	13.0	13.0
市盈率	23		17	14	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,225	1,206	1,421	1,727	2,038	2,372
营业收入同比增长率 (yoy)	4.50%	-1.53%	17.78%	21.53%	18.01%	16.39%
减: 营业成本	384	354	472	555	644	740
毛利率 (%)	68.61%	70.63%	66.74%	67.80%	68.40%	68.80%
减: 营业税金及附加	16	20	25	31	36	42
主营业务利润	825	832	923	1,141	1,358	1,590
主营业务利润率 (%)	67.31%	68.97%	64.97%	66.07%	66.63%	67.03%
减: 销售费用	327	347	446	501	581	676
减: 管理费用	169	166	189	230	271	315
减: 财务费用	5	5	-3	5	5	5
经营性利润	323	314	292	405	501	594
经营性利润同比增长率 (yoy)	-2.23%	-2.76%	-7.11%	38.89%	23.70%	18.56%
经营性利润率 (%)	26.36%	26.02%	20.52%	23.45%	24.58%	25.04%
减: 资产减值损失	87	61	45	60	64	76
加: 投资收益及其他	14	8	43	45	45	45
营业利润	250	262	316	390	482	562
加: 营业外净收入	33	9	0	26	26	26
利润总额	283	271	316	416	508	588
减: 所得税	39	34	43	59	73	86
净利润	244	236	273	358	435	502
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	244	236	273	358	435	502
净利润同比增长率 (yoy)	6.58%	-3.21%	15.69%	31.14%	21.51%	15.40%
全面摊薄总股本	214	214	289	289	289	289
每股收益 (元)	1.14	1.10	1.00	1.24	1.50	1.74
归属母公司所有者净利润率 (%)	19.91%	19.57%	19.22%	-	-	-
ROE	21.33%	18.40%	10.62%	12.20%	13.00%	13.00%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。