

证券研究报告·上市公司简评

服装家纺

18Q1 业绩增长亮眼，主品牌 玖姿线上线下增长超预期

安正时尚 (603839)

事件

公司发布 2018 年一季报，2018Q1 实现营业收入 3.91 亿元，同比增长 26.84%；归母净利润 9194 万元，同比增长 30.09%。

简评

1、2018Q1 业绩增长亮眼，主品牌提速超预期

2018Q1 实现营业收入 3.91 亿元，同比增长 26.84%，分品牌看，主品牌玖姿品牌实现营收 2.46，同比增长 34.73%，其中同店增长 17%，较年初净开店 1 家至 690 家店，其中线上销售占比约 4-5%，线上销售同比增长约 250%，电商平台的粉丝数量达到 200 万（其中天猫旗舰店会员由去年底 53 万增至 85 万），线上线下齐发力，主要得益于米兰秀对于营销推广的影响力较大，以及线上推出的专供款增加并进行错峰备货以促进旺季销售。毛利率同比下降 1.95pct 至 66.9%，与提高产品性价比，提质不提价，以及存货处理积极性因素有关。

2018Q1 尹默实现营收 6157.57 万元，同比增长 9.22%，毛利率同比下降 1.32pct 至 76.74%，净开店 3 家至门店数量 93 家。

2018Q1 安正男装实现营收 2618.46 万元，同比增长 12.81%，毛利率同比提升 6.83pct 至 77.88%，净开店 2 家至 38 家门店。

2018Q1 摩萨克实现营收 736.21 万元，同比下降 38.18%，主要是优化店铺结构，相比 17Q1 店铺数量减少 10 家至 15 家，毛利率同比下降 17.44pct 至 55.15%，主要与关店导致的促销加大有关。Q1 斐娜晨实现营收 3777.54 万元，同比增长 80.01%，毛利率同比下降 5.39pct 至 76.39%。

2018Q1 安娜寇实现营收 737.62 万元，同比下降 35.99%，毛利率同比下降 20.61pct 至 26.22%，作为线上品牌，对品牌风格进行适当的调整，引起销售收入毛利率均有所下降；门店数量净开店 3 家至 88 家。伴随着新品牌风格逐渐调整结束，毛利率有望逐渐企稳。

2、库存结构持续优化，存货周转速度加快

2018Q1 扣非归母净利润同比增速 20.71%，低于归母净利润 30.09% 增速，主要是 2 月 26 日米兰秀费用 700 多万，以及存货跌价多计提 900 多万。Q1 经营性现金流支出 480.6 万元，主要是支付应收账款 6600 万，以及提前备货 1200 万。对过季商品进行

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 04 月 27 日

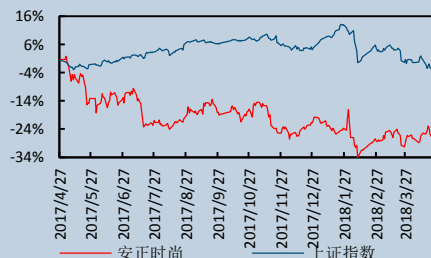
当前股价：21.65 元

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
	1.74/3.61	-7.0/6.58	-27.11/-25.01
12 月最高/最低价 (元)			31.84/19.85
总股本 (万股)			28,904.16
流通 A 股 (万股)			7,462.0
总市值 (亿元)			62.58
流通市值 (亿元)			16.16
近 3 月日均成交量 (万)			136.09
主要股东			
郑安政			37.35%

股价表现



相关研究报告

18.03.30 安正时尚 (603839): 多品牌梯度布局, 助力营收稳增, 业绩符合预期



了较大力度的促销，Q1 存货为 4.45 亿元，较年初减少 2891 万元，存货周转率提升 0.03pct 至 0.27%。

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。

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 1100 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年底开业。

4、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 2017 年 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。

投资建议：公司外延内生齐发力，目前渠道调整已经完毕，18 年开店加快且同店双位数保持增长，外延内生双发力，主品牌持续增长，新品牌成长喜人，叠加股权激励、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，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，对应 PE 分别为 18、14 倍，维持“买入”评级。

风险因素：品牌风格调整不及预期；电商渠道增速放缓等。



表 1: 公司 2017-2019 主要财务指标展望 (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%	41.5%	25.0%
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%	59.3%	-5.5%
投资和汇兑收益	42.7	12.0	20.0	净资产增长率	100.5%	6.8%	10.5%
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%
净利润	273.1	366.5	471.1	EBITDA/营业收入	22.8%	26.6%	27.2%
资产负债表	2017	2018E	2019E	EBIT/营业收入	20.2%	24.4%	25.4%
货币资金	347.1	413.3	505.1	运营效率			
交易性金融资产	-	-	-	固定资产周转天数	138	112	88
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	476	413
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	661	545
可供出售金融资产	111.7	12.0	12.0	投资资本周转天数	374	520	509
持有至到期投资	-	-	-	投资回报率			
长期股权投资	-	-	-	ROE	10.6%	13.4%	15.6%
投资性房地产	42.4	42.4	42.4	ROA	8.7%	11.7%	14.9%
固定资产	548.3	520.3	508.4	ROIC	26.3%	18.9%	15.1%
在建工程	28.2	24.0	2.4	费用率			
无形资产	69.9	64.5	59.1	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%
资产总额	3,151.8	3,172.6	3,202.1	财务费用率	-0.2%	0.1%	-0.3%
短期债务	-	898.7	533.4	三费/营业收入	44.4%	41.7%	40.7%
应付帐款	239.0	214.5	296.1	偿债能力			
应付票据	-	2.7	0.6	资产负债率	18.4%	34.9%	27.8%
其他流动负债				负债权益比	22.6%	53.7%	38.5%
长期借款	-	-	-	流动比率	4.72	1.74	2.32
其他非流动负债				速动比率	3.69	1.34	1.64
负债总额	580.0	1,475.1	1,167.2	利息保障倍数	-93.18	350.78	-79.77
少数股东权益	-	3.7	8.5	分红指标			



股本	289.0	293.9	293.9	DPS(元)	-	0.50	0.64
留存收益	2,328.1	2,448.3	2,731.0	分红比率	0.0%	40.0%	40.0%
股东权益	2,571.7	2,746.0	3,033.4	股息收益率	0.0%	1.1%	1.4%
现金流量表	2017	2018E	2019E	业绩和估值指标	2017	2018E	2019E
净利润	273.1	366.5	471.1	EPS(元)	0.94	1.25	1.60
加:折旧和摊销	67.2	37.6	38.9	BVPS(元)	8.90	9.33	10.29
资产减值准备	44.8	48.0	50.0	PE(X)	23.9	18.1	14.1
公允价值变动损失	-	-	-	PB(X)	2.5	2.4	2.2
财务费用	1.1	1.2	-6.7	P/FCF	-9.5	5.7	29.5
投资收益	-42.7	-12.0	-20.0	P/S	4.6	3.9	3.2
少数股东损益	-	3.7	4.8	EV/EBITDA	19.8	29.3	22.6
营运资金的变动	-919.4	-80.4	77.9	CAGR(%)	21.9%	14.9%	26.3%
经营活动产生现金流量	317.4	364.6	616.0	PEG	1.1	1.2	0.5
投资活动产生现金流量	-1,048.3	-1,000.0	22.9	ROIC/WACC	7.8	5.6	4.5
融资活动产生现金流量	968.8	701.6	-547.0	REP	0.4	0.8	1.0

资料来源: WIND, 中信建投研究发展部



分析师介绍

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。

花小伟: 中信建投轻工制造消费行业分析师, 统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名; 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名, 2016 年水晶球第 2 名, 金牛奖第 4 名; 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名, 水晶球第 2 名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749zhourei@csc.com.cn

张勇 zhangyongzgs@csc.com.cn

田倩 tianqian@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249wangjianyf@csc.com.cn

上海地区销售经理

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

戴悦放 021-68821617daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981huqian@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