

安正时尚 (603839)

去库存见成效，看好多品牌、全渠道发展潜力

事件：公司公布 2017 年一季报，实现营收 3.08 亿元，同比增长 18.89%；实现归属母公司净利润 7,067.21 万元，同比增长 16.50%；EPS 为 0.30 元。公司一季度业绩增长较快，主要系公司积极优化门店以及各品牌销售增速较高所致。

去库存见成效，毛利率略有下降，新品牌实现高速增长，

分品牌看，主牌玫姿实现收入 1.83 亿元，同比增长 6.43%；新品牌斐娜晨实现收入 0.21 亿元，同比增长 86.29%；其他新兴品牌尹默、安正、摩萨克增速稳健，分别为 10%/44%/40%。今年公司又引入线上品牌安娜寇女装，针对年轻人提供快反产品，目前仍处于培育期并已在天猫、京东及唯品会等平台开设旗舰店，Q1 实现收入 0.12 亿元，安娜寇作为线上品牌是对其他线下品牌的有益补充，成长潜力大。从毛利率来看，各品牌毛利率均有小幅下降，主要系公司为降库存增加了过季商品折扣力度，导致各品牌毛利率下降，同时也带动了销售额增加及库存周转改善。从渠道来看，线下仍是公司主要销售渠道，收入占比 90.55%。其中直营店及加盟店收入分别为 1.67、1.12 亿元，同比增速为 19.8%、6.5%。另外，公司目前仍在优化门店，Q1 净关店 3 家；线上电商占比 9.45%，同比增加 3.82pct，系安娜寇贡献较大收入。从费用来看，销售费用环比增加 2.3pct，主要系加大促销宣传活动等所致，其他费用无明显变化。

持续看好多品牌、全渠道布局

我国中高端成熟女装市场以本土品牌为主导，但集中度仍然较低，目前公司市占率排第三。未来公司基于多品牌、全渠道等优势，市占率有望进一步提升。公司旗下拥有线下成熟品牌玫姿以及四个新兴品牌（尹默、安正、摩萨克、斐娜晨），今年又引入线上品牌安娜寇，实现风格多样、定位及渠道互补的品牌阵营。新品牌营收基本实现两位数以上的同比增速，且毛利率均高于主牌玫姿，随着新品牌收入占比不断提升将提振公司整体收益水平。截至 2017 年一季度，公司门店共计 859 家，目前仍在关闭及调整盈利不佳的门店以提高各门店盈利水平。另外线上五季业务方面，除了处理过季商品外，公司还将积极开拓线上渠道实现 O2O。

调高至“买入”评级，3-6 个月目标价 34.92 元

预计公司 17-19 年核心 EPS 为 0.97、1.16、1.44 元，对应 PE 32、27、22 倍。公司拥有丰富的品牌梯度以及全渠道渗透力，以及新品牌较大的成长空间，有望给公司带来持续的业绩增长空间。由于公司在中高端女装行业中增速稳健且市占率较高，且中高端女装市场空间依旧较大，但考虑到公司是次新股，我们给予公司 17 年 36 倍 PE，3-6 个月目标价 34.92 元。

风险提示：多品牌多品类运营风险、是否能及时抓取消费趋势风险等。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,225	1,206	1,441	1,782	2,222
增长率(%)	4.5	-1.5	19.5	23.7	24.7
EBITDA(百万元)	317	312	356	382	421
净利润(百万元)	244	236	277	332	411
增长率(%)	6.6	-3.2	17.3	19.9	23.7
EPS(元/股)	0.86	0.83	0.97	1.16	1.44
市盈率(P/E)	36	38	32.1	26.8	21.6
市净率(P/B)	10.1	10.1	9.9	9.4	8.6
市销率(P/S)	9.8	10.0	8.4	6.8	5.4
EV/EBITDA	34.1	34.6	30.3	28.3	25.7

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入（调高评级）
当前价格	31.15 元
目标价格	34.92 元
上次目标价	48 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	285.04
流通 A 股股本(百万股)	71.26
A 股总市值(百万元)	8,879.00
流通 A 股市值(百万元)	2,219.75
每股净资产(元)	8.68
资产负债率(%)	13.14
一年内最高/最低(元)	50.98/24.16

作者

吴晓宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100002
wuxiaoyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《安正时尚-公司深度研究:多品牌战略+一体化供应链，高端女装龙头资本市场启航》 2017-03-19

图 1: 盈利预测明细 (百万元)

品牌	2015	2016	2017E	2018E	2019E	CAGR_17-19
玖姿						
销售收入	980	847	892	931	971	
YoY	6.6%	-13.5%	5.2%	4.4%	4.3%	4.4%
毛利率	68.0%	68.2%	69.0%	69.1%	69.5%	
直营收入						
销售收入	140	136	148	154	161	
YoY	-23%	-3%	9%	4%	5%	4.3%
门店数		83	85	88	92	
单店收入		1.6	1.7	1.7	1.8	
毛利率	78.1%	77.5%	77.8%	77.9%	78.0%	
加盟收入						
销售收入	839	711	744	777	810	
YoY	13.8%	-15.3%	4.6%	4.5%	4.2%	4.4%
门店数		547	555	580	600	
单店收入		1.3	1.3	1.3	1.4	
毛利率	66.0%	66.5%	67.3%	67.4%	67.5%	
尹默						
销售收入	161	193	219	239	259	
YoY	30.0%	20.0%	13.0%	9.2%	8.3%	8.8%
门店数		88	95	102	110	
单店收入		2.2	2.3	2.3	2.4	
毛利率	82.2%	80.8%	80.5%	81.0%	81.3%	
安正						
销售收入	42	55	78	108	140	
YoY	41%	29%	43%	38%	30%	33.94%
毛利率	76.6%	69.2%	71.1%	71.3%	71.5%	
摩萨克						
销售收入	29	31	43	58	75	
YoY	156%	7%	40%	35%	30%	32.48%
毛利率	72.4%	74.0%	73.0%	73.3%	73.5%	
斐娜晨						
销售收入	12	53	98	172	284	
YoY	1556%	337%	85%	75%	65%	69.93%
毛利率	77.7%	80.6%	81.8%	82.0%	82.3%	
其他						
销售收入	1	27	109	272	490	
YoY	60.0%	3304.2%	300.0%	150.0%	80.0%	112.1%
毛利率	52.3%	54.7%	59.0%	59.0%	59.2%	
营业总收入	1,225	1,206	1,441	1,782	2,222	
YoY	4.5%	-1.5%	19.5%	23.7%	24.7%	24.2%
总体毛利率	68.6%	71.7%	71.1%	70.7%	70.5%	
销售费用率	26.7%	28.6%	28.8%	28.6%	28.6%	
管理费用率	13.8%	13.8%	13.7%	13.7%	13.7%	
财务费用率	0.4%	0.4%	0.1%	0.3%	0.4%	
营业税金及附加比率	1.3%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	

资产减值损失	5.6%	5.0%	5.0%	5.2%	5.2%	
所得税率	13.9%	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%	
核心净利润	244	236	277	332	411	
YoY	6.6%	-3.2%	17.3%	19.9%	23.7%	21.8%
核心 EPS	0.86	0.83	0.97	1.16	1.44	
PE			32.08	26.75	21.62	

资料来源：Wind，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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 3 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com