

证券研究报告·上市公司简评

股权激励显示业绩高增长信心

渠道调整顺利，新品牌增长喜人

事件

公司公布 2017 年限制性股票激励计划（草案），拟授予限制性股票 610.1 万股，占本激励计划草案公告日公司总股本的 2.14%，其中首次授予 488.1 万股，占拟授予股票总量的 80%，占公告日公司总股本 1.71%；预留 122.0 万股，占拟授予股票总量 20%。本计划授予的限制性股票的授予价格为 12.81 元。

简评

上下绑定利益协同发展，高增速业绩目标显示充足信心。

此次股权激励首次授予部分激励范围较广。公司此次计划首次授予的激励对象总人数为 172 人，包括高级管理人员 2 人（副总经理兼财务总监兼董事会秘书谭才年、副总经理金俊二人合计获授限制性股票 59 万股）和中层管理人员及业务骨干 170 人。锁定期为自授予日起 12 个月内，锁定期满后 12 月、24 月、36 个月内可解除限售比例分别为 20%、40%、40%。

预留部分为人才引入等留足灵活调整空间。将在首次授予日起 12 个月内授予，激励对象为本计划获得股东大会批准时尚未确定，但在首次授予日起 12 个月内纳入本计划的激励对象。锁定期为自相应的授予日起 12 个月内，锁定期满后 12 月、24 月内可解除限售比例分别为 50%、50%。

高业绩承诺彰显发展信心。此次股权激励计划，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（其中预留部分考核年限为 2018-2019 年），同比增长率分别为 16.53%、30.91%、30.56%。我们认为，随公司主品牌玖姿终端渠道调整进入尾声，销售从 2016Q4 持续回暖；新品牌如尹默、斐娜晨、安正男装等发展态势良好，渠道稳步扩张，业绩保持高速增长态势；线上新品牌安娜寇对标日益增长的快时尚高性价比需求，增长引擎动力足。激励计划显示公司对未来业绩增长具备充足信心。

2017Q1 玖姿渠道调整基本完成，销售继续回暖，促销活动影响毛利，新增线上品牌安娜寇。

2017Q1 玖姿终端渠道调整基本完成，单季店铺数净增加 1 家，合计 631 家。销售业绩继续回暖态势，单季实现营业收入 1.83

请参阅最后一页的重要声明

安正时尚 (603839)

调高

买入

张芳

zhangfang@csc.com.cn

010-85130961

执业证书编号：S1440510120002

研究助理：张溢

zhangyizgs@csc.com.cn

010-85156467

发布日期：2017 年 8 月 1 日

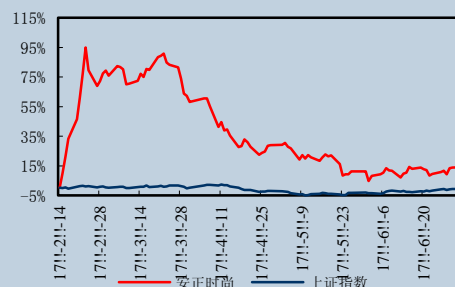
当前股价：23.90 元

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
	5.43/2.52	-27.86/-27.03	0/-8.98
12 月最高/最低价 (元)	50.98/24.16		
总股本 (万股)	28504.00		
流通 A 股 (万股)	7126.00		
总市值 (亿元)	77.45		
流通市值 (亿元)	19.36		
近 3 月日均成交量 (万)	402.25		
主要股东			
郑安政	37.57%		

股价表现



相关研究报告

17.03.24	“玖姿”渠道调整优化,新品牌高速增长
17.02.10	多品牌+一体化供应链优势夯实,高端时装龙头借力资本东风再腾飞



亿元，同比增长 6.43%。新品牌延续快速增长势头，尹默单季净关店 4 家至合计 84 家，营业收入 5638.01 万元，同比增长 10.35%。摩萨克与斐娜晨店铺保持不变，Q1 营业收入分别为 1190.96 万、2098.47 万元，同比大增 40.13%、86.29%。毛利率方面，由于公司为加快存货周转、减少库存，一季度增加了过季商品的促销活动，因此使各女装品牌毛利率同期相比有所下降，玖姿、尹默、摩萨克、斐娜晨 Q1 毛利率分别下降 3.38、3.71、1.96、2.37 个 pct 至 68.85%、68.85%、72.59%、81.78%。男装方面安正 Q1 净开店 1 家，营业收入同比上涨 43.78% 至 2321.19 万元，毛利率同比上升 1.26pct 至 71.05%。由于公司开店主要集中在七、八、九月份，预计随渠道扩张，公司下半年和明年销售收入有望实现较大增长。

推出年轻化线上品牌安娜蔻，试水柔性化供应链。为满足互联网消费者对于高性价比产品的需求，顺应“互联网+”发展大潮布局线上，公司与 2017Q1 新推出专属线上品牌安娜蔻，定位“乐活、都市、摩登”，面向 20-35 岁独立、自信的都市女性，安娜蔻向快时尚靠拢，具备款多量少、快研发、快生产、快物流、快销售的柔性供应链特点，目前尚处于培育期，已于天猫、唯品会、京东开设旗舰店，无线下店铺，一季度实现销售收入 1152.27 万元，毛利率 46.83%。

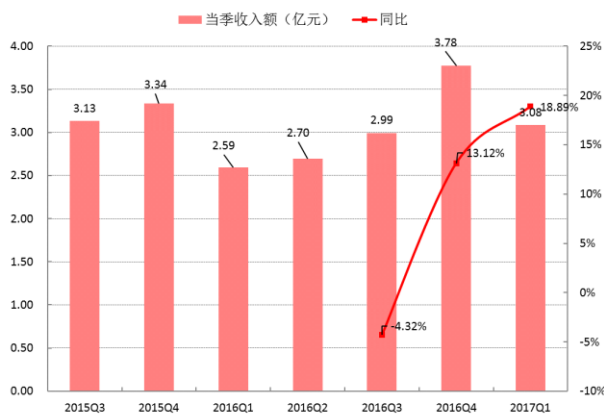
出资 5000 万认购先进产业投资基金，有望增厚投资收益利好业绩。

7 月 28 日，公司公告以有限合伙人身份，出资 5000 万元人民币认购杭州泓行愿景基金（有限合伙）5.00% 的基金份额。杭州泓行愿景基金成立于 2017 年 6 月 26 日，基金规模 10 亿元，主要投资于先进制造业、消费、TMT 等国家政策重点支持和发展的领域，关注具备高成长性的中期及成熟期的境内企业，兼顾具有境内业务的境外企业。通过认购先进产业投资基金份额，在预期增厚公司投资收益的同时，也为公司未来在消费等领域外延提供便利。

投资建议：公司渠道调整效果显著，业绩回暖态势逐渐稳固，新品牌增长喜人，同时新增品牌安娜蔻扩大线上布局，增厚业绩。新股权激励计划绑定上下利益，业绩高增长信心足，根据公司股权激励业绩考核条件，随着公司未来加速渠道建设速度，我们预计公司 2017-2018 年归母净利润为 2.75 亿、3.60 亿元，EPS 分别为 0.97、1.26 元/股，同比增长 16.6%、30.8%，对应 PE 分别为 25、19 倍，上调评级至“买入”。

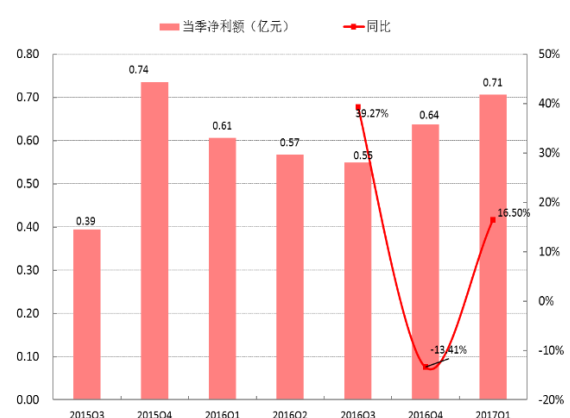
风险因素：线上电商销售对公司传统销售模式的冲击风险；多品牌战略运作风险。

图 1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

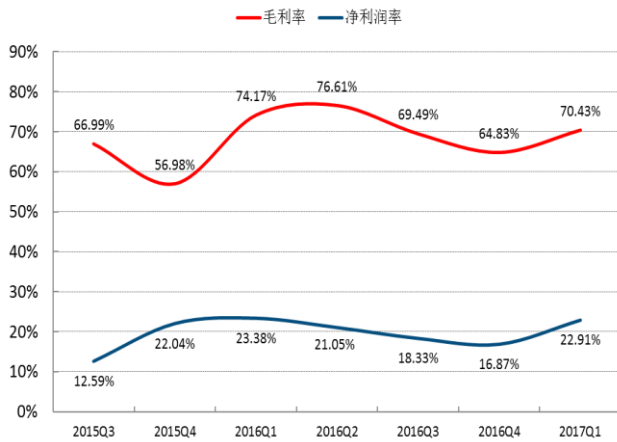
图 2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

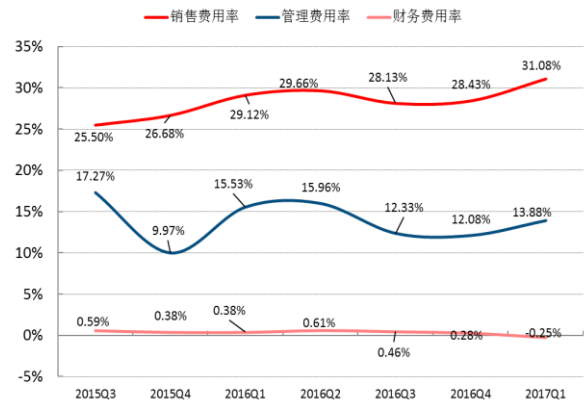


图 3：公司销售毛利率及销售净利率情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 4：公司期间费用率变动情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 1：2016-2018 年安正时尚主要财务指标及预测（单位：百万元）

利润表	2016	2017E	2018E	财务指标	2016	2017E	2018E
营业收入	1,206.2	1,337.1	1,523.7	成长性			
减:营业成本	354.2	385.0	400.2	营业收入增长率	-1.5%	10.9%	14.0%
营业税费	20.0	16.2	19.8	营业利润增长率	4.9%	18.5%	31.7%
销售费用	347.1	381.1	432.7	净利润增长率	-3.2%	16.6%	30.8%
管理费用	165.9	183.2	208.7	EBITDA 增长率	5.3%	16.8%	31.0%
财务费用	5.1	1.2	-6.7	EBIT 增长率	4.7%	16.7%	29.1%
资产减值损失	60.5	70.0	70.0	NOPLAT 增长率	6.1%	16.4%	29.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	投资资本增长率	7.5%	6.8%	8.1%
投资和汇兑收益	8.5	10.0	10.0	净资产增长率	12.2%	106.2%	8.3%
营业利润	261.9	310.4	408.9	利润率			
加:营业外净收支	8.6	9.0	9.0	毛利率	70.6%	71.2%	73.7%
利润总额	270.5	319.4	417.9	营业利润率	21.7%	23.2%	26.8%
减:所得税	34.5	41.5	54.3	净利润率	19.6%	20.6%	23.6%
净利润	236.0	275.1	360.0	EBITDA/营业收入	25.2%	26.6%	30.6%
资产负债表	2016	2017E	2018E	EBIT/营业收入	22.1%	23.3%	26.4%
货币资金	109.6	1,380.5	1,505.0	运营效率			
交易性金融资产	-	-	-	固定资产周转天数	153	145	145
应收帐款	108.1	151.9	144.4	流动营业资本周转天数	120	117	102
应收票据	-	12.4	2.4	流动资产周转天数	248	417	533
预付帐款	8.6	11.7	9.4	应收帐款周转天数	35	35	35
存货	380.8	367.8	405.8	存货周转天数	117	101	91
其他流动资产	298.3	270.9	245.8	总资产周转天数	509	669	784
可供出售金融资产	12.7	12.0	12.0	投资资本周转天数	296	286	270
持有至到期投资	-	-	-	投资回报率			



上市公司简评报告

长期股权投资	-	-	-	ROE	18.4%	10.4%	12.6%
投资性房地产	45.0	45.0	45.0	ROA	13.2%	8.7%	10.6%
固定资产	544.1	534.5	691.8	ROIC	24.3%	26.3%	31.8%
在建工程	45.6	123.8	22.4	费用率			
无形资产	73.8	161.2	241.3	销售费用率	28.8%	28.5%	28.4%
其他非流动资产				管理费用率	13.8%	13.7%	13.7%
资产总额	1,785.1	3,186.9	3,445.3	财务费用率	0.4%	0.1%	-0.4%
短期债务	66.0	-	-	三费/营业收入	42.9%	42.3%	41.7%
应付帐款	140.9	161.8	152.5	偿债能力			
应付票据	-	4.2	1.8	资产负债率	28.1%	15.1%	13.3%
其他流动负债				负债权益比	39.2%	17.8%	15.4%
长期借款	-	-	-	流动比率	2.30	5.86	6.73
其他非流动负债				速动比率	1.33	4.88	5.55
负债总额	502.4	471.8	440.7	利息保障倍数	52.68	259.70	-60.04
少数股东权益	-	2.8	6.4	分红指标			
股本	213.8	285.0	285.0	DPS(元)	0.40	0.39	0.51
留存收益	1,068.3	2,357.2	2,573.2	分红比率	48.3%	40.0%	40.0%
股东权益	1,282.6	2,645.0	2,864.7	股息收益率	0.9%	0.9%	1.1%
现金流量表	2016	2017E	2018E	业绩和估值指标	2016	2017E	2018E
净利润	236.0	275.1	360.0	EPS(元)	1.10	0.97	1.26
加:折旧和摊销	70.7	44.1	63.9	BVPS(元)	6.00	9.27	10.03
资产减值准备	60.5	70.0	70.0	PE(X)	21.6	24.8	18.9
公允价值变动损失	-	-	-	PB(X)	4.0	2.6	2.4
财务费用	4.7	1.2	-6.7	P/FCF	31.8	98.6	33.9
投资收益	-8.5	-10.0	-10.0	P/S	4.2	5.1	4.5
少数股东损益	-	2.8	3.6	EV/EBITDA	-	31.4	23.7
营运资金的变动	-106.4	59.1	-27.9	CAGR(%)	14.4%	6.7%	14.2%
经营活动产生现金流量	339.5	442.3	453.0	PEG	1.5	3.7	1.3
投资活动产生现金流量	-186.8	-188.7	-191.2	ROIC/WACC	7.0	7.5	9.1
融资活动产生现金流量	-87.6	1,017.3	-137.3	REP	-	1.4	1.0

资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部



分析师介绍

张芳：中国人民大学管理学硕士，十年以上行业研究经验。

研究助理 张溢：清华大学经济学硕士，三年石油行业研究经验，2015 年加入中信建投轻工研究团队,所在团队获 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。

研究服务

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

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

罗刚 15810539988 luogang@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

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

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

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@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/或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。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622