

纺织服装

2017年10月31日

安正时尚 (603839)

内生增长强劲，持续推进时尚集团战略，三季度报高于预期

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年10月30日

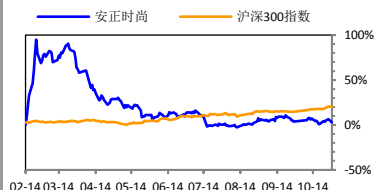
收盘价(元)	24.49
一年内最高/最低(元)	50.98/23.01
市净率	2.8
息率(分/股)	1.63
流通A股市值(百万元)	1745
上证指数/深证成指	3390.34 / 11312.61

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年09月30日

每股净资产(元)	8.63
资产负债率%	16.54
总股本/流通A股(百万)	289/71
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)深度：高端女装领导者，打造服饰集团，全面激励驱动业绩增长》2017/09/07

《高端女装领导者，借资本力量扬帆打造多品牌时装集团》2017/02/14

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)23297818x转
wunan@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

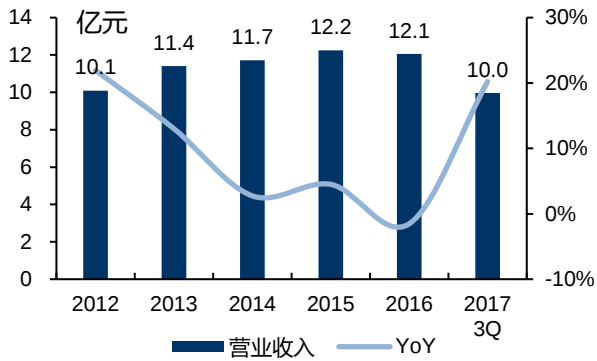
- 17年前三季度收入增长20.2%，净利润增长18.7%，净开店43家，三季度单季度表现高于17H1，增速高于预期。1) 17年前三季度收入增长20.2%至10亿元，净利润增长18.7%至2亿元。2) 17年三季度单季度收入增长23.6%至3.7亿元，净利润增长37%至0.7亿元。16年四季度以来公司延续复苏态势，17Q1/Q2/Q3收入增速为18.9%/17.4%/23.5%，17年前三季度共有门店905家，实现净开店43家，复苏趋势确立。
- 毛利率小幅下降，期间费用控制良好，净利率稳定。1) 利润表来看，前三季度毛利率同比下降5pct至68.3%，一方面由于促销力度加大的影响，另外一方面公司的六大品牌毛利率均有不同程度的下降，因为公司秉承“高端性价比”路线，在产品品质提升的同时保持价格不变。公司销售费用率保持稳定为29.3%，管理费用率同比下降1.3pct至13.2%，期间费用率的良好控制带动公司整体净利率仅下降0.3pct至20.5%，上市后募集资金到位投资收益明显增加，17Q3单季度投资收益为1032万元(去年同期285万元)。2) 资产负债表来看，应收账款较与去年同期基本持平，存货较去年同期增加1亿元至4.8亿元，主要由于秋冬备货的增加。
- 主品牌持续复苏，新品牌高速增长，公司具有强劲内生增长动力。1) 主品牌玖姿自16年底渠道调整完毕，17年开始实现净开店，17年3Q净开店23家，收入增长11.3%至6.7亿元，同店增长8%。2) 尹默女装保持增长态势，收入增长12.9%至1.5亿元，同店增长9%。3) 斐娜晨保持超强劲增长，收入端增长128.1%至6273万元，逐步成长为公司业绩贡献主力军，净增店铺28家，同店增长18%。4) 摩萨克重新品牌定位成效显著，收入增长23.5%至2720万元。5) 安正男装增长势头迅猛，收入增长42.4%至5086万元，同店增长15%。6) 17年推出线上品牌安娜寇增速强劲，17Q1/Q2/Q3分别实现收入1152/1694/2140万元。
- 推行“股权激励+店铺激励”自上而下绑定管理层利益，驱动业绩增长。1) 公司于8月25日授予中高层管理人员及业务骨干限制性股票激励，授予488.1万股价格为12.81元/股，解禁条件为17-19年实现净利润不低于2.75/3.60/4.70亿元，三年复合增速为26%，彰显发展信心。2) 推行“店长店”模式对终端实行超强激励，取得良好成绩。2015年开始推行该模式，考核单店同比收入增长额，目前试点已覆盖80家(17H1数据)，试行店铺业绩同比增长10%-30%，效果显著。
- 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，深度激励绑定管理层利益提效显著，维持“增持”评级。主品牌“玖姿”女装复苏趋势确立，新兴品牌不断发力贡献业绩增长动力，“开店加速+店效提升”彰显强劲内生发展动力。我们维持原有盈利预测，预计17-19年EPS分别为0.95/1.17/1.46元，对应PE分别为26/21/17倍，“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	17Q1-Q3	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,206	996	1,467	1,726	2,038
同比增长率(%)	-1.53	20.21	21.60	17.60	18.10
净利润(百万元)	236	205	275	338	421
同比增长率(%)	-3.21	18.72	16.50	22.90	24.50
每股收益(元/股)	1.10	0.71	0.95	1.17	1.46
毛利率(%)	70.6	68.3	67.8	68.5	69.2
ROE(%)	18.4	8.2	17.7	17.8	18.2
市盈率	22		26	21	17

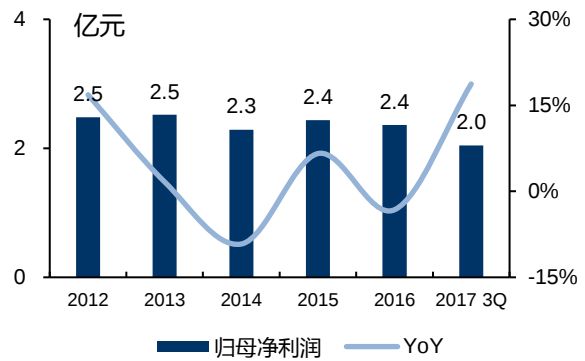
注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

图 1: 2017 3Q 实现收入 10 亿元, 同比增长 20%



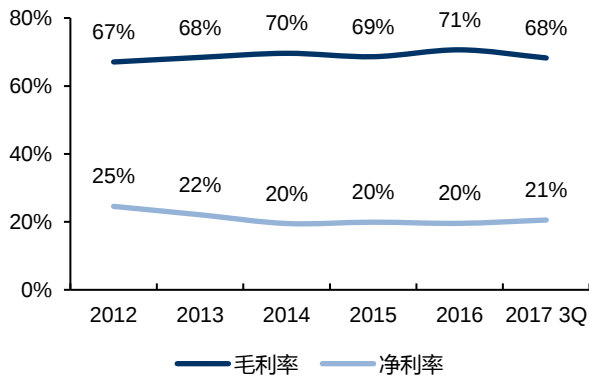
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 2: 2017 3Q 归母净利润 2 亿元, 同比增 18.7%



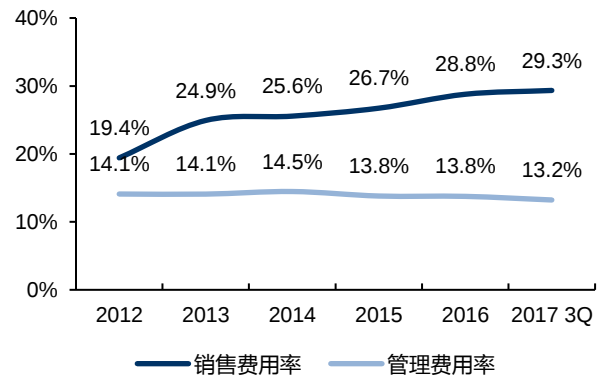
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 3: 2017 3Q 毛利率 68%, 净利率 21%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 4: 2017 3Q 销售费用率 29.3%, 管理费用率 13.2%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 1：安正时尚盈利预测表

单位：百万元，元

利润表						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	1,172	1,225	1,206	1,467	1,726	2,038
二、营业总成本	926	989	953	1,159	1,345	1,562
其中：营业成本	356	384	354	472	543	628
营业税金及附加	15	16	20	24	29	34
销售费用	300	327	347	408	476	560
管理费用	170	169	166	202	237	280
财务费用	1	5	5	0	0	0
资产减值损失	84	87	61	53	60	60
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	14	8	0	0	0
三、营业利润	256	250	262	308	381	476
加：营业外收入	9	35	9	9	9	9
减：营业外支出	4	1	1	1	1	1
四、利润总额	261	283	271	317	389	484
减：所得税	32	39	34	42	51	64
五、净利润	229	244	236	275	338	421
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	229	244	236	275	338	421
六、基本每股收益	1.07	1.14	1.10	1.29	1.58	1.97
全面摊薄每股收益	0.79	0.84	0.82	0.95	1.17	1.46

资料来源：Wind，申万宏源研究

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。