

安正时尚 (603839)

证券研究报告
2017年10月31日

业绩增长稳健，副品牌增长迅猛，未来潜力巨大

事件：公司公布 2017 年三季报，前三季度实现营收 9.96 亿元，YOY 为 20.21%；归母净利润 2.05 亿元，YOY 为 18.72%；EPS 0.76 元；其中 Q3 实现收入 3.71 亿元，YOY 为 23.61%，环比为 17.16%；归母净利润 7922 万元，YOY 为 12%。

主品牌调整进入尾声，门店有望进一步增长，副品牌增长迅猛，未来潜力大

分品牌来看，主品牌玫姿增长稳健实现收入 6.66 亿元，YOY 为 11.3%；新品牌斐娜晨营收为 0.63 亿元，YOY 为 128.1%；安正、摩萨克和尹默增长率分别为 42.2%、23.5%、12.9%；线上品牌安娜寇实现营收 0.38 亿元。分渠道来看，线上收入为 1.21 亿元，同比增长 25.9%，占比为 12.19%，未来仍具有成长空间；由于中高端品牌特性，线下仍是公司主要销售渠道，直营店和加盟店分别实现营收 4.5 亿元和 4.3 亿元，YOY 为 26.47%及 12.05%；公司目前共有 905 家门店，相比 16 年净开店 43 家，我们认为随着公司新品牌的培育期接近尾声，将迎来新一轮成长周期，老品牌调整接近尾声，恢复增长，公司迎来收获期，门店数量将进一步提升，从而促业绩持续稳定增长。毛利率方面，各品牌毛利率均出现下滑，主要由于公司为了提高产品性价比，在产品品质提升下销售价格未有变动，从而使成本增加；加之公司店铺多为商场店，使毛利率下降。目前，公司毛利率已经下降到一个阶段（68.25%），同比下降 4pct，未来将维持在 69%--70%之间。期间费用率略有下降，主要系管理费用率和财务费用率影响，分别为 13.3%及-0.27%，主要系募集资金到账使利息收入增加，银行借款偿还完毕，利息支出减少。存货周转率提高到 0.74 次，相比去年同期增长 0.2 次。

公司向多品牌全品类产业集团布局，终端销售增强，业绩有望继续增长

1) 公司坚持多品牌多梯度战略，提高消费渗透率，未来将逐步外延并购布局童装、男装等服装品类，有望打造多品牌全品类的产业集团，未来增长动力强劲；2) 公司通过发展信息化建设，将业务中的各环节进行数据共享和协同作业，提升产品的营运能力；同时实行全渠道零售项目，提高产品适销率，目前玫姿和尹默品牌已经完成全渠道建设且效果良好，未来随着全渠道布局的不断深化，公司业绩有望进一步增长；3) 公司一直持续补强终端销售，除了实行“店长点”模式，促进店效增长，公司今年还通过参股创投股份来加深双方在营销培训领域的更进一步合作，以提高公司销售质量。

维持“买入”评级，3-6 个月目标价 28.52 元

预计公司 17-19 年核心 EPS 为 0.97、1.24、1.57 元，对应 PE 25、20、16 倍。公司主品牌业绩恢复，渠道调整后进入开店周期，新品牌培育期接近尾声，进入新一轮成长期，内生增长动力强劲；同时中高端女装市场空间较大，公司市占率较高，且未来有计划布局童装等品类，打造多品牌全品类集团，成长空间较大。考虑到公司是次新股，我们给予公司 18 年 23 倍 PE，3-6 个月目标价 28.52 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	1,472	1,812	2,275
增长率(%)	4.5	-1.5	22.0	23.2	25.5
EBITDA(百万元)	317	329	356	382	421
净利润(百万元)	244	236	279	360	453
增长率(%)	6.6	-3.2	18.2	28.8	26.1
EPS(元/股)	0.86	0.83	0.97	1.24	1.57
市盈率(P/E)	28.6	29.6	25.4	19.7	15.6
市净率(P/B)	4.6	4.1	3.7	3.3	3.0
市销率(P/S)	5.8	5.9	4.8	3.9	3.1
EV/EBITDA	22.3	21.5	19.9	18.5	16.8

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（维持评级）
当前价格	24.49 元
目标价格	28.52 元
上次目标价	27.55 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	289.06
流通 A 股股本(百万股)	71.26
A 股总市值(百万元)	7,079.10
流通 A 股市值(百万元)	1,745.16
每股净资产(元)	8.48
资产负债率(%)	13.10
一年内最高/最低(元)	50.98/23.01

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

- 《安正时尚-半年报点评:业绩持续增长、渠道布局顺利，股权激励彰显信心》 2017-08-15
- 《安正时尚-季报点评:去库存见成效，看好多品牌、全渠道发展潜力》 2017-05-01
- 《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

表 1: 安正时尚盈利预测 (百万元, %)

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	CAGR_17-19
玖姿							
销售收入	919	980	847	924	1085	1160	
YoY	-5.0%	6.6%	-13.5%	9.1%	17.4%	6.9%	12.0%
毛利率	71.4%	68.0%	68.2%	67.9%	69.0%	68.7%	
玖姿直营收入							
销售收入	181	140	136	168	197	223	
YoY	-16%	-23%	-3%	24%	17%	13%	15.0%
门店数			83	99	109	119	
单店收入			1.6	1.7	1.8	1.9	
毛利率	84.8%	78.1%	77.5%	77.0%	77.8%	77.6%	
玖姿加盟收入							
销售收入	738	839	711	756	887	937	
YoY	-1.8%	13.8%	-15.3%	6.3%	17.4%	5.6%	11.3%
门店数			547	560	580	597	
单店收入			1.3	1.4	1.5	1.6	
毛利率	68.0%	66.0%	66.5%	65.9%	67.0%	66.6%	
尹默							
销售收入	124	161	193	215	229	244	
YoY	22.4%	30.0%	20.0%	12.0%	6.4%	6.6%	6.5%
门店数			88	90	95	100	
单店收入			2.2	2.4	2.4	2.4	
毛利率	76.5%	82.2%	80.8%	78.5%	80.6%	81.3%	
安正							
销售收入	30	42	55	80	112	157	
YoY	34%	41%	29%	47%	40%	40%	40.00%
毛利率	65.6%	76.6%	69.2%	71.1%	71.7%	71.5%	
摩萨克							
销售收入	11	29	31	40	52	67	
YoY		156%	7%	30%	30%	30%	30.00%
毛利率	60.7%	72.4%	74.0%	70.6%	71.7%	72.8%	
斐娜晨							
销售收入	1	12	53	117	234	468	
YoY		1556%	337%	120%	100%	100%	100.00%
毛利率	75.9%	77.7%	80.6%	81.5%	82.7%	82.3%	
安娜寇							
销售收入	-	-	-	40.8	81.6	163.2	
YOY	-	-	-	-	100%	100%	100.00%
毛利率	-	-	-	43.30%	46%	46.30%	
其他							
销售收入	1	1	27	54	98	176	
YoY		60.0%	3304.2%	100.0%	80.0%	80.0%	80.0%
毛利率	46.3%	52.3%	54.7%	50.0%	55.0%	59.2%	
营业总收入							
YoY	2.8%	4.5%	-1.5%	22.0%	23.2%	25.5%	24.3%
总体毛利率	69.6%	68.6%	71.7%	69.4%	70.6%	70.7%	
销售费用率	25.6%	26.7%	28.6%	30.5%	30.7%	30.8%	

管理费用率	14.5%	13.8%	13.8%	13.5%	13.5%	13.3%	
财务费用率	0.1%	0.4%	0.4%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	
营业税金及附加比率	1.3%	1.3%	1.6%	1.5%	1.6%	1.7%	
资产减值损失	6.2%	5.6%	5.0%	2.6%	2.3%	2.3%	
所得税率	12.2%	13.9%	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%	
核心净利润	229	244	236	279	359	453	
YoY	-9.2%	6.6%	-3.2%	18.2%	28.7%	26.0%	27.4%
核心 EPS	0.80	0.86	0.83	0.97	1.24	1.57	
PE	29.51	28.62	29.57	25.37	19.71	15.64	

资料来源: wind 资讯, 天风证券研究所

表 2: 安正时尚季度利润表 (万元, %)

	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3
销售收入	25,944	26,970	29,948	37,756	30,844	31,663	37,097
YoY			-4%	13%	19%	17%	24%
EBIT	7,384	7,993	7,859	8,661	7,274	7,770	8,886
YoY			9%	36%	-1%	-3%	13%
报告净利润	6,066	5,678	5,490	6,371	7,067	5,874	7,518
YoY			39%	-13%	16%	3%	37%
核心净利润	6,444	6,809	7,067	7,110	6,310	6,667	7,922
YoY			5%	41%	-2%	-2%	12%
EPS(元)	0.28	0.27	0.26	0.30	0.25	0.21	0.26
核心 EPS(元)	0.30	0.32	0.33	0.33	0.22	0.23	0.28
主要财务比率	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3
毛利率	74.2%	76.6%	69.5%	64.8%	70.4%	68.4%	66.3%
销售费用率	29.1%	29.7%	28.1%	28.4%	31.1%	29.9%	27.4%
管理费用率	15.5%	16.0%	12.3%	12.1%	13.9%	12.6%	13.2%
财务费用率	0.4%	0.6%	0.5%	0.3%	-0.3%	-0.6%	0.0%
EBIT 比率	28.5%	29.6%	26.2%	22.9%	23.6%	24.5%	24.0%
报告净利润率	23.4%	21.1%	18.3%	16.9%	22.9%	18.6%	20.3%
核心净利润率	24.8%	25.2%	23.6%	18.8%	20.5%	21.1%	21.4%

资料来源: wind 资讯, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	44.19	109.62	329.60	553.69	707.24	营业收入	1,224.89	1,206.17	1471.56	1812.48	2275.31
应收账款	128.05	108.12	219.93	67.25	288.97	营业成本	384.48	354.23	442.79	642.04	898.86
预付账款	9.93	8.60	27.72	10.23	33.82	营业税金及附加	15.90	19.99	21.45	31.90	46.31
存货	403.60	380.83	514.67	585.96	714.53	营业费用	327.39	347.13	385.37	558.78	520.31
其他	168.27	298.25	184.58	215.26	233.59	管理费用	169.09	165.85	208.14	218.62	244.85
流动资产合计	754.04	905.43	1,276.49	1,432.39	1,978.14	财务费用	5.20	5.07	1.93	(0.76)	(1.46)
长期股权投资	10.00	11.00	9.00	10.00	9.00	资产减值损失	87.06	60.50	77.31	74.96	70.92
固定资产	482.65	544.14	560.14	588.38	610.96	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	96.21	45.63	63.38	86.03	81.62	投资净收益	14.00	8.49	10.76	10.76	10.76
无形资产	78.33	73.76	68.41	63.05	57.70	其他	(28.01)	(16.99)	(21.53)	(21.53)	(21.53)
其他	215.21	216.13	172.87	177.74	178.84	营业利润	249.77	261.89	318.54	400.51	514.40
非流动资产合计	872.40	879.66	864.80	915.20	929.11	营业外收入	34.81	9.44	17.80	20.68	15.98
资产总计	1,626.44	1,785.09	2,141.97	2,655.21	3,715.84	营业外支出	1.34	0.83	2.09	1.42	1.45
短期借款	70.00	66.00	10.00	10.00	10.00	利润总额	283.24	270.50	334.25	419.77	528.93
应付账款	144.72	140.86	202.72	305.25	405.85	所得税	39.37	34.46	55.21	60.25	75.62
其他	183.19	186.91	272.78	222.69	386.38	净利润	243.87	236.04	279.04	359.52	453.31
流动负债合计	397.90	393.77	475.51	527.94	792.22	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	7.00	8.00	10.00	10.00	10.00	归属于母公司净利润	243.87	236.04	279.04	359.52	453.31
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.86	0.83	0.97	1.24	1.57
其他	85.47	108.68	97.43	97.19	101.10						
非流动负债合计	85.47	108.68	97.43	97.19	101.10						
负债合计	483.37	502.44	572.94	625.14	893.32						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
股本	213.78	213.78	289.06	289.06	289.06	成长能力					
资本公积	5.20	5.20	5.20	5.20	5.20	营业收入	4.50%	-1.53%	22.00%	23.20%	25.50%
留存收益	928.47	1,068.32	1,355.26	1,816.30	2,608.74	营业利润	-2.29%	4.85%	21.63%	25.73%	28.44%
其他	(4.39)	(4.65)	(5.20)	(5.20)	(5.20)	归属于母公司净利润	6.58%	-3.21%	18.20%	28.80%	26.10%
股东权益合计	1,143.07	1,282.64	1,569.04	2,030.08	2,822.52	获利能力					
负债和股东权益总	1,626.44	1,785.09	2,141.97	2,655.21	3,715.84	毛利率	68.61%	70.63%	69.35%	70.58%	70.66%
						净利率	19.91%	19.57%	18.96%	19.84%	19.92%
						ROE	21.33%	18.40%	21.80%	28.92%	39.33%
						ROIC	29.81%	24.33%	32.08%	53.07%	84.53%
						偿债能力					
						资产负债率	29.72%	28.15%	26.75%	23.54%	24.04%
						净负债率	32.83%	28.78%	20.83%	12.02%	2.29%
						流动比率	1.90	2.30	2.69	3.30	3.52
						速动比率	0.88	1.33	1.62	1.74	2.27
						营运能力					
						应收账款周转率	8.60	10.21	8.91	12.34	12.34
						存货周转率	3.21	3.08	3.40	3.30	3.38
						总资产周转率	0.79	0.71	0.77	0.91	0.96
						每股指标(元)					
						每股收益	0.86	0.83	0.97	1.24	1.57
						每股经营现金流	0.92	1.17	1.35	1.48	3.25
						每股净资产	3.95	4.44	7.34	9.50	13.20
						估值比率					
						市盈率	28.62	29.57	25.37	19.69	15.62
						市净率	4.58	4.08	3.68	3.26	3.00
						EV/EBITDA	22.33	21.52	19.89	18.53	16.81
						EV/EBIT	0.00	0.00	12.36	6.71	3.04

资料来源:公司公告, 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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	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