

2018 年 03 月 29 日

安正时尚 (603839.SH)

公司快报

终端销售恢复，四季度营收、净利润增长提速

事件

公司发布 2017 年年报，全年实现营业收入 14.21 亿元，同比增长 17.78%；实现归母净利润 2.73 亿元，同比增长 15.69%；每股收益为 1.00 元，同比减少 0.10 元。其中，第四季度公司收入 3.71 亿元，同比增长 23.87%，归母净利润 0.75 亿元，同比增长 36.95%。公司拟向全体股东以 10 股转增 4 股，派 5 元（含税）比例进行分红。

◆ **线下终端复苏收入增长，打折促销致毛利率下降，费用小幅提升；环比看，四季度收入、净利润同比加速增长：**2017 年，公司实现净利润 2.73 亿元，同比增长 15.69%，而 16 年同期同比减少 1.53%。17 年业绩提升的主要原因是整体消费向个性化、品质化升级，以及 17 年线下零售复苏，共同推动定位中高端女装的安正时尚业绩增长。分季度看，2017 年公司各季度营业收入同比增速分别为 13.12%、18.89%、17.40%、23.87%，净利润同比增速分别为 -13.41%、16.50%、3.64%、36.95%。公司 Q4 营收、净利均实现较大扩张，推动全年业绩增长。我们认为公司 Q4 快速增长，主要在于冷冬带来销售旺季叠加折扣促销。

17 年公司毛利率由于促销、以及提升品质带来成本上升，公司全年毛利率较 16 年全年降低 3.89pct 至 66.74%。期间费用上，薪酬激励、品牌宣传费用上行、电商服务费增多使 17 年销售费用率提升 2.59pct 至 31.37%，带动整体期间费用增长 1.49pct 至 44.44%。在收入增长带动下，公司业绩仍然实现较快增长，全年净利润同比增速 15.69%。

◆ **中产阶层扩大带动轻奢消费增长，多品牌差异化定位助推业绩提升：**随着我国经济发展，中产阶层占比将稳步上升。据阿里研究院与 BCG 预计，到 2020 年，富裕人群与上层中产家庭数量占比将达 30%，其消费将占城镇私人消费的 55%，并贡献 81% 的消费增量。对中高端产品需求的扩张，将带动国内中高端服装市场扩容，利好中高端女装公司。

同时，公司玖姿、安正、尹默、斐娜晨、摩萨克等品牌分别定位优雅自行、时尚商务、独立知性、玩味精致、优雅从容等，构建公司差异互补品牌矩阵。17 年，占比约 66% 的主品牌玖姿实现 10.5% 增速，而占比 7% 的斐娜晨营收增长 92%，另有安正、摩萨克、尹默完成 37%、15%、11% 的增长。品牌差异化定位有效应对消费升级中对个性化消费的差异化需求，助推公司业绩提升。

◆ **线上线下齐增长，全渠道销售推动业绩较快增长：**传统线下渠道，整体服装销售复苏，促使公司门店数量较 2016 年末增加 55 家至 917 家，恢复至 2015 年水平。门店扩张促使公司线下渠道实现约 15% 增速，其中直营店增速达 22%。线上渠道，主品牌玖姿于双十一当日实现 5806 万元交易额，较 16 年同日增长 414%，其线上会员数已达 53 万人，线上影响力稳步扩展。同时 17 年新建品牌安娜寇 17 年营收已达 4860 万元，助推线上渠道实现 49% 的营收增长。

另外，公司已建立集设计研发、采购生产、零售分销为一体的整体供应链平台，可实现供应链的快速反应与柔性化的产量调整，实现线上线下融合的全渠道销售。目

纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级

买入-A(上调)

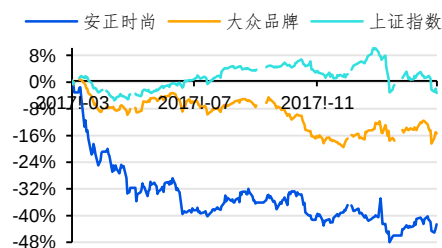
股价(2018-03-28)

22.25 元

交易数据

总市值(百万元)	6,431.60
流通市值(百万元)	1,660.30
总股本(百万股)	289.06
流通股本(百万股)	74.62
12 个月价格区间	19.85/41.95 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.7	-2.55	-44.52
绝对收益	0.54	-7.83	-48.54

分析师

王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsc.cn
021-20377089

报告联系人

齐莉娜
qilina@huajinsc.cn
021-20377037

相关报告

安正时尚：主品牌调整结束恢复增长，新品牌发展态势良好 2017-08-16

前，线上线下日渐融合，线下流量成本较线上更低，全渠道销售或将为公司业绩增长铺平道路。

◆ **库龄结构大幅改善，营运能力向好，轻装上阵有望维持较高增速：**虽然由于线上新增安娜寇品牌，公司存货占营收比例提升 1.81pct 至 33.38%，但是经过奥莱店及线上渠道持续清理，公司库存库龄状况得到较大改善，17 年末公司 1 年以内库存占比约 57%，2 年以内占比达 74%，均较 16 年年末的 36%、56%有大幅提升。另外，2017 年度，存货周转率同比提升 23%至 1.11，应收账款周转率提升 24%至 14.4。公司库存情况好转，营运能力改善，轻装上阵有望使公司毛利率有所提升，继续保持较高业绩增速。

◆ **斐娜晨 20%股权进行股权激励，促进公司经营活力：**上海斐娜晨是安正时尚全资子公司，2016 年、2017 上半年分别亏损 440、342 万元。公司拟向总经理、设计负责人分别转让 15%、5%股权，以实现权责利的统一，有效激发员工上进心与责任心，有望改善子公司亏损现状，实现安正时尚多品牌协同快速发展的愿景。

◆ **投资建议：**受益个性化、品质化消费升级助力中高端女装、多品牌协同发展、线上线下全渠道销售，公司业绩较快增长，并有望在 18 年继续维持较高增速。

我们假设玖姿品牌 18 年营收提升 20%，尹默增速 30%，安正、斐娜晨、安娜寇营收增速分别为 50%、50%、50%，而短期来看，由于库龄结构良好，库存清理动力较小，18 年毛利率有望小幅回升。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.24、1.61 和 1.99 元。净资产收益率分别为 12.5%、14.5%和 15.9%，公司股价调整较多，目前股价约为 2018 年 EPS 的 18X，我们上调评级至“买入-A”建议。

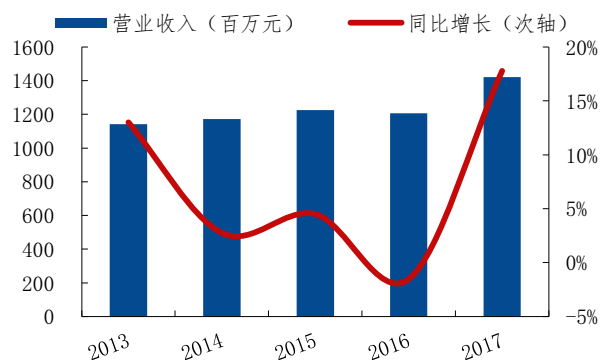
◆ **风险提示：**行业竞争加剧或致毛利率不及预期；线上销售扩张、流量成本提升使销售费用率存在上行压力；品牌外延扩张或不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	1,206.2	1,420.7	1,793.6	2,246.6	2,737.8
同比增长(%)	-1.5%	17.8%	26.3%	25.3%	21.9%
营业利润(百万元)	261.9	316.0	410.8	532.2	659.3
同比增长(%)	4.9%	20.7%	30.0%	29.6%	23.9%
净利润(百万元)	236.0	273.1	359.1	465.1	574.0
同比增长(%)	-3.2%	15.7%	31.5%	29.5%	23.4%
每股收益(元)	0.82	0.94	1.24	1.61	1.99
PE	27.2	23.6	17.9	13.8	11.2
PB	5.0	2.5	2.2	2.0	1.8

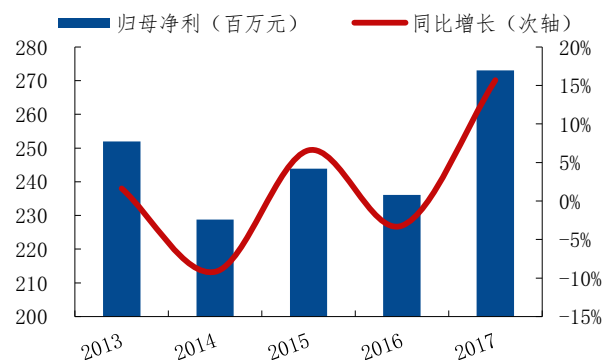
数据来源：贝格数据，华金证券研究所

图 1：公司营业收入及同比增速



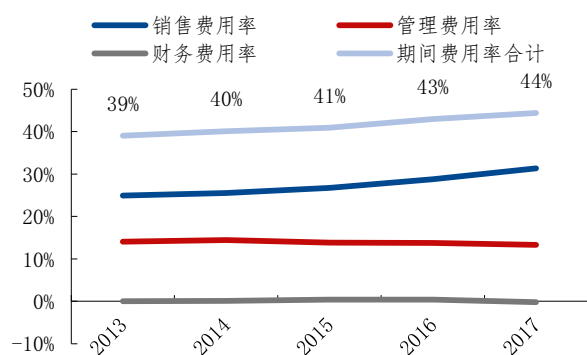
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及同比增速



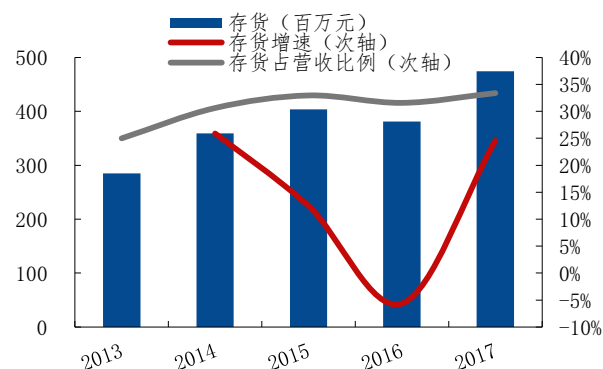
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司期间费用率情况



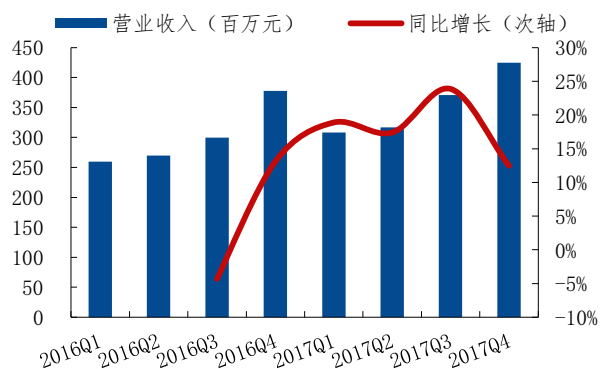
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司存货占比及同比增速



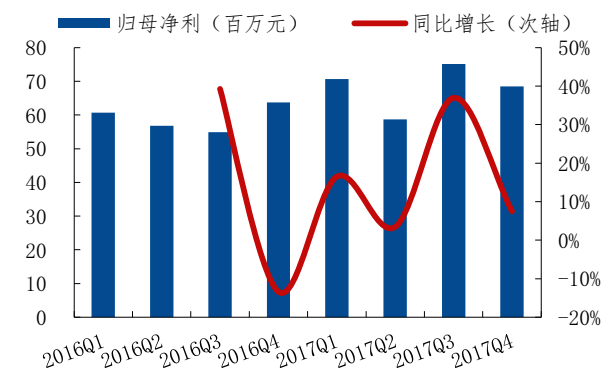
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：公司分季度营业收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：公司分季度归母净利润情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 1：公司主要主营业务业绩预测表

品牌	指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
玖姿	营业收入	81522	84727	93612	112334	134801	155021
	增长率	-11.31%	3.93%	10.49%	20.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	68.04%	68.19%	65.30%	67.00%	66.00%	66.00%
尹默	营业收入	15199	19336	21417	27842	36195	47053
	增长率	22.62%	27.22%	10.76%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	82.23%	80.80%	76.68%	80.00%	80.00%	80.00%
安正	营业收入	3588	5455	7479	11219	16829	25243
	增长率	19.72%	52.04%	37.11%	50.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	76.61%	69.15%	71.01%	72.00%	72.00%	69.00%
五季	营业收入	18332					
	增长率	114.45%					
	毛利率	58.93%					
摩萨克	营业收入	2438	3063	3537	4244	5008	5759
	增长率	118.34%	25.60%	15.47%	20.00%	18.00%	15.00%
	毛利率	72.37%	73.58%	61.29%	65.00%	65.00%	65.00%
斐娜晨	营业收入	1206	5313	10224	15335	20703	26914
	增长率	1543.22%	340.72%	92.41%	50.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	77.73%	80.60%	77.25%	77.00%	77.00%	77.00%
安娜寇	营业收入			4860	7291	9842	12303
	增长率				50.00%	35.00%	25.00%
	毛利率			35.49%	39.00%	42.00%	44.00%
其他品牌	营业收入	18	2723	543	597	656	722
	增长率		14795.62%	-80.08%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率		54.65%	17.71%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	营业收入	122303	120617	141671	178862	224033	273014
	增长率	4.49%	-1.38%	17.46%	26.25%	25.26%	21.86%
	毛利率	68.86%	70.63%	66.88%	68.85%	68.52%	68.64%

资料来源：公司公告，招股说明书，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,206.2	1,420.7	1,793.6	2,246.6	2,737.8	年增长率					
减: 营业成本	354.2	472.5	558.7	707.3	858.6	营业收入增长率	-1.5%	17.8%	26.3%	25.3%	21.9%
营业税费	20.0	25.2	30.5	38.2	46.5	营业利润增长率	4.9%	20.7%	30.0%	29.6%	23.9%
销售费用	347.1	445.6	574.0	696.4	848.7	净利润增长率	-3.2%	15.7%	31.5%	29.5%	23.4%
管理费用	165.9	188.9	233.2	287.6	342.2	EBITDA 增长率	5.3%	6.4%	36.9%	27.3%	22.3%
财务费用	5.1	-3.1	-3.6	-5.1	-7.5	EBIT 增长率	4.7%	7.3%	42.2%	29.4%	23.6%
资产减值损失	60.5	44.8	30.0	30.0	30.0	NOPLAT 增长率	6.1%	16.0%	30.5%	29.7%	23.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.5%	86.6%	14.5%	1.3%	10.4%
投资和汇兑收益	8.5	42.7	40.0	40.0	40.0	净资产增长率	12.2%	100.5%	11.8%	11.5%	12.7%
营业利润	261.9	316.0	410.8	532.2	659.3	盈利能力					
加: 营业外净收支	8.6	0.3	4.0	4.0	4.0	毛利率	70.6%	66.7%	68.8%	68.5%	68.6%
利润总额	270.5	316.3	414.8	536.2	663.3	营业利润率	21.7%	22.2%	22.9%	23.7%	24.1%
减: 所得税	34.5	43.2	55.7	71.2	89.2	净利润率	19.6%	19.2%	20.0%	20.7%	21.0%
净利润	236.0	273.1	359.1	465.1	574.0	EBITDA/营业收入	25.2%	22.8%	24.7%	25.1%	25.2%
						EBIT/营业收入	22.1%	20.2%	22.7%	23.5%	23.8%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	28.1%	18.4%	17.8%	18.4%	17.9%
货币资金	109.6	347.1	362.9	663.0	838.8	负债权益比	39.2%	22.6%	21.7%	22.6%	21.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.30	4.72	4.93	4.85	5.14
应收帐款	108.1	123.0	230.3	185.6	311.6	速动比率	1.33	3.69	3.67	3.59	3.82
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	52.68	-93.18	-114.72	-102.76	-86.80
预付帐款	8.6	14.8	19.1	19.2	27.9	营运能力					
存货	380.8	474.3	644.6	776.3	889.7	固定资产周转天数	153	138	109	86	69
其他流动资产	298.3	1,213.8	1,274.5	1,338.2	1,405.1	流动营业资本周转天数	120	230	303	269	241
可供出售金融资产	12.7	111.7	117.2	123.1	129.3	流动资产周转天数	248	390	472	442	424
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	35	29	35	33	33
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	117	108	112	114	110
投资性房地产	45.0	42.4	39.9	37.3	34.7	总资产周转天数	509	626	667	595	548
固定资产	544.1	548.3	541.9	531.0	517.3	投资资本周转天数	296	374	413	354	308
在建工程	45.6	28.2	16.9	10.2	6.1	费用率					
无形资产	73.8	69.9	66.2	62.5	58.9	销售费用率	28.8%	31.4%	32.0%	31.0%	31.0%
其他非流动资产	158.5	178.4	184.3	184.1	180.2	管理费用率	13.8%	13.3%	13.0%	12.8%	12.5%
资产总额	1,785.1	3,151.8	3,498.0	3,930.5	4,399.4	财务费用率	0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
短期债务	66.0	-	-	-	-	三费/营业收入	42.9%	44.4%	44.8%	43.6%	43.2%
应付帐款	140.9	239.0	208.3	360.0	329.1	投资回报率					
应付票据	-	-	2.9	0.6	1.4	ROE	18.4%	10.6%	12.5%	14.5%	15.9%
其他流动负债	186.9	221.4	302.7	254.3	345.5	ROA	13.2%	8.7%	10.3%	11.8%	13.0%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	24.3%	26.3%	18.4%	20.8%	25.3%
其他非流动负债	108.7	119.6	110.0	110.0	110.0	分红指标					
负债总额	502.4	580.0	623.9	725.0	786.0	DPS(元)	0.30	0.50	0.37	0.48	0.60
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	36.2%	52.9%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	213.8	289.0	289.0	289.0	289.0	股息收益率	1.3%	2.2%	1.7%	2.2%	2.7%
留存收益	1,068.3	2,328.1	2,585.1	2,916.5	3,324.4						
股东权益	1,282.6	2,571.7	2,874.1	3,205.5	3,613.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	236.0	273.1	359.1	465.1	574.0	EPS(元)	0.82	0.94	1.24	1.61	1.99
加: 折旧和摊销	70.7	67.2	36.3	37.6	38.8	BVPS(元)	4.44	8.90	9.94	11.09	12.50
资产减值准备	60.5	44.8	-	-	-	PE(X)	27.2	23.6	17.9	13.8	11.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.0	2.5	2.2	2.0	1.8
财务费用	4.7	1.1	-3.6	-5.1	-7.5	P/FCF	40.0	-9.4	78.9	14.7	18.8
投资损失	-8.5	-42.7	-40.0	-40.0	-40.0	P/S	5.3	4.5	3.6	2.9	2.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	14.8	17.8	13.0	9.7	7.6
营运资金的变动	-106.4	-919.4	-304.9	-49.4	-250.1	CAGR(%)	25.4%	28.1%	13.8%	25.4%	28.1%
经营活动产生现金流量	339.5	317.4	47.0	408.1	315.3	PEG	1.1	0.8	1.3	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-186.8	-1,048.3	22.0	20.5	19.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-87.6	968.8	-53.2	-128.5	-158.5						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn