

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

服装 II

安正时尚(603839)

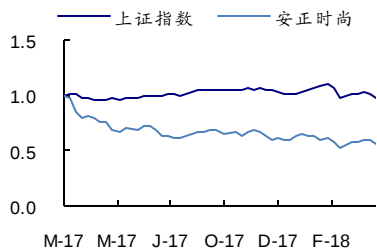
增持

2017 年年报点评

(首次评级)

2018 年 03 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	289/75
总市值/流通(百万元)	6,432/1,660
上证综指/深圳成指	3,122/10,631
12 个月最高/最低(元)	41.38/19.85

证券分析师：张峻豪

电话：0755-22940141
E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517070001

证券分析师：曾光

电话：0755-82150809
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

17 年业绩符合预期，内外共振加速多品牌集团建设

● 17 年业绩增长 15.69%，基本符合市场预期

17 年公司实现营收 14.21 亿元，同增 17.78%，取得业绩 2.73 亿元，同增 15.69%，扣非业绩下滑 2.44%，EPS1.0 元/股，拟 10 转 4 并派利 5 元。

● 高端女装全年复苏态势明显，新兴品牌接力高增长

公司 Q4 营收及业绩分别增长 12.5%及 7.5%，较前三季度有所放缓，与成本费用上升有关。分品牌来看，主品牌玖姿营收同增 10.5%，实现稳步复苏，占总营收 66%，店铺净增 25 家至 691 家，单店营收增 6.7%；尹默品牌营收同增 10.8%，营收占比 15%，店铺净减少 2 家至 90 家，单店营收增 13.2%；中淑女装斐娜晨表现最为亮眼，营收同增 92.4%，营收占比升至 7.2%，店铺净增 39 家至 85 家，单店营收增 4.1%。从渠道来看，在新增线上品牌安娜蔻带动下，线上营收增长 48.9%，占比升至 13.8%。综合来看，公司毛利率同比下降 4.2pct，主要受公司因提升面料、工艺水平导致的成本上升以及加大过季促销力度所致。期间费用率上升 1.49pct，其中销售费用率上升 2.59pct，主要系新开直营店员工薪酬上升，激励费用增加所致。同时，公司存货结构大幅优化，两年内存货比提升 18pct 至 74%，存货及应收款周转天数分别下降 75/6 天。

● 内生外延有望并举，全方位激励机制确保可持续发展

公司预计 18 年实现营收 17.83 亿元，增长 25.5%，实现业绩 3.59 亿，增长 31.6%。公司作为多品牌协同发展的中高端时尚服饰集团，消费升级下主品牌仍将实现稳步增长，新兴品牌有望进入爆发期，多品牌迭代发展助力公司步入高成长通道；同时，借助资本市场平台优势，未来不排除外延方式进一步丰富公司品牌矩阵；此外，公司全方位的员工激励机制（高标准股权激励+“店长店”终端激励+新品牌管理层持股）将有助于公司中长期经营目标的有效达成。

● 风险提示

服装行业景气度不及预期，主品牌同店下滑风险，新品牌培育不及预期等。

● 内生外延兼具看点，打造多品牌时尚集团，给予“增持”评级

公司长期将持续受益消费升级下中高端服装行业发展，内生外延共筑多品牌时尚集团打造，深度激励绑定员工利益确保中长期健康发展。预计公司 18-20 年 EPS1.25/1.57/1.94 元，对应 PE18/14/11 倍，给予“增持”评级。

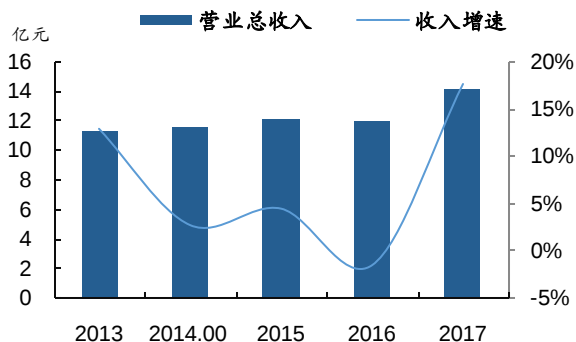
盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,206	1,421	1,784	2,097	2,412
(+/-%)	-1.5%	17.8%	25.6%	17.6%	15.0%
净利润(百万元)	236	273	362	455	561
(+/-%)	-3.2%	15.7%	32.6%	25.5%	23.3%
摊薄每股收益(元)	0.82	0.94	1.25	1.57	1.94
EBIT Margin	22.8%	22.0%	23.2%	24.5%	26.3%
净资产收益率(ROE)	18.4%	10.6%	13.2%	15.3%	17.2%
市盈率(PE)	27.2	23.6	17.8	14.1	11.5
EV/EBITDA	20.0	18.4	14.8	12.2	10.2
市净率(PB)	5.0	2.5	2.34	2.16	1.97

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

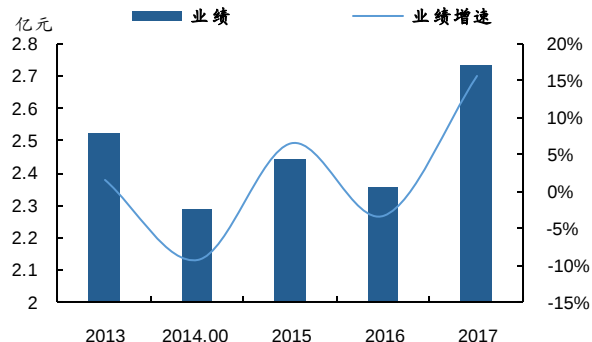
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 2017 年公司营收增长 17.78%



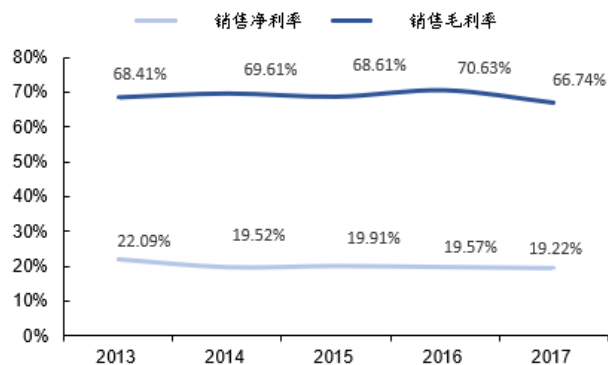
资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2017 年公司业绩增长 15.69%



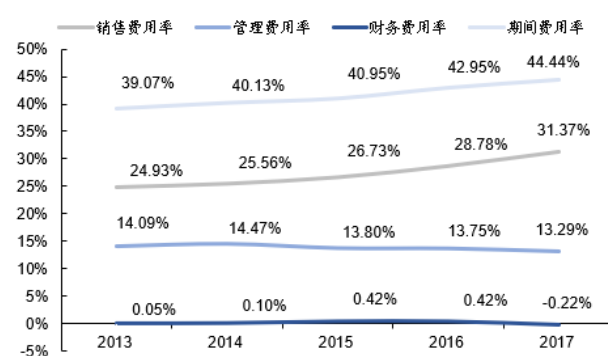
资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司盈利能力变化情况



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司费用率变化情况



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

表 1: 公司分品牌分渠道营收变化情况

品牌	2015	2016	2017	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
玖姿 (亿元)	9.80	8.47	9.36	1.83	2.06	2.77	2.70
yoy (%)		-13.53	10.49	6.43	5.42	19.91	8.85
尹默 (亿元)	1.61	1.93	2.14	0.56	0.47	0.42	0.68
yoy (%)		20	34.53	10.35	11.76	17.84	6.49
安正 (亿元)	0.42	0.55	0.75	0.23	0.17	0.10	0.24
yoy (%)		28.9%	28.86	43.78	55.59	22.20	27.08
摩萨克 (亿元)	0.28	0.31	0.35	0.12	0.08	0.07	0.08
yoy (%)		6.99	15.47	40.13	20.67	5.31	-5.08
斐娜晨 (亿元)	0.12	0.53	1.02	0.21	0.19	0.23	0.40
yoy (%)		337.27	92.41	86.29	107.96	221.98	54.11
安娜蔻 (亿元)	-	-	0.49	0.12	0.28	0.38	0.49
yoy (%)		-	-	-	-	-	-
线上收入 (亿元)			1.95	0.29	0.50	0.42	0.74
yoy (%)			48.88	99.43	4.07	25.31	111.95

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	347	696	764	887	营业收入	1421	1784	2097	2412
应收款项	123	152	178	205	营业成本	472	573	662	734
存货净额	474	538	619	690	营业税金及附加	25	27	31	36
其他流动资产	1229	1070	1258	1447	销售费用	446	539	623	703
流动资产合计	2173	2456	2819	3230	管理费用	189	232	266	305
固定资产	577	527	475	419	财务费用	(3)	(13)	(18)	(21)
无形资产及其他	70	68	66	65	投资收益	43	40	40	40
投资性房地产	332	332	332	332	资产减值及公允价值变动	(45)	(50)	(50)	(50)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	26	0	0	0
资产总计	3152	3383	3693	4046	营业利润	316	416	522	644
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	164	184	215	240	利润总额	316	416	522	644
其他流动负债	297	326	378	426	所得税费用	43	54	68	84
流动负债合计	460	511	593	666	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	273	362	455	561
其他长期负债	120	120	120	120					
长期负债合计	120	120	120	120					
负债合计	580	630	713	786					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	2572	2753	2980	3260					
负债和股东权益总计	3152	3383	3693	4046					

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	273	362	455	561
资产减值准备	(16)	(2)	(5)	(5)
折旧摊销	38	65	69	73
公允价值变动损失	45	50	50	50
财务费用	(3)	(13)	(18)	(21)
营运资本变动	(1040)	114	(217)	(219)
其它	16	2	5	5
经营活动现金流	(685)	591	356	465
资本开支	42	(61)	(61)	(61)
其它投资现金流	22	0	0	0
投资活动现金流	63	(61)	(61)	(61)
权益性融资	1176	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(132)	(181)	(227)	(280)
其它融资现金流	(53)	0	0	0
融资活动现金流	859	(181)	(227)	(280)
现金净变动	237	349	68	123
货币资金的期初余额	110	347	696	764
货币资金的期末余额	347	696	764	887
企业自由现金流	(712)	477	238	344
权益自由现金流	(765)	488	254	362

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.94	1.25	1.57	1.94
每股红利	0.46	0.63	0.79	0.97
每股净资产	8.90	9.52	10.31	11.28
ROIC	13%	14%	18%	21%
ROE	11%	13%	15%	17%
毛利率	67%	68%	68%	70%
EBIT Margin	20%	23%	25%	26%
EBITDA Margin	23%	27%	28%	29%
收入增长	18%	26%	18%	15%
净利润增长率	16%	33%	26%	23%
资产负债率	18%	19%	19%	19%
息率	2.1%	2.8%	3.5%	4.4%
P/E	23.6	17.8	14.1	11.5
P/B	2.5	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	21.5	14.8	12.2	10.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032