

安正时尚 (603839)

中高端女装集团，内生外延共驱业绩高增

首次覆盖
评级: 增持
目标价格: 20.76
当前价格: 17.71

2018.07.11


郝帅 (分析师)
 010-59312799
 haoshuai@gtjas.com

证书编号 S0880518020004

本报告导读:

公司主品牌增长提速，新品牌培育可期，多品集团雏形初成，股权激励计划彰显长期发展信心，首次覆盖给予增持评级。

投资要点:

- 首次覆盖给予增持评级。预计 18-20 年 EPS 为 0.9/1.18/1.41 元。参考可比公司，给予 18 年 23 倍 PE，目标价 20.76 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- 内生和外延并重，构建时尚产业集团：公司拥有“玖姿”、“尹默”、“安正”三大各具特色、相互补充的中高档时装品牌，并于 2014 年分别收购了“摩萨克”、“斐娜晨”两大新兴时装品牌，2017 年上半年又创立了“安娜蔻”互联网电商女装品牌。目前已构筑以现有服装品牌为核心的多品牌时尚产业集团，进行有效的品牌组合管理，各品牌风格鲜明，市场定位差异有序，在消费者定位和价格上互相弥补。
- 主品牌玖姿增长加速，新品牌稳步拓展：17 年主品牌玖姿营业收入同比增长 10.49%，一季度同比增 34.73%，受益于品牌力提升，门店管理优化，主品牌作为支撑公司主要业绩未来可保持稳健增长。尹默、安正、摩萨克、斐娜晨 18Q1 增速分别为 9.22%、12.81%、-38.18%、80.01%，形成多品牌并进趋势，摩萨克由于处于品牌调整期，预计上半年结束调整，下半年将恢复快速增长。渠道端，公司实行店长店激励机制，同店效应提升，同时新品牌开店加快，驱动业绩高增长。
- 股权激励高目标彰显发展信心：公司于 17 年 8 月推出股权激励计划，激励计划包含高管、中层管理人员及核心业务骨干 170 人，解锁条件为 17-20 年净利润分别不低于 2.75、3.6、4.7 亿元，同比增长 16.53%、30.91%和 30.56%，18、19 年业绩目标提速，也预示公司进入快速发展通道。
- 风险提示：新品牌培育不达预期，门店扩展不达预期。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,206	1,421	1,781	2,168	2,575
(+/-)%	-2%	18%	25%	22%	19%
经营利润 (EBIT)	319	288	408	523	633
(+/-)%	-3%	-10%	42%	28%	21%
净利润	236	273	365	475	571
(+/-)%	-3%	16%	34%	30%	20%
每股净收益 (元)	1.10	1.00	0.90	1.18	1.41
每股股利 (元)	4.47	3.78	3.09	3.59	4.20
利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	26.4%	20.3%	22.9%	24.1%	24.6%
净资产收益率 (%)	18.4%	10.6%	12.5%	15.2%	16.7%
投入资本回报率 (%)	22.5%	11.2%	15.2%	19.3%	23.3%
EV/EBITDA	10.2	13.6	13.6	10.0	7.5
市盈率	30.3	26.2	19.6	15.1	12.5
股息率 (%)	25.2%	21.3%	17.4%	20.3%	23.7%

交易数据

52 周内股价区间 (元)	16.11-27.38
总市值 (百万元)	7,163
总股本/流通 A 股 (百万股)	404/104
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	26%
日均成交量 (百万股)	2.38
日均成交值 (百万元)	49.77

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,669
每股净资产	6.60
市净率	2.7
净负债率	-7.63%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.25	0.32
Q2	0.21	0.18
Q3	0.26	0.22
Q4	0.29	0.18
全年	1.00	0.90

52 周内股价走势图


升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-9%	16%	-4%
相对指数	-1%	27%	8%

模型更新时间: 2018.07.11

股票研究

可选消费品
纺织服装业

安正时尚 (603839)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 20.76

当前价格: 17.71

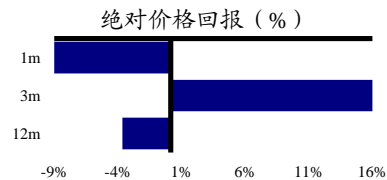
公司网址

www.anzhenggroup.com

公司简介

公司是一家集研发、生产、品牌管理于一体的大型现代化品牌企业。

公司始终坚持和贯彻国际化的品牌经营理念, 现已发展成为一家多品牌、集团化运作的知名时尚品牌企业。



52 周价格范围 16.11-27.38
市值 (百万) 7,163

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业总收入	1,206	1,421	1,781	2,168	2,575
营业成本	354	472	568	693	840
税金及附加	20	25	25	38	46
销售费用	347	446	556	651	749
管理费用	166	189	224	262	308
EBIT	319	288	408	523	633
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	43	43	43	43
财务费用	5	-3	-3	-3	-3
营业利润	262	316	401	529	640
所得税	34	43	58	75	90
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	236	273	365	475	571
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	110	347	590	798	1,065
其他流动资产	277	1,205	1,205	1,205	1,205
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	590	577	581	583	584
无形及其他资产	110	131	115	117	121
资产合计	1,785	3,152	3,568	3,839	4,215
流动负债	394	460	534	569	663
非流动负债	109	120	126	134	142
股东权益	1,283	2,572	2,908	3,136	3,411
投入资本(IC)	1,239	2,226	2,319	2,339	2,347
现金流量表					
NOPLAT	278	249	353	451	547
折旧与摊销	38	38	33	35	36
流动资金增量	-45	-11	96	2	10
资本支出	-67	-62	-64	-63	-64
自由现金流	204	214	417	424	529
经营现金流	339	317	209	468	526
投资现金流	-187	-1,048	-463	38	-163
融资现金流	-88	969	497	-298	-96
现金流净增加额	65	238	243	208	267
财务指标					
成长性					
收入增长率	-1.5%	17.8%	25.4%	21.7%	18.8%
EBIT 增长率	-2.8%	-9.6%	41.5%	28.0%	21.2%
净利润增长率	-3.2%	15.7%	33.5%	30.4%	20.1%
利润率					
毛利率	70.6%	66.7%	68.1%	68.0%	67.4%
EBIT 率	26.4%	20.3%	22.9%	24.1%	24.6%
净利润率	19.6%	19.2%	20.5%	21.9%	22.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	18.4%	10.6%	12.5%	15.2%	16.7%
总资产收益率(ROA)	13.2%	8.7%	10.2%	12.4%	13.5%
投入资本回报率(ROIC)	22.5%	11.2%	15.2%	19.3%	23.3%
运营能力					
存货周转天数	399	326	358	337	294
应收账款周转天数	31	25	22	22	22
总资产周转天数	1	1	1	1	1
净利润现金含量	1.44	1.16	0.57	0.98	0.92
资本支出/收入	6%	4%	4%	3%	2%
偿债能力					
资产负债率	28.1%	18.4%	18.5%	18.3%	19.1%
净负债率	-3.4%	-13.5%	-20.3%	-25.4%	-31.2%
估值比率					
PE	30.3	26.2	19.6	15.1	12.5
PB	3.0	2.0	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	10.2	13.6	13.6	10.0	7.5
P/S	3.1	3.6	4.0	3.3	2.8
股息率	25.2%	21.3%	17.4%	20.3%	23.7%

