

纺织服装

2018 年 08 月 08 日

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据： 2018 年 08 月 07 日

收盘价（元）	14.38
一年内最高/最低（元）	27.38/13.88
市净率	2.2
息率（分红/股价）	3.48
流通 A 股市值（百万元）	1502
上证指数/深证成指	2779.37/8674.03

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2018 年 06 月 30 日

每股净资产（元）	6.46
资产负债率%	15.97
总股本/流通 A 股（百万）	404/104
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）点评：主品牌加速增长，业绩表现超预期》 2018/04/27

《安正时尚（603839）点评：持续强劲增长，多品牌集团扬帆起航正当时》 2018/03/29

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

联系人

唐宋媛
(8621)23297818×7417
tangsy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

安正时尚（603839）

——短期加大品牌投入打造长期竞争力，业绩符合预期

投资要点：

- 2018 年上半年公司收入增长 20.3%，归母净利润增长 25.6%，符合预期。1) 18H1 公司收入同比增长 20.3%至 7.5 亿元，归母净利润同比增长 25.6%至 1.6 亿元，呈现稳健增长态势。2) 18Q2 品牌投入+激励费用确认集中，扣非净利润有所下滑。收入同比增长 14%至 3.6 亿元，归母净利润同比增长 20%至 7039 万元，18Q2 扣非净利润较去年同期下降 23.4%，主要是公司加强品牌建设，费用上半年确认较多，而开店在下半年加速，收获期和投入期错位。
- 公司毛利率维持高位，基于长期品牌建设加大费用投入，资产质量有待改善。1) 调整期品牌出清库存略拉低毛利率，品牌推广力度提升致使费用端有所上升。公司 2018 H1 毛利率略降 0.99pcts 至 68.4%，主要由于摩萨克在品牌调整阶段以促销方式出清库存。限制性股票激励成本确认带来 1115 万元费用，管理费用率略升 0.11pcts，销售费用率因上半年多次大秀推广且新签刘涛代言人上升 0.76pcts 至 31.2%，投资收益推动净利率上升 1.04pcts 至 21.6%。2) 错峰采购促使当期存货上升，下半年业绩释放后资产质量有望向好发展。存货同比上升 47.3%至 5.65 亿元，主要是提前备货秋冬原材料，错峰采购所致。本期经营活动现金流为-4337 万元，较上期绝对额减少 3856 万元，主要由于及时缴纳税款及提前备货采购款增加，预计下半年开店加速业绩释放后资产质量及现金流将明显好转。
- 主品牌玖姿女装表现强劲，多品牌逐步调整到位，多点开花接力成长。1) 主品牌玖姿女装品牌力不断提升，持续高增长。玖姿女装自 16Q4 开始复苏，18H1 增速强劲，收入增长 27.1%至 4.9 亿元，毛利率达 67%维持高位。2) 新兴品牌门店快速扩张，延续高成长性。尹默女装延续稳健增长态势，收入增长 10.8%至 1.2 亿元，净增门店 10 家；斐娜晨女装呈现较强品牌力，收入增长 57.3%至 6323 万元，净增门店 12 家，业绩表现持续强劲；安正男装业绩亮眼，收入增长 8.5%至 4405 万元。3) 部分品牌处于调整期，对公司业绩影响不大。摩萨克女装及线上品牌安娜寇正处于定位调整中，收入分别下滑 32.1%/45.5%至 1367 万元/1551 万元，随着品牌库存逐步出清，预计未来有望复苏。
- 直营与加盟并重，奥莱店与传统渠道互补，线上新品布局加大增速亮眼。1) 直营、加盟双轨延伸，为业绩稳健增长保驾护航。玖姿女装加盟店占比较高，四个成长期品牌均以直营为主。公司自 16Q4 复苏以来门店数量持续增加，截至 18H1 公司共有门店 952 家，18H1 直营店、加盟店分别净增加 14 家、22 家，收入增速分别为 16%及 17%，双双维持稳健增长。2) 奥莱店铺快速清库存，线上线下加速融合，助力收入端高增长。奥莱店有效补充传统渠道，助力消化全品牌过季货品，截至 18H1 公司共有 59 家奥莱店，占总门店数量 6%。线上渠道在清货渠道定位上加入正价新品，逐步转变为常规渠道，带动线上毛利率提升 0.45pct 至 50.15%，线上收入同比高增长 44%至 1.1 亿元，在总收入中占比不断提升至 15%。
- 公司持续推进高品质的中国时尚产业集团战略，品牌发展梯度明晰覆盖，渠道质量优良，内生增长强劲，维持“增持”评级。主品牌玖姿女装同店增长叠加电商助力，品牌同比增速略超预期，多品牌接力成长有望推动业绩更上一层楼。基于长期发展加大品牌推广力度，品牌投入主要在上半年进行，预计下半年开店加速，迎来收获期，股权激励提振士气，业绩目标压力不大，我们维持原盈利预测，预计 18-20 年归母净利润分别为 3.58/4.35/5.0 亿元，对应 PE 分别为 16/13/12 倍，维持增持评级！

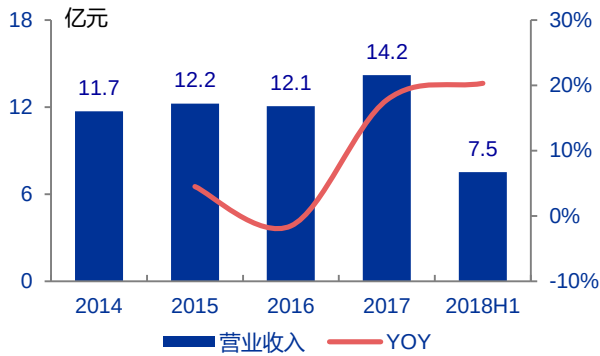
财务数据及盈利预测

	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,421	752	1,727	2,038	2,372
同比增长率（%）	17.78	20.33	21.50	18.00	16.40
净利润（百万元）	273	162	358	435	502
同比增长率（%）	15.69	25.57	31.14	21.50	15.50
每股收益（元/股）	0.94	0.40	0.89	1.08	1.24
毛利率（%）	66.7	68.3	67.8	68.4	68.8
ROE（%）	10.6	6.2	12.2	13.0	13.0
市盈率	15		16	13	12

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

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

图 1: 18H1 营业收入 7.5 亿元, 同比增长 20.3%



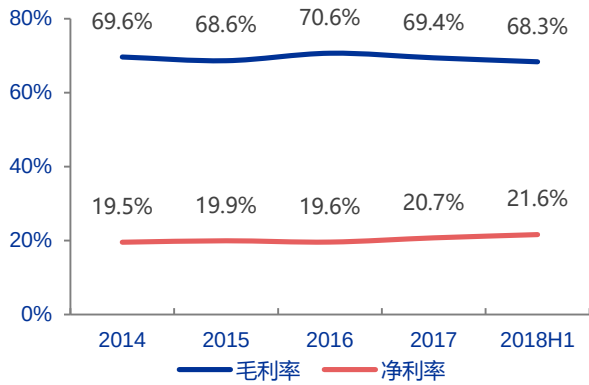
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 18H1 归母净利润 1.6 亿元, 同比增 25.6%



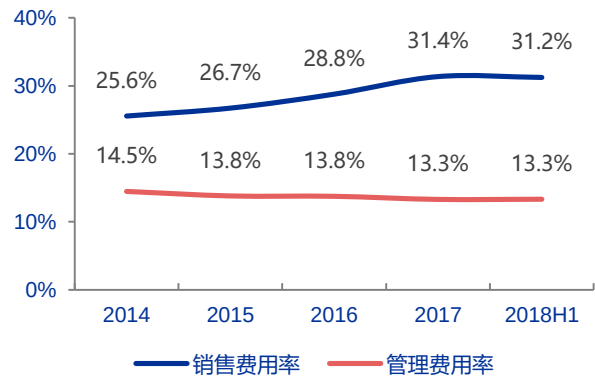
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 18H1 毛利率 68.3%, 净利率 21.6%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 18H1 销售费用率 31.2%, 管理费用率 13.3%



资料来源: 公司公告, 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								
	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	1,141	1,172	1,225	1,206	1,421	1,727	2,038	2,372
二、营业总成本	873	926	989	953	1,174	1,381	1,601	1,854
其中：营业成本	360	356	384	354	472	555	644	740
营业税金及附加	16	15	16	20	25	31	36	42
销售费用	284	300	327	347	446	501	581	676
管理费用	161	170	169	166	189	230	271	315
财务费用	1	1	5	5	(3)	5	5	5
资产减值损失	51	84	87	61	45	60	64	76
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	10	14	8	43	45	45	45
三、营业利润	275	256	250	262	316	391	482	562
加：营业外收入	15	9	35	9	0	26	26	26
减：营业外支出	2	4	1	1	0	0	0	0
四、利润总额	287	261	283	271	316	417	508	588
减：所得税	35	32	39	34	43	59	73	86
五、净利润	252	229	244	236	273	358	435	502
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	252	229	244	236	273	358	435	502
六、基本每股收益	1.18	1.07	1.14	1.10	1.00	1.24	1.51	1.74
全面摊薄每股收益	0.62	0.57	0.60	0.58	0.68	0.89	1.08	1.24

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。