

主品牌增长有力, 年轻品牌升级调整落地, 发力营销/设计夯实核心竞争力

事件

公司公布 2018 中报, 上半年公司实现营业收入 7.52 亿元, 同比增长 20.33%; 实现归母净利润 1.62 亿元, 同比增长 25.56%。其中 2018Q2 单季度实现营业收入 3.61 亿元, 同比增长 13.98%, 实现归母净利润 0.71 亿元, 同比增长 20.11%。

多个新品牌调整期阶段性下滑, 玖姿 H1 强势保证整体增长

上半年公司实现营业收入 7.52 亿元, 同比增长 20.33%。分品牌看, 玖姿 H1 净开店 5 家至 696 家, 得益于 Q1 营收超预期增长 (+34.73%), 上半年收入同增 27.11%, 由于 Q1 有暖冬、春季延后等有利因素, Q2 销售增速环比有所下滑, 但总体上 2017 年下半年开始的零售回暖, 尤其是高端市场在消费升级下弹性较大, 为玖姿店铺加快转增、收入复苏提供主驱动, 结合米兰秀营销推广的加强、货品全渠道流转创新以及电商粉丝的增长 (H1 玖姿电商收入同增 86%), H1 同店增长约 17%, 毛利率同降 0.92pct 至 67.07%

尹默为保持高端品牌调性, 开店不会太激进, H1 净开店 10 家至 100 家, 着重开精品店, 门店店效高 (单店收入可达 400-500 万)。H1 收入同增 10.75%至 1.15 亿元, 其中直营增长 7.0%, Q2 增速与 Q1 基本持平; 毛利率同增 0.18pct 至 77.36%。

安正男装 H1 净开店 5 家至 41 家 (全直营, 位于一二线城市), 收入同增 8.50%至 0.44 亿元, 毛利率同增 5.72pct 至 75.26%。Q2 增速环比、同比均有下滑, 主要因品牌设计总监更换, 时尚化程度提升, 部分老客户购买意愿被抑制, 新客户培养尚待时日。

摩萨克经过近一年品牌形象与渠道调整, 今年重装上市, 与玖姿结盟渠道资源结合, 加快扩张, H1 净开店 3 家至 18 家。受关老店以及清理库存影响, H1 收入同降 32.09%至 0.14 亿元, 毛利率同降 19.78pct 至 49.06%, 但同店收入实现增长 17%-18%, 预计 18 全年小幅亏损, 19 年实现盈利。

斐娜晨 H1 净开店 12 家至 97 家, 营收同增 57.33%至 0.63 亿元, 同店增速 15%-18%, 毛利率同降 6.31pct 至 74.96%。Q2 收入/同店增速环比、同比下滑较大, 主要原因是产能受限, 品牌属于小众设计师品牌, 对工艺要求较高, 含很多拼接、绣花的人工工

安正时尚 (603839)

维持

买入

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号: S1440517090002

发布日期: 2018 年 08 月 08 日

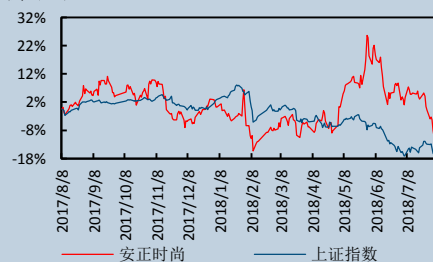
当前股价: 14.38 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-16.64/-17.81	-17.62/-6.23	-13.08/2.16
12 月最高/最低价 (元)		27.38/13.88
总股本 (万股)		40,445.9
流通 A 股 (万股)		10,446.8
总市值 (亿元)		58.16
流通市值 (亿元)		15.02
近 3 月日均成交量 (万)		227.81
主要股东		
郑安政		37.36%

股价表现



相关研究报告

18.06.29	安正时尚 (603839): 斐娜晨管理层持股继续推进, 激励研发团队促进快速发展
18.04.27	安正时尚 (603839) 18Q1 业绩增长亮眼, 主品牌玖姿线上线下增长超预期
18.03.30	安正时尚 (603839): 多品牌梯度布局, 助力营收稳增长, 业绩符合预期

序，上半年自有产能饱满，销售仍旺盛，因此供货出现不足（按时到货约 60%），抑制了收入增速。目前通过提前下单，熨平周期，解决产能阶段性不足。

安娜蔻因由于品牌定位调整，重新定义客群，产生摩擦性增速放缓，H1 收入同降 45.52%至 0.16 亿元，清理库存导致毛利率同降 22.80%至 25.73%。

线下复苏开店加快，电商上新率提升，拉动消费者引流，全渠道销售增长

公司继续加强直营、加盟、电商全渠道建设，玖姿以加盟为主，摩萨克调整后亦将于玖姿加盟形成协同；尹默、安正、斐娜晨为保持调性，以直营为主、加盟为辅；安娜蔻为全电商。2018H1 公司线下销售整体稳健复苏，总体净开店 35 家至 952 家，直营店占比约 30%，直营收入同增 16.38%至 3.66 亿元；加盟店占比约 70%，收入同增 17.18%至 2.70 亿元，公司加盟采取类直营模式，开店计划、选址、设计与装修、货品陈列、销售折扣、店铺信息系统等均由公司统一决策，日常经营的管理与协调由加盟商负责。线下玖姿、尹默、安正男装等中高端品牌终端目前多集中在高端百货，客流增长较稳定，购物中心相对比较少，斐娜晨有三分之一以上在购物中心。

电商部分提升上新率，实现正价新品线上线下同款、同价、同步销售，促进消费者线上引流，18H1 线上收入同增 44.0%至 1.14 亿元，占比同比提升 2.52 个 pct 至 15.23%。

营销、终端升级、激励成本导致费用率提升，扣非业绩增速低于营收，理财收入大幅提升

上半年公司期间费用率同比增长 1.19 个 pct 至 44.46%。销售费用率同比增长 0.76 个 pct 至 31.24%，主要因开店加快、升级各品牌终端店铺形象，以及加大品牌营销宣传投入，上半年公司先后在意大利米兰时装周举行了玖姿新品发布会、上海外滩安正男装新品发布会、上海斐娜晨新品发布会，以及聘请刘涛为玖姿品牌代言人。管理费用略增 0.11 个 pct 至 12.32%，主要因股权激励计划增加当期激励成本 1115 万元，剔除该激励成本则归母净利润同比增长 34.2%。

H1 公司非经常性损益对业绩影响较大，主要因募投闲置资金购买理财产品增加（截止 18H1 末，公司累计使用闲置募集资金进行委托理财的金额为 3.61 亿元），带来相关理财收益 3654.37 万元，推动投资收益同比增长 3431.23%。结合计入当期损益的政府补助 600 万元，公司 H1 扣非归母净利润同比增长 1.29%至 1.26 亿元，低于营收增速，主要因费用率增加对业绩影响较大。

存货方面，2018H1 末存货总额同比增长 12%至 6.81 亿元，周转天数同比增加 33 天至 392.6 天，主要原因是实行错峰采购，对秋冬装的面料、成衣进行备货，并增加电商存货。同时安娜蔻销售下滑带来约额外库存，下半年将逐步消化。

大手笔国际化升级，推动产品“走出去”，三大年轻品牌定位针对性调整，新形象值得期待

上半年公司品牌进行多方升级，尤其是设计环节调整幅度较大。公司加快了国际化步伐（人才国际化、研发国际化、产品国际化、品牌国际化），以米兰时装周玖姿新品发布会为起点，2018 年 4 月聘请日本著名设计师久保嘉男先生担任安正男装创意总监；聘请法国 Françoise Onillon 女士担任公司艺术总监，并将品牌终端形象进行国际化升级。

同时安正男装、摩萨克、安娜蔻完成品牌定位、形象的转型升级，未来将以新形象面世。新设计师将安正男装产品加入更多年轻时尚元素，细分为两大系列：时尚商务和时尚休闲；摩萨克亦将更加时尚休闲，满足个性化、时尚化穿搭需求；而安娜蔻进行品质升级，提升档次，将核心客群调整为 20-30 岁的互联网中高端消费

者，打造高品质、高性价比的中高端女装线上品牌。三大品牌定位线下年轻化、线上品质化，取长补短，迎合年轻消费者需求，未来改变值得期待。

投资建议：公司主品牌持续强势，若干新品牌调整期受短期影响，新形象布局步入正轨，整体收入保持 20% 以上增长。加大品牌国际化升级投入，夯实长期核心竞争力，结合下半年迎来销售旺季、斐娜晨产能问题已解决、摩萨克渠道调整已经到位、营销红利开始释放等，考虑股权激励目标，我们预计 2018-2019 年公司实现归母净利润 3.67、4.71 亿元，EPS 为 0.91、1.16 元/股，对应的 PE 分别为 16，11 倍，维持“买入”评级。

风险因素：不能准确把握时装流行趋势存风险；电商开拓不力；子品牌开店增加后同店增长趋缓。

表 1：安正时尚 2017-2019 年主要财务指标及预测（单位：百万元）

利润表	2017	2018E	2019E	财务指标	2017	2018E	2019E
营业收入	1,420.7	1,722.0	2,104.8	成长性			
减:营业成本	472.5	525.5	650.0	营业收入增长率	17.8%	21.2%	22.2%
营业税费	25.2	22.4	27.4	营业利润增长率	20.7%	32.8%	28.9%
销售费用	445.6	490.8	589.3	净利润增长率	15.7%	34.2%	28.6%
管理费用	188.9	226.4	273.6	EBITDA 增长率	6.4%	44.1%	28.3%
财务费用	-3.1	1.2	-6.7	EBIT 增长率	7.3%	46.9%	27.0%
资产减值损失	44.8	48.0	50.0	NOPLAT 增长率	16.0%	34.5%	27.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	投资资本增长率	86.6%	50.3%	0.2%
投资和汇兑收益	42.7	12.0	20.0	净资产增长率	100.5%	54.8%	7.2%
营业利润	316.0	419.7	541.2	利润率			
加:营业外净收支	0.3	9.0	9.0	毛利率	66.7%	69.5%	69.1%
利润总额	316.3	428.7	550.2	营业利润率	22.2%	24.4%	25.7%
减:所得税	43.2	58.6	74.3	净利润率	19.2%	21.3%	22.4%
净利润	273.1	366.5	471.1	EBITDA/营业收入	22.8%	27.1%	28.5%
资产负债表	2017	2018E	2019E	EBIT/营业收入	20.2%	24.4%	25.4%
货币资金	347.1	922.7	1,206.0	运营效率			
交易性金融资产	-	-	-	固定资产周转天数	138	113	104
应收帐款	123.0	211.9	197.4	流动营业资本周转天数	230	297	247
应收票据	-	-	-	流动资产周转天数	390	529	516
预付帐款	14.8	13.0	21.3	应收帐款周转天数	29	35	35
存货	474.3	547.4	709.2	存货周转天数	108	107	107
其他流动资产	1,213.8	1,193.3	1,012.2	总资产周转天数	626	734	696
可供出售金融资产	111.7	12.0	12.0	投资资本周转天数	374	502	494
持有至到期投资	-	-	-	投资回报率			
长期股权投资	-	-	-	ROE	10.6%	9.2%	11.1%
投资性房地产	42.4	42.4	42.4	ROA	8.7%	9.6%	11.1%
固定资产	548.3	534.4	678.3	ROIC	26.3%	18.9%	16.0%
在建工程	28.2	109.0	20.9	费用率			
无形资产	69.9	156.8	236.0	销售费用率	31.4%	28.5%	28.0%
其他非流动资产				管理费用率	13.3%	13.2%	13.0%
资产总额	3,151.8	3,873.4	4,268.2	财务费用率	-0.2%	0.1%	-0.3%

短期债务	-	-	-	三费/营业收入	44.4%	41.7%	40.7%
应付帐款	239.0	214.5	296.1	偿债能力			
应付票据	-	2.7	0.6	资产负债率	18.4%	12.6%	12.9%
其他流动负债				负债权益比	22.6%	14.5%	14.8%
长期借款	-	-	-	流动比率	4.72	6.12	6.02
其他非流动负债				速动比率	3.69	4.96	4.66
负债总额	580.0	576.4	633.8	利息保障倍数	-93.18	350.78	-79.77
少数股东权益	-	3.7	8.5	分红指标			
股本	289.0	404.7	404.7	DPS(元)	0.36	0.36	0.47
留存收益	2,328.1	3,572.8	3,855.5	分红比率	52.9%	40.0%	40.0%
股东权益	2,571.7	3,981.2	4,268.6	股息收益率	0.8%	0.8%	1.0%
现金流量表	2017	2018E	2019E	业绩和估值指标	2017	2018E	2019E
净利润	273.1	366.5	471.1	EPS(元)	0.94	0.91	1.16
加:折旧和摊销	67.2	46.2	65.0	BVPS(元)	8.90	9.83	10.53
资产减值准备	44.8	48.0	50.0	PE(X)	15.2	15.9	12.4
公允价值变动损失	-	-	-	PB(X)	1.6	1.5	1.4
财务费用	1.1	1.2	-6.7	P/FCF	-6.1	69.0	14.0
投资收益	-42.7	-12.0	-20.0	P/S	2.9	3.4	2.8
少数股东损益	-	3.7	4.8	EV/EBITDA	19.8	36.3	27.8
营运资金的变动	-919.4	-80.4	77.9	CAGR(%)	21.9%	14.9%	26.3%
经营活动产生现金流量	317.4	373.2	642.1	PEG	0.7	1.1	0.5
投资活动产生现金流量	-1,048.3	-1,000.0	-177.1	ROIC/WACC	7.5	5.4	4.6
融资活动产生现金流量	968.8	1,202.4	-181.8	REP	0.4	1.1	1.3

资料来源: WIND, 中信建投证券股份有限公司

分析师介绍

史琨：CFA，金融学硕士，2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

报告贡献人

邱季 qiuji@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师惠 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859