

## 品牌共振，业绩高飞

2017年8月1日

### 投资要点

- ❖ **多品牌时尚集团，拟推股权激励，剑指内生靓丽增长。**安正时尚是国内多品牌时尚集团龙头之一，旗下玖姿/尹默/斐娜晨/摩萨克/安正男装五大品牌错落有致，交替成长，潜力十足。公司公告，拟推出员工股权激励计划，授予价为 12.81 元/股，分三期按 20%/40%/40%解锁，考核目标为 2017/2018/2019 年净利润不低于 2.75/3.60/4.70 亿元，对应净利润增速分别达 16.5%/30.9%/30.6%；靓丽的业绩考核目标，彰显了公司对于未来发展的信心。我们认为，经过多年打磨成长，公司已逐渐形成多品牌驾驭能力，一体化供应链管理体系为多品牌发展提供强有力支撑，公司望以此此次股权激励为新的起点，实现品牌集团的跨越发展。
- ❖ **主品牌玖姿：稳健增长，夯实根基。**玖姿是国内高端女装领导品牌，在大型零售渠道高端女装中排名第三。近年来，玖姿持续优化品牌运营能力，形成多方面竞争优势：1. 有效控制库存，已经实现 70%订货+30%追单模型，对渠道库存进行数据分析，同时允许加盟商退换部分货品；2. 对现有生产基地进行产能升级，提高自产能力，以缩短产品周期、加快市场响应速度；3. 形成加盟/直营/电商/五季（库存消化）多渠道协同的终端零售网络。玖姿已经走出 2015-2016 年的调整周期，未来将继续提升已有门店销售能力、并向二三线市场拓张下沉，预计保持每年 30-40 家净开店速度，实现高单位数复合增长。
- ❖ **新品牌差异化定位，逐渐成长提升业绩。**（1）尹默定位高端、具备设计师品牌气质，零售表现出众（店效超 400 万元），2017Q1 拥有门店 84 家、仍有翻倍扩张空间；随着定位逐步清晰，未来可从服装向饰品/鞋履/箱包等品类延伸，预计保持 15%-20%复合增长。（2）斐娜晨秉承玩味精致理念，契合当下消费升级需求，深受渠道欢迎；未来品牌团队迁至上海，有望吸收更多优秀人才、提升品牌曝光度，并向童装、男装等品类延伸，预计复合增速约 40%-50%。（3）摩萨克重新调整品牌定位，未来将成为较玖姿具备性价比优势、法式风格的中高端女装品牌，新风格产品门店 2018 年正式推出，将借助玖姿已有分销渠道优势快速扩张。2017 年为品牌调整规划阶段，2018 年起快速开店（预计 70-80 家），有望实现快速增长。（4）安正男装定位高端，逐步成熟释放业绩，预计未来将实现约 20%复合增长。考虑到男装团队出色的品牌管理运作能力，期待公司未来外延发力男装品类，丰富公司品牌调性。
- ❖ **2017H1 开局良好，预计玖姿回暖、斐娜晨高增长。**经过我们跟踪分析判断，预计公司 2017H1 收入望实现高单位数增长，其中玖姿/尹默/斐娜晨/安正男装终端零售分别实现约高单位数/20%左右/70%+/20%左右增长；考虑到部分新品牌尚处培育期、摩萨克等库存调整，预计净利润增速低于收入。展望全年，玖姿下半年旺季有望提速；尹默/斐娜晨/安正男装有望延续上半年表现，摩萨克因为调整全年低速增长。此外公司参与认购泓行愿景基金 5%份额，提升资金使用效率的同时为未来可能的外延发展夯实基础。
- ❖ **风险因素。**市场竞争加剧风险；多品牌运作不及预期风险。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**登陆资本市场之后，公司专注时尚主业，不断提升品牌运营能力和内部管理效率。根据公司各品牌跟踪并结合股权激励目标，上调 2017/2018/2019 年 EPS 预测至 1.01/1.28/1.66 元（原预测 1.01/1.21/1.52 元）。公司股价 23.90 元，对应 2017/2018 估值 PE25/19 倍。看好公司未来多品牌发展带来的靓丽内生增长；同时期待其借助资本市场平台优势，实现更快发展。上调评级至“买入”，目标价 32 元、对应 2018 年 25 倍 PE。

| 项目/年度         | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）     | 1225 | 1206 | 1428  | 1749  | 2105  |
| 增长率 YoY %     | 4.5  | -1.5 | 18.4  | 22.5  | 20.3  |
| 净利润（百万元）      | 244  | 236  | 288   | 366   | 472   |
| 增长率 YoY %     | 6.6  | -3.2 | 21.9  | 27.2  | 28.9  |
| 每股收益（全面摊薄）（元） | 0.86 | 0.83 | 1.01  | 1.28  | 1.66  |
| 毛利率（%）        | 68.6 | 70.6 | 71.1  | 71.9  | 72.4  |
| 市盈率（倍）        | 28   | 29   | 24    | 19    | 14    |
| 市净率（倍）        | 6.0  | 5.3  | 2.7   | 2.5   | 2.3   |

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 7 月 31 日收盘价



### 买入（上调）

目标价：32 元

当前价：23.90 元

### 中信证券研究部

薛缘

电话：021-20262134

邮件：xueyuan@citics.com

执业证书编号：S1010514080007

### 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

### 主要数据

|              |                  |
|--------------|------------------|
| 沪深 300 指数    | 3737.87 点        |
| 总股本/流通股本     | 285.04/71.26 百万股 |
| 近 12 月最高/最低价 | 50.29 元/23.01 元  |
| 近 1 月绝对涨幅    | -11.87%          |
| 近 6 月绝对涨幅    | 0.28%            |
| 今年以来绝对涨幅     | 0.28%            |
| 12 个月日均成交额   | 277.38 百万元       |

### 相关研究

1. 安正时尚（603839）投资价值分析报告—品牌版图护航，时尚帝国扬帆……2017-03-28
2. 安正时尚（603839）调研纪要—多品牌发展势头良好，业绩增长有保障……2017-05-31

利润表 (百万元)

| 指标名称         | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入         | 1,225  | 1,206  | 1,428  | 1,749  | 2,105  |
| 营业成本         | 384    | 354    | 412    | 492    | 580    |
| 毛利率          | 68.61% | 70.63% | 71.13% | 71.89% | 72.44% |
| 营业税金及附加      | 16     | 20     | 24     | 28     | 34     |
| 营业费用         | 327    | 347    | 361    | 475    | 594    |
| 营业费用率        | 26.73% | 28.78% | 25.27% | 27.16% | 28.19% |
| 管理费用         | 169    | 166    | 186    | 218    | 245    |
| 管理费用率        | 13.80% | 13.75% | 13.05% | 12.45% | 11.63% |
| 财务费用         | 5      | 5      | -11    | -11    | -13    |
| 财务费用率        | 0.42%  | 0.42%  | -0.76% | -0.65% | -0.61% |
| 投资收益         | 14     | 8      | 11     | 12     | 13     |
| 营业利润         | 250    | 262    | 323    | 412    | 534    |
| 营业利润率        | 20.39% | 21.71% | 22.59% | 23.54% | 25.35% |
| 营业外收入        | 35     | 9      | 9      | 10     | 10     |
| 营业外支出        | 1      | 1      | 1      | 1      | 1      |
| 利润总额         | 283    | 271    | 331    | 421    | 542    |
| 所得税          | 39     | 34     | 43     | 55     | 70     |
| 所得税率         | 13.90% | 12.74% | 13.00% | 13.00% | 13.00% |
| 少数股东损益       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归属于母公司股东的净利润 | 244    | 236    | 288    | 366    | 472    |
| 净利率          | 19.91% | 19.57% | 20.15% | 20.92% | 22.41% |
| 每股收益(元)(摊薄)  | 0.86   | 0.83   | 1.01   | 1.28   | 1.66   |

现金流量表 (百万元)

| 指标名称   | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润    | 244  | 236  | 288   | 366   | 472   |
| 少数股东损益 | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 折旧和摊销  | 0    | 0    | 97    | 100   | 102   |
| 营运资金变动 | 0    | 0    | -237  | -106  | -51   |
| 其他     | 21   | 103  | 5     | 12    | 3     |
| 经营现金流  | 265  | 339  | 154   | 372   | 525   |
| 资本支出   | -173 | -67  | -130  | -128  | -127  |
| 投资收益   | 14   | 8    | 11    | 12    | 13    |
| 资产变卖   | 1    | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 其他     | -115 | -129 | 0     | 0     | 0     |
| 投资现金流  | -273 | -187 | -119  | -116  | -114  |
| 发行股票   | 0    | 0    | 1,115 | 0     | 0     |
| 负债变化   | 70   | -4   | -66   | 0     | 0     |
| 股息支出   | -122 | -84  | -124  | -160  | -213  |
| 其他     | 0    | 0    | 11    | 11    | 13    |
| 融资现金流  | -52  | -88  | 935   | -149  | -200  |
| 现金净增加额 | -60  | 65   | 969   | 107   | 212   |

资料来源：中信量化投资分析系统

资产负债表 (百万元)

| 指标名称     | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 44    | 110   | 1,079 | 1,186 | 1,398 |
| 存货       | 404   | 381   | 449   | 532   | 604   |
| 应收账款     | 114   | 93    | 135   | 166   | 187   |
| 其他流动资产   | 192   | 322   | 463   | 462   | 471   |
| 流动资产     | 754   | 905   | 2,126 | 2,346 | 2,660 |
| 固定资产     | 483   | 544   | 577   | 605   | 631   |
| 长期股权投资   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产     | 78    | 74    | 72    | 71    | 70    |
| 其他长期资产   | 311   | 262   | 283   | 302   | 320   |
| 非流动资产    | 872   | 880   | 933   | 979   | 1,020 |
| 资产总计     | 1,626 | 1,785 | 3,059 | 3,324 | 3,681 |
| 短期借款     | 70    | 66    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款     | 115   | 122   | 141   | 162   | 196   |
| 其他流动负债   | 298   | 314   | 357   | 396   | 458   |
| 流动负债     | 483   | 502   | 498   | 558   | 655   |
| 长期负债     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 非流动性负债   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 负债合计     | 483   | 502   | 498   | 558   | 655   |
| 股本       | 214   | 214   | 285   | 285   | 285   |
| 资本公积     | 5     | 5     | 1,048 | 1,048 | 1,048 |
| 股东权益合计   | 1,142 | 1,282 | 2,560 | 2,766 | 3,025 |
| 少数股东权益   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 负债股东权益总计 | 1,626 | 1,785 | 3,059 | 3,324 | 3,681 |

主要财务指标

| 指标名称          | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| 增长率 (%)       |      |      |       |       |       |
| 营业收入          | 4.5  | -1.5 | 18.4  | 22.5  | 20.3  |
| 营业利润          | -2.3 | 4.9  | 23.2  | 27.7  | 29.6  |
| 净利润           | 6.6  | -3.2 | 21.9  | 27.2  | 28.9  |
| 利润率 (%)       |      |      |       |       |       |
| 毛利率           | 68.6 | 70.6 | 71.1  | 71.9  | 72.4  |
| EBIT Margin   | 26.8 | 26.4 | 31.1  | 30.7  | 31.0  |
| EBITDA Margin | 26.8 | 26.4 | 37.9  | 36.4  | 35.9  |
| 净利率           | 19.9 | 19.6 | 20.1  | 20.9  | 22.4  |
| 回报率 (%)       |      |      |       |       |       |
| 净资产收益率        | 21.3 | 19.5 | 15.0  | 13.7  | 16.3  |
| 总资产收益率        | 15.0 | 13.8 | 11.9  | 11.5  | 13.5  |
| 其他 (%)        |      |      |       |       |       |
| 资产负债率         | 29.7 | 28.1 | 16.3  | 16.8  | 17.8  |
| 所得税率          | 13.9 | 12.7 | 13.0  | 13.0  | 13.0  |
| 股利支付率         | 39.4 | 48.3 | 43.3  | 43.7  | 45.1  |

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                                                                                              | 评级   | 说明                             |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；       |
|                                                                                                                                                                                                                                        | 增持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                        | 持有   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                        | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；       |
|                                                                                                                                                                                                                                        | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；       |
|                                                                                                                                                                                                                                        | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间； |
|                                                                                                                                                                                                                                        | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上        |

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSASingaporePteLtd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSASingaporePteLtd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSASingaporePteLtd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。