

2017年08月16日

安正时尚 (603839.SH)

公司快报

主品牌调整结束恢复增长，新品牌发展态势良好

事件

公司发布 2017 年半年报,实现营业收入 6.25 亿元,同比增长 18.13%,实现归母净利润 1.29 亿元,同比增长 10.2%, EPS 为 0.50 元。其中二季度实现营业收入 3.17 亿元,同比增长 17.40%, 实现归母净利润 0.59 亿元, 同比增长 3.46%, EPS 为 0.21 元。

投资要点

◆ **主品牌玖姿调整结束、恢复增长，新品牌门店数量变化不大营收增速较快**：2017 年上半年，公司门店净增长 10 家至 872 家。营业收入同比增长 18.13%至 6.25 亿元。毛利率减少 6.36 个百分点至 69.37%，毛利率下滑的主要原因在于公司增加过季商品促销活动，折扣下降所致。1) 主品牌玖姿调整结束，收入重回增长。2016 年,玖姿品牌加盟店净关闭 98 家至 547 家, 直营店净增长 1 家至 83 家, 收入减少 13.53%至 8.47 亿元。2017 年上半年, 玖姿品牌直营店净增长 12 家,加盟店净增长 1 家(其中 11 家加盟店转直营), 实现营收 3.89 亿元,同比增长 5.89%, 但毛利率下滑 6.24 个百分点至 67.99%。主品牌收入端已开始恢复。2) 新品牌维持较快增长。尹默、安正、摩萨克、斐娜晨、上半年门店数量分别净增长 - 8、3、- 2、8 家至 80 家、35 家、23 家、53 家。总体来看，新品牌上半年门店数量变化不大。从营收看，4 个品牌同比增长分别为 10.99%、48.61%、31.47%和 96.05%，毛利率有不同程度下滑。

从库存来看，公司上半年存货净额 3.84 亿元，与 2016 年末 3.81 亿元基本持平。公司库存商品中，2 年以内货品占 6 成以上，随着公司折扣店、淘宝、唯品会渠道的不断完善，处理库存能力提升，加之存货跌价准备的计提，预计未来存货压力将有所缓解。

从三项费用看，管理费用基本持平，销售费用同比增长 22.49%，主要是营收增长以及店铺数量增长所致。财务费用由于募集资金到账，存款利息收入增长，由去年同期的 262 万变为-266 万元。

◆ **服装终端消费复苏，高端女装市场空间大，集中度低**。上半年服装终端销售有所回升，1 - 6 月限额以上服装类零售额 5063 亿元，累计同比增长 6.8%。此外，我国中高端女装行业空间大，集中度低。中国高端女装市场近 1730 亿，同比增长 33% (2015)，根据中华商业信息网统计，目前 CR10 仅为 9.5%，知名高端女装品牌发展空间较大。公司销售占比超过 60%的主品牌玖姿知名度高，将受益于高端女装的行业快速增长以及市场集中度提升。

◆ **股权激励彰显未来发展信心**：2017 年股权激励拟授予限制性股票 610 万股，授予价格 12.8 元。股权激励计划业绩考核目标为 17-19 年净利润不低于 2.75、3.6、4.7 亿元，同比+16.5%、+30.9%、+30.6%。考虑到公司主品牌已开始恢复性发展，新品牌业绩增速较快，股权激励的业绩目标较高也显示公司管理层对未来发展的信心。

◆ **参股杭州润行愿景产业投资基金**：7 月 28 日，公司公告出资 5000 万元认购杭州

纺织服装 | 大众品牌 III

增持-A(首次)

投资评级

6 个月目标价

26 元

股价(2017-08-15)

23.69 元

交易数据

总市值 (百万元)

6,752.60

流通市值 (百万元)

1,688.15

总股本 (百万股)

285.04

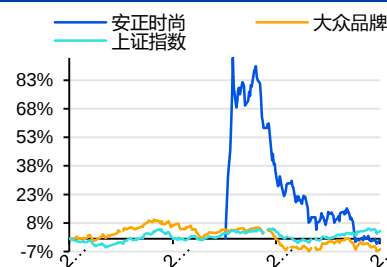
流通股本 (百万股)

71.26

12 个月价格区间

23.01/50.98 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.71	-21.37	-6.58
绝对收益	-8.81	-15.93	

分析师

王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsec.cn
021-20377089

报告联系人

齐莉娜
qilina@huajinsec.cn
021-20377037

相关报告

泓行愿景基金（有限合伙）5.00%的基金份额。杭州泓行愿景基金(规模 10 亿元)主要投资于先进制造业、消费、TMT 等国家政策重点支持和发展的领域，关注具备高成长性的中期及成熟期的境内企业，兼顾具有境内业务的境外企业。通过参股产业投资基金，进一步提升公司的资金使用效率。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2018 年每股收益分别为 0.94、1.24 和 1.62 元。给予增持-A 建议，6 个月目标价为 26 元，相当于 2018 年 21 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**终端零售复苏低于预期，公司新品牌拓展不达预期，库存风险等。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,224.9	1,206.2	1,423.3	1,707.9	2,134.9
同比增长(%)	4.5%	-1.5%	18.0%	20.0%	25.0%
营业利润(百万元)	249.8	261.9	293.6	388.0	516.5
同比增长(%)	-2.3%	4.9%	12.1%	32.1%	33.1%
净利润(百万元)	243.9	236.0	269.1	354.3	462.0
同比增长(%)	6.6%	-3.2%	14.0%	31.7%	30.4%
每股收益(元)	0.86	0.83	0.94	1.24	1.62
PE	27.5	28.4	24.9	18.9	14.5
PB	5.9	5.2	4.4	3.9	3.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,224.9	1,206.2	1,423.3	1,707.9	2,134.9	年增长率					
减:营业成本	384.5	354.2	483.9	563.6	683.2	营业收入增长率	4.5%	-1.5%	18.0%	20.0%	25.0%
营业税费	15.9	20.0	20.2	24.9	32.3	营业利润增长率	-2.3%	4.9%	12.1%	32.1%	33.1%
销售费用	327.4	347.1	391.4	469.7	587.1	净利润增长率	6.6%	-3.2%	14.0%	31.7%	30.4%
管理费用	169.1	165.9	177.9	213.5	266.9	EBITDA 增长率	0.1%	5.3%	8.7%	27.7%	30.3%
财务费用	5.2	5.1	2.0	-0.7	-0.9	EBIT 增长率	-0.7%	4.7%	10.7%	31.0%	33.1%
资产减值损失	87.1	60.5	65.0	60.0	60.0	NOPLAT 增长率	-2.6%	6.1%	10.4%	31.0%	33.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	30.0%	7.5%	2.3%	1.0%	17.8%
投资和汇兑收益	14.0	8.5	10.8	11.1	10.1	净资产增长率	14.9%	12.2%	18.3%	14.6%	16.4%
营业利润	249.8	261.9	293.6	388.0	516.5	盈利能力					
加:营业外净收支	33.5	8.6	15.7	19.3	14.5	毛利率	68.6%	70.6%	66.0%	67.0%	68.0%
利润总额	283.2	270.5	309.3	407.3	531.1	营业利润率	20.4%	21.7%	20.6%	22.7%	24.2%
减:所得税	39.4	34.5	40.2	52.9	69.0	净利润率	19.9%	19.6%	18.9%	20.7%	21.6%
净利润	243.9	236.0	269.1	354.3	462.0	EBITDA/营业收入	23.6%	25.2%	23.3%	24.8%	25.8%
						EBIT/营业收入	20.8%	22.1%	20.8%	22.7%	24.2%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	29.7%	28.1%	28.2%	22.2%	26.5%
货币资金	44.2	109.6	298.1	500.0	597.0	负债权益比	42.3%	39.2%	39.3%	28.6%	36.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.90	2.30	2.63	3.66	3.21
应收帐款	128.1	108.1	211.4	160.3	293.7	速动比率	0.88	1.33	1.45	2.22	1.85
应收票据	-	-	13.2	2.6	6.2	利息保障倍数	49.03	52.68	151.35	-566.01	-548.15
预付帐款	9.9	8.6	30.7	9.5	37.2	营运能力					
存货	403.6	380.8	587.9	576.8	853.9	固定资产周转天数	101	153	134	105	79
其他流动资产	168.3	298.3	171.0	212.5	227.3	流动营业资本周转天数	79	120	119	109	110
可供出售金融资产	19.1	12.7	12.7	14.8	13.4	流动资产周转天数	212	248	280	292	293
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	42	35	40	39	38
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	112	117	123	123	121
投资性房地产	47.6	45.0	45.0	45.0	45.0	总资产周转天数	456	509	493	458	420
固定资产	482.7	544.1	514.0	483.9	453.7	投资资本周转天数	249	296	263	223	195
在建工程	96.2	45.6	45.6	45.6	45.6	费用率					
无形资产	78.3	73.8	68.4	63.1	57.7	销售费用率	26.7%	28.8%	27.5%	27.5%	27.5%
其他非流动资产	148.6	158.5	115.2	120.1	121.2	管理费用率	13.8%	13.8%	12.5%	12.5%	12.5%
资产总额	1,626.4	1,785.1	2,113.2	2,234.1	2,751.8	财务费用率	0.4%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%
短期债务	70.0	66.0	-	-	-	三费/营业收入	41.0%	42.9%	40.1%	40.0%	40.0%
应付帐款	144.7	140.9	234.6	211.3	329.2	投资回报率					
应付票据	-	-	5.2	2.5	2.0	ROE	21.3%	18.4%	17.7%	20.4%	22.8%
其他流动负债	183.2	186.9	259.0	185.6	296.6	ROA	15.0%	13.2%	12.7%	15.9%	16.8%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	29.8%	24.3%	25.0%	32.0%	42.2%
其他非流动负债	85.5	108.7	97.4	97.2	101.1	分红指标					
负债总额	483.4	502.4	596.3	496.6	728.9	DPS(元)	0.34	0.30	0.37	0.48	0.61
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	39.4%	36.2%	39.2%	38.3%	37.9%
股本	213.8	213.8	285.0	285.0	285.0	股息收益率	1.4%	1.3%	1.6%	2.0%	2.6%
留存收益	928.5	1,068.3	1,231.8	1,452.6	1,737.9						
股东权益	1,143.1	1,282.6	1,516.8	1,737.5	2,022.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	243.9	236.0	269.1	354.3	462.0	EPS(元)	0.86	0.83	0.94	1.24	1.62
加:折旧和摊销	76.3	70.7	35.5	35.5	35.5	BVPS(元)	4.01	4.50	5.32	6.10	7.10
资产减值准备	87.1	60.5	-	-	-	PE(X)	27.5	28.4	24.9	18.9	14.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.9	5.2	4.4	3.9	3.3
财务费用	5.0	4.7	2.0	-0.7	-0.9	P/FCF	72.4	41.8	37.4	19.5	24.6
投资损失	-14.0	-8.5	-10.8	-11.1	-10.1	P/S	5.5	5.6	4.7	3.9	3.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	16.8	15.7	18.9	14.3	10.8
营运资金的变动	-281.1	-106.4	-15.9	-51.0	-225.9	CAGR(%)	13.3%	25.1%	5.6%	13.3%	25.1%
经营活动产生现金流量	264.8	339.5	279.9	327.0	260.6	PEG	2.1	1.1	4.5	1.4	0.6
投资活动产生现金流量	-272.7	-186.8	11.4	7.8	12.1	ROIC/WACC	2.8	2.3	2.4	3.0	4.0
融资活动产生现金流量	-52.2	-87.6	-102.9	-132.9	-175.7						

资料来源：贝格数据/华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn