

审慎推荐-A (首次)

安正时尚 603839.SH

目标估值: NA
 当前股价: 23.69 元
 2017年08月15日

17整合年业绩稳步增长 18轻装上阵业绩增速有望加快

基础数据

上证综指	3251
总股本(万股)	28504
已上市流通股(万股)	7126
总市值(亿元)	68
流通市值(亿元)	17
每股净资产(MRQ)	8.7
ROE(TTM)	9.9
资产负债率	13.1%
主要股东	郑安政
主要股东持股比例	37.57%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	42	42
相对表现	-10	35	30



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 《纺织服装行业“时尚半月谈”(8月下期)—技术及服务升级 模式创新推动奢侈品电商平台 YNAP 稳健成长》2017-08-13
- 《纺织服装行业“时尚半月谈”(8月上期)—新零售下的颠覆者 浅谈 Gucci 的蜕变》2017-07-30

孙好

010-57601717
 sunyu2@cmschina.com.cn
 S1090511110003

研究助理

高峰
 gaofeng4@cmschina.com.cm

公司旗下女装品牌玖姿、尹默、斐娜晨、摩萨克及安正男装品牌,与今年新孵化的快时尚电商品牌安娜寇,初步完成了线上线多品牌矩阵的搭建。上半年在促销力度加大的背景下,附属品牌快速增长,主品牌加大直营转型中略有增长,但毛利率下滑较多导致利润增速不及收入。我们认为今年大力度处理库存,并持续推行渠道精细化整合,下半年随着基数降低,业绩增速有望回升,全年有望实现股权激励 17% 的增长目标,且明年有望轻装上阵。当前公司市值为 68 亿元,对应 17PE 24X,因公司含有次新属性,短期估值略高,首次给予“审慎推荐-A”评级。但中期而言,在股权激励考核指引下,明后两年年均净利润增长 31% 的目标有望加强后期市场信心,建议在 Q4 估值切换时关注。

- 渠道持续整合及大力促销背景下,收入实现较快增长,但毛利率下滑导致利润增速不及收入。2017H1 公司实现营收/营业利润/归母净利润分别为 6.25/1.52/1.29 亿元,同比增长 18.13%/12.72%/10.20%,基本每股收益为 0.50 元。分季度看,17Q1、Q2 单季度收入同比分别增长 18.89%和 17.40%;归母净利润同比分别增长 16.50%和 3.46%。上半年促销力度加大,推动品牌销售增长,但毛利率受损导致利润增速不及收入,下半年考虑到基数下降,业绩增速有望回升,预计全年有望实现股权激励 17% 的增长目标。
- 大力促销推动附属品牌快速增长,主品牌直营化调整中略有增长。上半年公司为缓解库存压力,加大促销力度,并在附属品牌门店增加工厂店少量非公司品牌商品代销,推动线下附属品牌快速增长;同时,线上新品牌的开拓也加快了线上业务发展。

分品牌: 1) 主品牌玖姿: 17H1 门店净增 13 家,其中加盟渠道 11 家完成直营化调整,截止至 17H1 末拥有门店 643 家(直营 95 家,加盟 548 家)。渠道调整背景下,主品牌实现营收 3.89 亿元,同比增长 5.89%。2) 尹默: 17H1 直营渠道调整较大,关闭门店 10 家,并有 5 家门店转为加盟,中期末拥有门店 80 家(直营 75 家,加盟 5 家),实现营收 1.04 亿元,同比增长 10.99%。3) 安正男装: 拥有直营店 35 家,逐步成熟释放业绩,17H1 实现收入 0.41 亿元,同比增长 48.61%。4) 摩萨克及斐娜晨: 渠道调整力度不大,17H1 分别实现营收 0.20 和 0.40 亿元,同比分别增长 31.47%和 96.05%。6) 新孵化电商品牌安娜寇: 定位快时尚,面向年轻都市女性,17H1 实现营收 0.28 亿元,占线上销售 36%。

财务数据与估值

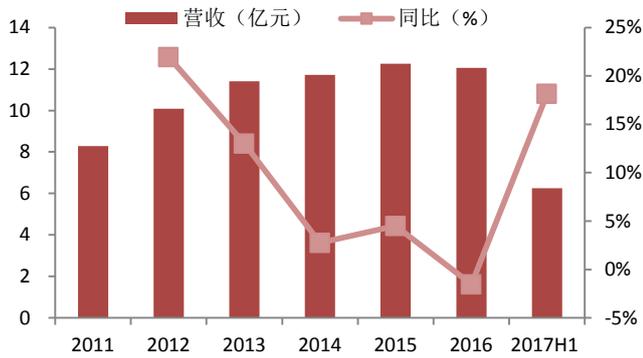
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1225	1206	1423	1713	2085
同比增长	5%	-2%	18%	20%	22%
营业利润(百万元)	250	262	311	408	536
同比增长	-2%	5%	19%	31%	31%
净利润(百万元)	244	236	277	361	473
同比增长	7%	-3%	17%	31%	31%
每股收益(元)	1.14	1.10	0.97	1.27	1.66
PE	20.8	21.5	24.4	18.7	14.3
PB	4.4	3.9	2.5	2.3	2.1

资料来源: 公司数据、招商证券

分渠道: 1) **线下销售:** 实现收入 5.45 亿元, 同比增长 87.29%; 其中, **直营端** 实现收入 3.14 亿元, 同比增长 74.02%; **加盟端** 收入 2.31 亿元, 同比增长 69.78%。2) **线上销售** 实现收入 0.79 亿元, 同比增长 26.21%, 占总收入比例为 12.71%, 在新电商品牌的贡献下, 线上占比不断攀升。

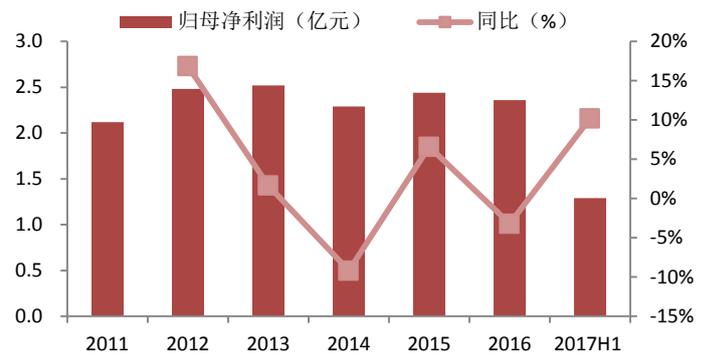
- **公司加大促销力度消化库存, 导致毛利率大幅下滑; 尽管期间费用率下降, 但净利率仍有小幅回落。** 公司为消化老库存, 加大过季商品的促销力度, 导致毛利率同比下滑 6.03PCT 至 69.38%。其中, 线下毛利率下滑 5.07PCT 至 72.23% (直营和加盟分别下滑 5.49 和 4.86PCT), 线上毛利率下滑 14.46PCT 至 49.70%。费用方面, 17H1 期间费用率为 43.27%, 同比减少 2.37PCT, 其中, 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 30.48%/13.21%/-0.43%, 其中, 销售费用率由于店铺增加而小幅提升 1.09PCT, 财务费用率由于募集资金到账, 银行借款偿还完毕, 同比下降 0.93PCT。整体看, 毛利率下滑拖累 17H1 净利率为 20.70%, 同比下降 1.49PCT。
- **促销力度加大导致存货同比减少, 营收提升及应收账款改善, 公司经营性现金流增加。** 公司上半年加大对存货处理的力度, 17H1 末存货为 3.84 亿元, 同比减少 5.06%; 同时增强对应收账款的管理, 17H1 末应收账款为 0.90 亿元, 同比减少 17.67%。在营收增加及应收账款改善的背景下, 公司经营性现金流增加至 0.75 亿元, 同比提升 37.77%。
- **股权激励推出, 利益绑定共享成长。** 7 月 31 日, 公司公告 2017 年限制性股票激励计划, 拟授予限制性股票数量 610.1 万股, 占总股本的 2.14%, 其中首次授予 488.1 万股, 首次授予的激励对象总人数为 172 人, 包含高管、中层管理人员及业务骨干, 授予价格为 12.81 元/股, 行权条件分别为 2017-2019 年净利润同比增速分别不低于 17%/31%/31%。本次股权激励参与人员较多, 覆盖面广, 表明管理层及员工对公司长期稳定发展充满信心, 同时进行利益绑定, 形成长期有效激励, 有助公司的持续发展, 共享成长。
- **盈利预测与投资建议:** 公司旗下女装品牌玖姿、尹默、斐娜晨、摩萨克及安正男装品牌, 与今年新孵化的快时尚电商品牌安娜蔻, 初步完成了线上线下多品牌矩阵的搭建。上半年在促销力度加大的背景下, 附属品牌快速增长, 主品牌加大直营转型中略有增长, 但毛利率下滑较多导致利润增速不及收入。我们认为今年大力度处理库存, 并持续推行渠道精细化整合, 下半年随着基数降低, 业绩增速有望回升, 全年有望实现股权激励 17% 的增长目标, 且明年有望轻装上阵。
- 结合中报情况, 预计公司 2017-19 年 EPS 分别为 0.97、1.27、1.66 元, 当前公司市值为 68 亿元, 对应 17PE 24X, 因公司含有次新属性, 短期估值略高, 首次给予“审慎推荐-A”评级。但中期而言, 在股权激励考核指引下, 明后两年年均净利润增长 31% 的目标有望加强后期市场信心, 建议在 Q4 估值切换时关注。
- **风险提示:** 终端销售低迷、多品牌培育低于预期。

图 1: 公司 2011-2017H1 营收及增速 (亿元)



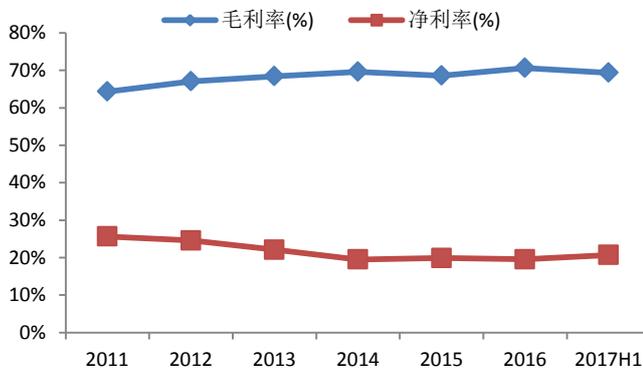
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 公司 2011-2017H1 归母净利润及增速 (亿元)



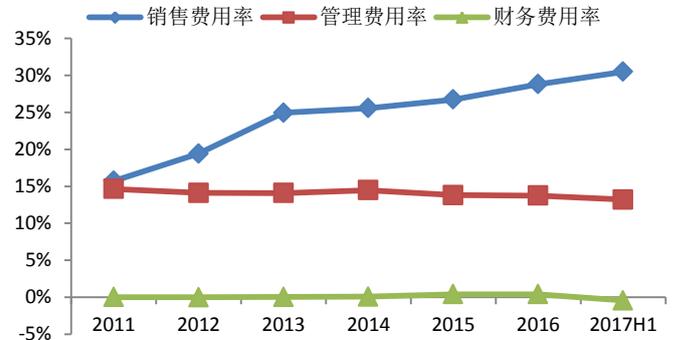
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 公司 2011-2017H1 毛利率变化情况



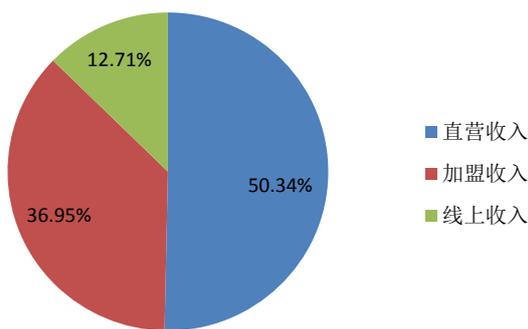
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司 2011-2017H1 三项费用率情况



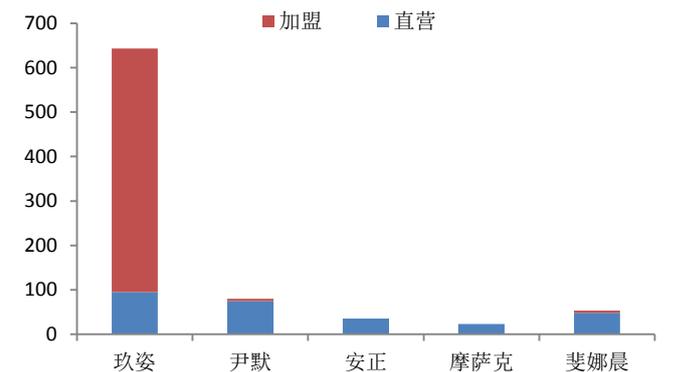
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 公司 2017H1 末各渠道收入占比情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 公司 2017H1 末线下各品牌门店数



资料来源: 公司公告、招商证券

表1: 公司17Q2业绩同比和环比情况

(百万元)	16Q2	17Q1	17Q2	同比	环比
营业收入	270	308	317	17%	3%
营业毛利	207	217	216	5%	0%
销售费用	80	96	95	18%	-1%
管理费用	43	43	40	-8%	-7%
财务费用	2	-1	-2	-214%	142%
营业利润	64	82	70	9%	-14%
归属母公司净利润	57	71	59	3%	-17%
EPS (元)	0.27	0.25	0.21	-22%	-17%

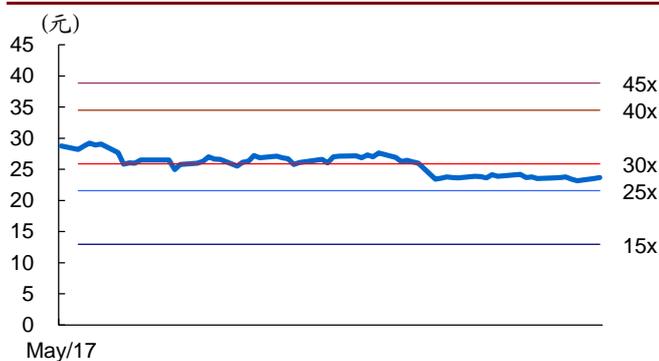
数据来源: 公司公告、招商证券

表2: 公司季度利润指标

(百万元)	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
营业收入	-	313	334	259	270	299	378	308	317
营业毛利	-	210	190	192	207	208	245	217	216
销售费用	-	80	89	76	80	84	107	96	95
管理费用	-	54	33	40	43	37	46	43	40
财务费用	-	2	1	1	2	1	1	-1	-2
营业利润	-	40	61	70	64	58	69	82	70
归属母公司净利润	-	39	74	61	57	55	64	71	59
EPS (元)	-	0.14	0.34	0.28	0.27	0.26	0.30	0.25	0.21
主要比率									
毛利率	-	67%	57%	74%	77%	69%	65%	70%	68%
销售费用率	-	26%	27%	29%	30%	28%	28%	31%	30%
管理费用率	-	17%	10%	16%	16%	12%	12%	14%	13%
财务费用率	-	0.6%	0.4%	0.4%	0.6%	0.5%	0.3%	-0.3%	-0.6%
营业利润率	-	13%	18%	27%	24%	20%	18%	26%	22%
有效税率	-	4%	19%	12%	13%	8%	17%	14%	16%
净利率	-	13%	22%	23%	21%	18%	17%	23%	19%
YoY									
收入	-	-	-	-	-	-4%	13%	19%	17%
归属母公司净利润	-	-	-	-	-	39%	-13%	16%	3%

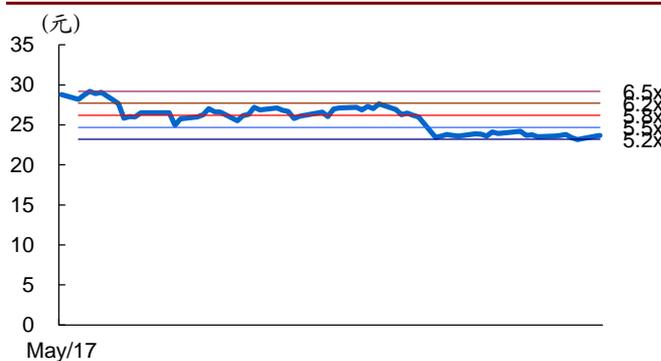
数据来源: 公司公告、招商证券

图 7: 安正时尚历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 8: 安正时尚历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《服饰纺织行业 2017 年投资策略报告-“新趋势+新模式”下打造品牌消费的别样市场》2016/11/28
 - 2、《纺织服装行业“时尚半月谈”(2 月上旬)-近期亮点不足 后续业绩披露期可关注真成长和稳发展品种》2017/2/6
 - 3、《纺织服装行业“时尚半月谈”(2 月下旬)-定增新政利于价值回归 关注真成长+改善中的稳发展》2017/2/20
 - 4、《纺织服装行业“时尚半月谈”(3 月上旬)-基本面下行风险有限 继续关注真成长和稳发展品种》2017/3/5
 - 5、《纺织服装行业“时尚半月谈”(3 月下旬)-业绩披露期 关注基本面佳的真成长和边际改善龙头》2017/3/19
 - 6、《纺织服装行业“时尚半月谈”(4 月上旬)-行业底部运行期间 寻找业绩确定性强个股》2017/4/4
 - 7、《纺织服装行业“时尚半月谈”(4 月下旬)-可持续关注高端消费及商务男装弱复苏》2017/4/16
 - 8、《纺织服装行业-2017 年一季报前瞻分析: 震荡市下底部关注弱复苏商务男装及高端消费领域》2017/4/19
 - 9、《纺织服装行业 2016 年年报及一季报综述-棉辅料及电商板块表现较好 中高端男女装弱复苏》2017/5/2
 - 10、《纺织服装行业“时尚半月谈”(5 月下旬)-4 月商务休闲男装复苏趋势延续》2017/5/15
 - 11、《纺织服装行业“时尚半月谈”(6 月上旬)-把握 Q2 业绩表现延续优于 Q1 的个股确定性机会》2016/6/5
 - 12、《纺织服装行业 2017 年中期投资策略-坚守价值 砥砺前行》2017/6/7
- 针对终端“品牌与产品”双导向升级需求并存的特点,本卷将着重分析新环境下,品牌运营模式的改革出路,并进一步完善品牌行业研究体系,搭建全新消费升级图谱及品牌研究图谱。同时,对产品导向的升级需求催生而来的“极致单品”模式进行深入探究。
- 13、《纺织服装行业“时尚半月谈”(6 月下旬)-掌握高质量低成本流量及优质供应商资源是 C2M 模式胜出关键》2017/06/19
 - 14、《纺织服装行业“时尚半月谈”(7 月上旬)-探究小而美的“价之链”差异化竞争之道》2017/07/02
 - 15、《优质供应链系列解读一:色纺纱行业深度研究-行业集中化趋势明显 龙头量价齐升》2017/07/05
 - 16、《服饰纺织行业 2017 年中报前瞻分析-关注高增长新模式电商及 C2M 模式下优质供应链机会》2017/07/09
 - 17、《招商纺织服装行业“时尚半月谈”(7 月下旬)-由开润股份业绩预增引发的对小米生态链模式的思考》2017/07/14
 - 18、《纺织服装行业“时尚半月谈”(8 月上旬)-新零售下的颠覆者 浅谈 Gucci 的蜕变》2017-07-30

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	754	905	2198	2425	2806
现金	44	110	1271	1323	1450
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	114	93	90	109	133
其它应收款	14	15	18	21	26
存货	404	381	456	536	666
其他	178	307	363	436	531
非流动资产	872	880	929	975	1019
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	483	544	602	656	707
无形资产	78	74	66	60	54
其他	311	262	260	259	258
资产总计	1626	1785	3126	3400	3825
流动负债	398	394	369	406	468
短期借款	70	66	0	0	0
应付账款	115	122	151	178	221
预收账款	57	35	43	50	63
其他	156	171	175	178	184
长期负债	85	109	109	109	109
长期借款	0	0	0	0	0
其他	85	109	109	109	109
负债合计	483	502	478	515	576
股本	214	214	285	285	285
资本公积金	6	6	1130	1130	1130
留存收益	923	1063	1233	1470	1834
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1143	1283	2648	2885	3249
负债及权益合计	1626	1785	3126	3400	3825

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	265	339	222	252	310
净利润	244	236	277	361	473
折旧摊销	76	71	43	45	48
财务费用	5	5	(5)	(13)	(14)
投资收益	(14)	(8)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(27)	49	(91)	(144)	(201)
其它	(19)	(12)	3	7	9
投资活动现金流	(273)	(187)	(89)	(89)	(89)
资本支出	(173)	(67)	(94)	(94)	(94)
其他投资	(100)	(120)	5	5	5
筹资活动现金流	(52)	(88)	1028	(112)	(95)
借款变动	72	1	(66)	0	0
普通股增加	0	0	71	0	0
资本公积增加	1	(0)	1124	0	0
股利分配	(107)	(107)	(107)	(125)	(108)
其他	(18)	18	5	13	14
现金净增加额	(60)	65	1161	52	127

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1225	1206	1423	1713	2085
营业成本	384	354	439	516	642
营业税金及附加	16	20	57	103	83
营业费用	327	347	413	483	584
管理费用	169	166	164	171	209
财务费用	5	5	(5)	(13)	(14)
资产减值损失	87	61	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	14	8	5	5	5
营业利润	250	262	311	408	536
营业外收入	35	9	8	8	8
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	283	271	318	415	543
所得税	39	34	41	54	71
净利润	244	236	277	361	473
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	244	236	277	361	473
EPS (元)	1.14	1.10	0.97	1.27	1.66

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	5%	-2%	18%	20%	22%
营业利润	-2%	5%	19%	31%	31%
净利润	7%	-3%	17%	31%	31%
获利能力					
毛利率	68.6%	70.6%	69.1%	69.9%	69.2%
净利率	19.9%	19.6%	19.4%	21.1%	22.7%
ROE	21.3%	18.4%	10.5%	12.5%	14.5%
ROIC	17.9%	17.2%	10.0%	11.9%	14.0%
偿债能力					
资产负债率	29.7%	28.1%	15.3%	15.1%	15.1%
净负债比率	4.3%	3.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.9	2.3	6.0	6.0	6.0
速动比率	0.9	1.3	4.7	4.6	4.6
营运能力					
资产周转率	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
应收帐款周转率	9.7	11.7	15.5	17.2	17.3
应付帐款周转率	3.1	3.0	3.2	3.1	3.2
每股资料 (元)					
每股收益	1.14	1.10	0.97	1.27	1.66
每股经营现金	1.24	1.59	0.78	0.88	1.09
每股净资产	5.35	6.00	9.29	10.12	11.40
每股股利	0.50	0.50	0.44	0.38	0.50
估值比率					
PE	20.8	21.5	24.4	18.7	14.3
PB	4.4	3.9	2.5	2.3	2.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，2011年初加入招商证券，现为服饰纺织行业首席分析师，8年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾1年。

刘丽，对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券。

高峰，上海交通大学管理学硕士，中山大学数学学士，2017年加入招商证券。

团队成绩：2011-2014年连续4年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015年第五。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。