

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2018年01月30日
市场数据

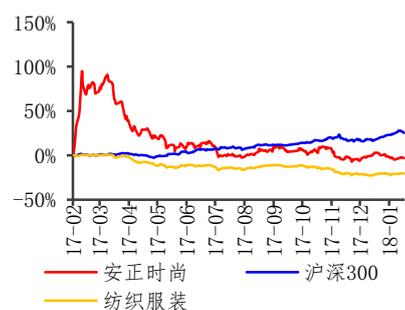
目前股价	23.06
总市值（亿元）	66.66
流通市值（亿元）	16.43
总股本（万股）	28,906
流通股本（万股）	7,126
12个月最高/最低	50.29/21.97

分析师

黄淑妍 021-31829709

Email:huangsy@cgws.com

执业证书编号:S1070514080003

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

《外延内生协同发力，多品牌步入丰收期——安正时尚(603839)公司深度报告》，2017-12-08

实控人增持彰显信心，强寒潮利好服装销售

——安正时尚（603839）公司动态点评

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	1439	1753	2126
(+/-%)	19.30%	21.80%	21.30%
净利润	278	363	473
(+/-%)	17.80%	30.53%	30.37%
摊薄 EPS	0.96	1.26	1.64
PE	23.97	18.36	14.09

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 实控人增持公司股份，彰显未来发展信心：**实际控制人郑安正先生自增持计划实施以来，截止18年1月18日累计增持公司股份44.08万股，累计增持资金1023.08万元，成交均价为23.21元/股。根据增持计划，增持主体拟于2017年12月14日起6个月内，累计增持公司股份不低于1000万元不高于2000万元，因此未来仍有可能继续增持。公司实际控制人增持公司股票，彰显实控人对公司价值的认可及对公司未来发展前景的信心。
- 冬季强寒潮来袭，服装零售数据持续向好：**根据统计局数据，2017年12月服装鞋帽、针纺织品类销售额高达1664亿元（同比+9.7%，环比+6.6%）。这主要系“强寒潮来袭，春节较晚”所致。随着强寒潮来袭，全国迎来大范围、大幅度的降温，保暖衣物的需求上升，服装零售数据持续向好。今年春节位于二月份，比去年晚一些，消费旺季得以延后，服装零售行业提前迎来春天。
- 消费回暖趋势确立，高端女装率先起航：**随着反腐对高端消费的压制逐渐消除以及国内经济的平稳发展，高端消费、尤其是高端女装回暖趋势已经确立，增速显著高于行业平均水平。服装产业链经过三四年调整和重构，传统服装企业运营能力、供应链管理水平均较以往大幅改善，龙头公司在品牌、渠道、资金等方面优势愈发明显，市场份额有望进一步提升。公司主品牌玖姿市占率位列高端女装前三位，先发优势不断巩固，未来有望进一步保持领先地位。
- 主品牌调整到位、加速增长，多品牌培育成熟、全面丰收：**公司主品牌玖姿经历两年蛰伏，关闭低效门店、提升性价比，目前已调整到位，今年一季度起恢复增长，三季度增速明显提升，未来将持续发力，为公司贡献增长主要来源。尹默定位知性白领人群，随着店面扩张和店铺盈利能力的提升，销售体量逐渐上扬，后起勃发，有望成为公司新的增长极。小品牌经过多年培育逐渐成熟，斐娜晨、安正男装保持快速增长，摩萨克调整定位后重新起航，明年将放开加盟、加速渠道扩张，线上新品牌安娜寇发展

迅猛，上线首年零售收入有望达到亿元级别，公司多品牌未来全面丰收可期。

- **股权激励绑定公司上下利益，复合 30%目标增速领先行业：**公司前期公告限制性股票激励计划，此次股权激励计划，业绩考核目标为 2017-2019 年归母净利润分别不低于 2.75 亿、3.60 亿、4.70 亿元，对应同比增长率分别为 16.53%、30.91%、30.56%，业绩增速领先行业平均水平，同时也彰显了公司对未来发展的信心和做强做大公司的动力，公司上下利益绑定，有利于公司未来持续发展。
- **投资建议：**公司是行业中优秀的中高端时装集团，多品牌运营能力毋庸置疑，未来将向女装、男装、童装等多领域全面布局。预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.96 元、1.26 元、1.64 元，对应 PE 分别为 24.0X、18.4X、14.1X，公司目前估值水平处于行业低位，维持“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**终端零售持续疲软、渠道拓展不达预期、品牌培育不达预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1225	1206	1439	1753	2126	成长性					
营业成本	384	354	476	573	682	营业收入增长	4.5%	-1.5%	19.3%	21.8%	21.3%
销售费用	327	347	420	507	597	营业成本增长	7.9%	-7.9%	34.5%	20.3%	19.1%
管理费用	169	166	194	234	283	营业利润增长	-2.3%	4.9%	17.9%	31.5%	31.1%
财务费用	5	5	-29	-36	-39	利润总额增长	8.6%	-4.5%	17.8%	30.5%	30.4%
投资净收益	87	61	35	30	25	净利润增长	6.6%	-3.2%	17.8%	30.5%	30.4%
营业利润	250	262	309	406	532	盈利能力					
营业外收支	33	9	10	10	10	毛利率	68.6%	70.6%	66.9%	67.3%	67.9%
利润总额	283	271	319	416	542	销售净利率	19.9%	19.6%	19.3%	20.7%	22.3%
所得税	39	34	41	53	69	ROE	22.8%	19.5%	14.5%	13.5%	15.9%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	6.9%	10.7%	13.4%	12.6%	15.0%
净利润	244	236	278	363	473	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	26.7%	28.8%	29.2%	28.9%	28.1%
流动资产	754	905	2265	2386	2699	管理费用/营业收入	13.8%	13.8%	13.5%	13.4%	13.3%
货币资金	44	110	785	910	989	财务费用/营业收入	0.4%	0.4%	-2.0%	-2.1%	-1.8%
应收账款	114	93	111	135	164	投资收益/营业利润	7.1%	5.0%	2.4%	1.7%	1.2%
应收票据	0	0	0	0	0	所得税/利润总额	13.9%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
存货	404	381	476	516	546	应收账款周转率	9.72	11.66	14.10	14.24	14.21
非流动资产	872	880	996	1112	1244	存货周转率	1.01	0.90	1.11	1.16	1.29
固定资产	483	544	635	735	857	流动资产周转率	1.70	1.45	0.91	0.75	0.84
资产总计	1626	1785	3261	3498	3943	总资产周转率	0.79	0.71	0.57	0.52	0.57
流动负债	398	394	620	589	689	偿债能力					
短期借款	70	66	0	0	0	资产负债率	29.7%	28.1%	21.4%	19.5%	20.3%
应付款项	115	122	164	197	235	流动比率	1.90	2.30	3.65	4.05	3.92
非流动负债	85	109	76	92	109	速动比率	0.88	1.33	2.88	3.17	3.12
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
负债合计	483	502	696	681	799	EPS	0.84	0.82	0.96	1.26	1.64
股东权益	1143	1283	2565	2817	3145	每股净资产	3.95	4.44	8.87	9.74	10.88
股本	219	219	1339	1339	1339	每股经营现金流	0.30	0.68	-0.89	1.63	1.26
留存收益	923	1063	1226	1477	1805	每股经营现金/EPS	0.36	0.83	-0.92	1.30	0.77
少数股东权益	0	0	0	0	0	估值					
负债和权益总计	1626	1785	3261	3498	3943	PE	27.33	28.24	23.97	18.36	14.09
现金流量表					(百万)	PEG	4.15	-8.80	1.35	0.60	0.46
经营活动现金流	88	197	-257	472	364	PB	5.83	5.20	2.60	2.37	2.12
其中营运资本减少	-182	-86	-597	90	-138	EV/EBITDA	0.00	5.91	5.76	4.49	3.48
投资活动现金流	148	9	-36	-66	-90	EV/SALES	1.63	1.65	1.39	1.14	0.94
其中资本支出	185	-8	-46	-76	-100	EV/IC	1.56	1.02	0.74	0.67	0.59
融资活动现金流	65	-9	968	-280	-195	ROIC/WACC	0.65	1.01	1.26	1.19	1.42
净现金总变化	301	197	675	126	79	REP	2.40	1.01	0.59	0.56	0.42

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

李双红：0755-83699629, lishuanghong@cgws.com
程曦：0755-83516187, chengxi@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, huangyq@cgws.com
佟曦：0755-83661411, tongji@cgws.com

北京联系人

赵东：010-88366060-8730, zhaodong@cgws.com
王媛：010-88366060-8807, wyuan@cgws.com
王耽棋：010-88366060-1133, wangdanqi@cgws.com
张羲子：010-88366060-8013, zhangxizi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, xieyw@cgws.com
张溪钰：021-31829710, zhangxiyu@cgws.com
徐文婷：021-31829711, xuwenting@cgws.com
吴曦：021-31829712, wuxi@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>