

投资评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2018年03月29日

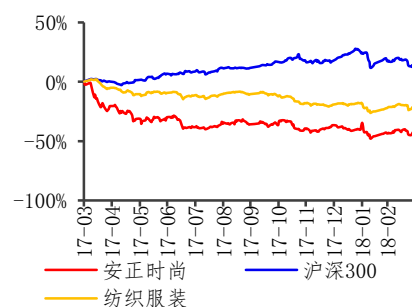
市场数据

目前股价	22.25
总市值（亿元）	64.32
流通市值（亿元）	16.60
总股本（万股）	28,906
流通股本（万股）	7,462
12个月最高/最低	41.38/19.85

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

<<实控人增持彰显信心，强寒潮利好服装销售>> 2018-01-30

主品牌双位数增长，多品牌发展强劲

——安正时尚（603839）公司动态点评

盈利预测

	2017A	2018E	2019E
营业收入	1421	1783	2154
(+/-%)	17.78%	25.53%	20.80%
净利润	273	360	469
(+/-%)	15.69%	31.84%	30.33%
摊薄 EPS	1.00	1.25	1.62
PE	22.25	17.86	13.71

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **收入平稳增长，净利润同比提升 15.69%：**公司 2017 年全年实现营业收入 14.21 亿元，同比增加 17.78%；实现归属于上市公司股东净利润 2.73 亿元，同比增加 15.69%，扣非后净利润 2.17 亿元，同比减少 2.44%；每股收益 1.00 元；拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5.00 元（含税）。公司扣非后利润下滑的主要原因包括：1）加大研发投入，研发费用同比增长 24.04%；2）实行员工激励计划增加 559.08 万元支出；3）引入高端经营管理人才，年末应付职工薪酬增加 1573.63 万元。其中，公司四季度单季度实现营业收入 4.25 亿元，同比增加 12.47%；实现归属于上市公司股东净利润 0.68 亿元，同比增加 7.49%。
- **毛利率小幅下滑，库存结构得到改善：**2017 年主营业务毛利率同比下降 4.18pct，主要是由于产品性价比的提升及过季商品清理库存打折所致，各女装品牌毛利率均有小幅下降。由于公司生产经营规模增长库存有所增加，截至 2017 年底公司存货为 4.74 亿元，较 2016 年同比增加 24.54%。但存货周转速度有所加快，比上年同期增加 0.22 至 1.13 次。同时，在去库存作用下库存结构得到较大改善，2 年以内货品占比达 74%。公司应收账款周转率为 14.4 次，同比增加 2.79 次。
- **主品牌实现两位数增长，各子品牌逐渐成熟：**公司布局多品牌网罗多元化消费群体，六大品牌共同发力，形成了一个结构稳固、风格多样、定位互补的“金字塔式”品牌阵营：1）主品牌玖姿实现收入 9.36 亿元，同比增加 10.49%，占比达 66.08%；2）其他女装品牌尹默/摩萨克/斐娜晨分别达 2.14/0.35/1.02 亿元，同比增加 10.76%/15.47%/92.41%；3）安正男装收入 0.75 亿元，同比增加 37.11%；4）2017 年新推出的线上品牌安娜蔻对现有品牌进行了有效补充，实现收入 4860 万元。
- **全渠道快速布局，线上线下并驾齐驱：**公司采取直营和加盟相结合的销售模式，并在消费升级背景下积极开拓电商业务。截至 2017 年底，终端门店数量已达 917 家，其中直营门店 336 家、加盟门店 581 家；公司继续保持外延式扩张，全年净开店 55 家，其中净增加直营店 28 家、加盟店 31

家，净关直营奥莱店 4 家。由于新兴品牌拓展以直营店为主，2017 年直营收入 6.51 亿元，增速较快，同比增加 22.37%；加盟收入 5.71 亿元，同比增加 7.17%。公司线下收入合计为 12.21 亿元；新品牌安娜蔻促进线上销售提升 1.95 亿元，占比增加 2.82pct 至 13.80%。

- **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，主品牌玖姿先发优势不断巩固，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，线上新品牌安娜蔻发展迅猛，公司多品牌未来全面丰收可期，未来更将向女装、男装、童装等多领域全面布局。预测公司 2018-2019 年 EPS 分别为 1.25 元、1.62 元，对应 PE 分别为 17.9X、13.7X，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)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1206	1421	1783	2154	2589	成长性					
营业成本	354	472	558	664	798	营业收入增长	-1.5%	17.8%	25.5%	20.8%	20.2%
销售费用	347	446	526	623	738	营业成本增长	-7.9%	33.4%	18.1%	18.9%	20.2%
管理费用	166	189	235	282	339	营业利润增长	4.9%	20.7%	28.8%	31.1%	25.0%
财务费用	5	-3	-25	-25	-28	利润总额增长	-4.5%	16.9%	31.8%	30.3%	24.5%
投资净收益	61	45	30	25	20	净利润增长	-3.2%	15.7%	31.8%	30.3%	24.5%
营业利润	262	316	407	533	667	盈利能力					
营业外收支	9	0	10	10	10	毛利率	70.6%	66.7%	68.7%	69.2%	69.2%
利润总额	271	316	417	543	677	销售净利率	19.6%	19.2%	20.2%	21.8%	22.6%
所得税	34	43	57	74	92	ROE	19.5%	14.2%	13.0%	14.9%	16.7%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	6.9%	10.7%	12.8%	14.7%	16.2%
净利润	236	273	360	469	584	营运效率					
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	28.8%	31.4%	29.5%	28.9%	28.5%
流动资产	905	2173	2568	2811	3201	管理费用/营业收入	13.8%	13.3%	13.2%	13.1%	13.1%
货币资金	110	347	430	424	504	财务费用/营业收入	0.4%	-0.2%	-1.4%	-1.1%	-1.1%
应收账款	93	104	130	157	189	投资收益/营业利润	5.0%	3.2%	1.7%	1.2%	0.8%
应收票据	0	0	0	0	0	所得税/利润总额	12.7%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%
存货	381	474	530	597	678	应收账款周转率	11.66	14.44	15.26	14.99	14.96
非流动资产	880	979	1079	1191	1324	存货周转率	0.90	1.11	1.11	1.18	1.25
固定资产	544	548	604	675	762	流动资产周转率	1.45	0.92	0.75	0.80	0.86
资产总计	1785	3152	3648	4002	4525	总资产周转率	0.71	0.58	0.52	0.56	0.61
流动负债	394	460	671	700	826	偿债能力					
短期借款	66	0	0	0	0	资产负债率	28.1%	18.4%	18.4%	17.5%	18.3%
应付款项	122	164	193	230	276	流动比率	2.30	4.72	3.83	4.02	3.88
非流动负债	109	120	0	0	0	速动比率	1.33	3.69	3.04	3.16	3.05
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
负债合计	502	580	671	700	826	EPS	0.82	1.00	1.25	1.62	2.02
股东权益	1283	2572	2977	3302	3699	每股净资产	4.44	8.90	10.30	11.42	12.80
股本	219	1395	1395	1395	1395	每股经营现金流	0.68	-2.28	0.26	1.04	1.31
留存收益	1063	1222	1582	1907	2304	每股经营现金/EPS	0.83	-2.28	0.21	0.64	0.65
少数股东权益	0	0	0	0	0	估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债和权益总计	1785	3152	3648	4002	4525	PE	27.25	22.25	17.86	13.71	11.01
现金流量表	(百万)					PEG	-8.49	1.42	0.56	0.45	0.45
经营活动现金流	197	-660	76	302	380	PB	5.01	2.50	2.16	1.95	1.74
其中营运资本减少	-86	-897	-253	-149	-186	EV/EBITDA	0.00	4.78	3.76	2.94	2.41
投资活动现金流	9	-7	-18	-37	-59	EV/SALES	1.42	1.21	0.96	0.80	0.66
其中资本支出	-8	47	-38	-51	-69	EV/IC	0.88	0.62	0.55	0.49	0.43
融资活动现金流	-9	997	25	-271	-242	ROIC/WACC	0.65	1.01	1.21	1.38	1.53
净现金总变化	197	331	83	-6	79	REP	1.35	0.62	0.45	0.36	0.28

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@cgs.com
程曦：0755-83516187, chengxi@cgs.com
黄永泉：0755-83699629, huangyq@cgs.com
佟曦：0755-83661411, tongji@cgs.com

北京联系人

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

上海联系人

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