

# 内生外延协同，多品牌集团成长迅速

简评报告/纺织服装行业

2018年05月22日

## 一、事件概述

我们调研了安正时尚，与公司高管就公司运营状况和未来发展规划情况进行了交流。

## 二、分析与判断

### ➤ 打造品牌矩阵，构筑时尚产业集团

公司致力打造具有国际影响力的时尚产业集团，拥有玖姿、斐娜晨、摩萨克、安娜蔻等中高端女装品牌和安正、尹默两大高端男装、女装品牌。各品牌定位差异化、产品风格互补。2018年公司与润祥（澳门）有限公司合资成立控股子公司锦润时尚，有望依托润祥公司经营国外品牌的能力和资源，合作负责国外服饰品牌在国内的开拓与营销。奢侈品代理门店预计今年下半年开业。未来公司将继续拓展品类，有望投资童装品牌，并聚焦潮牌、网络品牌等领域，进一步丰富品牌矩阵。

### ➤ 主品牌复苏趋势延续，线上业务发展迅速

公司主品牌玖姿复苏趋势强劲，一季度品牌收入 2.46 亿元，同比增长 35%，可比同店增长约 17%，预计今年净开店 40-50 家。其他品牌快速成长，尹默于 2016 年底开始盈利，安正男装去年跨过盈亏平衡点，电商品牌安娜蔻去年上线并盈利。我们预计今年斐娜晨将开始贡献利润，摩萨克由于渠道调整，或有少量亏损。此外，公司线上业务发展迅速，一季度实现线上销售 5,224 万元，同比提升 79%，未来有望保持高增长。

### ➤ 激励机制不断完善，业绩有望持续增长

公司不断完善激励机制，2015 起在终端店铺推行“店长店”，充分调动店长积极性，有效促进门店业绩增长。将全资子公司上海斐娜晨 20% 股权转让给品牌总经理与设计总监，推进品牌管理经营者与公司的利益统一，提升品牌团队的经营动力。此外，公司推出限制性股票激励计划，对象为中高层管理人员及业务骨干，解锁条件为 2017-2019 年归母净利润不低于 2.75/3.60/4.70 亿元（不考虑股票激励成本影响）。充分激励下，业绩有望快速增长。

## 三、盈利预测与投资建议

公司主品牌复苏趋势延续、新品牌快速成长，业绩有望持续提升。预计 2018-2020 年 EPS 为 0.89/1.17/1.45 元，对应 PE 为 20/16/13 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

## 四、风险提示

宏观经济下行导致中高端女装消费低迷，新品牌发展不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,421	1,776	2,189	2,635
增长率（%）	17.8%	25.0%	23.3%	20.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	273	360	473	588
增长率（%）	15.7%	31.7%	31.6%	24.2%
每股收益（元）	0.94	0.89	1.17	1.45
PE（现价）	19.2	20.4	15.5	12.5
PB	2.0	2.7	2.4	2.2

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**强烈推荐**

首次评级

**当前股价：**
**18.10 元**

### 交易数据（2018-05-21）

近 12 个月最高/最低	29.36/17.60
总股本（百万股）	404.66
流通股本（百万股）	104.47
流通股比例%	25.82%
总市值（亿元）	73.24
流通市值（亿元）	18.91

### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

**分析师：** 马科

执业证号：S0100513070001

电话：010-85127661

邮箱：make@mszq.com

**研究助理：** 李奇琦

一般执业编号：S0100116060013

电话：010-85127661

邮箱：liqiqi@mszq.com

### 相关研究

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1,421	1,776	2,189	2,635
营业成本	472	596	697	825
营业税金及附加	25	29	37	45
销售费用	446	528	651	783
管理费用	189	252	296	350
EBIT	289	370	509	631
财务费用	(3)	(10)	(3)	(11)
资产减值损失	45	0	0	0
投资收益	43	27	29	30
营业利润	316	407	540	673
营业外收支	0	9	6	6
利润总额	316	415	546	679
所得税	43	56	73	91
净利润	273	360	473	588
归属于母公司净利润	273	360	473	588
EBITDA	356	413	553	678

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	347	99	390	785
应收账款及票据	104	143	170	203
预付款项	15	17	20	24
存货	474	588	683	800
其他流动资产	1214	1214	1214	1214
流动资产合计	2173	2083	2503	3058
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	548	617	664	711
无形资产	70	70	70	70
非流动资产合计	979	1498	1450	1399
资产合计	3152	3580	3953	4457
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	164	189	220	259
其他流动负债	23	23	23	23
流动负债合计	460	732	834	953
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	120	120	120	120
非流动负债合计	120	120	120	120
负债合计	580	851	954	1072
股本	289	405	405	405
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2572	2729	3000	3385
负债和股东权益合计	3152	3580	3953	4457

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	17.8%	25.0%	23.3%	20.4%
EBIT 增长率	-9.5%	28.4%	37.3%	24.2%
净利润增长率	15.7%	31.7%	31.6%	24.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	66.7%	66.4%	68.2%	68.7%
净利率	19.2%	20.2%	21.6%	22.3%
总资产收益率 ROA	8.7%	10.0%	12.0%	13.2%
净资产收益率 ROE	10.6%	13.2%	15.8%	17.4%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	4.7	2.8	3.0	3.2
速动比率	3.7	2.0	2.2	2.4
现金比率	0.8	0.1	0.5	0.8
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	25.3	29.3	28.3	28.1
存货周转天数	330.3	360.2	357.5	353.9
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.9	0.9	1.2	1.5
每股净资产	8.9	6.7	7.4	8.4
每股经营现金流	1.1	0.7	1.1	1.4
每股股利	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>估值分析</b>				
PE	19.2	20.4	15.5	12.5
PB	2.0	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	19.6	17.5	12.5	9.6
股息收益率	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	273	360	473	588
折旧和摊销	112	42	44	47
营运资金变动	(31)	(88)	(27)	(41)
经营活动现金流	317	278	455	557
资本开支	62	(22)	(9)	(10)
投资	(99)	0	0	0
投资活动现金流	(1,048)	48	38	41
股权募资	1,176	0	0	0
债务募资	(66)	0	0	0
筹资活动现金流	969	(575)	(202)	(202)
现金净流量	238	(248)	291	395

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 分析师与研究助理简介

马科，家电行业分析师，原民生证券策略分析师。

李奇琦，中国农业大学金融学学士，美国克拉克大学金融学硕士。2016年加入民生证券，现主要负责纺织服装行业研究，曾负责商贸零售领域研究。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层；525000

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。