

斐娜晨管理层持股继续推进， 激励研发团队促进快速发展

事件

公司公告拟向旗下斐娜晨服饰品牌研发、设计负责人陈静静女士转让斐娜晨服饰 15% 股权，股权转让金额 956.481 万元。转让完成后陈静静女士将持有斐娜晨服饰 20% 股权，公司持股由 80% 降至 65%，依然具备控股权。

简评

扩大斐娜晨设计负责人持股，认可品牌风格，激励设计团队

公司继续推进子品牌管理层持股激励，推进多品牌内生发展战略建设。加深利益绑定。2017 年 12 月公司向陈静静女士和斐娜晨服饰总经理黄永强先生分别转让 5%、15% 股权。陈静静女士为斐娜晨品牌研发设计负责人，斐娜晨属中淑女装，以 25-32 岁为目标客群年龄层，主打“玩味、当代、精致”的品牌风格，以舒适、大胆的色彩组合为特点，独特设计助品牌知名度提升迅速。

公司 2014 年收购斐娜晨，目前已是公司增长最快新品牌，2017、18Q1 收入同增 92.4%、80.0% 至 1.02 亿、0.38 亿元。2017 年净开店 39 家，同店增长 18%。此次转让扩大陈静静女士持股比例，在认可品牌发展并看好未来前景的基础上，进一步激励设计团队，完善品牌年轻化、个性化的独特调性，差异化风格空间广，促品牌更加快速发展，为整体收入业绩提供动力。

探索多品类延伸，时尚集团战略步步为营

公司线下渠道覆盖领先同业（2017 年末五大品牌店铺共 917 家），受益消费升级，主品牌玖姿 2018 年开店加快且同店保持双位数增长，同时逐渐挖掘线上广大空间，18Q1 电商销售同比增长约 250%，电商平台粉丝数量增至 200 万，调整效果显著，增速超预期。公司六大品牌覆盖男女装不同风格与调性，面向不同渠道、层级消费者，未来随年轻消费者需求渐成主流，公司凭借优异内生培育经验，在现有以男女服饰为主的基础上，不断丰富新品牌/品类，如合作代理的奢侈品牌店、童装店均预计将于下半年开业。

投资建议：公司受益高端市场回暖，渠道调整完成，内生外延并进。股权激励业绩目标高增长（2018、2019 年归母净利润分别不低于 3.60 亿、4.70 亿元，同比增长分别为 30.91%、30.56%），

请参阅最后一页的重要声明

安正时尚 (603839)

维持

买入

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

发布日期：2018 年 06 月 29 日

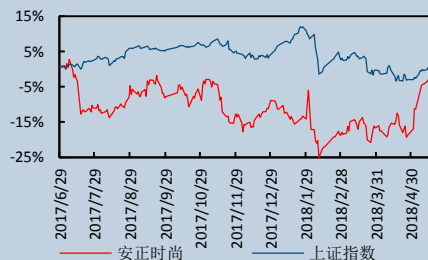
当前股价：17.96 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.92/	15.19/12.24	-1.54/-2.84
12 月最高/最低价 (元)		28.0/16.11
总股本 (万股)		40,465.83
流通 A 股 (万股)		10,446.8
总市值 (亿元)		72.68
流通市值 (亿元)		18.76
近 3 月日均成交量 (万)		241.27
主要股东		
郑安政		37.35%

股价表现



相关研究报告

18.04.27	安正时尚 (603839) 18Q1 业绩增长亮眼，主品牌玖姿线上线下增长超预期
18.03.30	安正时尚 (603839)：多品牌梯度布局，助力营收稳增，业绩符合预期

子品牌管理层持股有望加大覆盖至其他品牌，店长制激励有效促进同店，多层激励纵向涵盖高管至店铺基层员工，横向惠及新子品牌，全面激励制度基本成型。作为下游品牌服饰小而美核心推荐标的，我们预计 2018-2019 年公司实现归母净利润 3.67、4.71 亿元，EPS 为 0.91、1.16 元/股，对应的 PE 分别为 20，15 倍，维持“买入”评级。

风险因素：不能准确把握时装流行趋势存风险；电商开拓不力；子品牌开店增加后同店增长趋缓。

表 1：安正时尚 2017-2019 年主要财务指标及预测（单位：百万元）

利润表	2016	2017E	2018E	财务指标	2016	2017E	2018E
营业收入	1,420.7	1,722.0	2,104.8	成长性			
减:营业成本	472.5	525.5	650.0	营业收入增长率	17.8%	21.2%	22.2%
营业税费	25.2	22.4	27.4	营业利润增长率	20.7%	32.8%	28.9%
销售费用	445.6	490.8	589.3	净利润增长率	15.7%	34.2%	28.6%
管理费用	188.9	226.4	273.6	EBITDA 增长率	6.4%	44.1%	28.3%
财务费用	-3.1	1.2	-6.7	EBIT 增长率	7.3%	46.9%	27.0%
资产减值损失	44.8	48.0	50.0	NOPLAT 增长率	16.0%	34.5%	27.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	投资资本增长率	86.6%	50.3%	0.2%
投资和汇兑收益	42.7	12.0	20.0	净资产增长率	100.5%	54.8%	7.2%
营业利润	316.0	419.7	541.2	利润率			
加:营业外净收支	0.3	9.0	9.0	毛利率	66.7%	69.5%	69.1%
利润总额	316.3	428.7	550.2	营业利润率	22.2%	24.4%	25.7%
减:所得税	43.2	58.6	74.3	净利润率	19.2%	21.3%	22.4%
净利润	273.1	366.5	471.1	EBITDA/营业收入	22.8%	27.1%	28.5%
资产负债表	2017	2018E	2019E	EBIT/营业收入	20.2%	24.4%	25.4%
货币资金	347.1	922.7	1,206.0	运营效率			
交易性金融资产	-	-	-	固定资产周转天数	138	113	104
应收帐款	123.0	211.9	197.4	流动营业资本周转天数	230	297	247
应收票据	-	-	-	流动资产周转天数	390	529	516
预付帐款	14.8	13.0	21.3	应收帐款周转天数	29	35	35
存货	474.3	547.4	709.2	存货周转天数	108	107	107
其他流动资产	1,213.8	1,193.3	1,012.2	总资产周转天数	626	734	696
可供出售金融资产	111.7	12.0	12.0	投资资本周转天数	374	502	494
持有至到期投资	-	-	-	投资回报率			
长期股权投资	-	-	-	ROE	10.6%	9.2%	11.1%
投资性房地产	42.4	42.4	42.4	ROA	8.7%	9.6%	11.1%
固定资产	548.3	534.4	678.3	ROIC	26.3%	18.9%	16.0%
在建工程	28.2	109.0	20.9	费用率			
无形资产	69.9	156.8	236.0	销售费用率	31.4%	28.5%	28.0%
其他非流动资产				管理费用率	13.3%	13.2%	13.0%
资产总额	3,151.8	3,873.4	4,268.2	财务费用率	-0.2%	0.1%	-0.3%
短期债务	-	-	-	三费/营业收入	44.4%	41.7%	40.7%
应付帐款	239.0	214.5	296.1	偿债能力			

应付票据	-	2.7	0.6	资产负债率	18.4%	12.6%	12.9%
其他流动负债				负债权益比	22.6%	14.5%	14.8%
长期借款	-	-	-	流动比率	4.72	6.12	6.02
其他非流动负债				速动比率	3.69	4.96	4.66
负债总额	580.0	576.4	633.8	利息保障倍数	-93.18	350.78	-79.77
少数股东权益	-	3.7	8.5	分红指标			
股本	289.0	404.7	404.7	DPS(元)	0.36	0.36	0.47
留存收益	2,328.1	3,572.8	3,855.5	分红比率	52.9%	40.0%	40.0%
股东权益	2,571.7	3,981.2	4,268.6	股息收益率	0.8%	0.8%	1.0%
现金流量表	2017	2018E	2019E	业绩和估值指标	2017	2018E	2019E
净利润	273.1	366.5	471.1	EPS(元)	0.94	0.91	1.16
加:折旧和摊销	67.2	46.2	65.0	BVPS(元)	8.90	9.83	10.53
资产减值准备	44.8	48.0	50.0	PE(X)	19.0	19.8	15.4
公允价值变动损失	-	-	-	PB(X)	2.0	1.8	1.7
财务费用	1.1	1.2	-6.7	P/FCF	-7.6	86.1	17.5
投资收益	-42.7	-12.0	-20.0	P/S	3.7	4.2	3.5
少数股东损益	-	3.7	4.8	EV/EBITDA	19.8	36.3	27.8
营运资金的变动	-919.4	-80.4	77.9	CAGR(%)	21.9%	14.9%	26.3%
经营活动产生现金流量	317.4	373.2	642.1	PEG	0.9	1.3	0.6
投资活动产生现金流量	-1,048.3	-1,000.0	-177.1	ROIC/WACC	7.5	5.4	4.6
融资活动产生现金流量	968.8	1,202.4	-181.8	REP	0.4	1.1	1.3

资料来源: WIND, 中信建投证券股份有限公司

分析师介绍

史琨：CFA，金融学硕士，2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师惠 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859