

2018-7-16

公司报告 | 点评报告

评级 **买入** **上调**

安正时尚 (603839)

## 加大品牌营销推广，强化运营团队激励

### 报告要点

#### ■ 事件描述

在厘清前期库存包袱、推进销售渠道调整的基础上，安正时尚持续加大品牌营销推广力度，通过参加米兰走秀以及邀请刘涛代言等方式提升品牌曝光度。此外，为加大新品牌团队激励，公司在前期团队激励的基础上再向斐娜晨品牌研发设计负责人陈静静转让斐娜晨 15% 的股权。

#### ■ 事件评论

- 在前期对主品牌玫姿进行年轻化调整并提升品牌性价比的基础上，公司持续加大品牌营销投入，米兰走秀和刘涛代言的推广效果较好。在产品风格调整以及渠道规模扩张期，品牌企业往往倾向于同步加大销售费用投放。2017 年，公司销售费用率为同增 2.59pct 至 31.37%。2018 年以来，公司通过参加米兰走秀以及邀请刘涛代言等方式提升品牌曝光度；品牌形象改善对于进驻新兴渠道以及吸引目标客群进店起到了较好的作用。
- 加大斐娜晨业务团队激励，加速搭建品牌矩阵。继前期向斐娜晨核心运营团队转让斐娜晨 20% 股权以来，公司近期再次公告向斐娜晨品牌研发设计负责人陈静静转让 15% 股权。斐娜晨自 2014 年被公司收购以来，实现了自身业务规模的快速扩张；截至 18Q1，合计店铺数量达 88 家。在打造多品牌矩阵的战略下，公司通过核心品牌管理团队激励有望保障新品牌运营活力，在保障产品风格的基础上实现快速发展。
- 强化渠道库存控制，合理处置过季商品保障渠道盈利。公司历来重视渠道库存，一方面是基于渠道商盈利的考虑，另一方面则在于合理管控终端价格体系、维护品牌形象。从销售安排来看，公司每季产品完整销售期限为 3 年，加盟商在第 1 年销售之后可在合同允许范围内退货；为减少对次年加盟渠道货品销售的冲击，退货商品在第 3 年上市销售。截至 18Q1，公司合计拥有奥莱店铺 60 家，在不影响零售渠道销售的同时实现过季库存顺利消化。
- **主品牌运营效率持续改善，新品牌运营团队激励到位有望实现加速扩张，后续以多品牌运营为主的战略发展有望进一步打开成长空间。**公司披露 2018 年收入/归母净利润增长 25.53%/31.58% 的经营目标，在主品牌稳增长、新品牌快速发展的背景下，我们对该经营目标的达成预期乐观。看好公司“夯实根基+聚合外力”的时尚产业集团发展策略，预计 2018/2019 年 EPS 为 0.89 元/1.16 元，对应 PE 估值为 20 倍/15 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：** 1、多品牌运作的风险；2、拓店节奏不及预期的风险。

分析师 于旭辉

☎ (8621) 61118735

✉ yuxh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020002

分析师 雷玉

☎ (8621) 61118735

✉ leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

联系人 李俐璇

☎ (8621) 61118735

✉ lilx2@cjsc.com.cn

联系人 马榕

☎ (8621) 61118735

✉ marong@cjsc.com.cn

### 市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

### 相关研究

《主品牌加速改善，错峰备货致存货及经营性现金流增加》2018-4-27

《主品牌加速改善，高增长目标彰显发展信心》2018-3-29

《布局海外品牌资源，大股东增持彰显发展信心》2018-2-13

**主要财务指标**

|                   | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)        | 1421  | 1779  | 2096  | 2376  |
| 增长率(%)            | 18%   | 25%   | 18%   | 13%   |
| 归属母公司所有者净利润 (百万元) | 273.1 | 359.7 | 467.7 | 525.3 |
| 增长率(%)            | 16%   | 32%   | 30%   | 12%   |
| 每股收益(元)           | 0.675 | 0.889 | 1.156 | 1.298 |
| 净资产收益率 (%)        | 10.6% | 12.3% | 13.8% | 13.4% |
| 每股经营现金流 (元)       | 1.10  | 3.24  | 1.06  | 1.23  |

**财务报表及指标预测**

| 利润表 (百万元)            |              |              |              |              | 资产负债表 (百万元)    |             |             |             |             |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                      | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |                | 2017A       | 2018E       | 2019E       | 2020E       |
| <b>营业收入</b>          | <b>1421</b>  | <b>1779</b>  | <b>2096</b>  | <b>2376</b>  | 货币资金           | 347         | 647         | 1374        | 2055        |
| 营业成本                 | 472          | 602          | 716          | 807          | 交易性金融资产        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>毛利</b>            | <b>948</b>   | <b>1177</b>  | <b>1381</b>  | <b>1570</b>  | 应收账款           | 123         | 154         | 181         | 206         |
| %营业收入                | 66.7%        | 66.2%        | 65.9%        | 66.1%        | 存货             | 474         | 605         | 720         | 811         |
| 营业税金及附加              | 25           | 32           | 37           | 42           | 预付账款           | 15          | 19          | 22          | 25          |
| %营业收入                | 1.8%         | 1.8%         | 1.8%         | 1.8%         | 其他流动资产         | 1214        | 381         | 424         | 475         |
| 销售费用                 | 446          | 542          | 612          | 682          | <b>流动资产合计</b>  | <b>2173</b> | <b>1805</b> | <b>2722</b> | <b>3571</b> |
| %营业收入                | 31.4%        | 30.5%        | 29.2%        | 28.7%        | 可供出售金融资产       | 112         | 112         | 112         | 112         |
| 管理费用                 | 189          | 219          | 236          | 268          | 持有至到期投资        | 0           | 1000        | 700         | 500         |
| %营业收入                | 13.3%        | 12.3%        | 11.3%        | 11.3%        | 长期股权投资         | 0           | 5           | 10          | 15          |
| 财务费用                 | -3           | -2           | -4           | -6           | 投资性房地产         | 42          | 42          | 42          | 42          |
| %营业收入                | -0.2%        | -0.1%        | -0.2%        | -0.3%        | 固定资产合计         | 622         | 583         | 544         | 504         |
| 资产减值损失               | 45           | 0            | 0            | 0            | 无形资产           | 70          | 69          | 69          | 68          |
| 公允价值变动收益             | 0            | 0            | 0            | 0            | 商誉             | 28          | 28          | 28          | 28          |
| 投资收益                 | 43           | 30           | 43           | 24           | 递延所得税资产        | 116         | 0           | 0           | 0           |
| <b>营业利润</b>          | <b>290</b>   | <b>416</b>   | <b>541</b>   | <b>607</b>   | 其他非流动资产        | -11         | -11         | -11         | -11         |
| %营业收入                | 20.4%        | 23.4%        | 25.8%        | 25.6%        | <b>资产总计</b>    | <b>3152</b> | <b>3634</b> | <b>4216</b> | <b>4830</b> |
| 营业外收支                | 0            | 1            | 1            | 1            | 短期贷款           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>          | <b>316</b>   | <b>417</b>   | <b>542</b>   | <b>608</b>   | 应付款项           | 164         | 209         | 248         | 280         |
| %营业收入                | 22.3%        | 23.4%        | 25.8%        | 25.6%        | 预收账款           | 31          | 39          | 46          | 52          |
| 所得税费用                | 43           | 57           | 74           | 83           | 应付职工薪酬         | 61          | 78          | 93          | 104         |
| 净利润                  | 273          | 360          | 468          | 525          | 应交税费           | 107         | 138         | 173         | 195         |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>273.1</b> | <b>359.7</b> | <b>467.7</b> | <b>525.3</b> | 其他流动负债         | 98          | 121         | 139         | 156         |
| 少数股东损益               | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>流动负债合计</b>  | <b>460</b>  | <b>584</b>  | <b>698</b>  | <b>787</b>  |
| <b>EPS (元/股)</b>     | <b>0.67</b>  | <b>0.89</b>  | <b>1.16</b>  | <b>1.30</b>  | 长期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           |
|                      |              |              |              |              | 应付债券           | 0           | 0           | 0           | 0           |
|                      |              |              |              |              | 递延所得税负债        | 1           | 0           | 0           | 0           |
|                      |              |              |              |              | 其他非流动负债        | 119         | 119         | 119         | 119         |
|                      |              |              |              |              | <b>负债合计</b>    | <b>580</b>  | <b>703</b>  | <b>817</b>  | <b>905</b>  |
|                      |              |              |              |              | 归属于母公司         | 2572        | 2931        | 3399        | 3924        |
|                      |              |              |              |              | 少数股东权益         | 0           | 0           | 0           | 0           |
|                      |              |              |              |              | <b>股东权益</b>    | <b>2572</b> | <b>2931</b> | <b>3399</b> | <b>3924</b> |
|                      |              |              |              |              | <b>负债及股东权益</b> | <b>3152</b> | <b>3634</b> | <b>4216</b> | <b>4830</b> |
|                      |              |              |              |              | <b>基本指标</b>    |             |             |             |             |
|                      |              |              |              |              |                | 2017A       | 2018E       | 2019E       | 2020E       |
|                      |              |              |              |              | EPS            | 0.675       | 0.889       | 1.156       | 1.298       |
|                      |              |              |              |              | BVPS           | 8.90        | 10.14       | 8.40        | 9.70        |
|                      |              |              |              |              | PE             | 25.95       | 19.70       | 15.15       | 13.49       |
|                      |              |              |              |              | PEG            | 1.06        | 0.81        | 0.62        | 0.55        |
|                      |              |              |              |              | PB             | 1.97        | 1.73        | 2.08        | 1.81        |
|                      |              |              |              |              | EV/EBITDA      | 20.79       | 13.13       | 9.25        | 7.33        |
|                      |              |              |              |              | ROE            | 10.6%       | 12.3%       | 13.8%       | 13.4%       |

## 投资评级说明

|        |   |
|--------|---|
| 行业评级   | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：   |
| 看好：    | 相对表现优于市场  |
| 中性：    | 相对表现与市场持平   |
| 看淡：    | 相对表现弱于市场  |
| 公司评级   | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：       |
| 买入：    | 相对大盘涨幅大于 10%  |
| 增持：    | 相对大盘涨幅在 5%~10%之间  |
| 中性：    | 相对大盘涨幅在-5%~5%之间   |
| 减持：    | 相对大盘涨幅小于-5%   |
| 无投资评级： | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。