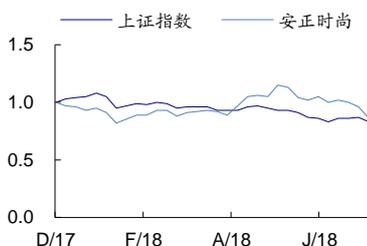


证券研究报告—动态报告
纺织服装及日化
服装 II
安正时尚(603839)
增持
2018 年中报点评

(维持评级)

2018 年 8 月 8 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	404/104
总市值/流通(百万元)	5,695/1,471
上证综指/深圳成指	2,779/8,674
12 个月最高/最低(元)	21.48/13.88

相关研究报告:

《安正时尚-603839-2017 年年报点评: 17 年业绩符合预期, 内外共振加速多品牌集团建设》
 ——2018-03-30

证券分析师: 张峻豪

电话: 0755-22940141
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517070001

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
主品牌持续发力, 内外共振加速多品牌集团建设
● 18 年上半年业绩增长 25.56%, 增速相对稳健

18 年 H1 公司实现营收 7.52 亿元, 同增 20.33%, 取得业绩 1.62 亿元, 同增 25.56%, 扣非业绩 1.26 亿元, 同增 1.29%, 略低于我们此前预期。

● 主品牌持续发力, 新兴品牌布局稳步推进

公司 Q2 营收及业绩分别增长 14.0% 及 20.1%, 扣非后单季度业绩下滑预计主要与期间公司品牌投入力度加大以及股权激励费用增加 1115 万所致。分品牌来看, 上半年主品牌玖姿营收同增 27.1%, 占总营收 65.7%, 店铺净增 5 家, 店效同增 17.4%; 高端女装尹默营收同增 10.8%, 营收占比达 15.3%, 店铺净增 10 家至 100 家; 中淑女装斐娜晨表现最为亮眼, 营收同增 57.3%, 占比达 8.4%, 店铺净增 12 家至 97 家。安正男装表现稳定, 同增 8.5%, 摩萨克和安娜蔻因风格调整营收分别下滑 32%/46%, 但占比均较小。从渠道来看, 公司线上营收表现靓丽, 增长 44.0%, 占比升至 15.2%; 综合来看, 公司毛利率同比下降 1.1pct, 主要受摩萨克和安娜蔻调整期所致。期间费用率上升 1.2pct, 其中销售费用率上升 0.76pct, 主要系店铺扩张以及营销力度加强所致。同时, 公司存货结构大幅优化, 两年内存货比例提升 17.4pct 至 79.1%。

● 内生外延有望并举, 加速打造多品牌时尚集团

公司作为多品牌协同发展的时尚服饰集团, 主品牌在同店+新开店推动下维持高增长, 新兴品牌有望步入业绩释放期, 多品牌迭代发展助力公司步入长期高成长通道。全年来看, 随着渠道调整到位, 下半年公司开店进度有望加快, 推动全年实现业绩高增长的目标, 且未来不排除通过外延方式进一步丰富公司产品矩阵。此外, 公司全方位的员工激励机制(高标准股权激励+“店长店”终端激励+新品牌管理层持股)将有助于公司中长期经营目标的有效达成。

● 风险提示

服装行业景气度不及预期, 主品牌同店下滑风险, 新品牌培育不及预期等。

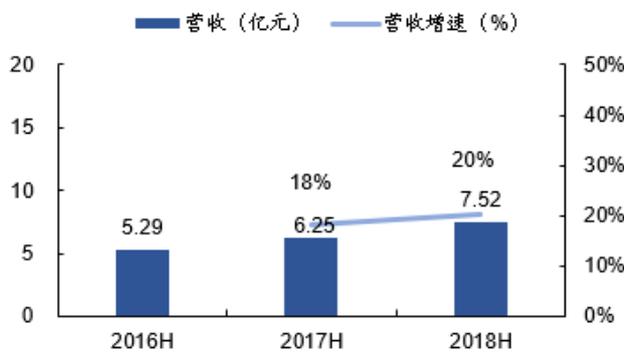
● 主品牌持续发力, 内生外延兼具看点, 维持“增持”评级

公司长期将持续受益中高端女装行业快速发展, 通过内生外延加速打造多品牌时尚集团并打开长期成长空间, 深度激励绑定员工利益确保稳定发展。预计公司 18-20 年 EPS1.25/1.57/1.94 元, 对应 PE16/13/10 倍, 维持“增持”评级。

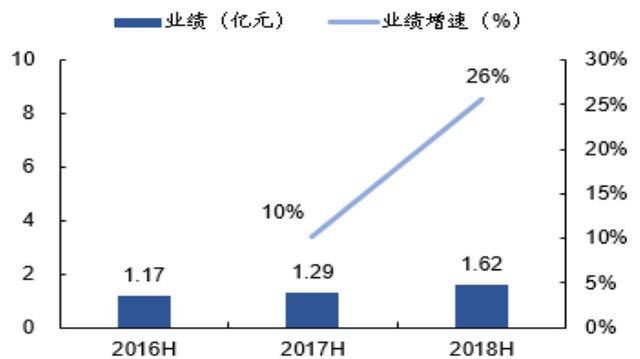
盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,206	1,421	1,784	2,097	2,412
(+/-%)	-1.5%	17.8%	25.6%	17.6%	15.0%
净利润(百万元)	236	273	362	458	560
(+/-%)	-3.2%	15.7%	32.6%	26.5%	22.1%
摊薄每股收益(元)	0.58	0.67	0.89	1.13	1.38
EBITMargin	22.8%	22.0%	23.2%	24.7%	26.2%
净资产收益率(ROE)	18.4%	%	13.2%	15.4%	17.2%
市盈率(PE)	23.8	21.3	16.1	12.7	10.4
EV/EBITDA	18.2	19.6	13.5	11.1	9.4
市净率(PB)	5.1	2.3	2.11	1.95	1.78

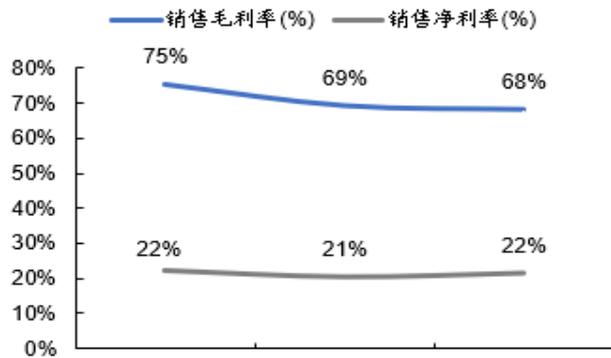
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 2018H1 年公司营收增长 20.33%


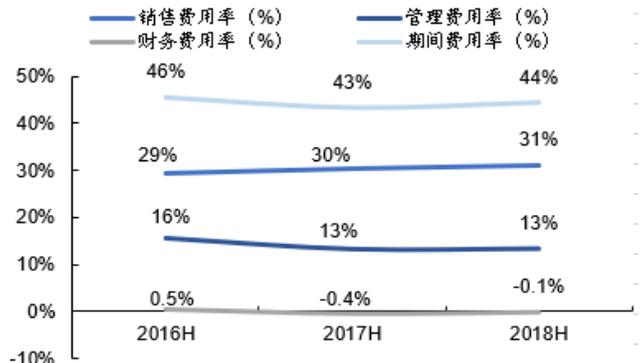
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 2018H1 年公司业绩增长 25.56%


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司盈利能力变化情况


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司费用率变化情况


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 公司旗下各品牌及线上渠道增速情况

品牌	2016H1	2017H1	2018H1	2018Q1	2018Q2
玖姿 (亿元)	3.67	3.89	4.94	2.46	2.48
yoy(%)	-	5.89%	27.11%	34.73%	20.36%
尹默(亿元)	0.93	1.04	1.15	0.62	0.53
yoy(%)	-	10.99%	10.75%	9.22%	12.58%
安正 (亿元)	0.27	0.41	0.44	0.26	0.18
yoy (%)	-	48.61%	8.50%	12.81%	2.75%
摩萨克 (亿元)	0.15	0.20	0.14	0.07	0.06
yoy (%)	-	31.47%	-32.09%	-38.18%	-23.26%
斐娜展 (亿元)	0.20	0.401878	0.632283	0.38	0.25
yoy (%)	-	96.05%	57.33%	80.01%	32.55%
安娜蔻 (亿元)	-	0.28	0.16	0.07	0.08
yoy (%)	-	-	-45.52%	-35.99%	-52.00%
线上收入(亿元)	0.63	0.79	1.14	0.52	0.62
yoy (%)	-	26.61%	44.00%	79.30%	23.54%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	347	696	765	889	营业收入	1421	1784	2097	2412
应收款项	123	152	178	205	营业成本	472	573	662	734
存货净额	474	538	619	690	营业税金及附加	25	27	31	36
其他流动资产	1229	1070	1258	1447	销售费用	446	539	619	706
流动资产合计	2173	2456	2820	3231	管理费用	189	232	266	304
固定资产	577	527	475	419	财务费用	(3)	(13)	(18)	(21)
无形资产及其他	70	68	66	65	投资收益	43	40	40	40
投资性房地产	332	332	332	332	资产减值及公允价值变动	(45)	(50)	(50)	(50)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	26	0	0	0
资产总计	3152	3383	3694	4048	营业利润	316	416	527	643
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	164	184	215	240	利润总额	316	416	527	643
其他流动负债	297	326	377	427	所得税费用	43	54	68	84
流动负债合计	460	511	592	666	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	273	362	458	560
其他长期负债	120	120	120	120					
长期负债合计	120	120	120	120	现金流量表 (百万元)				
负债合计	580	630	712	786	净利润	273	362	458	560
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(16)	(2)	(5)	(5)
股东权益	2572	2753	2982	3262	折旧摊销	38	65	69	73
负债和股东权益总计	3152	3383	3694	4048	公允价值变动损失	45	50	50	50
					财务费用	(3)	(13)	(18)	(21)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1040)	114	(218)	(218)
每股收益	0.67	0.89	1.13	1.38	其它	16	2	5	5
每股红利	0.33	0.45	0.57	0.69	经营活动现金流	(685)	591	359	465
每股净资产	6.36	6.80	7.37	8.06	资本开支	42	(61)	(61)	(61)
ROIC	13%	14%	18%	21%	其它投资现金流	22	0	0	0
ROE	11%	13%	15%	17%	投资活动现金流	63	(61)	(61)	(61)
毛利率	67%	68%	68%	70%	权益性融资	1176	0	0	0
EBIT Margin	20%	23%	25%	26%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	27%	28%	29%	支付股利、利息	(132)	(181)	(229)	(280)
收入增长	18%	26%	18%	15%	其它融资现金流	(53)	0	0	0
净利润增长率	16%	33%	27%	22%	融资活动现金流	859	(181)	(229)	(280)
资产负债率	18%	19%	19%	19%	现金净变动	237	349	69	124
息率	2.3%	3.1%	3.9%	4.8%	货币资金的期初余额	110	347	696	765
P/E	21.3	16.1	12.7	10.4	货币资金的期末余额	347	696	765	889
P/B	2.3	2.1	2.0	1.8	企业自由现金流	(712)	477	241	345
EV/EBITDA	19.6	13.5	11.1	9.4	权益自由现金流	(765)	488	257	363

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032