

安正时尚 (603839)

收入符合预期，费用阶段性提高不改业绩增长逻辑

18H1 实现营收 7.52 亿元 (+20.33%)，净利润 1.62 亿元 (+25.56%)，扣非净利润 1.26 亿元 (+1.29%)，收入符合预期，费用致扣非净利润低于市场预期。扣非净利润增速较低主要系：1) 举办米兰及上海共三场时装周，费用合计 1000—1100 万元左右；2) 终端形象升级，代言人费用增加 800 万左右；3) 股权激励成本增加 1115 万元。分季度来看，18Q1、Q2 分别实现营收 3.91 亿元 (+27%)、3.61 亿元 (+14%)，净利润分别为 0.92 亿元 (+30%)、0.71 亿元 (+20%)。

分品牌来看：1) 主品牌表现靓丽：玖姿营收 4.94 亿元 (+27.11%)，Q1/Q2 营收分别为 2.46 亿元 (+34.7%) / 2.48 亿元 (+20.4%)；门店 696 家，相比年初净增 5 家，可比同店增长 17%；**2) 新兴品牌持续增长：尹默**营收 1.15 亿元 (+10.75%)，Q1/Q2 分别为 0.62 亿元 (+9.2%)、0.53 亿元 (+12.6%)；净增门店 10 家，共 100 家；**安正**实现营收 0.44 亿元 (+8.5%)，其中 Q1/Q2 分别为 0.26 亿元 (+12.8%) / 0.18 亿元 (+2.7%)；净增门店 5 家，共 41 家；**斐娜晨**营收 0.63 亿元 (+57.33%)，Q1/Q2 分别为 0.38 亿元 (+80%) 及 0.25 亿元 (+32.5%)；净增 12 家门店，共 97 家。Q2 斐娜晨增速放缓主要系：供货商未按时交货，导致终端货品不足影响销售，三季度将恢复；**3) 部分品牌处于调整和优化期，但占比较小，对公司整体业绩影响较弱：摩萨克**和线上品牌**安娜寇**分别实现营收 0.14 亿元 (-32.09%)、0.16 亿元 (-45.52%)。安娜寇正处于品牌风格年轻化阶段，将客户群体的年龄阶段由 25—35 岁调整至 20-30 岁，从而影响销售水平，目前公司正在进行库存清理，未来将逐步恢复；摩萨克正处于渠道优化期，相对年初虽净增 3 家门店，但同比店铺数量减少 8 家，目前共拥有 18 家门店；随着该品牌下半年陆续开店，业绩将逐步恢复。

分渠道来看，截至 18H1 公司共有门店 952 家，相比年初净增 35 家。**1) 线下渠道增长稳健**：线下渠道实现营收 6.36 亿元 (+16.72%)。其中直营渠道净增 13 家门店达到 394 家 (直营店 290 家、奥莱店 59 家)，实现营收 3.66 亿元 (+16.38%)，占总收入的 48%；其中玖姿直营实现 1.42 亿元 (+23.96%)；加盟渠道净增 22 家至 603 家，实现营收 2.7 亿元 (+17.18%)，占比为 37%；玖姿加盟实现 2.64 亿元 (+16.11%)**2) 线上渠道快速增长**：18H1 实现 1.14 亿元 (+44%)，占总收入的 15%，电商渠道占比有所提升。

受电商及错峰备货等因素影响，存货周转率略有下滑。

1) 毛利率略有下滑：18H1 综合毛利率为 68.32% (-1.06pct)，其中 Q1/Q2 分别为 68.71% (-1.72pct)、67.9% (-0.47pct)，Q1 毛利率下降幅度较大主要是由于冬装促销影响。**拆分来看**，线上渠道毛利率略有提升为 50.15% (+0.45pct)；线下渠道有所下滑为 71.66% (-0.57pct)。毛利率略有下滑主要是由于毛利率较低的线上业务占比提升 (由 12%提升至 15%) 影响；分品牌来看，玖姿主品牌电商渠道占比提升使毛利率下降 0.92pct 至 67.07%；同时摩萨克及安娜寇由于品牌调整，促销较多，使毛利率分别下调 19.78pct、22.8pct 至 49.06%及 25.73%；斐娜晨毛利率下滑 6.31pct；另外，安正由于规模效应体现，毛利率提升 5.72pct；尹默提升 0.18pct。

2) 净利率略有提升：18H1 为 21.58% (+0.88pct)，其中 Q1/Q2 分别为 23.05% (+0.59pct)、19.55% (+1pct)。费用率略有提升，销售/管理/财务费用率分别为 31.24% (+0.76pct)、13.32% (+0.11pct)、-0.11% (+0.31pct)；其中管理费用率提升主要是由于公司实施限制性股权激励计划产生 1115 万元的激励成本。

从存货来看，库存商品为 5.4 亿元 (+26%)，存货周转率为 0.46 次 (-0.04 次)。营运能力略有下降主要系电商备货及错峰对秋冬装面料和成衣备货所致；同时安娜寇销售不及预期，使库存增加约 2000 万元。从结构来看，两年以内的存货占比为 79% (+18pct)，新品占比提升，库存结构较为良性。

公司经营性现金流为-4337 万元 (-157.62%)，主要系：1) 公司为降低采购成本，错峰采购面料及秋冬装提前备货，支付款项 7000—8000 万元；2) 增加线上电商的备货；3) 安娜寇销售不及预期；4) 相比去年同期提前缴纳税款 3000 多万元；5) 代言人费用受益期两年，但上半年支付了全部费用。若剔除这些短期因素，公司经营性现金流增长约 25%—30%，我们认为是短期影响，未来随着产品的销售，现金流有望恢复正常水平。

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	13.21 元
目标价格	16.02 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	404.46
流通 A 股股本(百万股)	104.47
A 股总市值(百万元)	5,342.90
流通 A 股市值(百万元)	1,380.02
每股净资产(元)	6.46
资产负债率(%)	15.97
一年内最高/最低(元)	27.38/12.19

作者

吕明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518040001	
lvming@tfzq.com	
郭彬	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120001	
guobin@tfzq.com	
于健	联系人
yujian@tfzq.com	
周晶晶	联系人
zhoujingjing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《安正时尚-年报点评报告:2017 年业绩符合预期，多品牌多梯度战略见成效》2018-03-29
- 《安正时尚-季报点评:业绩增长稳健，副品牌增长迅猛，未来潜力巨大》2017-10-31
- 《安正时尚-半年报点评:业绩持续增长、渠道布局顺利，股权激励彰显信心》2017-08-15

维持“买入”评级，3-6个月目标价 16.02 元。

考虑到公司主品牌增长稳健且 18H1 超预期，未来增长态势有望持续；新品牌尹默增速稳定，安正男装风格调整后，19 年将快速开店；摩萨克渠道调整进入尾声，下半年将持续开店，业绩有望快速增长；斐娜晨在供货商短期负面影响消除后，下半年业绩将逐步恢复，有望维持高速增长；安娜寇正处于品牌定位调整期，下半年清库存后，业绩将逐步恢复。考虑到公司专注时尚主业，品牌运营能力不断提升；大股东增持彰显公司信心；同时公司上半年完成业绩目标的 40%以上，与中高端女装行业趋势相符，有望达成全年股权激励设立的目标，由此上调盈利预测，预计 18—20 年净利润为 3.6/4.7/5.8 亿元(原值为 3.5/4.5/5.6 亿元)，同比增长 32%、31%、23%，由于公司上半年完成 17 年权益分派，总股本增加摊薄 EPS，预计 18—20 年 EPS 为 0.89/1.17/1.44 元(原值为 1.22/1.57/1.93 元)，对应 PE 为 14/11/9 倍。考虑到可比女装公司(歌力思、太平鸟、拉夏贝尔)的平均估值 16.7 倍，公司作为中高端行业优质龙头公司，给予一定龙头溢价；同时公司品牌运营能力较强，副品牌未来逐步发力，给予 18 年 18 倍 PE，摊薄后对应目标价 16.02 元。

风险提示：终端消费疲软、新品牌调整不到位，销售不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,206.17	1,420.67	1,770.58	2,198.33	2,693.25
增长率(%)	(1.53)	17.78	24.63	24.16	22.51
EBITDA(百万元)	304.54	324.11	421.51	541.13	669.53
净利润(百万元)	236.04	273.07	361.17	473.25	583.50
增长率(%)	(3.21)	15.69	32.26	31.04	23.29
EPS(元/股)	0.58	0.68	0.89	1.17	1.44
市盈率(P/E)	22.64	19.57	14.79	11.29	9.16
市净率(P/B)	4.17	2.08	1.80	1.65	1.50
市销率(P/S)	4.43	3.76	3.02	2.43	1.98
EV/EBITDA	0.00	19.84	9.15	6.77	5.69

资料来源：wind，天风证券研究所

表 1: 公司各渠道门店数量情况 (家)

品牌	门店类型	2017年末数量	2018年Q1	2018H1	相比年初净开
直营渠道	玖姿	96	93	92	-4
	尹默	68	72	79	11
	安正	32	32	35	3
	摩萨克	12	12	13	1
	斐娜晨	68	68	71	3
	小计	276	277	290	14
直营奥莱店	玖姿	38	37	37	-1
	尹默	16	15	15	-1
	安正	3	3	2	-1
	摩萨克	3	3	3	0
	斐娜晨	0	2	2	2
	小计	60	60	59	-1
小计	直营门店小计	336	337	349	13
加盟店	玖姿	557	560	567	10
	尹默	6	6	6	0
	安正	1	3	4	3
	摩萨克	0	-	2	2
	斐娜晨	17	18	24	7
	小计	581	587	603	22
合计	-	917	924	952	35

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 2: 公司各品牌门店数量情况 (家)

品牌	门店类型	2017年末数量	2018年Q1	2018H1	相比年初净开
玖姿	直营门店	96	93	92	-4
	直营奥莱店	38	37	37	-1
	加盟门店	557	560	567	10
	小计	691	690	696	5
尹默	直营门店	68	72	79	11
	直营奥莱店	16	15	15	-1
	加盟门店	6	6	6	0
	小计	90	93	100	10
安正	直营门店	32	32	35	3
	直营奥莱店	3	3	2	-1
	加盟门店	1	3	4	3
	小计	36	38	41	5
摩萨克	直营门店	12	12	13	1
	直营奥莱店	3	3	3	0
	加盟门店	-	-	2	2
	小计	15	15	18	3
斐娜晨	直营门店	68	68	71	3
	直营奥莱店	-	2	2	2
	加盟门店	17	18	24	7
	小计	85	88	97	12
合计	-	917	924	952	35

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	109.62	347.10	1,213.05	1,407.46	1,269.82
应收账款	108.12	122.95	225.81	59.07	289.95
预付账款	8.60	14.77	20.23	17.11	28.65
存货	380.83	474.27	583.75	708.52	915.36
其他	298.25	1,213.79	560.11	690.72	821.54
流动资产合计	905.43	2,172.89	2,602.95	2,882.88	3,325.32
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	544.14	548.26	554.58	576.13	593.81
在建工程	45.63	28.25	52.95	79.77	77.86
无形资产	73.76	69.90	64.51	59.12	53.74
其他	216.13	332.47	284.55	286.51	285.31
非流动资产合计	879.66	978.88	956.59	1,001.54	1,010.72
资产总计	1,785.09	3,151.77	3,559.54	3,884.42	4,336.04
短期借款	66.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	140.86	238.96	222.69	331.38	339.36
其他	186.91	221.43	260.40	209.87	325.33
流动负债合计	393.77	460.39	483.09	541.25	664.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	108.68	119.63	104.59	110.97	111.73
非流动负债合计	108.68	119.63	104.59	110.97	111.73
负债合计	502.44	580.02	587.68	652.21	776.41
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	213.78	289.04	404.46	404.46	404.46
资本公积	5.20	1,105.93	1,105.93	1,105.93	1,105.93
留存收益	1,068.32	2,328.11	2,567.41	2,827.75	3,155.17
其他	(4.65)	(1,151.34)	(1,105.93)	(1,105.93)	(1,105.93)
股东权益合计	1,282.64	2,571.74	2,971.87	3,232.20	3,559.63
负债和股东权益总	1,785.09	3,151.77	3,559.54	3,884.42	4,336.04

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	236.04	273.07	361.17	473.25	583.50
折旧摊销	70.72	67.20	34.36	37.02	39.61
财务费用	4.66	1.06	(15.58)	(26.16)	(26.73)
投资损失	(8.49)	(42.74)	(21.75)	(21.75)	(21.75)
营运资金变动	(106.41)	(919.40)	506.59	(25.84)	(457.79)
其它	142.95	938.23	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	339.48	317.42	864.79	436.52	116.85
资本支出	20.71	9.57	75.04	73.63	49.24
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(207.53)	(1,057.82)	(128.41)	(128.99)	(74.38)
投资活动现金流	(186.82)	(1,048.26)	(53.37)	(55.36)	(25.14)
债权融资	66.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(5.33)	1,133.12	176.40	26.16	26.73
其他	(148.31)	(164.35)	(121.87)	(212.92)	(256.07)
筹资活动现金流	(87.64)	968.77	54.53	(186.75)	(229.34)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	65.02	237.93	865.95	194.40	(137.64)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,206.17	1,420.67	1,770.58	2,198.33	2,693.25
营业成本	354.23	472.48	576.70	689.54	835.65
营业税金及附加	19.99	25.19	28.33	32.97	40.40
营业费用	347.13	445.63	513.47	644.11	781.04
管理费用	165.85	188.86	230.18	281.39	342.04
财务费用	5.07	(3.07)	(15.58)	(26.16)	(26.73)
资产减值损失	60.50	44.79	56.50	67.96	85.94
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.49	42.74	21.75	21.75	21.75
其他	(16.99)	(111.92)	(43.49)	(43.49)	(43.49)
营业利润	261.89	315.98	402.73	530.27	656.65
营业外收入	9.44	0.41	14.88	14.40	14.50
营业外支出	0.83	0.12	0.56	0.70	0.46
利润总额	270.50	316.27	417.05	543.97	670.69
所得税	34.46	43.19	55.88	70.72	87.19
净利润	236.04	273.07	361.17	473.25	583.50
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	236.04	273.07	361.17	473.25	583.50
每股收益(元)			0.89	1.17	1.44

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-1.53%	17.78%	24.63%	24.16%	22.51%
营业利润	4.85%	20.65%	27.45%	31.67%	23.83%
归属于母公司净利润	-3.21%	15.69%	32.26%	31.04%	23.29%
获利能力					
毛利率	70.63%	66.74%	67.43%	68.63%	68.97%
净利率	19.57%	19.22%	20.40%	21.53%	21.67%
ROE	18.40%	10.62%	12.15%	14.64%	16.39%
ROIC	24.33%	26.25%	17.46%	29.50%	35.27%
偿债能力					
资产负债率	28.15%	18.40%	16.51%	16.79%	17.91%
净负债率	28.78%	12.71%	7.84%	-19.35%	-21.22%
流动比率	2.30	4.72	5.39	5.33	5.00
速动比率	1.33	3.69	4.18	4.02	3.63
营运能力					
应收账款周转率	10.21	12.30	10.15	15.43	15.43
存货周转率	3.08	3.32	3.35	3.40	3.32
总资产周转率	0.71	0.58	0.53	0.59	0.66
每股指标(元)					
每股收益	0.58	0.68	0.89	1.17	1.44
每股经营现金流	0.84	0.78	2.14	1.08	0.29
每股净资产	3.17	6.36	7.35	7.99	8.80
估值比率					
市盈率	22.64	19.57	14.79	11.29	9.16
市净率	4.17	2.08	1.80	1.65	1.50
EV/EBITDA	0.00	19.84	9.15	6.77	5.69
EV/EBIT	0.00	22.45	9.96	7.27	6.04

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com