

强烈推荐-A (上调)

安正时尚 603839.SH

目标估值: NA
 当前股价: 24.49 元
 2017年10月31日

渠道调整基本到位 同店改善拉动三季报业绩表现

基础数据

上证综指	3390
总股本(万股)	28906
已上市流通股(万股)	7126
总市值(亿元)	71
流通市值(亿元)	17
每股净资产(MRQ)	8.4
ROE(TTM)	10.3
资产负债率	13.1%
主要股东	郑安政
主要股东持股比例	37.57%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《安正时尚(603839)—17 整合年业绩稳步增长 18 轻装上阵业绩增速有望加快》2017-08-16

孙好

010-57601717
 sunyu2@cmschina.com.cn
 S1090511110003

研究助理

高峰

gaofeng4@cmschina.com.cn

公司定位于国内领先的多品牌时尚产业集团,旗下女装品牌玖姿、尹默、斐娜晨、摩萨克及安正男装品牌,与今年新孵化的快时尚电商品牌安娜蔻,初步完成了线上线多品牌矩阵的搭建。随着终端销售呈现回暖趋势,叠加线下渠道调整基本完成,各品牌收入均有不同幅度的增长,拉动前三季度营收同比增长 20.21%;由于不断提升产品性价比和加大力度消化库存,导致毛利率下滑较多,归母净利润同比增长 18.72%,当前市值 71 亿,对应 18PE 19X,估值不高。随着公司渠道精细化运作加强,同店销售回暖,全年有望实现股权激励 17%的增长目标,且明后两年年均净利润增长 31%的目标有望加强后期市场信心。同时公司账面现金接近 14 亿元,未来仍存在围绕服装领域的并购预期,可把握底部机会。

□ Q3 较上半年提速,营收及归母净利润分别同比增长 23.87%和 36.95%。公司 2017 年前三季度共实现营收/营业利润/归母净利润分别为 9.96/2.36/2.05 亿元,同比增幅分别为 20.21%/22.28%/18.72%;实现基本每股收益 0.76 元。分季度看,Q3 实现营收/营业利润/归母净利润 3.71/0.84/0.75 亿元,同比增幅分别为 23.87%/44.31%/36.95%。

□ 渠道调整基本到位,同店销售持续复苏拉动前三季度营收同比增长 20.27%。公司前三季度实现营收 10 亿元,同比增长 20.27%。分渠道看,直营业务收入 4.5 亿元,同比增长 26.47%;加盟业务收入 4.3 亿元,同比增长 13.06%;线上销售收入 1.2 亿元,占比 12%,同比增长 25.9%。分品牌看,早期品牌稳健增长,初创品牌经过培育期后迅速放量,其中,玖姿/尹默/安正男装/摩萨克/斐娜晨销售收入分别为 6.66/1.46/0.51/0.28/0.63 亿元,同比增长分别为 11.3%/12.9%/42.4%/23.5%/ 128.1%;线上新品牌安娜蔻依托公司原有线上体系获得快速成长,前三季度实现营收 0.38 亿元,预计 17 年可贡献利润约 1000 万元。

1) 渠道调整基本到位,未来将以开店为主。公司线下渠道调整基本到位,三季度末共拥有门店 905 家,较年初净增加 43 家。其中,主品牌玖姿拥有门店 653 家(直营 97 家,加盟 556 家),未来仍将以加盟为主的模式进行布局,预计明年新开 30-40 家,开店瓶颈约在 1400 家店,目前拥有约 60 个长期合作的加盟商。尹默拥有门店 85 家(直营 80 家,加盟 5 家),未来仍将以直

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1225	1206	1423	1713	2085
同比增长	5%	-2%	18%	20%	22%
营业利润(百万元)	250	262	316	416	546
同比增长	-2%	5%	21%	32%	31%
净利润(百万元)	244	236	277	364	477
同比增长	7%	-3%	17%	31%	31%
每股收益(元)	1.14	1.10	0.96	1.26	1.65
PE	21.5	22.2	25.5	19.4	14.8
PB	4.6	4.1	2.6	2.4	2.1

资料来源: 公司数据、招商证券

营模式在高端百货布局，预计明年新开 20-30 家。安正男装约有 37 家（直营 36 家，加盟 1 家），主要布局在一二线城市，未来三四线拓展时会考虑加盟模式。斐娜晨门店数 73 家（直营 59 家，加盟 14 家），预计年底达 100 家，明年亦将新增 80-100，未来将借助玫姿的加盟商资源，通过加盟渠道快速布局。摩萨克风格调整较大，目前拥有直营门店 17 家，预计明年门店风格调整到位后，以直营模式，每年新开店约 60 家，于 2020 年达到 300 家店。公司前期持续对低效和无效店铺进行调整，关小改大，提升终端的运营效率，目前线下门店调整已经基本到位，接下来将进入新门店布局阶段。

2) 低基数作用下，终端销售回暖，叠加同店经营改善，前三季度各品牌同店销售均实现不同幅度增长。分品牌看，玫姿/尹默/安正男装/斐娜晨可比店销售收入分别同比增长 8%/9%/15%/18%，由于近年来摩萨克风格调整较大，同店销售尚不具备可比性。随着公司不断加大研发投入，提升产品性价比，同时对门店实行精细化运作，提升运营效率，叠加终端需求的回暖，预计同店销售将持续改善。

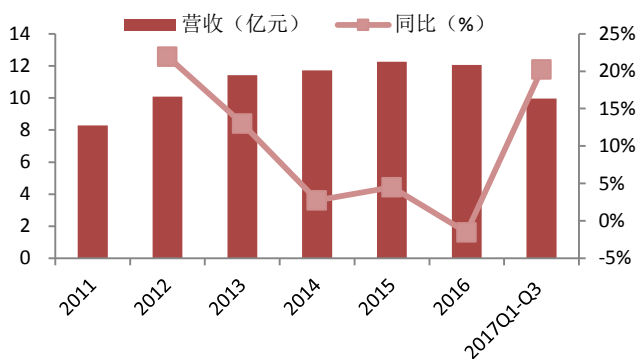
- **销售价格不变的基础上提升产品品质，进一步提高性价比，叠加大力清库存，拖累整体毛利率下滑 5.02PCT。**公司前三季度的毛利率为 68.25%，同比下降 5.02PCT，主要系公司加大研发投入，并提升产品品质，提高性价比，同时大力清库存所致。分品牌看，各品牌毛利率均有不同幅度下降，玫姿/尹默/安正男装/摩萨克/斐娜晨的毛利率分别为 67.46%/77.26%/69.74%/68.09%/79.22%，同比下降 4.55/3.82/2.74/4.52/1.57PCT，安娜蔻的毛利率为 42.72%。分渠道看，直营/加盟/线上渠道的毛利率分别为 74.1%/68.5%/49.0%，分别下降 4.65/3.91/10.19PCT，线上渠道降幅较大，系线上为清库存主要渠道，促销力度较大。
- **期间费用率同比下降 1.64PCT，净利率同比小幅下降 0.26PCT。**公司前三季度的期间费用率为 42.29%，同比下降 1.64PCT；其中，销售费用率为 29.24%，同比提升 0.40PCT，系门店数量增加所致；管理费用率为 13.22%，同比下降 1.29PCT；财务费用率为-0.27%，同比下降 0.75PCT。由于资产减值同比减少约 1300 万元，叠加政府补贴增加，整体来看，公司前三季度的净利率为 20.54%，同比小幅下降 0.26PCT。
- **库存因销售规模扩大而增加，应收账款同比改善，经营性现金流净额同比基本持平。**公司三季度末的存货为 4.79 亿元，较年初增长 25.72%，较去年同期增长 16.55%，系销售规模扩大所致。三季度末的应收账款为 0.96 亿元，较年初增长 3.23%，较去年同期下降 20%。经营性现金流净额为 1.64 亿元，较去年同期减少 600 万元，基本持平。
- **盈利预测及投资建议：**公司定位于国内领先的多品牌时尚产业集团，当前旗下女装品牌玫姿、尹默、斐娜晨、摩萨克及安正男装品牌，与今年新孵化的快时尚电商品牌安娜蔻，初步完成了线上线下多品牌矩阵的搭建。随着终端销售呈现回暖趋势，叠加线下渠道调整基本完成，各品牌收入均有不同幅度的增长，拉动前三季度营收同比增长 20.21%；由于公司不断提升产品性价比和加大力度消化库存，导致毛利率下滑较多，利润端增速不及收入端增速。

结合三季报情况，预计公司 2017-19 年 EPS 分别为 0.96、1.26、1.65 元，当前公司市值为 71 亿元，对应 17PE 25.5X，18PE 19X，明年估值不高。随着公司渠道精细化运作加强，同店销售回暖，全年有望实现股权激励 17%的增长目标，且明

后两年年均净利润增长 31%的目标有望加强后期市场信心。同时公司账面现金接近 14 亿元，未来仍存在围绕服装领域的并购预期，上调至“强烈推荐-A”的评级。

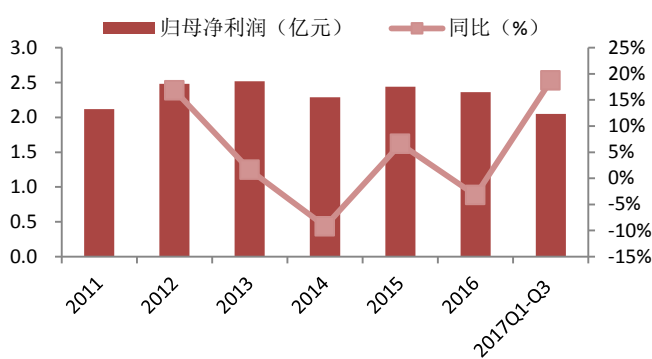
□ **风险提示：**终端销售低迷、多品牌培育低于预期。

图 1：公司 2011-2017 前三季度营收及增速（亿元）



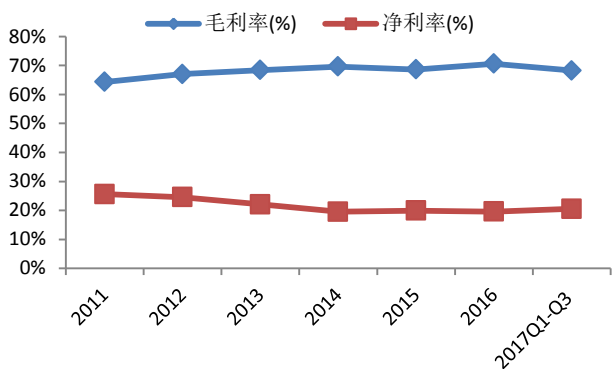
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：公司 2011-2017 前三季度归母净利润及增速（亿元）



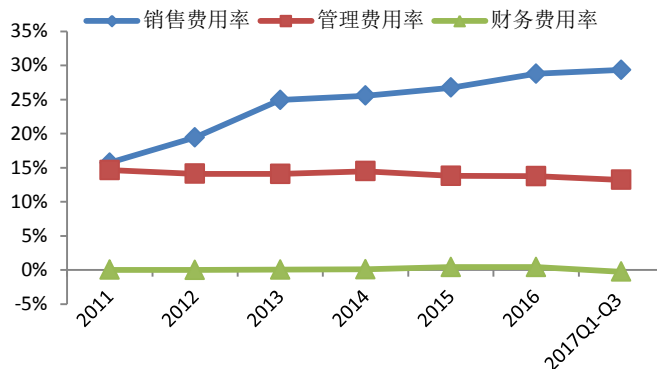
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：公司 2011-2017 前三季度毛利率变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 4：公司 2011-2017 前三季度三项费用率情况



资料来源：公司公告、招商证券

表1：公司17Q3业绩同比和环比情况

(百万元)	16Q3	17Q2	17Q3	同比	环比
营业收入	299	317	371	6%	17%
营业毛利	208	216	246	4%	14%
销售费用	84	95	102	13%	7%
管理费用	37	40	49	8%	23%
财务费用	1	-2	0	-300%	-100%
营业利润	58	70	84	21%	20%
归属母公司净利润	55	59	75	7%	27%
EPS (元)	0.26	0.21	0.26		

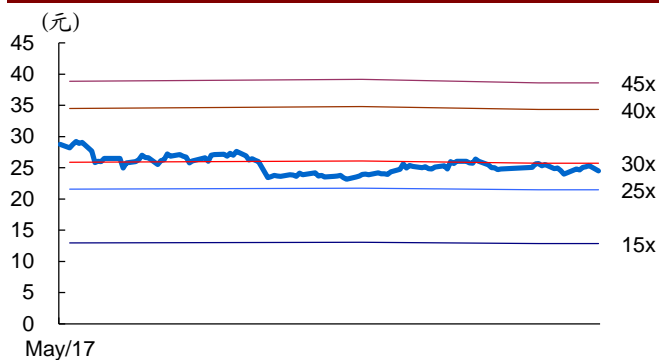
数据来源：公司公告、招商证券

表2: 公司季度利润指标

(百万元)	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3
营业收入	313	334	259	270	299	378	308	317	371
营业毛利	210	190	192	207	208	245	217	216	246
销售费用	80	89	76	80	84	107	96	95	102
管理费用	54	33	40	43	37	46	43	40	49
财务费用	2	1	1	2	1	1	-1	-2	0
营业利润	40	61	70	64	58	69	82	70	84
归属母公司净利润	39	74	61	57	55	64	71	59	75
EPS (元)	0.14	0.34	0.28	0.27	0.26	0.30	0.25	0.21	0.26
主要比率									
毛利率	67%	57%	74%	77%	69%	65%	70%	68%	66%
销售费用率	26%	27%	29%	30%	28%	28%	31%	30%	27%
管理费用率	17%	10%	16%	16%	12%	12%	14%	13%	13%
财务费用率	0.6%	0.4%	0.4%	0.6%	0.5%	0.3%	-0.3%	-0.6%	0%
营业利润率	13%	18%	27%	24%	20%	18%	26%	22%	23%
有效税率	4%	19%	12%	13%	8%	17%	14%	16%	11%
净利率	13%	22%	23%	21%	18%	17%	23%	19%	20%
YoY									
收入	-	-	-	-	-4%	13%	19%	17%	24%
归属母公司净利润	-	-	-	-	39%	-13%	16%	3%	37%

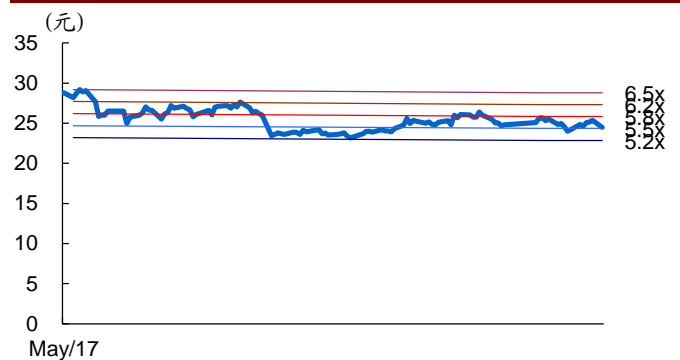
数据来源: 公司公告、招商证券

图 5: 安正时尚历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 安正时尚历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《纺织服饰行业 2016 年年报及一季报综述-棉辅料及电商板块表现较好 中高端男女装弱复苏》2017/5/2
 - 2、《纺织服装行业“时尚半月谈”(5 月下期)-4 月商务休闲男装复苏趋势延续》2017/5/15
 - 3、《纺织服装行业“时尚半月谈”(6 月上旬)-把握 Q2 业绩表现延续优于 Q1 的个股确定性机会》2016/6/5
 - 4、《纺织服装行业 2017 年中期投资策略-坚守价值 砥砺前行》2017/6/7
- 针对终端“品牌与产品”双导向升级需求并存的特点,本卷将着重分析新环境下,品牌运营模式的改革出路,并进一步完善品牌行业研究体系,搭建全新消费升级图谱及品牌研究图谱。同时,对产品导向的升级需求催生而来的“极致单品”模式进行深入探究。
- 5、《纺织服装行业“时尚半月谈”(6 月下旬)-掌握高质量低成本流量及优质供应商资源是 C2M 模式胜出关键》2017/06/19
 - 6、《纺织服装行业“时尚半月谈”(7 月上旬)-探究小而美的“价之链”差异化竞争之道》2017/07/02
 - 7、《优质供应链系列解读一:色纺纱行业深度研究-行业集中化趋势明显 龙头量价齐升》2017/07/05
 - 8、《服饰纺织行业 2017 年中报前瞻分析-关注高增长新模式电商及 C2M 模式下优质供应链机会》2017/07/09
 - 9、《招商纺织服装行业“时尚半月谈”(7 月下旬)-由开润股份业绩预增引发的对小米生态链模式的思考》2017/07/14
 - 10、《纺织服装行业“时尚半月谈”(8 月上旬)-新零售下的颠覆者 浅谈 Gucci 的蜕变》2017/07/30
 - 11、《纺织服装行业“时尚半月谈”(8 月下旬)-技术及服务升级 模式创新推动奢侈品电商平台 YNAP 稳健成长》2017/08/13
 - 12、《纺织服装行业“时尚半月谈”(9 月上旬)-部分基本面优质个股已跌入价值区间可底部关注长线机会》2017/08/27
 - 13、《服饰纺织行业 2017 年中报综述-业绩逐季改善 优质龙头配置正当时》2017/09/06
 - 14、《纺织服装行业“时尚半月谈”(9 月下旬)-Q4 板块活跃度或有提升 坚守优质龙头》2017/09/10
 - 15、《纺织服装行业“时尚半月谈”(10 月上旬)-传统品牌积极拥抱新零售 纷纷加快线上业务布局》2017-09-24
 - 16、《纺织服装行业“时尚半月谈”(10 月下旬)-双节叠加催化十一黄金周品牌零售 季报期坚守优质龙头》2017-10-15
 - 17、《服饰纺织行业 2017 年三季度报前瞻分析-销售旺季临近 品牌零售优质龙头配置正当时》2017-10-17
 - 18、《安正时尚(603839)-17 整合年业绩稳步增长 18 轻装上阵业绩增速有望加快》2017-08-16

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	754	905	2270	2504	2883
现金	44	110	1334	1384	1521
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	114	93	90	109	133
其它应收款	14	15	18	21	26
存货	404	381	465	552	673
其他	178	307	363	437	531
非流动资产	872	880	929	975	1019
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	483	544	602	656	707
无形资产	78	74	66	60	54
其他	311	262	260	259	258
资产总计	1626	1785	3198	3479	3902
流动负债	398	394	373	414	471
短期借款	70	66	0	0	0
应付账款	115	122	154	183	223
预收账款	57	35	44	52	63
其他	156	171	175	179	184
长期负债	85	109	109	109	109
长期借款	0	0	0	0	0
其他	85	109	109	109	109
负债合计	483	502	482	523	579
股本	214	214	289	289	289
资本公积金	6	6	1194	1194	1194
留存收益	923	1063	1234	1473	1840
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1143	1283	2716	2956	3323
负债及权益合计	1626	1785	3198	3479	3902

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	265	339	210	240	309
净利润	244	236	277	364	477
折旧摊销	76	71	43	45	48
财务费用	5	5	(5)	(14)	(15)
投资收益	(14)	(8)	(12)	(15)	(15)
营运资金变动	(27)	49	(96)	(148)	(195)
其它	(19)	(12)	3	7	9
投资活动现金流	(273)	(187)	(82)	(79)	(79)
资本支出	(173)	(67)	(94)	(94)	(94)
其他投资	(100)	(120)	12	15	15
筹资活动现金流	(52)	(88)	1096	(111)	(95)
借款变动	72	1	(66)	0	0
普通股增加	0	0	75	0	0
资本公积增加	1	(0)	1188	0	0
股利分配	(107)	(107)	(107)	(125)	(109)
其他	(18)	18	5	14	15
现金净增加额	(60)	65	1224	51	136

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1225	1206	1423	1713	2085
营业成本	384	354	448	532	648
营业税金及附加	16	20	57	103	83
营业费用	327	347	416	480	584
管理费用	169	166	164	171	209
财务费用	5	5	(5)	(14)	(15)
资产减值损失	87	61	40	40	45
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	14	8	12	15	15
营业利润	250	262	316	416	546
营业外收入	35	9	1	1	1
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	283	271	317	417	547
所得税	39	34	40	53	70
净利润	244	236	277	364	477
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	244	236	277	364	477
EPS (元)	1.14	1.10	0.96	1.26	1.65

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	5%	-2%	18%	20%	22%
营业利润	-2%	5%	21%	32%	31%
净利润	7%	-3%	17%	31%	31%
获利能力					
毛利率	68.6%	70.6%	68.5%	69.0%	68.9%
净利率	19.9%	19.6%	19.5%	21.3%	22.9%
ROE	21.3%	18.4%	10.2%	12.3%	14.3%
ROIC	17.9%	17.2%	10.0%	11.8%	13.9%
偿债能力					
资产负债率	29.7%	28.1%	15.1%	15.0%	14.8%
净负债比率	4.3%	3.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.9	2.3	6.1	6.0	6.1
速动比率	0.9	1.3	4.8	4.7	4.7
营运能力					
资产周转率	0.8	0.7	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.0	0.9	1.1	1.0	1.1
应收帐款周转率	9.7	11.7	15.5	17.2	17.3
应付帐款周转率	3.1	3.0	3.2	3.2	3.2
每股资料 (元)					
每股收益	1.14	1.10	0.96	1.26	1.65
每股经营现金	1.24	1.59	0.73	0.83	1.07
每股净资产	5.35	6.00	9.40	10.23	11.50
每股股利	0.50	0.50	0.43	0.38	0.49
估值比率					
PE	21.5	22.2	25.5	19.4	14.8
PB	4.6	4.1	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	-29.1	-27.6	-23.3	-18.4	-14.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，2011年初加入招商证券，现为服饰纺织行业首席分析师，8年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾1年。

刘丽，对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券。

高峰，上海交通大学管理学硕士，中山大学数学学士，2017年加入招商证券。

团队成绩：2011-2014年连续4年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015年第五。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。