

安正时尚 (603839.SH)

受内外部影响，2018 年业绩逐季放缓，2019 年 Q1 有所启稳

公司 2018 年营业收入 16.49 亿元，同比增长 16.09%，归母净利润 2.81 亿元，同比增长 2.96%。拟每 10 股派现 3.5 元。2019 年一季度营业收入 5.53 亿元，同比增长 41.46%，归母净利润 1.02 亿元，同比增长 10.51%。

● 受外部经济下行压力和内部营销体系调整影响，2018 年业绩逐季放缓

2018 年公司服装业务收入 15.13 亿元，同比增长 6.86%，毛利率 66.73% (上年 68.23%)，电商代运营业务收入 13.10 亿元，毛利率 24.11%。2018 年 Q4 服装业务收入同比增长-16.39%。全年分品牌，玖姿 10.38 亿元、尹默 2.23 亿元、安正 0.75 亿元、摩萨克 0.31 亿元、斐娜晨 1.14 亿元，同比增长 10.93%、4.10%、0.10%、-12.31%、11.98%。门店分别为 692、103、46、31 和 98 家，净增加 1、13、10、16 和 13 家。期间费用率稳定。存货周转天数和应收账款周转天数 376 天和 26 天，上年 326 天和 25 天。

● 2019 年一季度服装业务有所启稳，礼尚信息并表带来收入高增长

2019 年一季度公司服装收入 3.88 亿元，同比增长-0.57%，电商代运营（礼尚信息）收入 1.63 亿元，毛利率 24.32%。分品牌看，玖姿 2.67 亿元、尹默 0.55 亿元、安正 0.27 亿元、摩萨克 0.05 亿元、斐娜晨 0.24 亿元，同比增长 8.25%、-10.11%、3.78%、-37.69%、-35.57%。渠道数量分别为 694、100、46、31 和 83 家，较 2018 年底净增加 2、-3、0、0 和 -15 家。期间费用率 29.91%，上年 39.63%，主要由于礼尚信息并表。存货周转天数和应收账款周转天数为 276 天和 23 天，上年 338 天和 24 天。

● 2019-2021 年预计 EPS 分别为 0.97 元/股、1.15 元/股、1.34 元/股

服装业务受益持续国际化，营销体系改革，人员培训等措施落地，包括礼尚信息并表，看好公司今年业绩有望较快增长，参考可比公司估值，给予公司 2019 年市盈率 15 倍，合理估值 14.55 元/股，维持“买入”评级。

● 风险提示

多品牌运作风险；存货余额较大的风险；

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,421	1,649	2,713	3,195	3,726
增长率(%)	17.8	16.1	64.5	17.8	16.6
EBITDA(百万元)	356	351	464	547	639
净利润(百万元)	273	281	392	464	543
增长率(%)	15.7	3.0	39.6	18.3	16.9
EPS（元/股）	0.94	0.70	0.97	1.15	1.34
市盈率（P/E）	25.93	15.38	12.46	10.54	9.02
市净率（P/B）	2.75	1.58	1.67	1.55	1.42
EV/EBITDA	18.93	11.08	8.97	7.22	5.80

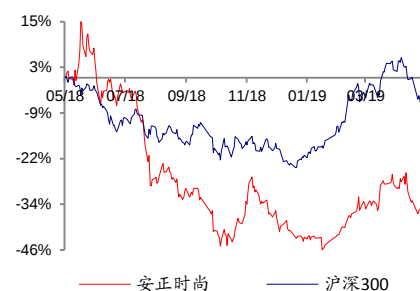
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	12.1 元
合理价值	14.55 元
前次评级	买入
报告日期	2019-05-14

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

分析师：

赵颖婕



SAC 执证号：S0260518070004



SFC CE No. BNN845



021-60750604



zhaoyingjie@gf.com.cn

请注意，糜韩杰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

安正时尚 (603839.SH)：公司 2019-02-11

公告拟以集中竞价交易方式

回购股份

安正时尚：2018Q3 业绩平稳 2018-10-26

增长

安正时尚：收购电商代运营服 2018-10-11

务商礼尚信息，有望切入婴童

行业

盈利预测和投资评级

我们看好公司2019年业绩实现较快增长，主要基于受益持续不断国际化，营销体系改革，人员培训等措施落地，玖姿主品牌有望持续保持较快增长，小品牌预计有所改善，包括礼尚信息并表带来的业绩增厚（2019年和2020年业绩承诺不低于6600万元和7700万元）。预计公司2019年、2020年和2021年营业收入分别为27.13亿元、31.95亿元和37.26亿元，同比增长64.5%、17.8%和16.6%，归母净利润分别为3.92亿元、4.64亿元和5.43亿元，同比增长39.6%、18.3%和16.9%，对应每股收益0.97元/股、1.15元/股和1.34元/股，现价对应2019年市盈率仅12倍，参考可比公司平均估值，给予公司2019年市盈率15倍，合理估值14.55元，维持“买入”评级。

表1：可比公司

公司	代码	最新价格	每股收益（元）					市盈率		
		(元)								
		2019/5/13	2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E
歌力思	603808.SH	16.04	0.91	1.08	1.33	1.60	17.63	14.85	12.04	10.01
朗姿股份	002612.SZ	8.85	0.47	0.53	0.59	0.68	18.87	16.82	14.94	13.02
地素时尚	603587.SH	23.86	1.41	1.55	1.63	1.85	16.92	15.39	14.66	12.92
汇洁股份	002763.SZ	10.35	0.57	0.43	0.71	0.77	18.16	24.07	14.48	13.42
天创时尚	603608.SH	8.39	0.48	0.56	0.64	0.72	17.48	14.98	13.15	11.69
比音勒芬	002832.SZ	45.43	1.69	1.61	2.25	2.92	26.88	28.22	20.24	15.57
	最大值						26.88	28.22	20.24	15.57
	最小值						16.92	14.85	12.04	10.01
	平均数						19.32	19.06	14.92	12.77
	调整后平均						18.03	17.82	14.31	12.76

数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

风险因素

多品牌运作风险；存货余额较大的风险；

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,173	2,274	2,998	3,468	3,997	经营活动现金流	317	95	440	382	459
货币资金	347	454	727	941	1,188	净利润	273	281	412	487	569
应收及预付	118	180	276	325	378	折旧摊销	67	73	36	36	37
存货	474	791	1,129	1,328	1,547	营运资金变动	-31	-234	3	-131	-139
其他流动资产	1,233	848	867	875	884	其它	8	-24	-11	-10	-9
非流动资产	979	1,416	1,398	1,372	1,349	投资活动现金流	-1,048	127	57	63	60
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-62	-77	-17	-11	-14
固定资产	548	525	513	493	477	投资变动	-99	-232	0	0	0
在建工程	28	26	24	22	20	其他	-887	437	74	74	74
无形资产	70	65	61	57	53	筹资活动现金流	969	-155	-224	-232	-271
其他长期资产	332	800	800	800	800	银行借款	-66	-15	-19	0	0
资产总计	3,152	3,690	4,396	4,840	5,346	股权融资	1,176	10	0	0	0
流动负债	460	587	1,085	1,275	1,482	其他	-141	-150	-205	-232	-271
短期借款	0	19	0	0	0	现金净增加额	238	67	273	214	247
应付及预收	195	237	476	560	652	期初现金余额	110	347	454	727	941
其他流动负债	266	331	610	715	830	期末现金余额	347	415	727	941	1,188
非流动负债	120	314	314	314	314	主要财务比率					
长期借款	0	0	0	0	0	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	0	0	0	0	0	成长能力(%)					
其他非流动负债	120	314	314	314	314	营业收入增长	17.8	16.1	64.5	17.8	16.6
负债合计	580	901	1,399	1,588	1,796	营业利润增长	20.6	1.4	46.8	18.2	16.8
股本	289	404	404	404	404	归母净利润增长	15.7	3.0	39.6	18.3	16.9
资本公积	1,106	1,007	1,007	1,007	1,007	获利能力					
留存收益	1,222	1,359	1,555	1,787	2,059	毛利率	66.7	63.3	51.0	51.0	51.1
归属母公司股东权益	2,572	2,743	2,930	3,163	3,434	净利率	19.2	17.0	15.2	15.3	15.3
少数股东权益	0	47	66	90	116	ROE	10.6	10.3	13.4	14.7	15.8
负债和股东权益	3,152	3,690	4,396	4,840	5,346	ROIC	11.8	11.4	18.3	21.4	24.6
利润表						偿债能力(%)					
单位: 百万元						资产负债率	18.4	24.4	31.8	32.8	33.6
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	净负债比率	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
营业收入	1,421	1,649	2,713	3,195	3,726	流动比率	4.72	3.87	2.76	2.72	2.70
营业成本	472	606	1,329	1,564	1,821	速动比率	3.66	2.45	1.63	1.59	1.56
营业税金及附加	25	20	33	39	45	营运能力					
销售费用	446	524	614	725	851	总资产周转率	0.58	0.48	0.67	0.69	0.73
管理费用	119	147	230	270	316	应收账款周转率	14.44	13.76	15.21	15.21	15.21
研发费用	69.70	74.62	79.84	85.43	91.41	存货周转率	1.11	0.96	1.18	1.18	1.18
财务费用	-3.07	-0.62	-8.45	-12.51	-15.96	每股指标 (元)					
资产减值损失	44.79	60.13	62.85	63.95	65.36	每股收益	0.94	0.70	0.97	1.15	1.34
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	1.10	0.24	1.09	0.95	1.13
投资净收益	42.74	79.61	74.00	74.00	74.00	每股净资产	8.90	6.78	7.25	7.82	8.49
营业利润	315.98	320.26	470.01	555.48	648.74	估值比率					
营业外收支	0.29	0.08	0.00	0.00	0.00	P/E	25.93	15.38	12.46	10.54	9.02
利润总额	316	320	470	555	649	P/B	2.75	1.58	1.67	1.55	1.42
所得税	43	39	58	68	80	EV/EBITDA	18.93	11.08	8.97	7.22	5.80
净利润	273	281	412	487	569						
少数股东损益	0	0	20	23	27						
归属母公司净利润	273	281	392	464	543						
EBITDA	355.72	351.14	464.00	547.04	638.92						
EPS (元)	0.94	0.70	0.97	1.15	1.34						

广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
 张 萌：联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
 赵 颖 婕：联系人，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。
 胡 幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
 广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
 广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
 本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。
 本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
 研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。
 本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。