

安正时尚 (603839.SH)

中报业绩符合预期，下半年有望增长加速

● 多项费用因素导致扣非后净利润增速较慢，二季度品牌收入增长放缓

2018H1 营收 7.52 亿元，同比增长 20.33%，归母净利润 1.62 亿元，同比增长 25.66%，二季度单季营收和归母净利润分别增长 13.98% 和 20.11%，符合预期。2018H1 扣非后净利润增长 1.29%，主要由于 1) 品牌投入加大，包括新品发布会、刘涛代言，2) 店铺形象升级，3) 2017 年的员工限制性股票激励，增加 1115 万元期权费用摊销。各品牌二季度收入增速较一季度放缓：玫姿一季度电商业务推广力度大，二季度电商放缓增长；安正男装产品风格年轻化后客户接受需要时间；斐娜晨供应链导致缺货；摩萨克去年品牌调整渠道大幅关闭；安娜蔻品牌定位调整造成收入下滑。

● 错峰采购引起经营净现金流出现负数

2018H1 经营净现金流同比下降 157.62%，主要由于公司为降低采购成本，在生产淡季加大了秋冬装的提前备货和面料错峰采购，导致支付货款及采购预付款增加。同时也使存货增加，存货周转天数同比增加 33 天。

● 下半年营收和净利润料将逐季回升，全年经营目标展望乐观

首先，各品牌开店主要集中在下半年。其次，下半年是电商旺季，预计主品牌玫姿的电商业务有望发力。第三，斐娜晨供应链 7 月开始逐步改善，下半年收入料将加速。第四，错峰采购对于毛利率的正面效应预计在下半年体现。最后，发布会主要集中在上半年，下半年品牌投入料将减少。

● 盈利预测与投资评级

预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 0.89 元/股、1.21 元/股、1.55 元/股目前股价对应 18 年市盈率仅 15 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

新品牌投入较大，公司多品牌经营管理难度较高；公司存货余额较高，

盈利预测：

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1206.17	1420.67	1790.47	2407.42	3110.84
增长率(%)	-1.53%	17.78%	26.03%	34.46%	29.22%
EBITDA(百万元)	389.69	355.72	439.06	600.83	771.86
净利润(百万元)	236.04	273.07	358.65	487.95	626.27
增长率(%)	-3.21%	15.69%	31.34%	36.05%	28.35%
EPS(元/股)	1.10	0.94	0.89	1.21	1.55
市盈率(P/E)	0.00	25.93	14.69	10.79	8.41
市净率(P/B)	0.00	2.75	2.01	1.85	1.67
EV/EBITDA	-0.11	18.93	10.75	7.47	5.44

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

13.02 元

前次评级

买入

报告日期

2018-08-16

相对市场表现



分析师：

糜韩杰 S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

安正时尚(603839.SH)：高 2018-04-29
 端女装行业持续景气，公司业绩快速增长

安正时尚(603839.SH)：17 2018-03-30
 年业绩稳健增长，多举措落地意在长远

安正时尚(603839.SH)：实 2018-01-22
 际控制人开始增持公司股份

联系人：

赵颖婕 021-60750604

zhaoyingjie@gf.com.cn

表 1: 公司各品牌营收及增速情况

	营收 (万元)				营收增速	
	2017Q1	2017H1	2018Q1	2018H1	2018Q1	2018H1
玖姿	18,285	38,897	24,636	49,441	34.73%	27.11%
尹默	5,638	10,388	6,158	11,505	9.22%	10.75%
安正	2,321	4,060	2,618	4,405	12.81%	8.50%
摩萨克	1,191	2,013	736	1,367	-38.18%	-32.09%
斐娜晨	2,099	4,019	3,778	6,323	80.01%	57.33%
安娜寇	1,152	2,846	738	1,551	-35.99%	-45.52%
其他品牌	146	243	333	483	127.50%	98.50%
总计	30,832	62,463	38,996	75,075	26.48%	20.19%

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

表 2: 公司各品牌单季营收及增速

	单季营收 (万元)				单季营收增速	
	2017Q1	2017H1	2018Q1	2018H1	2018Q1	2018H1
玖姿	18,285	20,611	24,636	24,806	34.73%	20.35%
尹默	5,638	4,750	6,158	5,347	9.22%	12.57%
安正	2,321	1,739	2,618	1,787	12.81%	2.75%
摩萨克	1,191	822	736	631	-38.18%	-23.27%
斐娜晨	2,099	1,920	3,778	2,545	80.01%	32.55%
安娜寇	1,152	1,694	738	813	-35.99%	-52.00%
其他品牌	146	97	333	150	127.50%	54.77%
总计	30,832	31,632	38,996	36,079	26.48%	14.06%

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

表 3: 公司各品牌店铺数量情况

	2017 年店铺数量	2018H1 店铺数量	2018H1 净开店数量
玖姿	691	696	5
尹默	90	100	10
安正	36	41	5
摩萨克	15	18	3
斐娜晨	85	97	12

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	905	2,173	1,669	2,169	2,778
货币资金	110	347	553	774	1,051
应收及预付	117	138	177	234	305
存货	381	474	641	863	1,124
其他流动资产	298	1,214	298	298	298
非流动资产	880	979	1,767	1,746	1,710
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	544	548	524	500	475
在建工程	46	28	28	28	28
无形资产	110	131	61	63	52
其他长期资产	180	272	1,154	1,154	1,154
资产总计	1,785	3,152	3,436	3,915	4,487
流动负债	394	460	705	954	1,232
短期借款	66	0	0	0	0
应付及预收	313	438	705	954	1,232
其他流动负债	15	23	0	0	0
非流动负债	109	120	107	107	107
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	109	120	107	107	107
负债合计	502	580	812	1,061	1,339
股本	214	289	405	405	405
资本公积	5	1,106	875	875	875
留存收益	1,063	1,222	1,391	1,620	1,914
归属母公司股东权益	1,283	2,572	2,625	2,854	3,148
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,785	3,152	3,436	3,915	4,487

现金流量表

单位: 百万元

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	339	317	1,235	387	496
净利润	236	273	359	488	626
折旧摊销	71	67	39	39	38
营运资金变动	-12	-31	711	-164	-206
其它	44	8	126	25	37
投资活动现金流	-187	-1,048	-902	25	40
资本支出	-67	-62	55	-18	-3
投资变动	15	-65	-957	43	43
其他	-135	-921	0	0	0
筹资活动现金流	-87	968	-128	-190	-259
银行借款	131	0	0	0	0
债券融资	-135	-66	-12	0	0
股权融资	0	1,176	-116	0	0
其他	-83	-141	0	-190	-259
现金净增加额	65	237	205	222	277
期初现金余额	44	110	347	553	774
期末现金余额	110	347	553	774	1,051

主要财务比率

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	-1.5%	17.8%	26.0%	34.5%	29.2%
营业利润增长	4.9%	20.7%	33.8%	35.9%	28.3%
归属母公司净利润增长	-3.2%	15.7%	31.3%	36.1%	28.3%
获利能力(%)					
毛利率	70.6%	66.7%	66.5%	66.5%	66.2%
净利率	19.6%	19.2%	20.0%	20.3%	20.1%
ROE	18.4%	10.6%	13.7%	17.1%	19.9%
ROIC	23.6%	12.0%	37.0%	51.6%	66.1%
偿债能力					
资产负债率(%)	28.1%	18.4%	23.6%	27.1%	29.8%
净负债比率	-3.4%	-13.5%	-21.1%	-27.1%	-33.4%
流动比率	2.30	4.72	2.37	2.27	2.25
速动比率	1.31	3.66	1.43	1.34	1.32
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.58	0.54	0.65	0.74
应收账款周转率	11.30	13.99	12.96	13.28	13.17
存货周转率	0.73	0.80	0.94	0.94	0.94
每股指标(元)					
每股收益	1.10	0.94	0.89	1.21	1.55
每股经营现金流	1.59	1.10	3.05	0.96	1.22
每股净资产	6.00	8.90	6.49	7.05	7.78
估值比率					
P/E	0.0	25.9	14.7	10.8	8.4
P/B	0.0	2.8	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	-0.1	18.9	10.7	7.5	5.4

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1206	1421	1790	2407	3111
营业成本	354	472	600	807	1052
营业税金及附加	20	25	32	43	55
销售费用	347	446	525	705	911
管理费用	166	189	234	290	359
财务费用	5	-3	-7	-10	-14
资产减值损失	61	45	53	67	79
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	43	43	43	43
营业利润	262	316	423	575	737
营业外收入	9	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	271	316	422	574	737
所得税	34	43	63	86	111
净利润	236	273	359	488	626
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	236	273	359	488	626
EBITDA	390	356	439	601	772
EPS (元)	1.10	0.94	0.89	1.21	1.55

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。
谨慎增持：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
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路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	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。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。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，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股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。