

安正时尚 (603839.SH)

2018Q3 业绩平稳增长

● 三季度业绩增长放缓，开店增速放缓

前三季度营收 11.62 亿元，同比增长 16.66%，归母净利润 2.47 亿元，同增 20.69%，扣非后归母净利润 1.98 亿元，同比增长 5.73%，Q3 单季分别增长 10.48%/12.29%/14.60%。营收增速放缓主要因为玖姿和斐娜晨，除受经济影响外，公司 Q3 组织结构有所变化，造成业绩波动。净利润增速放缓主要因为理财收益同比减少（收益到账集中在 Q4）。扣非净利润增速改善主要因为管理费用率下降。Q3 单季开店环比 Q2 放缓，主要因为公司谨慎控制开店速度。

● 多因素导致经营净现金流下滑，商品流转方式改变导致库存增加

前三季度经营净现金流同比下降 92.91%，主要由于支付货款增加，但三季度单季已由二季度的-3857 万元转变为 5501 万元，环比改善。前三季度存货周转天数同比增加 41 天。原因除备货和错峰采购外，还因玖姿品牌改变了商品管理模式，将过去的分渠道流转改变为同一商品在全渠道流转，在过渡期会增加库存，预计明年随着新模式步入正轨，存货周转有望好转。

● 全年有望完成股权激励目标 3.6 亿

首先，伴随组织结构变化调整结束，玖姿收入增速在 Q4 有望恢复。其次，Q4 理财收益到账，若礼尚信息在 10 月底前完成收购，有并表利润。

● 盈利预测与投资评级

预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 0.86 /1.17/1.53 元/股目前股价对应 18 年市盈率仅 12 倍，PEG 小于 1，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，如果未来零售环境发生变化，将对公司的经营产生一定风险。

盈利预测：

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,206.17	1,420.67	1,790.47	2,407.42	3,110.84
增长率(%)	-1.53%	17.78%	26.03%	34.46%	29.22%
EBITDA(百万元)	389.69	355.72	439.53	602.57	775.67
净利润(百万元)	236.04	273.07	348.28	474.15	620.14
增长率(%)	-3.21%	15.69%	27.54%	36.14%	30.79%
EPS（元/股）	1.104	0.945	0.861	1.172	1.533
市盈率（P/E）	-	25.93	11.60	8.52	6.51
市净率（P/B）	-	2.75	1.54	1.42	1.29
EV/EBITDA	-0.11	18.93	9.47	6.25	4.40

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

9.98 元

前次评级

买入

报告日期

2018-10-26

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：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

安正时尚（603839.SH）：中 2018-08-16

报业绩符合预期，下半年有望增长加速

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

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

	累计营收 (万元)						累计营收增速		
	2017Q1	2017H1	2017Q3	2018Q1	2018H1	2018Q3	2018Q1	2018H1	2018Q3
玖姿	18,285	38,897	66,566	24,636	49,441	80,487	34.73%	27.11%	20.91%
尹默	5,638	10,388	14,589	6,158	11,505	16,526	9.22%	10.75%	13.28%
安正	2,321	4,060	5,086	2,618	4,405	5,537	12.81%	8.50%	8.85%
摩萨克	1,191	2,013	2,720	736	1,367	1,902	-38.18%	-32.09%	-30.07%
斐娜展	2,099	4,019	6,273	3,778	6,323	8,810	80.01%	57.33%	40.44%
安娜寇	1,152	2,846	3,834	738	1,551	2,103	-35.99%	-45.52%	-45.14%
其他品牌	146	243	308	333	483	654	127.50%	98.50%	112.40%
总计	30,832	62,463	99,376	38,996	75,075	116,018	26.48%	20.19%	16.75%

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	2017Q2	2017Q3	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q1	2018Q2	2018Q3
玖姿	18,285	20,611	27,669	24,636	24,806	31,046	34.73%	20.35%	12.20%
尹默	5,638	4,750	4,201	6,158	5,347	5,021	9.22%	12.57%	19.53%
安正	2,321	1,739	1,026	2,618	1,787	1,132	12.81%	2.75%	10.29%
摩萨克	1,191	822	707	736	631	534.86	-38.18%	-23.27%	-24.35%
斐娜展	2,099	1,920	2,254	3,778	2,545	2,487	80.01%	32.55%	10.32%
安娜寇	1,152	1,694	988	738	813	551.94	-35.99%	-52.00%	-44.14%
其他品牌	146	97	65	333	150	171.03	127.50%	54.77%	163.12%
总计	30,832	31,632	36,913	38,996	36,079	40,943	26.48%	14.06%	10.92%

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	2018Q1	2018Q2	2018Q3
玖姿	691	690	696	691
尹默	90	93	100	99
安正	36	38	41	46
摩萨克	15	15	18	22
斐娜展	85	88	97	99
合计	917	924	952	957

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

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	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	905	2173	2020	2163	2700	经营活动现金流	339	317	590	603	619
货币资金	110	347	213	297	627	净利润	236	273	348	474	620
应收及预付	117	138	177	234	305	折旧摊销	71	67	40	40	42
存货	381	474	642	863	1124	营运资金变动	-12	-31	66	54	-81
其他流动资产	298	1214	987	769	645	其它	44	8	136	35	37
非流动资产	880	979	1787	1800	1815	投资活动现金流	-187	-1048	-923	-11	-15
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-67	-62	35	-53	-58
固定资产	544	548	544	554	581	投资变动	15	-65	-957	43	43
在建工程	46	28	28	28	28	其他	-135	-921	0	0	0
无形资产	110	131	61	63	52	筹资活动现金流	-87	968	199	-509	-274
其他长期资产	180	272	1154	1154	1154	银行借款	131	0	336	-314	-22
资产总计	1785	3152	3807	3963	4515	股权融资	0	1176	-116	0	0
流动负债	394	460	1081	1014	1274	现金净增加额	65	237	-134	83	330
短期借款	66	0	336	22	0	期初现金余额	44	110	347	213	297
应付及预收	313	438	700	947	1229	期末现金余额	110	347	213	297	627
其他流动负债	15	23	45	45	45						
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	1187	1120	1381						
股本	214	289	405	405	405						
资本公积	5	1106	875	875	875						
留存收益	1063	1222	1386	1609	1900						
归属母公司股东权	1283	2572	2620	2843	3134						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	1785	3152	3807	3963	4515						
	</										

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			

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。