

# 安正时尚 (603839.SH)

## 公司公告拟以集中竞价交易方式回购股份

### ● 公司公告拟以集中竞价交易方式回购股份

回购的资金总额不低于 4000 万元，不高于 8000 万元。回购期限自股东大会审议通过之日起不超过 12 个月。回购价格不超过 15 元/股。回购股份计划用于后续股权激励和员工持股计划。回购方案的推出反映了公司对未来发展前景的信心及对公司目前价值的认可。

### ● 公司 2018 年下半年业绩增速有所放缓

公司三季度单季营业收入和归母净利润分别增长 10.48% 和 12.29%，低于上半年的 20.33% 和 25.56%。四季度单季我们预计仍然存在一定压力。除了受到经济下行压力影响，终端销售增速有所放缓外，还和公司从三季度开始组织架构调整有关，从原先的品牌事业部改变成品牌事业部和区域分公司相结合的模式，由于涉及人员对接，对业绩造成一定波动。

### ● 我们预计公司 2019 年业绩增速有望回升

虽然经济仍存在一定压力，但是考虑到 1) 组织架构调整结束，而且所有品牌打通（渠道拓展均由区域分公司负责），加盟商开店积极性有望被调动；2) 限制性股票激励成本 2019 年将较 2018 年有所下降；3) 2018 年 11 月中旬完成对于电商代运营龙头礼尚信息 70% 股权的收购，根据业绩对赌，2019 年和 2020 年礼尚信息承诺完成业绩指标净利润不低于 6600 万元和 7700 万元；因此我们预计公司 2019 年业绩增速有望回升。

### ● 盈利预测与投资评级

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.77 / 1.02 / 1.19 元/股，目前股价对应 19 年 PE 仅 10 倍，基于行业可比公司 19 年平均 PE 估值 13 倍，给予合理估值 13 倍，对应合理价值 13.26 元，公司 PEG 小于 1，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

多品牌经营风险；存货风险；终端零售不景气风险；

### 盈利预测:

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1206.17	1420.67	1799.84	2982.70	3532.44
增长率(%)	-1.53	17.78	26.69	65.72	18.43
EBITDA(百万元)	389.69	355.72	382.77	529.56	620.45
净利润(百万元)	236.04	273.07	311.91	412.89	482.73
增长率(%)	-3.21	15.69	14.22	32.38	16.91
EPS(元/股)	1.10	0.94	0.77	1.02	1.19
市盈率(P/E)		25.93	13.00	9.82	8.40
市净率(P/B)		2.75	1.56	1.45	1.34
EV/EBITDA		18.93	9.37	6.38	5.01

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	10.02 元
合理价值	13.26 元
前次评级	买入
报告日期	2019-02-11

### 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: 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	
安正时尚(603839.SH): 中报	2018-08-16
业绩符合预期, 下半年有望增	
长加速	

表1: 可比公司估值表

公司	代码	最新价格	每股收益(元)					市盈率			
		2019/2/1	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
天创时尚	603608.SH	10.76	0.48	0.62	0.73	0.82	22.42	17.38	14.73	13.20	
汇洁股份	002763.SZ	7.88	0.57	0.49	0.64	0.70	13.82	15.96	12.36	11.27	
地素时尚	603587.SH	22.61	1.41	1.46	1.64	1.87	16.04	15.46	13.81	12.09	
歌力思	603808.SH	15.42	0.91	1.12	1.37	1.64	16.95	13.78	11.27	9.37	
	最大值		1.41	1.46	1.64	1.87	22.42	17.38	14.73	13.20	
	最小值		0.47	0.49	0.64	0.70	13.82	13.78	11.27	9.37	
	平均数		0.77	0.86	1.02	1.18	17.56	15.28	12.84	11.22	
	调整后平均		0.65	0.79	0.94	1.10	17.18	15.08	12.74	11.18	

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

注: 可比公司估值数据均来源于万得一致预期

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>905</b>	<b>2,173</b>	<b>2,301</b>	<b>2,963</b>	<b>3,415</b>
货币资金	110	347	468	676	949
应收及预付	117	138	179	295	351
存货	381	474	668	1,224	1,470
其他流动资产	298	1,214	987	769	645
<b>非流动资产</b>	<b>880</b>	<b>979</b>	<b>1,151</b>	<b>1,164</b>	<b>1,179</b>
长期股权投资	0	0	361	361	361
固定资产	544	548	544	554	581
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	157	157	157
<b>资产总计</b>	<b>1,785</b>	<b>3,152</b>	<b>3,453</b>	<b>4,127</b>	<b>4,593</b>
<b>流动负债</b>	<b>394</b>	<b>460</b>	<b>741</b>	<b>1,201</b>	<b>1,417</b>
短期借款	66	0	0	0	0
应付及预收	313	438	696	1,156	1,372
其他流动负债	15	23	45	45	45
<b>非流动负债</b>	<b>109</b>	<b>120</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>502</b>	<b>580</b>	<b>847</b>	<b>1,308</b>	<b>1,524</b>
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	1,369	1,563	1,790
归属母公司股东权益	1,283	2,572	2,603	2,797	3,024
少数股东权益	0	0	3	23	46
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,785</b>	<b>3,152</b>	<b>3,453</b>	<b>4,127</b>	<b>4,593</b>

**现金流量表**

单位: 百万元

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>339</b>	<b>317</b>	<b>535</b>	<b>384</b>	<b>507</b>
净利润	236	273	315	433	506
折旧摊销	71	67	40	40	42
营运资金变动	-12	-31	60	-104	-63
其它	44	8	121	15	22
<b>投资活动现金流</b>	<b>-187</b>	<b>-1,048</b>	<b>-287</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>
资本支出	-67	-62	32	-53	-58
投资变动	15	-65	-318	43	43
其他	-135	-921	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-87</b>	<b>968</b>	<b>-128</b>	<b>-165</b>	<b>-219</b>
银行借款	131	0	0	0	0
股权融资	0	1,176	-116	0	0
其他	-83	-141	0	-165	-219
<b>现金净增加额</b>	<b>65</b>	<b>237</b>	<b>121</b>	<b>208</b>	<b>273</b>
期初现金余额	44	110	347	468	676
期末现金余额	110	347	468	676	949

**主要财务比率**

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-1.5%	17.8%	26.7%	65.7%	18.4%
营业利润增长	4.9%	20.7%	17.4%	37.4%	16.9%
归母净利润增长	-3.2%	15.7%	14.2%	32.4%	16.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	70.6%	66.7%	65.3%	61.6%	61.1%
净利率	19.6%	19.2%	17.5%	14.5%	14.3%
ROE	18.4%	10.6%	12.0%	14.8%	16.0%
ROIC	23.6%	12.0%	18.0%	25.5%	30.6%
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	28.1%	18.4%	24.5%	31.7%	33.2%
净负债比率	-3.4%	-13.5%	-17.9%	-24.0%	-30.9%
流动比率	2.30	4.72	3.11	2.47	2.41
速动比率	1.31	3.66	2.18	1.42	1.34
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.71	0.58	0.55	0.79	0.81
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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.10	0.94	0.77	1.02	1.19
每股经营现金流	1.59	1.10	1.32	0.95	1.25
每股净资产	6.00	8.90	6.43	6.91	7.47
<b>估值比率</b>					
P/E		25.9	13.0	9.8	8.4
P/B		2.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA		18.9	9.4	6.4	5.0

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1206</b>	<b>1421</b>	<b>1800</b>	<b>2983</b>	<b>3532</b>
营业成本	354	472	625	1146	1376
营业税金及附加	20	25	32	53	63
销售费用	347	446	565	936	1108
管理费用	166	189	147	213	234
研发费用	-	-	88	146	173
财务费用	5	-3	-6	-9	-12
资产减值损失	61	45	47	57	64
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	43	43	43	43
<b>营业利润</b>	<b>262</b>	<b>316</b>	<b>371</b>	<b>510</b>	<b>596</b>
营业外收支	9	0	-1	-1	0
<b>利润总额</b>	<b>271</b>	<b>316</b>	<b>370</b>	<b>509</b>	<b>595</b>
所得税	34	43	56	76	89
<b>净利润</b>	<b>236</b>	<b>273</b>	<b>315</b>	<b>433</b>	<b>506</b>
少数股东损益	0	0	3	20	23
<b>归属母公司净利润</b>	<b>236</b>	<b>273</b>	<b>312</b>	<b>413</b>	<b>483</b>
EBITDA	390	356	383	530	620
EPS(元)	1.10	0.94	0.77	1.02	1.19

## 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	广州市天河北路183号 大都会广场5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	510075	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）。

## 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。