


安正时尚 (603839)

线上收入高增，新零售推进可期

——公司 2020 一季报点评

	郝帅 (分析师)	方榕佳 (研究助理)	丁凡 (研究助理)
	010-83939838	010-83939791	010-83939832
	haoshuai@gtjas.com	fangrongjia@gtjas.com	dingfan@gtjas.com
证书编号	S0880518020004	S0880118060005	S0880119010026

本报告导读:

受疫情影响，2020Q1 公司线下收入波动，线上增长亮眼，随着疫情环比改善，礼尚信息分拆上市在即，公司收入有望企稳，维持增持评级。

投资要点:

- **维持增持评级:** 疫情下公司得益于新零售发展较好，所受影响得到缓解，维持 2020-2022 年 EPS 0.85/1.09/1.28 元，参考可比同业，给予 2020 年 19 倍 PE，维持目标价 15.81 元。
- **线下收入波动，线上增长亮眼，电商代运营子公司高速增长。** 2020Q1 公司取得收入 5.7 亿元，同比增长 2.91%，净利润 7737 万元，同比下降 23.85%，业绩符合预期。由于疫情影响公司线下销售，Q1 公司线下收入同比下滑 32.07% 至 2.14 亿元。线上方面，得益于公司较早进行新零售布局，服装线上收入高速增长 111% 至 1.52 亿元，有效抵消疫情的影响。公司旗下电商代运营业务把握线上机遇，Q1 实现收入 2.02 亿元，同比增长 26%，继续成为公司收入重要增长点。
- **毛利率下降，存货周转放缓，现金流下滑。** 受疫情影响，公司降低线上折扣防止库存积压，服装产品毛利率同比下降 4.8pct，拉动整体毛利率下滑 5.38pct 至 49.71%。疫情下公司服装库存承压，Q1 存货周转天数放缓 115 天至 391 天，现金流同比下降 4.09 亿至 -3.46 亿。但随着公司线上持续发力、线下门店较快恢复，现金流有望得到改善。
- **线下业绩望企稳，线上布局新零售体系，收入稳定增长可期。** 国内疫情环比改善背景下，公司线下收入有望企稳，同时公司致力于新零售改革，线上运营能力增强，未来线上收入持续高增长可期。子公司礼尚信息计划分拆上市，扩张进程加速，进一步增厚公司业绩。
- **风险提示:** 商誉减值风险，存货风险，疫情复苏不及预期。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,649	2,438	2,944	3,661	4,391
(+/-)%	16%	48%	21%	24%	20%
经营利润 (EBIT)	278	399	468	641	780
(+/-)%	-4%	43%	17%	37%	22%
净利润 (归母)	281	303	341	439	516
(+/-)%	3%	8%	13%	29%	17%
每股净收益 (元)	0.70	0.76	0.85	1.09	1.28
每股股利 (元)	0.35	0.35	0.40	0.47	0.55

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	16.9%	16.4%	15.9%	17.5%	17.8%
净资产收益率 (%)	10.3%	10.8%	11.2%	13.3%	14.1%
投入资本回报率 (%)	10.4%	13.1%	14.4%	18.1%	19.8%
EV/EBITDA	14.06	10.18	8.63	6.24	5.19
市盈率	16.60	15.29	13.67	10.66	9.08
股息率 (%)	2.7%	2.7%	3.1%	3.6%	4.2%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 15.81

上次预测: 15.81

当前价格: 11.62

2020.04.29

交易数据

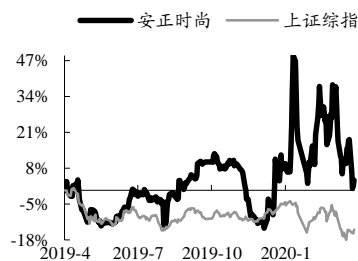
52 周内股价区间 (元)	10.03-19.57
总市值 (百万元)	4,667
总股本/流通 A 股 (百万股)	402/400
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	5.33
日均成交值 (百万元)	79.39

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,810
每股净资产	7.00
市净率	1.7
净负债率	-10.90%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.25	0.17
Q2	0.23	0.25
Q3	0.21	0.23
Q4	0.07	0.20
全年	0.76	0.85

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-23%	-22%	-2%
相对指数	-24%	-17%	7%

相关报告

《服装多元布局，代运营潜力释放加速成长》
2020.04.13

《服装稳健发展，代运营助力业绩成长》
2020.04.06

《服装主业稳定，电商代运营业务前景可观》
2019.10.27

《主业调整增速放缓，转型新零售效果初显》
2019.08.16

《主品牌单店效益提升，新品潜力待释放》
2019.04.29

模型更新时间: 2020.04.29

股票研究

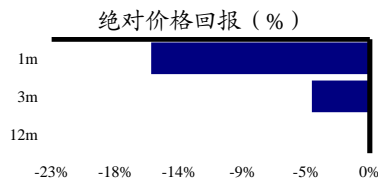
可选消费品
纺织服装业

安正时尚 (603839)

评级: **增持**
上次评级: 增持
目标价格: **15.81**
上次预测: 15.81
当前价格: 11.62

公司网址
www.anzhengroup.com

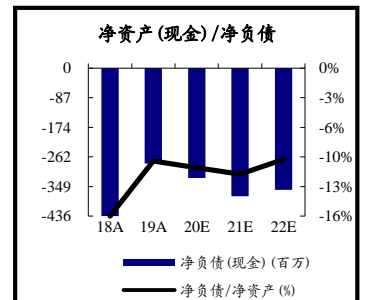
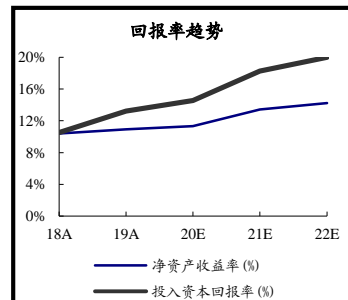
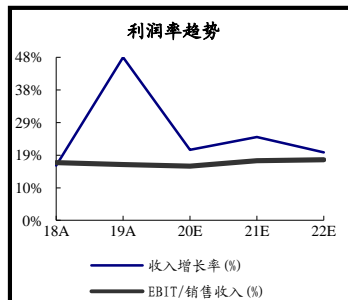
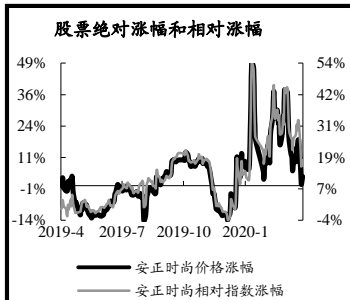
公司简介
公司是一家集研发、生产、品牌管理于一体的大型现代化品牌企业。公司始终坚持和贯彻国际化的品牌经营理念, 现已发展成为一家多品牌、集团化运作的知名时尚品牌企业。



52 周价格范围 10.03-19.57
市值 (百万) 4,667

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业收入	1,649	2,438	2,944	3,661	4,391
营业成本	606	1,147	1,476	1,843	2,233
税金及附加	20	19	23	29	35
销售费用	524	631	703	801	938
管理费用	221	242	274	348	405
EBIT	278	399	468	641	780
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	80	43	70	59	63
财务费用	-1	0	0	0	0
营业利润	320	381	473	624	746
所得税	39	54	67	88	106
少数股东损益	0	25	66	96	125
归母净利润	281	303	341	439	516
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	454	560	603	655	637
其他流动资产	822	226	326	276	226
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	551	540	614	686	754
无形及其他资产	416	403	408	418	428
资产合计	3,690	3,954	4,157	4,526	4,974
流动负债	587	895	873	949	1,047
非流动负债	314	155	162	169	176
股东权益	2,743	2,810	3,028	3,315	3,657
投入资本(IC)	2,356	2,623	2,797	3,032	3,391
现金流量表					
NOPLAT	244	343	402	550	670
折旧与摊销	35	35	34	37	40
流动资金增量	272	446	326	204	331
资本支出	-77	-63	-70	-35	-17
自由现金流	473	760	691	756	1,024
经营现金流	95	11	111	387	365
投资现金流	127	108	102	153	217
融资现金流	-155	-75	52	286	130
现金流净增加额	67	44	265	826	713
财务指标					
成长性					
收入增长率	16.1%	47.8%	20.7%	24.4%	19.9%
EBIT 增长率	-3.5%	43.4%	17.3%	36.9%	21.8%
净利润增长率	3.0%	7.7%	12.5%	29.0%	17.4%
利润率					
毛利率	63.3%	53.0%	49.9%	49.7%	49.1%
EBIT 率	16.9%	16.4%	15.9%	17.5%	17.8%
归母净利润率	17.0%	12.4%	11.6%	12.0%	11.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.3%	10.8%	11.2%	13.3%	14.1%
总资产收益率(ROA)	7.6%	7.7%	8.2%	9.7%	10.4%
投入资本回报率(ROIC)	10.4%	13.1%	14.4%	18.1%	19.8%
运营能力					
存货周转天数	376	297	309	298	290
应收账款周转天数	26	24	26	26	26
总资产周转天数	0	1	1	1	1
净利润现金含量	33.8%	3.6%	32.6%	88.0%	70.8%
资本支出/收入	4.7%	2.6%	2.4%	0.9%	0.4%
偿债能力					
资产负债率	24.4%	26.6%	24.9%	24.7%	24.6%
净负债率	-15.9%	-10.0%	-10.7%	-11.4%	-9.8%
估值比率					
PE(现价)	16.60	15.29	13.67	10.66	9.08
PB	1.93	1.87	1.74	1.59	1.44
EV/EBITDA	14.06	10.18	8.63	6.24	5.19
P/S	3.21	2.16	1.79	1.44	1.20
股息率	2.7%	2.7%	3.1%	3.6%	4.2%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		