

Q1 线上高速增长，母婴电商代运营业务待重估  
买入（维持）

2020年05月05日

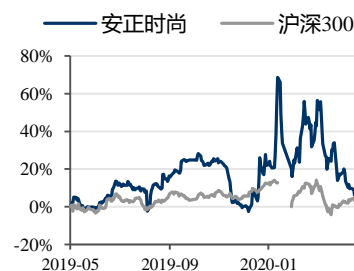
盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2438.1	3602.3	4622.4	5554.1
同比(%)	47.8%	47.8%	28.3%	20.2%
归母净利润(百万元)	302.7	325.9	373.1	413.7
同比(%)	7.7%	7.7%	14.5%	10.9%
每股收益(元/股)	0.75	0.81	0.93	1.03
P/E(倍)	16.0	14.9	13.0	11.7

投资要点

- **事件：**公司公布2020年一季报，20Q1年收入5.7亿元/+2.91%，归母净利润7737万元/-23.85%。其中礼尚信息收入1.96亿元/+20.23%。
- **从渠道来看，一季度线下渠道受疫情影响较大、线上渠道高速增长。线下渠道：**受疫情影响，服装品牌2-3月线下门店开店率降低，同时公司继续优化服装品牌线下渠道，一季度关停直营门店17家、加盟门店79家，整体上20Q1线下渠道收入同减32.07%至2.14亿元，其中直营模式同增2.18%至1.85亿元，加盟模式同减78.39%至2899万元。**线上渠道：**物流恢复后电商消费迅速回升，公司通过启动微商群、加大会员社群营销、开发安正商城APP等方式迅速带动服装线上销售，20Q1线上渠道收入同增50.54%至3.54亿元，其中服装线上收入同增110.29%至1.52亿元，电商代运营业务同增20.23%至1.96亿元。
- **分业务来看，服装主业方面，**受疫情冲击及线下渠道调整影响，服装线下销售大幅下降，但公司抓住了疫情期间线上渠道的发展机遇，20Q1服装业务仅同比下滑3.96%至3.72亿元。若剔除2019年底新增品牌阿路和如，公司原有服装品牌收入同减8.24%至3.56亿元。跌幅低于此前我们预期20Q1服装业务中双位数的下降幅度。**服装分品牌来看，**玫姿主品牌大幅关停加盟门店，收入同减14.52%至2.28亿元；尹默同增20.1%至6647万元，安正同减38.04%至1684万元，摩萨克同增137.26%至1088万元，斐娜晨同减16.18%至2040万元，阿路和如收入1661万元。**电商代运营业务方面，**由于疫情导致惠氏天猫旗舰店开店时间推迟，Q1收入增速20.23%。公司3/26发布公告计划将礼尚信息分拆上市并转让16.5%股份，交易完成后安正时尚仍有对礼尚信息的控制权，并每年享有礼尚信息50.5%净利润。礼尚分拆上市有利于提升其品牌知名度、优化管理体制、增强综合竞争力，电商代运营业务扩张速度有望进一步加快。
- **财务数据方面，1)毛利率端：**电商代运营业务毛利率略降0.71pct至23.61%，服装业务由于疫情期间线上销售折扣力度较以往较大，毛利率同降4.58pct至63.45%，整体上20Q1毛利率下降5.38pct至49.71%。**2)费用端：**一季度为了应对疫情，公司加大了营销投入及人力投入，销售费用及管理费率较19Q1分别提升0.84pct/1.64pct。**3)营运端：**电商代运营业务一月份新签客户导致库存增加4亿左右，叠加疫情影响，存货同比增加79.6%至13.95亿元。**4)现金流方面，**由于礼尚信息预付货款增加及疫情结算推迟，20Q1经营性现金流-3.46亿元，但公司仍有充沛的在手资金9.95亿元（货币资金9.14亿元+交易性金融资产8051万元）。
- **盈利预测与投资评级：**考虑疫情影响，我们略下调20年业绩预期，长期仍看好母婴电商代运营赛道。预计20-22年公司整体归母净利同增7.7%/14.5%/10.9%至3.26/3.73/4.14亿元，其中礼尚信息整体业绩预期为1.53亿/1.99亿/2.59亿元。考虑分部估值，公司主业市盈率按行业均值12.5X，礼尚信息估值按照40X-50X计算，公司整体合理市值在70亿，当前市值存在低估，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电商代运营业务客户拓展进度不及预期，市场竞争加剧

证券分析师 马莉  
执业证号：S0600517050002  
010-66573632  
mal@dwzq.com.cn  
证券分析师 陈晨曦  
执业证号：S0600517070001  
021-60199793  
chentx@dwzq.com.cn  
证券分析师 林骥川  
执业证号：S0600517050003  
021-60199793  
linjch@dwzq.com.cn  
证券分析师 詹陆雨  
执业证号：S0600519070002  
021-60199793  
zhanly@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.07
一年最低/最高价	10.03/19.57
市净率(倍)	1.65
流通 A 股市值(百万元)	4829.23

基础数据

每股净资产(元)	7.32
资产负债率(%)	34.69
总股本(百万股)	401.64
流通 A 股(百万股)	400.10

相关研究

- 1、《安正时尚 (603839)：19 年业绩符合预期，电商代运营业务持续高增》2020-04-03
- 2、《安正时尚 (603839)：分拆礼尚信息，代运营业务腾飞在即》2020-03-25
- 3、《安正时尚 (603839)：母婴电商代运营利润占比迅速提升，价值重估一触即发》2020-03-07

表 1: 安正时尚收入按渠道拆分季度数据 (单位: 百万元)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
<b>主营业务收入</b>	<b>550.82</b>	<b>570.01</b>	<b>665.26</b>	<b>642.79</b>	<b>568.46</b>
YOY	41.25%	57.99%	62.48%	32.63%	3.20%
毛利率	55.09%	56.94%	50.45%	50.85%	49.71%
<b>线上</b>	<b>235.20</b>	<b>291.16</b>	<b>342.76</b>	<b>159.15</b>	<b>354.07</b>
YOY	350.25%	368.82%	402.86%	-28.30%	50.54%
收入占比	42.70%	51.08%	51.52%	24.76%	62.29%
毛利率	32.61%	41.32%	39.33%	37.34%	37.59%
<b>线下</b>	<b>315.61</b>	<b>278.85</b>	<b>322.50</b>	<b>483.63</b>	<b>214.39</b>
YOY	-6.55%	-6.64%	-5.50%	84.13%	-32.07%
收入占比	57.30%	48.92%	48.48%	75.24%	37.71%
毛利率	71.83%	73.24%	66.19%	73.66%	69.72%
<b>其中: 直营</b>	<b>181.44</b>	<b>142.26</b>	<b>152.72</b>	<b>273.68</b>	<b>185.40</b>
YOY	-9.75%	-13.73%	13.06%	54.21%	2.18%
占线下收入比	57.49%	51.02%	47.35%	56.59%	86.48%
毛利率	72.59%	74.57%	72.62%	75.41%	70.67%
门店数	346	336	328	378	373
<b>加盟</b>	<b>134.18</b>	<b>136.59</b>	<b>169.78</b>	<b>209.96</b>	<b>28.99</b>
YOY	-1.84%	2.09%	-17.66%	146.43%	-78.39%
占线下收入比	42.51%	48.98%	52.65%	43.41%	13.52%
毛利率	70.81%	71.86%	60.42%	71.37%	63.65%
门店数	611	603	589	677	602

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 2: 安正时尚收入按业务拆分季度数据 (单位: 百万元)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
<b>服装业务</b>	<b>387.73</b>	<b>368.47</b>	<b>415.82</b>	<b>415.20</b>	<b>372.37</b>
YOY	-0.57%	2.13%	1.56%	17.40%	-3.96%
收入占比	70.39%	64.64%	62.51%	64.59%	65.51%
毛利率	68.03%	70.07%	60.04%	60.38%	63.45%
<b>电商代运营业务</b>	<b>163.09</b>	<b>201.54</b>	<b>249.44</b>	<b>227.59</b>	<b>196.09</b>
YOY	/	/	/	73.75%	20.23%
收入占比	29.61%	35.36%	37.49%	35.41%	34.49%
毛利率	24.32%	32.93%	34.45%	33.48%	23.61%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 3：安正时尚收入按品牌拆分季度数据（单位：百万元）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
<b>玖姿</b>	<b>266.68</b>	<b>276.30</b>	<b>315.08</b>	<b>278.74</b>	<b>227.97</b>
YOY	8.25%	11.39%	1.49%	19.32%	-14.52%
收入占比	48.42%	48.47%	47.36%	43.37%	40.10%
毛利率	65.86%	69.34%	60.30%	54.09%	59.66%
门店数	694	689	674	673	617
<b>尹默</b>	<b>55.35</b>	<b>47.27</b>	<b>48.04</b>	<b>71.46</b>	<b>66.47</b>
YOY	-10.11%	-11.59%	-4.34%	23.90%	20.10%
收入占比	10.05%	8.29%	7.22%	11.12%	11.69%
毛利率	77.22%	78.61%	76.64%	69.14%	74.28%
门店数	100	97	88	82	79
<b>安正</b>	<b>27.17</b>	<b>12.04</b>	<b>12.84</b>	<b>18.45</b>	<b>16.84</b>
YOY	3.78%	-32.60%	13.52%	-5.40%	-38.04%
收入占比	4.93%	2.11%	1.93%	2.87%	2.96%
毛利率	80.08%	75.68%	70.26%	63.61%	74.64%
门店数	46	42	34	31	31
<b>摩萨克</b>	<b>4.59</b>	<b>5.78</b>	<b>5.92</b>	<b>6.97</b>	<b>10.88</b>
YOY	-37.69%	-8.43%	10.78%	-41.92%	137.26%
收入占比	0.83%	1.01%	0.89%	1.08%	1.91%
毛利率	48.25%	65.51%	46.40%	38.28%	65.58%
门店数	31	29	37	35	33
<b>斐娜晨</b>	<b>24.34</b>	<b>18.23</b>	<b>27.11</b>	<b>29.77</b>	<b>20.40</b>
YOY	-35.57%	-28.38%	9.03%	12.83%	-16.18%
收入占比	4.42%	3.20%	4.08%	4.63%	3.59%
毛利率	75.23%	76.07%	80.83%	63.90%	68.13%
门店数	83	78	80	79	76
<b>阿路和如</b>					<b>16.61</b>
YOY					/
收入占比					2.92%
毛利率					87.36%
门店数					135
<b>其他品牌</b>	<b>9.60</b>	<b>8.84</b>	<b>6.83</b>	<b>12.39</b>	<b>13.21</b>
收入占比	1.74%	1.55%	1.03%	1.93%	2.32%
<b>电商代运营</b>	<b>163.09</b>	<b>201.54</b>	<b>249.44</b>	<b>225.01</b>	<b>196.09</b>
YOY	/	/	/	71.78%	20.23%
收入占比	29.61%	35.36%	37.49%	35.01%	34.49%

毛利率	24.32%	32.93%	34.45%	33.16%	23.61%
-----	--------	--------	--------	--------	--------

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4：安正时尚三表摘要季度拆分（单位：百万元）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
<b>利润表摘要</b>					
<b>营业收入</b>	<b>553.47</b>	<b>570.93</b>	<b>666.57</b>	<b>647.10</b>	<b>569.55</b>
YOY	41.46%	58.20%	62.64%	32.80%	2.91%
营业成本	255.70	250.34	320.37	320.22	287.07
<b>毛利</b>	<b>297.76</b>	<b>320.59</b>	<b>346.19</b>	<b>326.88</b>	<b>282.48</b>
YOY	10.77%	30.83%	27.36%	26.82%	-5.13%
毛利率	53.80%	56.15%	51.94%	50.51%	49.60%
期间费用率	26.82%	34.43%	30.67%	37.61%	30.50%
销售费用率	21.89%	25.84%	25.27%	30.02%	22.73%
管理费用率	5.74%	8.22%	5.18%	7.42%	7.38%
研发费用率	3.09%	3.21%	2.68%	4.21%	2.87%
财务费用率	-0.82%	0.36%	0.22%	0.16%	0.39%
资产减值损失	9.54	-10.12	-16.15	-23.03	-15.50
投资净收益	8.14	22.58	9.96	2.82	30.38
<b>营业利润</b>	<b>125.79</b>	<b>116.48</b>	<b>114.06</b>	<b>25.14</b>	<b>111.53</b>
YOY	17.03%	37.06%	20.64%	-24.35%	-11.34%
营业利润率	22.73%	20.40%	17.11%	3.89%	19.58%
<b>利润总额</b>	<b>125.63</b>	<b>116.61</b>	<b>114.29</b>	<b>25.24</b>	<b>111.61</b>
YOY	16.88%	37.09%	20.73%	-23.82%	-11.16%
减：所得税	19.77	16.98	20.64	-3.31	13.86
所得税率	15.74%	14.57%	18.06%	-13.11%	12.42%
<b>净利润</b>	<b>105.85</b>	<b>99.63</b>	<b>93.65</b>	<b>28.55</b>	<b>97.75</b>
YOY	15.13%	41.54%	11.11%	-17.00%	-7.66%
净利率	18.36%	15.89%	12.84%	3.83%	13.58%
少数股东权益	4.25	8.92	8.04	3.74	20.37
<b>归母净利润</b>	<b>101.60</b>	<b>90.71</b>	<b>85.61</b>	<b>24.81</b>	<b>77.37</b>
YOY	10.51%	28.56%	1.40%	-27.53%	-23.85%
<b>资产负债表摘要</b>					
<b>存货</b>	<b>776.92</b>	<b>837.85</b>	<b>1,072.86</b>	<b>1,099.26</b>	<b>1,395.34</b>
YOY	74.45%	48.23%	61.65%	38.95%	79.60%
<b>应收账款</b>	<b>140.94</b>	<b>130.46</b>	<b>157.49</b>	<b>192.94</b>	<b>180.08</b>
YOY	32.13%	15.72%	19.10%	41.82%	27.76%

## 现金流量表摘要

经营性现金流净额	63.33	-33.64	19.72	-38.40	-345.61
投资性现金流净额	-381.65	391.40	12.08	86.22	75.74
筹资性现金流净额	225.93	-99.73	-167.60	-34.09	623.51
现金及现金等价物净增加额	-93.13	258.15	-134.64	12.56	354.26

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

安正时尚三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>2291.8</b>	<b>2976.7</b>	<b>3406.0</b>	<b>3556.9</b>	<b>营业收入</b>	<b>2438.1</b>	<b>3602.3</b>	<b>4622.4</b>	<b>5554.1</b>
现金	559.7	327.8	629.3	924.0	营业成本	1146.6	1907.8	2488.5	3092.1
应收款项	134.8	265.4	228.3	263.6	营业税金及附加	19.2	52.2	64.7	77.8
存货	1099.3	1324.8	1455.2	1281.1	销售费用	631.4	893.4	1109.4	1305.2
其他	497.9	1058.6	1093.3	1088.3	管理费用	161.3	270.2	291.2	333.2
<b>非流动资产</b>	<b>1662.7</b>	<b>1404.3</b>	<b>1419.3</b>	<b>1442.8</b>	财务费用	0.1	1.1	1.1	1.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	43.5	87.0	60.0	60.0
固定资产	515.7	513.4	529.7	544.0	其他	54.4	(6.0)	65.2	61.7
无形资产	60.7	62.4	61.0	62.4	<b>营业利润</b>	<b>381.5</b>	<b>396.7</b>	<b>542.4</b>	<b>623.0</b>
其他	1086.3	828.5	828.6	836.5	营业外净收支	0.3	59.6	(0.4)	(0.4)
<b>资产总计</b>	<b>3954.4</b>	<b>4380.9</b>	<b>4825.4</b>	<b>4999.7</b>	<b>利润总额</b>	<b>381.8</b>	<b>456.3</b>	<b>542.1</b>	<b>622.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>894.7</b>	<b>874.2</b>	<b>1004.8</b>	<b>1137.3</b>	所得税费用	54.1	59.3	70.5	80.9
短期借款	277.5	277.5	277.5	277.5	少数股东损益	25.0	71.1	98.5	128.0
应付账款	228.1	316.9	398.2	456.1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>302.7</b>	<b>325.9</b>	<b>373.1</b>	<b>413.7</b>
其他	389.1	279.8	329.1	403.8	EBIT	498.7	531.0	733.4	823.6
<b>非流动负债</b>	<b>155.4</b>	<b>122.0</b>	<b>123.5</b>	<b>121.2</b>	EBITDA	568.8	601.3	805.0	893.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	155.4	122.0	123.5	121.2	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债总计</b>	<b>1050.1</b>	<b>996.2</b>	<b>1128.3</b>	<b>1258.5</b>	每股收益(元)	0.75	0.81	0.93	1.03
少数股东权益	93.9	93.9	93.9	93.9	每股净资产(元)	6.99	8.19	8.97	9.08
归属母公司股东权益	2810.4	3290.8	3603.1	3647.2	发行在外股份(百万股)	401.8	401.6	401.6	401.6
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3954.4</b>	<b>4380.9</b>	<b>4825.4</b>	<b>4999.7</b>	ROIC(%)	13.6%	12.6%	16.1%	17.8%
					ROE(%)	10.6%	10.4%	10.5%	11.6%
					毛利率(%)	53.0%	47.0%	46.2%	44.3%
					EBIT Margin(%)	20.5%	14.7%	15.9%	14.8%
					销售净利率(%)	13.4%	11.0%	10.2%	9.8%
					资产负债率(%)	26.6%	22.7%	23.4%	25.2%
					收入增长率(%)	47.8%	47.8%	28.3%	20.2%
					净利润增长率(%)	7.7%	7.7%	14.5%	10.9%
					P/E	16.0	14.9	13.0	11.7
					P/B	1.72	1.47	1.35	1.33
					EV/EBITDA	9.0	8.5	6.4	5.7

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>