

# 安正时尚 (603839.SH)

## 20Q1 服装业务好于行业，电商代运营业务快速增长

### 核心观点:

- 公司公告 2020 年一季报，营业收入 5.70 亿元，同比增长 2.91%，归母净利润 0.77 亿元，同比下降 23.85%。归母净利润变动幅度超过营业收入变动幅度，主要受服装业务毛利率下降，且费用较为刚性，受疫情影响营业收入下降导致期间费用率提升。
- 一季度受疫情影响，服装业务有所下降，但好于行业。公司一季度服装业务（剔除电商代运营）营业收入 3.73 亿元，同比下降 4.33%，除了阿路和如品牌并表 1660.69 万元营业收入外，在疫情期间公司启动微商城、加大社群营销、积极开发私域流量、全员开店较好的抵御了疫情的冲击，整体表现好于行业。服装业务一季度毛利率 63.24%，较上年同期下降 2.87 个百分点，主要是疫情期间促销活动有所增加，包括电商收入占比提高，未来伴随国内疫情转好，预计折扣会恢复正常。
- 电商代运营业务疫情下一季度继续保持较快增长。公司控股的母婴奶粉、宠物食品、运动户外电商代运营龙头礼尚信息一季度收入 1.96 亿元，同比增长 20.23%。毛利率 23.61%，较上年同期下降 0.71 个百分点。主要受益于奶粉等品类刚需，且电商受疫情影响较小。未来伴随品牌增加，包括国内快递产能已恢复正常，看好业绩增速有望加快。
- 一季度存货增加，期间费用率增加，投资收益增加。公司一季度存货 13.95 亿元，同比增长 79.60%，主要由于礼尚信息出于供应链稳定加大备货。期间费用率 33.37%，较上年同期增加 3.46 个百分点。投资受益 3038.27 万元，同比增长 273.17%，主要是增加了股权转让收益。
- 2020-2022 年 EPS 预计分别为 0.92 元/股、1.12 元/股、1.36 元/股。参考可比公司平均估值，维持给予公司女装业务 2020 年 11 倍市盈率，电商代运营 35 倍市盈率，合理估值 17.19 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：品牌合作及拓展风险；运营平台合作风险；竞争加剧风险。

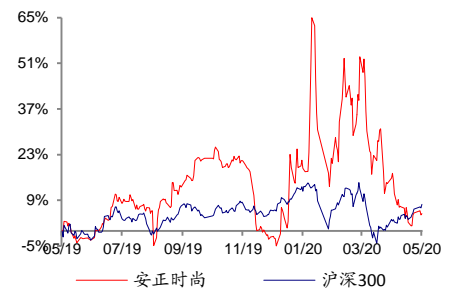
### 盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,649	2,438	3,293	4,235	5,341
增长率(%)	16.1	47.8	35.1	28.6	26.1
EBITDA(百万元)	351	469	527	670	822
归母净利润(百万元)	281	303	368	451	548
增长率(%)	3.0	7.7	21.6	22.5	21.5
EPS(元/股)	0.70	0.75	0.92	1.12	1.36
市盈率(P/E)	15.38	17.39	13.13	10.72	8.82
市净率(P/B)	1.58	1.87	1.62	1.50	1.39
EV/EBITDA	11.08	10.77	8.68	6.76	5.40

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	12.04 元
合理价值	17.19 元
前次评级	买入
报告日期	2020-05-10

### 相对市场表现



### 分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-60750604

mihanjie@gf.com.cn

### 相关研究:

- 安正时尚(603839.SH):2019 年公司主业平稳,礼尚信息高速增长 2020-04-06
- 安正时尚(603839.SH):公司拟将控股子公司礼尚信息分拆至创业板上市 2020-03-27
- 安正时尚(603839.SH):旗下电商代运营龙头礼尚信息业绩高速增长 2019-12-02

## 一、20Q1 服装业务好于行业，电商代运营业务快速增长

公司公告2020年一季报，营业收入5.70亿元，同比增长2.91%，归母净利润0.77亿元，同比下降23.85%，扣非归母净利润0.50亿元，同比下降47.15%。归母净利润变动幅度超过营业收入变动幅度，主要受服装业务毛利率下降，且费用较为刚性，受疫情影响营业收入下降导致期间费用率提升。

一季度受疫情影响，服装业务有所下降，但好于行业。公司一季度服装业务（剔除电商代运营）营业收入3.73亿元，同比下降4.33%，除了阿路和如品牌并表1660.69万元营业收入外，在疫情期间公司启动微商城、加大社群营销、积极开发私域流量、全员开店较好的抵御了疫情的冲击，整体表现好于行业（根据2020年5月6日发布的《纺织服装行业2019年报及2020年一季报总结》，服装家纺板块一季度营业收入下降30.9%，扣非归母净利润下降103.7%）。

分品牌看，玖姿、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨、阿路和如、其他品牌（主要是公司工厂店及子公司代销品牌）营业收入分别为2.28亿元、0.66亿元、0.17亿元、0.11亿元、0.20亿元、0.17亿元、0.13亿元，同比增长-14.52%、20.10%、-38.04%、137.26%、-16.18%、不可比、37.59%。

分渠道看，直营、加盟、电商营业收入分别为1.85亿元、0.29亿元、1.52亿元，同比增长2.18%、-78.39%、110.29%。

公司一季度门店975家，较2019年末减少80家，其中玖姿门店617家、尹默79家、安正31家、摩萨克33家、斐娜晨76家、阿路和如135家，其他4家，分别较2019年末，减少56家、减少3家、持平、减少2家、减少3家、减少16家，持平。其中玖姿门店减少较多主要是加盟门店减少，加盟商在疫情下经营困难。

毛利率方面，服装业务一季度63.24%，较上年同期下降2.87个百分点，主要是疫情期间促销活动有所增加，包括电商收入占比提高，未来伴随国内疫情转好，预计折扣会恢复正常。

电商代运营业务疫情下一季度继续保持较快增长。公司控股的母婴奶粉、宠物食品、运动户外电商代运营龙头礼尚信息一季度收入1.96亿元，同比增长20.23%。毛利率23.61%，较上年同期下降0.71个百分点。主要受益于奶粉等品类更加刚性，且电商受疫情影响较小。未来伴随代运营的品牌增加，包括目前国内快递产能已恢复正常，看好礼尚信息业绩增速有望进一步加快。

公司一季度存货增加，期间费用率增加，投资受益增加。公司一季度存货13.95亿元，同比增长79.60%，主要受礼尚信息出于供应链稳定考虑，加大备货所致。期间费用率33.37%，较上年同期增加3.46个百分点。投资受益3038.27万元，同比增长273.17%，主要是增加了股权转让收益。

## 二、盈利预测和投资评级

我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.92元/股、1.12元/股、1.36元/股。参考可比公司平均估值，维持给予公司女装业务2020年11倍市盈率，电商代运营35倍市盈率，合理估值17.19元/股，维持“买入”评级。

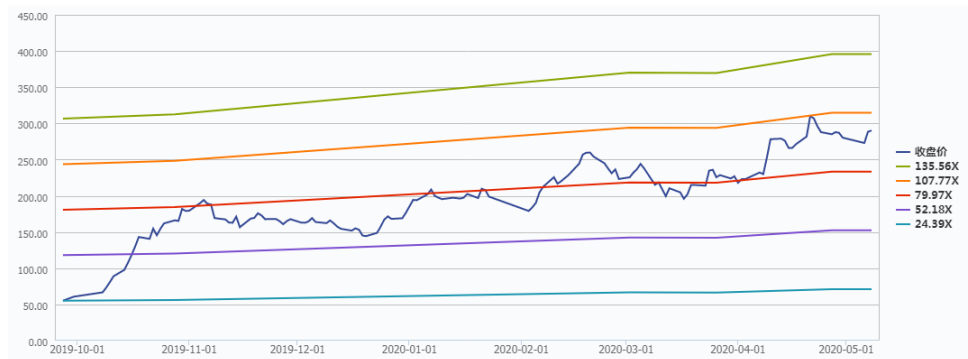
表1: 可比公司平均估值

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益(元)					市盈率			
		2020/5/8	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
歌力思	603808.SH	11.86	1.07	1.47	1.17	1.27	11.08	8.06	10.10	9.35	
地素时尚	603587.SH	22.10	1.56	1.60	1.86	2.10	14.17	13.83	11.90	10.51	
朗姿股份	002612.SZ	7.29	0.14	0.33	0.49	0.58	51.05	21.82	14.93	12.55	
比音勒芬	002832.SZ	21.41	1.32	1.48	1.85	2.18	16.22	14.48	11.56	9.80	
	最大值						51.05	21.82	14.93	12.55	
	最小值						11.08	8.06	10.10	9.35	
	平均数						23.13	14.55	12.12	10.55	
	调整后平均						15.19	14.15	11.73	10.16	

数据来源: wind; 广发证券发展研究中心

注: 每股收益为 wind 一致预期

图1: 壹网壹创上市至今平均市盈率区间 (股价: 元/股)



数据来源: wind; 广发证券发展研究中心

## 三、风险因素

品牌合作及拓展风险; 运营平台合作风险; 竞争加剧风险。

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>2,274</b>	<b>2,292</b>	<b>2,774</b>	<b>3,369</b>	<b>4,082</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>95</b>	<b>11</b>	<b>238</b>	<b>277</b>	<b>360</b>
货币资金	454	560	658	757	870	净利润	281	328	409	532	662
应收及预付	180	250	307	398	507	折旧摊销	73	70	36	37	38
存货	791	1,099	1,428	1,816	2,288	营运资金变动	-234	-405	-239	-324	-373
其他流动资产	848	383	381	397	417	其它	-24	18	32	31	33
<b>非流动资产</b>	<b>1,416</b>	<b>1,663</b>	<b>1,656</b>	<b>1,647</b>	<b>1,638</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>127</b>	<b>108</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-77	-63	-29	-29	-29
固定资产	525	516	515	513	510	投资变动	-232	-208	0	0	0
在建工程	26	24	22	19	17	其他	437	379	43	43	43
无形资产	65	61	57	53	48	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-155</b>	<b>-75</b>	<b>-154</b>	<b>-192</b>	<b>-261</b>
其他长期资产	800	1,062	1,062	1,062	1,062	银行借款	-15	259	46	48	30
<b>资产总计</b>	<b>3,690</b>	<b>3,954</b>	<b>4,430</b>	<b>5,016</b>	<b>5,720</b>	股权融资	10	9	-2	0	0
<b>流动负债</b>	<b>587</b>	<b>895</b>	<b>1,149</b>	<b>1,428</b>	<b>1,744</b>	其他	-150	-343	-198	-241	-291
短期借款	19	277	323	372	402	<b>现金净增加额</b>	<b>67</b>	<b>44</b>	<b>98</b>	<b>99</b>	<b>114</b>
应付及预收	237	295	392	514	665	<b>期初现金余额</b>	<b>347</b>	<b>415</b>	<b>560</b>	<b>658</b>	<b>757</b>
其他流动负债	331	323	434	542	677	<b>期末现金余额</b>	<b>415</b>	<b>457</b>	<b>658</b>	<b>757</b>	<b>870</b>
<b>非流动负债</b>	<b>314</b>	<b>155</b>	<b>155</b>	<b>155</b>	<b>155</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	314	155	155	155	155						
<b>负债合计</b>	<b>901</b>	<b>1,050</b>	<b>1,304</b>	<b>1,583</b>	<b>1,899</b>						
股本	404	402	402	402	402						
资本公积	1,007	971	970	970	970						
留存收益	1,359	1,533	1,717	1,943	2,217						
归属母公司股东权益	2,743	2,810	2,991	3,217	3,491						
少数股东权益	47	94	135	216	329						
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,690</b>	<b>3,954</b>	<b>4,430</b>	<b>5,016</b>	<b>5,720</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,649</b>	<b>2,438</b>	<b>3,293</b>	<b>4,235</b>	<b>5,341</b>
营业成本	606	1,147	1,733	2,286	2,982
营业税金及附加	20	19	26	33	42
销售费用	524	631	768	958	1,157
管理费用	147	161	188	232	275
研发费用	75	80	87	94	101
财务费用	-1	0	4	4	4
资产减值损失	60	59	62	59	59
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	80	43	43	43	43
<b>营业利润</b>	<b>320</b>	<b>381</b>	<b>476</b>	<b>620</b>	<b>771</b>
营业外收支	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>320</b>	<b>382</b>	<b>476</b>	<b>620</b>	<b>771</b>
所得税	39	54	67	88	109
<b>净利润</b>	<b>281</b>	<b>328</b>	<b>409</b>	<b>532</b>	<b>662</b>
少数股东损益	0	25	41	81	114
<b>归属母公司净利润</b>	<b>281</b>	<b>303</b>	<b>368</b>	<b>451</b>	<b>548</b>
EBITDA	351	469	527	670	822
EPS (元)	0.70	0.75	0.92	1.12	1.36

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	16.1%	47.8%	35.1%	28.6%	26.1%
营业利润增长	1.4%	19.1%	24.9%	30.2%	24.3%
归母净利润增长	3.0%	7.7%	21.6%	22.5%	21.5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	63.3%	53.0%	47.4%	46.0%	44.2%
净利率	17.0%	13.4%	12.4%	12.6%	12.4%
ROE	10.3%	10.8%	12.3%	14.0%	15.7%
ROIC	11.4%	13.2%	15.2%	18.0%	20.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.4%	26.6%	29.4%	31.6%	33.2%
净负债比率	0.5%	8.8%	8.9%	8.8%	8.3%
流动比率	3.87	2.56	2.42	2.36	2.34
速动比率	2.45	1.27	1.10	1.01	0.95
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.48	0.64	0.79	0.90	0.99
应收账款周转率	13.76	14.78	14.78	14.78	14.78
存货周转率	0.96	1.21	1.21	1.26	1.30
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.70	0.75	0.92	1.12	1.36
每股经营现金流	0.24	0.03	0.59	0.69	0.90
每股净资产	6.78	6.99	7.45	8.01	8.69
<b>估值比率</b>					
P/E	15.38	17.39	13.13	10.72	8.82
P/B	1.58	1.87	1.62	1.50	1.39
EV/EBITDA	11.08	10.77	8.68	6.76	5.40

## 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，带领团队荣获 2019 年新财富轻工和纺织服装行业第四名，2016 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	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 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
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 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。