

中信证券研究部



冯重光
 首席纺织服装
 分析师
 S1010519040006



郑一鸣
 纺织分析师
 S1010519120002

核心观点

2019 年公司实现收入 24.38 亿元(+47.83%)、归母净利润 3.03 亿元(+7.67%)，剔除礼尚信息并表后收入/净利润分别同增 4.85%/5%左右，疫情背景下玖姿仍然相对稳健，礼尚信息保持增长。2020Q1 收入/归母净利润分别+2.9%/-23.85%，线上业务&礼尚信息稳定增长，维持“增持”评级。

2019 年收入/净利润分别同增 47.83%/7.67%，符合预期。公司 2019 年分别实现收入/净利润 24.38/3.03 亿元，分别同增 47.83%/7.67%，剔除礼尚信息并表收入/净利润分别同增 4.85%/4.1%。从盈利角度看，2019 年毛利率受礼尚信息并表影响下降 10.2Pcts 至 53.13%，其中服装主业毛利率略微下降 2.32Pcts 至 64.41%，礼尚信息毛利率 31.86% (+7.75Pcts)。有效的费用管控推动费用率显著改善，销售费用率 25.9% (-5.9Pcts)，管理费用率 6.6% (-2.3Pcts)，财务费用率相对稳定。综合来看，净利率略微下降 3.6Pcts 至 13.44%。

主品牌增长依旧稳健、其他品牌仍在调整，礼尚信息提供新的成长亮点。分品牌看，2019 年，(1) 玖姿收入 11.37 亿元 (+9.5%)，报告期内门店净关 18 家至 673 家 (直营+5 家，加盟-24 家)，同店+7%，毛利率 62.3% (-2.7Pcts)。(2) 尹默收入 2.22 亿元 (-0.4%)，报告期内门店净关 21 家至 82 家 (直营-19 家，加盟-2 家)，同店+3%，毛利率 74.8% (-1.9Pcts)。(3) 斐娜晨实现收入 9900 万元 (-13.2%)，内门店净关 19 家至 79 家 (直营-18 家，加盟-1 家)，同店-9%，毛利率 74.8% (-1.9Pcts)。(4) 安正男装收入 7100 万元 (-5.3%)，报告期内门店净关 15 家至 31 家 (直营-13 家，加盟-2 家)，同店-32%，毛利率 73.2% (-2.3Pcts)。(4) 电商代运营业务 8.39 亿元，毛利率 31.86%。

线上显著回暖，线下直营&加盟皆有好转。(1) 不考虑礼尚信息，公司 2019 年线上实现收入 3.67 亿元 (+15%)。(2) 线下收入 12.23 亿元 (-1.37%)，毛利率受折扣影响下降 3.06Pcts。报告期内净关店 69 家至 1055 家。其中，分直营加盟看，①线下直营收入+0.55%。②线下加盟门店仍在调整，收入-3.71%。

疫情背景下稳健经营，礼尚信息仍有看点。公司整体经营稳健，2019 年存货周转天数 297 天，2 年以内库存占比 87%。另一方面，线上业务礼尚信息仍处快速增长阶段，同时合作新奶粉客户惠氏，有望为 2020 年整体增长奠定基础。

2020Q1：失之桑榆收之东隅，线下承压但线上亮眼。公司 2020Q1 实现收入 5.7 亿元，疫情背景下仍能保持正增长 (+2.9%)，归母净利润 7700 万元 (-23.85%)，扣非归母净利润 5000 万元 (-47.15%)。分业务来看，(1) 线下服装业务受疫情关店影响收入下滑超 30%，但线上服装业务爆发式增长 (+100%以上)；(2) 电商代运营业务相对受疫情影响较小、收入+20%+，带动整体增长。

风险因素。1. 关店节奏超预期。2. 电商销售低于预期。3. 疫情持续时间超出预期。

盈利预测及估值。2020 年疫情背景下预计主业收入和盈利略有调整，门店处于净减少状态，结合礼尚信息增长预期，下调 2020/2021 年 EPS 预测为 0.82/0.98 元 (原预测为 1.01/1.13 元)，新增 2022 年 EPS 预测为 1.14 元，维持“增持”评级。

安正时尚	603839.SH
评级	增持 (维持)
当前价	12.10 元
总股本	402 百万股
流通股本	400 百万股
52 周最高/最低价	19.57/9.09 元
近 1 月绝对涨幅	-26.53%
近 12 月绝对涨幅	-0.79%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1649	2438	2674	3138	3652
增长率 YoY%	16.1	47.8	9.7	17.3	16.4
净利润(百万元)	281	303	328	394	458
增长率 YoY%	3.0	7.7	8.3	20.1	16.3
每股收益 EPS(基本)(元)	0.70	0.75	0.82	0.98	1.14
毛利率%	63.3	53.0	49.9	50.6	51.1
PE	17	16	15	12	11
PB	1.8	1.7	1.7	1.5	1.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 4 月 29 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,649	2,438	2,674	3,138	3,652
营业成本	606	1,147	1,340	1,551	1,787
毛利率	63.27%	52.97%	49.90%	50.58%	51.06%
营业税金及附加	20	19	24	28	33
营业费用	524	631	762	879	1,059
营业费用率	31.76%	25.90%	28.50%	28.00%	29.00%
管理费用	147	161	233	298	383
管理费用率	8.89%	6.62%	8.70%	9.50%	10.50%
财务费用	-1	0	7	7	8
财务费用率	-0.04%	0.00%	0.27%	0.23%	0.22%
投资收益	80	43	40	40	40
营业利润	320	395	290	345	400
营业利润率	19.43%	16.21%	10.83%	11.01%	10.95%
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	0	1	1	1
利润总额	320	395	290	345	400
所得税	39	54	38	47	56
所得税率	12.27%	13.68%	13.00%	13.50%	14.00%
少数股东损益	0	25	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	281	303	328	394	458
净利率	17.05%	12.42%	12.26%	12.55%	12.54%
每股收益(元)(摊薄)	0.70	0.75	0.82	0.98	1.14

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	454	560	321	377	438
存货	791	1,099	1,415	1,600	1,866
应收账款	136	193	229	268	312
其他流动资产	893	440	454	461	494
流动资产	2,274	2,292	2,418	2,706	3,111
固定资产	525	516	553	582	607
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	65	61	59	58	57
其他长期资产	826	1,086	1,093	1,104	1,116
非流动资产	1,416	1,663	1,706	1,744	1,780
资产总计	3,690	3,954	4,124	4,451	4,891
短期借款	19	277	188	195	249
应付账款	171	228	335	310	357
其他流动负债	397	389	417	500	542
流动负债	587	895	940	1,005	1,149
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	314	155	150	160	157
非流动性负债	314	155	150	160	157
负债合计	901	1,050	1,091	1,165	1,306
股本	404	402	402	402	402
资本公积	971	874	793	793	793
股东权益合计	2,734	2,809	2,938	3,190	3,490
少数股东权益	47	94	94	94	94
负债股东权益总计	3,690	3,954	4,124	4,451	4,891

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	281	303	328	394	458
少数股东损益	0	25	0	0	0
折旧和摊销	73	70	97	100	102
营运资金变动	-244	-398	-305	-245	-288
其他	-15	11	26	37	-11
经营现金流	95	11	146	286	261
资本支出	-79	-63	-130	-128	-127
投资收益	89	38	40	40	40
资产变卖	2	0	0	0	0
其他	115	133	0	0	0
投资现金流	127	108	-90	-88	-87
权益变动	0	9	-81	0	0
负债变化	-15	259	-89	7	54
股息支出	-146	-142	-118	-142	-158
其他	6	-201	-7	-7	-8
融资现金流	-155	-75	-295	-142	-113
现金净增加额	67	44	-239	56	62

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
增长率 (%)					
营业收入	16.1	47.8	9.7	17.3	16.4
营业利润	1.5	23.3	-26.7	19.3	15.7
净利润	3.0	7.7	8.3	20.1	16.3
利润率 (%)					
毛利率	63.3	53.0	49.9	50.6	51.1
EBIT Margin	21.4	19.7	11.8	12.2	10.7
EBITDA Margin	25.8	22.5	15.4	15.4	13.5
净利率	17.0	12.4	12.3	12.5	12.5
回报率 (%)					
净资产收益率	10.3	10.9	11.4	12.9	13.7
总资产收益率	7.7	8.1	8.3	9.4	10.0
其他 (%)					
资产负债率	24.4	26.6	26.4	26.2	26.7
所得税率	12.3	13.7	13.0	13.5	14.0
股利支付率	40.6	31.8	35.9	36.1	34.6

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。