

线上收入显著增长，疫情影响短期业绩

——安正时尚(603839.SH) 2020年一季度报点评

公司简报

买入(维持)

当前价: 12.07元

分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebsecn.com

汲肖飞(执业证书编号: S0930517100004)

021-52523675

jixiaofei@ebsecn.com

市场数据

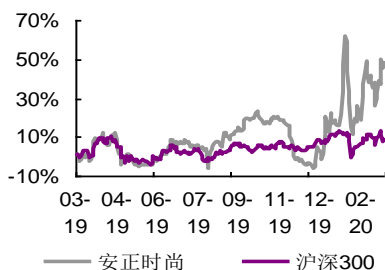
总股本(亿股): 4.02

总市值(亿元): 52.57

一年最低/最高(元): 10.03/19.57

近3月换手率: 98.45%

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|--------|-------|-------|
| 相对 | -7.56 | 4.83 | 11.67 |
| 绝对 | -20.63 | -5.11 | 2.43 |

资料来源: Wind

相关研报

并表推动收入增长显著, 礼尚信息拟分拆上市——安正时尚(603839.SH)

2019年报点评

..... 2020-04-06

小品牌收入增速改善, 收购并表影响多项指标——安正时尚(603839.SH)

2019年三季报点评

..... 2019-10-27

收购韩国童装品牌, 童装业务布局再下一城——安正时尚(603839.SH)收购

零到七股权点评报告

..... 2019-08-30

◆2020Q1 收入同增3%、净利同降24%，疫情导致业绩承压

2020Q1 公司实现收入 5.70 亿元、同增 2.91%，归母净利 7737.35 万元、同降 23.85%，扣非净利 5012.19 万元、同降 47.15%，EPS 为 0.19 元。扣非净利增速低于收入主要由于毛利率降、管理费用率提升，低于净利主要由于交易性金融资产公允价值变动收益增加。

分季度来看，2019Q1-20Q1 公司收入同增 41.46%、58.20%、62.64%、32.80%、2.91%，净利同增 10.51%、28.55%、1.40%、-27.53%、-23.85%。2018 年 10 月底礼尚信息并表、2019 年公司各季度收入保持较快增长，19Q4 收入并表效应减弱、整体收入增速有所放缓，净利同比下滑主要由于毛利率同降 2.39PCT、投资收益同降 91.30%。20Q1 受疫情影响公司收入增速放缓、净利同比下滑。

◆服装收入同比略降，电商代运营收入实现较快增长

分业务来看，2020Q1 公司实现服装收入 3.72 亿元，同降 4.12%，电商代运营收入 1.96 亿元，同增 20.23%。受疫情影响公司线下渠道客流减少、服装收入同比下滑，公司加强线上销售渠道布局，积极探索微商城、社群营销、直播电商等新兴渠道业态，强化 VIP 客户销售服务、转化私域流量，缓和疫情冲击。礼尚信息客户影响力较强、持续拓展新客户，线上 GMV 同比实现较快增长，带动电商代运营收入同比增速较高。

服装业务分品牌来看，2020Q1 玖姿、尹默、安正男装、摩萨克、斐娜晨分别实现收入 2.28 亿元、6647.13 万元、1683.65 万元、1088.31 万元、2039.88 万元，同增-14.52%、20.10%、-38.04%、137.26%、-16.18%，期末各品牌门店数分别为 617 家、79 家、31 家、33 家、76 家，外延同增-11.10%、-21.00%、-32.61%、6.45%、-8.43%。多数品牌受疫情影响收入同比下滑，尹默品牌积极拓展线上渠道，摩萨克品牌定位调整结束、门店同比扩张，收入保持增长。

分渠道来看，2020Q1 公司直营、加盟、线上分别实现收入 1.85 亿元、2899.11 万元、3.54 亿元，同增 2.18%、-78.39%、50.54%，期末直营门店 373 家、同增 7.08%，加盟门店 602 家、同降 1.47%。公司加强各品牌线上渠道拓展，自有服装品牌实现线上收入 1.52 亿元、同增 110.29%；加盟渠道以百货渠道为主，受疫情影响较大，且公司为缓解加盟商库存压力、减少发货，收入同比显著下滑。

◆疫情影响公司毛利率降、费用率升、经营现金流为负

毛利率: 2020Q1 公司主要业务毛利率同降 5.38PCT 至 49.71%，主要由于: 1) 受疫情影响，服装品牌毛利率下滑约 4.80PCT 至 63.23%; 2) 低毛利率电商代运营收入占比提升、电商代运营毛利率同降 0.71PCT 至 23.61%。

分品牌来看，2020Q1 玖姿、尹默、安正男装、摩萨克、斐娜晨毛利率同增-6.20PCT、-2.94PCT、-5.44PCT、17.33PCT、-7.10PCT 至 59.66%、74.28%、74.64%、65.58%、68.13%，摩萨克品牌调整结束、毛利率同比增长，其他品牌受疫情影响加大线上渠道销售，销售折扣率下降，毛利率下滑。

分渠道来看, 2020Q1 直营、加盟、线上渠道毛利率分别同增-1.92PCT、-7.16PCT、4.98PCT 至 70.67%、63.65%、37.59%, 线下渠道毛利率同比下降, 公司线上渠道新品销售占比提升、销售折扣改善推动毛利率同比增长。

分季度来看, 19Q1-20Q1 公司毛利率为 53.80% (-14.91PCT)、56.15% (-11.75PCT)、51.94% (-14.38PCT)、50.51% (-2.39PCT)、49.60% (-4.20PCT), 20Q1 受疫情影响、毛利率下滑幅度环比加大。

费用率: 2020Q1 公司期间费用率同增 3.25PCT 至 36.24%, 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率同增 0.84PCT、1.42PCT、1.21PCT、-0.22PCT 至 22.73%、10.25%、0.39%、2.87%, 受疫情影响公司服装收入下滑、部分费用较为刚性, 期间费用率同比增长。

其他财务指标:

1) 2020 年 3 月末存货较年初增加 26.93% 至 13.95 亿元, 主要由于礼尚信息拓展惠氏等新客户在天猫开店、备货量增加, 公司服装业务库存较年初下降约 5500 万, 库存通过线上等渠道消化。2020Q1 公司存货周转率、存货收入比为 0.23、244.99%, 19Q1 为 0.33、140.37%, 礼尚信息新品牌备货导致存货周转速度放缓。

2) 2020 年 3 月末应收账款较年初降 6.71% 至 1.80 亿元, 基本保持稳定。2020Q1 应收账款周转率为 3.05, 周转速度较 19Q1 的 4.00 有所放缓。

3) 2020Q1 公司投资收益同增 273.17% 至 3038.27 万元, 主要由于股权转让收益增加。

4) 2020Q1 公司经营性净现金流为-3.46 亿元, 19Q1 为 6332.77 万元, 主要是礼尚信息预付货款增加且受疫情影响推迟经销商结算。

◆疫情影响有望边际改善, 礼尚信息业绩保持较快增长

我们认为: 1) 收入方面, 受新冠肺炎疫情影响, 2020 年公司服装收入预计有所放缓, 公司线上运营能力强, 电商渠道销售有望提升收入表现, 2021 年后服装消费有望反弹, 公司服装收入增速有望回升; 礼尚信息持续拓展新客户, 代运营能力强, 借助线上渠道有望保持快速增长, 带动公司整体收入保持增长。

2) 盈利能力方面, 受疫情影响, 2020 年公司服装毛利率预计有所下滑, 礼尚信息毛利率较低、收入占比提升拖累整体毛利率下滑。公司将继续优化渠道结构、加强费用管控, 且礼尚信息利润有望保持快速增长, 推动公司利润同比保持增长。

我们维持 2020-22 年 EPS 预测为 0.77/0.93/1.08 元, 目前股价对应 2020 年 16 倍 PE。20Q1 公司线下加盟收入受到疫情影响显著下滑, 公司积极强化线上业务, 自有品牌电商及礼尚信息电商代运营收入保持快速增长、缓解疫情负面影响, 带动公司收入表现优于同业。考虑到疫情为短期影响, 目前国内疫情逐渐得到控制, 预计公司业绩将出现边际改善, 且公司电商代运营业务增速较快、未来分拆上市后有望进一步提升估值, 维持“买入”评级。

◆风险提示: 服装消费疲软、疫情影响超出预期、库存风险、收购标的未达业绩承诺等。

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 1,649 | 2,438 | 2,742 | 3,386 | 4,084 |
| 营业收入增长率 | 16.09% | 47.83% | 12.45% | 23.49% | 20.62% |
| 净利润 (百万元) | 281 | 303 | 310 | 375 | 436 |
| 净利润增长率 | 2.96% | 7.67% | 2.53% | 20.81% | 16.26% |
| EPS (元) | 0.70 | 0.75 | 0.77 | 0.93 | 1.08 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 10.25% | 10.77% | 10.42% | 11.77% | 12.75% |
| P/E | 17 | 16 | 16 | 13 | 11 |
| P/B | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 4 月 30 日

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1,649 | 2,438 | 2,742 | 3,386 | 4,084 |
| 营业成本 | 606 | 1,147 | 1,432 | 1,792 | 2,190 |
| 折旧和摊销 | 35 | 35 | 37 | 39 | 41 |
| 税金及附加 | 20 | 19 | 22 | 27 | 33 |
| 销售费用 | 524 | 631 | 631 | 779 | 939 |
| 管理费用 | 147 | 161 | 165 | 203 | 245 |
| 研发费用 | 75 | 80 | 85 | 105 | 127 |
| 财务费用 | -1 | 0 | 2 | 0 | -2 |
| 投资收益 | 80 | 43 | 45 | 45 | 45 |
| 营业利润 | 320 | 381 | 398 | 477 | 550 |
| 利润总额 | 320 | 382 | 398 | 477 | 550 |
| 所得税 | 39 | 54 | 60 | 72 | 83 |
| 净利润 | 281 | 328 | 339 | 405 | 468 |
| 少数股东损益 | 0 | 25 | 28 | 30 | 32 |
| 归属母公司净利润 | 281 | 303 | 311 | 375 | 436 |
| EPS(按最新股本计) | 0.70 | 0.75 | 0.77 | 0.93 | 1.08 |

| 现金流量表 (百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 95 | 11 | 233 | 170 | 223 |
| 净利润 | 281 | 303 | 311 | 375 | 436 |
| 折旧摊销 | 35 | 35 | 37 | 39 | 41 |
| 净营运资金增加 | -73 | -19 | 169 | 342 | 366 |
| 其他 | -148 | -308 | -283 | -586 | -620 |
| 投资活动产生现金流 | 127 | 108 | -25 | -40 | -15 |
| 净资本支出 | -77 | -63 | -70 | -60 | -60 |
| 长期投资变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | 204 | 171 | 46 | 20 | 45 |
| 融资活动现金流 | -155 | -75 | -275 | -14 | -82 |
| 股本变化 | 115 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 19 | 331 | -133 | 155 | 119 |
| 无息负债变化 | 302 | -181 | 29 | 111 | 136 |
| 净现金流 | 67 | 43 | -66 | 116 | 126 |

主要指标

| 盈利能力 (%) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 63.3% | 53.0% | 47.8% | 47.1% | 46.4% |
| EBITDA 率 | 19.0% | 22.1% | 18.9% | 17.5% | 16.2% |
| EBIT 率 | 14.6% | 19.2% | 17.5% | 16.4% | 15.2% |
| 税前净利润率 | 19.4% | 15.7% | 14.5% | 14.1% | 13.5% |
| 归母净利润率 | 17.0% | 12.4% | 11.3% | 11.1% | 10.7% |
| ROA | 7.6% | 8.3% | 8.4% | 8.9% | 9.2% |
| ROE (摊薄) | 10.3% | 10.8% | 10.4% | 11.8% | 12.7% |
| 经营性 ROIC | 8.8% | 16.0% | 15.1% | 15.3% | 15.3% |

| 偿债能力 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 24% | 27% | 23% | 27% | 29% |
| 流动比率 | 3.87 | 2.56 | 3.00 | 2.67 | 2.53 |
| 速动比率 | 2.53 | 1.33 | 1.43 | 1.25 | 1.15 |
| 归母权益/有息债务 | 144.34 | 8.04 | 13.73 | 8.55 | 6.96 |
| 有形资产/有息债务 | 165.84 | 9.76 | 16.13 | 10.72 | 9.18 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

| 资产负债表 (百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产 | 3,690 | 3,954 | 4,048 | 4,551 | 5,072 |
| 货币资金 | 454 | 560 | 494 | 609 | 735 |
| 交易性金融资产 | 0 | 96 | 96 | 96 | 96 |
| 应收账款 | 136 | 193 | 211 | 255 | 294 |
| 应收票据 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应收款(合计) | 26 | 61 | 33 | 41 | 49 |
| 存货 | 791 | 1,099 | 1,236 | 1,503 | 1,811 |
| 其他流动资产 | 822 | 226 | 226 | 226 | 226 |
| 流动资产合计 | 2,274 | 2,292 | 2,367 | 2,820 | 3,322 |
| 其他权益工具 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 525 | 516 | 519 | 532 | 547 |
| 在建工程 | 26 | 24 | 37 | 39 | 37 |
| 无形资产 | 65 | 61 | 77 | 83 | 89 |
| 商誉 | 307 | 312 | 307 | 307 | 307 |
| 其他非流动资产 | 70 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| 非流动资产合计 | 1,416 | 1,663 | 1,682 | 1,732 | 1,750 |
| 总负债 | 901 | 1,050 | 946 | 1,213 | 1,468 |
| 短期借款 | 19 | 277 | 145 | 300 | 419 |
| 应付账款 | 171 | 228 | 286 | 358 | 438 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收账款 | 66 | 67 | 82 | 102 | 123 |
| 其他流动负债 | -50 | -44 | -53 | -78 | -92 |
| 流动负债合计 | 587 | 895 | 789 | 1,056 | 1,311 |
| 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 | 131 | 119 | 119 | 119 | 119 |
| 非流动负债合计 | 314 | 155 | 157 | 157 | 157 |
| 股东权益 | 2,789 | 2,904 | 3,102 | 3,338 | 3,604 |
| 股本 | 404 | 402 | 402 | 402 | 402 |
| 公积金 | 1,169 | 1,156 | 1,172 | 1,172 | 1,172 |
| 未分配利润 | 1,198 | 1,348 | 1,502 | 1,708 | 1,941 |
| 归属母公司权益 | 2,743 | 2,810 | 2,980 | 3,186 | 3,420 |
| 少数股东权益 | 47 | 94 | 122 | 152 | 184 |

| 费用率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------|------|------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 32% | 26% | 23% | 23% | 23% |
| 管理费用率 | 9% | 7% | 6% | 6% | 6% |
| 财务费用率 | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 研发费用率 | 5% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| 所得税率 | 12% | 14% | 15% | 15% | 15% |

| 每股指标 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 每股红利 | 0.35 | 0.35 | 0.42 | 0.50 | 0.58 |
| 每股经营现金流 | 0.24 | 0.03 | 0.54 | 0.39 | 0.51 |
| 每股净资产 | 6.78 | 6.99 | 7.42 | 7.93 | 8.51 |
| 每股销售收入 | 4.08 | 6.07 | 6.82 | 8.43 | 10.16 |

| 估值指标 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE | 17 | 16 | 16 | 13 | 11 |
| PB | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 17 | 10 | 10 | 9 | 8 |
| 股息率 | 3% | 3% | 4% | 4% | 5% |

行业及公司评级体系

| 评级 | 说明 |
|-----|-----------------------------------------------------------|
| 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上; |
| 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%; |
| 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%; |
| 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%; |
| 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上; |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。 |

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |