

**投资评级：推荐（维持）**
**报告日期：2020年04月08日**
**市场数据**

目前股价	13.45
总市值（亿元）	54.02
流通市值（亿元）	53.81
总股本（万股）	40,164
流通股本（万股）	40,010
12个月最高/最低	19.57/10.03

**分析师**

分析师：黄淑妍 S1070514080003

☎ 021-31829709

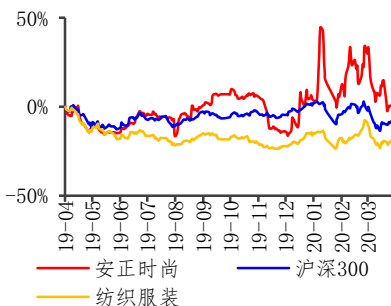
✉ huangsy@cgws.com

联系人（研究助理）：张家璇

S1070118090001

☎ 021-31829782

✉ zhangjiaxuan@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

## 服装业务表现平稳，代运营并表拉动收入高增长

### ——安正时尚（603839）年报点评报告

**盈利预测**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1649	2438	2941	3814	4698
(+/-%)	16.1%	47.8%	20.6%	29.7%	23.2%
净利润	281	303	344	410	480
(+/-%)	3.0%	7.7%	13.6%	19.1%	17.1%
摊薄 EPS	0.70	0.75	0.86	1.02	1.19
PE	19	18	16	13	11

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 业绩概况：**公司 2019 年实现收入 24.38 亿元、同比增长 47.83%，实现归母净利润 3.03 亿元、同比增长 7.67%，实现扣非后净利润 2.60 亿元、同比增长 31.29%；公司每 10 股派发现金红利 3.5 元。公司 2019Q4 单季度实现收入、归母净利润、扣非后净利润分别同比增长 32.8%、-27.53%、3372.42%。
- 礼尚信息并表，毛利率、净利率有所下降：**公司 2019 年主营业务毛利率同比下降 10.20pct 至 52.97%，主要因为电商代运营业务占比提高而其毛利率比原服装行业毛利率低。销售费用率下降 5.86pct 至 25.9%，管理费用率下降 2.28pct 至 6.62%，主要原因是本报告期并入了礼尚信息全年费用，而上年同期只 2 个月费用纳入合并，研发费用率下降 1.22pct 至 3.30%。财务费用率略微提升 0.04pct 至 0.00%。综上，公司净利率下降 4.63pct 至 12.42%。
- 主品牌增速稳健，小品牌收入微降：**玖姿、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨分别实现营业收入 11.3 亿元、2.2 亿元、7050 万元、2325 万元、9944 万元。毛利率同增-2.72pct、-1.90pct、0.39 pct、-3.03 pct、-2.27 pct 至 62.28%、74.79%、73.52%、49.08%、73.23%。其中，主品牌玖姿减少 19 家门店至 673 家门店，但收入同增 9.47%。副品牌尹默、安正、摩萨克、斐娜晨收入分别同比减少 0.37%、5.83%、25.02%、13.13%。公司 2019 年末各品牌实体门店总数为 1050 家门店，总门店数相比 2018 年减少 69 家。其中，副品牌尹默、安正、斐娜晨分别减少 21、15、19 家门店，摩萨克增加 4 家门店。
- 礼尚信息拟分拆上市，电商代运营业务显著增长：**分渠道看，2019 年公司直营店、加盟店、线上销售收入分别实现 6.82 亿元、5.41 亿元、12.06 亿元，分别同比增加 0.55%、-3.71%、198.08%。2019 年服装消费疲软，线下加盟店数量减少 33 家，使加盟店收入小幅下滑。公司于 2018 年底收购礼尚信息，2019 年礼尚信息全年并表，带动线上销售收入显著增长，礼尚信息线上营业收入 8.39 亿元，同比增长 24.25%（报表口径同增

542.55%); 服装线上营业收入 3.66 亿元, 服装线上收入同比增长 25.39%, 公司 2019 年双 11 当日实现 GMV 超过 1 亿元。近日, 公司公告礼尚信息分拆独立上市的预案, 礼尚信息在电商代运营的母婴, 食品保健等领域具有显著优势, 独立上市将提升自身融资能力, 为公司带来投资收益。2019 年, 礼尚信息毛利率为 31.86%, 净利润为 8732 万元, 同比增长 39.02%, 按照 67% 持股比例估算, 礼尚信息对安正时尚贡献的归母净利润约为 5850 万元。

- **收购童装品牌, 完善服装主业品类矩阵:** 公司在自有时装品牌基础上积极拓展童装业务。2019 年以 51% 控股韩国童装知名品牌 “ALLO&LUGH 阿路 and 如”, 获得对品牌在中华区的所有业务和经营; 并通过连续三年的股权转让及增资方式公司持有中国十大童装品牌之一 “青蛙王子” 50% 的股权。公司战略布局儿童用品市场的目标基本达成。
- **投资建议:** 公司男女装业务保持稳健内生增长, 通过礼尚信息切入母婴代运营的高速发展赛道, 分拆上市后有望加速发展, 收购童装业务未来有望成为公司新的增长极, 时尚集团运营战略持续推进。预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.86 元、1.02 元、1.19 元, 对应 PE 分别为 15.7X、13.2X、11.3X, 维持 “推荐” 的投资评级。
- **风险提示:** 服装消费持续疲软, 新冠肺炎影响超预期, 存货风险, 电商代运营不达预期。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1649.26	2438.06	2941.37	3814.06	4697.93	<b>成长性</b>					
营业成本	605.82	1146.64	1492.02	1962.81	2466.69	营业收入增长	16.1%	47.8%	20.6%	29.7%	23.2%
销售费用	523.87	631.45	744.17	953.51	1146.30	营业成本增长	28.2%	89.3%	30.1%	31.6%	25.7%
管理费用	146.67	161.30	182.37	228.84	267.78	营业利润增长	1.4%	19.1%	13.6%	19.2%	17.1%
研发费用	74.62	80.47	88.24	110.61	131.54	利润总额增长	1.3%	19.2%	13.6%	19.1%	17.1%
财务费用	-0.62	0.10	32.89	66.70	98.84	净利润增长	3.0%	7.7%	13.6%	19.1%	17.1%
其他收益	22.02	11.39	11.39	11.39	11.39	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	79.61	43.49	43.49	43.49	43.49	毛利率	63.3%	53.0%	49.3%	48.5%	47.5%
营业利润	320.26	381.48	433.43	516.47	604.71	销售净利率	17.0%	13.4%	12.7%	11.6%	11.1%
营业外收支	0.08	0.29	0.29	0.29	0.29	ROE	10.1%	11.3%	11.9%	12.9%	13.6%
利润总额	320.34	381.77	433.72	516.76	605.01	ROIC	12.1%	16.2%	13.6%	14.7%	13.5%
所得税	39.34	54.09	61.46	73.22	85.73	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	-0.14	24.96	28.36	33.78	39.55	销售费用/营业收入	31.8%	25.9%	25.3%	25.0%	24.4%
净利润	281.15	302.72	343.91	409.76	479.73	管理费用/营业收入	8.9%	6.6%	6.2%	6.0%	5.7%
						研发费用/营业收入	4.5%	3.3%	3.0%	2.9%	2.8%
<b>资产负债表</b>						财务费用/营业收入	0.0%	0.0%	1.1%	1.7%	2.1%
						投资收益/营业利润	24.9%	11.4%	10.0%	8.4%	7.2%
流动资产	2274.08	2291.76	2889.41	3263.94	4201.40	所得税/利润总额	12.3%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
货币资金	454.38	559.71	588.27	686.53	704.69	应收账款周转率	13.76	14.78	0.00	0.00	0.00
应收票据及应收账款合计	136.05	193.80	219.92	305.92	348.16	存货周转率	0.96	1.21	1.09	1.15	1.12
其他应收款	25.71	60.65	43.54	91.57	74.85	流动资产周转率	0.74	1.07	1.14	1.24	1.26
存货	791.11	1099.26	1650.15	1765.69	2649.81	总资产周转率	0.48	0.64	0.68	0.76	0.79
非流动资产	1415.70	1662.68	1814.70	2078.88	2309.10	<b>偿债能力</b>					
固定资产	524.92	515.69	668.80	934.01	1169.50	资产负债率	24.4%	26.6%	33.3%	35.6%	41.4%
资产总计	3689.78	3954.44	4704.10	5342.82	6510.50	流动比率	3.87	2.56	2.05	1.87	1.66
流动负债	587.04	894.71	1412.75	1748.57	2537.61	速动比率	1.05	1.02	0.67	0.67	0.48
短期借款	19.00	277.45	1029.51	1310.22	2024.41	<b>每股指标 (元)</b>					
应付款项	170.96	228.15	0.00	0.00	0.00	EPS	0.70	0.75	0.86	1.02	1.19
非流动负债	313.58	155.41	155.41	155.41	155.41	每股净资产	6.83	7.00	7.50	8.17	9.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.95	1.24	-0.82	0.75	-0.49
负债合计	900.62	1050.12	1568.16	1903.98	2693.02	每股经营现金/EPS	1.36	1.64	-0.96	0.74	-0.41
股东权益	2789.16	2904.32	3135.94	3438.84	3817.48	<b>估值</b>					
股本	404.24	401.83	401.83	401.83	401.83	PE	19.21	17.85	15.71	13.18	11.26
留存收益	1358.95	1533.08	1732.39	1969.86	2247.89	PEG	3.97	1.54	1.44	0.80	0.68
少数股东权益	46.65	93.93	122.29	156.07	195.62	PB	1.97	1.92	1.79	1.65	1.49
负债和权益总计	3689.78	3954.44	4704.10	5342.82	6510.50	EV/EBITDA	13.82	11.71	12.06	9.90	9.12
						EV/SALES	3.19	2.17	2.03	1.62	1.47
<b>现金流量表</b>						EV/IC	1.75	1.62	1.44	1.32	1.20
						ROIC/WACC	1.33	1.77	1.49	1.63	1.56
经营活动现金流	95.10	11.01	-330.42	301.85	-195.78	REP	1.32	0.92	0.97	0.81	0.77
其中营运资本减少	113.75	160.89	-730.92	-221.17	-844.45						
投资活动现金流	127.01	108.05	-147.36	-276.96	-260.76						
其中资本支出	78.96	63.31	152.02	264.18	230.22						
融资活动现金流	-155.10	-75.50	-245.72	-207.34	-239.48						
净现金总变化	67.45	42.93	-723.50	-182.45	-696.03						

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>