

安正时尚 (603839)

疫情致近年业绩承压、业务调整持续进行

中性 (维持)

2023年07月06日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

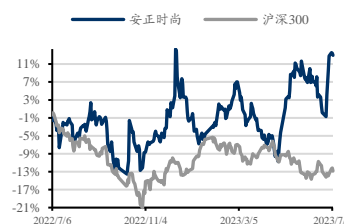
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,263	2,327	2,657	2,995
同比	-26%	3%	14%	13%
归属母公司净利润 (百万元)	-355	105	133	150
同比	-609%	129%	27%	13%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	-0.89	0.26	0.33	0.38
P/E (现价&最新股本摊薄)	-	28.75	22.68	20.05

关键词: #业绩不及预期

投资要点

- 国内知名中高端时装品牌, 近年来业绩承压、23Q1 有所回暖。公司定位中高端时装, 旗下拥有 JZ 玖姿、IMM 尹默、MOISSAC 摩萨克、ANZHENG 安正四大自有品牌, 同时控股、合资经营青蛙王子、可拉比特、阿路和如等婴童童装品牌, 2018 年通过收购礼尚信息布局母婴电商代运营业务, 2022 年服饰品牌/代运营收入占比 69%/31%。近年来公司业绩压力较大, 20/21/22 年收入分别同比+47.43%/-14.37%/-26.47%、归母净利润分别同比-35%/-65%/亏损, 各年归母净利润降幅均较大, 影响因素不同: 20 年毛利率下滑 9.69pct; 21、22 年发生大额一次性损失且期间费用率大幅增长。23 以来伴随疫情放开后终端需求复苏、业绩增速转正, 23Q1 营收 6.04 亿元/yoy+4.80%、归母净利润 0.27 亿元/yoy+28.76%、扣非归母净利润 0.19 亿元/yoy+7.98%。
- 服装品牌业务: 22 年受疫情影响较大, 直营/加盟均净关店; 23Q1 降幅缩窄、6 月减资后青蛙王子等品牌出表。从收入拆分上看, 11-19 年服装收入 CAGR8.48%, 20、21 年受益童装 (青蛙王子、可拉比特、阿路和如) 并表、服装收入有所增长。22 年营收 15.49 亿元/yoy-28.90%、主要系疫情影响所致, 23Q1 营收同比-9.35%、消费场景复苏后降幅有所收窄。1) 分品牌看, 成人装以玖姿为主, 22 年四大自有品牌玖姿/尹默/安正/摩萨克收入分别同比-25.11%/-30.48%/-39.17%/-10%、分别占比 37.2%/8.2%/2.2%/5.2%。23Q1 疫情放开后, 摩萨克/安正/尹默品牌增速转正, 玖姿品牌收入降幅大幅缩窄。2) 分渠道看, 玖姿和青蛙王子以加盟为主, 其余品牌以直营为主, 22 年直营/加盟/线上收入分别同比-38.83%/-21.07%/-20.24%、占服装品牌业务 38%/37%/25%。22 年末共 1973 家门店 (直营 327+加盟 1646 家)、较 21 年末净关店 262 家 (直营 37 家+加盟 225 家), 23Q1 末共 1960 家门店、较 22 年末净关店 13 家。23 年 6 月公司拟减资上海蛙品 (旗下品牌包括青蛙王子、可拉·比特), 持有股权由 54%降至 47%, 不再将上海蛙品纳入并表范围。
- 电商代运营业务: 近年业绩波动较大, 23 年继续增资礼尚信息, 增强在电商服务&婴童消费品的协同。礼尚信息自 2018 年 11 月并表, 促公司线上业务占比自 2017 年 13.80%提升至 2021 年的 44.73%。23 年 5 月公司拟以 3000 万元增资收购礼尚信息股权, 收购完成后对礼尚信息的持股比例将由 67%提升至 88%, 促进电商服务、婴童消费品业务的快速发展。代运营业务近年业绩波动较大: 2019 年受益并表及礼尚信息收入同增 24%, 代运营业务收入同增 542%; 2020 年因拓展儿童奶粉品牌惠氏、收入同增 78.33%, 但新业务毛利率较低拖累代运营毛利率大幅下滑 13.29pct; 2021 年剥离低毛利惠氏业务等, 导致 2021 年代运营收入大幅下滑 41.52%, 拖累整体业绩表现; 22 年电商代运营收入 7.03 亿元/yoy-18.89%, 主系部分品牌持续推进电商转型、公司代运营丢失部分主要业务所致; 23Q1 需求恢复较好、同增 64.73%
- 22 年净利率下滑较多, 23Q1 有所改善。1) 毛利率: 22 年同比+0.01pct 至 47.12%, 线上、线下渠道毛利增减相抵, 整体毛利率基本不变。23Q1 同比-2.55pct 至 49.26%, 主因低毛利线上渠道占比加大。2) 期间费用率: 22 年同比+4.24pct 至 43.81%, 主要为销售、管理费用率提升所致。23Q1 年同比-0.15pct 至+44.14%。3) 归母净利润率: 22 年同比-17.95pct 至-15.68%, 主要系资产减值 4.8 亿元所致。23Q1 同比+0.84pct 至 4.54%。4) 存货: 23Q1 末存货 7.71 亿元/yoy-3.46%, 存货周转天数同比-52 天至 226 天, 库存逐渐消化。5) 现金流: 22 年经营活动现金流净额 2.58 亿元/yoy-52.15%, 23Q1 经营活动现金流净额 0.64 亿元/yoy-57.52%, 现金流承压。
- 盈利预测与投资评级: 公司聚焦中高端时尚品牌, 已经形成风格各异、优势互补的多品牌矩阵。疫情扰动及高管变动频繁致近年公司整体业绩压力较大, 创始大股东郑安坤担任新 CEO 后持续进行组织变革、成立全国零售大区、总部直营销售中心, 重组新零售部门、品牌事业部矩阵, 并重新梳理四大自有品牌定位、多维度进行调整, 持续推动电商转型。考虑 22 年业绩低于预期, 我们将 23-24 年净利润预测 1.4/1.7 亿元下调至 1.1/1.3 亿元, 增加 25 年预测值 1.5 亿元, 对应 23-25 年 PE 为 29/23/20X, 维持“中性”评级。
- 风险提示: 疫情反复、经济疲软、业务调整低于预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.53
一年最低/最高价	6.04/8.50
市净率(倍)	1.43
流通 A 股市值(百万元)	3,006.07
总市值(百万元)	3,006.07

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.26
资产负债率(% ,LF)	22.12
总股本(百万股)	399.21
流通 A 股(百万股)	399.21

相关研究

《安正时尚(603839): 业绩仍承压, 期待业务调整逐渐显效》

2022-05-01

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,878	1,933	2,127	2,346	营业总收入	2,263	2,327	2,657	2,995
货币资金及交易性金融资产	627	791	927	1,028	营业成本(含金融类)	1,197	1,230	1,364	1,514
经营性应收款项	249	273	304	326	税金及附加	14	16	19	21
存货	769	653	672	760	销售费用	718	679	784	898
合同资产	0	0	0	0	管理费用	224	178	205	240
其他流动资产	233	216	224	232	研发费用	70	54	66	75
非流动资产	1,184	1,159	1,151	1,141	财务费用	(20)	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	11	9	8	9
固定资产及使用权资产	519	498	494	488	投资净收益	35	47	40	30
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	(5)	(30)	(15)	(15)
无形资产	67	64	60	56	减值损失	(496)	(60)	(80)	(75)
商誉	97	97	97	97	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	30	30	30	30	营业利润	(393)	135	172	195
其他非流动资产	470	470	470	470	营业外净收支	1	3	2	2
资产总计	3,062	3,092	3,278	3,487	利润总额	(392)	138	174	197
流动负债	664	585	631	683	减:所得税	(5)	28	35	39
短期借款及一年内到期的非流动负债	31	31	31	31	净利润	(387)	110	139	158
经营性应付款项	221	185	205	228	减:少数股东损益	(32)	6	7	8
合同负债	75	62	68	76	归属母公司净利润	(355)	105	133	150
其他流动负债	337	306	326	347	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.89)	0.26	0.33	0.38
非流动负债	90	90	90	90	EBIT	(64)	169	220	247
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	52	214	268	296
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	47.12	47.12	48.68	49.44
租赁负债	31	31	31	31	归母净利率(%)	(15.68)	4.49	4.99	5.01
其他非流动负债	59	59	59	59	收入增长率(%)	(26.47)	2.80	14.19	12.73
负债合计	755	675	721	773	归母净利润增长率(%)	(608.92)	129.47	26.72	13.14
归属母公司股东权益	2,076	2,181	2,313	2,463					
少数股东权益	231	236	243	251					
所有者权益合计	2,307	2,417	2,557	2,714					
负债和股东权益	3,062	3,092	3,278	3,487					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	258	165	149	125	每股净资产(元)	5.19	5.45	5.78	6.16
投资活动现金流	(144)	30	2	(18)	最新发行在外股份(百万股)	399	399	399	399
筹资活动现金流	(389)	(1)	(1)	(1)	ROIC(%)	(2.32)	5.58	6.90	7.31
现金净增加额	(265)	195	151	106	ROE-摊薄(%)	(17.09)	4.80	5.73	6.09
折旧和摊销	116	45	48	50	资产负债率(%)	24.64	21.83	22.00	22.16
资本开支	(41)	(17)	(38)	(38)	P/E (现价&最新股本摊薄)	-	28.75	22.68	20.05
营运资本变动	90	(18)	(103)	(154)	P/B (现价)	1.45	1.38	1.30	1.22

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

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>