

2020 年 4 月 8 日

安正时尚 (603839): 电商代运营业务高增长, 助力业绩改善 审慎推荐 (首次)

纺织服装

当前股价: 13.45 元

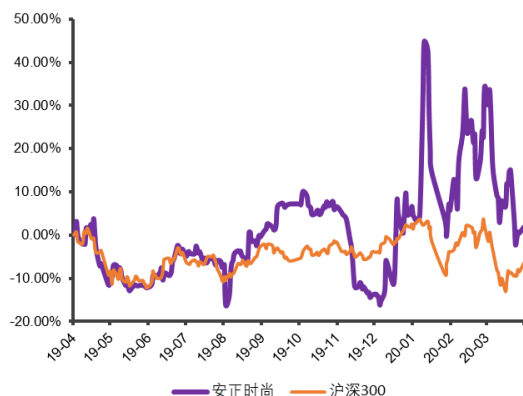
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,438	2,673	2,958	3,287
(+/-)	47.8%	9.7%	10.6%	11.1%
营业利润	381	429	447	461
(+/-)	19.1%	12.5%	4.3%	3.1%
归属母公司	303	368	384	396
净利润				
(+/-)	7.7%	21.7%	4.3%	3.1%
EPS (元)	0.75	0.92	0.96	0.99
市盈率	17.6	14.5	13.9	13.5

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	40164 / 40010
流通市值 (亿元)	53.1
每股净资产 (元)	6.99
资产负债率 (%)	24.9

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 姚嘉杰

执业证书编号: S1050520020002

电话: (86 21) 64967860

邮箱: yaojj@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

投资要点:

● **公司业绩有所回暖。**公司 2019 年全年实现营业收入 24.38 亿元, 同比增长 47.83%; 归属于上市公司股东净利润 3.03 亿元, 同比增长 7.67%; 扣非后归属于上市公司股东净利润 2.60 亿元, 同比增长 31.29%, 对应 EPS 0.76 元。公司营业收入增长较快, 扣非归母净利润实现正增长, 业绩有所改善。

● **研发投入不断增加。**对于时尚女装品牌而言, 产品研发能力是公司的核心竞争力, 只有“好设计、好品质、好价格”, 才能做出差异化产品, 从而不断提升用户粘性。公司 2019 年全年投入 8047 万元研发费用, 同比增长 7.83%, 占到营业总收入的 3.3%。19 年上半年公司在意大利米兰成立欧洲研发中心, 聘请众多海外设计师加入研发部门, 其团队将在 2020 年推出“玖姿米兰线”系列产品。

● **持续外延扩张, 布局童装和母婴类产品。**2018 年年底, 公司以 3.61 亿元现金收购以母婴产品为强项的电商平台品牌服务商上海礼尚信息科技有限公司, 目前公司母婴类产品业务规模已达 8.39 亿元, 占营业收入比重的 34%左右。同时公司于 2019 年下半年通过合资经营获得韩国中高端童装品牌阿路和如在中华区的所有业务, 并通过对外投资收购中国十大童装品牌“青蛙王子”50%的股权。

● **零售渠道优化。**2019 年年末公司实体门店 1055 家, 其中新开 94 家, 关闭 163 家, 净关店数 69 家。通过不断关闭低效店铺, 使得零售渠道收入增速小幅提升。其中, 玖姿和尹默品牌表现较好, 平均店效分别提升 6%和 3%左右。

● **盈利预测:** 我们预测公司 2020-2022 年实现归属于母公司净利润分别为 3.68 亿元、3.84 亿元、3.96 亿元, 对应 EPS 分别为 0.92 元、0.96 元、0.99 元, 当前股价对应 PE 分别为 14.5/13.9/13.5 倍, 当前估值已反映公司基本面, 叠加疫情导致线下零售收入下滑等因素, 首次给予“审慎推荐”评级。

- **风险提示：**原材料价格上升的风险；行业景气度下滑的风险；疫情影响导致线下零售不及预期的风险；资本市场系统性风险等。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E
流动资产:					营业收入	2,438	2,673	2,958	3,287
货币资金	560	209	211	179	营业成本	1,147	1,298	1,468	1,669
应收款	254	282	304	338	营业税金及附加	19	19	19	19
存货	1,099	1,298	1,468	1,669	销售费用	631	668	740	822
其他流动资产	378	416	458	504	管理费用	161	187	207	230
流动资产合计	2,292	2,205	2,441	2,689	财务费用	0	-1	-4	-4
非流动资产:					费用合计	793	855	942	1,048
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	-72	50	53	55
固定资产+在建工程	540	568	593	617	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	372	391	411	431	投资收益	43	46	48	50
其他非流动资产	751	826	908	999	营业利润	381	429	447	461
非流动资产合计	1,663	1,784	1,912	2,047	加: 营业外收入	1	1	1	1
资产总计	3,954	3,990	4,353	4,736	减: 营业外支出	0	0	0	1
流动负债:					利润总额	382	429	448	461
短期借款	277	0	0	0	所得税费用	54	61	64	66
应付账款、票据	228	288	326	371	净利润	328	368	384	396
其他流动负债	389	349	383	422	少数股东损益	25	0	0	0
流动负债合计	895	637	710	793	归母净利润	303	368	384	396
非流动负债:									
长期借款	0	0	0	0	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2021E
其他非流动负债	155	171	188	207	成长性				
非流动负债合计	155	171	188	207	营业收入增长率	47.8%	9.7%	10.6%	11.1%
负债合计	1,050	808	898	1,000	营业利润增长率	19.1%	12.5%	4.3%	3.1%
所有者权益					归母净利润增长率	7.7%	21.7%	4.3%	3.1%
股本	402	402	402	402	总资产增长率	7.2%	0.9%	9.1%	8.8%
资本公积金	971	971	971	971	盈利能力				
未分配利润	1,348	1,589	1,824	2,065	毛利率	53.0%	51.5%	50.4%	49.2%
少数股东权益	94	94	94	94	营业利润率	15.6%	16.0%	15.1%	14.0%
所有者权益合计	2,904	3,182	3,455	3,736	三项费用/营收	32.5%	32.0%	31.9%	31.9%
负债和所有者权益	3,954	3,990	4,353	4,736	EBIT/销售收入	0.0%	16.3%	15.1%	14.0%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E	净利率率	13.4%	13.8%	13.0%	12.0%
净利润	328	368	384	396	ROE	11.3%	11.6%	11.1%	10.6%
折旧与摊销	70	32	34	37	营运能力				
财务费用	8	-1	-4	-4	总资产周转率	61.7%	67.0%	68.0%	69.4%
存货的减少	-332	-199	-171	-200	资产结构				
营运资本变化	-66	33	16	11	资产负债率	26.6%	20.3%	20.6%	21.1%
其他非现金部分	3	-84	-92	-100	现金流质量				
经营活动现金净流量	11	149	168	139	经营净现金流/净利润	0.03	0.41	0.44	0.35
投资活动现金净流量	108	-60	-60	-60	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	-75	-440	-106	-111	每股收益	0.75	0.92	0.96	0.99
现金流量净额	43	-350	2	-32	每股净资产	7.23	7.92	8.60	9.30

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师简介

姚嘉杰：华鑫证券研究员，工商管理学硕士，2020年1月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>