

2022年05月01日

业绩仍承压，期待业务调整逐渐显效

中性（首次）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,078	3,230	3,623	3,993
同比	-14%	5%	12%	10%
归属母公司净利润(百万元)	70	121	143	165
同比	-65%	74%	18%	16%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.17	0.30	0.36	0.41
P/E(现价&最新股本摊薄)	40.17	23.07	19.62	16.98

投资要点

- 国内知名中高端时装品牌，近年来业绩承压。**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、阿路和如三大婴幼童装品牌，2018年通过收购礼尚信息布局母婴电商代运营业务，2021年服饰品牌/代运营业收入占比71%/29%。近年来公司业绩压力较大，2020/2021/22Q1收入分别同比+47.43%/-14.37%/-29.85%，归母净利分别同比-35%/-65%/-73%（各年归母净利降幅均较大，影响因素不同：2020年毛利率下滑9.69pct；2021年发生大额一次性损失且期间费用率同增6.94pct；22Q1毛利率/期间费用率同比-1.70/+4.80pct）。业绩承压同时管理层变动频繁，21年10月迎回创始大股东郑安坤担任CEO，有望聚集大股东家族资源及业务管理经验，带领公司走出短期困境。
- 服装品牌业务：童装表贡献增长，成人装增速相对稳定。**1) 2011-2019年服装收入CAGR8.48%，2020年受益童装（青蛙王子、可拉比特、阿路和如）并表，服装收入同增30.85%。2) **2021年：**服装收入同增4.88%，其中成人装略下滑、童装因并表贡献增长较多，分别同比-2.25%/+47.36%、占比78.23%/21.55%，成人装以玖姿为主，玖姿/尹默/摩萨克/斐娜晨/安正收入分别占比65.5%/15.6%/7.6%/6.5%/4.7%。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，2021年线下直营/加盟收入占比57.18%/42.82%，直营/加盟店数分别同比-316/+98家至364/1871家，直营渠道闭店较多源于可拉比特、玖姿、斐娜晨品牌收缩。截止22Q1公司拥有门店2153家（直营345家+加盟1808家）。
- 电商代运营业务：近年业绩波动较大，21年大幅下滑拖累整体业绩表现。**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%。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业务大幅下滑13.29pct；2021年剥离低毛利惠氏业务等，导致2021年代运营业收入大幅下滑41.52%，拖累整体业绩表现。近年来代运营业务高管亦有变动，21年10月原业务负责人回归，将进行业务梳理重整工作。
- 服装品牌业务调整进行中。**新CEO到任后提出“聚焦时装主业、精耕民族时尚品牌”，加码“零售力、产品力、品牌力”建设，着力打造年轻化管理团队、调整各品牌发展规划，坚持控费用、稳渠道、稳品牌，资源将向主品牌倾斜、有针对性地培育体量较小的新品牌、对表现不佳品牌进行调整，2022年门店有望呈现净增长、成为收入增长主要驱动力。具体来看：(1)主品牌进行渠道调整：玖姿2021年进行渠道优化调整、门店净-55家（直营-34家+加盟-21家），未来考虑向购物中心迁移实现渠道焕新。(2)着力培育潜力新品牌：摩萨克品牌风格契合年轻人审美、以直营为主，增长可期；青蛙王子业绩已扭亏为盈，21年下半年完成品牌团队组建。(3)调整表现不佳品牌：斐娜晨调整发展规划，21年下半年停止投入、逐步关闭门店（21年净-45家）；阿路和如业务体量偏小、经营稳定性较弱，未来可能对其战略规划进行重整。上述两品牌已在2021年部分计提商誉减值准备。
- 盈利预测与投资评级：**公司定位中高端时装品牌，近年来童装并表促服装业务相对平稳、代运营业务波动较大，高管变动频繁，整体业绩压力较大。未来随新CEO到任、重新梳理四大自有品牌业务发展重心，强化品牌基因，促渠道门店回归净开店，业绩端有望逐步改善。考虑2021年一次性计提资产减值及商誉较多，预计2022-2024年归母净利分别同增74.13%/17.59%/15.51%，EPS为0.30/0.36/0.41元，对应PE为23/20/17X，首次覆盖给予“中性”评级。
- 风险提示：**疫情反复、经济疲软、业务调整低于预期。

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.00
一年最低/最高价	6.53/11.42
市净率(倍)	1.05
流通A股市值(百万元)	2,800.72
总市值(百万元)	2,800.72

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.65
资产负债率(% ,LF)	20.82
总股本(百万股)	400.10
流通A股(百万股)	400.10

安正时尚三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,266	2,289	2,521	2,775	营业收入	3,078	3,230	3,623	3,993
货币资金及交易性金融资产	712	749	842	936	营业成本(含金融类)	1,628	1,698	1,921	2,137
经营性应收款项	377	381	419	441	税金及附加	21	23	25	28
存货	915	892	983	1,111	销售费用	906	943	1,058	1,166
合同资产	0	0	0	0	管理费用	249	247	279	311
其他流动资产	262	268	277	286	研发费用	71	76	91	100
非流动资产	1,652	1,627	1,620	1,610	财务费用	-8	4	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	11	13	11	12
固定资产及使用权资产	546	525	522	516	投资净收益	25	26	18	20
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	-50	-30	-15	0
无形资产	67	63	59	55	减值损失	-106	-90	-75	-65
商誉	461	461	461	461	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	33	33	33	33	营业利润	92	159	188	218
其他非流动资产	545	545	545	545	营业外净收支	2	3	2	2
资产总计	3,917	3,916	4,140	4,385	利润总额	94	162	190	220
流动负债	920	791	865	936	减:所得税	20	34	40	46
短期借款及一年内到期的非流动负债	142	33	33	33	净利润	74	128	150	174
经营性应付款项	276	256	289	322	减:少数股东损益	4	6	8	9
合同负债	100	85	96	107	归属母公司净利润	70	121	143	165
其他流动负债	402	417	446	474					
非流动负债	90	90	90	90	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.17	0.30	0.36	0.41
长期借款	0	0	0	0	EBIT	124	244	250	251
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	256	288	297	301
租赁负债	30	30	30	30					
其他非流动负债	60	60	60	60					
负债合计	1,010	881	955	1,026	毛利率(%)	47.11	47.44	46.99	46.49
归属母公司股东权益	2,639	2,760	2,903	3,068	归母净利率(%)	2.27	3.76	3.94	4.13
少数股东权益	269	275	282	291					
所有者权益合计	2,907	3,035	3,186	3,359	收入增长率(%)	-14.37	4.95	12.17	10.21
负债和股东权益	3,917	3,916	4,140	4,385	归母净利润增长率(%)	-64.70	74.13	17.59	15.51

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	540	170	128	113	每股净资产(元)	6.60	6.90	7.26	7.67
投资活动现金流	182	9	-20	-28	最新发行在外股份(百万股)	400	400	400	400
筹资活动现金流	-926	-113	-1	-1	ROIC(%)	2.82	6.23	6.21	5.94
现金净增加额	-206	67	108	84	ROE-摊薄(%)	2.64	4.40	4.92	5.38
折旧和摊销	132	45	48	50	资产负债率(%)	25.78	22.50	23.06	23.39
资本开支	-41	-17	-38	-38	P/E(现价&最新股本摊薄)	40.17	23.07	19.62	16.98
营运资本变动	216	-107	-159	-172	P/B(现价)	1.06	1.01	0.96	0.91

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>