

投资评级：增持（维持）
报告日期：2021年04月13日
市场数据

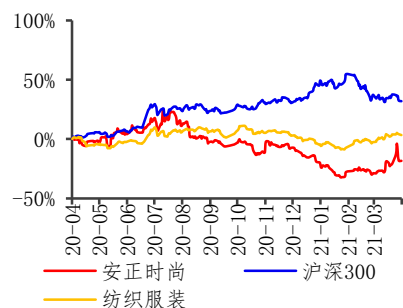
目前股价	9.51
总市值（亿元）	38.05
流通市值（亿元）	38.05
总股本（万股）	40,010
流通股本（万股）	40,010
12个月最高/最低	15.06/7.73

分析师

分析师：黄淑妍 S1070514080003

☎ 021-31829709

✉ huangsy@cgs.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<线上销售增长强劲，新零售表现亮眼>>

2020-05-06

<<服装业务表现平稳，代运营并表拉动收入高增长>> 2020-04-08

代运营收入快速增长，新零售顺利推进

——安正时尚（603839）公司动态点评

盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2438	3594	3732	4183	4654
(+/-)%	47.8%	47.4%	3.8%	12.1%	11.3%
归母净利润（百万元）	303	198	308	346	391
(+/-)%	7.7%	-34.8%	56.0%	12.2%	13.2%
摊薄 EPS（元/股）	0.76	0.49	0.77	0.86	0.98
PE	13	19	12	11	10

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 业绩概况：**公司 2020 年实现收入 35.94 亿元、同比+47.43%，归母净利润 1.98 亿元、同比-34.75%，扣非后净利润 1.50 亿元、同比-42.34%；基本每股收益为 0.50 元。公司 2020Q4 单季实现收入 14.52 亿元、同比+124.38%，归母净利润 0.65 亿元、同比+161.08%，扣非后净利润 0.37 亿元、同比+68.31%。
- 业务结构调整致毛利率下降：**2020 年度，公司主营业务毛利率为 43.58%，同比-9.55 pct，主要原因是较低毛利率的电商代运营板块收入快速增长，同时新增童装业务。其中，服装板块毛利率 61.64%，同比-2.77pct；电商代运营板块毛利率 18.57%，同比-13.29 pct，主要是疫情期间线上销售打折力度大。公司 2020 年销售费用率下降 2.26pct 至 23.64%，主要原因是公司执行新收入准则收入按全额法核算，把商场提成收益计入销售费用；管理费用率及研发费用率下降 1.69pct 至 8.23%；财务费用率增加 0.77pct 至 0.77%。商誉较年初增加 1.65 亿元，为收购上海蛙品儿童用品有限公司 50.00% 股权形成。公司财务状况稳健，公司负债权益比维持在 2.34% 的低位。2020 年期末，经营活动产生的现金流量净额达到 3.69 亿，同比+3250.44%，主要是销售效率提高及加大库存消化。
- 聚焦中高端时装主业，电商运营板块增速亮眼：**分业务来看，2020 年公司服装板块实现收入 20.77 亿元，同比+30.85%；电商运营板块实现收入 15.01 亿元，同比+78.33%，主要原因是公司抓住了疫情期间线上渠道的发展机遇。截止 2020 年 12 月 31 日，公司有 2453 家实体门店及销售网点（全年净增加 1398 家门店），其中，公司五大品牌终端实体门店数量为 830 家（全年净减少 70 家门店）。公司聚焦中高端时装主业，高度重视产品的研发，2020 年公司设立研发项目 10 项，获得知识产权 29 项。
- 打造全渠道新零售，加大数字信息化投入：**借疫情危机，公司全面打造全渠道新零售：1) 积极拓展微信、微博、抖音、小红书等平台的渠道运营，2020 年双 11 活动实现 GMV 超过 1 亿元；2) 对终端店铺形象进行升级迭代，新开标杆旗舰店（如深圳壹方城、成都万象城、上海新天地等店）。此外，借助数字信息化投入，公司运营管理效率的提升，2020 年五品牌

的库存水平明显下降，上衣、裤类、裙类、外套、皮衣和羽绒服库存均同比显著下降。

- **投资建议：**公司五品牌时尚服装业务稳步复苏，通过礼尚信息切入高速发展的电商代运营赛道，打造全渠道新零售，童装业务未来有望成为公司新的增长点，时尚集团运营战略持续推进。预测公司 2021-2022 年 EPS 分别为 0.77 元、0.86 元，对应 PE 分别为 12X、11X，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**多品牌运作不及预期，线上销售不及预期，存货库存风险，新冠疫情风险，新冠疫情反复风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2438.06	3594.45	3732.18	4183.13	4654.37	成长性					
营业成本	1146.64	2038.96	2245.78	2471.99	2725.52	营业收入增长	47.8%	47.4%	3.8%	12.1%	11.3%
销售费用	631.45	849.79	882.36	988.97	1100.38	营业成本增长	89.3%	77.8%	10.1%	10.1%	10.3%
管理费用	161.30	224.78	233.39	261.59	291.06	营业利润增长	19.1%	-15.0%	25.6%	18.2%	17.5%
研发费用	80.47	70.93	73.65	82.55	91.84	利润总额增长	19.2%	-14.3%	25.0%	18.3%	17.3%
财务费用	0.10	27.63	24.08	27.97	23.26	归母净利润增长	7.7%	-34.8%	56.0%	12.2%	13.2%
其他收益	11.39	57.74	30.38	33.17	40.43	盈利能力					
投资净收益	43.49	12.18	45.10	33.59	30.29	毛利率	53.0%	43.3%	39.8%	40.9%	41.4%
营业利润	381.48	324.27	407.23	481.51	565.65	销售净利率	13.4%	6.7%	9.0%	9.3%	9.6%
营业外收支	0.29	2.85	1.57	2.21	1.89	ROE	11.3%	7.9%	10.0%	10.4%	10.6%
利润总额	381.77	327.11	408.80	483.71	567.54	ROIC	16.2%	13.4%	20.3%	18.3%	21.8%
所得税	54.09	87.26	72.39	94.41	120.89	营运效率					
少数股东损益	24.96	42.33	28.27	43.69	55.50	销售费用/营业收入	25.9%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%
归母净利润	302.72	197.52	308.14	345.61	391.15	管理费用/营业收入	6.6%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
						研发费用/营业收入	3.3%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
资产负债表						财务费用/营业收入	0.0%	0.8%	0.6%	0.7%	0.5%
						投资收益/营业利润	11.4%	3.8%	11.1%	7.0%	5.4%
流动资产	2291.76	2991.18	3593.59	4182.38	4357.91	所得税/利润总额	14.2%	26.7%	17.7%	19.5%	21.3%
货币资金	559.71	841.28	1492.87	1673.25	1861.75	应收账款周转率	14.78	14.01	14.01	14.01	14.01
应收票据及应收账款合计	193.80	319.37	213.46	383.75	280.74	存货周转率	1.21	1.71	1.71	1.71	1.71
其他应收款	60.65	94.31	66.59	113.75	86.91	流动资产周转率	1.07	1.36	1.13	1.08	1.09
存货	1099.26	1286.89	1341.29	1551.62	1637.99	总资产周转率	0.64	0.83	0.74	0.74	0.76
非流动资产	1662.68	1738.12	1745.32	1832.75	1908.79	偿债能力					
固定资产	515.69	510.99	523.62	613.74	692.64	资产负债率	26.6%	36.0%	37.0%	37.6%	33.0%
资产总计	3954.44	4729.30	5338.91	6015.13	6266.70	流动比率	2.56	1.83	1.88	1.90	2.18
流动负债	894.71	1637.93	1911.14	2198.05	2002.98	速动比率	1.02	0.97	1.10	1.14	1.28
短期借款	277.45	769.18	966.76	1283.52	966.84	每股指标 (元)					
应付款项	228.15	275.99	279.29	331.93	341.97	EPS	0.76	0.49	0.77	0.86	0.98
非流动负债	155.41	64.18	64.18	64.18	64.18	每股净资产	7.02	6.85	7.62	8.49	9.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	1.24	1.20	1.29	-0.02	1.56
负债合计	1050.12	1702.11	1975.32	2262.23	2067.15	每股经营现金/EPS	1.64	2.44	1.68	-0.02	1.60
股东权益	2904.32	3027.19	3363.60	3752.90	4199.55	估值					
股本	401.83	400.10	400.10	400.10	400.10	PE	12.57	19.26	12.35	11.01	9.73
留存储备	1533.08	1481.57	1817.98	2207.28	2653.93	PEG	1.09	-4.55	2.00	1.86	0.42
少数股东权益	93.93	285.42	313.69	357.39	412.88	PB	1.35	1.39	1.25	1.12	1.00
负债和权益总计	3954.44	4729.30	5338.91	6015.13	6266.70	EV/EBITDA	8.17	8.77	7.10	6.34	4.82
						EV/SALES	1.51	1.05	0.89	0.84	0.66
现金流量表						EV/IC	1.13	1.05	0.81	0.74	0.63
						ROIC/WACC	1.49	1.23	1.87	1.73	1.96
经营活动现金流	11.01	368.84	517.91	-6.56	625.15	REP	0.78	0.87	0.44	0.43	0.32
其中营运资本减少	160.89	105.13	160.90	-438.26	134.57						
投资活动现金流	108.05	-83.91	-3.71	-101.85	-96.71						
其中资本支出	63.31	74.26	7.20	87.43	76.05						
融资活动现金流	-75.50	99.69	-60.18	-27.97	-23.26						
净现金总变化	42.93	379.80	454.02	-136.38	505.18						

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，若给您造成不便，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：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——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：

强于大市——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
弱于大市——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>