

# 母婴电商代运营利润占比迅速提升，价值重估一触即发

## 买入（首次）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1649.3	2640.5	3915.9	4715.7
同比 (%)	16.1%	60.1%	48.3%	20.4%
归母净利润（百万元）	281.2	301.4	406.3	420.2
同比 (%)	3.0%	7.2%	34.8%	3.4%
每股收益（元/股）	0.70	0.75	1.01	1.05
P/E（倍）	25.0	23.3	17.3	16.7

### 投资要点

- 安正时尚是国内领先的中高端品牌服装集团。**公司是集研发、生产、品牌管理于一体的大型中高端服装品牌企业。旗下拥有“JZ 玖姿”、“IMM 尹默”、“ANZHENG 安正”、“Fiona Chen 斐娜晨”、“MOISSAC 摩萨克”、“Stella McCartney”等各具特色的服装品牌，在国内服装业界和消费者中拥有良好的口碑和强大的品牌号召力。2018 年收购礼尚信息，开展电商代营业务，涉足新经济领域。2018 年公司收入 16.49 亿元/+16.09%，归母净利润 2.81 亿元/+2.96%。截至 2019Q3 公司共有 917 家线下门店。
- 服装主业发展稳健，已形成多元化品牌矩阵。**1) 品牌端：公司以自主创立与外延并购结合的方式，构建了风格多样的品牌矩阵。旗下品牌中，玖姿、尹默、安正为自主创立的中高档时装品牌，摩萨克、斐娜晨为 2014 年并入集团的中淑女装品牌，2018 年子公司锦润时尚开始代理经营英国奢侈品牌 Stella McCartney 及 Stella McCartney Kid 并参股中国十大童装品牌青蛙王子，形成了定位互补的“金字塔式”品牌矩阵。2) 渠道端：线上渠道增长迅速，线下门店持续调整优化中。公司以线下门店销售为主，2018 年线上/线下渠道收入占比分别为 18.07%/81.93%。线上渠道 2014-2018 年复合增速达 53.56%。3) 同行比较：公司线上收入占比较高，线下单店盈利能力有待提升。2019Q1-Q3 安正时尚（已剔除电商代营业务）、歌力思、地素时尚线上渠道收入占营收比重分别为 21.76%/4.95%/12.67%。当前公司直营/加盟单店收入低于可比公司，随着线下渠道不断调整优化，单店店效仍有持续提升的空间。
- 外延并购切入电商代运营领域，享受新兴行业红利。**2018 年 11 月，公司收购礼尚信息 70% 股权，礼尚信息是国内专业从事电子商务代运营业务的服务商品牌，与孩之宝、安佳、a2、费雪、北极狐、李宁等数十个海内外知名品牌建立了良好的合作关系。2018 年礼尚信息营业收入 6.77 亿元/yoY+47.47%，归母净利润 6,281 万元/yoY+104.8%。我们预计 19 年礼尚业绩仍将维持接近 50% 的增速。
- 盈利预测与投资评级：**结合主业稳中有进、礼尚信息快速增长，我们预计 2019-2021 年公司整体归母净利润同增 7.2%/34.8%/3.4% 至 3.01/4.06/4.20 亿元，其中礼尚信息贡献 0.6/1.11/1.44 亿元。考虑分部估值，公司主业市盈率按照行业均值 12.5X 计算，礼尚信息估值按照 40X-50X 计算，公司整体市值向 80 亿以上看齐，叠加公司账上的丰富现金储备，我们认为公司当前市值存在低估，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**线下渠道调整效果不及预期；市场竞争加剧

2020 年 03 月 06 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002

021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	17.51
一年最低/最高价	10.03/19.57
市净率(倍)	2.51
流通 A 股市值(百万元)	7005.79

### 基础数据

每股净资产(元)	6.98
资产负债率(%)	24.92
总股本(百万股)	401.83
流通 A 股(百万股)	400.10

### 相关研究

## 内容目录

1. 安正时尚：领先的中高端品牌服装集团 .....	4
1.1. 公司简介：领先的中高端品牌服装集团 .....	4
1.2. 股权结构稳定，郑氏一家为公司主要大股东 .....	5
2. 女装消费市场呈现规模大、集中度低的行业格局 .....	5
3. 服装主业发展稳健，销售渠道覆盖全国 .....	6
3.1. 品牌端：自主创立与外延并购结合，形成多元化品牌矩阵 .....	6
3.2. 渠道端：线上渠道增长迅速，线下门店结构不断优化 .....	8
3.3. 同行比较：安正时尚线上占比较高，线下单店盈利能力有待提升 .....	9
4. 外延并购切入电商代运营领域，享受新兴行业红利 .....	12
4.1. 电商代运营行业规模快速扩大，行业集中度持续增长 .....	12
4.2. 礼尚信息：专业电商代运营服务商 .....	12
4.2.1. 服务类业务：基于高效电商运营模式，合作品牌不断拓展 .....	14
4.2.2. 贸易类业务：拉通全渠道，提供跨境供应链解决方案 .....	15
5. 盈利预测与投资建议 .....	16
5.1. 盈利预测：服装主业稳中有进，礼尚信息如虎添翼大跨步向前 .....	16
5.2. 投资建议：礼尚信息业绩占比快速提升，估值体系重塑在即 .....	18
6. 风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1: 2014 年-2019 年 Q3 安正时尚收入情况 .....	4
图 2: 2014 年-2019 年 Q3 安正时尚归母净利润情况 .....	4
图 3: 安正时尚股权结构图（截至 2019/12/31） .....	5
图 4: 中国 2010-2018 年男装、女装零售额情况（单位：亿元） .....	6
图 5: 公司线上渠道增速较快（单位：百万元） .....	8
图 6: 线上渠道收入占比不断提高 .....	8
图 7: 公司线下渠道以加盟为主 .....	9
图 8: 2019 年前三季度公司营收地区分布 .....	9
图 9: 安正时尚及可比公司营收及增速比较 .....	9
图 10: 安正时尚及可比公司扣非归母净利润及增速比较 .....	9
图 11: 公司与可比公司毛利率比较 .....	10
图 12: 2019Q1-Q3 可比公司线上线下渠道收入（单位：百万元） .....	10
图 13: 2019Q3 可比公司线下门店结构比较 .....	10
图 14: 安正时尚及可比公司存货周转天数 .....	12
图 15: 安正时尚及可比公司应收账款周转天数 .....	12
图 16: 礼尚信息股权结构图（截至 2020/3/5） .....	13
图 17: 礼尚信息发展历程 .....	14
图 18: 礼尚信息合作品牌（电商+数字营销） .....	14
图 19: 礼尚信息核心电商合作品牌 .....	15
图 20: 李宁羽毛球旗舰店内容营销案例 .....	15
图 21: 费雪&A2 联合营销案例 .....	15
图 22: 礼尚信息国内仓储物流网络 .....	16
图 23: 礼尚信息国际供应链网络 .....	16

表 1: 安正时尚旗下品牌矩阵 .....	4
表 2: 公司收入按品牌拆分（单位：百万元） .....	7
表 3: 安正时尚单店收入在可比公司中较低 .....	11
表 4: 电商代运营市场规模（单位：亿元） .....	12
表 5: 礼尚信息部分披露的收入及净利润（单位：百万元） .....	13
表 6: 2019-2021 年服装业务按渠道拆分盈利预测（单位：百万元） .....	16
表 7: 礼尚信息 19-21 年收入及净利润预测（单位：百万元） .....	17
表 8: 公司 2019-2021 年业绩预测（单位：百万元） .....	17
表 9: 可比公司估值水平（截至 2020/3/5） .....	18

## 1. 安正时尚：领先的中高端品牌服装集团

### 1.1. 公司简介：领先的中高端品牌服装集团

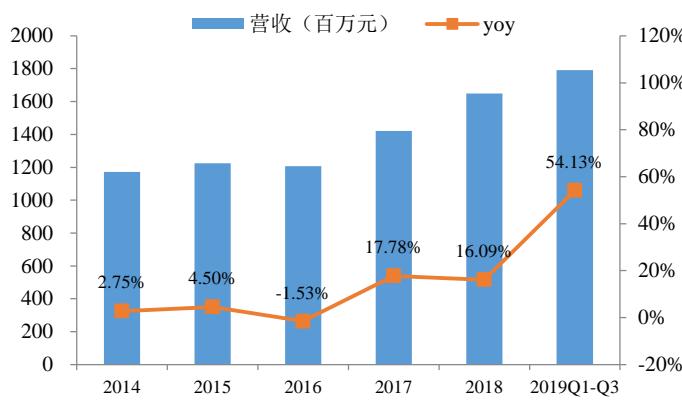
安正时尚是国内集研发、生产、品牌管理于一体的大型服装品牌企业。公司起源于1998年创立的海宁市九冬皮革实业有限公司（浙江玖姿服饰公司的前身），集团始终坚持和贯彻国际化的品牌经营理念，经过20余年的发展，现已成为一家多品牌、集团化运作的知名时尚品牌企业。安正旗下拥有“JZ 玖姿”、“IMM 尹默”、“ANZHENG 安正”、“Fiona Chen 斐娜晨”、“MOISSAC 摩萨克”、“Stella McCartney”等各具特色的服装品牌，在国内服装业界和消费者中拥有良好的口碑和强大的品牌号召力。2018年收购礼尚信息，进一步开展电商代营业务。截至2018年公司共有973家线下门店，2018年公司收入16.49亿元/+16.09%，归母净利润2.81亿元/+2.96%；2019Q1-Q3收入17.91亿元/+54.13%，归母净利2.78亿元/+12.55%。

表1：安正时尚旗下品牌矩阵

品牌	成立时间	核心年龄层	品牌风格	2018门店数	2018收入(百万元)	同比增幅	占服装收入比	毛利率
玖姿	2001	35-45岁	自信、优雅、女人味	692	1,038.47	10.93%	68.60%	65.00%
尹默	2008	28-35岁	独立、知性、启发性	103	222.95	4.10%	14.73%	76.69%
安正	2012	35-45岁	时尚、商务、品质	46	74.87	0.10%	4.95%	75.50%
摩萨克	2014	25-35岁	优雅、从容、智慧	31	31.01	-12.31%	2.05%	52.11%
斐娜晨	2014	28-32岁	玩味、当代、精致	98	114.48	11.98%	7.56%	73.13%
STELLA								
MCCARTNE	2018				3			
Y								

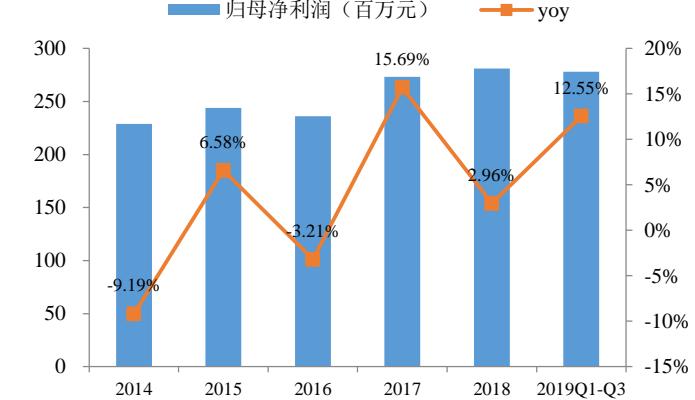
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图1：2014年-2019年Q3安正时尚收入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：2014年-2019年Q3安正时尚归母净利润情况

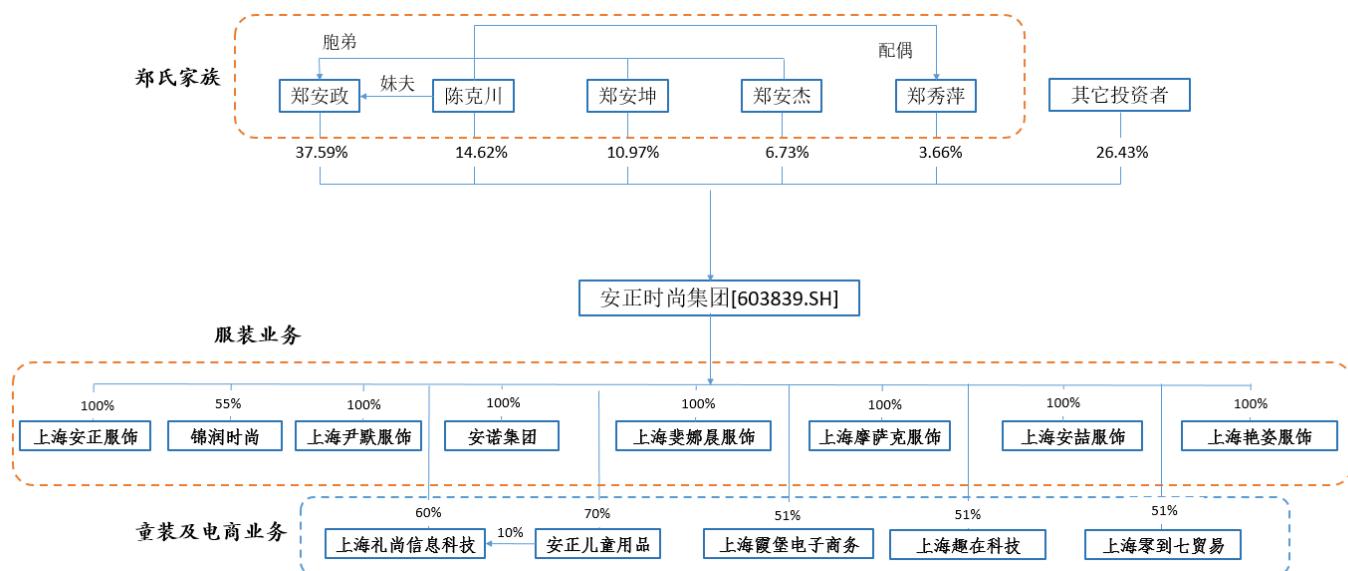


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 股权结构稳定，郑氏一家为公司主要大股东

**郑氏家族控股，股权相对集中。**公司第一大股东及实际控制人为郑安政，持有公司37.59%股权，其妹夫陈克川为公司第二大股东，持有14.62%股权，其胞弟郑安坤、郑安杰、胞妹郑秀萍分别持有公司10.97%/6.73%/3.66%股份，郑氏家族共计持股73.57%，股权较为集中。公司服装主业均通过100%持股的子公司展开，控制力较强，收购的品牌与新涉及的业务领域采取多样化的股权结构，以确保充分的激励。2019年收购礼尚信息，其中60%的股权由安正时尚集团直接持有，10%的股权由安正时尚旗下子公司安正儿童间接持有，另外30%股权由创始人林平先生持有。

图3：安正时尚股权结构图（截至2019/12/31）

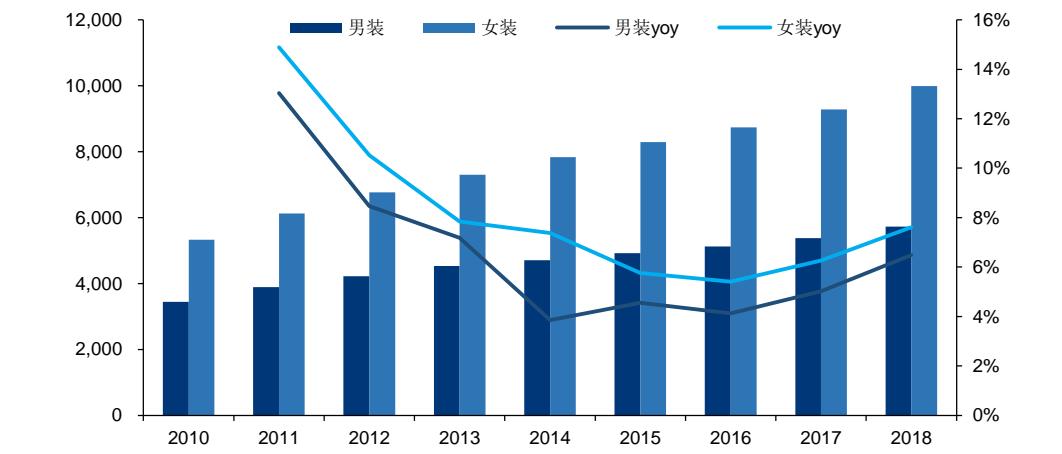


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 女装消费市场呈现规模大、集中度低的行业格局

据Euromonitor，2018年中国女装、男装市场规模分别为9,991亿元、5,726亿元，分别同增7.6%、6.5%，预计2022年女装、男装市场规模将进一步增长至11,961亿元、6,709亿元。随着居民消费水平的提升及审美意识觉醒，女性对具个性化风格的服装需求增加，消费趋于高端化，设计师品牌逐渐受到女性欢迎；而男性比以往更注重个人外表，追求时尚打扮，继而带动对高品质服装的需求。

图 4：中国 2010-2018 年男装、女装零售额情况（单位：亿元）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

中国女装市场竞争格局较为分散。由于女装市场较大的市场空间以及相对稳健的增长预期，同时女性群体差异化的消费需求为主打细分风格、长尾市场的品牌提供了生存空间，因此我国女装市场整体集中度较低，市场较分散。

### 3. 服装主业发展稳健，销售渠道覆盖全国

#### 3.1. 品牌端：自主创立与外延并购结合，形成多元化品牌矩阵

自主创立与外延并购结合，构成风格多样的品牌矩阵。旗下品牌中，玖姿、尹默、安正为自主创立的中高档时装品牌，摩萨克、斐娜晨为 2014 年收购的中淑女装品牌，2018 年子公司锦润时尚开始代理经营英国奢侈品牌 Stella McCartney 及 Stella McCartney Kid 并参股中国十大童装品牌青蛙王子，形成了结构稳固、定位互补的“金字塔式”品牌矩阵。

玖姿为公司主要品牌，创立于 2001 年，收入占比 65% 以上。玖姿品牌是公司最早成立的自主品牌，定位中高端成熟女装，2013-2018 年品牌收入复合增速 1.42%。2019 前三季度品牌收入 8.58 亿元/yoY+6.61%，占比 73.2%。随着公司线下渠道调整，截至 2019Q3 玖姿品牌门店数共 674 家，其中 541 家加盟店，133 家直营店。

尹默是公司第二大女装品牌，定位高端，毛利率 75% 以上。尹默女装创立于 2008 年，品牌定位高端中淑装，其致力于增强服装设计感、时尚感，品牌定价能力不断提升，毛利率高达 75% 以上。2013-2018 品牌收入复合增速 17.09%，增长较快，2019 前三季度品牌收入 1.51 亿元/yoY-8.84%，占比 12.9%。截至 19Q3 品牌门店数共 88 家，其中 85 家直营店，3 家加盟店。

安正男装是公司 2012 年推出的高端男装品牌，2013-2018 年 CAGR5 达 27.32%。

安正男装定位“商务时尚”，填补了男装市场需求空缺，市场认可度较高。2019 前三季度品牌收入 5206 万元/yoY-5.97%，占比 4.4%。截至 19Q3 品牌门店数共 34 家，其中 33 家直营店，1 家加盟店。摩萨克、斐娜晨均为公司 2014 年收购而来，定位年轻、时尚中淑装。由于公司优化店铺结构，关闭部分门店，2019 前三季度摩萨克、斐娜晨收入分别为 1629/6968 万元，分别同降 14.36%/20.91%，占比分别为 1.4%/5.9%。截至 19Q3，两个品牌门店数分别为 37/80 家。

表 2：公司收入按品牌拆分（单位：百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3	收入 CAGR5 (2013-2018)
<b>服装收入</b>	<b>1,140.20</b>	<b>1,170.48</b>	<b>1,223.03</b>	<b>1,206.17</b>	<b>1,416.71</b>	<b>1,513.84</b>	<b>1,162.78</b>	
YOY		2.66%	4.49%	-1.38%	17.46%	6.86%		<b>5.83%</b>
毛利率	68.48%	69.82%	68.87%	70.63%	66.88%	66.72%	54.66%	
门店数	848	915	915	862	917	973	917	
<b>玖姿</b>	<b>967.87</b>	<b>919.16</b>	<b>815.22</b>	<b>847.27</b>	<b>936.12</b>	<b>1,038.47</b>	<b>858.06</b>	
YOY		-5.03%	-11.31%	3.93%	10.49%	10.93%	6.61%	<b>1.42%</b>
占比	84.89%	78.53%	66.66%	70.24%	66.08%	63.14%	73.20%	
毛利率	69.97%	71.35%	68.04%	68.19%	65.30%	65.00%	64.94%	
门店数			727	630	691	692	674	
<b>尹默</b>	<b>101.30</b>	<b>123.96</b>	<b>151.99</b>	<b>193.36</b>	<b>214.17</b>	<b>222.95</b>	<b>150.66</b>	
YOY		22.36%	22.62%	27.22%	10.76%	4.09%	-8.84%	<b>17.09%</b>
占比	8.88%	10.59%	12.43%	16.03%	15.12%	13.55%	12.90%	
毛利率	67.64%	76.51%	82.23%	80.80%	76.68%	76.69%	77.47%	
门店数			77	88	90	103	88	
<b>安正</b>	<b>22.37</b>	<b>29.98</b>	<b>35.88</b>	<b>54.55</b>	<b>74.79</b>	<b>74.87</b>	<b>52.06</b>	
YOY		33.99%	19.68%	52.04%	71.01%	0.10%	-5.97%	<b>27.32%</b>
占比	1.96%	2.56%	2.93%	4.52%	5.28%	4.55%	4.40%	
毛利率	66.19%	65.64%	76.61%	69.15%	71.01%	75.50%	76.64%	
门店数			33	32	36	46	34	
<b>摩萨克</b>	<b>11.17</b>	<b>24.38</b>	<b>30.63</b>	<b>35.37</b>	<b>31.01</b>	<b>16.29</b>		
YOY			118.34%	25.60%	15.47%	-12.31%	-14.36%	<b>29.09%</b>
占比	0.95%	1.99%	2.54%	2.50%	1.89%	1.40%		
毛利率	60.74%	72.37%	73.58%	61.29%	52.11%	53.70%		
门店数			18	25	15	31	37	
<b>斐娜晨</b>	<b>0.73</b>	<b>12.06</b>	<b>53.13</b>	<b>102.24</b>	<b>114.48</b>	<b>69.68</b>		
YOY			1543.22%	340.72%	92.41%	11.98%	-20.91%	<b>253.43%</b>
占比	0.06%	0.99%	4.41%	7.22%	6.96%	5.90%		

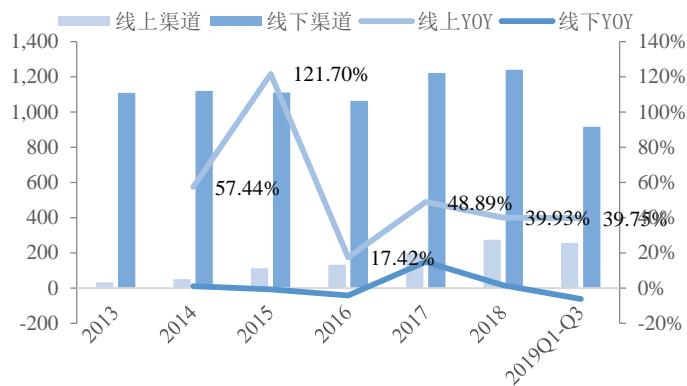
毛利率	75.92%	77.73%	80.60%	77.25%	73.13%	77.63%
门店数		24	45	85	98	80
<b>其他品牌</b>	<b>48.65</b>	<b>85.48</b>	<b>183.50</b>	<b>27.23</b>	<b>5.43</b>	<b>9.00</b>
YOY		75.71%	114.66%	-85.16%	-80.08%	65.85%
占比	4.27%	7.30%	15.00%	2.26%	0.38%	0.55%
毛利率	41.74%	46.27%	58.93%	54.65%	17.71%	27.53%
门店数		36	42	0	3	4

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 渠道端：线上渠道增长迅速，线下门店结构不断优化

公司渠道以线下为主，线上渠道增速较快，收入占总营收比重不断提升。公司以线下渠道起家，故线下渠道收入占比较高，2018年线上/线下渠道收入占比分别为18.07%/81.93%。线上渠道虽起步较晚、当前规模较小，但增长迅速，2013-2018年线上渠道收入复合增速达为53.56%（远高于线下渠道2.28%），线上渠道收入占比从2013年的2.81%增至2019年前三季度的21.76%。未来通过现代物流、大数据、云计算等技术以及跨界融合，改变原有渠道的功能、形态、业态，以消费者的体验和交互为中心，线上渠道的营收水平有望进一步提高。

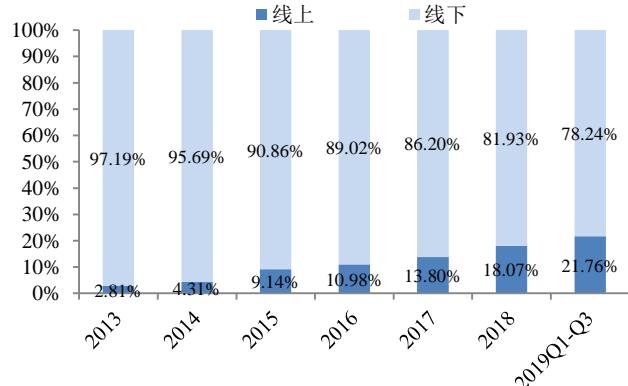
图5：公司线上渠道增速较快（单位：百万元）



备注：2018、2019Q1-Q3 线上收入已剔除电商代运营业务

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：线上渠道收入占比不断提高



备注：2018/2019Q1-Q3 线上收入已剔除电商代运营业务

数据来源：Wind，东吴证券研究所

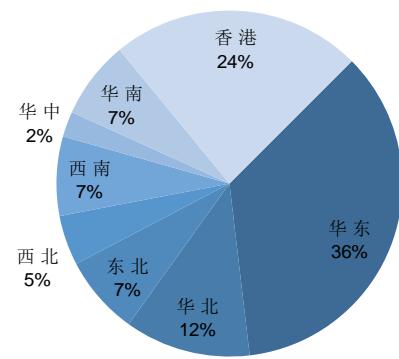
线下以直营、加盟两种模式开店，加盟门店占比较高。2018年线下门店数为973家，其中直营/加盟店数分别为359家/614家。地区分布方面，安正时尚线下店铺广泛分布在内陆多地，其中华东地区营收占比大，华北、东北、西南、华南地区位于第二梯队。公司近年来通过内部管理的梳理，从直营门店入手狠抓管理，直营店的店效逐步显现出向上趋势，未来有望辐射至加盟店，从而促进整体门店效率提升。新经济催生新的商业模式和价值创造模式，公司在扩展线下店面的同时，优化线上线下全渠道大融合，更好的增强消费者的参与感、体验感，提高消费者的消费效率。

图 7：公司线下渠道以加盟为主



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：2019 年前三季度公司营收地区分布

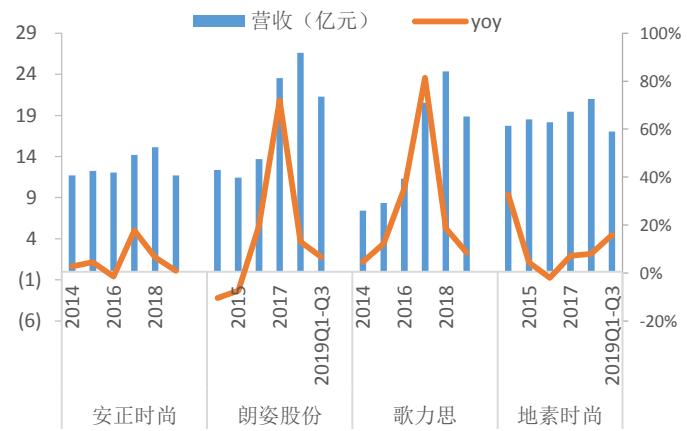


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.3. 同行比较：安正时尚线上占比较高，线下单店盈利能力有待提升

公司服装主营业规模及归母净利润在同行可比公司中均处于中等水平，管理改善空间较大。2019Q1-Q3 安正时尚服装业务营收（已剔除电商代运营业务收入）11.72 亿元/+0.86%，可比公司朗姿股份收入 21.29 亿元/+6.65%，歌力思收入 18.85 亿元/+8.57%，地素时尚收入 17.05 亿元/+15.9%。由于公司加盟渠道占比极高，从零售规模而言，公司与可比同行差距小于报表收入差距。2018 年安正时尚扣非归母净利润 1.98 亿元/-8.6%，朗姿股份扣非归母净利润 1.9 亿元/+29.22%，歌力思扣非归母净利润 3.5 亿元/+16.09%，地素时尚扣非归母净利润 4.71 亿元/-5.14%。

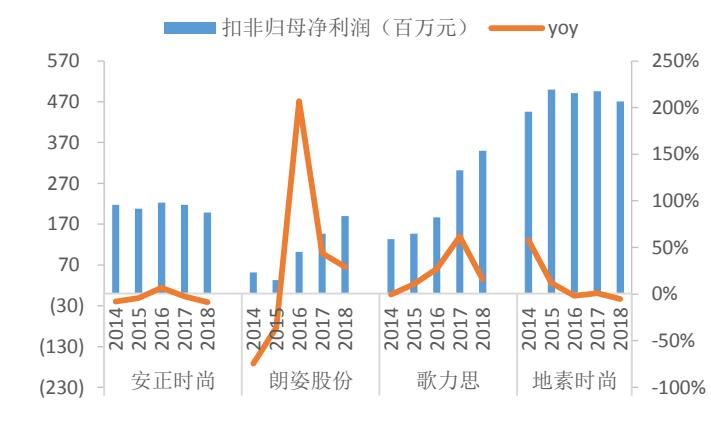
图 9：安正时尚及可比公司营收及增速比较



备注：安正时尚 2018、2019Q1-Q3 收入已剔除电商代运营  
业务收入

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：安正时尚及可比公司扣非归母净利润及增速比较

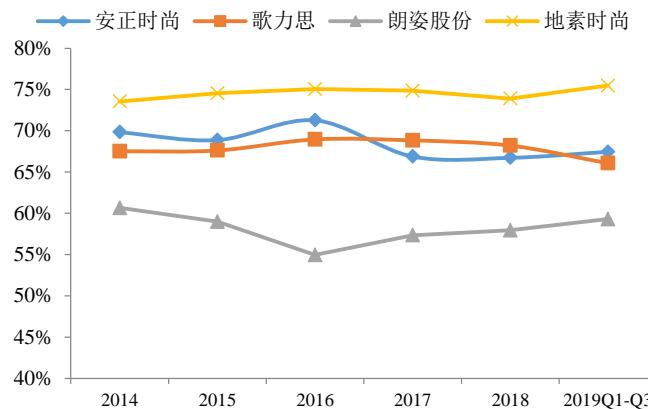


数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司服装业务毛利率较稳定，在同行可比公司中处于较高水平。2014-2019Q3 公司服装业务毛利率在 65%-72% 水平，整体较为稳定，在同行可比公司中处于较高水平。

2019Q1-Q3 公司服装业务毛利率 67.45%，高于歌力思 66.07%、朗姿股份 59.29%，低于地素时尚 75.47%。

图 11：公司与可比公司毛利率比较

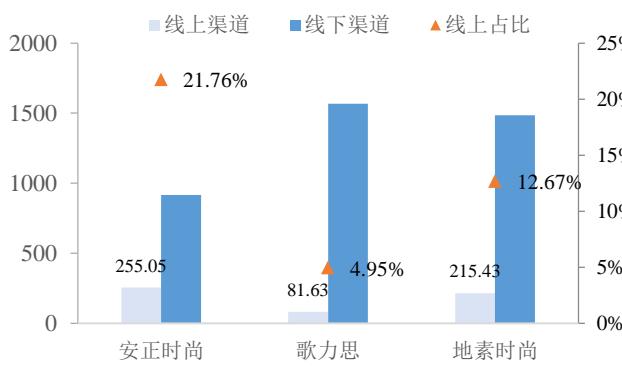


数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司与同行可比公司收入均以线下渠道为主，安正时尚线上渠道占比最高。得益于公司近年在线上渠道上的大力投入，公司线上渠道规模超出同行可比公司，占收入比重亦高于其他公司，2019Q1-Q3 安正时尚（已剔除电商代运营收入）、歌力思、地素时尚线上渠道收入分别为 2.55 亿元 /8,200 万元 /2.15 亿元，占营收比重分别为 21.76%/4.95%/12.67%。

公司在线下门店的数量上较同业公司有一定规模优势。截至 2019Q3，安正时尚/朗姿股份/歌力思/地素时尚线下门店数分别为 917/513/598/1068 家（朗姿股份门店数为截至 2019H1 数据），公司门店数高于朗姿股份、歌力思，略低于地素时尚，具有发达的线下销售网络。

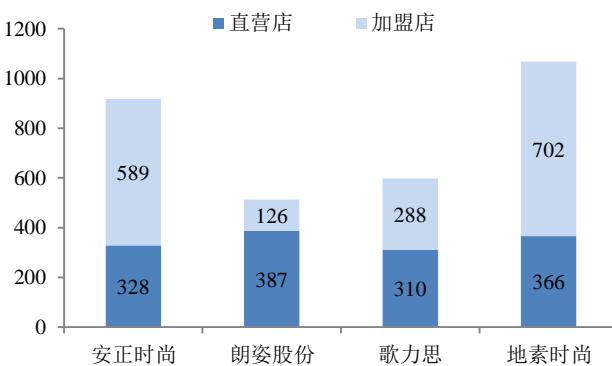
图 12：2019Q1-Q3 可比公司线上线下渠道收入（单位：百万元）



备注：安正时尚 2019Q1-Q3 线上渠道收入已剔除电商代运营收入

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13：2019Q3 可比公司线下门店结构比较



备注：朗姿股份门店数为截至 2019H1 数据

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

单店店效相对同行略低，随着渠道优化有望逐渐提高。由于歌力思、地素时尚均定位高端女装，同时安正时尚门店中存在部分为奥莱店，故安正时尚单店收入较歌力思、地素时尚略低。**直营模式下**，2018年安正时尚直营门店单店收入189万元，歌力思、地素时尚单店收入分别为458万元/241万元；**加盟模式下**，2018年安正时尚加盟门店单店提货额92万元，歌力思、地素时尚单店提货额分别为261万元/136万元。安正时尚的单店收入与可比公司相比较低，部分因素是公司多个新品牌的培育采用直营的方式开展，在培育期店效较低，以2018年为例，公司仅126家门店为玖姿品牌，占直营门店总数比例仅35%。随着公司线下渠道的逐步优化，单店店效有望得到提升。

表3：安正时尚单店收入在可比公司中较低

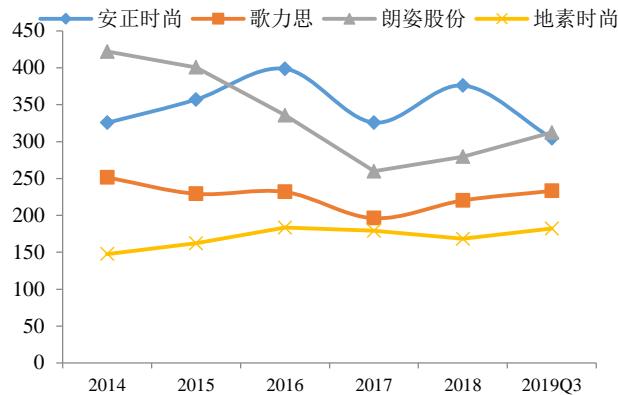
	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3
<b>直营模式（百万元）</b>						
<b>安正时尚</b>	<b>382.31</b>	<b>436.44</b>	<b>531.63</b>	<b>650.53</b>	<b>678.47</b>	<b>476.42</b>
直营门店数	237	270	312	336	359	328
单店收入（万元）	161.31	161.64	170.39	193.61	188.99	145.25
<b>歌力思</b>	<b>453.65</b>	<b>527.78</b>	<b>687.10</b>	<b>1,067.77</b>	<b>1,260.82</b>	<b>985.49</b>
直营门店数	160	161	206	239	275	310
单店收入（万元）	283.53	327.81	333.54	446.77	458.48	317.90
<b>地素时尚</b>		<b>785.09</b>	<b>811.57</b>	<b>863.12</b>	<b>910.09</b>	<b>762.66</b>
直营门店数		350	372	395	378	366
单店收入（万元）		224.31	218.16	218.51	240.77	208.38
<b>加盟模式（百万元）</b>						
<b>安正时尚</b>	<b>737.72</b>	<b>674.79</b>	<b>532.55</b>	<b>570.72</b>	<b>561.87</b>	<b>440.55</b>
加盟门店数	678	645	550	581	614	589
单店收入（万元）	108.81	104.62	96.83	98.23	91.51	74.80
<b>歌力思</b>	<b>228.00</b>	<b>220.07</b>	<b>308.87</b>	<b>729.95</b>	<b>826.43</b>	<b>581.10</b>
加盟门店数	194	186	268	294	317	288
单店收入（万元）	117.53	118.32	115.25	248.28	260.70	201.77
<b>地素时尚</b>		<b>984.09</b>	<b>878.42</b>	<b>882.30</b>	<b>929.75</b>	<b>722.74</b>
加盟门店数		701	620	643	684	702
单店收入（万元）		140.38	141.68	137.22	135.93	102.95

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从营运能力上看，公司存货周转及应收账款周转均有改善。存货周转天数方面，安正时尚存货周转天数虽略高于可比公司平均水平，但2019年第三季度存货周转天数下降，与朗姿股份持平，存货周转水平有所提升。应收账款周转天数在可比公司之中处于较优水平，且应收账款周转天呈现下降趋势，2019年Q3应收账款周转天数仅22天。在营业收入不断增长的背景下，安正时尚的存货管理表现稳健；经销商现金流健康，回

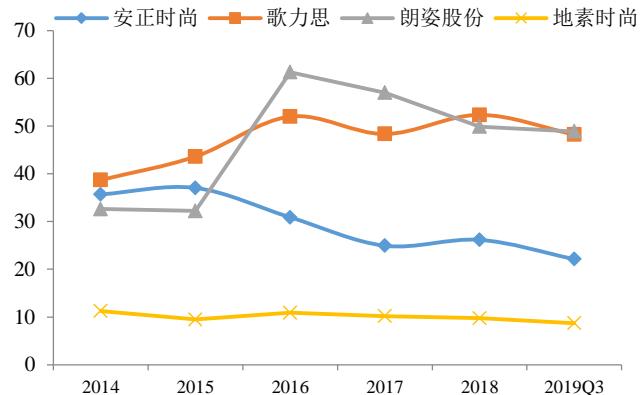
款顺畅。

图 14：安正时尚及可比公司存货周转天数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15：安正时尚及可比公司应收账款周转天数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 4. 外延并购切入电商代运营领域，享受新兴行业红利

### 4.1. 电商代运营行业规模快速扩大，行业集中度持续增长

品牌电商服务市场的规模在过去几年快速增长，2011-2018 年交易规模从 59 亿元增至 1,613 亿元，复合增速高达 60.4%，并持续保持着高速的增长趋势。根据艾瑞咨询的数据，截止 19 年 1 月，天猫运营服务商达到 950 家，其中第一梯队的四家公司占全行业 GMV 达到 32.1%（第一梯队占比从 16 年的 20%+上升至 18 年的 32%），第二梯队占比 31.5%，龙头集中趋势明显。在此背景下，我们认为礼尚信息作为具有专业全面的服务资源基础及深厚的品牌积累的领先服务商，充分享有行业快速增长的红利，凭借其出色的服务水平有望发挥马太效应、持续提升份额，并通过深挖价值链提升盈利能力。

表 4：电商代运营市场规模（单位：亿元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
电商 B2C 市场规模	2236	4639	8287	13701	20136	27393	38284	50164
yo <sup>y</sup>		107%	79%	65%	47%	36%	40%	31%
品牌电商服务市场交易规模	59	89	156	262	434	710	1107	1613
yo <sup>y</sup>		51%	75%	68%	66%	64%	56%	46%

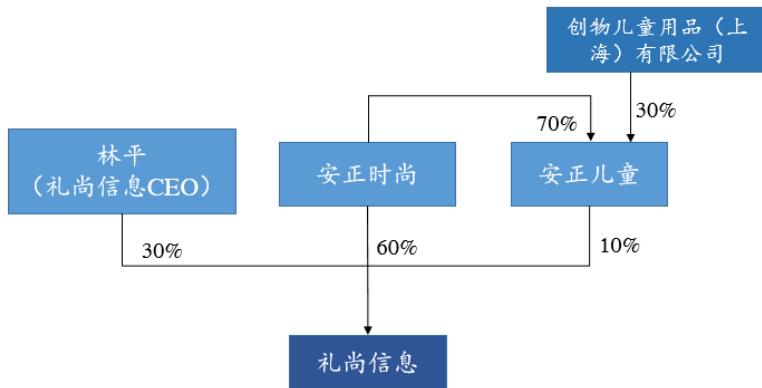
数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

### 4.2. 礼尚信息：专业电商代运营服务商

收购专业电商代运营服务商礼尚信息，拓展公司业务领域。2018 年 11 月，安正时尚全资子公司摩萨克及子公司安正儿童以 3.61 亿元收购礼尚信息 70% 股权，其中摩萨克持股 60%，安正儿童持股 10%（合总对价 5.2 亿元，收购时承诺 18-20 年扣非归母净利润 5500/6600/7700 万，对应 PE 为 9.4X/7.8X/6.7X），2019 年 4 月安正时尚受让摩萨克

所持全部礼尚信息股权，当前安正时尚/安正儿童/礼尚信息创始人及 CEO 林平分别持有礼尚信息 60%/10%/30%。

图 16：礼尚信息股权结构图（截至 2020/3/5）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

礼尚信息（注册商标为尚展电商）成立于 2011 年，是国内专业从事电子商务代运营业务的服务商，致力于为全球优秀品牌提供一站式的互联网商务集成解决方案。公司业务分为贸易类业务和服务类业务，业务范围包括开店前品牌咨询、电商代运营、电商推广、国内外物流解决方案等，与孩之宝、安佳、a2、费雪、北极狐、李宁、森宝等数十个海内外知名品牌建立了高效、稳固的合作关系。2018 年礼尚信息实现营业收入 6.77 亿元/yoY+47.47%，净利润 6,281 万元/yoY+104.8%。收购时公司承诺 2018-2020 年净利润分别不低于 5500/6600/7700 万元，2018 年实际净利润超出承诺金额的 14.2%，公司盈利能力持续向好。

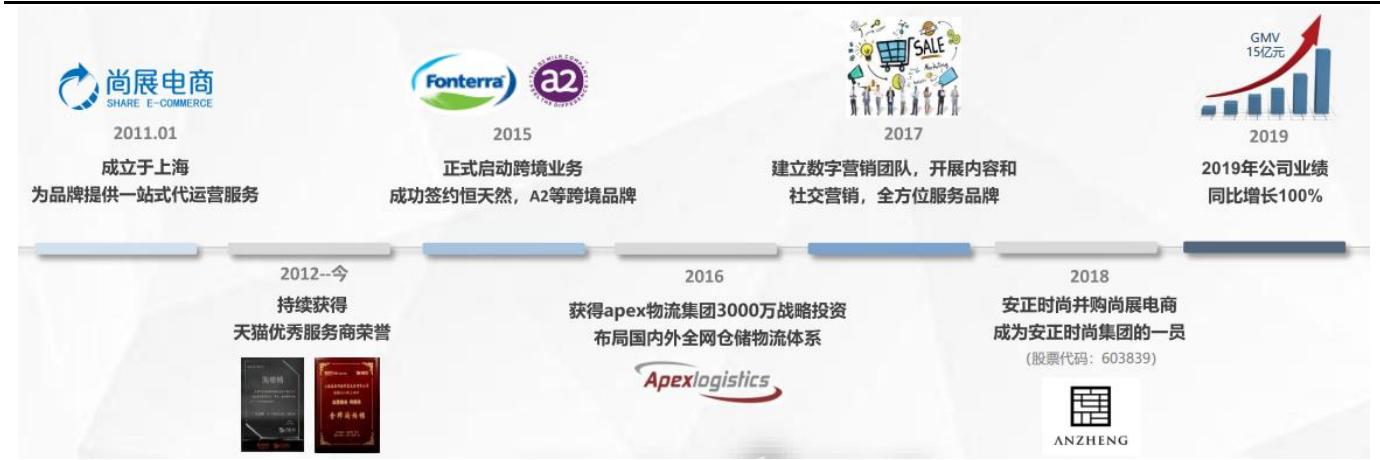
表 5：礼尚信息部分披露的收入及净利润（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020
收入	459.36	677.41		
yoY		47.47%		
净利润	30.67	62.81		
yoY		104.80%		
承诺扣非净利		55	66	77

备注：此处收入及净利润为礼尚信息全年业绩，非合并报表口径

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 17：礼尚信息发展历程



#### 4.2.1. 服务类业务：基于高效电商运营模式，合作品牌不断拓展

礼尚信息作为集电商运营与整合营销服务于一体的品牌电商服务商，具有专业全面的服务资源基础及深厚的品牌积累。公司年均触达超过1.5亿电商消费人群，经销客户全年销售额超过10亿。当前在母婴、食品保健、运动户外、宠粮家居类目的电商代运营平台中处于领先地位，公司的战略是在主力品类上持续做精做透，提升自身在价值链上的盈利占比，未来视客户资源或将合作品牌延伸至时尚生活、食品饮料、汽车、护肤日化等领域。

图 18：礼尚信息合作品牌（电商+数字营销）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 19：礼尚信息核心电商合作品牌



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

服务类业务内容包括电商数字营销策略、电商直播、品牌联合营销等。利用品牌数据银行对消费者行为进行分析，进一步设计营销推广方案，并对用户进行获客-转化-留存-复购/推荐的全生命周期运营。

图 20：李宁羽毛球旗舰店内容营销案例



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 21：费雪&amp;A2 联合营销案例



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

#### 4.2.2. 贸易类业务：拉通全渠道，提供跨境供应链解决方案

渠道方面，公司覆盖所有主流电商平台，包括天猫、京东、唯品会、拼多多等，触及 B2B、B2C、B2C2C 等多类型贸易渠道；供应链方面，公司拥有发达的供应链网络，国内在上海、香港均设有中心仓，上海中心仓占地面积 2 万平米，覆盖整体 B2C 业务，香港中心仓与 APEX 合作，月均吞吐量达到 50 万 PCS；海外与 APEX 物流集团合作，覆盖 70 余个国家，打通了海运、空运，妥投率达 97%。丰富的线上线下渠道及供应链资源为巩固品牌合作关系、拓展合作范围提供了有利保障。

图 22：礼尚信息国内仓储物流网络



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 23：礼尚信息国际供应链网络



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 盈利预测：服装主业稳中有进，礼尚信息如虎添翼大跨步向前

公司的服装主业从线上线下的拆分来看，我们预计公司线上未来两年仍然将维持20%~30%的增长，线下的渠道管理正在逐步提升的过程中，根据调整的先后顺序，直营门店的扩张会优于加盟，门店店效也有望逐步提升。

表 6：2019-2021 年服装业务按渠道拆分盈利预测（单位：百万元）

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>服装业务</b>	<b>1,513.84</b>	<b>1,687.68</b>	<b>1,878.58</b>	<b>2,068.51</b>
YOY	6.86%	11.48%	11.31%	10.11%
毛利率	66.72%	65.42%	64.43%	63.49%
<b>线上渠道</b>	<b>273.50</b>	<b>355.55</b>	<b>462.22</b>	<b>577.77</b>
YOY	39.93%	30.00%	30.00%	25.00%
毛利率	42.40%	42.40%	42.40%	42.40%
<b>线下渠道</b>	<b>1,240.34</b>	<b>1,332.13</b>	<b>1,416.37</b>	<b>1,490.74</b>
YOY	1.56%	7.40%	6.32%	5.25%
毛利率	70.16%	71.56%	71.62%	71.67%
门店数	973	988	1,003	1,018
单店收入（万元）	127.48	134.83	141.21	146.44
<b>其中：直营</b>	<b>678.47</b>	<b>742.15</b>	<b>802.80</b>	<b>858.77</b>
YOY	4.29%	9.39%	8.17%	6.97%
毛利率	72.53%	74.00%	74.00%	74.00%

直营门店数	359	374	389	404
单店收入 (万元)	188.99	198.44	206.37	212.57
<b>加盟</b>	<b>561.88</b>	<b>589.97</b>	<b>613.57</b>	<b>631.98</b>
YOY	-1.55%	5.00%	4.00%	3.00%
毛利率	67.30%	68.50%	68.50%	68.50%
加盟门店数	614	614	614	614
单店收入 (万元)	91.51	96.09	99.93	102.93

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

礼尚信息本身属于头部电商代运营企业，享受行业快速增长红利与马太效应，主力品类母婴类目的运营又需要较大的资金支持，安正时尚也于2018年10月11日/2020年1月9日两次分别借款5000万元/3.8亿元予礼尚信息，促进其业务快速发展。根据公司可调动的资金规模测算，我们预计公司的业绩成长性如下：

表7：礼尚信息19-21年收入及净利润预测（单位：百万元）

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>礼尚信息收入</b>	677.41	948.37	2,032.89	2,642.75
YOY		40.00%	114.35%	30.00%
毛利率	24.00%	30.00%	30.00%	30.00%
净利润	62.81	90	165	214.5
YOY		43.29%	83.33%	30.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

结合公司的理财与财政补贴情况，我们预计公司主要财务将入下表所示（由于疫情对服装主业影响较大，代运营业务主要受物流限制，影响相对可控，因此我们针对疫情的或有影响做了初步预估，并单独列示）：

表8：公司2019-2021年业绩预测（单位：百万元）

	2018	2019E	2020E	2020E (考虑疫情)	2021E
<b>总收入</b>	<b>1,649.26</b>	<b>2,640.49</b>	<b>3,915.91</b>	<b>3,784.41</b>	<b>4,715.70</b>
YOY	16.09%	60.10%	48.30%	43.32%	20.42%
毛利率	63.27%	52.59%	46.48%	45.86%	44.66%
销售费用	523.87	683.36	865.42	860.95	1,012.46
/总收入	31.76%	25.88%	22.10%	22.75%	21.47%
管理费用	146.67	187.21	248.27	245.99	309.35
/总收入	8.89%	7.09%	6.34%	6.50%	6.56%
研发费用	74.62	87.66	99.86	98.39	121.67
/总收入	4.52%	3.32%	2.55%	2.60%	2.58%
财务费用	-0.62	1.24	1.31	1.30	1.30

/总收入	-0.04%	0.05%	0.03%	0.03%	0.03%
投资净收益	79.61	60.00	60.00	60.00	60.00
归母净利润	<b>281.15</b>	<b>301.42</b>	<b>406.26</b>	<b>341.35</b>	<b>420.17</b>
YOY	2.96%	7.21%	34.78%	13.25%	3.43%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 5.2. 投资建议：礼尚信息业绩占比快速提升，估值体系重塑在即

公司的服装主业近两年处在体系化调整以寻求高效运营的过程中，我们预期未来将以直营门店为标杆，逐步走出低谷，参照可比公司给予 10X-15X 市盈率估值区间；礼尚信息得到上市公司资金背书后，马太效应充分发挥，增长进入快车道，参考行业可比代运营公司市盈率有望达到 40X-50X。

预计公司 19/20/21 年归母净利润分别同增 7.21%/34.78%/3.43% 至 3.01/4.06/4.20 亿元，其中礼尚信息归母净利润分别同增 43.29%/83.33%/30% 至 0.9/1.65/2.15 亿元，按 67% 的持股比例折算 19-21 年贡献利润为 0.6/1.11/1.44 亿元，除礼尚信息外其余利润 19-21 年分别为 2.41/2.96/2.76 亿元。

考虑分部估值，礼尚信息估值按照 40X-50X 计算，服装主业市盈率按照行业均值 12.5X 计算，公司整体市值也应向 80 亿以上看齐。公司当前市值 70.36 亿元，对应 19/20/21 年市盈率分别为 23.3X/17.3X/16.7X，叠加礼尚信息的高成长性与公司账上的丰富现金储备（2019 年三季报显示公司现金+交易性金融资产合计 10 亿以上），我们认为公司当前市值存在低估，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值水平（截至 2020/3/6）

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>服装类可比公司</b>				
<b>朗姿股份</b>				
营业收入（百万元）	2,661.55	3,014.76	2,973.75	3,275.00
YOY	13.10%	13.27%	-1.36%	10.13%
归母净利润（百万元）	210.45	66.86	184.8	240
YOY	12.20%	-68.23%	176.41%	29.87%
P/E（倍）	18.81	59.22	21.42	16.50
<b>歌力思</b>				
营业收入（百万元）	2,436.10	2,669.98	3,086.54	3,546.41
YOY	18.66%	9.60%	15.60%	14.90%
归母净利润（百万元）	365.01	402.71	484.72	580.02
YOY	20.74%	10.33%	20.36%	19.66%
P/E（倍）	12.39	11.23	9.33	7.80
<b>地素时尚</b>				

营业收入 (百万元)	2,100.45	2,432.00	2,756.60	3,100.90
YOY	7.94%	15.78%	13.35%	12.49%
归母净利润 (百万元)	574.11	629.8	726.2	820.4
YOY	19.59%	9.70%	15.31%	12.97%
P/E (倍)	16.83	15.34	13.30	11.77
<b>平均 PE</b>	<b>16.01</b>	<b>28.59</b>	<b>14.69</b>	<b>12.02</b>
<b>电商代运营类可比公司</b>				
<b>壹网壹创</b>				
营业收入 (百万元)	1,012.80	1,531.00	1,995.00	2,540.00
YOY	43.78%	51.17%	30.31%	27.32%
归母净利润 (百万元)	162.62	207	285	378
YOY	17.99%	27.29%	37.68%	32.63%
P/E (倍)		91.94	66.78	50.35
<b>宝尊电商</b>				
营业收入 (百万元)	5,393.04	7,244.80	9,433.70	11,563.97
YOY	29.99%	34.34%	30.21%	22.58%
归母净利润 (百万元)	269.71	324.38	576.67	838.84
YOY	29.13%	20.27%	77.78%	45.46%
P/E (倍)	42.43	42.2	23.74	16.32
<b>平均 PE</b>	<b>42.43</b>	<b>67.07</b>	<b>45.26</b>	<b>33.33</b>

备注：19-21 年歌力思、地素时尚、壹网壹创业绩预期来自东吴证券研究所预测，朗姿股份、宝尊电商为 Wind 一致预期。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 6. 风险提示

- 1) **服装主业渠道调整效果不达预期，存货周转压力增大。**公司过去几年致力于调整优化线下渠道，而公司作为中高端服装企业，终端销售受消费者喜好变化影响较大，若门店调整未能迎合消费者偏好，单店盈利能力提升可能受阻，进一步造成商品积压，影响公司营运周转效率。
- 2) **中高端女装市场竞争加剧的风险。**由于女装消费需求的差异化，国内女装市场较为分散。尽管头部品牌基于规模优势及品牌效应，具有较强的竞争力，但市场竞争者众多且进入门槛较低，故公司经营面临竞争加剧的风险。

## 安正时尚三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>2274.1</b>	<b>3071.1</b>	<b>3532.9</b>	<b>4040.8</b>	<b>营业收入</b>	<b>1649.3</b>	<b>2640.5</b>	<b>3915.9</b>	<b>4715.7</b>
现金	454.4	618.0	761.5	1056.8	营业成本	605.8	1251.9	2095.7	2609.5
应收款项	136.0	157.3	234.2	237.3	营业税金及附加	24.7	38.3	56.8	68.4
存货	791.1	1188.8	1475.9	1637.7	销售费用	523.9	683.4	865.4	1012.5
其他	892.5	1106.9	1061.3	1109.0	管理费用	146.7	187.2	248.3	309.4
<b>非流动资产</b>	<b>1415.7</b>	<b>1347.4</b>	<b>1342.3</b>	<b>1307.2</b>	<b>财务费用</b>	<b>(0.6)</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	79.6	60.0	60.0	60.0
固定资产	524.9	495.1	465.4	435.7	其他	(51.1)	37.9	58.9	90.4
无形资产	65.0	63.7	62.4	61.0	<b>营业利润</b>	<b>320.3</b>	<b>380.6</b>	<b>529.5</b>	<b>564.3</b>
其他	825.8	788.6	814.5	810.5	<b>营业外净收支</b>	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>3689.8</b>	<b>4418.5</b>	<b>4875.2</b>	<b>5348.0</b>	<b>利润总额</b>	<b>320.3</b>	<b>380.6</b>	<b>529.5</b>	<b>564.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>587.0</b>	<b>974.7</b>	<b>1139.9</b>	<b>1283.3</b>	<b>所得税费用</b>	39.3	49.5	68.8	73.4
短期借款	19.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	29.7	54.5	70.8
应付账款	171.0	455.0	476.4	567.4	<b>归属母公司净利润</b>	<b>281.2</b>	<b>301.4</b>	<b>406.3</b>	<b>420.2</b>
其他	397.1	519.7	663.4	716.0	<b>EBIT</b>	372.9	518.0	706.5	784.4
<b>非流动负债</b>	<b>313.6</b>	<b>299.1</b>	<b>302.8</b>	<b>304.6</b>	<b>EBITDA</b>	445.8	587.6	776.6	855.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	313.6	299.1	302.8	304.6	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债总计</b>	<b>900.6</b>	<b>1273.7</b>	<b>1442.7</b>	<b>1588.0</b>	每股收益(元)	0.70	0.75	1.01	1.05
少数股东权益	46.7	69.8	69.8	69.8	每股净资产(元)	6.78	7.65	8.37	9.18
归属母公司股东权益	2789.2	3144.8	3432.5	3760.0	发行在外股份(百万股)	404.2	401.8	401.8	401.8
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3689.8</b>	<b>4418.5</b>	<b>4875.2</b>	<b>5348.0</b>	ROIC(%)	11.5%	14.3%	17.9%	18.1%
					ROE(%)	10.5%	10.2%	12.4%	11.7%
					毛利率(%)	63.3%	52.6%	46.5%	44.7%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EBIT Margin(%)	22.6%	19.6%	18.0%	16.6%
经营活动现金流	95.1	186.4	397.0	522.1	销售净利率(%)	17.0%	12.5%	11.8%	10.4%
投资活动现金流	127.0	227.0	(47.7)	28.5	资产负债率(%)	24.4%	28.8%	29.6%	29.7%
筹资活动现金流	(155.1)	(249.7)	(205.8)	(227.5)	收入增长率(%)	16.1%	60.1%	48.3%	20.4%
现金净增加额	67.5	163.6	143.5	323.1	净利润增长率(%)	3.0%	7.2%	34.8%	3.4%
折旧与摊销	72.9	69.6	70.1	71.3	P/E	25.0	23.3	17.3	16.7
资本开支	1.6	0.6	1.6	2.6	P/B	2.57	2.29	2.09	1.91
营运资本变动	(244.3)	(226.8)	(153.1)	(69.1)	EV/EBITDA	15.8	12.0	9.1	8.2
企业自由现金流	153.9	294.1	533.2	687.2					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

### 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，并注明出自为东吴证券研究所，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>