

19 年业绩符合预期，电商代运营业务持续高增买入（维持）

2020 年 04 月 02 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

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2438.1	3888.4	4667.5	5613.5
同比（%）	47.8%	59.5%	20.0%	20.3%
归母净利润（百万元）	302.7	395.9	403.9	476.1
同比（%）	7.7%	30.8%	2.0%	17.9%
每股收益（元/股）	0.75	0.99	1.01	1.19
P/E（倍）	17.4	13.3	13.1	11.1

投资要点

■ **事件：**公司公布年报，2019 年收入同增 47.8%至 24.38 亿元，归母净利润同增 7.67%至 3.03 亿元。其中，礼尚信息收入同增 24.25%至 8.42 亿元（报表口径同增 542.55%），净利润同增 39.02%至 8732 万元，以 67%股权计算，礼尚信息为上市公司贡献 5850 万元归母净利润。

■ **服装主业+电商代运营齐头并进，电商代运营业务持续高增。**服装主业方面，公司 2019 年通过对外投资及合资经营的方式获得国内童装品牌“青蛙王子”50%股权及韩国中高端童装“阿路和如”在中华区的所有业务与经营权，实现了对童装市场的战略布局，2019 年服装业务收入同增 4.85%至 15.87 亿元。**电商代运营业务方面，**公司控股的礼尚信息深耕母婴、食品保健、运动户外、宠粮家居等领域，2019 年收入同增 24.25%至 8.42 亿元（以安正时尚报表口径同增 542.55%），预计未来随着电商代运营业务分拆上市后资源上台阶，礼尚有望持续保持高增长态势。

■ **从渠道来看，公司着力优化线下渠道、布局新零售渠道。**线下渠道：公司继续优化服装品牌线下渠道结构，在不考虑新增阿路和如品牌门店的情况下，2019 年公司分别关停 36 家、33 家直营及加盟门店。在内部调整及外延扩张的双重作用下，19 年公司直营模式增速 10.56%，加盟模式增速 15.77%。**线上渠道：**积极布局线上新零售渠道，在电商代运营业务推动下线上渠道取得 154%的高增速。

■ **从品牌来看，1) 玖姿主品牌：**调整见效，在减少 19 家门店基础上仍实现 9.5%的增长；2) 尹默、安正、摩萨克、斐娜晨：伴随渠道调整，四个成人服装品牌规模略有缩减，收入增速分别为-0.37%/-5.82%/-25.02%/-13.13%；3) STELLA MCCARTNEY：低基数下快速成长，19 年规模突破 1200 万元。

■ **财务上需要关注的部分：1) 毛利率端：**电商代运营业务毛利率 31.86%，同比提高 7.75pct，服装业务毛利率 64.41%，同比下降 2.31pct，整体上由于电商代运营业务占比的提升，19 年毛利率下降 10.2pct 至 53.13%。2) **营运端：**基于礼尚并表，存货周转天数缩减 79 天至 297 天，19 年底 11 亿存货中，预计礼尚信息库存 3 亿上下，由于礼尚业务发展增长较快，贡献了较大比例的库存增幅。

■ **盈利预测与投资评级：**暂不考虑疫情影响，我们预计 20-22 年公司整体归母净利润同增 30.8%/2.0%/17.9%至 3.96/4.04/4.76 亿元，其中礼尚信息整体业绩预期为 1.65 亿/2.15 亿/2.79 亿元。考虑分部估值并按照礼尚拆分上市后上市公司权益占比 50.5%计，2021 年公司主业业绩为 2.95 亿，市盈率按行业均值 12.5X，对应市值 37 亿，礼尚信息 2021 年为上市公司贡献业绩为 1.09 亿，估值按照 40X-50X 计算，公司切换至 2021 年估值后，整体市值安全边际在 70 亿以上，当前市值存在低估，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情对服装主业影响超出预期，市场竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.13
一年最低/最高价	10.03/19.57
市净率(倍)	1.88
流通 A 股市值(百万元)	5253.34

基础数据

每股净资产(元)	7.00
资产负债率(%)	26.56
总股本(百万股)	401.64
流通 A 股(百万股)	400.10

相关研究

- 1、《安正时尚 (603839)：拆分礼尚信息，代运营业务腾飞在即》2020-03-25
- 2、《安正时尚 (603839)：母婴电商代运营利润占比迅速提升，价值重估一触即发》2020-03-07

表 1：按行业拆分主营业务收入（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2
主营业务收入	1,170.46	1,223.03	1,195.46	1,416.71	1,644.82	2,428.87	750.75	894.07	1,120.83	1,308.04
YOY	49.37%	4.49%	-2.25%	18.51%	16.10%	47.67%	20.19%	12.88%	49.29%	46.30%
毛利率	69.82%	68.87%	71.27%	66.88%	63.33%	53.13%	68.38%	59.09%	56.03%	50.65%
服装业务	1,170.46	1,223.03	1,195.46	1,416.71	1,513.83	1,587.22	750.75	763.09	756.20	831.02
YOY	49.37%	4.49%	-2.25%	18.51%	6.86%	4.85%	20.19%	-3.66%	0.73%	8.90%
收入占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	92.04%	65.35%	100.00%	85.35%	67.47%	63.53%
毛利率	69.82%	68.87%	71.27%	66.88%	66.72%	64.41%	68.38%	65.09%	69.02%	60.21%
电商代运营业务					130.99	841.65		130.99	364.63	477.02
YOY						542.55%				264.18%
收入占比					7.96%	34.65%	26.69%	7.96%	32.53%	36.47%
毛利率					24.11%	31.86%		24.11%	29.08%	33.98%
礼尚信息整体收入				459.36	677.41	841.65				
YOY					47.47%	24.25%				
礼尚信息净利润				30.67	62.81	87.32				
YOY					104.80%	39.02%				
礼尚信息承诺净利					55	66				
润										

备注：电商代运营业务于 18 年并购礼尚信息后并表，故上表补充列示还原后的礼尚信息整体营收及净利润规模

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：按渠道拆分主营业务收入（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2
线上	50.43	111.81	131.28	195.46	404.48	1,028.27	114.34	290.14	329.35	698.93
YOY	57.44%	121.71%	17.42%	48.89%	106.94%	154.22%	44.00%	150.00%	188.03%	140.90%
收入占比	4.31%	9.14%	10.98%	13.80%	24.59%	42.34%	15.23%	32.45%	29.38%	53.43%
毛利率		60.48%	47.68%	46.16%	42.40%	38.05%	42.70%	42.28%	37.43%	38.34%
线下	1,120.04	1,111.23	1,064.17	1,221.25	1,240.34	1,400.60	636.41	603.93	594.46	806.14
YOY	49.03%	-0.79%	-4.23%	14.76%	1.56%	12.92%	16.72%	-10.66%	-6.59%	33.48%
收入占比							84.77%	67.55%	53.04%	61.63%
毛利率	71.41%	69.71%	73.94%	70.20%	70.16%	71.45%	71.65%	68.59%	72.49%	70.67%
其中：直营	382.31	436.44	531.63	650.53	678.47	750.09	365.93	312.54	323.70	426.39
YOY		14.16%	21.81%	22.37%	4.29%	10.56%	16.38%	-7.01%	-11.54%	36.43%
占线下收入比							57.50%	51.75%	54.45%	52.89%
毛利率	77.92%	79.25%	77.91%	72.96%	72.53%	74.00%	72.68%	72.35%	73.46%	74.41%
渠道数	237	270	312	336	359	378	349	359	336	378

加盟	737.72	674.79	532.55	570.72	561.88	650.51	270.48	291.40	270.77	379.74
YOY	-1.82%	-8.53%	-21.08%	7.17%	-1.55%	15.77%	17.18%	-14.27%	0.11%	30.32%
占线下收入比							42.50%	48.25%	45.55%	47.11%
毛利率	68.03%	65.95%	69.98%	67.04%	67.30%	68.50%	70.26%	64.55%	71.34%	66.48%
渠道数	678	645	550	581	614	677	603	614	603	677

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：按品牌拆分主营业务收入（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2
玖姿	919.16	815.22	847.27	936.12	1,038.47	1,136.81	494.41	544.06	542.98	593.83
YOY	-5.03%	-11.31%	3.93%	10.49%	10.93%	9.47%	27.11%	-0.56%	9.82%	9.15%
收入占比	78.53%	66.66%	70.87%	66.08%	63.14%	46.80%	65.86%	60.85%	48.44%	45.40%
毛利率	71.35%	68.04%	68.19%	65.30%	65.00%	62.28%	67.07%	63.12%	67.63%	57.39%
渠道数		727	630	691	692	673	696	692	689	673
尹默	123.96	151.99	193.36	214.17	222.94	222.12	115.05	107.89	102.62	119.49
YOY	22.36%	22.62%	27.22%	10.76%	4.09%	-0.37%	10.75%	-2.17%	-10.80%	10.75%
收入占比	10.59%	12.43%	16.17%	15.12%	13.55%	9.14%	15.32%	12.07%	9.16%	9.14%
毛利率	76.51%	82.23%	80.80%	76.68%	76.69%	74.79%	77.36%	75.98%	77.86%	72.15%
渠道数		77	88	90	103	82	100	103	97	82
安正	29.98	35.88	54.55	74.79	74.87	70.51	44.05	30.82	39.22	31.29
YOY	33.99%	19.68%	52.04%	37.11%	0.10%	-5.82%	8.50%	-9.87%	-10.98%	1.54%
收入占比	2.56%	2.93%	4.56%	5.28%	4.55%	2.90%	5.87%	3.45%	3.50%	2.39%
毛利率	65.64%	76.61%	69.15%	71.01%	75.50%	73.23%	75.26%	75.84%	78.73%	66.34%
渠道数		33	32	36	46	31	41	46	42	31
摩萨克	11.17	24.38	30.63	35.37	31.01	23.25	13.67	17.34	10.36	12.89
YOY		118.34%	25.60%	15.47%	-12.31%	-25.02%	-32.09%	13.83%	-24.19%	-25.67%
收入占比	0.95%	1.99%	2.56%	2.50%	1.89%	0.96%	1.82%	1.94%	0.92%	0.99%
毛利率	60.74%	72.37%	73.58%	61.29%	52.11%	49.08%	49.06%	54.51%	57.87%	42.01%
渠道数		18	25	15	31	35	18	31	29	35
斐娜展	0.73	12.06	53.13	102.24	114.48	99.45	63.23	51.25	42.57	56.88
YOY		1543.2%	340.72%	92.41%	11.98%	-13.13%	57.33%	-17.40%	-32.68%	10.98%
收入占比	0.06%	0.99%	4.44%	7.22%	6.96%	4.09%	8.42%	5.73%	3.80%	4.35%
毛利率	75.92%	77.73%	80.60%	77.25%	73.13%	73.52%	74.96%	70.87%	75.59%	71.97%
渠道数		24	45	85	98	79	97	98	78	79
STELLA MCCARTNEY					0.90	12.76		0.90	6.19	6.57
YOY						1319.2%				630.55%

收入占比					0.05%	0.53%		0.10%	0.55%	0.50%
毛利率					18.06%	39.29%		18.06%	31.61%	46.53%
渠道数					3	4		3	4	4
其他品牌	85.47	183.50	16.51	54.03	32.06	35.08	20.33	11.72	18.44	16.64
YOY		114.70%	-91.00%	227.20%	-40.66%	9.44%	-34.14%	-49.36%	-9.30%	41.93%
收入占比		15.00%	1.38%	3.81%	1.95%	1.44%	2.71%	1.31%	1.65%	1.27%
电商代运营					130.99	839.08		130.99	364.63	474.45
YOY						540.59%				262.21%
收入占比					7.96%	34.55%		14.65%	32.53%	36.27%
毛利率					24.11%	31.77%		24.11%	29.08%	33.84%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4：安正时尚财务三表单季度数据摘要（单位：百万元）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2018 全年	2019 全年
利润表摘要										
营业收入	391.24	360.89	409.84	487.28	553.47	570.93	666.57	647.10	1649.26	2438.06
YOY	26.84%	13.98%	10.48%	14.76%	41.46%	58.20%	62.64%	32.80%	16.09%	47.83%
营业成本	122.43	115.85	138.02	229.53	255.70	250.34	320.37	320.22	605.82	1,146.64
毛利润	268.82	245.04	271.83	257.75	297.76	320.59	346.19	326.88	1,043.44	1,291.42
YOY	23.75%	13.20%	10.46%	-3.97%	10.77%	30.83%	27.36%	26.82%	34.05%	15.52%
毛利率	68.71%	67.90%	66.32%	52.90%	53.80%	56.15%	51.94%	50.51%	63.27%	52.97%
期间费用	155.05	179.32	152.89	208.71	148.43	196.56	204.47	243.39	669.92	792.85
YOY	-15.81%	-0.91%	-39.37%	-53.43%	-34.97%	-40.60%	-30.24%	-34.97%	32.55%	17.30%
期间费用率	39.63%	49.69%	37.31%	42.83%	26.82%	34.43%	30.67%	37.61%	40.62%	32.52%
销售费用	111.27	123.71	117.01	171.89	121.17	147.53	168.46	194.28	523.87	631.45
销售费用率	28.44%	34.28%	28.55%	35.27%	21.89%	25.84%	25.27%	30.02%	31.76%	25.90%
管理费用	44.13	56.07	36.02	36.50	31.79	46.94	34.53	48.04	146.67	161.30
管理费用率	11.28%	15.54%	8.79%	7.49%	5.74%	8.22%	5.18%	7.42%	8.89%	6.62%
研发费用			23.15	25.42	17.10	18.30	17.83	27.24	74.62	80.47
研发费用率			5.65%	5.22%	3.09%	3.21%	2.68%	4.21%	4.52%	3.30%
财务费用	-0.35	-0.46	-0.14	0.32	-4.52	2.08	1.48	1.06	-0.62	0.10
财务费用率	-0.09%	-0.13%	-0.03%	0.07%	-0.82%	0.36%	0.22%	0.16%	-0.04%	0.00%
资产减值损失	9.50	8.91	13.01	28.70	9.54	-10.12	-16.15	-23.03	60.13	-58.84
投资净收益	9.05	27.49	10.68	32.38	8.14	22.58	9.96	2.82	79.61	43.49
营业利润	107.48	84.99	94.55	33.24	125.79	116.48	114.06	25.14	320.26	381.48
YOY	31.81%	21.13%	12.19%	-58.45%	17.03%	37.06%	20.64%	-24.35%	1.35%	19.12%
营业利润率	27.47%	23.55%	23.07%	6.82%	22.73%	20.40%	17.11%	3.89%	19.42%	15.65%

加:营业外收入	0.02	0.08	0.16	0.19	0.11	0.15	0.23	0.19	0.44	0.68
减:营业外支出	0.02	0.01	0.04	0.29	0.28	0.02	0.00	0.09	0.36	0.39
利润总额	107.49	85.06	94.66	33.13	125.63	116.61	114.29	25.24	320.34	381.77
YOY	30.54%	21.30%	12.19%	-58.28%	16.88%	37.09%	20.73%	-23.82%	1.29%	19.18%
减:所得税	15.55	14.67	10.38	-1.26	19.77	16.98	20.64	-3.31	39.34	54.09
所得税率	14.46%	17.25%	10.97%	-3.81%	15.74%	14.57%	18.06%	-13.11%	13.20%	12.96%
净利润	91.94	70.39	84.28	34.40	105.85	99.63	93.65	28.55	281.01	327.67
YOY	30.09%	19.83%	12.10%	-49.77%	15.13%	41.54%	11.11%	-17.00%	2.91%	16.61%
净利率	23.50%	19.55%	20.60%	7.02%	18.36%	15.89%	12.84%	3.83%	17.04%	13.44%
少数股东权益	-	-0.17	-0.14	0.17	4.25	8.92	8.04	3.74	-0.14	24.96
归母净利润	91.94	70.56	84.42	34.23	101.60	90.71	85.61	24.81	281.15	302.72
YOY	30.09%	20.11%	12.29%	-50.01%	10.51%	28.56%	1.40%	-27.53%	2.96%	7.67%
资产负债表摘要										
存货	445.36	565.22	663.70	791.11	776.92	837.85	1,072.86	1,099.26	791.11	1,099.26
YOY	17.97%	47.29%	38.58%	66.80%	74.45%	48.23%	61.65%	38.95%	66.80%	38.95%
应收账款	106.67	112.73	132.24	136.05	140.94	130.46	157.49	192.94	136.05	192.94
YOY	30.37%	25.20%	38.18%	31.23%	32.13%	15.72%	19.10%	41.82%	31.23%	41.82%
现金流量表摘要										
经营性现金流	-4.81	-38.57	55.01	83.46	63.33	-33.64	19.72	-38.40	95.10	11.01
净额										
投资性现金流	-138.25	51.56	35.97	177.72	-381.65	391.40	12.08	86.22	127.01	108.05
净额										
筹资性现金流	-0.06	-133.19	-2.01	-19.84	225.93	-99.73	-167.60	-34.09	-155.10	-75.50
净额										
现金及现金等	-143.45	-119.81	89.26	241.46	-93.13	258.15	-134.64	12.56	67.45	42.93
价物净增加额										

数据来源:公司公告, 东吴证券研究所

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)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2291.8	3038.7	3291.3	3595.1	营业收入	2438.1	3888.4	4667.5	5613.5
现金	559.7	578.3	674.9	791.2	营业成本	1146.6	2029.4	2520.0	3133.6
应收款项	134.8	254.0	212.8	259.4	营业税金及附加	19.2	56.4	67.7	81.4
存货	1099.3	1136.2	1320.2	1457.5	销售费用	631.4	933.2	1073.5	1235.0
其他	497.9	1070.2	1083.4	1087.1	管理费用	161.3	233.3	280.0	308.7
非流动资产	1662.7	1404.3	1419.3	1442.8	财务费用	0.1	1.0	1.1	1.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	43.5	87.0	60.0	60.0
固定资产	515.7	513.4	529.7	544.0	其他	54.4	(0.5)	79.2	88.1
无形资产	60.7	62.4	61.0	62.4	营业利润	381.5	548.6	586.0	705.7
其他	1086.3	828.5	828.6	836.5	营业外净收支	0.3	0.3	0.3	0.3
资产总计	3954.4	4442.9	4710.6	5038.0	利润总额	381.8	548.9	586.3	706.0
流动负债	894.7	936.2	972.8	1146.4	所得税费用	54.1	71.4	76.2	91.8
短期借款	277.5	277.5	277.5	277.5	少数股东损益	25.0	81.7	106.2	138.1
应付账款	228.1	351.7	368.3	451.6	归属母公司净利润	302.7	395.9	403.9	476.1
其他	389.1	307.1	327.0	417.3	EBIT	498.7	692.5	793.9	936.2
非流动负债	155.4	122.0	123.5	121.2	EBITDA	568.8	762.8	865.5	1006.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标				
其他	155.4	122.0	123.5	121.2		2019	2020E	2021E	2022E
负债总计	1050.1	1058.2	1096.3	1267.6	每股收益(元)	0.75	0.99	1.01	1.19
少数股东权益	93.9	93.9	93.9	93.9	每股净资产(元)	6.99	8.19	8.76	9.15
归属母公司股东权益	2810.4	3290.8	3520.3	3676.4	发行在外股份(百万股)	401.8	401.6	401.6	401.6
负债和股东权益总计	3954.4	4442.9	4710.6	5038.0	ROIC(%)	13.6%	16.5%	17.7%	20.1%
现金流量表 (百万元)					ROE(%)	10.6%	12.6%	11.5%	13.3%
	2019	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	53.0%	47.8%	46.0%	44.2%
经营活动现金流	11.0	660.7	485.8	906.3	EBIT Margin(%)	20.5%	17.8%	17.0%	16.7%
投资活动现金流	108.0	(640.4)	(344.6)	(722.1)	销售净利率(%)	13.4%	12.3%	10.9%	10.9%
筹资活动现金流	(75.5)	(1.7)	(44.6)	(67.9)	资产负债率(%)	26.6%	23.8%	23.3%	25.2%
现金净增加额	42.9	18.6	96.6	116.3	收入增长率(%)	47.8%	59.5%	20.0%	20.3%
折旧与摊销	70.1	70.3	71.6	70.0	净利润增长率(%)	7.7%	30.8%	2.0%	17.9%
资本开支	0.1	0.1	0.1	0.1	P/E	17.4	13.3	13.1	11.1
营运资本变动	(398.3)	107.6	(119.4)	201.3	P/B	1.88	1.60	1.50	1.43
企业自由现金流	106.0	780.5	643.0	1085.9	EV/EBITDA	9.8	7.3	6.4	5.5

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>