

投资评级 优于大市 维持

礼尚超额完成业绩承诺，主品牌逐季改善

股票数据

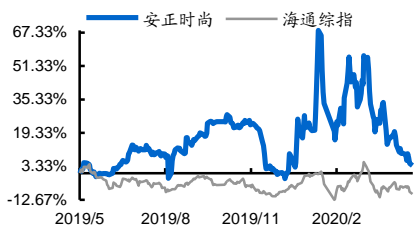
04月29日收盘价(元)	11.99
52周股价波动(元)	10.03-19.57
总股本/流通A股(百万股)	402/400
总市值/流通市值(百万元)	4667/4649

相关研究

《礼尚超额完成业绩承诺，主品牌逐季改善》
 2020.04.03

《抓电商创新高增，19H1扣非净利润同增30%》
 2019.08.16

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-22.5	-21.3	-22.3
相对涨幅(%)	-26.3	-19.0	-18.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:梁希

Tel:(021)23219407

Email:lx11040@htsec.com

证书:S0850516070002

联系人:刘溢

Tel:(021)23219748

Email:ly12337@htsec.com

投资要点:

- **2020Q1 公司收入增 2.9%，归母净利润降 24%。**2020Q1 公司实现收入 5.7 亿元，同比增 2.9%，归母净利润 7737 万元，同比降 24%，毛利率 49.6%，同比下降 4.20pct，销售费用率 22.73%，同比提升 0.84pct，管理费用率 7.38%，同比提升 1.64pct。
- **疫情影响盈利能力，服装毛利率同比降 4.57pct。**为了对应疫情导致的需求降低，公司对产品进行了折扣销售，有利于回笼现金，保持健康的库存，但毛利率相应有所下降，一季度服装业务毛利率同比下降 4.57pct 至 63.5%，其中玖姿和尹默两大主力品牌毛利率分别降 6.20、2.94pct 至 59.7%、74.3%，同时因公司自有部分生产，固定费用支出导致成本提升，也影响了整体毛利率，费用端直营店铺在租金和人员费用开支固定，导致费用率提高。
- **积极运用电商新业态，带动整体增长。**20Q1 公司服装业务收入 3.72 亿元，同比降 4.0%，显著好于行业表现，我们判断主要因公司较早发起线上业务，激活原有线下会员，转交易至线上。服装电商实现收入 1.52 亿元，同比增 110%，占比服装业务达 40%，分品牌看尹默收入同比增 20%，好于另一主要品牌玖姿，我们认为尹默较早展开小程序、微商场等业务，促进疫情期间销售增长，玖姿收入同比降 15%，表现依然好于行业，快速启动电商业务，帮助公司应对疫情带来的线下客流减少情况。
- **礼尚信息保持高增长，收入同增 20%。**公司代运营子公司礼尚信息实现收入 1.96 亿元，同增 20%，我们认为礼尚处于电商渠道，在疫情期间受到的影响小于线下，且在复产复工后业务快速恢复，另外所处的母婴赛道，为标准必需品，消费稳定，在线下门店闭店时期获得线上化带来的增量，实现了高速增长。同时我们看到，公司整体的存货达到 14 亿元，同比增加 80%，我们判断礼尚因大力发展业务，增加备货，导致整体存货增长，随业务持续开展，存货周转将达到稳定水平。公司整体经营性现金净流出 3.46 亿元，我们认为服装业务经营稳定，或仍保持正现金流，电商业务因备货支出及回款或导致现金流净流出。
- **子公司拆分，上市公司价值将获重估。**公司公告将礼尚信息拆分，并将在深交所上市，我们认为礼尚信息作为优质的电商代运营商，处于优质行业赛道，同时经营能力行业领先，未来仍将保持高速增长，拆分上市后企业价值或将得到重估，安正时尚作为控股公司（拆分后持有 53.5%）整体估值或将提升。
- **盈利预测与估值。**我们预计 2020、2021 年净利润 3.14、3.78 亿元，同比增速为 3.6%、20.5%，给予公司 2020 年 PE 估值区间 22-23 倍，对应合理价值区间 17.18-17.97 元/股，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**宏观经济波动，终端零售疲弱，行业竞争加剧。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1649	2438	2735	3260	3990
(+/-)YoY(%)	16.1%	47.8%	12.2%	19.2%	22.4%
净利润(百万元)	281	303	314	378	460
(+/-)YoY(%)	3.0%	7.7%	3.6%	20.5%	21.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.70	0.75	0.78	0.94	1.14
毛利率(%)	63.3%	53.0%	50.9%	50.3%	50.0%
净资产收益率(%)	7.5%	9.4%	10.5%	11.7%	13.0%

资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 市盈率相对估值比较

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润 (百万元)				市盈率 (X)			
				2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E
歌力思	603808.SH	35	10.61	365	400	466	545	10	9	8	6
锦泓集团	603518.SH	16	6.24	273	109	141	209	6	14	11	8
朗姿股份	002612.SZ	31	7.04	210	59	150	-	15	53	21	-
平均值								10	25	13	7

资料来源: Wind, 海通证券研究所; 收盘价取 2020/04/29 数据, 2019-2021 年歌力思归母净利润为 wind 一致预期, 2020-2021 年锦泓集团、朗姿股份净利润为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	2438	2735	3260	3990
每股收益	0.75	0.78	0.94	1.14	营业成本	1147	1342	1622	1997
每股净资产	7.00	7.43	8.02	8.81	毛利率%	53.0%	50.9%	50.3%	50.0%
每股经营现金流	0.03	0.51	0.45	0.45	营业税金及附加	19	21	26	31
每股股利	0.35	0.35	0.35	0.35	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	631	708	844	1034
P/E	15.91	15.35	12.74	10.48	营业费用率%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%
P/B	1.71	1.61	1.50	1.36	管理费用	161	181	216	264
P/S	1.98	1.76	1.48	1.21	管理费用率%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
EV/EBITDA	9.82	11.01	9.54	7.82	EBIT	399	392	445	533
股息率%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	财务费用	0	1	-4	-8
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%
毛利率	53.0%	50.9%	50.3%	50.0%	资产减值损失	-59	-24	-24	-24
净利润率	12.4%	11.5%	11.6%	11.5%	投资收益	43	49	75	92
净资产收益率	9.4%	10.5%	11.7%	13.0%	营业利润	381	428	516	627
资产回报率	7.7%	7.6%	8.6%	9.2%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	10.5%	10.1%	10.9%	11.7%	利润总额	382	428	516	627
盈利增长 (%)					EBITDA	469	411	464	552
营业收入增长率	47.8%	12.2%	19.2%	22.4%	所得税	54	61	73	89
EBIT 增长率	43.4%	-1.9%	13.6%	19.7%	有效所得税率%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
净利润增长率	7.7%	3.6%	20.5%	21.6%	少数股东损益	25	54	65	79
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	303	314	378	460
资产负债率	26.6%	23.9%	22.3%	23.2%					
流动比率	2.56	2.97	3.33	3.33	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.27	1.33	1.36	1.32	货币资金	560	491	460	575
现金比率	0.63	0.59	0.56	0.58	应收账款及应收票据	194	217	259	317
经营效率指标					存货	1099	1287	1555	1915
应收帐款周转天数	28.88	28.88	28.88	28.88	其它流动资产	439	456	483	519
存货周转天数	349.92	349.92	349.92	349.92	流动资产合计	2292	2451	2756	3326
总资产周转率	0.62	0.67	0.74	0.80	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.73	5.40	6.56	8.17	固定资产	516	507	497	488
					在建工程	24	22	19	17
					无形资产	61	56	52	48
					非流动资产合计	1663	1661	1660	1659
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	3954	4113	4417	4985
净利润	303	314	378	460	短期借款	277	124	0	0
少数股东损益	25	54	65	79	应付票据及应付账款	228	267	323	397
非现金支出	142	43	43	43	预收账款	67	75	89	109
非经营收益	-54	-40	-72	-92	其它流动负债	323	360	416	492
营运资金变动	-405	-168	-234	-307	流动负债合计	895	826	828	999
经营活动现金流	11	203	179	182	长期借款	0	0	0	0
资产	-63	-18	-18	-18	其它长期负债	155	155	155	155
投资	-208	0	0	0	非流动负债合计	155	155	155	155
其他	379	49	75	92	负债总计	1050	982	983	1154
投资活动现金流	108	31	57	74	实收资本	402	402	402	402
债权募资	569	-153	-124	0	普通股股东权益	2810	2983	3221	3540
股权募资	9	0	0	0	少数股东权益	94	148	212	291
其他	-654	-149	-143	-141	负债和所有者权益合计	3954	4113	4417	4985
融资活动现金流	-75	-302	-268	-141					
现金净流量	43	-69	-31	115					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 29 日

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

梁希 纺织服装行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 歌力思,安正时尚,罗莱生活,伟星股份,滔搏,地素时尚,七匹狼,台华新材,锦泓集团,比音勒芬,太平鸟,健盛集团,安踏体育,跨境通,森马服饰,海澜之家

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。