

投资评级 优于大市 维持

## 电商代运营 Q2 收入同增 86%，线上维持高增长

### 股票数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 09月07日收盘价(元)  | 12.09       |
| 52周股价波动(元)    | 10.88-19.57 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 400/400     |
| 总市值/流通市值(百万元) | 4837/4837   |

### 相关研究

《礼尚超额完成业绩承诺，主品牌逐季改善》  
2020.04.30

《礼尚超额完成业绩承诺，主品牌逐季改善》  
2020.04.03

《服装、代运营电商表现亮眼，服装品牌调整或将进入尾声》2019.11.02

### 市场表现



| 沪深300对比 | 1M    | 2M    | 3M    |
|---------|-------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -10.4 | -10.4 | -5.0  |
| 相对涨幅(%) | -9.6  | -9.8  | -21.7 |

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

分析师:盛开

Tel:(021)23154510

Email:sk11787@htsec.com

证书:S0850519100002

### 投资要点:

- **20H1 收入同增 11.8%**。上半年实现收入 12.6 亿元，同比增长 11.8%，归母净利润 8955 万元，同比下降 53.43%，扣非净利润 5181 万元，同比下降 68.48%，毛利率 42.2%，同比下降 12.79pct，净利率 9.55%，同比降低 8.72pct。单 2 季度收入 6.87 亿元，同比增长 20.38%，归母净利润 1218 万元，同比下降 86.58%，毛利率 36.08%，同比下降 12.79pct，净利率 3.24%，同比 8.72pct。由于疫情影响线下服装销售，上半年母公司净利润为 3739 万元，同比下降 76%，公司出于谨慎性考虑，终止控股子公司礼尚信息拆分至创业板上市事项。
- **电商代运营持续保持高增长**。礼尚信息上半年实现收入 5.71 亿元，同比增长 57%，Q2 收入增速为 86%，较 Q1 的 20% 显著提升，礼尚已累计与 60 多个海内外知名品牌建立了高效、稳固的合作关系，积极探索社交电商、O2O、社群营销等新型业务领域，在今年上半年线下销售疲弱的情况下，代运营高增长，继续扩大市场份额。
- **减轻库存负担，服装业务轻装上阵**。公司上半年毛利率同比下降的主因是礼尚业务占比提升导致的，礼尚代运营业务毛利率为 21.4%，低于服装业务的毛利率 60.48%。分业务看，礼尚毛利率下降主要因低毛利产品比重提升所致，服装业务中主要品牌毛利率均有所下降，我们认为公司通过降价促销的方式处理库存，为后续发展奠定基础，玖姿、尹默、安正上半年毛利率分别为 57.56%、69.32%、71.58%，同比下降 10.07、8.54、7.15pct，上半年成人服装存货账面价值为 6.70 亿元，较 2019 年底下降 12%。
- **电商渠道高增长，静待线下稳步回归**。公司所处的高端品牌，消费需求受疫情影响较大，玖姿、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨上半年收入同比增速分别为 -20%、+4%、-34%、+68%、+7%，由于线下疲弱，公司注重线上渠道对服装的贡献，服装电商上半年实现收入 2.48 亿元，同比增长 53.97%，公司通过电商渠道补足线下收入下降的情况，我们预计随线下消费回暖，整体服装业务将逐渐修复。
- **盈利预测与估值**。我们预计 2020、2021 年净利润 2.60、3.11 亿元，同比增速为 -14.2%、19.6%，给予公司 2020 年 PE 估值区间 22-23 倍，对应合理价值区间 14.28-14.93 元/股，给予“优于大市”评级。
- **风险提示**。店铺扩张放缓，零售环境疲软，新品牌培育不达预期。

### 主要财务数据及预测

|             | 2018  | 2019  | 2020E  | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 1649  | 2438  | 2802   | 3346  | 3881  |
| (+/-)YoY(%) | 16.1% | 47.8% | 14.9%  | 19.4% | 16.0% |
| 净利润(百万元)    | 281   | 303   | 260    | 311   | 347   |
| (+/-)YoY(%) | 3.0%  | 7.7%  | -14.2% | 19.6% | 11.7% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.70  | 0.76  | 0.65   | 0.78  | 0.87  |
| 毛利率(%)      | 63.3% | 53.0% | 42.1%  | 44.1% | 42.8% |
| 净资产收益率(%)   | 10.3% | 10.8% | 8.8%   | 10.0% | 10.6% |

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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**表 1 市盈率相对估值比较**

| 公司名称      | 股票代码      | 总市值<br>(亿元) | 股价<br>(元/股) | 归母净利润 (百万元) |      |       |       | PE (X)    |           |           |           |
|-----------|-----------|-------------|-------------|-------------|------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|           |           |             |             | 2018        | 2019 | 2020E | 2021E | 2018      | 2019      | 2020E     | 2021E     |
| 歌力思       | 603808.SH | 51          | 15.43       | 365         | 357  | 493   | 368   | 13        | 14        | 10        | 13        |
| 朗姿股份      | 002612.SH | 47          | 10.61       | 210         | 59   | 146   | 216   | 22        | 79        | 32        | 21        |
| <b>均值</b> |           |             |             |             |      |       |       | <b>18</b> | <b>46</b> | <b>21</b> | <b>17</b> |
| 安正时尚      | 603839.SH | 48          | 12.09       | 281         | 303  | 220   | 264   | 17        | 16        | 19        | 16        |

资料来源: WIND, 海通证券研究所; 收盘价取 2020/09/07 数据, 安正时尚、朗姿股份、歌力思盈利预测均为 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        |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>每股指标 (元)</b>    |             |              |              |              | <b>营业总收入</b>       | <b>2438</b> | <b>2802</b>  | <b>3346</b>  | <b>3881</b>  |
| 每股收益               | 0.76        | 0.65         | 0.78         | 0.87         | 营业成本               | 1147        | 1624         | 1872         | 2219         |
| 每股净资产              | 7.02        | 7.38         | 7.78         | 8.20         | 毛利率%               | 53.0%       | 42.1%        | 44.1%        | 42.8%        |
| 每股经营现金流            | 0.03        | -0.94        | 0.77         | 0.42         | 营业税金及附加            | 19          | 22           | 26           | 30           |
| 每股股利               | 1.00        | 0.27         | 0.41         | 0.49         | 营业税金率%             | 0.8%        | 0.8%         | 0.8%         | 0.8%         |
| <b>价值评估 (倍)</b>    |             |              |              |              | 营业费用               | 631         | 594          | 693          | 784          |
| P/E                | 15.93       | 18.56        | 15.52        | 13.90        | 营业费用率%             | 25.9%       | 21.2%        | 20.7%        | 20.2%        |
| P/B                | 1.72        | 1.63         | 1.55         | 1.47         | 管理费用               | 161         | 195          | 231          | 268          |
| P/S                | 1.99        | 1.72         | 1.44         | 1.24         | 管理费用率%             | 6.6%        | 7.0%         | 6.9%         | 6.9%         |
| EV/EBITDA          | 10.77       | 16.39        | 11.03        | 10.36        | EBIT               | 399         | 272          | 410          | 444          |
| 股息率%               | <b>8.3%</b> | <b>2.3%</b>  | <b>3.4%</b>  | <b>4.1%</b>  | 财务费用               | 0           | -5           | 2            | -2           |
| <b>盈利能力指标 (%)</b>  |             |              |              |              | 财务费用率%             | 0.0%        | -0.2%        | 0.1%         | 0.0%         |
| 毛利率                | 53.0%       | 42.1%        | 44.1%        | 42.8%        | 资产减值损失             | -59         | -43          | -39          | -33          |
| 净利润率               | 12.4%       | 9.3%         | 9.3%         | 8.9%         | 投资收益               | 43          | 5            | 5            | 5            |
| 净资产收益率             | 10.8%       | 8.8%         | 10.0%        | 10.6%        | <b>营业利润</b>        | <b>381</b>  | <b>281</b>   | <b>398</b>   | <b>446</b>   |
| 资产回报率              | 7.7%        | 6.3%         | 7.1%         | 7.3%         | 营业外收支              | 0           | 59           | 9            | 9            |
| 投资回报率              | 10.5%       | 6.7%         | 9.6%         | 9.8%         | <b>利润总额</b>        | <b>382</b>  | <b>341</b>   | <b>407</b>   | <b>455</b>   |
| <b>盈利增长 (%)</b>    |             |              |              |              | EBITDA             | 469         | 309          | 450          | 485          |
| 营业收入增长率            | 47.8%       | 14.9%        | 19.4%        | 16.0%        | 所得税                | 54          | 61           | 73           | 82           |
| EBIT 增长率           | 43.4%       | -31.8%       | 50.8%        | 8.3%         | 有效所得税率%            | 14.2%       | 18.0%        | 18.0%        | 18.0%        |
| 净利润增长率             | 7.7%        | -14.2%       | 19.6%        | 11.7%        | 少数股东损益             | 25          | 20           | 23           | 26           |
| <b>偿债能力指标</b>      |             |              |              |              | <b>归属母公司所有者净利润</b> | <b>303</b>  | <b>260</b>   | <b>311</b>   | <b>347</b>   |
| 资产负债率              | 26.6%       | 25.3%        | 26.0%        | 27.1%        | <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| 流动比率               | 2.56        | 2.80         | 2.79         | 2.73         | 货币资金               | 560         | 20           | 126          | 58           |
| 速动比率               | 1.27        | 0.78         | 0.89         | 0.81         | 应收账款及应收票据          | 194         | 251          | 303          | 368          |
| 现金比率               | 0.63        | 0.02         | 0.13         | 0.05         | 存货                 | 1099        | 1705         | 1778         | 2047         |
| <b>经营效率指标</b>      |             |              |              |              | 其它流动资产             | 439         | 498          | 545          | 597          |
| 应收帐款周转天数           | 28.88       | 32.58        | 32.88        | 34.44        | 流动资产合计             | 2292        | 2474         | 2752         | 3070         |
| 存货周转天数             | 349.92      | 383.25       | 346.75       | 336.75       | 长期股权投资             | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 总资产周转率             | 0.62        | 0.68         | 0.76         | 0.82         | 固定资产               | 516         | 517          | 521          | 528          |
| 固定资产周转率            | 4.73        | 5.42         | 6.42         | 7.35         | 在建工程               | 24          | 29           | 35           | 44           |
|                    |             |              |              |              | 无形资产               | 61          | 59           | 57           | 55           |
|                    |             |              |              |              | 非流动资产合计            | 1663        | 1633         | 1641         | 1655         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>资产总计</b>        | <b>3954</b> | <b>4107</b>  | <b>4393</b>  | <b>4725</b>  |
| 净利润                | 303         | 260          | 311          | 347          | 短期借款               | 277         | 192          | 192          | 192          |
| 少数股东损益             | 25          | 20           | 23           | 26           | 应付票据及应付账款          | 228         | 323          | 372          | 441          |
| 非现金支出              | 142         | 80           | 78           | 74           | 预收账款               | 67          | 86           | 104          | 126          |
| 非经营收益              | -54         | -45          | 2            | 2            | 其它流动负债             | 323         | 283          | 319          | 366          |
| 营运资金变动             | -405        | -690         | -107         | -279         | 流动负债合计             | 895         | 884          | 987          | 1126         |
| <b>经营活动现金流</b>     | <b>11</b>   | <b>-376</b>  | <b>307</b>   | <b>169</b>   | 长期借款               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 资产                 | -63         | 29           | -24          | -29          | 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         | 39           | 5            | 5            | <b>负债总计</b>        | <b>1050</b> | <b>1040</b>  | <b>1143</b>  | <b>1281</b>  |
| <b>投资活动现金流</b>     | <b>108</b>  | <b>68</b>    | <b>-19</b>   | <b>-24</b>   | 实收资本               | 402         | 400          | 400          | 400          |
| 债权募资               | 569         | -86          | 0            | 0            | 归属于母公司所有者权益        | 2810        | 2954         | 3114         | 3280         |
| 股权募资               | 9           | -2           | 0            | 0            | 少数股东权益             | 94          | 113          | 137          | 163          |
| 其他                 | -654        | -145         | -181         | -214         | <b>负债和所有者权益合计</b>  | <b>3954</b> | <b>4107</b>  | <b>4393</b>  | <b>4725</b>  |
| <b>融资活动现金流</b>     | <b>-75</b>  | <b>-233</b>  | <b>-181</b>  | <b>-214</b>  |                    |             |              |              |              |
| <b>现金净流量</b>       | <b>43</b>   | <b>-540</b>  | <b>106</b>   | <b>-68</b>   |                    |             |              |              |              |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 07 日; (2) 以上各表均为简表  
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  
盛开 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,开润股份,七匹狼,若羽臣,台华新材,比音勒芬,太平鸟,健盛集团,森马服饰,跨境通,安踏体育,海澜之家

### 投资评级说明

|  | 类别     | 评级   | 说明                             |
|--|--------|------|--------------------------------|
| <b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b><br>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。   |
| <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b><br>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。