

收购优质电商代运营商，婴童产业布局逐步落地

——安正时尚 (603839.SH) 收购礼尚信息公告点评

公司简报

买入 (维持)

当前价：10.65 元

分析师

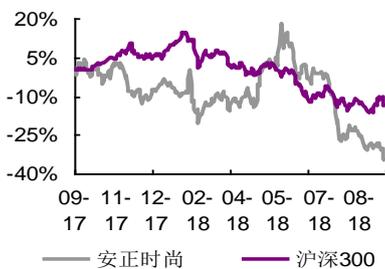
李婕 (执业证书编号：S0930511010001)
021-22169107
lijie_yjs@ebscn.com

汲肖飞 (执业证书编号：S0930517100004)
021-22169314
jixiaofei@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：4.04
总市值(亿元)：47.24
一年最低/最高(元)：11.48/27.38
近3月换手率：22.68%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-16.91	-39.53	-28.03
绝对	-11.06	-38.94	-37.80

资料来源：Wind

相关研报

投入加大拖累业绩表现，下半年盈利能力有望改善
..... 2018-08-12
主品牌发力，时尚集团业绩增长靓丽
..... 2018-04-28
多品牌集团增长稳健，短期投入增加夯实长期发展基础
..... 2018-03-29

◆收购电商代运营商礼尚信息，涉足婴童产业

2018年10月11日公司公告全资子公司上海摩萨克服饰有限公司及控股子公司安正儿童用品(上海)有限公司以现金方式收购上海礼尚信息科技有限公司70%的股权，交易金额为3.61亿元，标的估值对应2018年PE为9.4倍。收购前林平、爱派克斯国际物流有限公司分别持有标的公司76.76%、23.24%的股份，收购完成后林平、上海摩萨克、安正儿童分别持有30%、60%、10%的股份，并分别向标的公司委派2、2、1名董事。

此外公司为礼尚信息提供不超过5000万元的借款用于降低融资成本，利率为基准利率上浮30%以内，2019年6月30日到期。收购完成后公司将拓展电商代运营业务，涉足儿童及母婴产业。

◆礼尚信息以婴童领域为主，客户资源丰富

礼尚信息是国内专业的电商代运营服务商，主要为国内外母婴周边、儿童玩具、食品保健、户外运动等行业知名品牌电商业务提供一体化运营服务，并为品牌商在国内市场的整合营销提供支持。礼尚信息成立于2009年，创始人林平先后就职于欧莱雅中国、百加得洋酒集团、百威英博、雅培中国等公司，从事市场销售管理工作。借助管理团队对天猫等电商平台运作模式的深刻理解，礼尚信息为孩之宝、安佳、a2、费雪、北极狐、李宁等数十个品牌运营线上旗舰店，并配套整合营销、仓储物流等全链条服务，主要销售产品为A2奶粉、孩之宝玩具、安佳乳制品等，以婴童领域为主。

受益于电商及代运营行业快速成长，礼尚信息业绩增速较高，2018年上半年实现利润超过2017年，2017年及2018年1-6月分别实现收入4.59亿元、3.00亿元，净利3066.94万元、3594.61万元。礼尚信息业绩承诺为2018-2020年实现净利润不低于5500/6600/7700万元，同增79%/20%/17%。2020年12月31日后礼尚信息将提供5.00%的股权转给员工或员工持股平台用于股权激励。

◆本次收购有望拓展婴童品类，提升电商运营能力

公司收购礼尚信息将丰富产品品类、进入婴童产业。收购前公司主要从事中高端女装、男装品牌的设计、生产和销售，并把童装作为重点发展的品类。2018年5月公司与上海听免实业有限公司、上海安正服饰有限公司合资成立安正儿童用品有限公司，布局儿童用品领域。本次收购为公司提供了儿童及母婴行业优质的线上运营平台，拓展母婴等标品，为未来进一步拓展母婴市场提供人才、经验、渠道等积累。

公司收购礼尚信息进一步提升电商运营能力，实现业务协同。2018H1公司线上品牌安娜蔻收入下滑，玫姿主品牌发力电商业务，带动公司线上收入达1.14亿元，同增44.00%，实现较快增长。本次收购将借助礼尚信息线上运营能力进一步提升公司电商运营效率，并获得其1500万人次的消费群体的大数据，从而在营销、销售等方面实现协同。

◆收购有望增厚业绩，估值处于较低水平，“买入”评级

我们认为：1) 2018 年公司主品牌玖姿发力，进行时尚化、年轻化、高性价比等调整，2018H1 收入同增 27.11%，带动整体收入增长；小品牌受服装行业需求较为疲软、培育尚未成熟等影响，业绩波动较大。2) 2018H1 毛利率下滑以及新品发布会、店铺升级、股权激励等费用投入增加影响扣非净利增速，预计下半年发布会次数减少、公司加强控费力度，盈利能力有望恢复。3) 公司收购礼尚信息，外延并购落地，有望增厚公司业绩。未来将继续围绕服装主业进行布局，2018 年 6 月底公司拥有现金 8383.68 万元、银行理财产品 12.95 亿元，资金较为充裕。4) 2018 年 8 月 28 日公司公告副总经理葛国平由于个人资金需求，计划采用集中竞价方式减持不超过 39.55 万股，占总股本的 0.98%，减持规模较小。

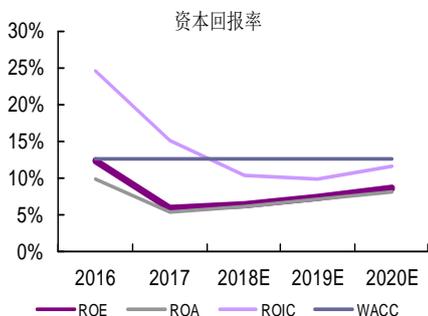
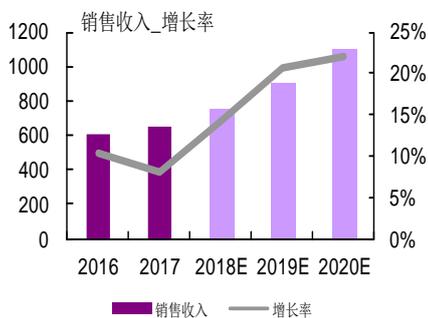
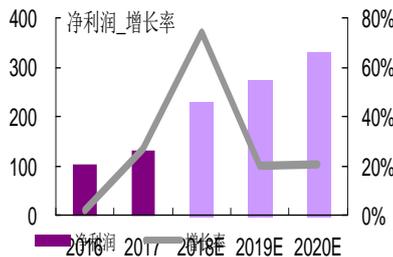
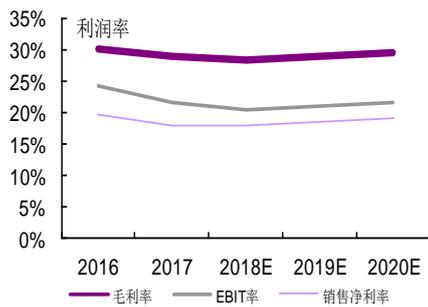
不考虑礼尚信息并表，维持 2018-20 年 EPS 为 0.89/1.16/1.46 元。假设礼尚信息于 2018 年 10 月底并表，预计可增厚 2018-20 年 EPS 0.02/0.11/0.13 元。目前股价对应 2018 年 PE12 倍，估值处于较低水平，维持“买入”评级。

◆风险提示：消费疲软、并购整合不当、收购标的未达业绩承诺等。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,206	1,421	1,753	2,140	2,581
营业收入增长率	-1.53%	17.78%	23.39%	22.09%	20.60%
净利润（百万元）	236	273	360	470	592
净利润增长率	-3.21%	15.69%	31.93%	30.49%	25.84%
EPS（元）	0.58	0.68	0.89	1.16	1.46
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.40%	10.62%	12.69%	15.03%	16.97%
P/E	18	16	12	9	7
P/B	3.4	1.7	1.5	1.4	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 10 月 11 日



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,206	1,421	1,753	2,140	2,581
营业成本	354	472	559	656	781
折旧和摊销	71	67	7	13	17
营业税费	20	25	26	32	39
销售费用	347	446	536	642	748
管理费用	166	189	228	278	336
财务费用	5	-3	-3	-6	-3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	8	43	35	32	30
营业利润	262	316	415	544	687
利润总额	271	316	424	553	696
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	236	273	360	470	592

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	1,785	3,152	3,510	3,992	4,546
流动资产	905	2,173	2,510	2,865	3,376
货币资金	110	347	280	471	762
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	93	104	168	201	232
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	15	19	21	26	31
存货	381	474	818	943	1,122
可供出售投资	13	112	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	544	548	740	859	914
无形资产	74	70	96	110	124
总负债	502	580	671	863	1,061
无息负债	436	580	671	863	1,061
有息负债	66	0	0	0	0
股东权益	1,283	2,572	2,839	3,129	3,485
股本	289	289	404	404	404
公积金	112	1,237	1,163	1,199	1,199
未分配利润	956	1,091	1,271	1,526	1,882
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	339	317	164	473	554
净利润	236	273	360	470	592
折旧摊销	71	67	7	13	17
净营运资金增加	85	915	338	4	108
其他	-52	-937	-541	-14	-163
投资活动产生现金流	-187	-1,048	-141	-108	-30
净资本支出	-67	-62	-330	-140	-60
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-120	-986	189	32	30
融资活动现金流	-88	969	-90	-174	-232
股本变化	0	0	115	0	0
债务净变化	-4	-66	0	0	0
无息负债变化	23	144	91	193	198
净现金流	65	237	-67	190	292

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-1.53%	17.78%	23.39%	22.09%	20.60%
净利润增长率	-3.21%	15.69%	31.93%	30.49%	25.84%
EBITDA 增长率	3.74%	-5.55%	23.39%	35.40%	29.08%
EBIT 增长率	7.26%	-5.70%	54.47%	34.52%	29.12%
估值指标					
PE	18	16	12	9	7
PB	3	2	2	1	1
EV/EBITDA	9	9	11	8	6
EV/EBIT	12	11	11	8	6
EV/NOPLAT	14	13	13	9	7
EV/Sales	3	2	2	2	1
EV/IC	2	1	2	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	70.63%	66.74%	68.12%	69.37%	69.72%
EBITDA 率	27.29%	21.89%	21.89%	24.27%	25.98%
EBIT 率	21.43%	17.16%	21.48%	23.66%	25.34%
税前净利润率	22.43%	22.26%	24.18%	25.84%	26.96%
税后净利润率 (归属母公司)	19.57%	19.22%	20.55%	21.97%	22.92%
ROA	13.22%	8.66%	10.26%	11.78%	13.01%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.40%	10.62%	12.69%	15.03%	16.97%
经营性 ROIC	17.65%	9.63%	11.86%	15.21%	18.65%
偿债能力					
流动比率	2.30	4.72	4.54	3.85	3.58
速动比率	1.33	3.69	3.06	2.58	2.39
归属母公司权益/有息债务	19.43	-	-	-	-
有形资产/有息债务	23.54	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.58	0.68	0.89	1.16	1.46
每股红利	0.29	0.36	0.45	0.58	0.73
每股经营现金流	0.84	0.79	0.41	1.17	1.37
每股自由现金流(FCFF)	0.51	-1.62	-0.78	0.81	1.06
每股净资产	3.17	6.36	7.02	7.74	8.62
每股销售收入	2.98	3.51	4.34	5.29	6.38

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大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。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，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，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com
私募业务部	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	安羚娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com