

投资评级 优于大市 维持

## 收购礼尚信息 70%股权，以婴童用品代运营切入母婴市场

### 股票数据

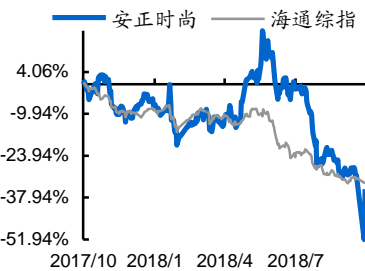
10月11日收盘价(元)	10.65
52周股价波动(元)	10.52-27.38
总股本/流通A股(百万股)	404/106
总市值/流通市值(百万元)	4307/1124

### 相关研究

《2017年兑现业绩承诺，投资研发、人才激励蓄力长期发展》2018.04.10

《单三季度业绩超预期，长期成长仍可期》2017.10.31

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.7	-19.4	-38.9
相对涨幅(%)	-10.6	-11.1	-30.6

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:盛开

Tel:(021)23154510

Email:sk11787@htsec.com

联系人:刘溢

Tel:(021)23219748

Email:ly12337@htsec.com

### 投资要点:

- **按18年业绩承诺，以9.4x市盈率收购电商代运营“礼尚信息”70%股权。**公司公告通过子公司以3.6亿元收购礼尚信息70%股权，业绩承诺18-20年净利润分别不低于5500、6600、7700万元，18、19年增速为20%、17%，对应18、19年市盈率9.4x、7.8x；并协商2020年底后或提供标的公司5%股权用于员工激励；同时，公告公司以基准利率上浮30%以内利率借以标的不超过5000万元，19/06/30到期。礼尚信息2017年收入4.6亿元，净利润3067万元，净利率6.7%，18H1实现净利润3595万元，我们推测全年有望实现承诺目标。
- **若顺利完成并表，预计2018年增厚业绩约3%。**收购完成后上市公司两个子公司上海摩萨克和安正童装分别持有标的60%、10%股权，剩余30%由原始创始人持有；通过子公司股权，上市公司合计持有约67%股权，若10月底前完成并表，我们依照业绩承诺及18H1已发生的净利润推测，预计并表业绩约1000万元，增厚当年业绩约3%。
- **“礼尚信息”立足代运营，覆盖母婴周边丰富品类。**礼尚信息是从事电子商务代运营业务的服务商，以专业的电商服务帮助海外及国内母婴周边、儿童玩具、食品保健品、户外运动等行业知名品牌在国内电商平台实现高速增长。代理品牌包括玩具类的孩之宝、费雪等；食品类的安佳、a2、雅培等；服装类的北极狐、李宁等，覆盖婴幼儿消费中主要的产品品类需求。
- **多项业务能力协同，补足上市公司能力短板。**礼尚具备代运营经验、儿童业务管理、数字化营销、引进海外品牌的能力，补足安正在这些领域的缺失。安正2018年开始发力电商业务，18H1电商收入增速为44%，借助玫姿的品牌力在初试电商期间即实现快速增长；礼尚具备丰富的电商经验，在管理经验上可实现共享。上市公司9月通过对安正童装的股权整合议案，开拓童装业务，而礼尚已有的儿童产品品类和业务沉淀可实现协同。
- **盈利预测与估值。**主品牌稳增长，新品牌逐渐成熟。由于1)产品年轻化；2)渠道优化；3)宣传度增大，上半年主品牌收入4.94亿元(27%+)，剔除电商后，线下玫姿同比增长17%。下半年在开店继续推进的情况下，预计仍能保持稳健增长。同时，斐娜晨持续保持高增，高端线尹默、安正平稳增长，摩萨克开店推进或尽快结束调整。2018、19年盈利预测3.33、4.64亿元，对应13X、9X市盈率，给予公司2018年18-20X PE，对应18年PEG0.65-0.72，对应合理价值区间14.83-16.48元，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

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1206.17	1420.67	1736.86	2089.27	2473.02
(+/-)YoY(%)	-1.53%	17.78%	22.26%	20.29%	18.37%
净利润(百万元)	236.04	273.07	333.30	464.40	563.73
(+/-)YoY(%)	-3.21%	15.69%	22.06%	39.33%	21.39%
全面摊薄EPS(元)	0.58	0.68	0.82	1.15	1.39
毛利率(%)	70.63%	66.74%	67.72%	68.91%	69.12%
净资产收益率(%)	19.46%	14.17%	12.50%	15.87%	36.47%

资料来源：公司年报(2016-2017)，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 (亿元)	股价 (元/股)	净利润 (百万元)				市盈率 (X)				PEG
				2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E	
拉夏贝尔	603157.SH	45	9.62	532	499	515	543	8	9	9	8	1.61
歌力思	603808.SH	54	16.01	198	303	381	471	27	18	14	11	0.63
朗姿股份	002612.SZ	35	8.66	164	188	271	313	21	19	13	11	0.50
维格娜丝	603518.SH	25	13.75	100	190	253	295	25	13	10	8	0.48
<b>平均值</b>								<b>21</b>	<b>15</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>0.80</b>
安正时尚	603839.SH	43	10.65	236	273	333	464	18	16	13	9	0.47

资料来源: Wind, 海通证券研究所; 收盘价取 2018/10/11 数据, 拉夏贝尔、维格娜丝、安正时尚、歌力思净利润为海通预测, 朗姿股份净利润为一致预期, PEG 计算时取 2017-2020 复合增速。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1420.67</b>	<b>1736.86</b>	<b>2089.27</b>	<b>2473.02</b>
每股收益	0.68	0.82	1.15	1.39	营业成本	472.48	560.62	649.66	763.72
每股净资产	8.90	6.83	7.64	8.58	毛利率%	66.74%	67.72%	68.91%	69.12%
每股经营现金流	1.10	0.82	1.28	1.50	营业税金及附加	25.19	30.79	37.04	43.85
每股股利	0.500	0.330	0.459	0.558	营业税金率%	1.77%	1.77%	1.77%	1.77%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	445.63	515.85	592.31	701.10
P/E	15.77	12.92	9.27	7.64	营业费用率%	31.37%	29.70%	28.35%	28.35%
P/B	1.67	1.56	1.39	1.24	管理费用	188.86	221.43	252.97	291.68
P/S	3.03	2.48	2.06	1.74	管理费用率%	13.29%	12.75%	12.11%	11.79%
EV/EBITDA	11.87	8.85	6.71	5.85	EBIT	288.52	408.16	557.30	672.67
股息率 (%)	<b>4.69%</b>	<b>3.10%</b>	<b>4.31%</b>	<b>5.23%</b>	财务费用	-3.07	-7.63	-12.78	-18.26
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.22%	-0.44%	-0.61%	-0.74%
毛利率	66.74%	67.72%	68.91%	69.12%	资产减值损失	44.79	60.21	62.67	67.66
净利润率	19.22%	19.19%	22.23%	22.80%	投资收益	42.74	30.00	30.00	30.00
净资产收益率	14.17%	12.50%	15.87%	36.47%	<b>营业利润</b>	<b>315.98</b>	<b>385.58</b>	<b>537.41</b>	<b>653.26</b>
资产回报率	13.58%	14.71%	20.06%	24.48%	营业外收支	0.29	0.29	0.29	-0.52
投资回报率	13.58%	14.71%	20.06%	24.48%	<b>利润总额</b>	<b>316.27</b>	<b>385.87</b>	<b>537.70</b>	<b>652.74</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	355.72	477.21	629.77	722.16
营业收入增长率	17.78%	22.26%	20.29%	18.37%	所得税	43.19	52.70	73.44	89.15
EBIT 增长率	-9.55%	41.47%	36.54%	0.00%	有效所得税率%	13.66%	13.66%	13.66%	13.66%
净利润增长率	15.69%	22.06%	39.33%	21.39%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>273.07</b>	<b>333.30</b>	<b>464.40</b>	<b>563.73</b>
资产负债率	18.4%	19.4%	19.5%	19.7%					
流动比率	4.72	4.52	4.60	4.59	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
速动比率	3.69	3.47	3.63	3.70	货币资金	347.10	503.02	862.96	1262.76
现金比率	0.75	0.93	1.38	1.72	应收款项	103.67	126.74	152.46	180.46
<b>经营效率指标</b>					存货	474.27	567.82	607.39	654.53
应收帐款周转天数	25.27	24.21	24.39	26.63	其它流动资产	1247.84	1254.89	1262.46	1271.23
存货周转天数	330.29	339.24	330.14	401.50	流动资产合计	2172.89	2452.48	2885.26	3368.98
总资产周转率	0.58	0.53	0.58	0.61	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	2.57	3.11	3.75	4.43	固定资产	548.26	553.32	545.87	554.80
					在建工程	28.25	20.10	15.22	12.29
					无形资产	69.90	64.95	59.84	54.57
					非流动资产合计	978.88	970.82	953.39	954.11
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>资产总计</b>	<b>3151.77</b>	<b>3423.30</b>	<b>3838.65</b>	<b>4323.09</b>
净利润	273.07	333.30	464.40	563.73	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	163.57	194.09	224.91	264.40
非现金支出	112.00	129.26	135.14	117.16	预收账款	30.98	37.88	45.56	53.93
非经营收益	-36.58	-30.00	-30.00	-30.00	其它流动负债	265.84	311.18	356.98	415.66
营运资金变动	-31.06	-101.10	-51.22	-45.05	流动负债合计	460.39	543.14	627.46	733.99
<b>经营活动现金流</b>	<b>317.42</b>	<b>331.46</b>	<b>518.32</b>	<b>605.84</b>	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资产	-63.03	-61.02	-55.02	-50.22	其它长期负债	119.63	119.63	119.63	119.63
投资	0.00	30.00	30.00	30.00	非流动负债合计	119.63	119.63	119.63	119.63
其他	-985.22	0.00	0.00	0.00	<b>负债总计</b>	<b>580.02</b>	<b>662.78</b>	<b>747.09</b>	<b>853.62</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1048.26</b>	<b>-31.02</b>	<b>-25.02</b>	<b>-20.22</b>	实收资本	289.04	404.46	404.46	404.46
债权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	2571.74	2760.53	3091.56	3469.47
股权募资	1175.50	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-206.74	-144.52	-133.36	-185.82	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>3151.77</b>	<b>3423.30</b>	<b>3838.65</b>	<b>4323.09</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>968.77</b>	<b>-144.52</b>	<b>-133.36</b>	<b>-185.82</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>237.93</b>	<b>155.92</b>	<b>359.94</b>	<b>399.80</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 11 日

资料来源: 公司年报 (2017), 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,新澳股份,朗姿股份,安正时尚,罗莱生活,伟星股份,浔兴股份,嘉欣丝绸,七匹狼,百隆东方,拉夏贝尔,跨境通,健盛集团,比音勒芬,森马服饰,太平鸟,海澜之家,维格娜丝

### 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> 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> 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。