

安正时尚(603839)

报告日期: 2018年10月11日

收购电商运营平台, 布局母婴标品业态

——公司收购礼尚信息点评

✎ : 张海涛 执业证书编号: S1230517080002 联系人: 项周瑜
☎ : 021-80105934
✉ : xiangzhouyu@stocke.com.cn

事件

公司近日公告, 将通过其全资子公司上海摩萨克和控股子公司安正儿童, 以现金方式收购上海礼尚信息科技有限公司 70% 股权, 交易金额为 3.61 亿元, 并在股权交割以后, 拟为其提供 5000 万元流动资金借款, 以帮助其自身业务的发展。

收购标的: 礼尚信息(注册商标为“尚展电商”)是集电商运营与整合营销服务于一体的品牌电商服务商, 涉足的电商代运营的领域包括母婴周边、儿童玩具、食品保健品、户外运动等行业, 核心合作的知名品牌包括孩之宝、安佳、a2、费雪、北极狐、李宁、森宝等数。该公司 2017 年全年/2018 年 1-6 月的财务状况分别为, 总资产 2.91 亿/2.77 亿, 净资产 0.86 亿/1.04 亿, 营业收入 4.59 亿/3.00 亿, 净利润 0.31 亿/0.36 亿。

持股比例: 本次交易前礼尚信息的股东为公司创始人林平和爱派克斯国际物流(中国)有限公司, 双方持股比例分别为 76.76% 和 23.24%; 本次交易礼尚信息股东为林平、上海摩萨克、安正儿童, 持股比例分别为 30%、60%、10%, 上市公司直接或间接持有礼尚信息的 67% 股权。在 2020 年 12 月 31 日以后, 双方将会提供总额为标的公司 5.00% 股权转让给员工或员工持股平台用于员工股权激励, 具体方案由双方另行协商确定。

未来目标业绩: 标的公司承诺完成的业绩指标为 2018-2020 年度的净利润分别不低于 5500 万元/6600 万元/7700 万元, 根据 2017 年公司 0.31 亿元的净利润测算, 未来 3 年的利润复合增速达到 35.43%, 本次股权收购价格对应公司估值为 18PE9.38 倍, 19PE7.81 倍, 20PE6.70 倍。若完成业绩承诺, 则在 2018-2020 年度为上市公司贡献净利润分别达到 614 万元、4422 万元、5159 万元。

安正时尚上半年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润分别为 7.52 亿元、1.62 亿元、1.26 亿元, 同比增长分别为 20.33%、25.56%、1.29%。旗下品牌玫姿、尹默、安正男装、摩萨克、斐娜晨、安娜蔻实现收入分别为 4.94 亿元、1.15 亿元、4405.34 万元、1367.16 万元、6322.83 万元、1550.60 万元, 同比增长 27.11%、10.75%、8.50%、-32.09%、57.33%、-45.52%。

Q2 以来由于宏观零售增速放缓, Q3 未见明显反弹, 预计公司 Q3 收入增速在 15%-20%, 其中主品牌玫姿保持 20% 左右的稳定增长, 尹默、安正男装增速在 10% 左右, 斐娜晨凭借独特的风格、在进行供应链优化之后继续保持 30% 以上增速。由于为了品牌长期发展, Q2 在费用方面短期有较高投入, 进入下半年后, 此部分市场宣传方面的销售费用的投入将会持续为品牌建设发力, 预计下半年扣非净利润的增速将会提升。

本次收购, 将会帮助上市公司提升电商运营及数字化营销管理能力, 公司将从以个性化服装产品的运营模式继续拓展到标准化产品的运营, 深入儿童、母婴行业, 在未来逐步打造包含婴童、化妆品生活业态的中高端时尚集团的布

评级

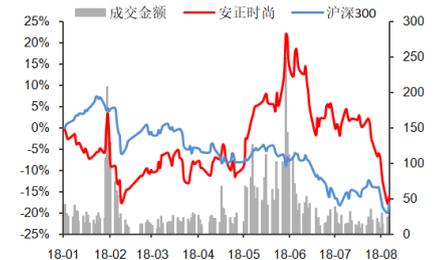
增持

上次评级 增持
当前价格 ¥11.68

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
2Q/2018	0.41
1Q/2018	0.32
4Q/2017	1.00
4Q/2017	0.76



公司简介

公司是一家集中高端服装研发、生产、品牌管理于一体大型服装品牌企业, 现已发展成为一家多品牌、集团化运作的知名时尚品牌集团, 旗下拥有 6 大中高端服装品牌, 同时布局线下零售和电商渠道, 其中玫姿品牌长期位列国内女装市场占有率前十名。

相关报告

- 安正时尚(603839.SH): 服装界翘楚, 时尚品牌强势发力——2018.06.13
- 安正时尚(603839.SH): 主品牌增速亮眼, 多品牌矩阵成形——2018.08.08

报告撰写人: 张海涛

数据支持人: 项周瑜

局。我们维持原盈利预测，暂时不考虑新收购公司的并表，预计公司 18-20 年净利润增速分别为 32.49%、30.20%、26.91%，对应 EPS 分别 0.89/1.16/1.48 元，当前价格对应 PE 分别为 13 倍、10 倍、8 倍，维持“增持”评级。

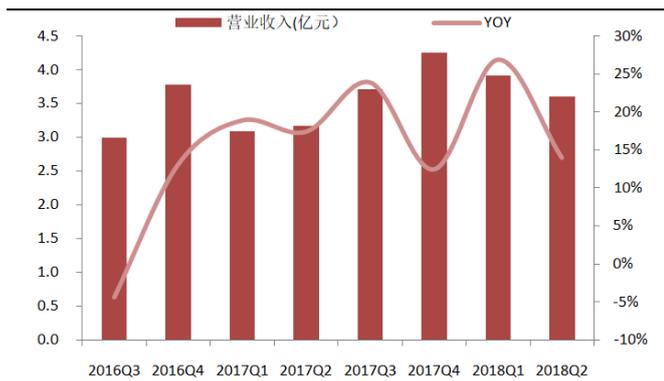
财务摘要

(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	1420.67	1836.56	2240.71	2649.39
(+/-)	17.78%	29.27%	22.01%	18.24%
净利润	273.07	361.80	471.05	597.80
(+/-)	15.69%	32.49%	30.20%	26.91%
每股收益(元)	0.67	0.89	1.16	1.48
P/E	17.31	13.06	10.03	7.91

风险提示

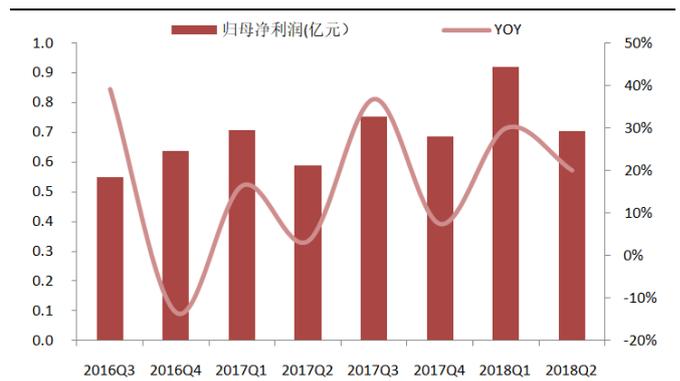
行业景气度不及预期、多品牌运作不及预期、存货余额较大风险

图 1：公司单季度营收变化



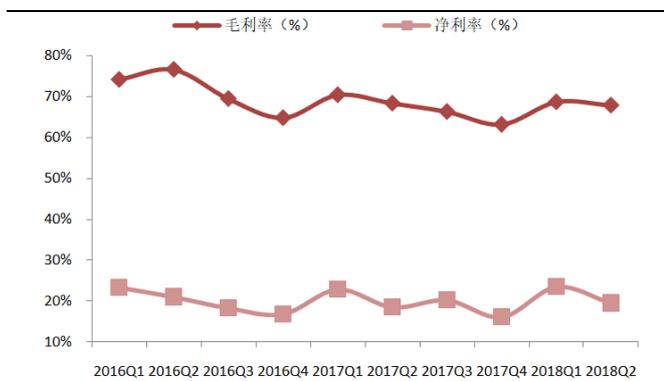
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：公司单季度净利润变化



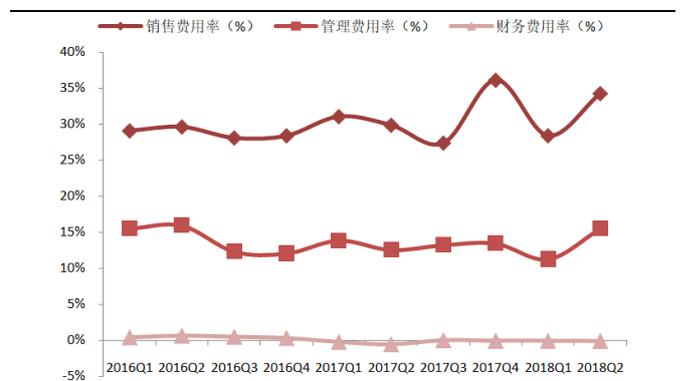
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 3：公司单季度毛利率和净利率的变化



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：公司单季度三费费率的变化



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2172.89	2473.02	3039.94	3726.40	营业收入	1420.67	1836.56	2240.71	2649.39
现金	347.10	1138.85	1479.11	1953.43	营业成本	472.48	606.07	717.03	821.31
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	25.19	28.95	37.39	44.31
应收账款	103.67	148.83	172.65	204.06	营业费用	445.63	550.97	649.81	741.83
其它应收款	19.28	23.03	28.84	34.42	管理费用	188.86	244.26	298.01	352.37
预付账款	14.77	16.44	19.76	23.53	财务费用	-3.07	-8.78	-16.01	-22.32
存货	474.27	585.77	648.86	689.42	资产减值损失	44.79	55.10	62.74	74.18
其他	1213.79	560.11	690.72	821.54	其他经营收益*	26.44	8.81	11.75	15.67
非流动资产	978.88	955.37	946.44	937.48	投资净收益	42.74	35.00	32.00	30.00
金额资产类	111.66	47.79	57.37	72.27	营业利润	315.98	403.81	535.49	683.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.41	14.88	8.24	7.84
固定资产	548.26	631.00	652.30	668.48	营业外支出	0.12	0.76	0.57	0.48
无形资产	69.90	60.56	50.95	41.50	利润总额	316.27	417.93	543.16	690.74
在建工程	28.25	22.60	18.08	14.46	所得税	43.19	56.14	72.11	92.94
其他	220.81	193.42	167.74	140.76	净利润	273.07	361.80	471.05	597.80
资产总计	3151.77	3428.39	3986.38	4663.88	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	460.39	541.33	621.88	700.82	归属母公司净利润	273.07	361.80	471.05	597.80
短期借款	0.00	45.33	37.11	27.48	EBITDA	378.26	486.56	607.51	752.03
应付款项	163.57	200.07	243.98	278.31	EPS (最新摊薄)	0.67	0.89	1.16	1.48
预收账款	30.98	59.18	61.79	72.07	*其他经营收益中包含公允价值变动净收益, 汇兑净收益, 资产处置收益及其他收益				
其他	265.84	236.75	279.00	322.96	主要财务比率				
非流动负债	119.63	104.59	110.97	111.73	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	119.63	104.59	110.97	111.73	营业收入增长率	17.78%	29.27%	22.01%	18.24%
负债合计	580.02	645.92	732.85	812.55	营业利润增长率	20.65%	27.80%	32.61%	27.62%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润增长	15.69%	32.49%	30.20%	26.91%
归属母公司股东权益	2571.74	2782.47	3253.53	3851.32	获利能力				
负债和股东权益	3151.77	3428.39	3986.38	4663.88	毛利率	66.74%	67.00%	68.00%	69.00%
					净利率	19.22%	19.70%	21.02%	22.56%
					ROE	14.17%	13.51%	15.61%	16.83%
					ROIC	10.44%	12.49%	13.86%	14.88%
					偿债能力				
					资产负债率	18.40%	18.84%	18.38%	17.42%
					净负债比率	0.00%	7.02%	5.06%	3.38%
					流动比率	4.72	4.57	4.89	5.32
					速动比率	3.69	3.40	3.69	4.11
					营运能力				
					总资产周转率	0.58	0.56	0.60	0.61
					应收账款周转率	14.44	14.55	13.94	14.07
					应付账款周转率	3.31	3.33	3.23	3.15
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.67	0.89	1.16	1.48
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	2.34	0.98	1.32
					每股净资产(最新摊薄)	8.90	6.88	8.04	9.52
					估值比率				
					P/E	17.31	13.06	10.03	7.91
					P/B	1.31	1.70	1.45	1.23
					EV/EBITDA	17.80	7.47	5.41	3.72

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>