

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2018 年 10 月 11 日

#### 市场数据

|            |             |
|------------|-------------|
| 目前股价       | 10.65       |
| 总市值（亿元）    | 43.07       |
| 流通市值（亿元）   | 11.24       |
| 总股本（万股）    | 40,446      |
| 流通股本（万股）   | 10,551      |
| 12 个月最高/最低 | 21.48/10.52 |

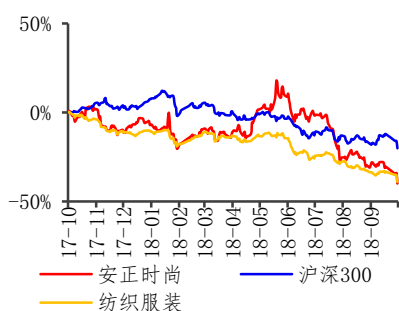
#### 分析师

分析师：黄淑妍 S1070514080003

☎ 021-31829709

✉ huangsy@cgs.com

#### 股价表现



数据来源：贝格数据

#### 相关报告

<<业绩保持快速增长，时尚龙头正起航>>

2018-08-08

<<主品牌玫姿增长提速，公司业绩亮眼>>

2018-05-26

<<主品牌双位数增长，多品牌发展强劲>>

2018-03-29

## 收购礼尚信息，拓展婴童业务版图

### ——安正时尚（603839）公司动态点评

#### 盈利预测

|        | 2017A  | 2018E  | 2019E  |
|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入   | 1421   | 1772   | 2149   |
| (+/-%) | 17.78% | 24.70% | 21.30% |
| 净利润    | 273    | 355    | 453    |
| (+/-%) | 15.69% | 30.16% | 27.49% |
| 摊薄 EPS | 0.68   | 0.88   | 1.12   |
| PE     | 15.77  | 12.12  | 9.51   |

资料来源：长城证券研究所

#### 核心观点

- **公司现金收购礼尚信息 70% 股权：**公司 2018 年 10 月 11 日公告，以其全资子公司上海摩萨克和控股子公司安正儿童为主体，收购林平及爱派克斯物流持有的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。股权转让完成后，公司将成为礼尚信息的实际控制人，林平将持有剩余的 30% 股权。另外，为支持礼尚信息的业务拓展，公司拟在完成交割后向其提供不超过 5000 万元的流动资金借款，借款期限至 2019 年 6 月底。
- **切入电商代运营领域，助力童装及标品业务拓展：**礼尚信息为国内领先的品牌电商服务商，可为品牌提供旗舰店运营、整合营销以及仓储物流的全链条服务，目前已与孩之宝、安佳、北极狐等国内外数十个知名品牌建立稳定的合作关系，合作公司涵盖母婴、儿童玩具、食品饮料等领域。公司于 2018 年 5 月分别成立全资子公司全趣儿童以及控股子公司安正儿童，正式发力童装领域，此番收购礼尚信息，有望共享其在母婴标品方面的流量资源、实现客群的协同，并为未来布局儿童生活产业链打下坚实基础。同时，可借鉴学习礼尚信息在标准化产品运营方面的经验，为未来向化妆品标品的横向拓展积累运营经验。
- **标的公司盈利能力较强，并表后有望增厚公司业绩：**礼尚信息 2017 年实现营收 4.59 亿元，实现净利润 3066.94 万元；2018H1 实现营收 3 亿元，实现净利润 3594.61 万元，2017 年以来收入和业绩均加速成长。根据协议中的业绩承诺，礼尚信息应于 2018-2010 年度分别实现净利润不低于 5500 万元/6600 万元/7700 万元，相对应增加上市公司利润 3850 万元/4620 万元/5390 万元。今年上半年礼尚信息已完成过半业绩目标，预计全年实现业绩承诺可能性较大。另外，协议中还规定了利润补偿条款，以保证合并报表利润水平不低于预期。
- **礼尚信息管理团队稳定，人员激励充分：**本次收购完成后，礼尚信息的创始人林平仍持有 30% 股份，且可向董事会委派两名现有管理层成员，管理层过渡较为稳定。协议中还约定将于 2020 年转让 5%-10% 的股权用于员工激励，有利于调动员工积极性，实现各方利益的协同。

- **投资建议：**公司是国内中高端品牌服饰龙头企业，持续搭建多品牌矩阵，并积极切入童装、化妆品领域，内生外延增长动力足。预测公司 2018-2019 年 EPS 分别为 0.88 元、1.12 元，对应 PE 分别为 12.12X、9.51X。
- **风险提示：**终端零售持续疲软、渠道拓展不达预期、品牌培育不达预期。

## 附：盈利预测表

| 利润表 ( 百万 ) | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E  | 主要财务指标     | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 1206  | 1421  | 1772  | 2149  | 2581   | 成长性        |       |       |       |       |       |
| 营业成本       | 354   | 472   | 549   | 666   | 797    | 营业收入增长     | -1.5% | 17.8% | 24.7% | 21.3% | 20.1% |
| 销售费用       | 347   | 446   | 523   | 625   | 743    | 营业成本增长     | -7.9% | 33.4% | 16.2% | 21.3% | 19.7% |
| 管理费用       | 166   | 189   | 234   | 282   | 338    | 营业利润增长     | 4.9%  | 20.7% | 27.1% | 28.2% | 25.3% |
| 财务费用       | 5     | -3    | -17   | -16   | -19    | 利润总额增长     | -4.5% | 16.9% | 30.2% | 27.5% | 24.8% |
| 投资净收益      | 61    | 45    | 30    | 25    | 20     | 净利润增长      | -3.2% | 15.7% | 30.2% | 27.5% | 24.8% |
| 营业利润       | 262   | 316   | 402   | 515   | 645    | 盈利能力       |       |       |       |       |       |
| 营业外收支      | 9     | 0     | 10    | 10    | 10     | 毛利率        | 70.6% | 66.7% | 69.0% | 69.0% | 69.1% |
| 利润总额       | 271   | 316   | 412   | 525   | 655    | 销售净利率      | 19.6% | 19.2% | 20.1% | 21.1% | 21.9% |
| 所得税        | 34    | 43    | 56    | 72    | 89     | ROE        | 19.5% | 14.2% | 13.3% | 15.5% | 17.3% |
| 少数股东损益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      | ROIC       | 6.9%  | 10.7% | 13.4% | 15.4% | 17.0% |
| 净利润        | 236   | 273   | 355   | 453   | 566    | 营运效率       |       |       |       |       |       |
| 资产负债表      |       |       |       |       |        | 销售费用/营业收入  | 28.8% | 31.4% | 29.5% | 29.1% | 28.8% |
|            |       |       |       |       | ( 百万 ) | 管理费用/营业收入  | 13.8% | 13.3% | 13.2% | 13.1% | 13.1% |
| 流动资产       | 905   | 2173  | 2355  | 2593  | 2969   | 财务费用/营业收入  | 0.4%  | -0.2% | -1.0% | -0.7% | -0.7% |
| 货币资金       | 110   | 347   | 236   | 209   | 279    | 投资收益/营业利润  | 5.0%  | 3.2%  | 1.7%  | 1.2%  | 0.8%  |
| 应收账款       | 93    | 104   | 129   | 157   | 188    | 所得税/利润总额   | 12.7% | 13.7% | 13.7% | 13.7% | 13.7% |
| 应收票据       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      | 应收账款周转率    | 11.66 | 14.44 | 15.21 | 15.02 | 14.96 |
| 存货         | 381   | 474   | 522   | 600   | 678    | 存货周转率      | 0.90  | 1.11  | 1.10  | 1.19  | 1.25  |
| 非流动资产      | 880   | 979   | 1078  | 1190  | 1322   | 流动资产周转率    | 1.45  | 0.92  | 0.78  | 0.87  | 0.93  |
| 固定资产       | 544   | 548   | 604   | 674   | 761    | 总资产周转率     | 0.71  | 0.58  | 0.54  | 0.60  | 0.64  |
| 资产总计       | 1785  | 3152  | 3433  | 3783  | 4291   | 偿债能力       |       |       |       |       |       |
| 流动负债       | 394   | 460   | 663   | 702   | 826    | 资产负债率      | 28.1% | 18.4% | 19.3% | 18.5% | 19.2% |
| 短期借款       | 66    | 0     | 0     | 0     | 0      | 流动比率       | 2.30  | 4.72  | 3.55  | 3.70  | 3.60  |
| 应付款项       | 122   | 164   | 190   | 231   | 276    | 速动比率       | 1.33  | 3.69  | 2.77  | 2.84  | 2.78  |
| 非流动负债      | 109   | 120   | 0     | 0     | 0      | 每股指标 ( 元 ) |       |       |       |       |       |
| 长期借款       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      | EPS        | 0.58  | 0.68  | 0.88  | 1.12  | 1.40  |
| 负债合计       | 502   | 580   | 663   | 702   | 826    | 每股净资产      | 3.17  | 6.36  | 6.85  | 7.62  | 8.57  |
| 股东权益       | 1283  | 2572  | 2770  | 3081  | 3466   | 每股经营现金流    | 0.49  | -1.63 | 0.23  | 0.71  | 0.92  |
| 股本         | 219   | 1395  | 1395  | 1395  | 1395   | 每股经营现金/EPS | 0.83  | -2.42 | 0.26  | 0.63  | 0.66  |
| 留存收益       | 1063  | 1222  | 1375  | 1686  | 2071   | 估值         |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      | PE         | 18.25 | 15.77 | 12.12 | 9.51  | 7.62  |
| 负债和权益总计    | 1785  | 3152  | 3433  | 3783  | 4291   | PEG        | -5.69 | 1.01  | 0.40  | 0.35  | 0.31  |
| 现金流量表      |       |       |       |       | ( 百万 ) | PB         | 3.36  | 1.67  | 1.55  | 1.40  | 1.24  |
| 经营活动现金流    | 197   | -660  | 92    | 287   | 373    | EV/EBITDA  | 0.00  | 4.67  | 3.66  | 2.93  | 2.40  |
| 其中营运资本减少   | -86   | -897  | -242  | -157  | -184   | EV/SALES   | 1.39  | 1.18  | 0.95  | 0.78  | 0.65  |
| 投资活动现金流    | 9     | -7    | -17   | -37   | -59    | EV/IC      | 0.86  | 0.63  | 0.57  | 0.51  | 0.45  |
| 其中资本支出     | -8    | 47    | -37   | -51   | -69    | ROIC/WACC  | 0.65  | 1.01  | 1.27  | 1.46  | 1.61  |
| 融资活动现金流    | -9    | 951   | -185  | -278  | -244   | REP        | 1.32  | 0.63  | 0.45  | 0.35  | 0.28  |
| 净现金总变化     | 197   | 285   | -111  | -28   | 70     |            |       |       |       |       |       |

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>