

收购韩国童装品牌，童装业务布局再下一城

——安正时尚 (603839.SH) 收购零到七股权点评报告

公司简报

买入 (维持)

当前价：12.47 元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebsecn.com

汲肖飞 (执业证书编号：S0930517100004)

021-52523675

jixiaofei@ebsecn.com

市场数据

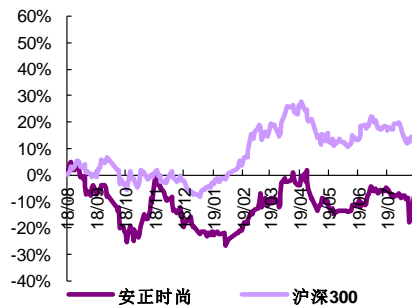
总股本(亿股)：4.02

总市值(亿元)：58.40

一年最低/最高(元)：9.35/14.20

近3月换手率：277.0%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	14.74	22.61	9.33
绝对	6.06	17.40	-0.21

资料来源：Wind

相关研报

- 服装收入增长改善，并表提振业绩表现 2019-08-19
- 18Q4 压力较大，19Q1 有所改善，并表对收入增厚明显 2019-04-28
- 业绩增速有所放缓，Q3 盈利能力呈现回升 2018-10-27
- 收购优质电商代运营商，婴童产业布局逐步落地 2018-10-12

◆公告收购零到七 51% 股权，收购完成后与原股东共同管理

2019年8月28日公司公告控股子公司安正儿童用品(上海)有限公司拟以现金增资方式取得零到七贸易有限公司51%的股权，交易金额为3620万元，且安正儿童完成增资后拟进一步向零到七增资2550万元、与原股东OTO7 INC共同出资5000万元用于零到七公司未来3年的研发费用。交易完成后零到七将成为公司控股孙公司纳入报表。

本次收购完成后标的公司董事会将由5名董事构成，其中安正时尚委派3名(包括董事长)，并指定总经理和财务经理，零到七委派2名，指定财务副经理1名。公司将与OTO7 INC共同参与标的公司治理，进入童装市场。

◆零到七主营韩国知名中高端童装中国区业务，主品牌较早布局中国市场

零到七主营韩国中高端童装中国区业务，旗下拥有“ALLO&LUGH、four lads、ALFONSO、SKARBARN”等童装品牌及“宫中秘策”婴童护肤品牌。2018年、2019年1-6月零到七实现收入9185.64万元、3767.43万元，实现净利-706.44万元、-154.62万元，亏损主要由于渠道优化所致。

零到七主品牌ALLO&LUGH运营品牌推广、线下销售、电商销售等核心业务环节，涵盖大童和小童品类，男童、女童销售占比为40:60，追求优质面料与舒适体验，在高端品牌市场具有较高知名度。ALLO&LUGH品牌于2005年进入中国，截止2018年底在中国共有门店170余家，其中直营店53家、加盟店110余家，并在天猫开设旗舰店。

◆收购完善童装产业布局，享受童装行业快速发展红利

2018年10月公司宣布收购电商代运营公司礼尚信息，开始涉足母婴产业，2018年12月参股童装品牌青蛙王子。ALLO&LUGH品牌是韩国童装第一品牌，具有较强的品牌认可度，公司收购零到七后在儿童产业布局再下一城，可通过管理层优化扭亏为盈，有望享受童装行业快速发展红利。未来双方可借助自身优质资源在渠道、营销、管理等方面发挥协同效应，带动业绩增长。

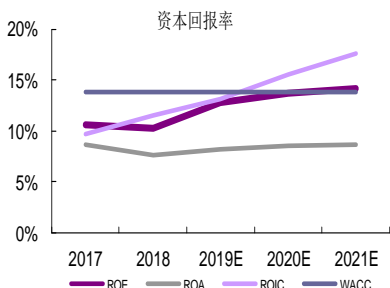
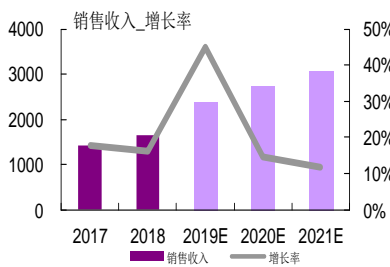
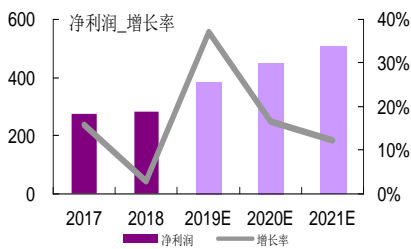
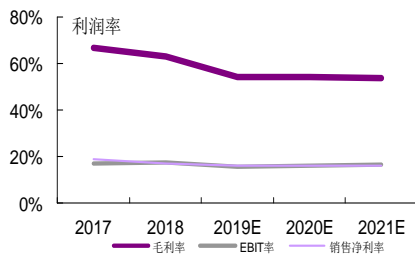
公司致力于打造时尚产业集团，通过并购、代理持续拓展母婴、童装、化妆品等领域，我们维持2019-21年EPS预测为0.93/1.07/1.21元，目前股价对应2019年14倍PE，维持“买入”评级。

◆风险提示：开店进度不达预期、库存积压风险、收购标的业绩持续亏损等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,421	1,649	2,391	2,742	3,069
营业收入增长率	17.78%	16.09%	44.99%	14.69%	11.93%
净利润(百万元)	273	281	374	429	487
净利润增长率	15.69%	2.96%	33.09%	14.71%	13.42%
EPS(元)	0.68	0.70	0.93	1.07	1.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.62%	10.25%	12.43%	13.20%	13.81%
P/E	19	19	14	12	11
P/B	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年8月29日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,421	1,649	2,391	2,742	2,391
营业成本	472	606	1,086	1,255	1,086
折旧和摊销	67	73	74	77	74
营业税费	25	20	36	41	36
销售费用	446	524	634	713	634
管理费用	189	147	215	247	215
财务费用	-3	-1	-2	-2	-2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	43	80	80	80	80
营业利润	316	320	440	505	573
利润总额	316	320	440	505	573
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	273	281	374	429	487

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	3,152	3,690	4,677	5,205	5,778
流动资产	2,173	2,274	3,355	3,839	4,391
货币资金	347	454	1,400	1,764	2,206
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	104	136	230	258	276
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	19	0	29	33	37
存货	474	791	816	899	981
可供出售投资	112	216	200	210	220
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	548	525	580	601	606
无形资产	70	65	91	106	120
总负债	580	901	1,621	1,904	2,206
无息负债	580	882	1,621	1,904	2,206
有息负债	0	19	0	0	0
股东权益	2,572	2,789	3,056	3,301	3,571
股本	404	404	402	402	402
公积金	1,237	1,169	1,214	1,217	1,217
未分配利润	1,091	1,198	1,393	1,635	1,906
少数股东权益	0	47	47	47	47

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	317	95	1,084	540	622
净利润	273	281	374	432	487
折旧摊销	67	73	24	27	28
净营运资金增加	915	-95	-569	-63	-105
其他	-937	-163	1,256	145	213
投资活动产生现金流	-1,048	127	-15	10	30
净资本支出	-62	-77	-150	-60	-40
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-986	204	135	70	70
融资活动现金流	969	-155	-124	-186	-210
股本变化	0	0	-2	0	0
债务净变化	-66	19	-19	0	0
无息负债变化	144	302	739	283	302
净现金流	237	67	945	364	442

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	17.78%	16.09%	44.99%	14.69%	11.93%
净利润增长率	15.69%	2.96%	32.91%	15.58%	12.68%
EBITDA 增长率	-5.55%	17.59%	4.36%	19.04%	13.39%
EBIT 增长率	-5.70%	20.12%	22.23%	19.51%	13.80%
估值指标					
PE	19	19	14	12	11
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	16	13	10	8	6
EV/EBIT	20	16	11	8	7
EV/NOPLAT	23	19	13	10	8
EV/Sales	3	3	2	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	66.74%	63.27%	54.58%	54.24%	53.85%
EBITDA 率	21.89%	22.17%	15.96%	16.56%	16.78%
EBIT 率	17.16%	17.75%	14.96%	15.59%	15.86%
税前净利润率	22.26%	19.42%	18.38%	18.53%	18.65%
税后净利润率 (归属母公司)	19.22%	17.05%	15.63%	15.75%	15.85%
ROA	8.66%	7.62%	7.99%	8.29%	8.42%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.62%	10.25%	12.41%	13.26%	13.80%
经营性 ROIC	9.63%	11.52%	19.31%	23.51%	28.48%
偿债能力					
流动比率	4.72	3.87	2.56	2.41	2.32
速动比率	3.69	2.53	1.94	1.85	1.80
归属母公司权益/有息债务		144.34	NA	NA	NA
有形资产/有息债务		165.84	NA	NA	NA
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.68	0.70	0.93	1.07	1.21
每股红利	0.50	0.35	0.46	0.54	0.61
每股经营现金流	0.79	0.24	2.70	1.34	1.55
每股自由现金流(FCFF)	-1.62	1.01	2.01	1.12	1.41
每股净资产	6.36	6.78	7.48	8.09	8.76
每股销售收入	3.51	4.08	5.95	6.82	7.63

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投资评级。

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中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, 本公司的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, 本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。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。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述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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块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, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼