

强烈推荐-A (维持)

安正时尚 603839.SH

当前股价: 11.68 元

2018 年 10 月 10 日

收购礼尚信息 涉足婴童及标品电商代运营领域

基础数据

| | |
|------------|--------|
| 上证综指 | 2726 |
| 总股本(万股) | 40446 |
| 已上市流通股(万股) | 10551 |
| 总市值(亿元) | 47 |
| 流通市值(亿元) | 12 |
| 每股净资产(MRQ) | 6.5 |
| ROE(TTM) | 11.7 |
| 资产负债率 | 16.0% |
| 主要股东 | 郑安政 |
| 主要股东持股比例 | 37.36% |

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《安正时尚(603839)一主品牌复苏趋势加强 副牌发展健康共促业绩高速增长》2018-04-27
- 2、《安正时尚(603839)一主品牌持续改善 多品牌矩阵稳步推进》2018-03-29
- 3、《安正时尚(603839)一渠道调整基本到位 同店改善拉动三季报业绩表现》2017-10-31

孙好

010-57601717
sunyu2@cmschina.com.cn
S1090511110003

刘丽

liuli14@cmschina.com.cn
S1090517080006

全资子公司上海摩萨克以及控股子公司安正儿童拟合计出资 3.61 亿收购电商代运营企业礼尚信息 70% 股权。通过此次收购, 公司将切入母婴及儿童电商代运营领域, 有望与整合后的婴童板块发挥协同效应。另外, 为未来布局化妆品时尚标品业务奠定了渠道及运营基础, 丰富及完善公司品牌及品类布局, 亦可提升公司数字化营销能力。业绩方面, 安正 Q3 服装主品牌仍可实现 20% 左右增长, 新品牌虽有小幅调整, 但整体运营仍处良性状态。当前多品牌矩阵搭建初步完成, 后期随着品牌运营、产品开发及精细化管理能力不断提升, 内生稳定增长叠加渠道稳步拓展, 今明两年仍有望完成股权激励净利润年均增长 31% 的目标。暂不考虑并表, 当前市值 47 亿, 18/19PE 分别为 13X/10X, 公司单店运营基础良好, 在品牌力持续提升背景下, 待 Q4 销售数据有加强趋势后, 有望迎来估值修复和切换行情。

- 公司全资子公司上海摩萨克以及控股子公司安正儿童拟以 3.61 亿元收购礼尚信息 70% 股权, 股权转让价款分四期支付; 另外, 公司将向礼尚信息提供不超过 5000 万流动资金借款。礼尚信息业绩承诺 2018 年-2020 年净利润不低于 5500 万元、6600 万元、7700 万元, 对应 18PE9.4X、19PE7.8X。同时, 双方协商将于 2020 年底后提供总额为礼尚信息 5% 股权用于员工激励。
- 礼尚信息作为专业全面的品牌电商服务商, 与知名消费品品牌建立了稳固的合作关系。交易完成后, 安正将切入母婴及儿童电商代运营领域, 与整合完毕的婴童板块形成发展合力。同时为未来布局化妆品时尚标品业务奠定了渠道及运营基础, 丰富及完善公司品牌及品类布局, 提升公司数字化营销能力。

- 1) 基本情况: 礼尚信息为国内专业电商代运营服务商, 服务内容包括线上品牌旗舰店运营、营销整合、仓储物流等全链条服务, 客户分布于母婴周边、儿童玩具、食品保健品、户外运动等行业, 与孩之宝、安佳、妙洁、金凯利、李宁、雅培、惠氏、费雪、伊丽莎白雅顿等知名标品品牌建立了稳固的关系。
- 2) 业绩稳健增长, 收购估值合理: 礼尚信息 2017 年实现收入及净利润分别为 4.59 亿元、0.31 亿元, 根据 2018 年-2020 年分别实现净利润不低于 0.55 亿元、0.66 亿元、0.77 亿元的业绩承诺, 测算 2017 年-2020 年净利润年复合增速达 35%。此次收购对应 18PE9.4X, 19PE7.8X, 估值相对合理。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 1206 | 1421 | 1762 | 2153 | 2571 |
| 同比增长 | -2% | 18% | 24% | 22% | 19% |
| 营业利润(百万元) | 262 | 316 | 414 | 544 | 649 |
| 同比增长 | 5% | 21% | 31% | 31% | 19% |
| 净利润(百万元) | 236 | 273 | 361 | 471 | 559 |
| 同比增长 | -3% | 16% | 32% | 31% | 19% |
| 每股收益(元) | 1.10 | 0.94 | 0.89 | 1.17 | 1.38 |
| PE | 10.6 | 12.4 | 13.1 | 10.0 | 8.4 |
| PB | 1.9 | 1.3 | 1.6 | 1.5 | 1.3 |

资料来源: 公司数据、招商证券 (暂未考虑礼尚信息并表)

3) **利益机制理顺**: 收购完成后, 礼尚信息创始人林平持有 30% 股权, 且双方协议将于 2020 年底提供礼尚信息 5% 股权用于员工激励, 有利于团队稳定, 并激发员工潜力。

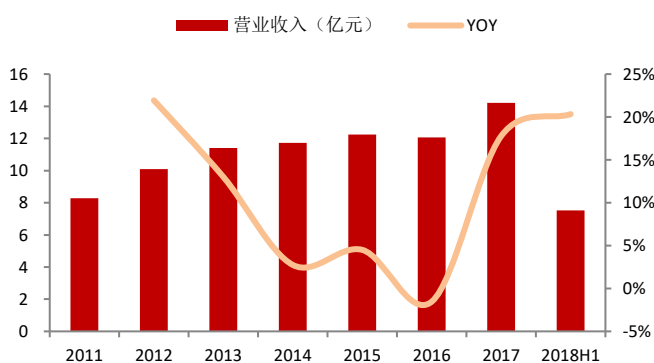
□ **收入端** 安正 18Q3 主品牌稳健增长, 新品牌处于阶段性调整; 利润端受短期品牌建设费用投入加大影响, 扣非归母净利润表现仍不及收入端; 但精细化管理模式下, 整体仍处于良性运转状态。18Q2 以来, 受宏观经济以及淡季影响, 公司收入增速有所放缓, 预计 18Q3 收入增长 15% 左右, 其中主品牌收入增长 20% 左右, 新品牌方面, 斐娜晨保持 30% 以上增长, 尹默预计增长 10%+, 安正男装因品牌风格调整, 收入增长降至个位数。但受到品牌建设费用短期投入加大影响, 扣非归母净利润表现预计仍不及收入端表现。另外, 公司精细化管理程度较高, 渠道管控力度以及供应链反应效率均较高, 库存风险可控, 尚处于良性运转状态。

□ **盈利预测和投资评级**: 收购完成后, 公司切入母婴及儿童电商代运营领域, 考虑到婴童板块已经整合完毕, 安正儿童以及礼尚信息有望在婴童领域发挥协同效应。另外, 此次并购也为未来布局化妆品时尚标品业务领域奠定了渠道及运营基础, 有望丰富及完善公司品牌及品类布局, 亦可提升公司数字化营销能力。18 年以来公司的服装主业经过产品力的提升以及渠道的持续整合, 多品牌矩阵搭建初步完成, 后期随着品牌运营、产品开发及精细化管理能力的不断提升, 内生增长力的稳定增长叠加渠道的稳步拓展, 今明两年仍有望完成股权激励净利润年均增长 31% 的目标。

暂不考虑并表因素, 当前市值 47 亿, 18/19PE 分别为 13X/10X, 公司单店运营基础良好, 在品牌力持续提升背景下, 待 Q4 销售数据加强后, 有望迎来估值修复和切换行情。

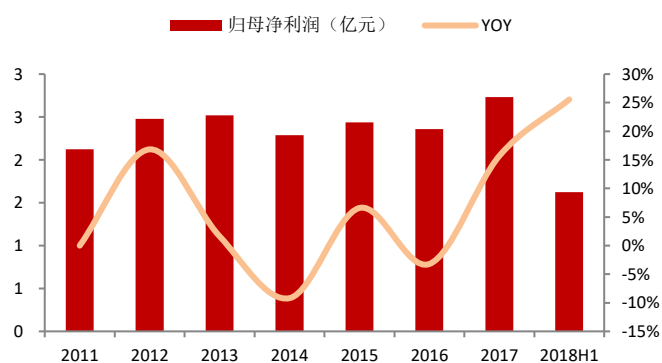
□ **风险提示**: 1) 产品适销度下降, 造成存货压力; 2) 终端需求持续不振的风险。

图 1: 公司 2012-2018H1 年度营收及增速 (亿元)



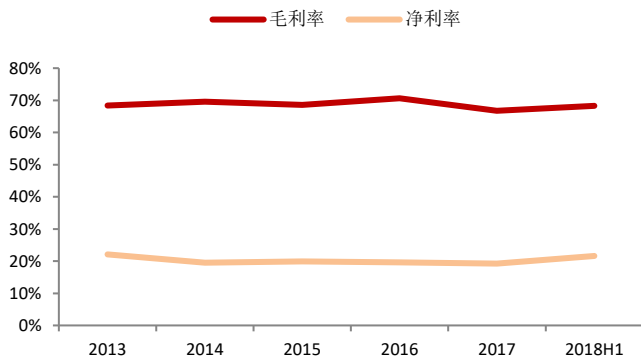
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 公司 2012-2018H1 年度归母净利润及增速 (亿元)



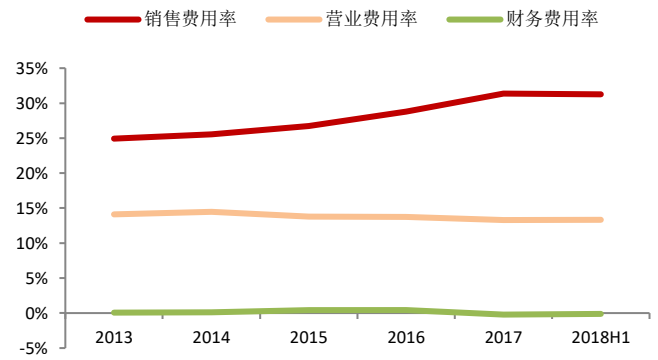
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 公司 2012-2018H1 年毛利率及净利率变化情况



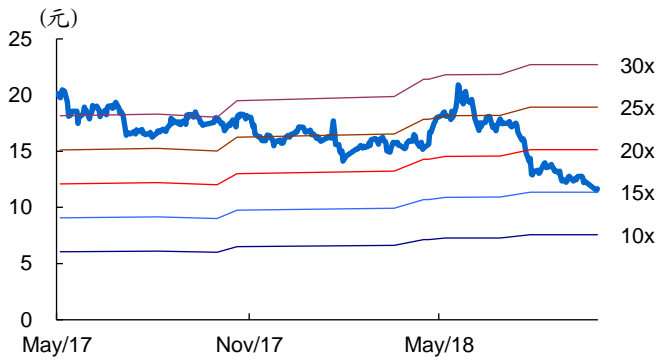
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司 2012-2018H1 年三项费用率情况



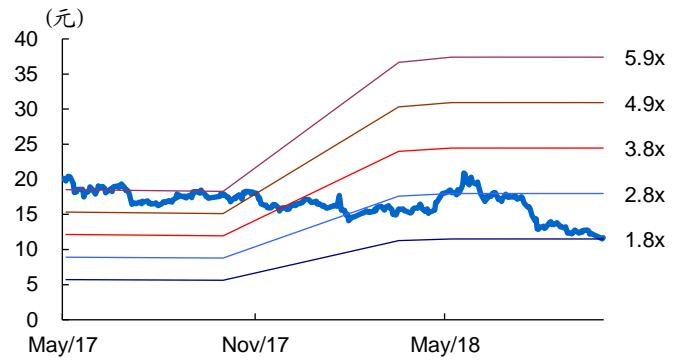
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 安正时尚历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 安正时尚历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《安正时尚 18Q1 季报点评-主品牌复苏趋势加强 副牌发展健康共促业绩高增长》2018-4-27
- 2、《安正时尚“年报点评”- 主品牌持续改善 多品牌矩阵稳步推进》2018-3-30
- 3、《安正时尚-渠道调整基本到位 同店改善拉动三季度业绩表现》2017-10-31
- 4、《安正时尚-17 整合年业绩稳步增长 18 轻装上阵业绩增速有望加快》2017-08-16

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 905 | 2173 | 2530 | 2905 | 3370 |
| 现金 | 110 | 347 | 408 | 315 | 281 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 93 | 104 | 121 | 148 | 177 |
| 其它应收款 | 15 | 19 | 24 | 29 | 35 |
| 存货 | 381 | 474 | 454 | 551 | 655 |
| 其他 | 307 | 1229 | 1523 | 1861 | 2223 |
| 非流动资产 | 880 | 979 | 969 | 961 | 955 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 544 | 548 | 552 | 556 | 560 |
| 无形资产 | 74 | 70 | 63 | 57 | 51 |
| 其他 | 262 | 361 | 354 | 349 | 345 |
| 资产总计 | 1785 | 3152 | 3499 | 3866 | 4325 |
| 流动负债 | 394 | 460 | 510 | 567 | 628 |
| 短期借款 | 66 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 122 | 164 | 201 | 244 | 290 |
| 预收账款 | 35 | 31 | 38 | 46 | 55 |
| 其他 | 171 | 266 | 271 | 277 | 283 |
| 长期负债 | 109 | 120 | 120 | 120 | 120 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 109 | 120 | 120 | 120 | 120 |
| 负债合计 | 502 | 580 | 629 | 686 | 748 |
| 股本 | 214 | 289 | 404 | 404 | 404 |
| 资本公积金 | 6 | 1061 | 999 | 999 | 999 |
| 留存收益 | 1063 | 1222 | 1467 | 1777 | 2175 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者权益 | 1283 | 2572 | 2870 | 3180 | 3578 |
| 负债及权益合计 | 1785 | 3152 | 3499 | 3866 | 4325 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-----------|------------|-----------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 339 | 317 | 77 | 17 | 76 |
| 净利润 | 236 | 273 | 361 | 471 | 559 |
| 折旧摊销 | 71 | 67 | 46 | 44 | 43 |
| 财务费用 | 5 | 1 | (3) | (3) | (2) |
| 投资收益 | (8) | (43) | (80) | (85) | (85) |
| 营运资金变动 | 40 | 67 | (242) | (439) | (470) |
| 其它 | (4) | (48) | (5) | 29 | 31 |
| 投资活动现金流 | (187) | (1048) | 44 | 49 | 49 |
| 资本支出 | (67) | (63) | (36) | (36) | (36) |
| 其他投资 | (120) | (985) | 80 | 85 | 85 |
| 筹资活动现金流 | (88) | 969 | (60) | (159) | (159) |
| 借款变动 | (80) | (89) | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 75 | 115 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (0) | 1055 | (62) | 0 | 0 |
| 股利分配 | (26) | (86) | (116) | (162) | (162) |
| 其他 | 18 | 13 | 3 | 3 | 2 |
| 现金净增加额 | 65 | 238 | 61 | (93) | (34) |

利润表

| 单位：百万元 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 1206 | 1421 | 1762 | 2153 | 2571 |
| 营业成本 | 354 | 472 | 580 | 704 | 837 |
| 营业税金及附加 | 20 | 25 | 31 | 38 | 46 |
| 营业费用 | 347 | 446 | 546 | 646 | 771 |
| 管理费用 | 166 | 189 | 229 | 269 | 316 |
| 财务费用 | 5 | (3) | (3) | (3) | (2) |
| 资产减值损失 | 61 | 45 | 45 | 40 | 40 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 8 | 43 | 80 | 85 | 85 |
| 营业利润 | 262 | 316 | 414 | 544 | 649 |
| 营业外收入 | 9 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 271 | 316 | 414 | 544 | 649 |
| 所得税 | 34 | 43 | 53 | 73 | 89 |
| 净利润 | 236 | 273 | 361 | 471 | 559 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司净利润 | 236 | 273 | 361 | 471 | 559 |
| EPS (元) | 1.10 | 0.94 | 0.89 | 1.17 | 1.38 |

主要财务比率

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | -2% | 18% | 24% | 22% | 19% |
| 营业利润 | 5% | 21% | 31% | 31% | 19% |
| 净利润 | -3% | 16% | 32% | 31% | 19% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 70.6% | 66.7% | 67.1% | 67.3% | 67.5% |
| 净利率 | 19.6% | 19.2% | 20.5% | 21.9% | 21.8% |
| ROE | 18.4% | 10.6% | 12.6% | 14.8% | 15.6% |
| ROIC | 17.2% | 10.2% | 12.0% | 14.3% | 15.2% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 28.1% | 18.4% | 18.0% | 17.8% | 17.3% |
| 净负债比率 | 3.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 2.3 | 4.7 | 5.0 | 5.1 | 5.4 |
| 速动比率 | 1.3 | 3.7 | 4.1 | 4.2 | 4.3 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |
| 存货周转率 | 0.9 | 1.1 | 1.2 | 1.4 | 1.4 |
| 应收帐款周转率 | 11.7 | 14.4 | 15.7 | 16.0 | 15.8 |
| 应付帐款周转率 | 3.0 | 3.3 | 3.2 | 3.2 | 3.1 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.10 | 0.94 | 0.89 | 1.17 | 1.38 |
| 每股经营现金 | 1.59 | 1.10 | 0.19 | 0.04 | 0.19 |
| 每股净资产 | 6.00 | 8.90 | 7.10 | 7.87 | 8.85 |
| 每股股利 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 10.6 | 12.4 | 13.1 | 10.0 | 8.4 |
| PB | 1.9 | 1.3 | 1.6 | 1.5 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 34.7 | 30.1 | 22.7 | 17.7 | 15.0 |

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，8年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾1年。

刘丽，对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券。

团队成绩：2011-2014年连续4年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015年第五。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。