

# 拆分礼尚信息，代运营业务腾飞在即 买入（维持）

2020 年 03 月 25 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002

021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1649.3	2640.5	3915.9	4715.7
同比（%）	16.1%	60.1%	48.3%	20.4%
归母净利润（百万元）	281.2	301.4	402.5	384.8
同比（%）	3.0%	7.2%	33.5%	-4.4%
每股收益（元/股）	0.70	0.75	1.00	0.96
P/E（倍）	20.8	19.4	14.5	15.2

## 投资要点

■ **事件：**安正时尚拟分拆旗下礼尚信息上市，并以 1.122 亿元的对价向长兴启芮等 6 名交易对方转让礼尚信息合计 16.5% 股份，交易完成后安正时尚对礼尚信息持股比例将由 60% 降至 43.5%，安正时尚旗下安正儿童（安正时尚持股 70%）仍持有礼尚信息 10% 股份，合计持股比例 53.5%，礼尚信息此后每年将有 50.5% 的利润由安正时尚的股东享有。

■ **拆分上市有助于礼尚信息获得更直接高效的融资平台，助推公司业务发展。**礼尚信息所从事的电商代运营行业，**运营能力与资金实力是竞争壁垒建立的源头。**服务类业务方面，公司年均触达超过 1.5 亿电商消费人群，经销客户全年销售额超过 10 亿。当前公司在母婴、食品保健、运动户外、宠粮家居类目的电商代运营平台中处于领先地位，公司未来将围绕以上几个类目做深价值链。**贸易类业务方面，**公司覆盖所有主流电商平台，在海内外均拥有发达的供应链网络，覆盖 70 余个国家。公司 IPO 获得独立融资平台后，有利于拓展优质品牌客户、加强贸易类业务渠道及供应链建设，助力业务规模快速扩张。

■ **安正时尚仍对礼尚信息保持控股权，有利于礼尚信息 IPO 期间保持综合竞争力，引入社会资本有助于优化礼尚治理结构。**礼尚信息上市后，安正时尚对其持股比例由 60% 降至 43.5%，安正时尚旗下安正儿童仍持有礼尚信息 10% 股份，**安正时尚仍为礼尚信息的控股股东，合计持股比例达到 53.5%（考虑安正儿童的少数股东权益，礼尚业绩的 50.5% 由安正时尚股东享有）。**安正时尚作为国内领先的服装品牌集团，截至 2019 年三季度报，公司在手资金（货币资金 4.5 亿+交易性金融资产 6.8 亿）达 11.3 亿元，在礼尚信息 IPO 期间可助力其在电商代运营行业内保持竞争优势，抵御市场环境波动。

■ **Q1 主业受疫情影响承压，截至目前零售已恢复至 19 年 3 月的 60%-70%。**经历节后疫情的非常规扰动后，当前零售情况已逐步恢复，公司也采取了各种新零售方式来强化自身渠道能力，转危为机。我们预计公司 Q1 服装主业收入下滑幅度在 30% 左右，考虑经营杠杆，预计业绩下滑幅度在 40% 左右。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑主业稳健发展、礼尚信息快速扩张，结合转让礼尚信息股权带来投资收益 2700 万元，暂不考虑疫情影响，预计 2019-2021 年公司整体归母净利润同比+7.2%/+33.5%/-4.4%至 3.01/4.03/3.85 亿元，其中礼尚信息整体业绩预期为 0.9 亿/1.65 亿/2.15 亿元，按照安正时尚持股比例计算，预计贡献业绩为 6030 万元/8333 万元/1.08 亿元。分部估值，公司主业市盈率按照行业均值 12.5X 计算，礼尚信息估值按照 40X-50X 计算，公司整体市值安全边际在 70 亿以上，叠加公司账上的丰富现金储备，我们认为公司当前市值存在低估，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情后服装主业受挫，宏观经济低迷，市场竞争加剧。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	14.56
一年最低/最高价	10.03/19.57
市净率(倍)	2.08
流通 A 股市值(百万元)	5825.49

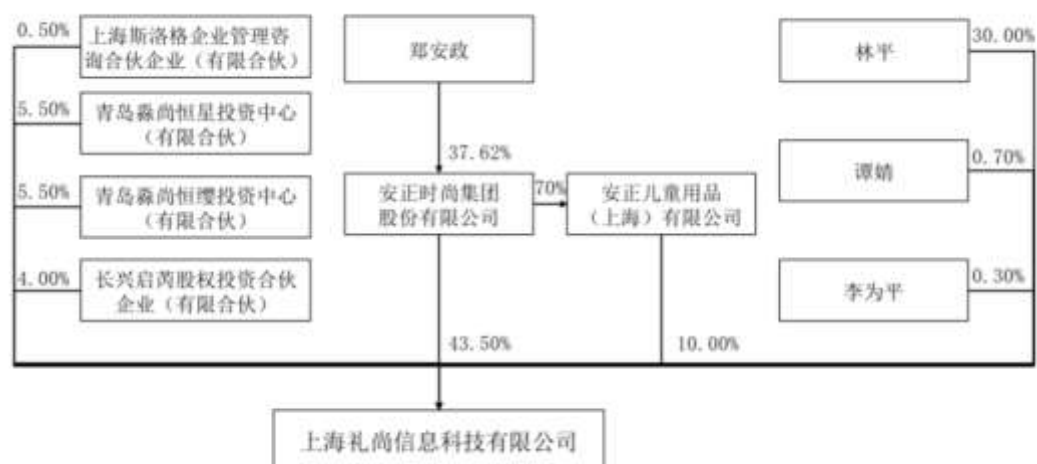
## 基础数据

每股净资产(元)	6.98
资产负债率(%)	24.92
总股本(百万股)	401.64
流通 A 股(百万股)	400.10

## 相关研究

1、《安正时尚（603839）：母婴电商代运营利润占比迅速提升，价值重估一触即发》2020-03-07

图 1：股权转让后礼尚信息的股权结构情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

安正时尚三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>2274.1</b>	<b>3070.9</b>	<b>3547.5</b>	<b>4037.0</b>	<b>营业收入</b>	<b>1649.3</b>	<b>2640.5</b>	<b>3915.9</b>	<b>4715.7</b>
现金	454.4	617.8	776.1	1053.0	营业成本	605.8	1251.9	2095.7	2609.5
应收款项	136.0	157.3	234.2	237.3	营业税金及附加	24.7	38.3	56.8	68.4
存货	791.1	1188.8	1475.9	1637.7	销售费用	523.9	683.4	865.4	1012.5
其他	892.5	1106.9	1061.3	1109.0	管理费用	146.7	187.2	248.3	309.4
<b>非流动资产</b>	<b>1415.7</b>	<b>1347.4</b>	<b>1342.3</b>	<b>1307.2</b>	财务费用	(0.6)	1.2	1.3	1.3
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	79.6	60.0	87.0	60.0
固定资产	524.9	495.1	465.4	435.7	其他	(51.1)	37.9	31.9	90.4
无形资产	65.0	63.7	62.4	61.0	<b>营业利润</b>	<b>320.3</b>	<b>380.6</b>	<b>529.5</b>	<b>564.3</b>
其他	825.8	788.6	814.5	810.5	营业外净收支	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>3689.8</b>	<b>4418.3</b>	<b>4889.8</b>	<b>5344.3</b>	<b>利润总额</b>	<b>320.3</b>	<b>380.6</b>	<b>529.5</b>	<b>564.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>587.0</b>	<b>974.7</b>	<b>1154.7</b>	<b>1283.3</b>	所得税费用	39.3	49.5	68.8	73.4
短期借款	19.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	29.7	81.7	106.2
应付账款	171.0	455.0	476.4	567.4	<b>归属母公司净利润</b>	<b>281.2</b>	<b>301.4</b>	<b>402.5</b>	<b>384.8</b>
其他	397.1	519.7	678.2	716.0	EBIT	372.9	518.0	706.5	784.4
<b>非流动负债</b>	<b>313.6</b>	<b>299.1</b>	<b>302.8</b>	<b>304.6</b>	EBITDA	445.8	587.6	776.6	855.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>重要财务与估值指标</b>				
其他	313.6	299.1	302.8	304.6		<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债总计</b>	<b>900.6</b>	<b>1273.7</b>	<b>1457.5</b>	<b>1588.0</b>	每股收益(元)	0.70	0.75	1.00	0.96
少数股东权益	46.7	69.8	69.8	69.8	每股净资产(元)	6.78	7.66	8.37	9.18
归属母公司股东权益	2789.2	3144.6	3432.3	3756.3	发行在外股份(百万股)	404.2	401.6	401.6	401.6
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3689.8</b>	<b>4418.3</b>	<b>4889.8</b>	<b>5344.3</b>	ROIC(%)	11.5%	14.3%	17.9%	18.2%
<b>现金流量表 (百万元)</b>					ROE(%)	10.5%	10.2%	12.2%	10.7%
	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	毛利率(%)	63.3%	52.6%	46.5%	44.7%
经营活动现金流	95.1	186.4	408.3	507.3	EBIT Margin(%)	22.6%	19.6%	18.0%	16.6%
投资活动现金流	127.0	226.7	(42.7)	42.8	销售净利率(%)	17.0%	12.5%	12.4%	10.4%
筹资活动现金流	(155.1)	(249.6)	(207.3)	(245.4)	资产负债率(%)	24.4%	28.8%	29.8%	29.7%
现金净增加额	67.5	163.4	158.3	304.8	收入增长率(%)	16.1%	60.1%	48.3%	20.4%
折旧与摊销	72.9	69.6	70.1	71.3	净利润增长率(%)	3.0%	7.2%	33.5%	-4.4%
资本开支	1.6	0.6	1.6	2.6	P/E	20.8	19.4	14.5	15.2
营运资本变动	(244.3)	(226.8)	(138.3)	(83.9)	P/B	2.13	1.90	1.74	1.59
企业自由现金流	153.9	294.1	548.0	672.4	EV/EBITDA	13.2	10.0	7.5	6.8

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>