

安正时尚（603839.SH）重大事项点评

# 收购优质婴童电商代运营平台，婴童业务开疆拓土



中信证券研究部

2018年10月11日

薛缘

电话：021-20262134

邮件：xueyuan@citics.com

执业证书编号：S1010514080007

## 投资评级

**买入（维持）**

当前价：11.68 元

## 投资要点

公司以现金 3.61 亿元，收购专业婴童电商代运营商礼尚信息。公司 10 月 11 日公告，其子公司摩萨克及安正儿童从林平&爱派克斯处受让上海礼尚信息 70%股权，合计交易价格为 3.61 亿元，交易完成后安正时尚将成为礼尚信息的实际控制人，林平保留 30%股权。交易完成后，礼尚信息将设立 5 名董事，摩萨克/安正儿童/林平分别委派 2/1/2 名。礼尚信息承诺 2018/2019/2020 年净利润不低于 5500 万/6600 万/7700 万元，收购价对应 2018 年业绩承诺 9.4 倍。此外，交易双方共同承诺，2020 年 12 月 31 日以后将按照双方股权比例提供总额为标的公司 5%的股权转给员工或持股平台作为员工股权激励。

礼尚信息成立于 2009 年，是国内专业的电商代运营服务商，在国内母婴代理品牌中排名前三。公司主要从事海外及国内母婴周边、儿童玩具、食品保健品、户外运动等产品的运营及整合营销服务，重点合作客户包括孩之宝、安佳、G2、费雪、北极狐、森宝等外资头部品牌。这类外资品牌的中国电商业务通常会与代运营公司开展长期稳定合作，且自带较多流量。2017 年公司实现营业收入/净利润 4.59 亿元/3067 万元。

**业务拆解：头部合作品牌贡献主要收入，受益母婴红利增长迅速。**礼尚信息 4 大核心合作品牌贡献其主要收入，占比超过 80%。其中：

（1）**A2 奶粉：**新西兰 A2 奶粉 2013 年进入中国，国内单罐奶粉平均售价 400+元，凭借良好的品质和口感受到中国消费者普遍认可，销售增长迅速。礼尚信息通过跨境方式实现销售奶粉产品，并在天猫国际开设旗舰店。

图 1：A2 奶粉产品及旗舰店



资料来源：天猫国际，中信证券研究部

（2）**孩之宝**：世界顶级婴童玩具品牌，凭借变形金刚、万智牌、淘气宝贝等众多世界知名顶级 IP 主营玩具广受消费者欢迎。礼尚信息主要通过天猫旗舰店买断销售孩之宝玩具产品。

图 2：孩之宝变形金刚玩具



资料来源：天猫，中信证券研究部

（3）**恒天然**：新西兰最大的乳制品公司，旗下拥有安佳、金凯利等品牌，销售奶粉、乳酪、黄油等产品。

图 3：安佳淡奶油&金凯利乳酪产品



资料来源：天猫，中信证券研究部

（4）**北极狐**：瑞典中高端户外品牌，主营户外产品，爆款背包受到中国年轻一代追捧。

图 4：爆款北极狐双肩包



资料来源：天猫，中信证券研究部

**影响如何？互利共赢，看好长远发展布局。**

对礼尚信息来讲，获得来自上市公司的更充足的资金和信用背书，在做实核心品牌的同时，（1）未来有望与更大体量、更多的顶级品牌合作，进一步培育和拓展非头部品牌；（2）拓展新的领域，例如宠物食品。

对安正时尚来讲，影响有三点：（1）获得礼尚信息在儿童母婴用品领域多年经营所积累的资源、客户及线上运营经验，推动安正未来在婴童领域业务的持续拓展。（2）目前安正主业是个性化的服装产品，而礼尚信息主业为食品为主的标品，收购使得集团的业务更为多元化，抗风险能力得到提升；（3）通过收购获得经营标品产品的经验和能力，也助力安正未来进一步收购其他标品业务。

**预计安正时尚 3 季度收入将实现高双位数增长，判断全年业绩目标大概率实现。**目前开店节奏正常，关店略超预期。在整体消费环境一般的背景下，品牌会加速分化，当下关注产品品质/客户管理/运营效率提升的品牌会不断做大规模，夯实领先优势，而公司正朝这个方向不断努力。短期看，公司 2018H2 门店拓展规逐步落实，我们预测 2018 年公司有望净开店 120-150 家。综合考虑，我们认为 2018 年公司实现 3.59 亿元净利润目标（考虑 2100 万元激励费用）仍具高确定性。

**风险因素：**1. 市场竞争加剧风险；2. 多品牌运作不及预期风险；3. 收购整合不及预期。

**盈利预测、估值及投资评级。**公司专注时尚主业，不断提升品牌运营能力和内部管理效率，看好公司未来多品牌持续发力带来的靓丽内生增长，同时通过外延收购不断拓展婴童等新领域。维持 2018/2019/2020 年 EPS 预测 0.90/1.17/1.39 元，现价对应 2018 年 13 倍 PE，维持“买入”评级。假设 2019 年初新业务并表，按照承诺业绩计算，2019/2020 年备考业绩对应估值分别为 10/8 倍。

表 1：安正时尚盈利预测简表

| 项目/年度           | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)       | 1206 | 1421 | 1787  | 2247  | 2652  |
| 增长率 YoY%        | -1.5 | 17.8 | 25.8  | 25.7  | 18.0  |
| 净利润(百万元)        | 236  | 273  | 364   | 472   | 564   |
| 增长率 YoY%        | -3.2 | 15.7 | 33.2  | 29.8  | 19.5  |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 0.58 | 0.67 | 0.90  | 1.17  | 1.39  |
| 毛利率%            | 70.6 | 66.7 | 68.6  | 69.1  | 69.4  |
| PE              | 20   | 17   | 13    | 10    | 8     |
| PB              | 3.7  | 1.8  | 1.8   | 1.6   | 1.4   |

资料来源：wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2018 年 10 月 10 日收盘价

### 利润表（百万元）

| 指标名称         | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入         | 1,206  | 1,421  | 1,787  | 2,247  | 2,652  |
| 营业成本         | 354    | 472    | 561    | 693    | 811    |
| 毛利率          | 70.63% | 66.74% | 68.61% | 69.15% | 69.43% |
| 营业税金及附加      | 20     | 25     | 29     | 36     | 42     |
| 营业费用         | 347    | 446    | 561    | 694    | 817    |
| 营业费用率        | 28.78% | 31.37% | 31.40% | 30.90% | 30.80% |
| 管理费用         | 166    | 189    | 232    | 288    | 334    |
| 管理费用率        | 13.75% | 13.29% | 13.00% | 12.80% | 12.60% |
| 财务费用         | 5      | -3     | -5     | -4     | -7     |
| 财务费用率        | 0.42%  | -0.22% | -0.26% | -0.18% | -0.28% |
| 投资收益         | 8      | 43     | 40     | 40     | 40     |
| 营业利润         | 262    | 290    | 409    | 536    | 645    |
| 营业利润率        | 21.71% | 20.38% | 22.87% | 23.87% | 24.30% |
| 营业外收入        | 9      | 0      | 20     | 20     | 20     |
| 营业外支出        | 1      | 0      | 1      | 1      | 1      |
| 利润总额         | 271    | 290    | 428    | 555    | 664    |
| 所得税          | 34     | 43     | 64     | 83     | 100    |
| 所得税率         | 12.74% | 14.90% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 少数股东损益       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归属于母公司股东的净利润 | 236    | 273    | 364    | 472    | 564    |
| 净利率          | 19.57% | 19.22% | 20.35% | 21.01% | 21.27% |

### 现金流量表（百万元）

| 指标名称   | 2016 | 2017   | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------|------|--------|-------|-------|-------|
| 净利润    | 236  | 273    | 364   | 472   | 564   |
| 少数股东损益 | 0    | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 折旧和摊销  | 71   | 67     | 97    | 100   | 102   |
| 营运资金变动 | -12  | -37    | -220  | 57    | 35    |
| 其他     | 44   | 14     | -37   | -33   | -37   |
| 经营现金流  | 339  | 317    | 204   | 596   | 664   |
| 资本支出   | -67  | -63    | -130  | -128  | -127  |
| 投资收益   | 8    | 34     | 40    | 40    | 40    |
| 资产变卖   | 1    | 1      | 0     | 0     | 0     |
| 其他     | -129 | -1,020 | 0     | 0     | 0     |
| 投资现金流  | -187 | -1,048 | -90   | -88   | -87   |
| 发行股票   | 0    | 1,176  | -81   | 0     | 0     |
| 负债变化   | -4   | -66    | 0     | 0     | 0     |
| 股息支出   | -84  | -132   | -149  | -196  | -221  |
| 其他     | 0    | -9     | 5     | 4     | 7     |
| 融资现金流  | -88  | 969    | -226  | -192  | -214  |
| 现金净增加额 | 65   | 238    | -111  | 316   | 363   |

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

### 资产负债表（百万元）

| 指标名称     | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 110   | 347   | 236   | 551   | 914   |
| 存货       | 381   | 474   | 536   | 563   | 600   |
| 应收账款     | 93    | 104   | 169   | 213   | 232   |
| 其他流动资产   | 322   | 1,248 | 1,369 | 1,373 | 1,380 |
| 流动资产     | 905   | 2,173 | 2,310 | 2,700 | 3,127 |
| 固定资产     | 544   | 548   | 581   | 610   | 635   |
| 长期股权投资   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产     | 74    | 70    | 69    | 67    | 66    |
| 其他长期资产   | 262   | 361   | 370   | 377   | 381   |
| 非流动资产    | 880   | 979   | 1,020 | 1,054 | 1,081 |
| 资产总计     | 1,785 | 3,152 | 3,330 | 3,754 | 4,209 |
| 短期借款     | 66    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款     | 122   | 164   | 185   | 236   | 275   |
| 其他流动负债   | 314   | 415   | 439   | 535   | 609   |
| 流动负债     | 502   | 579   | 624   | 771   | 884   |
| 长期负债     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债   | 0     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 非流动性负债   | 0     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 负债合计     | 502   | 580   | 625   | 772   | 885   |
| 股本       | 214   | 289   | 405   | 405   | 405   |
| 资本公积     | 5     | 1,055 | 858   | 858   | 858   |
| 股东权益合计   | 1,282 | 2,566 | 2,699 | 2,975 | 3,318 |
| 少数股东权益   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 负债股东权益总计 | 1,785 | 3,152 | 3,330 | 3,754 | 4,209 |

### 主要财务指标

| 指标名称          | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| 增长率（%）        |      |      |       |       |       |
| 营业收入          | -1.5 | 17.8 | 25.8  | 25.7  | 18.0  |
| 营业利润          | 4.9  | 10.6 | 41.2  | 31.2  | 20.2  |
| 净利润           | -3.2 | 15.7 | 33.2  | 29.8  | 19.5  |
| 利润率（%）        |      |      |       |       |       |
| 毛利率           | 70.6 | 66.7 | 68.6  | 69.1  | 69.4  |
| EBIT Margin   | 26.4 | 20.3 | 22.6  | 23.8  | 24.4  |
| EBITDA Margin | 32.3 | 25.0 | 28.1  | 28.3  | 28.3  |
| 净利率           | 19.6 | 19.2 | 20.3  | 21.0  | 21.3  |
| 回报率（%）        |      |      |       |       |       |
| 净资产收益率        | 18.4 | 14.2 | 13.8  | 16.6  | 17.9  |
| 总资产收益率        | 13.2 | 11.1 | 11.2  | 13.3  | 14.2  |
| 其他（%）         |      |      |       |       |       |
| 资产负债率         | 28.1 | 18.4 | 18.8  | 20.6  | 21.0  |
| 所得税率          | 12.7 | 14.9 | 15.0  | 15.0  | 15.0  |
| 股利支付率         | 48.3 | 35.2 | 41.0  | 41.5  | 39.2  |

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准 | 评级   | 说明                             |
|-----------|------|--------------------------------|
| 股票评级      | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；       |
|           | 增持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间   |
|           | 持有   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间   |
|           | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；       |
| 行业评级      | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；       |
|           | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间； |
|           | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上        |

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中所提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。