

建议申购:
合理价值区间: 23.00 – 32.20 元
发行价格及数量

发行价格	16.78 元
网下发行数量	4276 万股
网上发行数量	2850 万股

股本结构

总股本 (百万股)	213
流通 A 股 (百万股)	0
B 股/H 股 (百万股)	0/0

重要日期

网下申购日	2017-01-24
网上申购日	2017-01-24
预计上市日期	

众品牌多渠道双轨延伸, 女装领袖吹响资本号角

投资要点:

- **定位中高端的多品牌时装企业。**安正时尚是一家集研发、生产、销售及品牌管理于一体的全国性多品牌时装企业, 旗下拥有“JZ 玖姿”、“IMM 尹默”、“安正男装”、“MOISSAC 摩萨克”及“FIONACHEN 斐娜晨”等风格多样、定位互补的男女时装品牌。2016H1, 玖姿、尹默、安正、五季、摩萨克、斐娜晨收入占比分别为 53%、15%、5%、21%、2%及 3%。公司产品销售以华东及华北地区为主, 占比超过 50%。销售模式上, 采取直营与加盟相结合的模式, 同时, 公司大力发展进行过季及滞销产品处理的五季产品, 以线下的奥特莱斯及线上的天猫、唯品会为主要渠道。截止 2016H1, 公司共有 897 家销售门店, 其中加盟门店 610 个, 直营门店 287 个。公司股权结构集中, 由郑氏家族控股, 公司实际控制人为郑安政, 持有公司 37.575%的股权。
- **中高端女装市场仍具发展空间。**近年来, 受终端消费不景气、国家加大反腐力度等影响, 中高端女装市场下滑明显, 但伴随着消费升级的持续推进、高端消费限制性因素解除、终端零售逐渐企稳, 中高端女装市场仍具发展空间。同时, 女装市场集中度明显低于其他品类, 未来伴随着存量市场的饱和溢出, 具备品牌、渠道、资金等优势的企业市占率有望提升, 从而带动行业集中度的提升。根据中华商业信息网数据显示, 公司主品牌“玖姿”列女装领域前十大品牌, 位列成熟女装领域市占率前五大品牌之一, 市占率在 2013-2015 年分别为 1.61%、1.29%及 1.11%, 品牌优势明显。
- **多角度构建公司竞争优势。**1) 公司构建了风格多样、定位互补的金字塔式品牌矩阵, 品牌知名度高, 主品牌玖姿连续多年位居行业前列; 2) 公司构建了覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市的终端门店, 截止 16H1, 终端门店数量已达 897 家; 3) 公司建立了集设计研发、采购生产、零售分销为一体的完整供应链, 并实行自主生产、委托加工与成衣采购并行的开放式产品供应链体系, 一体化供应链优势明显。
- **IPO 募资项目。**公司本次 IPO 拟向社会发行 7126 万股普通股, 占发行后总股本的 25.00%, 募集资金净额 11.15 亿元, 本次发行及上市的募集资金扣除发行费用后, 将用于供应链中心改扩建、营销网络建设、研发中心建设、信息系统建设项目及补充流动资金等其他与主营业务相关的运营资金。
- **投资建议:**我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 2.49、2.64、2.81 亿元, 同比增 2.17%、6.07%、6.59%, 按照发行后总股本 2.87 亿股计算, 对应 EPS 分别为 0.87、0.92、0.98 元/股, 参考相关可比公司 2017 年估值在 28-38 倍, 我们给予公司 17 年 25-35 倍 PE, 合理价值区间 23-32.2 元/股, 建议申购。
- **风险提示:**终端销售持续低迷、存货规模攀升、网络销售对传统销售模式冲击。

主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1172.11	1224.89	1245.70	1364.97	1490.71
(+/-)YoY(%)	2.75%	4.50%	1.70%	9.57%	9.21%
净利润(百万元)	228.81	243.87	249.17	264.29	281.70
(+/-)YoY(%)	-9.19%	6.58%	2.17%	6.07%	6.59%
全面摊薄 EPS(元)	0.80	0.85	0.87	0.92	0.98
毛利率(%)	69.61%	68.61%	69.73%	68.81%	68.38%
净资产收益率(%)	23.01%	21.33%	17.25%	9.21%	8.77%

注: 2014 年、2015 年每股经营性现金流、每股收益, 按 IPO 后的总股本摊薄计算。

分析师:于旭辉

Tel:(021)23219411

Email:yxh10802@htsec.com

证书:S0850516040001

联系人:马榕

Tel:23219431

Email:mr11128@htsec.com

目 录

1. 公司是定位中高端的多品牌时装企业	5
1.1 公司具备风格多样、定位互补的多品牌阵营	5
1.2 产品销售以直营与加盟模式相结合	6
1.3 公司主业发展稳健，预计 2016 全年出现小幅提升	8
1.4 公司进入了多品牌，集团化的发展阶段	10
1.5 股权结构集中，郑氏家族成员控股	11
2. 中高端女装行业竞争激烈，市场集中度仍具提升空间	11
2.1 中高端女装市场仍具提升空间	12
2.1.1 收入提升促进消费升级，城镇建设扩大市场空间	12
2.1.2 高端消费限制因素解除，中高端消费逐渐回暖	12
2.1.3 存量市场饱和溢出，市场集中度有望提升	12
2.2 行业竞争激烈，集中度偏低	12
3. 多角度构建公司竞争优势	15
4. IPO 募资项目分析	16
5. 盈利预测与估值	17
6. 不确定因素	17
财务报表分析和预测	19

图目录

图 1	多品牌阵营的精准、互补定位	5
图 2	玖姿品牌主营收入占比最高	6
图 3	毛利率有所波动，但相对平稳	6
图 4	2016H1，公司产品销售以华东及华北地区为主	6
图 5	2016H1，公司产品品类销售以上衣、裙类、裤类为主	6
图 6	2016H1 经营模式占比，加盟与直营实力相当	7
图 7	各经营模式过去五年走势，五季销售量不断发力（千万元）	7
图 8	五季销售搭乘网络便车，增长力度势不可挡	8
图 9	主营业务收入稳健增长，2016 前三季度出现小幅下滑	9
图 10	2016 前三季度，公司归母净利出现小幅增长	9
图 11	销售毛利率维持上升趋势	9
图 12	公司净利润率基本维持稳定	9
图 13	公司进入了多品牌，集团化的发展阶段	10
图 14	发行后股权结构图	11
图 15	女装市场集中度较低	12
图 16	六大上市公司自 12 年其收入同比增长率持续下降	12
图 17	国内成熟女装企业总营业收入比较（百万元）	14
图 18	国内成熟女装企业净利润比较（百万元）	14
图 19	国内成熟女装企业毛利率比较	14
图 20	国内成熟女装企业存货周转率（次）比较	15
图 21	国内成熟女装企业应收账款周转率（次）比较	15
图 22	公司一体化供应链的规划	16

表目录

表 1 公司旗下五大品牌概况	6
表 2 各品牌独立店、多品牌集合店及五季店渠道数量分布情况	7
表 3 公司直营门店新开、加盟转入、关闭以及转为加盟的情况	7
表 4 公司加盟店变动情况	8
表 5 公司各项财务指标（单位：万元）	9
表 6 公司存货及跌价准备（万元）	10
表 7 发行前后股权结构对比	11
表 8 全国重点大型零售企业女装销售前十名品牌市场综合占有率情况	13
表 9 中高档价格区间的国内成熟女装企业相关信息	13
表 10 募投项目基本情况	16
表 11 市盈率相对估值比较	17
表 12 安正时尚主营业务拆分及预测	18

1. 公司是定位中高端的多品牌时装企业

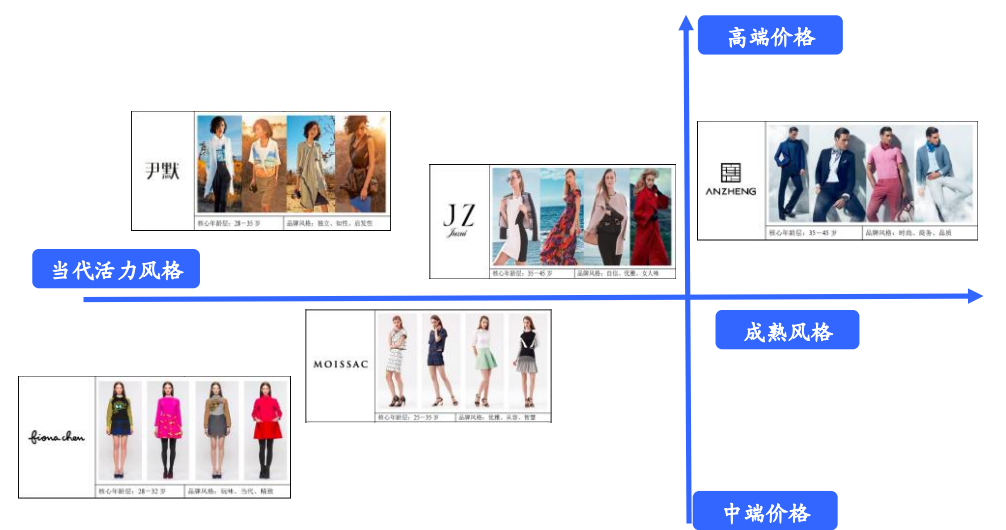
安正时尚是一家集研发、生产、销售及品牌管理于一体的全国性多品牌时装企业，旗下拥有“JZ 玖姿”、“IMM 尹默”、“安正男装”、“MOISSAC 摩萨克”及“FIONACHEN 斐娜晨”等多个品牌风格鲜明互补、市场定位差异有序的成熟男女时装品牌。公司产品主要包括上衣、裙装、外套、裤装、皮衣等女士时装，以及西装、裤子、衬衫、夹克等男士时装。

目前，公司主要采取自主生产、委托加工及成衣采购相结合的成衣供应模式，建立了一体化供应链管理体系，以适应中高档成熟男女时装高品质、多品种、短周期的产品特征。同时，公司采取直营和加盟相结合的销售模式，截至 2016 年 6 月 30 日，已在全国建立了 897 家销售门店。

1.1 公司具备风格多样、定位互补的多品牌阵营

公司拥有“JZ 玖姿”、“IMM 尹默”、“MOISSAC 摩萨克”及“FIONACHEN 斐娜晨”四个女装品牌，其中玖姿以 35-45 岁为核心客户年龄层，并通过较宽的产品线和品牌系列覆盖 28-49 岁的消费者，“尹默”、“摩萨克”及“斐娜晨”则主要定位于以 25-35 岁范围内的成熟女性；同时，公司拥有“安正”男装品牌，主要面向 35-45 岁追求时尚品味的成熟男士，采取介于国际一线品牌与国内大众品牌之间的中高档价格定位。公司的多品牌阵营在年龄、风格、价格上形成了完整梯度，覆盖目标客户细分的消费需求。

图1 多品牌阵营的精准、互补定位



资料来源：安正时尚招股说明书，海通证券研究所

分品牌来看，玖姿品牌是公司主营业务收入的主要来源，但近年来，玖姿品牌收入占比在逐渐下降。一方面，玖姿品牌加盟商受街边店销售不景气，收入下滑；另一方面，公司开启多品牌经营模式，尹默、安正等品牌收入快速攀升。2016H1，玖姿、尹默、安正、五季、摩萨克、斐娜晨的收入占比分别为 53%、15%、5%、21%、2%及 3%。

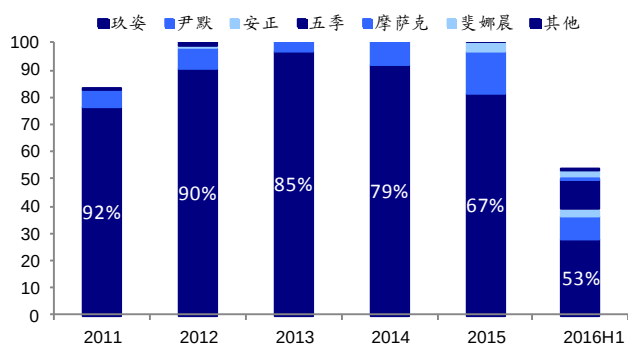
从毛利率水平来看，各品牌毛利率水平在持续攀升，各品牌毛利率均维持在 60%-80% 的区间，其中，尹默毛利率水平最高，斐娜晨次之。五季产品作为公司进行过季库存商品处理的渠道，故毛利率水平较低。2016H1 各品牌毛利率出现上涨，主要受公司春夏产品毛利率高于秋冬产品影响所致。

表 1 公司旗下五大品牌概况

品牌	LOGO	目标群体	定位	成立时间	风格
玖姿	JZ	35-45 岁成熟女士、大淑装	中高端女装自主品牌	2001	独立、知性、时尚
尹默	IMM	28-35 岁成熟女士、中淑装	高端女装自主品牌	2008	独立、知性、时尚
安正	ANZHENG	35-45 岁成熟男士	高端男装自主品牌	2012	时尚、商务、品质
摩萨克	MICHELLE MOISSAC	25-35 岁成熟女士、中淑装	女装新兴品牌	2004	灵动、华美、清新优雅
斐娜晨	fiona chen	25-32 岁成熟女士、中淑装	女装新兴品牌	2004	玩味、当代、精致

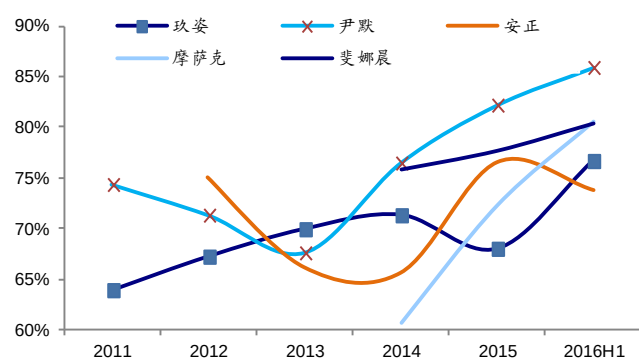
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图2 玖姿品牌主营收入占比最高



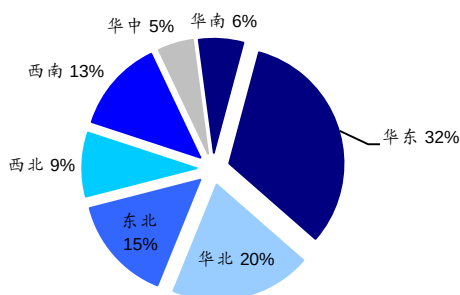
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图3 毛利率有所波动，但相对平稳



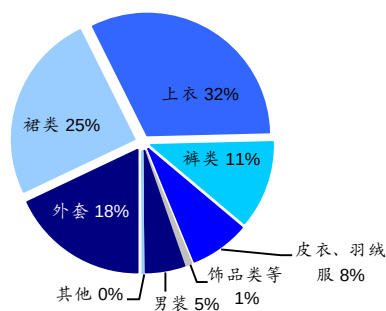
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图4 2016H1，公司产品销售以华东及华北地区为主



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图5 2016H1，公司产品品类销售以上衣、裙类、裤类为主



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

1.2 产品销售以直营与加盟模式相结合

公司实行直营与加盟相结合的销售模式。其中，“玖姿”品牌作为公司较早发展的核心品牌，加盟门店占比较高，“尹默”、“安正”“摩萨克”及“斐娜晨”则主要采取直营的销售模式。同时公司大力发展五季业务渠道作为当季实体渠道销售的补充环节，包括有以奥特莱斯门店为代表的五季线下折扣店和以天猫网、唯品会为代表的五季线上电商店两种主要形式。

为充分发挥公司差异化多品牌阵营的协同效应，公司于 15 年上半年开始建设“安正尚品”多品牌集合店，以汇聚公司玖姿、尹默、摩萨克、斐娜晨等多个高端时尚品牌，营造风格多样、款式丰富的一站式购物环境。目前公司已经形成了街边店、百货商场店、

购物中心店为核心中轴运转、电商销售为辅助驱动的多样化终端零售渠道。

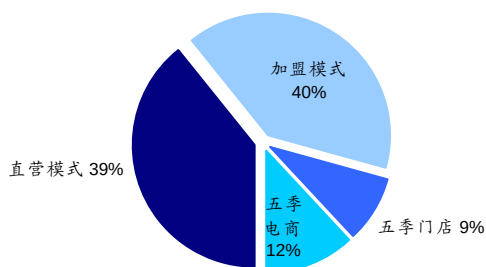
截止 2016H1，公司已在全国 31 个省、自治区及直辖市建立 897 家销售门店，其中加盟门店 610 个，占比 68%，均为玖姿品牌店，直营门店 287 个；渠道类型来看，商场联营门店为 696 家，品牌专卖店为 201 家(含街边专卖店与购物中心店)。

表 2 各品牌独立店、多品牌集合店及五季店渠道数量分布情况（单位：家）

品牌	玖姿	尹默	安正	摩萨克	斐娜展	五季	集合店	合计
直营门店	83	81	32	33	19	34	5	287
加盟门店	610	-	-	-	-	-	-	610
合计	697	81	32	33	19	34	5	897

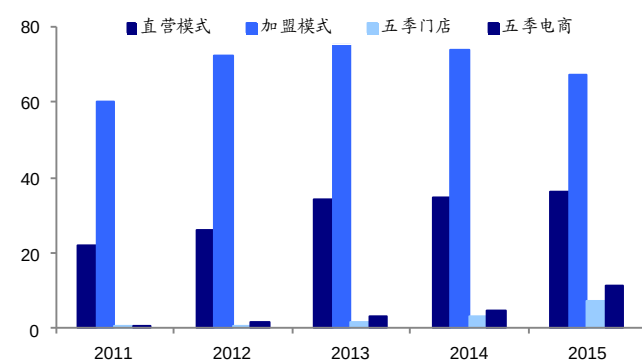
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 6 2016H1 经营模式占比，加盟与直营实力相当



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 7 各经营模式过去五年走势，五季销售量不断发力（千万元）



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

➤ 直营门店管理

公司综合运用百货商场的销售专柜或专厅、购物中心或商业街区的门店等各类实体销售渠道，充分发挥各渠道特点及优势。2013 年度至 2016 年 1-6 月，公司新增直营门店数分别为 69 家、89 家、87 家和 35 家，关闭直营门店数分别为 27 家、41 家、54 家和 18 家，撤店率分别达到 11.89%、14.19%、16.67%和 5.90%。

表 3 公司直营门店新开、加盟转入、关闭以及转为加盟的情况（单位：家）

年度	类型	期初	期初增加		期初减少		期末
			新开	加盟转入	关闭	转为加盟	
2013 年	商场店	127	61	-	16	-	172
	专卖店	31	8	-	11	-	28
	合计	158	69	-	27	-	200
2014 年	商场店	172	79	7	31	11	216
	专卖店	28	3	-	10	-	21
	合计	200	82	7	41	11	237
2015 年	商场店	216	80	1	48	-	249
	专卖店	21	6	-	6	-	21
	合计	237	86	1	54	-	270
2016 年 1-6 月	商场店	249	27	-	16	-	260
	专卖店	21	8	-	2	-	27
	合计	270	35	-	18	-	287

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

➤ 加盟门店管理

加盟门店的数量受宏观经济及区域消费场景景气度影响较大。近年来，受终端消费不景气等因素影响，公司新开加盟店数量在逐年下降，而关店数量在逐年增加。2016H1，公司关店数量依旧高于当期新开数量，整体店铺数量持续走低。

表 4 公司加盟店变动情况（单位：家）

报告期	期初数量	期间新开	期间关闭	期末数量
2013 年度	566	117	35	648
2014 年度	648	84	54	678
2015 年度	678	37	70	645
2016 年 1-6 月	645	16	51	610

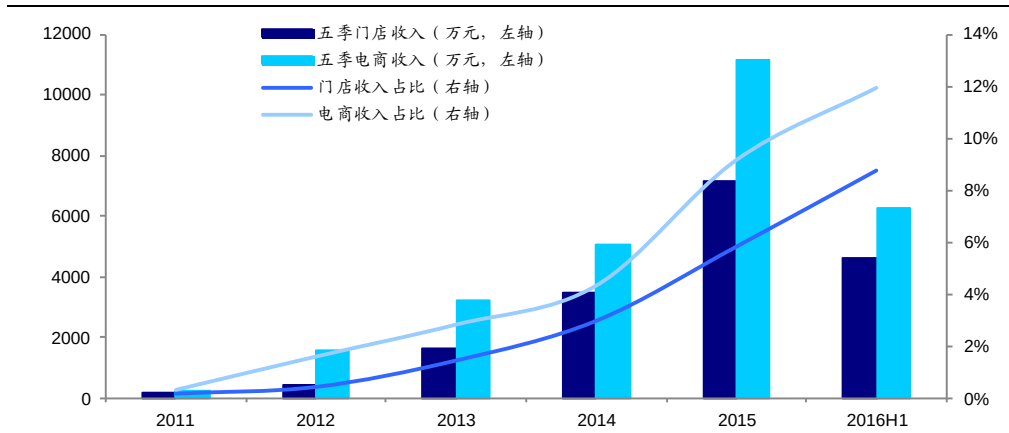
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

➤ 五季销售模式

五季销售渠道为公司进行过季及滞销产品处理的渠道，主要通过以奥特莱斯为代表的名品折扣零售业态及线上的天猫、唯品会等渠道进行销售。进入五季渠道的商品由商品部根据正价门店销售情况、库存情况进行筛选，与零售门店形成差异化定位。

截至 16 年 H1，公司在全国共建立了 34 家五季门店，并于 2011 年开始在天猫商城与唯品会建立了线上品牌旗舰店。13 年至 16 年 H1 电商渠道分别实现营业收入 3203.25 万元、5043.22 万元、11180.84 万元和 6,291.53 万元，13-15 年收入 CAGR 达到 51.7%，业务增长迅速。

图8 五季销售搭乘网络便车，增长力度势不可挡



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

1.3 公司主业发展稳健，预计 2016 全年出现小幅提升

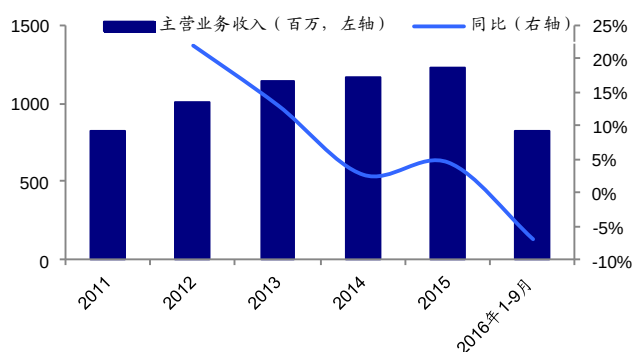
近年来，公司不断优化和拓展销售渠道，13-15 年公司营业收入保持持续增长的状态，增幅分别为 13.02%、2.65%、4.52%。16 年受宏观经济及市场环境影响，1-9 月营业收入较去年同期下降 7.01%，但受益于成本及费用控制及资产减值损失减少等因素，公司利润水平保持稳定，略有增长。扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润同比增长 2.07%。公司预计 2016 年全年营业收入为 11.50 至 12.5 亿元，较 2015 年同比增长-6.11%至 2.05%，预计扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 2.1 至 2.3 亿元，较 2015 年同比增长 0.91%至 10.52%。

表 5 公司各项财务指标（单位：万元）

项目	2016 年 1-9 月	2015 年 1-9 月	同比变化
营业收入	82,861.17	89,112.11	-7.01%
营业利润	19,299.50	18,918.56	2.01%
利润总额	19,385.75	19,244.09	0.74%
净利润	17,233.71	17,029.72	1.20%
扣除非经常性损益以后归属于母公司净利润	16,739.77	16,400.63	2.07%

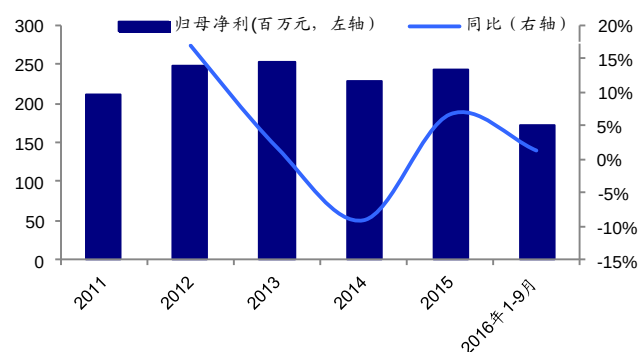
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图9 主营业务收入稳健增长，2016 前三季度出现小幅下滑



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图10 2016 前三季度，公司归母净利润出现小幅增长

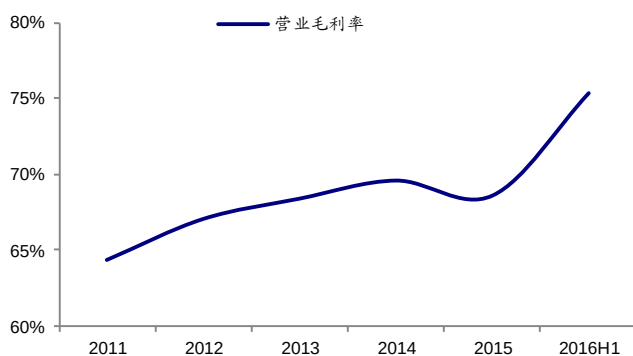


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

13年-16年前三季度公司净利润分别为25,196.19万元、22,880.51万元、24,386.78万元和17,233.71万元，分别同比增长16.84%、1.63%、-9.19%、6.58%及1.2%，其中14年公司净利润较上年减少2,315.68万元，主要是公司14年存货跌价损失计提较多及销售渠道拓展使得销售费用有所增加所致。

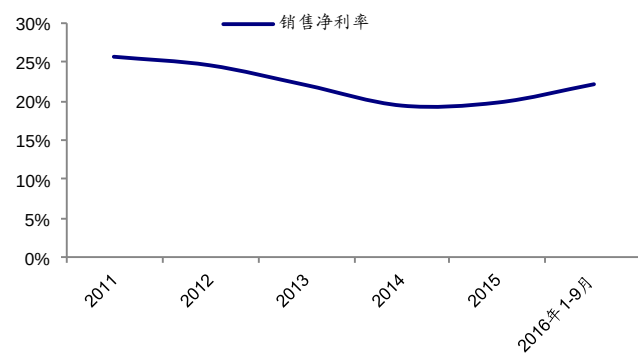
公司积极创新产品结构升级使得营业毛利率一直处于较高水平，因主导产品上衣、裙类及外套的毛利率保持相对稳定，毛利率整体波动幅度不大。16年H1营业毛利率较高，达到75.41%，是由于公司春夏产品毛利率高于秋冬产品所致。公司销售净利率基本维持稳定，2016年前三季度，公司销售净利率达到22.19%。

图11 销售毛利率维持上升趋势



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图12 公司净利润率基本维持稳定



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

截至16年上半年，公司存货净额为40,149.69万元，占流动资产总额的53.97%。从13年开始存货余额出现不断增长的趋势，主要是因为：1）公司经营规模不断扩大，采取多品牌战略；2）加大了市场拓展力度，拓宽销售渠道，直营销售终端不断增加，为满足新增直营销售终端的铺货需求，库存商品相应增加。因五季产品销售模式不断打

开，转销的库存商品跌价准备金额也随着五季渠道收入增长而有所增加。

表 6 公司存货及跌价准备（万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
存货跌价准备	9,064.84	15,855.23	17,884.84	17,258.98
存货净额	28,510.66	35,891.55	40,360.17	40,149.69

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

1.4 公司进入了多品牌，集团化的发展阶段

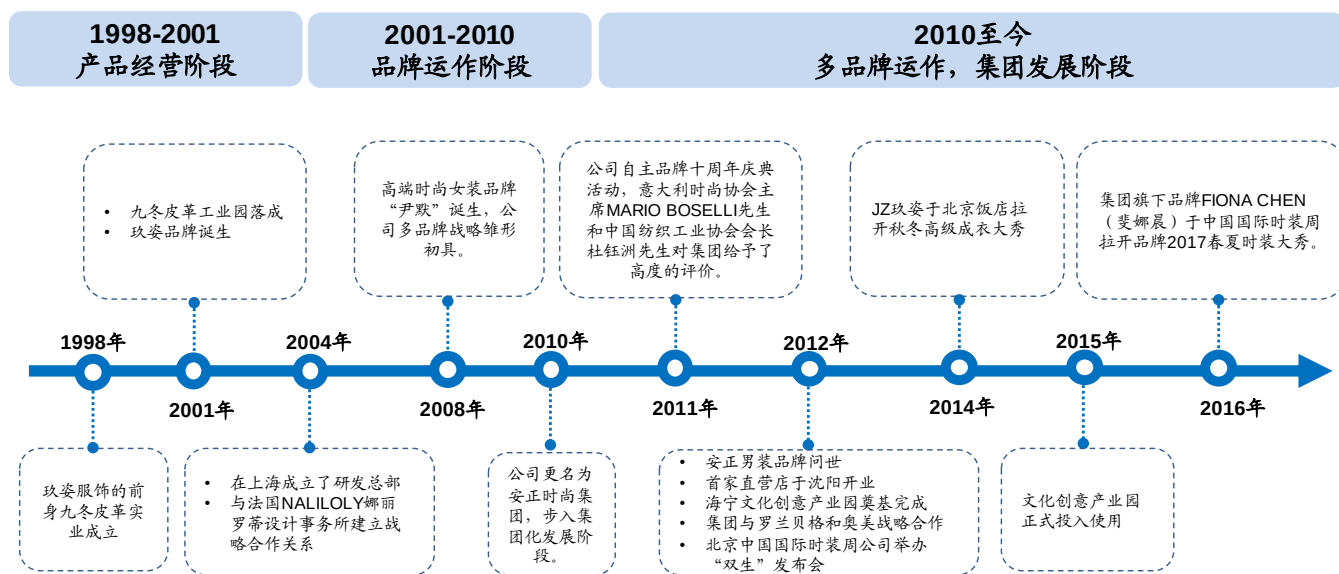
公司发展大致经历了三个阶段：

1998-2001 年，海宁九冬皮革事业有限公司--产品经营阶段，皮衣生产与销售：98 年，浙江玖姿服饰有限公司的前身海宁市九冬皮革实业有限公司成立，确立了知名皮衣生产运营商的发展战略。发展初期，国内的皮衣产业刚刚起步，行业整体向好。01 年海宁九冬皮革工业园落成，进一步将皮衣生产制造的规模升级和完善。

2001-2010 年，浙江玖姿服装有限公司--品牌运作阶段，创立玖姿品牌：01 年，玖姿品牌诞生，实现了皮装生产与销售向高档女装品牌经营的转身，公司开始走上自主品牌发展之路。04 年，玖姿品牌在上海成立了研发总部，同年与法国 NALILOLY 娜丽罗蒂设计事务所建立长期的战略合作关系，确保品牌能同步吸纳欧洲最新元素。08 年公司旗下具有设计型格的高端时尚女装品牌“尹默”诞生，公司多品牌战略雏形初具。

2010-2015 年，安正时尚集团股份有限公司--多品牌运作，集团化发展：10 年 7 月，“浙江玖姿实业股份有限公司”正式更名为“安正时尚集团股份有限公司”。12 年 4 月，安正男装品牌问世，首家直营店于 2012 年 4 月 27 日在沈阳卓展购物中心开业，至此安正时尚集团涉足高端男装的新鲜领域，多品牌发展体系进一步完善。同年安正时尚集团与罗兰贝格和奥美这两大国际公司的战略合作项目，为集团以及旗下品牌安正男装的奢华新生和 JZ 玖姿等品牌全面提升提供了强有力的外部保障。14 年下半年，在多品牌发展战略的指导下，公司在成熟女装的中淑装细分领域先后收购“摩萨克”与“斐娜晨”两个时装品牌。到此，安正时尚集团在国内市场已享有较高的品牌影响力和市场地位。

图13 公司进入了多品牌，集团化的发展阶段



资料来源：公司官网，海通证券研究所

1.5 股权结构集中，郑氏家族成员控股

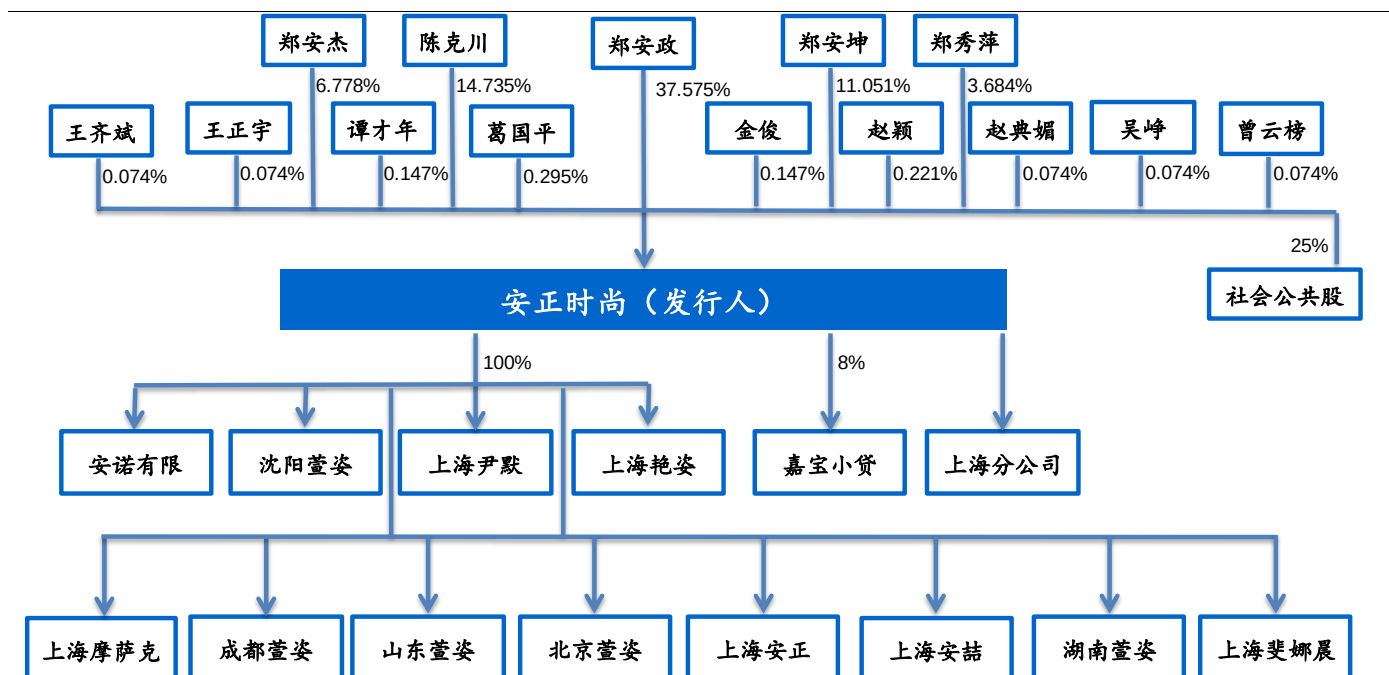
公司股权结构相对集中，其中实际控制人郑安政直接持股 37.575%，实际控制人之胞弟郑安坤直接持股 11.051%，实际控制人之胞弟郑安杰直接持股 6.778%，实际控制人之胞妹郑秀萍直接持股 3.684%，郑秀萍之配偶陈克川直接持股 14.735%。

表 7 发行前后股权结构对比

序号	股东姓名	发行前		发行后		限售期
		持股数（万股）	占总股本比例	持股数（万股）	占总股本比例	
1	郑安政	10,710	50.100%	10,710	37.575%	36 个月
2	陈克川	4,200	19.647%	4,200	14.735%	36 个月
3	郑安坤	3,150	14.735%	3,150	11.051%	36 个月
4	郑安杰	1,932	9.037%	1,932	6.778%	36 个月
5	郑秀萍	1,050	4.912%	1,050	3.684%	36 个月
6	葛国平	84	0.393%	84	0.295%	12 个月
7	赵颖	63	0.294%	63	0.221%	12 个月
8	金俊	42	0.196%	42	0.147%	12 个月
9	谭才年	42	0.196%	42	0.147%	12 个月
10	赵典媚	21	0.098%	21	0.074%	12 个月
11	王正宇	21	0.098%	21	0.074%	12 个月
12	吴峥	21	0.098%	21	0.074%	12 个月
13	曾云榜	21	0.098%	21	0.074%	12 个月
14	王齐斌	21	0.098%	21	0.074%	12 个月
预计发行股份		-	-	7,126	25.000%	
总计		21,378	100%	28,504	100%	

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 14 发行后股权结构图



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

2. 中高端女装行业竞争激烈，市场集中度仍具提升空间

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.1 中高端女装市场仍具提升空间

2.1.1 收入提升促进消费升级，城镇建设扩大市场空间

近年来，我国居民人均收入保持着每年超过 10% 的增长速度。在人均可支配收入持续增长的背景下，养老、医疗、住房等社会保障体系的不断完善，人民生活水平得到改善将有利于激发社会居民的服装消费潜力，加快服装消费观念的转变与升级。同时，我国城镇居民与农村居民的人均衣着支出也存在较大差距，伴随着城镇化建设的推进与农村居民收入的提升，大中小城市的协调发展，将加速百货商场、购物中心等主要服装零售渠道在三、四线城市的扩张，进而带动中高档成熟女装在三、四线城市的逐步下沉和发展从城镇与农村两个方面为服装行业带来更多的消费需求。

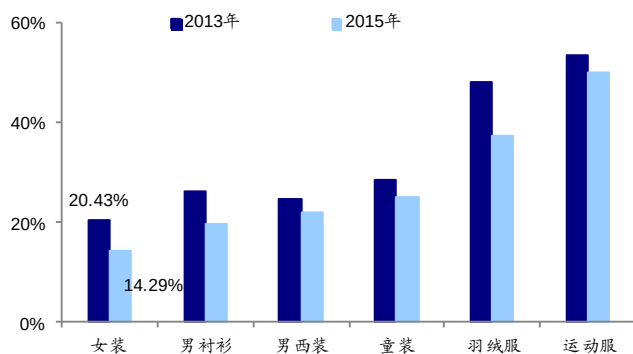
2.1.2 高端消费限制因素解除，中高端消费逐渐回暖

自 12 年中央出台“八项规定”等政策以来，国内高端服饰品牌也受到了一定波及，以包括安正时尚在内的五家上市公司从 12 年至 15 年销售收入同比增长额为例，会发现均出现明显下降趋势。不过经历 12 至 16 年之间 5 年的缓冲适应，反腐力度的政策基调基本明朗，今后对高端服饰品牌的限制因素将解除，未来中高端男女装品牌消费有望逐渐回暖。

2.1.3 存量市场饱和溢出，市场集中度有望提升

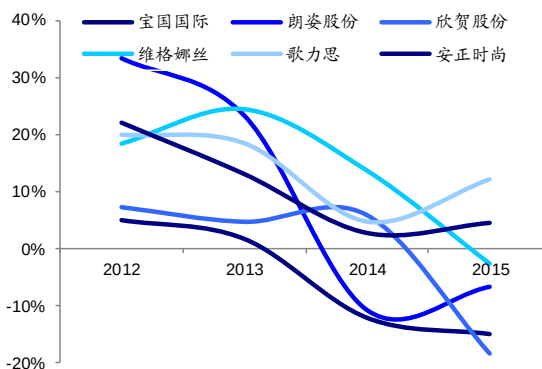
在成熟女装领域，虽然我国女装的品牌化晚于男装及运动、休闲类服装，但随着我国女性消费者收入水平、就业机会与社会活动的增加，国内中高档成熟女装行业正处于行业发展的成长期。尽管不断涌现的新增需求在一定程度上缓解了经济波动对供求关系的影响，但在整体上，成熟女装行业仍具有竞争企业众多、供给饱和度高、市场集中度低的结构特征。以全国大型零售企业的服装销售情况为例，在 13 年主要服装品类的前十名品牌市场综合占有率中，女装品牌的前十名占有率仅 20.43%，15 年跌至 14.29%，明显低于其他服装品类。未来，与其他品类服装相类似，随着行业领先企业在技术、人才、渠道及资金等方面的集聚，小品牌的市场份额将被抢占，女装行业的市场集中度有望进一步提高。

图15 女装市场集中度较低



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图16 六大上市公司自 12 年其收入同比增长率持续下降



资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2 行业竞争激烈，集中度偏低

公司女装产品定位于中高档价格区间的成熟女装细分市场，主导品牌“玖姿”经过十余年的发展，已成为我国成熟女装领域的领导品牌之一。根据中华商业信息中心的统计，在 2015 年全国大型零售企业的女装品牌销售排名中，列入市场综合占有率前十大女装品牌之一；其中，如不考虑 ONLY、VERO MODA、拉夏贝尔、Ochirly 四个少淑品牌女装，“玖姿”则位列成熟女装领域市场占有率的前五大品牌之一；同时，中高端女装销售排名中，“玖姿”品牌位列行业第三。2013 至 2015 年，根据中华商业信息中心的统计，全国重点大型零售企业女装销售前十名品牌市场综合占有率情况如下：

表 8 全国重点大型零售企业女装销售前十名品牌市场综合占有率情况

序号	2013 年		2014 年		2015 年	
	品牌名称	占有率%	品牌名称	占有率%	品牌名称	占有率%
1	VERO MODA	3.82	VERO MODA	2.80	ONLY	2.23
2	ONLY	3.78	ONLY	2.71	VERO MODA	2.15
3	哥弟	2.37	哥弟	2.04	哥弟	1.61
4	Ochirly	1.66	Ochirly	1.51	拉夏贝尔	1.32
5	玖姿	1.61	玛丽菲尔	1.46	玛丽菲尔	1.31
6	玛丝菲尔	1.52	拉夏贝尔	1.44	雅莹	1.23
7	雅莹	1.51	雅莹	1.41	Ochirly	1.18
8	拉夏贝尔	1.46	AMASS	1.33	阿玛施	1.12
9	衣恋	1.46	玖姿	1.29	玖姿	1.11
10	AMASS	1.34	朗姿	1.12	致而美	1.03

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

在中高档价格区间的国内成熟女装市场，公司女装品牌“玖姿”与“尹默”的主要竞争品牌包括宝国国际旗下品牌宝姿（Ports）、玛丝菲尔（Marisfrolg）、雅莹（EP）、朗姿股份旗下品牌朗姿（LANCY）、音儿（YINER）、欣贺股份旗下品牌卓雅（JORYA）、哥弟（GIRDEAR）、阿玛施（AMASS）、例外（EXCEPTION）、维格娜丝（V·GRASS）及歌力思（ELLASSAY）等。

表 9 中高档价格区间的国内成熟女装企业相关信息

公司	经营品牌	品牌风格	目标人群	门店数	2015 年营业收入（亿元）
朗姿股份	自有品牌：郎姿、莱茵、玛丽 授权品牌：卓可	成熟、妩媚、时尚、	18-55 岁都市成熟、潮流 及白领女性	截至 16 年 6 月末，该公司已在 全国开设 457 家零售门店	11.35
宝国国际	自有品牌：Ports International, Ports1961 授权品牌：BMW lifestyle、 Armani、Versace、Ferrari	简约、优雅、精致、	25-45 岁经营女士	截至 14 年底，该公司已在中国 大陆、香港等地共开设 310 家 零售门店	16.02
安正时尚	“JZ 玖姿”、“IMM 尹默”摩萨 克、斐娜晨、	自信、优雅、女人味 独立、知性、时尚、	28-45 岁都市成熟女士	截至 16 年 6 底，已在全国建立 897 家销售门店，直营门店 287 家	12.25
玛丝菲尔	Marisfrolg、MASFER.SU、 AUM、ZhuChongYun	时尚、优雅、经典、	30-50 岁时尚知性女性	截至 13 年底，该公司已在中国 大陆、澳门及新加坡等地开设 664 家零售门店(境内 661 家)， 直营门店占比 69.28%	-
雅莹	ELEGANT PROSPER、EP、 EPJeans、EPAccessories	高贵、唯美、典雅、	中高收入时尚女性	现有终端门店 500 余家，主要分 布于一线及省会城市	-
维格娜丝	V·GRASS	时尚、修身、	25-35 岁中高收入时尚职 业女性	截至 15 年底，该公司已在全国 开设 220 家零售门店，直营门 店 205 家	8.14
歌力思	“Ellassay”品牌正装、休闲、 高级	时尚、优雅、要求生 活品质、	35 岁左右的现代都市女 性	截至 15 年底，该公司已在全国 开设 347 家零售门店，自营门 店 161 家，占比 46.40%	8.23
欣贺股份	JORYA、JORYA weekend、恩 曼琳、巨式国际、卡洛琳、 AIVEI、QDA	知性、浪漫、 精致、优雅、	25-35 岁成熟都市女性	截至 15 年底，该公司已在全 国开设 697 家零售门店，直营 门店 352 家，占比 50.50%	18.13

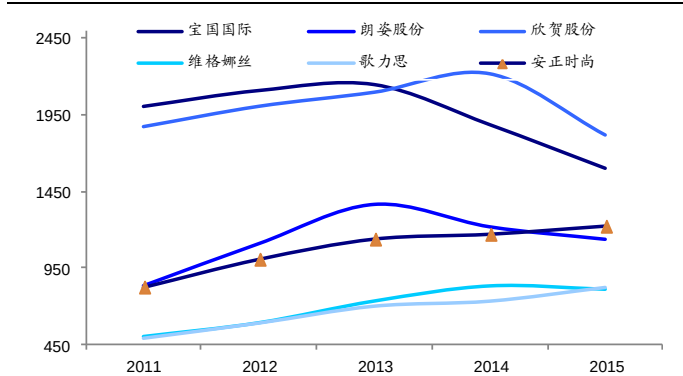
资料来源：公司招股说明书，网页资料，海通证券研究所

公司营业收入处于行业中等水平。近几年安正时尚经营规模日益壮大，在品牌、生产管理、销售网络等方面具备了较大的优势，主导品牌“玖姿”已成为我国成熟女装领域的领导品牌之一，在 2013 至 2015 年，连续三年出现在全国重点大型零售企业女装销售前十大品牌市场综合占有率的榜单上。但是公司所处的服装行业竞争激烈，市场化程度高，服装企业众多，同时越来越多的国外品牌进入国内市场以及国内众多品牌企业实

力的日益增强，在一定程度上导致公司产品售价降低或销量减少。目前公司营业收入仅位于中高端女装行业的中等水平，而本次募集资金计划投资于供应链改扩建及研发中心开发，有望通过产业结构升级增加公司核心实力。

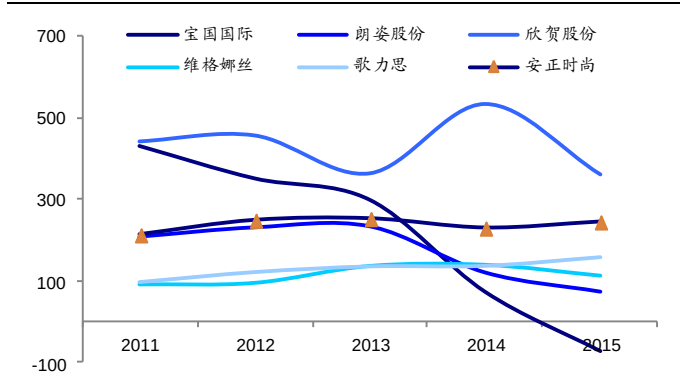
安正时尚销售净利润在过去两年显著高于同行业平均水平，14-15 年中高端女装市场整体净利润下降的背景下，公司仍能保持小幅上调的稳定步伐，得益于近三年公司不断优化和拓展销售渠道，开始注重产品研发并促进产品结构升级。

图17 国内成熟女装企业总营业收入比较（百万元）



资料来源：公司招股说明书，Wind，海通证券研究所

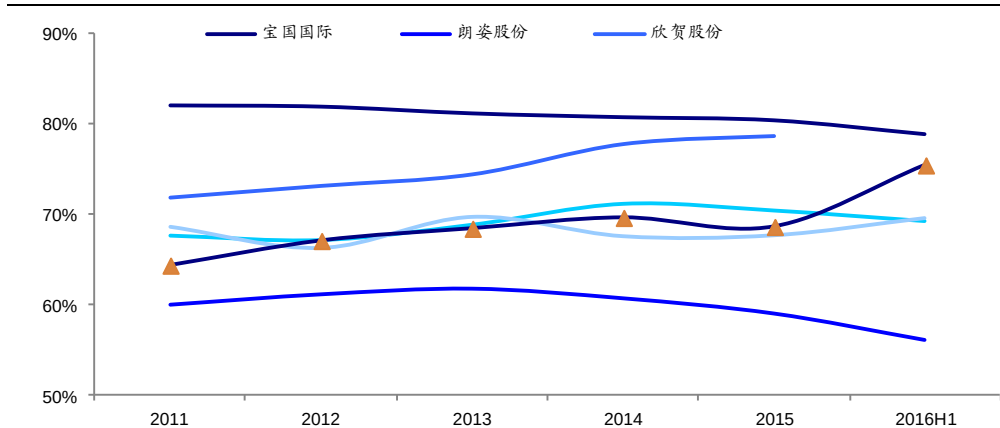
图18 国内成熟女装企业净利润比较（百万元）



资料来源：公司招股说明书，Wind，海通证券研究所

由于在品牌建设、研发设计、渠道资源、经营管理及人才体系等方面具有较高的进入壁垒，加之正处于行业发展周期的成长阶段，我国成熟女装行业内的品牌服装企业通常可获得较高的销售毛利率。安正时尚在 13-16 年 H1 毛利率分别为 68.41%，69.61%，68.61%，75.41%，与同行业公司对比 16 年 H1 出现大幅上涨，主要是因为 1）公司主营业务收入逐年增长；2）公司采取的业务一体化经营模式日益完善，能够对采购、生产等环节实施最有效的控制，使得公司具有较强的成本控制能力；3）公司具有较高的品牌效应，使得其上衣、裙类及外套等主要产品可以维持相对较高的毛利率。

图19 国内成熟女装企业毛利率比较



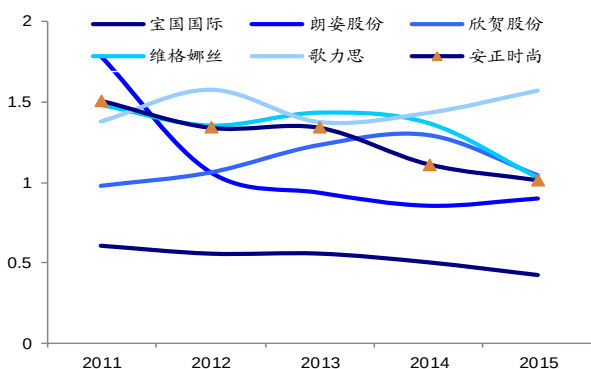
资料来源：公司招股说明书，Wind，海通证券研究所

公司存货周转率处于行业中等水平。公司近几年采用以销定产的生产模式，也一直将存货管理作为管理工作的重点，着力加强研发、生产和采购的计划性，提升产品的适销度，同时公司成立上海安喆来消化过时或者滞销的产品，各项措施相结合使得 13-15 年及 16 年 H1，存货周转率分别达到 1.34 次、1.11 次、1.01 次、0.32 次，有小幅下降趋势。

受各公司产品定位和销售模式的差异，各公司应收账款周转率呈现出较为明显的不同。安正时尚应收账款周转率低于同行业公司平均水平，主要是公司以加盟模式为主，

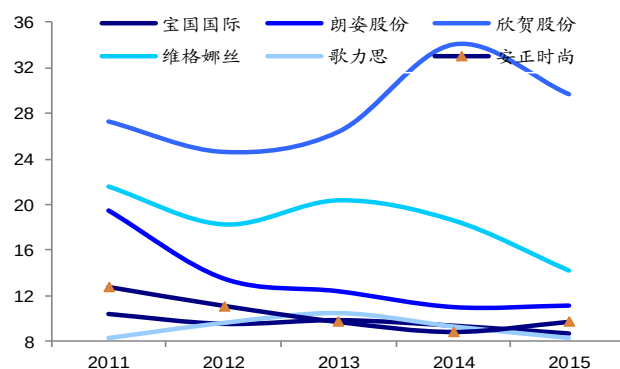
报告期内除了直营商场模式下产生的应收账款外，对加盟商也会因信用程度不同授予一定信用额度，但是公司大部分应收账款账龄较短，基本符合公司经营模式特点。

图20 国内成熟女装企业存货周转率（次）比较



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图21 国内成熟女装企业应收账款周转率（次）比较



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

3. 多角度构建公司竞争优势

公司创业团队自从事服装业务以来，始终专注时尚服装主营业务，致力于将公司建设成为具有国际影响力的多品牌时装集团。通过在自主品牌、研发设计、营销渠道、生产工艺和管理实践等方面的持续努力，公司以引领时尚、注重品质、形象鲜明、款式丰富的品牌时装产品，满足了广大消费者不断提升的着装需求，在成熟女装领域形成了行业前列的综合竞争力。

自主品牌优势

公司始终坚持自主品牌发展之路，相继创立了“玖姿”、“尹默”、“安正”三大各具特色、相互补充的中高档时装品牌，并于2014年下半年在中淑女装细分领域分别收购了“摩萨克”与“斐娜晨”两大新兴时装品牌，进一步增强了公司多品牌战略的多样性和互补性，从而形成了一个结构稳固、风格多样、定位互补的“金字塔式”品牌阵营。

研发设计优势

在发展自主品牌方面，公司始终把产品的研发设计工作放在基础、核心位置，以专业的研发团队、开放的创新机制以及丰硕的研发成果，为广大消费者提供了时尚舒适、形象鲜明、款式丰富的品牌时装。

营销渠道优势

在公司三大品牌中，“玖姿”女装采取加盟与直营并重的销售模式，分别处于品牌成长期的“尹默”、“安正”、“摩萨克”及“斐娜晨”则主要采取直营模式。截至2016年6月末，公司上述五大品牌的终端门店数量已达897家，其中直营门店287个、加盟门店610家。广泛的终端网络覆盖了全国31个省、自治区及直辖市主要城市的重点商圈，保证了公司销售业绩的持续、稳步增长。

一体化供应链优势

公司建立了集设计研发、采购生产、零售分销为一体的完整供应链，并实行自主生产、委托加工与成衣采购并行的开放式产品供应链体系。

自主生产能力的建立，首先有助于提高公司研发设计部门与生产技术部门之间的沟通效率、缩短新品上市时间，满足中高档时装多款式、短周期等技术要求。其次，对生产加工技术的掌握，有利于公司实现对成衣加工品质的严格管控，由自主生产所积累的生产线管控经验与技术管理人才，为公司管理委托加工与成衣采购、委派现场技术人员

提供了重要基础。此外，以自主生产能力为基础，公司可根据零售终端销售反馈、库存面辅料的储备情况，及时、快速地开展追单生产，进一步增强公司供应链的柔性化程度。

图22 公司一体化供应链的规划



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

管理体系优势

管理体系优势分为两方面，管理团队优势和信息系统优势。公司形成了一支经验丰富、积极进取、对服装事业专注热忱的管理与设计团队。在具有对服装行业深入透彻的认识理解与实践经验的同时，团队还会不断加强对现代化管理方法和国际领先同行经营实践的学习，完善公司管理体系、提升核心竞争力。

在生产经营过程中，公司对产品企划开发、采购生产、销售零售、仓库管理及财务管理等产品创造的全价值链实现信息化管理运营，以国际知名软件开发公司 SAP 所开发的 ERP 系统为基础。

4. IPO 募资项目分析

经 2014 年第五次临时股东大会批准，本次拟向社会发行 7126 万股普通股，占发行后总股本的 25.00%，募集资金净额 111455.11 万元，本次发行及上市的募集资金扣除发行费用后，将投资于以下项目及其备案：

表 10 募投项目基本情况

序号	项目名称	投资额（万元）	项目备案情况	项目环评批复
1	供应链中心改扩建	29,141.09	海发改产备（2014）17 号	海环审[2014]41 号
2	营销网络建设	51,272.13	海发改产备（2014）18 号	海环经审[2014]03 号
3	研发中心建设	2,458.73	海发改产备（2014）19 号	海环审[2014]40 号
4	信息系统建设	2,458.73	海发改产备（2014）16 号	海环经审登[2014]04 号
5	补充流动资金等其他与主营业务相关的营运资金	19,645.76	-	-
合计		111,455.11		

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

项目一：供应链中心改扩建项目

预计总投资额为 29,141.09 万元，其中建设投资 16,542.44 万元，流动资金 12,598.65 万元，建设期为 2 年。本项目拟在安正时尚集团文化创意产业园内，对现有厂区服装生产线进行整体搬迁与改造扩建，在利用和淘汰部分原有工艺设备的同时，购置先进的工艺设备，并配套建设仓储物流、车间办公等设施。项目达产后，预计公司年服装生产能

力将达 250 万件/套。

项目二：营销网络建设项目

预计总投资额为 51,272.13 万元，其中建设投资 38,274.02 万元，流动资金 12,998.11 万元，建设期为 3 年。根据公司现有营销网络的发展状况和业务发展规划，本项目拟针对“玖姿”与“尹默”两个成熟女装品牌，从优化部分现有门店与开拓新增门店两方面，加强公司直营销售网络的建设。其中，优化升级直营门店 117 家，开拓新增直营门店 179 家。

本项目新增门店的选址以一、二线城市为主，约占新增门店总数的 80.44%，以进一步增强公司在一、二线城市重点市场的覆盖深度。在运营业态方面，项目计划以商场联营与店铺租赁的方式新建 143 家商场店、28 家购物中心店及 5 家专卖店，以购置店铺的方式新建 3 家“玖姿”品牌旗舰店。

项目三：研发中心建设项目

本项目预计总投资为 2,458.73 万元，全部为建设投资，建设期为 2 年。本项目的主要内容新建总建筑面积约 5,894 平方米的研发中心，并购置先进的设计研发设备和软件，以形成具有较高水准的时装产品设计研发与产品展示中心。

项目四：信息系统建设项目

本项目预计总投资为 8,937.40 万元，全部为建设投资，建设期为 3 年。项目内容主要为完善和升级现有企业信息系统，涉及相关软、硬件设备购买与机房建设。

项目五：补充流动资金等其他与主营业务相关的运营资金

为增强公司资金实力、进一步降低运营成本，支持公司主营业务持续、快速、健康发展，结合行业特点、现有规模及成长性、资金周转速度等因素，公司计划将本次公开发行股票募集资金中的 19,645.76 万元用于补充流动资金等其他与主营业务相关的营运资金。

5. 盈利预测与估值

我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 2.49、2.64、2.81 亿元，同比增 2.17%、6.07%、6.59%，按照发行后总股本 2.87 亿股计算，对应 EPS 分别为 0.87、0.92、0.98 元/股，参考相关可比公司 2017 年估值在 28-38 倍，我们给予公司 17 年 25-35 倍 PE，合理价值区间 23-32.2 元/股，建议申购。

表 11 市盈率相对估值比较

代码	简称	收盘价（元/股）	EPS（元/股）				PE			
			2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E
603877.SH	太平鸟	35.73	1.13	0.99	1.14	1.33	0.00	36.27	31.41	26.78
603808.SH	歌力思	29.38	0.64	0.71	1.04	1.31	31.57	41.51	28.20	22.39
002612.SZ	朗姿股份	17.02	0.19	0.36	0.45	0.56	33.83	47.23	37.91	30.64
603518.SH	维格娜丝	29.92	0.76	0.60	1.02	1.22	44.70	49.98	29.47	24.46

资料来源：WIND，海通证券研究所，股价为 1 月 20 日的收盘价，每股收益均为 WIND 一致预期值

6. 不确定因素

- 终端销售持续低迷、存货规模持续攀升、网络销售对传统销售模式的冲击。

表 12 安正时尚主营业务拆分及预测

	2013	2014	2015	2016H1	2016E	2017E	2018E
玖姿							
销售收入（百万元）	967.87	919.16	815.22	279.33	684.79	616.31	585.49
增长率（YOY）		-5.03%	-11.31%		-16.00%	-10.00%	-5.00%
毛利率	69.97%	71.35%	68.04%	76.71%	70.00%	70.00%	70.00%
销售成本（百万元）	290.65	263.34	260.54	65.06	205.44	184.89	175.65
毛利（百万元）	677.22	655.82	554.68	214.27	479.35	431.42	409.84
占总销售额比重	124.03%	112.66%	97.00%	70.00%	78.83%	65.62%	57.44%
尹默							
销售收入（百万元）	101.30	123.96	151.99	81.72	167.19	192.27	211.50
增长率（YOY）		22.36%	22.62%		10.00%	15.00%	10.00%
毛利率	67.64%	76.51%	82.23%	85.95%	82.00%	80.00%	80.00%
销售成本（百万元）	32.78	29.12	27.01	11.48	30.09	38.45	42.30
毛利（百万元）	68.52	94.84	124.98	70.23	137.10	153.82	169.20
占总销售额比重	12.98%	15.19%	18.09%	20.48%	19.25%	20.47%	20.75%
安正							
销售收入（百万元）	22.37	29.97	35.88	24.78	41.26	49.51	59.42
增长率（YOY）		33.94%	19.72%		15.00%	20.00%	20.00%
毛利率	66.19%	65.64%	76.61%	73.84%	72.00%	73.00%	74.00%
销售成本（百万元）	7.56	10.30	8.39	6.48	11.55	13.37	15.45
毛利（百万元）	14.81	19.67	27.49	18.30	29.71	36.14	43.97
占总销售额比重	2.87%	3.67%	4.27%	6.21%	4.75%	5.27%	5.83%
五季							
销售收入（百万元）	48.65	85.48	183.32	109.31	274.97	384.96	461.96
增长率（YOY）		75.71%	114.45%		50.00%	40.00%	20.00%
毛利率	41.74%	46.27%	58.93%	65.09%	60.00%	59.00%	58.00%
销售成本（百万元）	28.34	45.93	75.29	38.16	109.99	157.83	194.02
毛利（百万元）	20.31	39.55	108.03	71.15	164.98	227.13	267.93
占总销售额比重	6.23%	10.48%	21.81%	27.39%	31.65%	40.99%	45.32%
摩萨克							
销售收入（百万元）		11.17	24.38	11.61	29.26	35.11	42.14
增长率（YOY）			118.34%		20.00%	20.00%	20.00%
毛利率		60.74%	72.37%	80.62%	73.00%	73.00%	73.00%
销售成本（百万元）		4.38	6.74	2.25	7.90	9.48	11.38
毛利（百万元）		6.78	17.65	9.36	21.36	25.63	30.76
占总销售额比重		1.37%	2.90%	2.91%	3.37%	3.74%	4.13%
斐娜晨							
销售收入（百万元）		0.73	12.06	20.17	48.23	86.81	130.21
增长率（YOY）			1543.22%		300.00%	80.00%	50.00%
毛利率		75.92%	77.73%	80.36%	75.00%	75.00%	75.00%
销售成本（百万元）		0.18	2.68	3.96	12.06	21.70	32.55
毛利（百万元）		0.56	9.37	16.20	36.17	65.10	97.66
占总销售额比重		0.09%	1.43%	5.05%	5.55%	9.24%	12.77%
合计							
销售收入（百万元）	1,140.79	1,172.11	1,224.89	529.14	1245.70	1364.97	1490.71
增长率（YOY）		2.75%	4.50%		1.70%	9.57%	9.21%
销售成本（百万元）	360.41	356.23	384.48	130.10	377.03	425.73	471.35
毛利（百万元）	780.38	815.89	840.41	399.04	868.67	939.24	1019.36
平均毛利率	68.41%	69.61%	68.61%	75.41%	69.73%	68.81%	68.38%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标（元）					营业总收入	1224.89	1245.70	1364.97	1490.71
每股收益	0.85	0.87	0.92	0.98	营业成本	384.48	377.03	425.73	471.35
每股净资产	5.35	6.76	10.04	11.25	毛利率%	68.61%	69.73%	68.81%	68.38%
每股经营现金流	1.24	1.19	1.16	1.35	营业税金及附加	15.90	16.48	17.90	19.54
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	1.30%	1.32%	1.31%	1.31%
价值评估（倍）					营业费用	327.39	342.57	368.54	402.49
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用率%	26.73%	27.50%	27.00%	27.00%
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	169.09	186.86	196.59	219.15
P/S	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用率%	13.80%	15.00%	14.40%	14.70%
EV/EBITDA	0.06	-0.50	-3.08	-3.20	EBIT	328.03	322.76	356.21	378.18
股息率（%）	—	—	—	—	财务费用	5.20	2.14	-1.27	-18.64
盈利能力指标（%）					财务费用率%	0.42%	0.17%	-0.09%	-1.25%
毛利率	68.61%	69.73%	68.81%	68.38%	资产减值损失	87.06	40.00	60.00	80.00
净利润率	19.91%	20.00%	19.36%	18.90%	投资收益	14.00	3.00	5.00	5.00
净资产收益率	21.33%	17.25%	9.21%	8.77%	营业利润	249.77	283.63	302.48	321.82
资产回报率	14.99%	12.72%	7.75%	7.42%	营业外收支	33.46	3.00	3.00	3.00
投资回报率	25.62%	23.95%	21.47%	19.81%	利润总额	283.24	286.63	305.48	324.82
盈利增长（%）					EBITDA	404.37	399.64	442.03	462.57
营业收入增长率	4.50%	1.70%	9.57%	9.21%	所得税	39.37	37.45	41.19	43.12
EBIT 增长率	-1.00%	-1.60%	10.36%	6.17%	有效所得税率%	13.90%	13.07%	13.48%	13.28%
净利润增长率	6.58%	2.17%	6.07%	6.59%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	243.87	249.17	264.29	281.70
资产负债率	29.7%	26.2%	15.9%	15.4%	扣除非经常性损益净利润	215.06	246.56	261.69	279.10
流动比率	1.90	2.64	5.20	5.16	资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
速动比率	0.86	1.40	3.88	3.83	货币资金	44.19	271.16	1429.55	1551.09
现金比率	0.63	3.87	20.42	22.16	应收款项	127.37	151.14	167.46	181.87
经营效率指标					存货	555.72	657.29	742.20	821.72
应收帐款周转天数	41.16	40.26	40.71	40.48	其它流动资产	168.27	168.27	168.27	168.27
存货周转天数	501.04	501.04	501.04	501.04	流动资产合计	754.04	1132.82	2372.73	2574.96
总资产周转率	0.79	0.69	0.51	0.41	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	3.57	2.57	2.87	3.36	固定资产	618.94	698.94	758.94	788.94
					在建工程	96.21	46.21	256.21	466.21
					无形资产	78.33	73.33	92.51	110.37
					非流动资产合计	872.40	825.52	1037.71	1221.31
现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E	资产总计	1626.44	1958.34	3410.44	3796.27
净利润	243.87	249.17	264.29	281.70	短期借款	70.00	70.00	70.00	70.00
折旧摊销	76.34	76.88	85.82	84.39	应付账款	115.21	121.19	138.13	152.22
营运资金变动	-114.23	-109.08	-73.09	-56.55	预收账款	56.53	62.46	66.63	73.43
经营活动现金流	264.85	253.77	331.82	384.34	其它流动负债	16.40	16.40	16.40	16.40
固定资产投资	0.00	-80.00	-60.00	-30.00	流动负债合计	397.90	428.55	456.51	498.86
无形资产投资	0.00	5.00	-26.00	-26.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	171.55	22.00	293.00	263.00	其它长期负债	85.47	85.47	85.47	85.47
投资活动现金流	-272.74	-24.00	-290.00	-260.00	非流动负债合计	85.47	85.47	85.47	85.47
债务变化	70.00	0.00	0.00	0.00	负债总计	483.37	514.01	541.98	584.33
股票发行	0.00	0.00	1119.37	0.00	实收资本	213.78	213.78	285.60	285.60
融资活动现金流	-51.99	-2.80	1116.57	-2.80	普通股股东权益	1143.07	1444.33	2868.45	3211.94
现金净流量	-59.88	226.97	1158.39	121.54	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
公司自由现金流	180.55	416.86	104.45	188.03	负债和所有者权益合计	1626.44	1958.34	3410.44	3796.27
股权自由现金流	141.99	383.01	58.13	139.33					

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

于旭辉 纺织服装行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：歌力思,美盛文化,探路者,奥康国际,朗姿股份,罗莱生活,柏堡龙,孚日股份,浔兴股份,伟星股份,乔治白,搜于特,三夫户外,嘉欣丝绸,兴业科技,梦洁股份,红豆股份,际华集团,富安娜,山东如意,新野纺织,百隆东方,跨境通,联发股份,华斯股份,森马服饰,贵人鸟,申达股份,健盛集团,华孚色纺,红蜻蜓,海澜之家,汇洁股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 kljiang@htsec.com

邓 勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
联系人
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
李金柳(021)23219885 lij11087@htsec.com
张凤逸(021)23219816 zfy10791@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ydq9619@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
联系人
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
史霄安 sxa11398@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
蔡思圆 csy11033@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
联系人
杜 佳 dj11195@htsec.com
李雨嘉 (021)23154136 lyj10378@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
李 珂(021)23219821 lk6604@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
联系人
申 浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
李 影 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘 宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
潘莹绶(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王 晴(021)23154116 wq10458@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

电力设备及新能源行业

牛 品(021)23219390 np6307@htsec.com
房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com
杨 帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
联系人
曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
杨 娜(021)23154135 yn10377@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
高 岳(010)50949923 gy10054@htsec.com
联系人
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
刘 浩 01056760098 lh11328@htsec.com

汽车行业

邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

非银行金融行业

何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
联系人
夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
联系人
童 宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

纺织服装行业

于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com
 唐 岑(021)23212208 tl9709@htsec.com
 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 联系人
 马 榕 23219431 mr11128@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com
 联系人
 金 晶 jj10777@htsec.com
 杨 凡 021-23219812 yf11127@htsec.com

机械行业

耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 余炜超 swc11480@htsec.com
 联系人
 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 联系人
 谢 磊(021)23212214
 史霄安 sxa11398@htsec.com
 张天闻 ztw11086@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 李明刚(0755)23617160 lmg10352@htsec.com
 刘 强(021)23219733 lq10643@htsec.com
 联系人
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 联系人
 刘 璇(021)23219197 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
 联系人
 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
 冯晨阳(021)23154019 fcy10886@htsec.com
 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 联系人
 陈 阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
 关 慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
 夏 越(021)23212041 xy11043@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 联系人
 赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com
 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
 刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
 蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 联系人
 张恒恒(010)68067998 zhx10170@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 联系人
 彭 虎(010)50949926 ph10267@htsec.com
 庄 宇(010)50949926 zy11202@htsec.com

煤炭行业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 联系人
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

银行行业

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com
 联系人
 林瑾璐 lj11126@htsec.com
 谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

联系人
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 顾燕闽 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 联系人
 李 阳 ly11194@htsec.com
 朱默辰 zmc11316@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 联系人
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 唐 宇 ty11049@htsec.com
 刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

造纸轻工行业

曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 联系人
 马婷婷 mtt11022@htsec.com
 朱 悦(021)23154173 zy11048@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
 联系人
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 鲁 立 ll11383@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 孟德伟(021)23219989 mdw8578@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 蒋 炯 jj10873@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 张 明 zm11248@htsec.com
 陆铂锡 lbx11184@htsec.com
 吴 尹 wy11291@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼

电话：（021）23219000

传真：（021）23219392

网址：www.htsec.com