



证券研究报告·上市公司简评

“玖姿”渠道调整优化 新品牌高速成长

事件

公司公布 2016 年年报，收入和利润小幅下滑。2016 年，公司实现营业收入 12.06 亿元，同比下降 1.53%，营业利润 2.62 亿元，同比增长 4.85%，归母净利润 2.36 亿元，同比下降 3.21%。其中，2016Q4 单季实现营业收入 3.78 亿元，同比增长 13.12%，营业利润 0.69 亿元，同增 13.11%，归母净利润 0.64 亿元，同比下降 13.41%。公司向全体股东每 10 股派发现金股利 4.0 元（含税），合计派发现金股利 1.14 亿元，占归母净利润 48.30%。

简评

Q4 单收入增速提升，营业外收入下降致利润下滑。

（1）2016Q4 业绩增速超预期。在 2016Q1-Q3 收入小幅下滑 7.01% 的背景下，公司 Q4 加快开店速度，收入同比增长 13.12%，营业利润同比增长 13.11%。

（2）综合毛利率提升，销售费用率有所提升。2016 年，公司综合毛利率 70.63%，同比增长 2.95 个 pct，主要是由于公司加强成本管控，控制采购成本。公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 28.77%、13.76% 和 0.41%，同比增加 2.08pct、-0.03pct 和 0.01pct。整体来看，期间费用率同比增加 2.05pct，主要是由于销售费用增长较快导致。

（3）营业外收入下降导致归母净利润小幅下降。受政府补贴下降影响，公司 2016 年营业外收入同比下降 72.87% 至 944.18 万元。不考虑营业外收入因素，公司营业利润仍保持 4.85% 的稳健增长。

（4）应收账款周转率显著提升，库存小幅下降。公司运营效率有所提升，2016 年应收账款周转率 11.66，较 2015 年的 9.72 有所提升；2016 年期末库存 3.81 亿元，较 2015 年末下降 7.39%，其中库存商品期末余额 4.72 亿元，较 2015 年末下降 5.13%，随着公司加强研发、采购和生产的计划性，采用互联网“云库存”降低备货量和增加销售，采取以销定产措施，并加强线上线下促销渠道的拓展，公司库存周转率有望趋升，库存风险进一步释放。

高端女装多品牌风格鲜明互补、市场定位差异有序，年轻化新品牌发展值得期待。

安正时尚 (603839)

首次评级

增持

张芳

zhangfang@csc.com.cn

010-85130961

执业证书编号：S1440510120002

研究助理：张溢

zhangyizgs@csc.com.cn

010-85156467

发布日期：2017 年 3 月 24 日

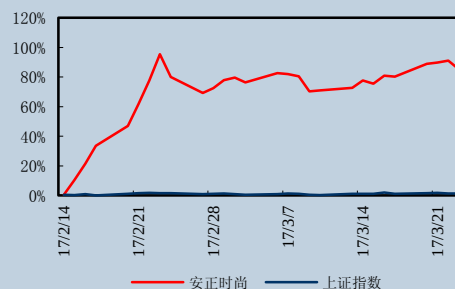
当前股价：44.61 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
2.86/3.25	0/-3.47	0/-8.31
12 月最高/最低价 (元)		50.98/24.16
总股本 (万股)		28504.00
流通 A 股 (万股)		7126.00
总市值 (亿元)		127.16
流通市值 (亿元)		31.79
近 3 月日均成交量 (万)		1716.08
主要股东		
郑安政		37.57%

股价表现



相关研究报告

17.02.10

多品牌+一体化供应链优势夯实，高端时装龙头借力资本东风再腾飞

(1) “玖姿”加盟商渠道调整仍持续，毛利率有所提升。

公司主打品牌“玖姿”位列全国高端女装品牌第三名，定位 35-45 岁女性的，全年实现营业收入 8.47 亿元，同比下降 13.53%，占营业收入 70.24%，主品牌收入下滑主要原因在于公司对渠道调整，关闭经营不善的加盟门店，全年加盟店净关店 98 家，而同期直营店净开店 1 家，优化调整后，主品牌毛利率同比增长 1.15 个 pct 至 68.19%。

(2) 新兴品牌高速增长，带来业绩新驱动。

在培育期的三大女装新品牌保持快速增长，风格更趋年轻化，有望为公司带来收入和业绩的新驱动力。其中，“尹默”（IMM）定位 28-35 岁女性，风格知性简练，2016 年直营门店新增 11 家至 88 家，全年实现营业收入 1.93 亿元，同比增长 20%，占比达到 16.03%，毛利率同比提升 0.95 个 pct 至 80.8%。“摩萨克”（moissac）定位 25-32 岁女性，主打优雅风，2016 年全年净增直营店 7 家，实现营业收入 3062.65 万元，同比增长 6.99%，收入增速低于店面数量增幅，主要是由于开店集中在年末，新店贡献较小导致，由于该品牌采购模式由外采转为资产，毛利率大幅提升 14.57 个 pct 至 73.58%。“斐娜晨”（Fiona Chen）风格活泼玩味，定位 28-32 岁女性，全年新增直营店铺 18 家至 42 家，实现营业收入 5313.48 万元，同比大幅增长 337.27%，毛利率亦显著提升 3.44 个 pct 至 80.60%。

此外，公司男装品牌“安正”净关店 1 家，年末直营店数为 32 家，营业收入同比增长 28.9%至 5454.98 万元，毛利率同比提升 2.59pct 至 69.15%，为公司在男装领域打开良好局面。

中产阶级消费升级推动高端女装行业保持高增速，集中度有待提升。根据 Euromonitor 数据显示，2016 年我国女装行业整体规，同比增长，预计 2017-2020 年将保持 x 的年均复合增速。其中，受消费升级带动，高端女装行业 2016 年同比增长，整体规模达到，增幅高于女装整体。行业内部集中度较低，2015 年各服装品类市场前十名品牌综合占有率中，女装品牌的前十名综合占有率仅为 14.29%，明显低于其他服装品类，随着龙头企业在人才、管理、渠道及研发方面实力的日益夯实，其市场占有率有望进一步提升。

2017 年再扬帆，多管齐下打造多品类时尚生态圈。公司计划 2017 年实现营业收入通过比增长 10%左右。

(1) 渠道优化与拓展并进。一方面，公司将继续巩固现有渠道优势，合理整合资源并实现集团品牌集群式入住，以降低渠道成本与管理成本，提升区域影响力；另一方面，将增加购物中心店铺占比，优化渠道结构。

(2) 精准定位，品牌提升。将通过品质提升和全明星娱乐营销推广旗下各子品牌。玖姿品牌拟与明星合作，推出联名产品，打造玖姿新标系列。

(3) 推动全渠道战略。公司拟以尹默为切入点，开启增加线下终端、线上 PC 端和移动端全方位的渠道布局，增进消费者与品牌的接触点和亲密度。

(4) 产品定制化，服务定制化。为提升高端客户服务品质，增强客户忠诚度，在产品方面，公司拟发展线下 5 大品牌的定制款系列，吸引追求个性化高品质的客户；在服务方面，提升门店标准化服务和管理水平的同时，还将着重增加在门店中和在客户家中的美学穿搭顾问服务。

(5) 内生外延并驱增长。在上市后，公司在通过募投项目实现内生增长的同时，还希望借助资本平台，通过业务合作、产品合作和资本合作等外延式发展，立足已有核心品牌，延伸品类、品牌矩阵，打造多品类时尚生态圈。

投资建议：我们预计安正时尚 2016-2018 年实现营业收入 13.35、14.91 亿元，同比增长 10.6%，11.7%，随

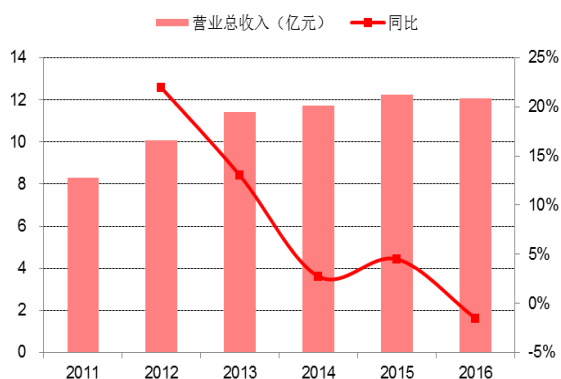


着公司 2017-2018 年加速渠道建设速度,净利润增速在 2016-2018 年逐年提升,小幅上调归母净利润预测至 2.69、3.20 亿元,对应 EPS 分别为 0.94、1.12 元/股,同比增长 13.8%、19.0%,对应 PE 分别为 47.3、39.8 倍,公司作为次新股,估值相对较高,长期看好,给予“增持”评级。

风险因素: 线上电商销售对公司传统销售模式的冲击风险;存货余额较大的风险;多品牌战略运作风险。

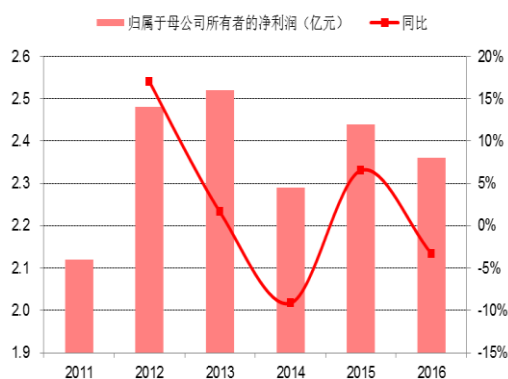


图 1：2011-2016 安正时尚营业收入及增速



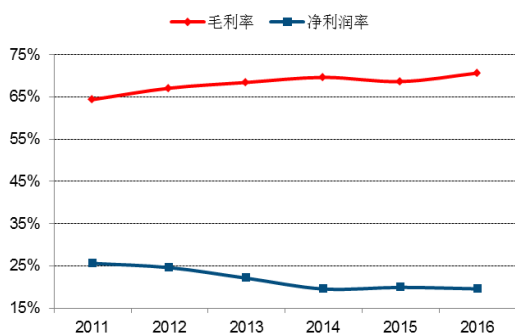
资料来源：WIND，中信建投研究发展部

图 2：2011-2016 安正时尚净利润及增速



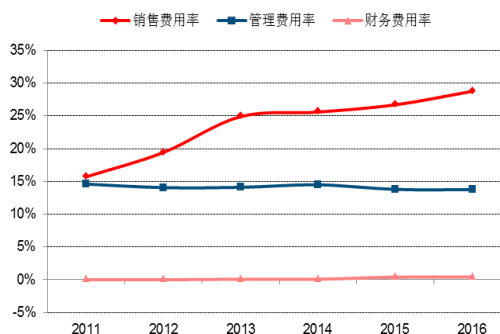
资料来源：WIND，中信建投研究发展部

图 3：2011-2016 安正时尚毛利率与净利率



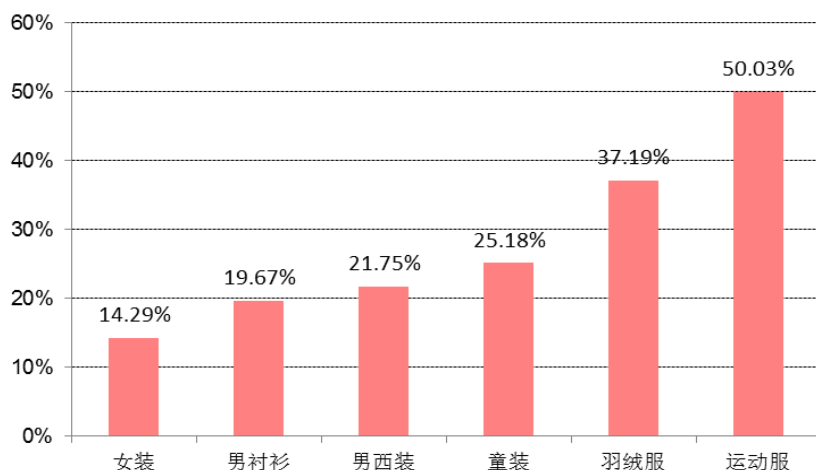
资料来源：WIND，中信建投研究发展部

图 4：2011-2016 安正时尚期间费用率



资料来源：WIND，中信建投研究发展部

图 5：2015 年度全国大型零售企业主要服装品类销售前十大品牌市场综合占有率



资料来源：《全国大型零售企业暨消费品市场 2015 年度监测报告》，中信建投研究发展部



表 1：2016 年安正时尚旗下几大品牌开店（关店）情况

品牌	门店类型	2015 年末数 量（家）	2016 年末数 量（家）	2016 新 开 （家）	2016 关 闭 （家）	净开店（家）
玖姿	直营门店	82	83	17	16	1
	加盟门店	645	547	43	141	-98
尹默	直营门店	77	88	27	16	11
安正	直营门店	33	32	3	4	-1
摩萨克	直营门店	18	25	15	8	7
斐娜晨	直营门店	24	42	25	7	18
五季	直营门店	30	37	10	3	7

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

表 2：2016 年安正时尚旗下几大品牌收入及毛利率情况（单位：万元）

品牌类型	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入比上 年增减（%）	营业成本比上 年增减（%）	毛利率比上年 增减（%）
玖姿	84,726.89	26,952.14	68.19	-13.53	-16.56	1.15
尹默	19,336.31	3,712.99	80.80	20	14.32	0.95
安正	5,454.98	1,682.72	69.15	28.9	18.9	2.59
摩萨克	3,062.65	809.24	73.58	6.99	-31.03	14.57
斐娜晨	5,313.48	1,031.07	80.60	337.27	271.47	3.44
其他品牌	2,722.92	1,234.81	54.65	3,304.21	3,649.73	-4.18

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

表 3：2016-2018 年安正时尚主要财务指标及预测（单位：百万元）

利润表	2016	2017E	2018E	财务指标	2016	2017E	2018E
营业收入	1,206.2	1,334.5	1,490.6	成长性			
减:营业成本	354.2	391.1	428.2	营业收入增长率	-1.5%	10.6%	11.7%
营业税费	20.0	16.1	19.4	营业利润增长率	4.9%	15.6%	19.6%
销售费用	347.1	380.3	423.3	净利润增长率	-3.2%	13.8%	19.0%
管理费用	165.9	182.8	204.2	EBITDA 增长率	5.3%	14.3%	20.5%
财务费用	5.1	1.2	-6.7	EBIT 增长率	4.7%	13.9%	16.9%
资产减值损失	60.5	70.0	70.0	NOPLAT 增长率	6.1%	13.6%	16.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	投资资本增长率	7.5%	7.5%	9.5%
投资和汇兑收益	8.5	10.0	10.0	净资产增长率	12.2%	105.9%	7.4%
营业利润	261.9	302.9	362.2	利润率			
加:营业外净收支	8.6	9.0	9.0	毛利率	70.6%	70.7%	71.3%
利润总额	270.5	311.9	371.2	营业利润率	21.7%	22.7%	24.3%
减:所得税	34.5	40.5	48.3	净利率	19.6%	20.1%	21.4%
净利润	236.0	268.6	319.7	EBITDA/营业收入	25.2%	26.1%	28.1%
资产负债表	2016	2017E	2018E	EBIT/营业收入	22.1%	22.8%	23.8%



货币资金	109.6	1,369.6	1,453.9	运营效率			
交易性金融资产	-	-	-	固定资产周转天数	153	145	148
应收帐款	108.1	151.4	138.5	流动营业资本周转天数	120	118	108
应收票据	-	12.4	2.3	流动资产周转天数	248	418	543
预付帐款	8.6	12.0	10.6	应收帐款周转天数	35	35	35
存货	380.8	379.7	448.2	存货周转天数	117	103	100
其他流动资产	298.3	270.9	245.8	总资产周转天数	509	671	799
可供出售金融资产	12.7	12.0	12.0	投资资本周转天数	296	288	280
持有至到期投资	-	-	-	投资回报率			
长期股权投资	-	-	-	ROE	18.4%	10.2%	11.3%
投资性房地产	45.0	45.0	45.0	ROA	13.2%	8.5%	9.4%
固定资产	544.1	534.5	691.8	ROIC	24.3%	25.7%	28.0%
在建工程	45.6	123.8	22.4	费用率			
无形资产	73.8	161.2	241.3	销售费用率	28.8%	28.5%	28.4%
其他非流动资产				管理费用率	13.8%	13.7%	13.7%
资产总额	1,785.1	3,187.5	3,431.9	财务费用率	0.4%	0.1%	-0.4%
短期债务	66.0	-	-	三费/营业收入	42.9%	42.3%	41.7%
应付帐款	140.9	166.6	169.8	偿债能力			
应付票据	-	4.2	1.9	资产负债率	28.1%	15.3%	13.8%
其他流动负债				负债权益比	39.2%	18.0%	16.1%
长期借款	-	-	-	流动比率	2.30	5.79	6.41
其他非流动负债				速动比率	1.33	4.79	5.16
负债总额	502.4	476.5	455.8	利息保障倍数	52.68	253.38	-53.06
少数股东权益	-	2.7	5.9	分红指标			
股本	213.8	285.0	285.0	DPS(元)	-	0.38	0.45
留存收益	1,068.3	2,353.3	2,545.1	分红比率	0.0%	40.0%	40.0%
股东权益	1,282.6	2,641.1	2,836.1	股息收益率	0.0%	0.8%	1.0%
现金流量表	2016	2017E	2018E	业绩和估值指标	2016	2017E	2018E
净利润	236.0	268.6	319.7	EPS(元)	1.10	0.94	1.12
加:折旧和摊销	70.7	44.1	63.9	BVPS(元)	6.00	9.26	9.93
资产减值准备	60.5	70.0	70.0	PE(X)	40.4	47.3	39.8
公允价值变动损失	-	-	-	PB(X)	7.4	4.8	4.5
财务费用	4.7	1.2	-6.7	P/FCF	59.4	228.8	87.6
投资收益	-8.5	-10.0	-10.0	P/S	7.9	9.5	8.5
少数股东损益	-	2.7	3.2	EV/EBITDA	-	32.1	26.5
营运资金的变动	-106.4	52.1	-43.4	CAGR(%)	13.5%	5.8%	9.8%
经营活动产生现金流量	339.5	428.7	396.7	PEG	3.0	8.1	4.1
投资活动产生现金流量	-186.8	-188.7	-191.2	ROIC/WACC	7.0	7.3	8.0
融资活动产生现金流量	-87.6	1,019.9	-121.2	REP	-	1.4	1.1

资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部



分析师介绍

张芳：中国人民大学管理学硕士，行业综合研究组组长，首席分析师。十年以上有色金属行业研究经验。

研究助理 张溢：清华大学经济学硕士，三年石油行业研究经验，2015 年加入中信建投轻工研究团队，所在团队获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名，2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622