

纺织服装

2017年09月07日

安正时尚 (603839)

高端女装领导者，打造服饰集团，全面激励驱动业绩增长

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

投资要点:

市场数据: 2017年09月06日

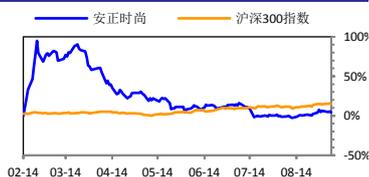
收盘价(元)	24.83
一年内最高/最低(元)	50.98/23.01
市净率	2.9
息率(分红/股价)	1.61
流通A股市值(百万元)	1769
上证指数/深证成指	3385.39/11024.59

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2017年06月30日

每股净资产(元)	8.48
资产负债率%	13.10
总股本/流通A股(百万)	285/71
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《高端女装领导者，借资本力量扬帆打造多品牌时装集团》 2017/02/14

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

武楠 A0230117080002
wunan@swsresearch.com

联系人

武楠
(8621)23297818 × 转
wunan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● 公司是国内中高端成熟时装领导集团，以“玖姿”女装为主逐步打造多品牌时装阵营。1) 公司服饰品牌包括自主创立的“玖姿”女装、“尹默”女装、“安正”男装三大中高端时装品牌，以及14年下半年收购的“摩萨克”与“斐娜晨”两大新兴中淑女时装品牌，17年公司创立线上电商品牌“安娜寇”女装，目前除斐娜晨以外，其余品牌均实现盈利。2) 11-15年公司营业收入复合增速10%，归母净利润复合增速4%。16年受宏观经济及市场环境影 响，收入同比下降2.4%至12亿元，净利润同比下降3.3%至2.4亿元，17H1收入利润均实现强劲复苏，收入同比上升18%至6.3亿元，归母净利润同比上升10.2%至1.3亿元。3) 采取直营和加盟为主的 销售方式，渠道主要集中在华东、华北、东北地区，开设“五季”渠道有效补充辅助去库存。17H1直营店314家，其中35家五季门店，加盟店558家。同时建立线上品牌旗舰店，2016年五季电商店实现收入1.3亿元。

● “股权激励+店铺激励”深度绑定管理层利益，驱动业绩增长。1) 公司于8月25日授予中高层管理人员及业务骨干限制性股票激励，授予488.1万股价格为12.81元/股，解锁条件为17-19年实现净利润不低于2.75/3.60/4.70亿元，三年复合增速为26%，彰显发展信心。2) 推行“店长店”模式对终端实行超强激励，取得良好成绩。2015年开始推行该模式，考核单店同比收入增长额，试点目前已覆盖80家，试行店铺业绩同比增长10%-30%，效果显著。深度激励自上而下绑定管理层利益，促进业绩提升。

● 直营与加盟并重，并衍生出五季店、集合店、工厂店等销售模式，与传统模式进行互补；加盟店数量和销售占比相对较高，直营店数量和销售占比在不断提升。1) 直营店：公司除“玖姿”外新推出的品牌主要采取直营销的模式，公司主要通过万达、太平洋等多家大型商业集团建立合作拓展直营店。2) 加盟店：“玖姿”品牌渠道以加盟门店为主，前五大加盟商占比较高，公司给加盟商折扣在吊牌价的3.9-4.7折之间。3) 五季店：五季店定位于销售过季产品，存在以天猫、唯品会旗舰店为主的线上五季店和以直营形式开设的线下五季店两种模式，16年上半年收入占比提升至21%(16年全年与17H1未单列统计)。

● 公司致力于成为引领品质生活的中国时尚产业集团，旗下品牌涵盖高端女装与高端时尚男装领域，在A股市场具有稀缺性。公司未来在渠道、品牌推广、产品研发、供应链管理上将持续发力带动业绩提升，首次覆盖给予“增持”评级。主品牌“玖姿”女装业绩回暖趋势明确，新兴品牌不断发力为公司业绩注入持续发展动力。公司全力推动股权激励+店铺激励，深度绑定管理层利益驱动业绩增长。另外公司登陆资本市场，账面现金充沛，看好未来内生外延机会。我们预计公司17-19年EPS分别为0.96/1.19/1.48元，对应PE为26/21/17倍，给予“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,206	625	1,467	1,726	2,038
同比增长率(%)	-1.53	18.13	21.60	17.60	18.10
净利润(百万元)	236	129	275	338	421
同比增长率(%)	-3.21	10.19	16.50	22.90	24.50
每股收益(元/股)	1.10	0.45	0.96	1.19	1.48
毛利率(%)	70.6	69.4	67.8	68.5	69.2
ROE(%)	18.4	5.4	17.7	17.8	18.2
市盈率	22		26	21	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

公司致力于成为引领品质生活的中国时尚产业集团，旗下品牌涵盖高端女装与高端时尚男装领域，在 A 股市场具有稀缺性。公司未来在渠道、品牌推广、产品研发、供应链管理上将持续发力带动业绩提升，首次覆盖给予“增持”评级。主品牌“玖姿”女装业绩回暖趋势明确，新兴品牌不断发力为公司业绩注入持续发展动力。公司全力推动股权激励+店铺激励，深度绑定管理层利益驱动业绩增长。另外公司登陆资本市场，账面现金充沛，看好未来内生外延机会。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.96/1.19/1.48 元，对应 PE 为 26/21/17 倍，给予“增持”评级。

关键假设点

我们预计 17-19 年公司主品牌“玖姿”女装保持 7%左右的收入增速；“尹默”女装保持 20%左右的收入增速；“安正”男装保持 30%的收入增速；“摩萨克”女装收入增速为 30%；“斐娜晨”女装收入增速 100%左右；电商女装品牌“安娜寇”收入增速为 40%。

公司未来业绩提升主要来源于以下三方面：1) 主品牌内效的提升及店铺的拓展；2) 新兴品牌的持续发力，其他品牌的收入占比逐年提升，同时除斐娜晨略亏损外，其余品牌均实现盈利；3) 账面现金充足，未来具备并购延伸预期，目前账面现金有近 14 亿元，充足的账面现金为公司的外延拓展提供有力保证。

有别于大众的认识

1、我们认为公司是国内优秀的时尚产业集团，旗下品牌覆盖高端女装与高端时尚男装领域，在 A 股市场具有稀缺性。公司成本控制能力强，经营效率逐年提升，业绩增长稳健。目前主品牌关店调整接近尾声，后续开店恢复以及新兴品牌发力带动业绩增长。

2、公司于 8 月 25 日授予中高层管理人员股权激励，解锁条件为 17-19 年实现净利润不低于 2.75 亿/3.60 亿/4.70 亿元。市场可能担心公司实际运营会低于该业绩考核目标。我们认为公司调整已见底恢复，目前收入利润和净开店数均实现正增长，同时公司账面现金充裕，未来具备并购延伸预期。而目前我们的盈利预测中暂未考虑外延部分，相对较为保守，纳入外延部分考虑则公司有可能完成股权激励设定的目标。

股价表现的催化剂

主品牌稳步开店；公司新品类拓展成功；宏观经济复苏。

核心假设风险

“玖姿”品牌恢复不达预期；零售终端持续不景气。

目录

1. 国内中高端时装领导集团，股权激励彰显信心	6
1.1 以“玖姿”为主构筑多品牌，渠道、供应链全面布局	6
1.2 “股权激励+店铺激励”驱动业绩增长	9
2. 中高端女装领先企业，自创+收购布局多品牌	10
2.1 中高端女装市场竞争激烈，公司市占率稳居前十	10
2.2 巩固玖姿品牌优势，布局“男装+女装”多品牌阵营	12
3. 多种终端渠道有效互补，一体化供应链提升内效	18
3.1 直营与加盟为主，五季店作有效补充	18
3.2 打造供应链一体化优势	22
4. 成本控制业内领先，看好内生外延机会	24
4.1 成本控制业内领先，关店调整见底回升	24
4.2 经营现金流充裕，看好外延拓展机会	26
5. 盈利预测与投资建议	27

图表目录

图 1: 公司各品牌形象.....	6
图 2: 直营门店数稳步增长.....	7
图 3: 直营和线上渠道收入占比逐年提升.....	7
图 4: 公司销售网络遍布全国.....	8
图 5: 收入保持上升趋势.....	9
图 6: 净利润保持上升趋势.....	9
图 7: 女装市场规模持续扩张, 预计 17 年规模近万亿.....	10
图 8: 玖姿女装产品图.....	14
图 9: 玖姿女装店铺风格.....	14
图 10: 玖姿品牌 17H1 收入达 3.9 亿元.....	14
图 11: 玖姿品牌营业收入占比整体呈下降趋势.....	14
图 12: IMM 尹默女装产品图.....	14
图 13: IMM 尹默店铺风格.....	14
图 14: 尹默营收高速增长, 17H1 营收达 1 亿元.....	15
图 15: 尹默营收占比稳定增长.....	15
图 16: 摩萨克女装产品图.....	15
图 17: 摩萨克店铺风格.....	15
图 18: 摩萨克营收快速增长, 17H1 达 2013 万元.....	16
图 19: 摩萨克营收占比稳健增长.....	16
图 20: 斐娜晨女装产品图.....	16
图 21: 斐娜晨店铺风格.....	16
图 22: 斐娜晨营收高速增长, 17H1 增速达 96.1%.....	16
图 23: 斐娜晨营收占比高速增长, 17H1 达 6.4%.....	16
图 24: 安娜寇女装产品图.....	17
图 25: 安正男装产品图.....	17
图 26: 安正男装店铺风格.....	17
图 27: 安正男装营收高速增长, 17H1 增速达 48.6%.....	18
图 28: 安正男装营收占比逐年增长, 17H1 达 6.5%.....	18

图 29: 直营店收入占比逐年提升	19
图 30: 直营门店数稳步增长	19
图 31: 直营门店单店收入稳步增长.....	19
图 32: 公司商场店快速增长	20
图 33: 与万达等多家大型商业集团建立合作关系	20
图 34: “安正尚品”集合门店风格	20
图 35: 五季门店营收占总营收比例稳步增长, 16H1 达 8.8%.....	21
图 36: 线上渠道总营收占比逐渐增长	21
图 37: 五季电商营收高速增长.....	21
图 38: 公司研发投入持续增长.....	22
图 39: 公司研发支营收占比在行业中处于领先水平	22
图 40: 公司全价值链信息化管理体系	23
图 41: 安正时尚集团文化创意产业园效果图.....	24
图 42: 各品牌毛利率稳步提升.....	24
图 43: 加盟渠道恢复明显.....	24
图 44: 净利率回升明显.....	25
图 45: 销售费用提升管理费用稳定.....	25
图 46: 2017H1 公司净利率业内领先.....	25
图 47: 公司经营现金流/营业利润行业领先	26
表 1: 公司各大品牌创立情况.....	7
表 2: 限制性股票激励广泛覆盖中高层管理人员	9
表 3: 解锁条件业绩增速要求高	9
表 4: A 股上市中高端女装品牌竞争激烈 (单位: 亿元)	11
表 5: 公司主品牌“玖姿”连续 3 年市占率前十	12
表 6: 玖姿品牌市占率在多个细分领域稳居前十	12
表 7: 公司各品牌风格多样、定位互补.....	13
表 8: 前期开店数量下降目前已逐步回升	26
表 9: 行业内相关公司市盈率比较.....	27
表 10: 公司营业收入拆分.....	28
表 11: 安正时尚盈利预测.....	29

1. 国内中高端时装领导集团，股权激励彰显信心

1.1 以“玖姿”为主构筑多品牌，渠道、供应链全面布局

公司是国内中高端成熟时装领导集团，基于“玖姿”品牌构建差异化多品牌阵营。公司前身为成立于 2008 年的玖姿实业，始终专注于时尚服装领域，坚持自主品牌发展之路。相继创立“玖姿”女装、“尹默”女装、“安正”男装三大中高端时装品牌，并于 2014 年下半年收购“摩萨克”与“斐娜晨”两大新兴中淑女时装品牌公司，2017 年上半年公司创立了线上电商女装品牌“安娜寇”，进一步增强了公司多品牌战略的多样性与互补性。

到 2017 年上半年，除斐娜晨以外，其余品牌均实现盈利。2017 年上半年玖姿实现营业收入 3.9 亿元，同比上升 6%，尹默实现收入 1 亿元，同比上升 11%，安正实现收入 4060 万元，同比上升 49%，摩萨克实现收入 2013 万元，同比上升 31%，斐娜晨实现收入 4019 万元，同比上升 96%，安娜寇实现收入 2846 万元。公司着力于构建结构稳固、风格多样、定位互补的“金字塔式”品牌阵营。

图 1：公司各品牌形象



资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 1: 公司各大品牌创立情况

品类	品牌名称	创立/收购时间	目标群体	2017H1 门店数量(家)	2017H1 营业收入(百万元)	2017H1 营收占比
女装	玫姿	2001年	“优雅、自信、女人味” 35-45岁都市女性	643	389	62.2%
	尹默	2008年	“独立、知性、启发人心” 28-35岁都市成熟女性	80	104	16.6%
	摩萨克	2014年	“优雅、从容、智慧” 25-35岁年轻熟女性	23	20	3.2%
	斐娜晨	2014年	“玩味、当代、精致” 25-35岁新生代女性	53	40	6.4%
	安娜寇	2016年	“乐活、都市、摩登” 20-35岁新生代女性	线上品牌	28	4.5%
男装	安正	2012年	“高端、时尚、商务” 35-45岁都市成熟男性	35	41	6.6%

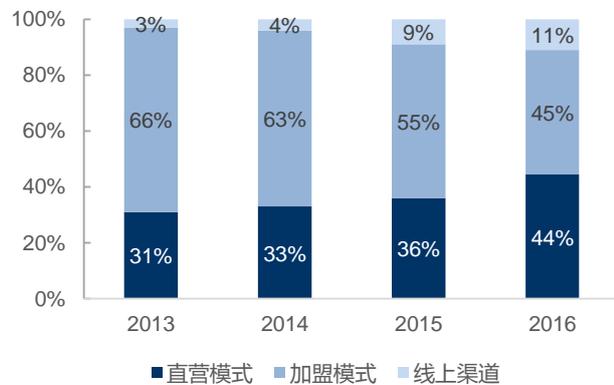
资料来源：公司年报，申万宏源研究

公司渠道以直营和加盟为主，“五季”渠道有效补充辅助去库存。1) 公司销售模式以“直营+加盟”为主。“玫姿”女装加盟门店占比较高，对加盟商实行买断式销售和扁平化管理，模式转换灵活；四个成长期品牌均以直营渠道为主，门店数不断增加；电商品牌安娜寇则采取完全线上销售的模式。公司在渠道方面的策略为：成熟期的品牌发展其加盟渠道，培育期的品牌以直营为主打开市场，待成熟后逐步放开加盟。受 15、16 年线下零售疲软、零售业态向购物中心转移的影响，公司加盟店铺关闭较多，16 年较之 15 年关店了 95 家，从 16Q4 开始逐步开始复苏，17H1 加盟店净增加 8 家。直营和线上渠道的收入占比逐年提升，从 2013 年的 34% 提升到 2016 年的 55%。2) 各品牌商场门店与专卖门店相结合，辅以定位于快速消化全品牌过季货品、线上线下相配合的“五季产品”店。进入五季渠道的商品会基于正价门店的销售情况、库存情况进行筛选，成为零售门店的有效补充。截至 2017H1，公司在全国共建立了 35 家五季门店，并在天猫商城与唯品会建立了线上品牌旗舰店，2016 年五季电商店实现收入 1.3 亿元。

图 2: 直营门店数稳步增长



图 3: 直营和线上渠道收入占比逐年提升

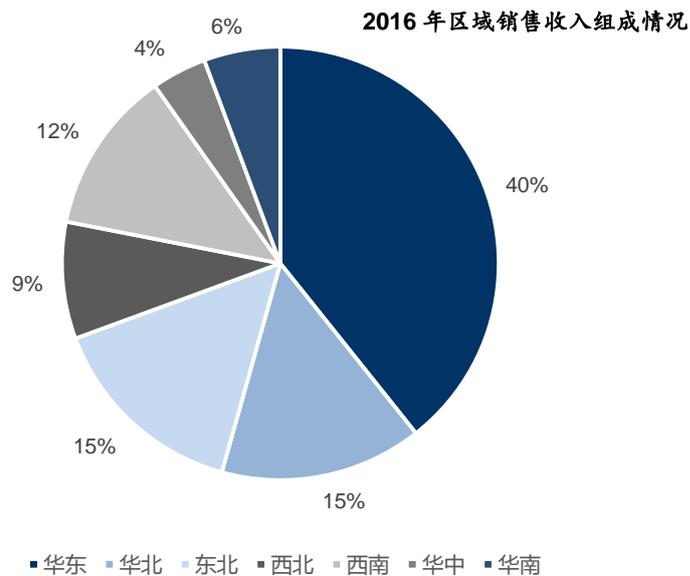


资料来源：公司年报，申万宏源研究

资料来源：公司年报，申万宏源研究

公司采用先进的 SAP 系统，信息化程度高，销售网络遍布全国。1) 公司采用先进的 SAP 系统，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。2) 公司拥有遍布全国的销售网络，形成覆盖 31 个省、自治区、直辖市主要城市重点商圈的终端零售网络，其中华东、华北和东北区域收入占比最高，2016 年销售收入占比分别为 40%、15%和 15%。

图 4：公司销售网络遍布全国



资料来源：公司年报，申万宏源研究

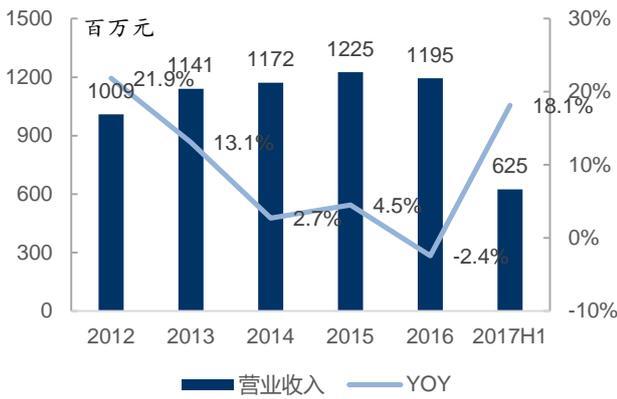
公司建立了集设计研发、采购生产、零售分销为一体的完整供应链。采取自制生产+委托加工生产+成衣采购并行的开放式产品供应模式，以适应中高端成熟男女时装高品质、多品种、短周期的产品特征，并在海宁经济开发区建设了集研发、生产、仓储、展示以及管理为一体的“安正时尚集团文化创意产业园”。

公司营业收入逐年增长，2011-2015 年复合增速为 10%。2011-2015 年间，随着销售渠道的优化和拓展、产品单价及销量的稳步提升，公司营业收入呈现逐年增长的态势，复合增速达 10%。此外，随着公司业态调整优化、品牌战略不断推进，公司各个品牌占比不断调整。公司主动降低玖姿品牌收入占比，避免过于依赖单一品牌，其余五个成长期品牌收入及占比均呈现上升态势。

公司归母净利润保持稳定且略有增长，2011-2015 年复合增速为 4%。其中，2014 年归母净利润减少了 2316 万元，同比下降 9.2%，主要是由于 2014 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。

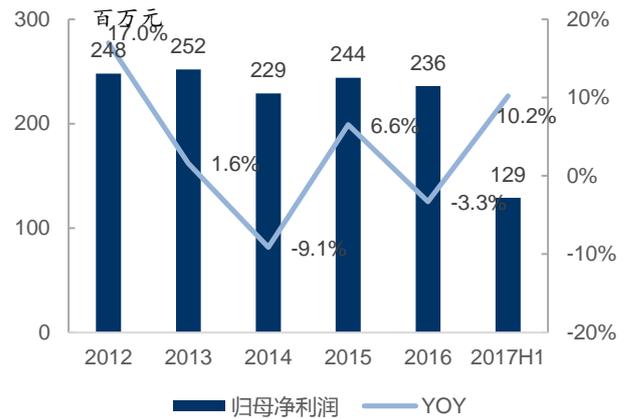
2016 年受宏观经济及市场环境的影响，公司实现收入 12 亿元，同比下降 2.4%，净利润 2.36 亿元，同比下降 3.3%。2017 年公司收入利润实现强劲复苏，2017 年上半年收入同比上升 18%至 6.3 亿元，归母净利润同比上升 10.2%至 1.3 亿元。主要原因是玖姿经过 15、16 年的调整后关店接近尾声，现已逐步恢复开店态势，同时今年上半年公司“尹默”品牌开始铺设全渠道，接下来各品牌都会逐步建立全渠道营销模式。

图 5：收入保持上升趋势



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 6：净利润保持上升趋势



资料来源：公司年报，申万宏源研究

1.2 “股权激励+店铺激励”驱动业绩增长

公司授予广覆盖的限制性股票激励，全面绑定管理层利益驱动业绩增长。公司于 8 月 25 日授予中高层管理人员及业务骨干限制性股票激励，共计 172 人，授予价格为 12.81 元/股，授予数量为 488.1 万股，占公司总股本的比例为 1.71%。

表 2：限制性股票激励广泛覆盖中高层管理人员

激励对象	获得的限制性股票数量 (万股)	占本计划下限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
高级管理人员合计	59.0	12.09%	0.21%
中层管理人员及业务骨干	429.1	87.91%	1.50%
合计	488.1	100.00%	1.71%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

解锁条件业绩增速要求高，彰显公司业绩发展信心。限制性股票解锁业绩考核目标为 2017-2019 年公司实现净利润不低于 2.75 亿/3.60 亿/4.70 亿元，同比增速为 17%/31%/31%，三年净利润复合增速为 26%，高增速的业绩考核目标彰显公司未来发展信心。

表 3：解锁条件业绩增速要求高

解锁期	业绩考核目标	增速
第一个解锁期	2017 年度净利润不低于 2.75 亿元	17%
第二个解锁期	2018 年度净利润不低于 3.60 亿元	31%
第三个解锁期	2019 年度净利润不低于 4.70 亿元	31%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

“店长店”模式对终端销售实行超强激励，取得良好成绩。公司 2015 年开始推行“店长店”模式，从 2015 年的 1 家店铺推广到 2016 年的 30 家店铺，到 2017 年上半年覆盖的店铺已经达到 80 家。主要模式为核心考察单店收入的同比增长，将相对于上年增长金额中的 30%作为店铺奖励，激励主要以店长为主。从试行结果来看，试行店铺业绩产生了超过 10%-30%的同比增长，深度绑定终端基层管理人员，提升运营能力。

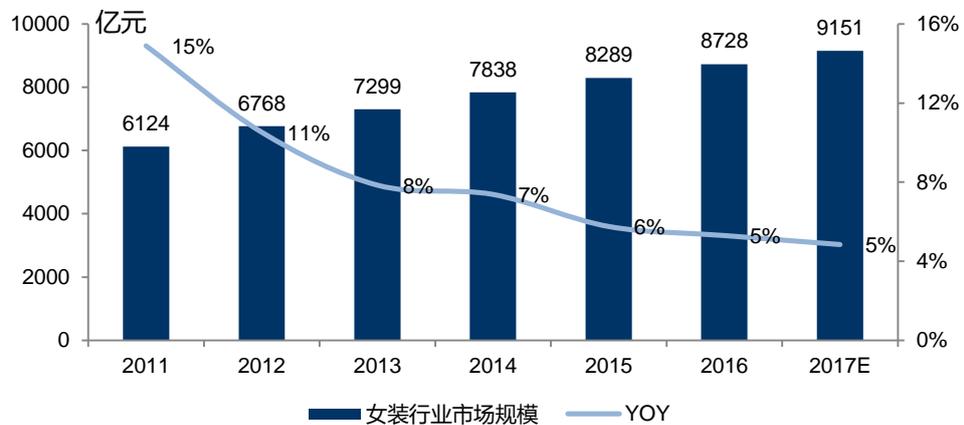
股权激励结合店铺激励双重激励计划，深度绑定中高层管理人员及基层管理人员利益，权责分明激励充分，自上而下调动员工积极性驱动未来业绩增长。

2. 中高端女装领先企业，自创+收购布局多品牌

2.1 中高端女装市场竞争激烈，公司市占率稳居前十

我国女装占据整个服装市场近半壁江山，市场规模持续增长，但增速减缓。16年我国服装市场规模高达1.8万亿元，其中女装市场规模8728亿元，占比近50%。但随着女装市场规模的不断扩张，市场逐渐接近饱和，增速减缓，16年女装市场规模同比增长5.3%，12-16年的复合增长率CAGR(5)达6.6%。Euromonitor预计17年女装市场规模将增长4.9%至9151万元，较16年增长423万元，高基数下增长绝对额仍可观。

图7：女装市场规模持续扩张，预计17年规模近万亿



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

中高端成熟女装市场竞争公司众多，市场竞争激烈，市场集中度低。在中高端成熟女装市场中，公司的主要竞争对手包括在A股上市的朗姿股份、维格娜丝、歌力思，在港股上市的宝姿、慕诗国际、珂莱蒂尔，挂牌新三板的吉芬，拟上市的贺欣股份、玛丝菲尔，以及尚未上市的影儿、哥弟、雅莹等。随着女装市场的逐渐饱和，各品牌百花齐放，消费者需求逐渐个性化、多样化，衣着风格多样，品牌忠诚度极低，从而女装市场集中度低。仅从A股市场来看，各高端女装A股上市公司均采用多品牌战略，以保证公司竞争力。16年，安正时尚等4家A股上市公司各品牌总营收约40亿元，仅占国内女装市场的0.45%，市场集中度低，竞争激烈。

表 4: A 股上市中高端女装品牌竞争激烈 (单位: 亿元)

A 股上市公司	品牌	2015	2016	2017H1	品牌定位
安正时尚	玖姿	8.15	8.47	3.89	将西方时装的精致优雅和浪漫热情与东方气息完美融合, 缔造出自信、优雅、女人味的经典
	尹默	1.52	1.93	1.04	塑造独立、知性、时尚的都市成熟女性, 是一个追求设计感的时尚品牌
	摩萨克	0.24	0.31	0.20	强调灵动、华美、清新优雅的设计风格, 以 25-35 岁女性为目标客户群
	斐娜晨	0.12	0.53	0.40	注重年轻化的设计定位, 主打玩味、当代、精致的品牌风格, 定位于 25-32 岁女性
	安娜寇	-	-	0.28	面向 20-35 岁都市少女, 以款多量少为特点
歌力思	Ellassay	8.24	7.97	3.88	中国高端女装品牌, 面向时尚、优雅、讲究生活品质的现代都市女性
	LAUREL	-	0.30	0.41	德国高级女装品牌, 面向严谨、积极、自信的女性
	ED HARDY	-	2.43	1.95	美国轻奢潮流品牌, 注重独特与个性, 热爱生活并希望创造不同的生活亮点
朗姿股份	朗姿	6.97	5.90	3.07	25—50 岁, 事业有成追求自我体现的都市成熟女性
	莱茵	2.18	2.07	1.14	25—45 岁, 希望展现个性、时尚追求生活方式的都市白领女性
	卓可	1.37	1.05	0.51	引导都市女白领对时装的时尚触觉及审美品味的韩国高级女装
	玛丽	0.69	0.45	0.14	18—35 岁, 追求时尚个性的都市年轻女性
	吉高特	0.14	0.16	0.08	30—50 岁, 追求纯粹的, 高级感的, 追求初始风格的, 能够展示女人味的浪漫主义的成熟完美女性。
维格娜丝	VGRASS	8.14	7.16	3.62	专注“时尚、修身”DNA, 秉持“工匠”精神, 成为中国高端女装一线品牌
	云锦	0.09	0.27	0.10	定位为奢侈品, 采用高端定制化服务, 通过资源整合、跨界艺术合作等方式重现中国风奢侈品的品牌价值。
	TEENIE WEENIE	-	-	5.21	市场定位在中高端消费者群体, 它以独特的熊家族故事作为背景, 以可爱的熊宝宝卡通形象作为 Character, 推出颜色亮丽, 款式富含时尚和浪漫气息的男女休闲服饰

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

从公司整体业绩来看, 在市场竞争过程中, 公司精准定位目标人群, 采取以“玖姿”、“尹默”等品牌为主的多品牌战略, 加强渠道建设和门店拓展, 在营收方面在国内高端女装市场中处于领先水平。16 年公司实现营收 12.1 亿元, 略低于朗姿股份 13.7 亿元的营收, 仍保持公司在女装行业的竞争力。

分品牌来看, 公司主导品牌“玖姿”稳居市场前十。经过十余年的发展, 公司主导品牌“玖姿”已成为我国中高端女装领域的领导品牌之一, 连续三年市占率稳居中高端女装市场前十。在 15 年的市场占有率排名中, 玖姿品牌市占率在女装大品类中位居第九, 在高端女装品类中位居第三, 在女士大衣和女裤的细分品类中, 玖姿也稳居前十, 分别排在第四和第七位, 竞争力强劲。

表 5：公司主品牌“玖姿”连续 3 年市占率前十

排名	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	VEROMODA	3.82	VEROMODA	2.8	ONLY	2.23
2	ONLY	3.78	ONLY	2.71	VEROMODA	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	玛丝菲尔	1.46	玛丝菲尔	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	1.36	玖姿	1.29	玖姿	1.11
10	AMASS	1.34	朗姿	1.12	玫而美	1.03

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

表 6：玖姿品牌市占率在多个细分领域稳居前十

排名	女装		高端女装		女式大衣		女裤	
	品牌名称	综合占有率	品牌名称	综合占有率	品牌名称	综合占有率	品牌名称	综合占有率
1	ONLY	2.23	玛丝菲尔	1.31	哥弟	5.53	梦舒雅	1.42
2	VEROMODA	2.15	雅莹	1.23	玫而美	4.56	百斯盾	1.35
3	哥弟	1.61	玖姿	1.11	欧时力	4.13	杭美	1.05
4	拉夏贝尔	1.32	V.GRASS	0.96	玖姿	3.41	米兰登	0.98
5	玛丝菲尔	1.31	珂莱蒂尔	0.94	雅莹	3.03	哥弟	0.93
6	雅莹	1.23	朗姿	0.94	阿玛施	2.29	伟士	0.89
7	ochirly	1.18	娜尔思	0.9	声雨竹	2	玖姿	0.84
8	阿玛施	1.12	敦奴	0.75	艾格	1.99	阿玛施	0.81
9	玖姿	1.11	声雨竹	0.69	V.GRASS	1.69	ochirly	0.77
10	玫而美	1.03	歌力思	0.67	佐尔美	1.44	东方冠	0.76
	其他	85.71	其他	90.5	其他	69.95	其他	90.22

资料来源：全国大型零售企业暨消费品市场 2015 年度检测报告，申万宏源研究

2.2 巩固玖姿品牌优势，布局“男装+女装”多品牌阵营

公司始终专注于中高端女装，通过发展自主品牌+收购外部品牌，以“玖姿”为核心布局多品牌阵营。公司推行差异化、互补性多品牌发展战略，深耕现有品牌，并基于上市平台外延收购发展，旗下拥有三大自主品牌“玖姿”、“尹默”、“安正”，并于 14 年下半年在中淑女装细分领域收购了“摩萨克”与“斐娜晨”两大新兴时装品牌，17 年新增电商品牌“安娜蔻”形成了结构稳固、风格多样、定位互补的“金字塔”品牌矩阵。

表 7：公司各品牌风格多样、定位互补

品牌	目标客户	品牌风格	发展程度	品牌理念
 JZ 玖姿	35-45 岁	自信、优雅、女人味	成熟期	玖姿追求时尚、精致与实用美学的完美平衡，通过对国际流行趋势与女装市场的严谨研究，整合国际、国内尖端时尚资源，融汇贯通，倾心专注，精彩演绎现代都市女性的自信、优雅、女人味。
 IMM 尹默	28-35 岁	独立、知性、启发性	成长期	尹默女装以独树一帜的"IMMist 素人"的时尚艺术语言传达出品牌特有的设计风格与意识形态。通过对服装线条和块面进行解构，探索一衣多穿的概念，结合个性面料和原创花型，构建出充满尹默痕迹的时尚衣柜。
 摩萨克	25-35 岁	优雅、从容、智慧	培育期	摩萨克在设计上线条简单，配合丰富而不过分的细节：精致的印花及美丽的蕾丝随处可见，将轻熟女性清新优雅的特质毫无保留的展现出来。
 斐娜晨	25-32 岁	玩味、当代、精致	培育期	斐娜晨的设计由西方回归东方，将欧洲时尚理念、审美情趣与中国女性体型相融合；将风格的构建深植于女性的心理，带领服装回归内心；将女人从现实中解禁出来，重新探索自我，回归本真，绽放柔和、美好的女性特质；以舒适大胆色彩组合，剪裁上的幽默，图案的趣味表达，带来一种值得玩味的效果。
 安娜蔻	20-35 岁	乐活、都市、摩登	培育期	电商品牌安娜蔻以优雅简洁的设计风格，精致细腻的手工缝制，致力为年轻都市女性提供个性化与高性价比的高端着装。
 安正	35-45 岁	时尚、商务、品质	培育期	安正强调的风格，不是回归某一年代，而是对文化更加深邃的领悟。传递这样一种自信，找到一个适合的场合，都肩负着文化的最终回归。品牌高瞻远瞩，早就洞悉了未来时尚全球化的方向，品牌标示更是以古老的印章缪篆向全世界宣布安正是属于世界的。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

女装领域，公司有 JZ 玖姿女装、IMM 尹默女装、FIONACHEN 斐娜晨女装、MICHELLEMOISSAC 摩萨克女装以及电商品牌 ANNAKRO 安娜蔻。不同品牌风格和定位各有侧重，划分明晰，多个品牌可以完美覆盖全部市场品类，不会出现同质化现象：

1) “玖姿”是公司核心品牌，营收占比较高，随着公司多品牌战略稳步推进，公司对玖姿的依赖逐渐降低。“玖姿”创立于 2001 年，以成熟的品牌风格、广泛的市场覆盖、适销的商品特征，构成了金字塔式品牌阵营的稳固塔基，为我国高端女装领导品牌之一。目前，玖姿店铺调整已经到位，17 年上半年终端门店转增，净开店达 13 家，合计 643 家，使得品牌销售回暖势头趋稳定，实现营收 3.9 亿元，同比增长 5.9%。由于公司坚定多品牌战略，“玖姿”近年来营收占比呈下降趋势，从 13 年的 84.9% 下降到 17 H1 的 62.3%，公司对“玖姿”品牌的依赖度逐年下降。

图 8：玫姿女装产品图



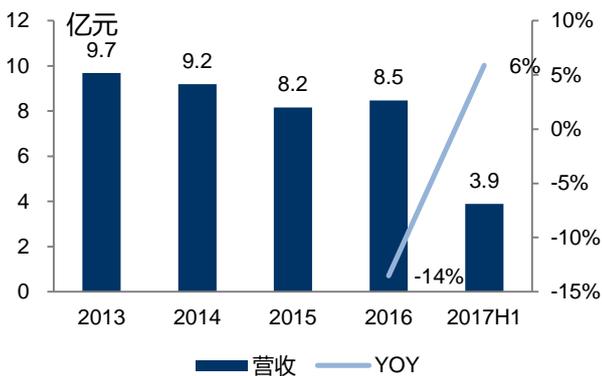
资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 9：玫姿女装店铺风格



资料来源：公司官网，申万宏源研究

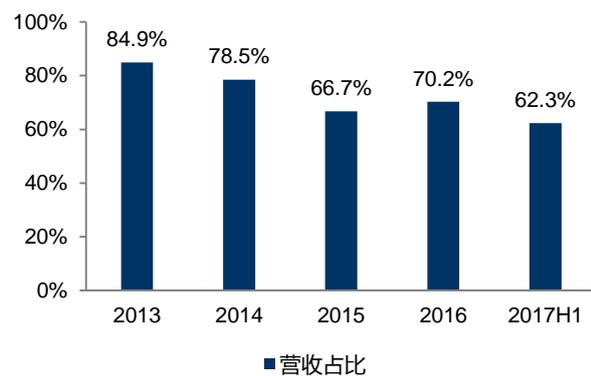
图 10：玫姿品牌 17H1 收入达 3.9 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：16 年、17H1 营收包含通过五季渠道的销售额

图 11：玫姿品牌营业收入占比整体呈下降趋势



资料来源：申万宏源研究

2) “尹默”处于公司金字塔品牌阵营前端，发展迅猛，为公司主打品牌之一。“尹默”女装创立于 2008 年，为针对 28-35 岁成熟女性的“中淑装”。时尚的设计感使得“尹默”定位较“玫姿”更为高端，较高的定价使得“尹默”盈利能力较强，17H1 毛利率达 77.2%。17 年上半年，“尹默”渠道内部进行调整，5 家直营店转为加盟，上半年净关店 8 家至 80 家。但“尹默”营收绝对值和占比均在稳步提升，17H1 实现营收 1.04 亿元，保持双位数增速，为 11.0%，营收占比达 16.6%。

图 12：IMM 尹默女装产品图

图 13：IMM 尹默店铺风格

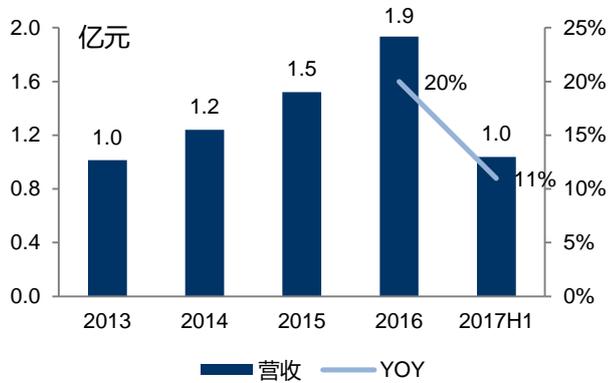


资料来源：公司官网，申万宏源研究



资料来源：公司官网，申万宏源研究

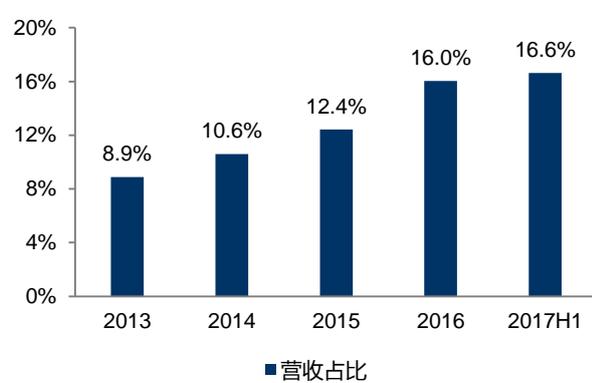
图 14：尹默营收高速增长，17H1 营收达 1 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：16 年、17H1 营收包含通过五季渠道的销售额

图 15：尹默营收占比稳定增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3) 外延收购品牌“摩萨克”营收增长稳健。公司 14 年收购中淑装品牌“摩萨克”，定位于“法式浪漫、梦幻俏皮、华丽精致”的品牌文化，面向 25-35 岁女性，进一步增加了公司品牌的多样性与互补性。截止至 17 年 6 月 30 日，“摩萨克”拥有门店 23 家。17H1 营收增长 31%至 2013 万元，占总营收的 3.2%，增长稳健。

图 16：摩萨克女装产品图



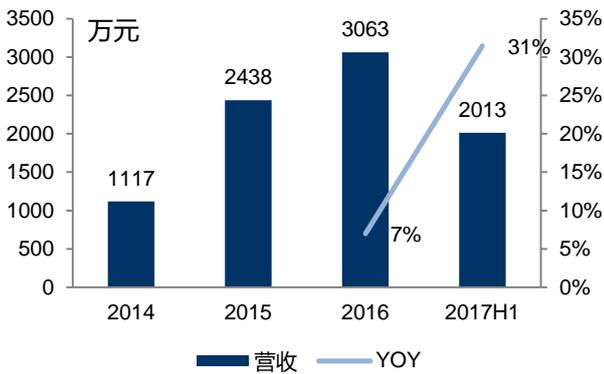
资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 17：摩萨克店铺风格



资料来源：公司官网，申万宏源研究

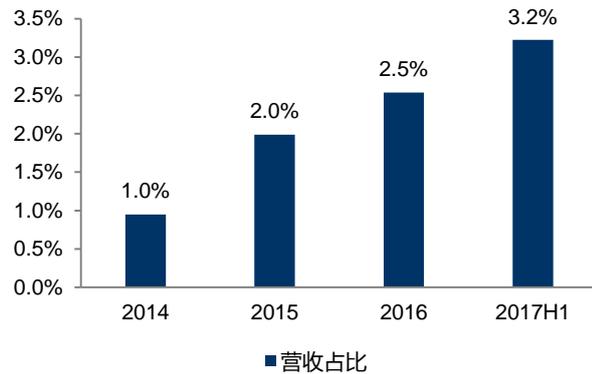
图 18: 摩萨克营收快速增长, 17H1 达 2013 万元



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: 16 年、17H1 营收包含通过五季渠道的销售额

图 19: 摩萨克营收占比稳健增长



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

4) “斐娜晨”定位年轻化, 盈利能力强, 营收增速迅猛。14 年收购的“斐娜晨”定位年轻化的中淑装, 以 25-32 岁女性为目标客户, 主打“玩味、当代、精致”的品牌风格。截止至 17 年 6 月 30 日, “斐娜晨”拥有门店 53 家。16 年营收增长 337% 达 5313 万元, 17H1 营收增长 96.1% 达 4019 万元, 营收占比为 4.4% 和 6.4%, 毛利率维持在 80% 以上, 盈利能力强劲。

图 20: 斐娜晨女装产品图



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

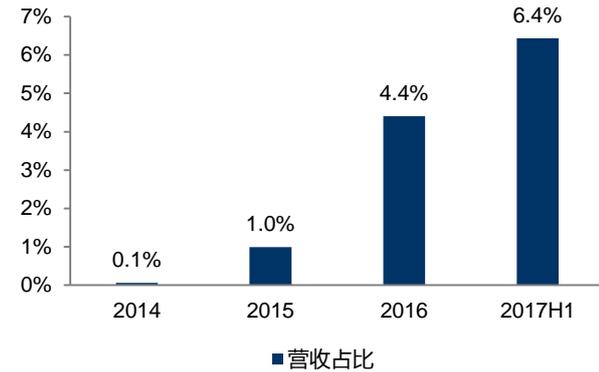
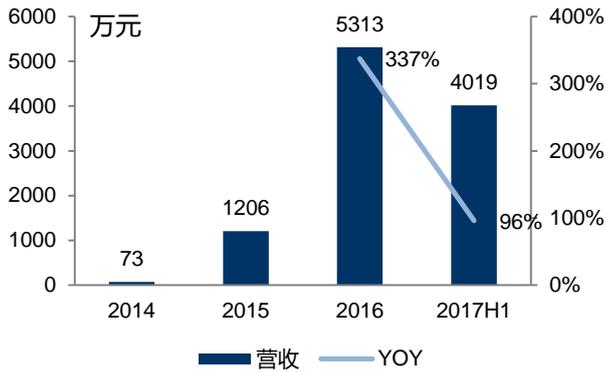
图 21: 斐娜晨店铺风格



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 22: 斐娜晨营收高速增长, 17H1 增速达 96.1%

图 23: 斐娜晨营收占比高速增长, 17H1 达 6.4%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：16年、17H1 营收包含通过五季渠道的销售额

5) 新设电商品牌“安娜寇”定位快时尚，面向年轻都市女性，成长迅速。公司17年推出“安娜寇”女装，旨在满足互联网消费者对于高性价比产品的需求，顺应“互联网+”发展大潮，分享互联网红利，有效补充集团现有5个线下实体销售品牌。安娜寇面向于20-35岁都市女性，追求个性化与高性价比，以款多量少，快研发、快生产、快物流、快销售，抢占互联网市场份额。“安娜寇”成长迅速，17Q1实现营收1152万元，17H1达2846万元，占上半年总营收4.6%，占线上销售36%，预计下半年收入会进一步提升。

图 24：安娜寇女装产品图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

男装领域，公司推出“安正男装”，着重开拓中高端男装市场，逐步成熟，开始释放业绩。公司12年推出“安正”男装填补公司男装品牌空白，定位中端商务时尚男装市场，面向追求事业成就、高品质生活及时尚品味的35-45岁都市成熟男士。截止至17年6月30日，“安正”男装拥有门店35家，17H1实现营收4060万元，同比增长48.6%，营收占比增至6.5%，目前正处于业绩快速释放期。

图 25：安正男装产品图

图 26：安正男装店铺风格

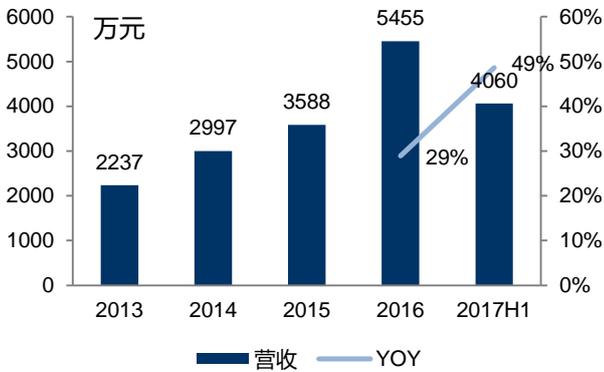


资料来源：公司官网，申万宏源研究



资料来源：公司官网，申万宏源研究

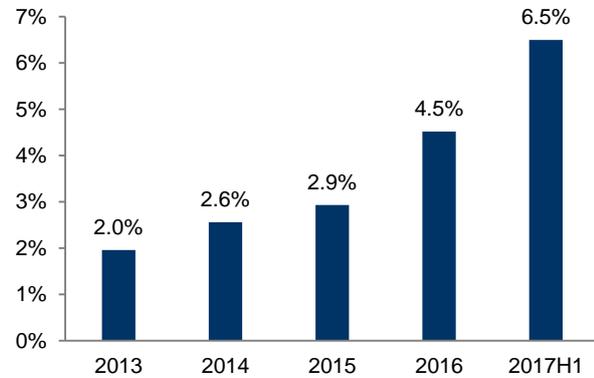
图 27: 安正男装营收高速增长, 17H1 增速达 48.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：16年、17H1 营收包含通过五季渠道的销售额

图 28: 安正男装营收占比逐年增长, 17H1 达 6.5%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

整体来看，公司多品牌布局已经基本成型，对主品牌“玖姿”依赖逐渐降低。在主品牌稳健盈利的基础上，各成长品牌和新购品牌规模逐渐扩大，公司的男装业务占比逐年提升，新设电商品牌“安娜寇”借助互联网优势成长迅速。在电商渠道高速发展的背景下，公司预备推进全品牌的线上营销，实现线上和线下融合的全渠道营销体系，提升消费体验。

3. 多种终端渠道有效互补，一体化供应链提升内效

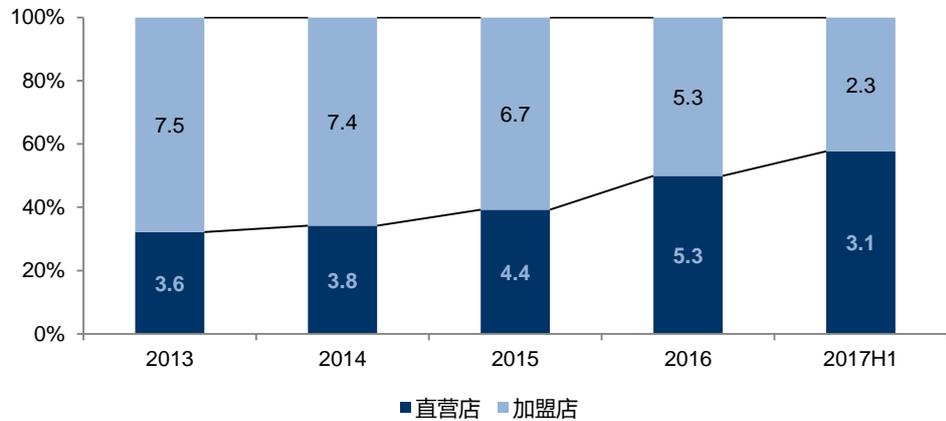
3.1 直营与加盟为主，五季店作有效补充

公司致力于建立全渠道营销体系，采取实体渠道、电子商务渠道和移动电子商务渠道整合的方式销售产品和提供服务。其中，线下实体渠道主要销售正价产品；线上渠道除了消化过季、滞销产品外，公司开始打造全新电商品牌“安娜寇”女装。

线下渠道方面，公司主要采用直营和加盟相结合的销售模式，品牌终端渠道调整效果明显，店效稳步增长。“玖姿”品牌作为公司较早发展的核心品牌，形成了加盟门店占比较高的渠道结构，“尹默”、“安正”“摩萨克”及“斐娜晨”作为公司陆续推出的新品牌则主要采取直销售模式。公司直营店营收占比稳步增长，17年H1占比突破半数达57.7%，

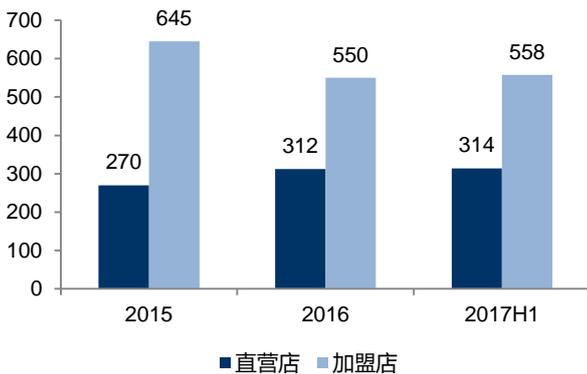
主要是 16 年公司不断调整品牌终端渠道，关闭低效店铺，其中主要为加盟店。截至 17 年 6 月末，公司拥有销售门店数为 872 家。其中，加盟门店 558 家，较 15 年减少 87 家，而直营门店数稳步增长。17 年上半年公司扩大主品牌玫姿直营店铺比例，新增 12 家直营店，其中 11 家加盟店转为直营店，推动直营收入同比增长 24.10% 达到 3.14 亿元，直营店单店营收达 100 万元，同比增长 13.4%，渠道调整效果显著。

图 29：直营店收入占比逐年提升



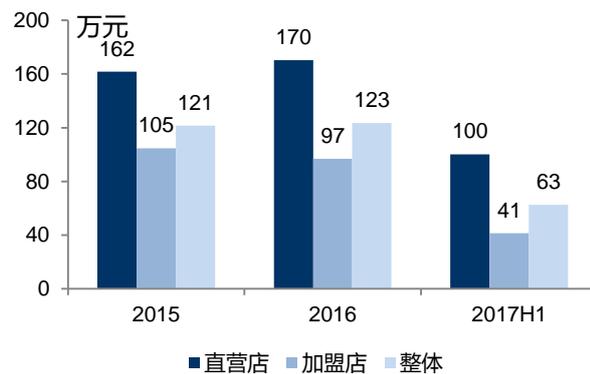
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 30：直营门店数稳步增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

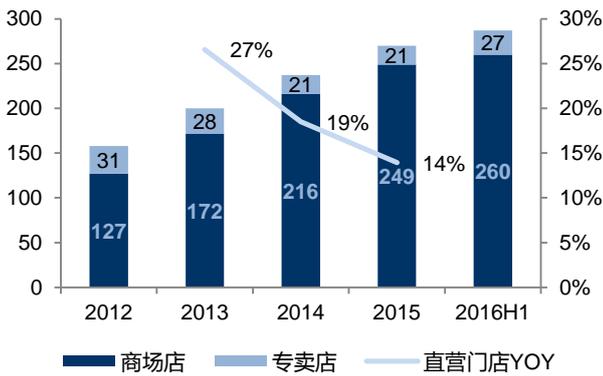
图 31：直营门店单店收入稳步增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

其中，公司直营店又可分为“商场店”与“专卖店”两类经营形式。1) 商场店系公司开设在百货商场中的销售专柜或专厅，公司已与万达、太平洋、银座等多家大型商业集团建立广泛深入的合作关系，使得下属品牌得以通过其广泛的销售网络进行渠道布局。2) 专卖店系公司开设在购物中心或商业街区的销售门店。在专卖店运营方面，公司充分利用专卖店经营面积大、管理自主性高等特点，侧重于通过专场展示等活动加强 VIP 客户的维护。

图 32：公司商场店快速增长



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 33：与万达等多家大型商业集团建立合作关系



资料来源：招股说明书，百度图片，申万宏源研究

公司加盟店采取买断式加盟方式，前五大加盟商占比较高，与大客户保持长期稳定合作。16 年 6 月底，公司前五大加盟商的门店数合计 222 家，占加盟店总数比重达 36.4%，销售收入占比相当。同时，公司前五大加盟商在 16 年之前开设的门店达 164 家，占 16 年 6 月底门店总数的 73.87%；运营五年以上的门店达 135 家，占比达 60.81%，说明公司与大客户具有长期合作关系。

加盟商管理方面，公司采取分类管理的模式对加盟商进行激励。公司将加盟商分为业务支持类客户和一般客户，并在折扣比例、退换货比例上进行分类管理，从而形成激励。此外，公司根据不同类型加盟商各年度进货指标、销售业绩等不同，给予业务支持类加盟商给予较低的销售折扣，一般客户会给予较高的销售折扣，上述折扣基本在吊牌价的 3.9-4.7 折之间。

为了应对市场变化，迎合客户需求，公司在线下直营模式中衍生出集合店、工厂店、五季店三种各有特色的直营销售：

其中，集合店汇聚公司玖姿、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。为充分发挥公司差异化多品牌阵营的协同效应，公司于 2015 年上半年开始建设“安正尚品”多品牌集合店，集合店汇聚公司玖姿、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。

图 34：“安正尚品”集合门店风格

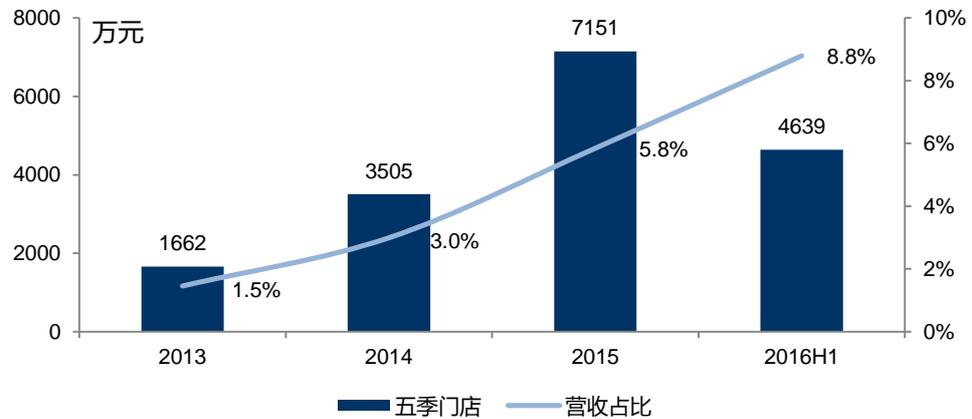


资料来源：网页图片，申万宏源研究

工厂店消化自有品牌的过季产品，并销售知名度较高的非自有品牌，丰富渠道布局。公司利用海宁原生产基地开设了工厂店，用以折价销售旗下品牌过季产品。此外，为了提高产品丰富度以吸引客流促进销售，工厂店也选取并销售部分知名度高、有良好售后服务能力且与公司自有品牌构成差异化定位的非自有品牌产品。

五季渠道补充当季实体渠道，加强库存消化能力，提升正价实体店的终端表现力。五季渠道旨在通过建立独立、专业、快速的折扣促销渠道，实现过季滞销产品的常态化销售，促使品牌商品的有效流动和良性发展，提高公司盈利能力。五季线下渠道为以奥特莱斯门店为代表的五季线下折扣店，其营收高速增长，收入占比不断提升。16H1，五季门店营收达 4639 万元，占总营收的比重提升至 8.8%。从未来发展趋势和公司长远规划看，五季门店收入占比将逐渐趋于稳定。

图 35：五季门店营收占总营收比例稳步增长，16H1 达 8.8%

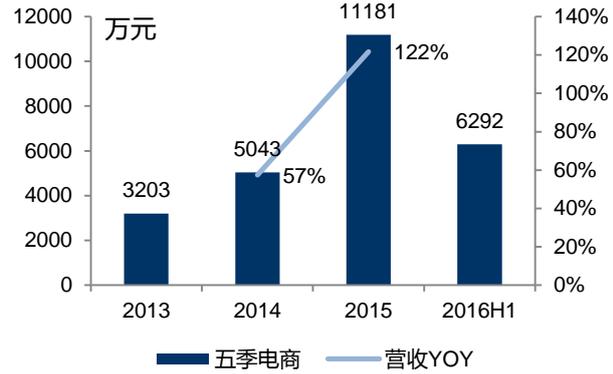
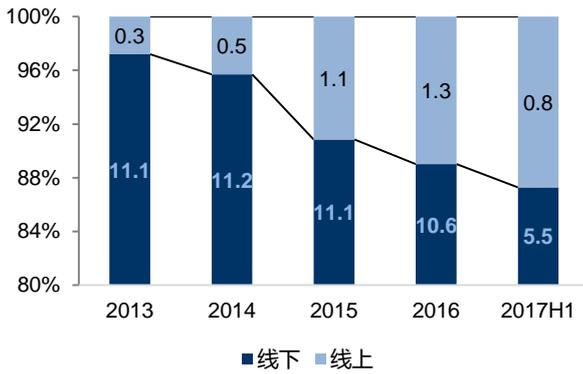


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

线上渠道方面，线上渠道营收增长稳健，占总营收比例持续提升。线上业务营收来源为以天猫、唯品会为代表的五季电商平台，以及新增电商女装品牌“安娜寇”。17H1 受新增电商品牌“安娜寇”刺激，公司线上渠道营收 7941 万元，同比大增 26.2%，占总营收比重达 12.7%。1) 五季电商平台主要消化公司自有品牌的过季商品，15 年营收大幅增长 122% 至 1.1 亿元，16H1 营收达 6292 万元；2) “安娜寇”女装是公司顺应“互联网+”潮流，为满足互联网消费者对于高性价比产品的需求而新创的电商品牌，对集团现有 5 个品牌线下实体销售形成有益补充。

图 36：线上渠道总营收占比逐渐增长

图 37：五季电商营收高速增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

基于互联网的发展，依托公司信息化系统，未来公司各品牌将逐步建立全渠道营销模式，实现线上线下融合。全渠道营销模式将打破时间和空间的限制，依托公司全面的信息化系统，采取实体渠道、电子商务渠道和移动电子商务渠道整合的方式销售产品和提供服务，提供给顾客无差别的购买体验。公司17年上半年已经完成了“玫姿”和“尹默”的全渠道建设，并实现了全渠道营销。全渠道的整合不仅给公司打开了一片全新的销售天地，同时将企业的资源进行深度优化，使原有的渠道资源无需再增加投入而能承担新的功能。

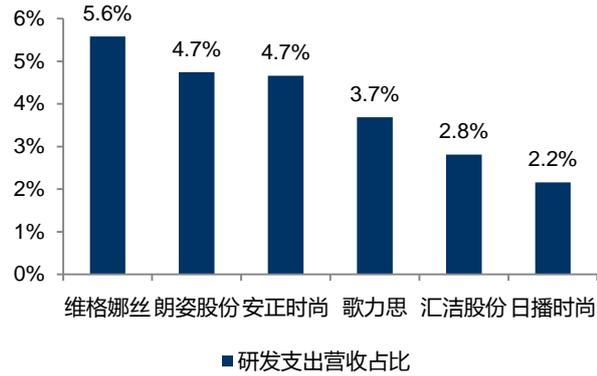
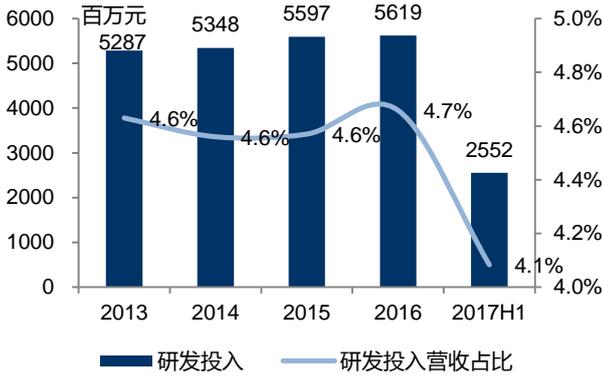
3.2 打造供应链一体化优势

公司时装品牌定位于中高档成熟男女细分市场，该领域具有设计时尚性强、品质要求高、款型样式多、销售周期短等特征。行业竞争加剧，催生公司供应链管理提升。公司建立了集设计研发、采购生产、零售分销为一体的自主供应链体系，有效控制了对各主要价值创造环节，提高了各环节之间的沟通效率，缩短了新品上市时间，保证了产品品质，同时便于及时调整备货，降低公司供应链成本。

研发方面，公司采取自主研发，并和外部机构、设计师密切合作提升研发设计水平。研发中心下设玫姿、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨和安娜寇的六个品牌设计研发部门，独立负责各品牌产品设计企划、设计开发、技术制作等工作。公司以省级企业研发中心和省级企业研究院为中心，对内与销售终端互动交流，保证产品更加贴近消费者需求和市场流行趋势；对外，积极与法国著名色彩趋势研究机构贝克莱尔公司（PeclersParis S.A.S）交流，并聘请来自意大利、法国、美国、英国、日本、韩国等多名著名时装设计师担任公司的品牌创意顾问，参与公司各品牌的设计企划工作。16年公司研发人员289人，研发投入达5619万元，营收占高达4.7%，在女装行业中处于领先水平。

图 38：公司研发投入持续增长

图 39：公司研发支营收占比在行业中处于领先水平



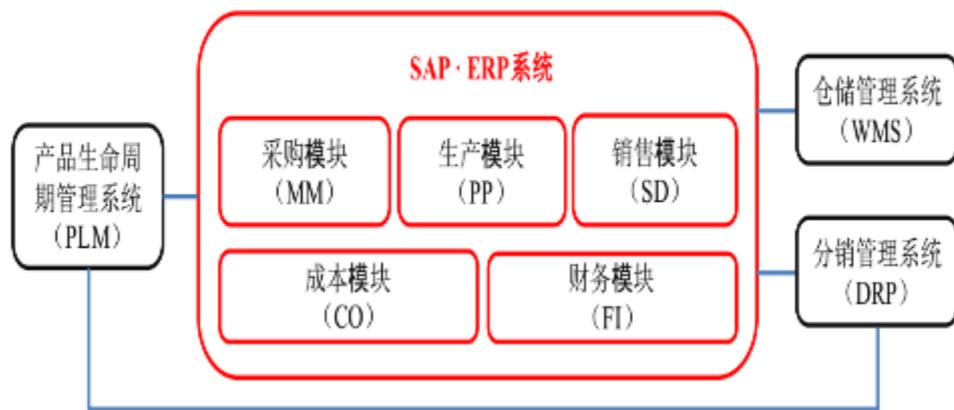
资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：wind，申万宏源研究

中间环节，公司实行自主采购，成衣供应采取自主生产、委托加工、成衣采购三种方式相结合的模式。1) 采购方面，公司实行自主采购。由研发中心负责各品牌的采购业务，在每季产品的开发过程中分品牌集中采购，并将采购环节分为面料调样、面料开发与大货采购三个环节，实现商品企划、产品开发、面辅料与成衣采购一体化运营。2) 生产方面，公司采取自主生产、委托加工及成衣采购相结合的成衣供应模式。部分技术风险小、加工难度低、形成订单规模的单品采用委托加工模式，毛衫、皮装、羽绒类服装采取成衣采购模式，其他的采取自主生产模式。

此外，公司大力发展信息化建设，围绕集团研发、生产、采购、销售、品牌管理等业务环节，加强供应链各个环节的业务协同和数据共享，进一步完善供应链一体化。公司在生产经营过程中，以德国 SAP 的 ERP 系统为基础，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。公司携手业界知名咨询公司，通过完善 SAP、PLM、SRM、WMS 系统对业务及财务的支持度，实现了“财务业务一体化”快速、高效、严谨的管理与控制目标。

图 40：公司全价值链信息化管理体系



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

建设一体化运营总部，巩固供应链一体化优势。为进一步巩固与提升公司一体化供应链优势，公司于 2012 年在海宁经济开发区建设了集研发、生产、仓储、展示及管理为一体的“安正时尚集团文化创意产业园”。在新总部中，公司购置生产设备，建立现代化物流总仓，对研发、管理配套设施升级，全方位提升了供应链各环，提升了公司供应链优势。

图 41： 安正时尚集团文化创意产业园效果图



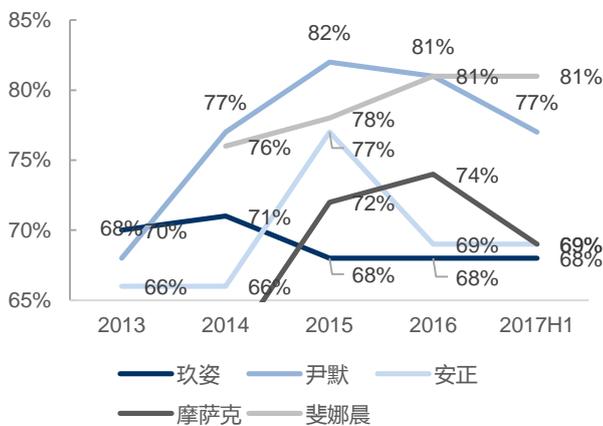
资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 成本控制业内领先，看好内生外延机会

4.1 成本控制业内领先，关店调整见底回升

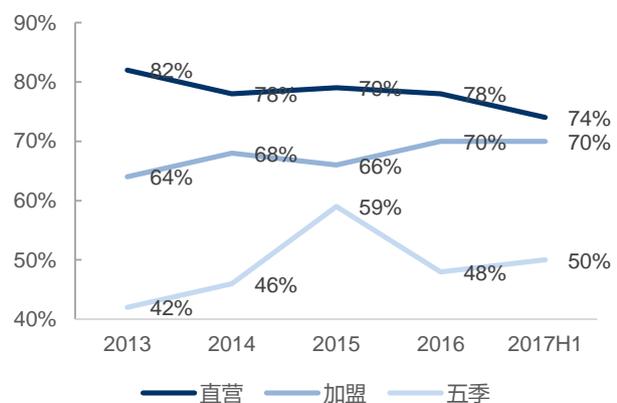
公司营业毛利率稳定在较高水平。1) 从品牌角度看：主导品牌“玖姿”市场认可度较高，其毛利率小幅波动主要是由于每年产品结构不同所致；尚处于培育期的安正品牌毛利率波动相对较大；尹默、摩萨克、斐娜晨毛利率则呈现稳定上涨趋势；2017 年新开发的线上品牌安娜寇毛利率为 49%，由于线上低成本运营，目前已经盈利。2) 从渠道角度看：随着公司业态调整、新兴品牌迅速发展，直营模式毛利率虽略有波动，但始终保持较高水平；加盟毛利率的变动则与产品结构及退换货政策的变化有关；五季毛利率随着销量增长而稳步提升。毛利较高的直营渠道收入占比不断提升，也在一定程度上促进了公司综合毛利率稳中有升。3) 从总体上看，公司毛利率长期处于较高水平，主要基于以下三个因素：公司主营业务收入增长；一体化模式日益完善，成本控制能力较强；具有较高的品牌效应。

图 42： 各品牌毛利率稳步提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

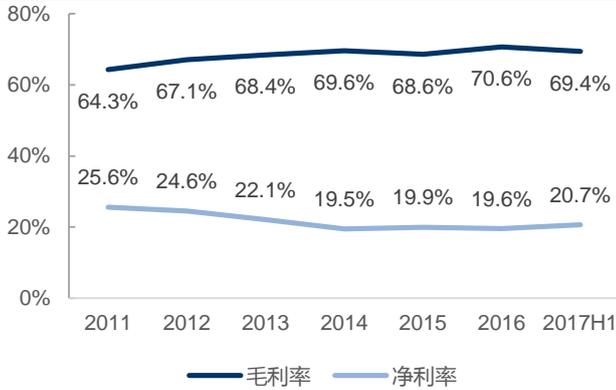
图 43： 加盟渠道恢复明显



资料来源：公司公告，申万宏源研究

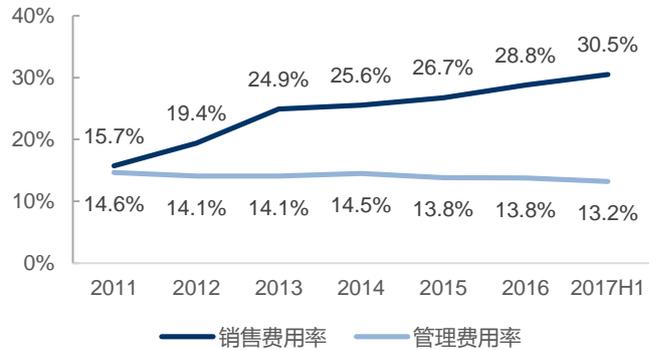
公司销售费用有所上升，管理费用保持稳定。1) 公司销售费用有所上升：销售费用从2011年的15.7%上升至2017年上半年的30.5%，其增加基本与销售规模扩张、直营渠道拓展保持一致。2) 管理费用相对稳定：管理费用与公司经营规模相匹配，并在2015年通过加强管控有效控制了管理费用的增长。

图 44：净利率回升明显



资料来源：公司公告，申万宏源研究

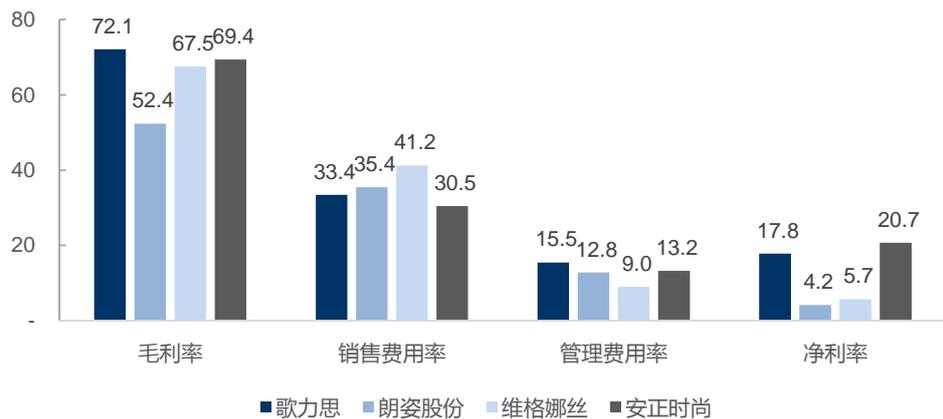
图 45：销售费用提升管理费用稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

横向比较来看，公司成本控制能力业内领先，净利率为行业第一。从盈利能力来看，公司毛利率处于领先地位，2017年上半年公司毛利率为69.4%，低于歌力思的72.1%，高于朗姿股份和维格娜丝。从净利率的指标来看，公司则为行业第一，净利率高达20.7%，高于其他女装企业，主要得益于公司良好的成本控制能力，公司的销售费用支出占比为业内最低为30.5%。

图 46：2017H1 公司净利率业内领先



资料来源：公司公告，申万宏源研究

主品牌注重渠道升级调整，维护品牌形象，未来开店仍有较大空间。2013-2015年受终端零售渠道调整影响，主品牌玫姿关店较多，目前已接近尾声，实现了净开店的增加。到2017年上半年，主品牌“玫姿”直营门店净开12家，加盟门店净开1家，关店调整见底回升，未来将恢复开店节奏。同时在调整期间，公司着重提升店铺经营效率，成效显著。推行的“店长店”试点店铺业绩同比增长10%-30%。从公司分品牌的店铺数量来看，主品牌

玖姿共计店铺 643 家，主要集中在华东、华北和东北区域，其他区域布局较少，未来仍有较大开店空间。新兴品牌开店强劲，加速拓展布局，为公司业绩带来新的增长动力。

表 8：前期开店数量下降目前已逐步回升

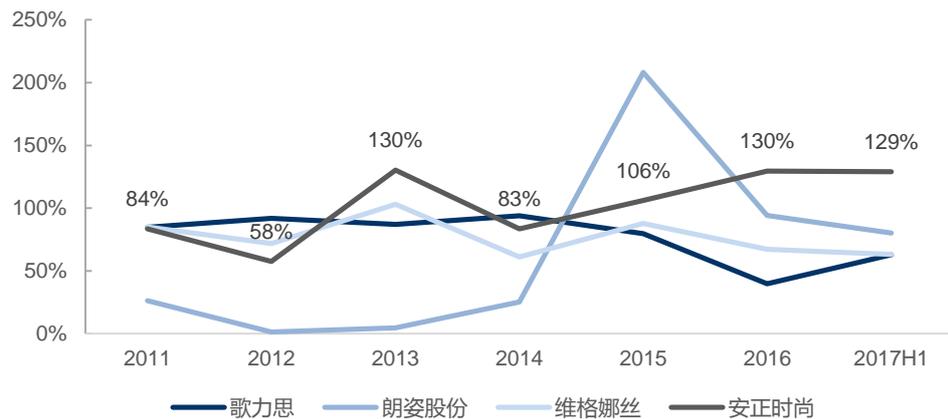
	2013	2014	2015	2016	2017H1
直营店（间）	200	237	270	312	314
加盟店（间）	648	678	645	550	558
合计（间）	848	915	915	862	872
直营店店效（万元）	178	161	154	170	100
加盟店店效（万元）	116	109	105	97	41

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 经营现金流充裕，看好外延拓展机会

公司始终采取稳健的经营策略，保持良好的现金流。从经营现金流对营业利润的比重来看，公司为业内领先。从 2017 年上半年的经营情况来看，经营性净现金流同比增长 38%，远大于收入增速。同时公司于 2017 年初成功上市，募集资金 11 亿元，目前以理财产品的形式存在，公司 2017 年上半年年末理财产品资产规模为 10.78 亿元，同时公司目前账面现金余额为 2.76 亿元，充足的现金保障了公司未来业绩的拓展，包括对于营销网络的铺设、内部效率的提升以及未来对于优质品牌的吸纳，都提供了诸多机会。

图 47：公司经营现金流/营业利润行业领先



资料来源：公司公告，申万宏源研究

从公司目前的经营情况来看，未来业绩增速主要来自于以下三方面：1) 来自于自主品牌自身内效的提升以及店铺的拓展，“店长店”模式持续发力，单店同比销售持续增加，同时非核心覆盖区域的门店进一步拓展带来业绩增量；2) 新兴品牌的持续发力，目前尹默品牌已经占到公司收入的 11%，未来这一占比仍将提升，同时目前品牌来看，除了斐娜晨略亏损外，其余品牌均已实现盈利，看好新兴品牌发力为公司业绩注入持续发展动力；3)

公司账面现金充足，未来具有延伸及并购预期，公司目前账面现金有近 14 亿元，充足的账面现金为公司的外延拓展提供有力保证。

5. 盈利预测与投资建议

盈利预测核心假设：

- 1) 主品牌“玖姿”女装每年净开店 20-30 家，收入增速在 7%左右；
- 2) 新兴品牌“尹默”女装每年开店在 20 家，收入增速在 20%左右；
- 3) “安正”男装每年开店保持在 15 家左右，收入增速保持在 30%；
- 4) “摩萨克”女装 17 年门店调整，17 年不开店，18 年和 19 年开店保持在 10 家左右，收入增速变化较大；
- 5) 强势发展的新兴品牌“斐娜晨”女装每年开店在 60-100 家，收入增速达 100%；
- 6) 电商女装品牌“安娜寇”17H1 实现 2800 万收入，假设 17 年全年收入为 6000 万，保持 40%的收入增速。

我们预计公司 2017-2019 年分别实归母净利润分别为 2.75/3.38/4.21 亿元，EPS 分别为 0.96/1.19/1.48 元，目前价格对应 PE 为 26/21/17 倍。

公司致力于成为引领品质生活的中国时尚产业集团，旗下品牌涵盖高端女装与高端时尚男装领域，在 A 股市场具有稀缺性。公司未来在渠道、品牌推广、产品研发、供应链管理上将持续发力带动业绩提升，首次覆盖给予“增持”评级。我们预计公司 2017-2019 年分别实归母净利润分别为 2.75/3.38/4.21 亿元，EPS 分别为 0.96/1.19/1.48 元，目前价格对应 PE 为 26/21/17 倍。我们采用可比公司估值法，选取行业内的中高端女装企业作为可比公司，17-19 年行业平均 PE 为 29/24/20 倍，目前公司低于行业平均水平，具有估值优势，给予“增持”评级。

表 9：行业内相关公司市盈率比较

序号	股票代码	股票简称	现价	EPS (元)			PE		
			(2017.09.05)	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
1	603808.SH	歌力思	21.60	0.85	1.08	1.31	25	20	16
2	002612.SZ	朗姿股份	13.71	0.49	0.60	0.72	28	23	19
3	603196.SH	日播时尚	14.38	0.34	0.38	0.44	43	38	33
4	603518.SH	维格娜丝	26.85	1.30	1.74	2.19	21	15	12
平均值							29	24	20

资料来源：基于 wind 一致预测，申万宏源研究

表 10: 公司营业收入拆分

单位: 百万元

		2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
玖姿女装	门店数量	773	780	727	630	650	675	700
	平均单店收入 (百万元)	125	118	112	112	117	121	123
	YOY		-5.9%	-4.8%	-0.2%	5.0%	3.0%	2.0%
	营业收入 (百万元)	96787	91916	81522	70492	76367	81683	86402
	综合毛利率	70%	71%	68%	68%	69%	70%	70%
	占主营业务收入比重	84.9%	78.5%	66.7%	59.0%	52.4%	47.5%	42.6%
尹默女装	门店数量	49	60	77	88	103	123	143
	平均单店收入 (百万元)	207	207	197	207	213	218	222
	YOY		-0.1%	-4.5%	5.0%	3.0%	2.0%	2.0%
	营业收入 (百万元)	10130	12396	15199	18239	21989	26783	31761
	综合毛利率	67.6%	76.5%	82.2%	80.8%	81.0%	82.0%	81.0%
	占主营业务收入比重	8.9%	10.6%	12.4%	15.3%	15.1%	15.6%	15.6%
安正男装	门店数量	14	22	33	32	42	54	69
	平均单店收入 (百万元)	160	136	109	145	145	146	149
	YOY		-14.8%	-20.2%	32.9%	0.0%	1.0%	2.0%
	营业收入 (百万元)	2237	2997	3588	4625	6070	7882	10273
	综合毛利率	66.2%	65.6%	76.6%	69.2%	73.0%	72.0%	73.0%
	占主营业务收入比重	2.0%	2.6%	2.9%	3.9%	4.2%	4.6%	5.1%
摩萨克女装	门店数量		23	18	25	25	35	55
	平均单店收入 (百万元)		49	135	104	115	116	119
	YOY			179.0%	-23.0%	10.0%	1.0%	3.0%
	营业收入 (百万元)		1117	2438	2609	2870	4058	6568
	综合毛利率		60.7%	72.3%	80.6%	78.0%	78.0%	80.0%
	占主营业务收入比重		1.0%	2.0%	2.2%	2.0%	2.4%	3.2%
斐娜晨女装	门店数量		9	24	45	80	160	300
	平均单店收入 (百万元)		8	50	45	47	49	52
	YOY			516.2%	-10.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业收入 (百万元)		73	1206	2017	3764	7905	15562
	综合毛利率		75.9%	77.7%	80.6%	78.0%	79.0%	80.0%
	占主营业务收入比重		0.1%	1.0%	1.7%	2.6%	4.6%	7.7%
五季渠道	营业收入 (百万元)	4865	8548	18332	18841	25664	32080	38496
	YOY		75.7%	114.5%	2.8%	40.0%	25.0%	20.0%
	综合毛利率	41.7%	46.3%	58.9%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
安娜寇女装	营业收入 (百万元)					6,000	8,400	10,920
	YOY						40%	30%
	综合毛利率					48.5%	49.0%	49.5%
其他	营业收入 (百万元)			18	2723	3000	3000	3000
	综合毛利率			46.1%	54.7%	30.0%	30.0%	30.0%
主营业务收入合计		114020	117047	122303	119546	145723	171792	202984
其他业务收入合计		59	165	186	1,071	1,000	800	800
营业收入合计		114079	117211	122489	120617	146723	172592	203784
YOY			2.7%	4.5%	-1.5%	21.6%	17.6%	18.1%
营业成本合计		36041	35623	38448	35423	47204	54310	62768

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
综合毛利率	68.4%	69.6%	68.6%	70.6%	67.8%	68.5%	69.2%

资料来源：申万宏源研究

表 11：安正时尚盈利预测

单位：百万元，元

利润表						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	1,172	1,225	1,206	1,467	1,726	2,038
二、营业总成本	926	989	953	1,159	1,345	1,562
其中：营业成本	356	384	354	472	543	628
营业税金及附加	15	16	20	24	29	34
销售费用	300	327	347	408	476	560
管理费用	170	169	166	202	237	280
财务费用	1	5	5	0	0	0
资产减值损失	84	87	61	53	60	60
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	14	8	0	0	0
三、营业利润	256	250	262	308	381	476
加：营业外收入	9	35	9	9	9	9
减：营业外支出	4	1	1	1	1	1

四、利润总额	261	283	271	317	389	484
减：所得税	32	39	34	42	51	64
五、净利润	229	244	236	275	338	421
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	229	244	236	275	338	421
六、基本每股收益	1.07	1.14	1.10	1.29	1.58	1.97
全面摊薄每股收益	0.80	0.86	0.83	0.96	1.19	1.48

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售顾问索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。