

中高端女装佼佼者，内生外延新成长可期

公司动态

◆优秀的多品牌中高档服装运营商

公司是国内优秀中高档服装运营商，2017.2 主板上市。以女装为主，多品牌覆盖不同年龄及风格的女性，目前拥有 6 个品牌（5 个女装+1 个男装），主品牌为女装玖姿品牌，15 年玖姿位居女装第九、高端女装第三。

公司收入主要来源于主品牌玖姿，17H1 玖姿收入占比 62%。17H1 公司店铺数量 872 家，其中玖姿 643 家，占比 74%。公司门店加盟比例较高，17H1 加盟:直营为 64%:36%，其中玖姿以加盟为主（占比 85%），小品牌以直营为主；渠道类型上以商场联营店为主，17H1 占比 78%。

◆业绩调整趋于结束，17H1 收入增速回升

受行业整体调整影响，12-16 年公司收入速增逐年收窄，16 年出现负增长，主要受到净关店及加盟店店效下滑影响。13-15 年公司总体渠道数量保持增长，但受主品牌加盟店数量调整影响增幅收窄，16 年出现近年来首次净关店；店效方面，14-15 年平均店效略有下滑，16 年出现回升。

16 年下半年后高端女装消费回暖，公司业绩探底回升，17H1 恢复增长，实现收入 6.25 亿元，同增 18%，主要受益于店效改善、渠道扩张。17 年公司渠道调整结束，开始进入扩张周期，17H1 净开店 10 家；16Q4 消费复苏且春节早于往年带动店效回升约 10%，17H1 加大库存力度，也促使除摩萨克以外其他品牌的店效恢复增长。

◆深耕时尚产业助力业绩成长，股权激励彰显管理层信心

经过多年调整优化，公司强化运营能力，助力业绩反转。公司信息化系统打通研发、生产、销售等环节，对终端需求快速反应；渠道方面推广全渠道零售系统覆盖客户；推行阿米巴运营激发零售端活力。17.8.1 推出股权激励方案，业绩考核目标为 17-19 年净利同比增 16.53%/30.91%/30.56%，彰显未来发展信心。

同时，多项竞争优势助力公司进入新成长周期：1) 自产比例较高利于把控质量、提高反应速度；2) 内外培育设计师团队强化设计优势，研发投入占比高于同业；3) 多品牌战略实施较早、品牌矩阵较为完善，品牌运营优势可复制，小品牌快速成长已开始盈利。

◆盈利预测与估值

公司未来将加快开店力度，同时店效有望提升，预测公司 17-19 年 EPS 为 0.971/1.27/1.65 元，17 年 PE25.91 倍。考虑到公司主品牌呈回暖趋势、小品牌进入快速成长期、内生增长动力充足，未来有望在童装等服装品类延伸、打造多品牌多品类中高端服装产业集群，成长空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。

◆风险提示：库存风险、次新股股价波动较大等。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,225	1,206	1,445	1,745	2,113
营业收入增长率	4.50%	-1.53%	19.84%	20.75%	21.08%
净利润(百万元)	244	236	276	361	471
净利润增长率	6.58%	-3.21%	16.83%	30.98%	30.42%
EPS(元)	0.86	0.83	0.97	1.27	1.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.33%	18.40%	19.09%	21.66%	24.06%
P/E	29	30	26	20	15

买入(首次)

当前价: 25.13 元

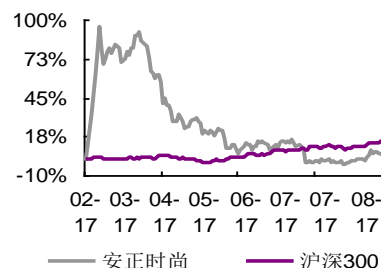
分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)
021-22169107
lijie_yjs@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股): 2.85
总市值(亿元): 71.62
一年最低/最高(元): 23.01/50.98
近 3 月换手率: 68.83%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.74	-13.14	0.00
绝对	6.26	-5.70	0.00

目录

1、 多品牌中高档服装运营商	3
2、 业绩调整趋于结束，17H1 收入增速回升	5
2.1、 2012-16 年公司收入增速持续下滑	5
2.2、 店效改善、渠道扩张推动 2017H1 收入恢复增长	7
2.3、 促销影响毛利率，存货略有下降	9
3、 深耕时尚产业，未来成长可期	10
3.1、 公司不断强化运营能力，助力业绩反转	10
3.2、 多项竞争优势确保公司进入新成长周期	11
3.3、 推出股权激励，考核目标彰显增长信心	13
4、 盈利预测与评级	14
5、 风险提示	16

1、多品牌中高档服装运营商

公司是国内知名中高档服装品牌运营商，以女装为主，覆盖不同年龄阶段的女性消费群体。公司采取多品牌发展战略，目前拥有 6 个品牌，包括 5 个女装品牌、1 个男装品牌，其中主品牌为女装玖姿品牌。2017 年 2 月公司于主板上市，募集资金 11.15 亿元用于供应链中心改扩建、营销网络建设、研发中心建设、信息系统建设等项目。

据中华全国商业信息中心统计，2015 年玖姿品牌零售额位居国内女装行业前十、高端女装行业前三（位于玛丝菲尔、雅莹之后）。

表 1：近年来公司稳居国内女装行业前十大品牌

	2013		2014		2015	
	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率
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	1.21%
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：中华全国商业信息中心，光大证券研究所整理

公司采用多品牌战略覆盖不同年龄、风格的客户群体。核心品牌“玖姿”成立于 2001 年，打造定位成熟女性群体的高端女装品牌；2008 年公司成立主打独立、知性、时尚的“尹默”女装，定位 28-35 岁女性群体，价格区间及倍率高于主品牌；2012 年推出“安正”男装，面向 35-45 岁男士群体，主打商务休闲风格的高端定位；2014 年收购“摩萨克”、“斐娜晨”，定位 25-35 岁女性群体；2017 年打造“安娜寇”线上品牌，满足年轻消费群体对高性价比产品需求。

表 2：公司旗下各品牌情况

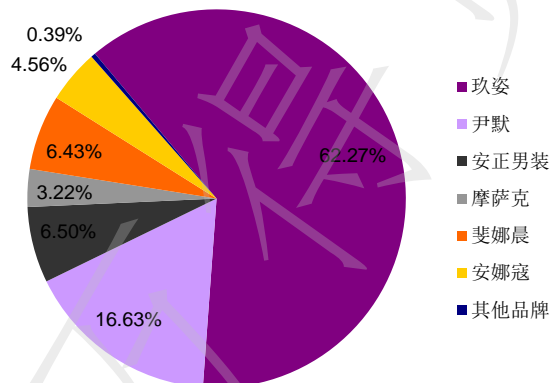
品牌	品类	定位	风格	主力价位	加价倍率	2017H1 收入 (百万元)	2017H1 店铺数
玖姿	女装	定位 35-45 岁、收入较高的成熟女性群体	自信、优雅、富有女人味的形象	800-1200 元	6.8-7.2 倍	388.95	643
尹默	女装	定位 28-35 岁女性群体，较主品牌更为高端	独立、知性、追求设计感的形象	1500-2000 元	7.5 倍左右	103.88	80
安正	男装	定位 35-45 岁的高收入男性群体	塑造商务时尚风格	1500-2000 元	6.5-7.0 倍	40.60	35
摩萨克	女装	定位 25-35 岁女性群体，与主品牌较为接近	灵动、华美、清新优雅的设计风格	1000-1500 元	6.8-7.2 倍	20.13	23
斐娜晨	女装	定位 25-32 岁女性群体，更为年轻化、个性化	玩味、当代、精致的品牌风格	1000-1500 元	6.5-7.0 倍	40.19	48
安娜寇	女装	定位 20-35 岁年轻女性，面向互联网群体	乐活、都市、摩登的品牌风格	600-1200 元	-	28.46	-

资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司目前收入来源主要仍为主品牌玖姿，2017H1 收入占比 62%。小品牌推出后呈现快速增长，2017H1 尹默、安正男装、斐娜晨、安娜寇、摩萨克收入占比分别为 16.63%、6.50%、6.43%、4.56%、3.22%，降低了单一品牌依赖风险。

从渠道数量来看，2017 年上半年末公司总店铺数量为 872 家，其中主品牌玖姿 643 家，占比为 74.16%。除小品牌渠道以外，公司推出五季店作为奥特莱斯渠道进行库存清理，2017 年上半年末共有 35 家五季店。

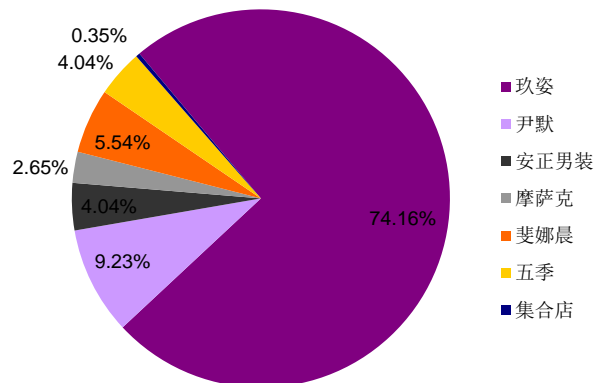
图 1：2017H1 公司各品牌收入结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：其他品牌主要指公司工厂店代销的少量非公司品牌

图 2：2017H1 公司各品牌渠道数量占比



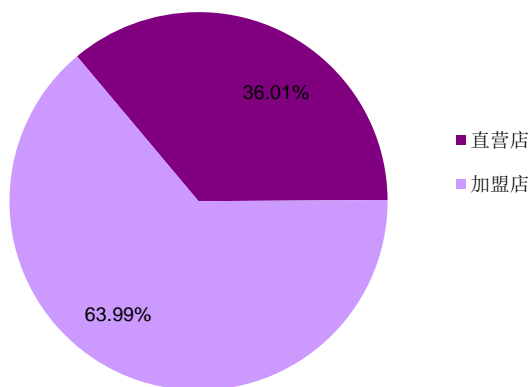
资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：五季为公司库存处理渠道，集合店为公司推出的汇聚公司多品牌、一站式的购物渠道

从渠道模式上看，2017 年上半年末公司共有直营店 314 家，占比 36.01%，加盟店 558 家，占比 63.99%。分品牌来看，玖姿主品牌以加盟渠道为主，2017 年 6 月底加盟店数量在玖姿门店中占比为 85.23%，其他品牌主要分布在一二线城市，均以直营店为主。

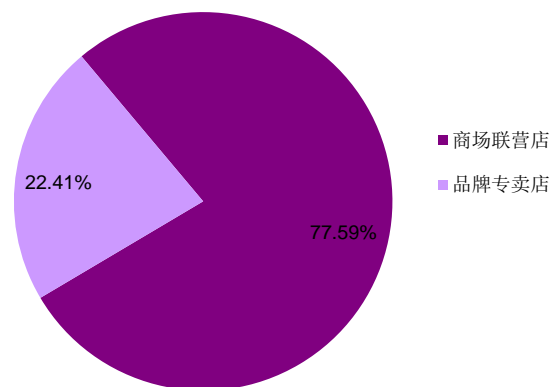
公司以商场联营门店为主，街边店和购物中心店数量占比在 20% 以上。2016 年 6 月底公司共有商场联营门店 696 家，品牌专卖店 201 家（含街边专卖店和购物中心店）。

图 3：2017 年 6 月底公司加盟店占比较高



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：2016 年 6 月底公司以商场联营门店为主



资料来源：公司公告，光大证券研究所

从股权结构看，公司实际控制人为董事长郑安政，2017 年 6 月底持股比例为 37.57%，其他大股东主要为实控人亲属、公司高管等自然人，实控人家族持股比例为 73.81%，前十大股东持股比例为 74.78%，实控人家族持股比例较高、股权结构较为集中。

表 3：2017 年上半年末公司前十大股东持股情况

排名	股东名称	持股比例	职务
1	郑安政	37.57%	董事长、总经理
2	陈克川	14.73%	副董事长、董事、董事长之妹夫
3	郑安坤	11.05%	董事、董事长之胞弟
4	郑安杰	6.78%	董事长之胞弟
5	郑秀萍	3.68%	副总经理、董事长之妹
6	葛国平	0.29%	副总经理、摩萨克事业部总经理
7	赵颖	0.22%	副总经理
8	朱军	0.16%	自然人股东
9	谭才年	0.15%	副总经理、财务总监、董秘
10	金俊	0.15%	副总经理

资料来源：公司公告，光大证券研究所

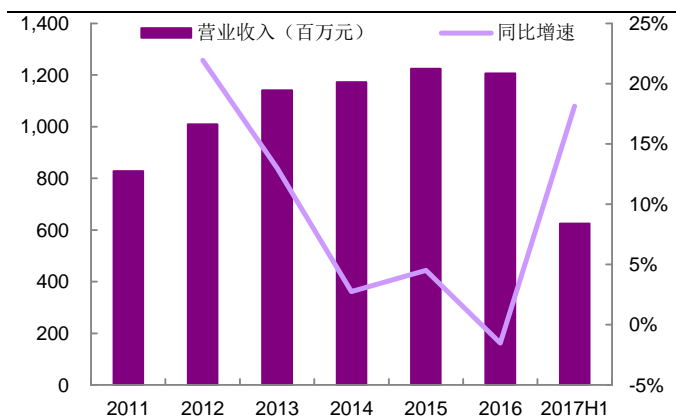
2、业绩调整趋于结束，17H1 收入增速回升

2.1、2012-16 年公司收入增速持续下滑

2012-16 年公司收入增速逐年收窄，其中 2016 年收入 12.06 亿元，同比下降 1.53%，出现近年来首次负增长，主要受到净关店及加盟店店效下滑的影响。

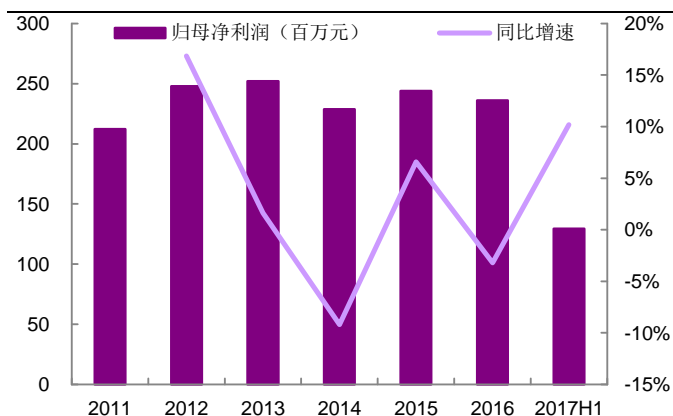
2012-16 年公司净利润相对稳定，2014 年资产减值损失同比增加 65.22% 导致净利润出现下滑，2015 年营业外收入增长带动净利润回升，2016 年销售费用率提升、营业外收入下降导致净利润出现下滑。

图 5：2011-2017H1 公司收入增长情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：2011-2017H1 公司净利润增长情况

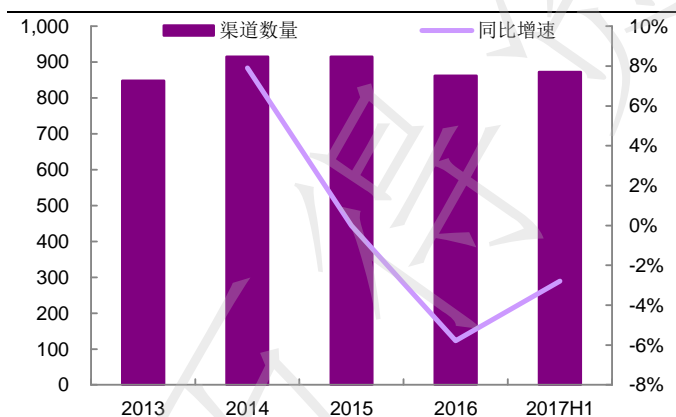


资料来源：Wind，光大证券研究所

外延开店方面，2013-15 年公司渠道数量保持增长，但受加盟店数量调整影响增幅有所收窄，2016 年公司净关店 53 家、店铺数量同比下降 5.79%，出现近年来首次净关店。

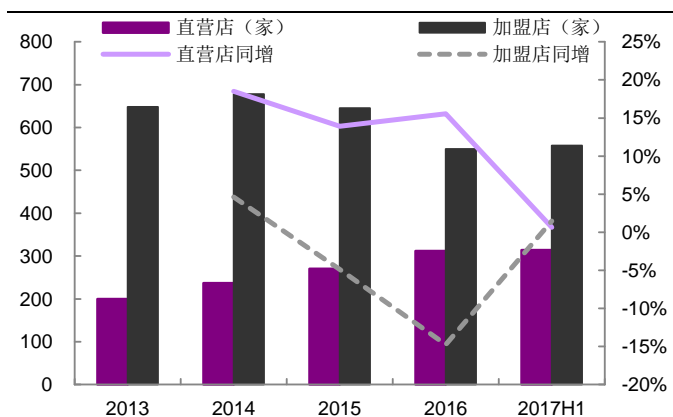
分渠道来看，2014-16 年直营店数量分别增 18.50%、13.92%、15.56%，主要由于副品牌的直营店数量保持扩张，主品牌直营店数量较为稳定；2014-16 年加盟店数量分别增长 4.63%、-4.87%、-14.73%，2013 年后高端女装行业进入调整期，公司对主品牌经营不善的加盟渠道进行优化，2015-16 年主品牌加盟店数量持续下降。

图 7：2013-2017H1 公司渠道数量增长情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：2013-2017H1 公司直营及加盟店铺数量增长情况

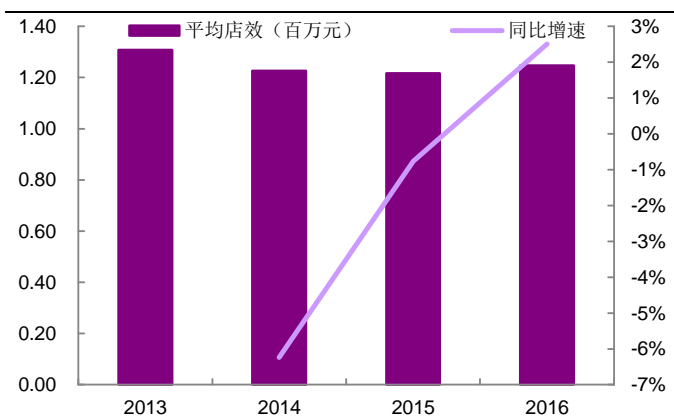


资料来源：Wind，光大证券研究所

店效方面，2014-15 年受行业调整、部分原有渠道运营质量不高等影响公司平均店效略有下滑，2016 年公司进行渠道调整优化后店效出现回升。

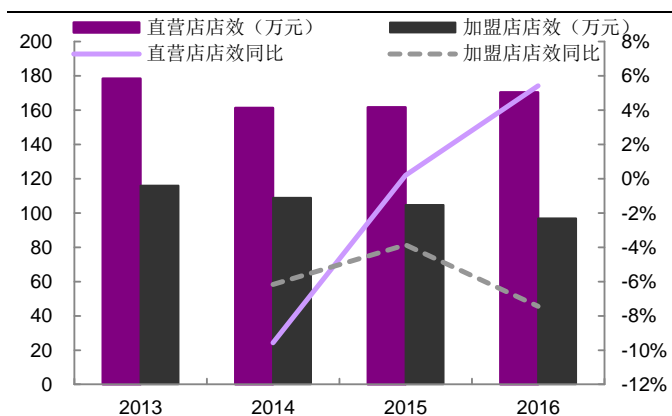
受行业调整影响，2014 年公司直营及加盟店的店效均有下降。2015 年公司直营店店效略有增长，加盟店店效有所下滑。2016 年下半年起高端女装消费开始回暖，且新品牌店铺经过培育期后开始放量，带动 16 年直营店店效提升，但 2016 年公司由于调整退货政策、提高允许加盟商退货的比例以协助终端去库存，导致加盟渠道店效仍呈现下滑。

图 9：2013-2016 年公司平均店效增长情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：2013-2016 年公司直营及加盟店店效增长情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

分品牌来看，2013-16 年玖姿收入持续下滑，主要由于加盟渠道调整、加盟收入有所下降。2013-16 年小品牌收入基数较低、增长速度相对较快，但由于规模较小仍处培育期、尚未盈利。

表 4：2013-15 年公司各品牌收入增长情况（单位：百万元）

品牌	2013		2014			2015		
	收入	占比	收入	占比	同比增速	收入	占比	同比增速
玖姿	967.87	84.89%	919.16	78.53%	-5.03%	815.22	66.66%	-11.31%
尹默	101.30	8.88%	123.96	10.59%	22.36%	151.99	12.43%	22.62%
安正男装	22.37	1.96%	29.97	2.56%	33.94%	35.88	2.93%	19.72%
摩萨克	-	0.00%	11.17	0.95%	-	24.38	1.99%	118.34%
斐娜晨	-	0.00%	0.73	0.06%	-	12.06	0.99%	1543.22%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

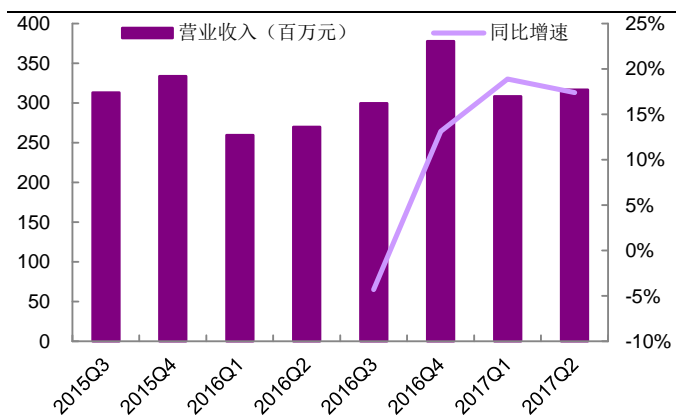
注：2016 年公司更改统计口径，将五季渠道销售各品牌收入划分到所属品牌，导致当期与历史数据不可比。

2.2、店效改善、渠道扩张推动 2017H1 收入恢复增长

2017H1 公司实现收入 6.25 亿元，同比增长 18.13%，归母净利润 1.29 亿元，同比增长 10.20%，扣非净利 1.25 亿元，同比增长 7.46%。

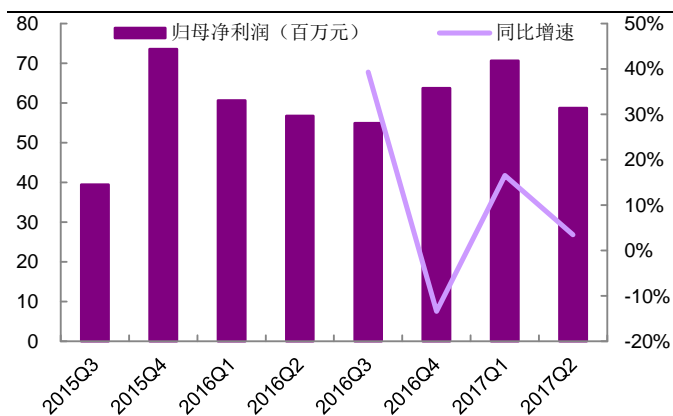
分季度来看，2016Q3-17Q2 公司收入分别同比增长-4.32%、13.12%、18.89%、17.40%，归母净利润同比增长 39.27%、-13.41%、16.50%、3.46%。2016 年下半年后高端女装消费回暖，公司业绩探底回升。

图 11: 2015Q3-2017Q2 公司营业收入增长情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 12: 2015Q3-2017Q2 公司归母净利润增长情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所

2017H1 公司直营店、加盟店、线上收入分别为 3.14 亿元、2.31 亿元、7940.62 万元，分别同比增长 24.10%、9.18%、26.21%，在外延略有增长的情况下店效成为推动直营、加盟收入增长的主要推动力。

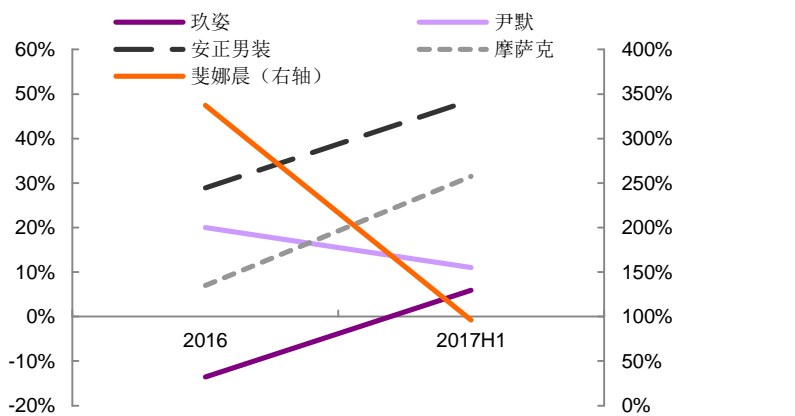
➤ 从外延来看，2017 年公司渠道调整趋于结束，开始进入扩张周期。2017 年 6 月底公司共有门店 872 家，同比降 2.79%、较期初增 1.16%，其中直营店 312 家（同比增 8.71%、较期初增 0.64%），加盟店 550 家（同比降 9.84%、较期初增 1.45%）。

➤ 从店效来看，16Q4 消费复苏且春节早于往年带动店效回升约 10%，2017H1 消费复苏且公司加大库存力度，也促使除摩萨克以外其他品牌的店效恢复增长。

分品牌来看，17H1 公司玖姿、尹默、安正男装、摩萨克、斐娜晨收入分别同增 5.89%、10.99%、48.61%、31.47%、96.05%，主品牌收入恢复增长，小品牌收入保持快速提升。

2017 年 6 月底玖姿、安正男装、斐娜晨进入开店周期，店铺数量较期初增长 2.06%、9.38%、17.78%，同比增长-7.75%、9.38%、178.95%，尹默和摩萨克仍处净关店阶段，分别较年初下降 14.77%和 8%，同比增长-1.24%、-3.03%。斐娜晨、尹默、安正男装等新品牌培育期趋于结束，基本实现盈利，预计 2017 年下半年店铺数量将快速增加，公司进入新一轮成长周期，店铺数量有望保持增长。

图 13: 2017H1 公司主品牌收入恢复增长、小品牌保持快速增长



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

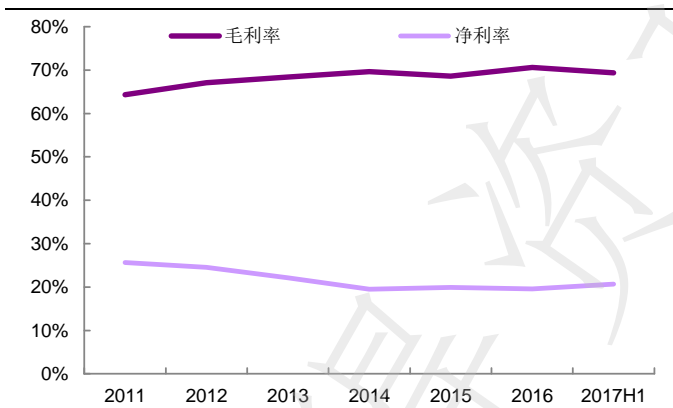
2.3、促销影响毛利率，存货略有下降

2013-16 年公司毛利率保持波动上升趋势，公司采用一体化运营模式，加强对采购、生产的控制，提高盈利能力。

2017H1 公司毛利率同比下滑 6.03PCT 至 69.38%，出现较大幅度下降主要由于公司为加快存货周转、降低库存加大促销力度，导致主要品牌毛利率均出现下滑。17H1 玖姿、尹默、安正男装、摩萨克、斐娜晨毛利率分别为 67.99% (-6.24PCT)、77.18% (-5.19 PCT)、69.54% (-1.98 PCT)、68.84% (-7.40 PCT)、81.27% (+1.01PCT)，其中斐娜晨因收入大幅增长、部分成本较为固定，带动毛利率提升。

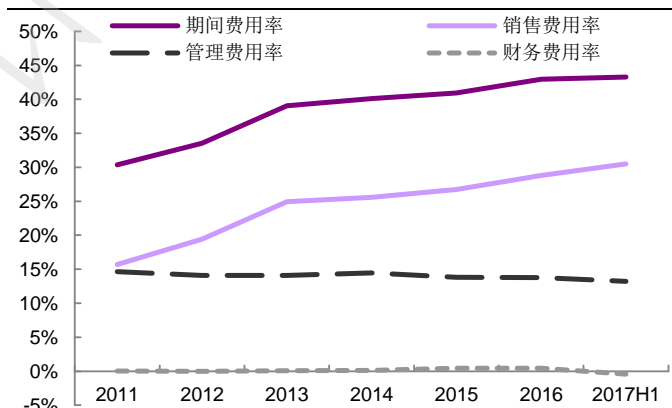
2013-16 年公司期间费用率分别为 39.07%、40.12%、40.96%、42.95%，主要由于门店数量保持增长，销售费用率持续提高所致，而管理费用率则呈下降趋势。2017H1 公司期间费用率 43.27%，同比下降 2.37PCT，其中销售费用率继续增长 1.09PCT 至 30.48%，管理费用率下降 2.54PCT 至 13.21%，财务费用率下降 0.93PCT 至 -0.43%。

图 14：2011-2017H1 公司毛利率及净利率变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 15：2011-2017H1 公司费用率变化情况

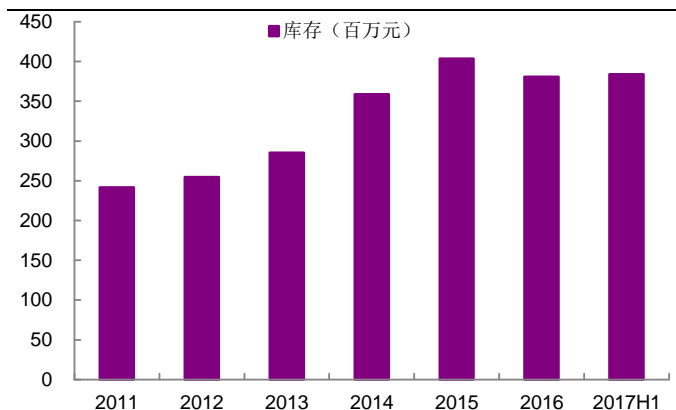


资料来源：Wind，光大证券研究所

库存方面，2013-15 年前公司存货由 2.85 亿元增长至 4.04 亿元，其中收购斐娜晨及摩萨克品牌对库存造成一定压力。此后存货逐渐下降，2017H1 库存为 3.84 亿元，较 2017 年初略增 0.77%。存货周转率由 2013 年的 1.34 降为 2016 年的 0.90，2017H1 存货周转率为 0.50，较 16H1 的 0.32 有所回升，库存周转速度同比提升。

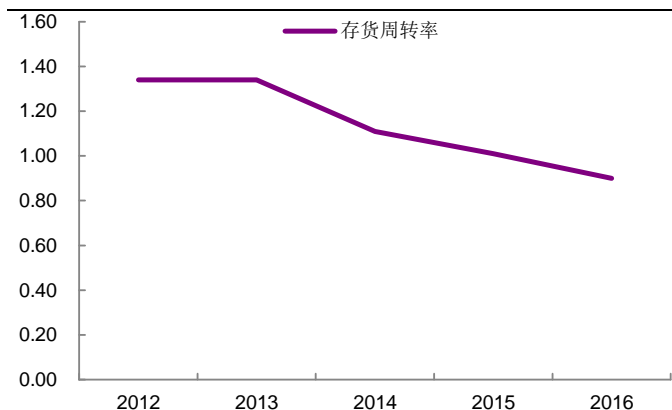
库存结构方面，截止 2017 年 6 月 30 日库龄 2 年以内库存商品占比为 61.67%，较 2016 年底的 56.36% 有所提升，2017H1 公司加大在奥特莱斯、淘宝、唯品会等渠道过季产品销售力度，并建立全渠道营销体系提高适销率，库存结构逐步优化，未来公司库存清理力度预计将会减弱。

图 16: 2011-2017H1 公司库存变化情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 17: 2012-2016 年公司库存周转率变化情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所

3、深耕时尚产业，未来成长可期

3.1、公司不断强化运营能力，助力业绩反转

受整体行业调整影响，2013 年后公司收入增速持续收窄，2016 年出现负增长。2017H1 公司业绩恢复增长，除了高端女装行业回暖及促销的贡献外，也受益于公司采取了多项措施强化运营能力。

公司积极强化信息化建设确保全产业链高效运作、快速反应。以 SAP 的 ERP 系统为基础，集成采购、生产、成本、销售、财务五大功能模块，对供应链各个环节进行管理。此外公司连接整合研发设计环节的产品生命周期管理系统、仓储物流环节的仓储管理系统及零售环节的分销管理系统，可实现对每个产品从采购到生产到零售的全面跟踪，根据直营及加盟店零售数据实时对热销款式进行补单，从而提高产品适销率。

图 18: 公司构建多个信息系统提高产业链的自动化水平



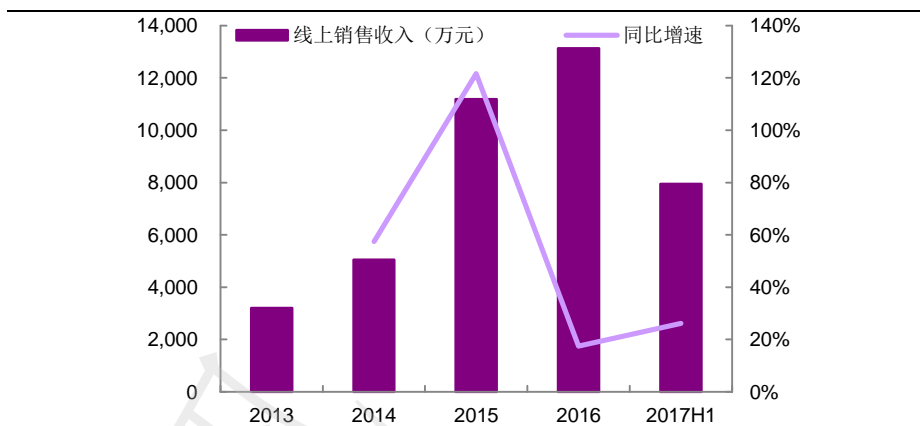
资料来源: 公司招股说明书

终端零售方面，公司持续升级渠道系统：

1) 打造全渠道零售体系，实现线上线下结合，为消费者提供全方位零售服务。17H1 上线微商城系统并建立会员系统，可实现会员线上线下、线下店铺就近配送。推出线上品牌“安娜寇”，进一步增强线上销售能力，电商收入保持较快增长。

2) 全面推行阿米巴运营，激发零售端活力，实现店铺业绩提升。2015年推行阿米巴“店长店”试点，给予店长更大分配及选品的权力，并把利润增量的20%-30%分配给店铺运营团队，提高终端积极性。2017H1试点数量由30家扩展至80家，店铺业绩实现10-30%的增长。

图 19: 2013 年后公司线上收入保持快速增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.2、多项竞争优势确保公司进入新成长周期

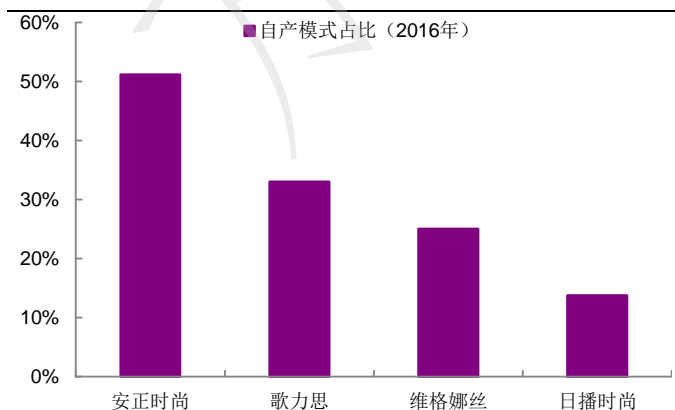
➤ 自产比例较高利于把控质量、提高反应速度

高端女装消费者对时尚度较为敏感、穿着更为个性化、品质要求更高，对女装企业运营能力要求较高。

公司涉足高端女装全产业链，对终端需求快速反应并把控产品品质，具有一体化供应链优势。公司整合设计研发、采购生产、零售批发等供应链环节，其中研发设计团队与生产及零售部门保持沟通，对终端零售反馈进行密切跟踪，并缩短新品上市时间。

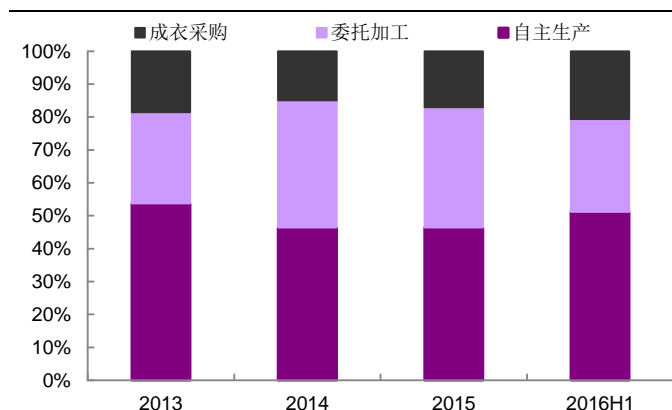
尤其是在生产环节，自产比例高更利于把控产品质量、提高反应速度。与同业相比，公司自产比例较高，不但能够满足柔性供应链多款式、快周转的技术要求，而且可以更好地控制产品质量，满足消费者对品质的要求。

图 20: 对比同业公司自产比例较高



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 21: 公司成衣生产数量中自主生产占比较高



资料来源：公司公告，光大证券研究所

► 内外发力强化设计研发优势

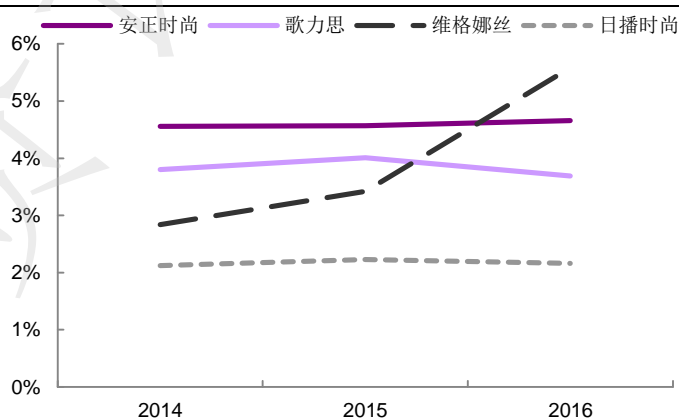
公司注重设计研发，将自主培养与外部支持相结合，不断提升产品创意和品牌形象。公司2017.2上市后募集资金2459万元用于研发中心建设项目，提高产品款式设计、面料应用、版新研发等方面的能力。

一方面公司设立省级企业研发中心和升级企业研究院，各个品牌设立独立的研发设计部门负责每季产品的设计、开发和技术实现。公司未来有望投入更多资源用于设计师培养，为有天赋的设计师提供支持设立设计师品牌。

另一方面公司聘请法国著名色彩趋势研究机构贝克莱尔公司协助产品主题选择与色彩创作，并聘请意大利、法国、美国等知名时装设计师担任品牌创意顾问，每年会到公司指导产品的设计工作。

公司重视产品研发投入，在款式设计、版型设计两大方面进行投入，组织设计师赴欧洲、日本、美国、韩国等地区考察学习、掌握时尚动态和面料应用前沿，分品牌、分季度、分主题推出新款产品。从研发费用来看，公司研发投入多年来均处于业内前列，2016年研发支出占收入比重为4.66%，高于大多数同行。

图 22：2014-16 年公司研发支出占比处于同业较高水平



资料来源：公司公告，光大证券研究所

► 多品牌运营较早，小品牌进入快速成长期

高端女性消费者需求更为个性化，每个风格类型的消费者数量相对有限，因此与大众品牌相比，单一高端女装品牌的天花板更低，高端女装企业需要通过多品牌运作实现对不同消费群体的覆盖。

与竞争对手相比，公司较早开始探索多品牌运营，2008年起相继创立和收购尹默、安正男装、摩萨克、斐娜晨等副品牌，已经形成风格多样、定位互补的品牌矩阵，具有丰富的新品牌运营和拓展经验。目前国内大部分高端女装企业主要通过并购进行多品牌运作，而公司的尹默及男装品牌均为自主培养，摩萨克及斐娜晨被收购时规模相对较小，也主要由公司运作后快速成长，新品牌拓展能力较强。

品牌拓展能力快速复制，副品牌快速成长进入收获期。一方面，经过多年培育，2016年小副品牌基本开始实现盈利，进入快速发展期，推动业绩增长。另一方面，多品牌运营为公司培育了经验丰富的设计师及管理运营团

队，新设立品牌可使用内部团队，快速复制设计、运营等经验。2017 年公司创立互联网品牌安娜寇，不到半年时间实现收入 2846 万元，收入占比达 4.56%。

表 5：公司多品牌战略实施较早、品牌矩阵较为完善

公司	开启多品牌战略时间	品牌	2015		2016		2017H1	
			收入(百万元)	占比	收入(百万元)	占比	收入(百万元)	占比
安正时尚	2008 年	玖姿	979.84	80.05%	847.27	71.87%	388.95	62.27%
		尹默	161.14	13.16%	193.36	16.40%	103.88	16.63%
		安正男装	42.32	3.46%	54.55	4.63%	40.60	6.50%
		摩萨克	28.63	2.34%	30.63	2.60%	20.13	3.22%
		斐娜晨	12.15	0.99%	53.13	4.51%	40.19	6.43%
		安娜寇	-	-	-	-	28.46	4.56%
欣贺股份	-	JORYA	598.14	33.27%	-	-	-	-
		ANMANI	313.46	17.43%	-	-	-	-
		AIVEI	243.91	13.57%	-	-	-	-
维格娜丝	2015 年	V-GRASS	813.85	98.86%	716.45	96.30%	362.29	39.13%
		吉祥云锦	-	-	27.49	3.70%	10.23	1.10%
		TEENIE WEENIE	-	-	-	-	553.34	59.76%
歌力思	2015 年	ELLASSAY	803.55	97.53%	796.60	74.48%	388.00	53.79%
		LAUREL	-	-	29.58	2.77%	41.20	5.71%
		EdHardy	-	-	243.41	22.76%	195.00	27.03%
		IRO	-	-	-	-	97.12	13.46%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.3、推出股权激励，考核目标彰显增长信心

2017.8.1 公司推出股权激励方案，拟授予限制性股票 610.1 万股，占总股本 2.14%。覆盖激励对象 172 人，主要为高管、中层管理人员及业务骨干，授予价格 12.81 元，2017.8.25 授予完成。

业绩考核目标为 2017-19 年归母净利润 2.75/3.60/4.70 亿元，同增 16.53%/30.91%/30.56%。股权激励将进一步激发中高层管理团队积极性，彰显公司发展信心。

表 6：公司限制性股票授予对象的数量分配情况

职务	获授的限制性股票数量(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	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，光大证券研究所

本次激励授予计划将首次授予 488.1 万股，占总股本的 1.71%，预留 122.0 万股，占总股本的 0.43%，预留部分将在本激励计划首次授予日起一年内授予。首次授予的限制性股票将按 20%、40%、40% 的比例分三期解锁，预留部分将按 50%、50% 的比例分两期解锁。

表 7：公司限制性股票的解锁安排及业绩考核目标

	解锁安排	解锁期	业绩考核目标	解锁比例
首次授予部分	第一个解锁期	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	2017 年度净利润不低于 2.75 亿元	20%
	第二个解锁期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	2018 年度净利润不低于 3.60 亿元	40%
	第三个解锁期	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	2019 年度净利润不低于 4.70 亿元	40%
预留部分	第一个解锁期	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	2018 年度净利润不低于 3.60 亿元	50%
	第二个解锁期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	2019 年度净利润不低于 4.70 亿元	50%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

预计限制性股票激励成本为 2903 万元，2017-2020 年每年需摊销的费用为 516 万元、1355 万元、774 万元、258 万元。

4、盈利预测与评级

公司定位中高端女装行业，运营经验丰富，目前小品牌已跨过盈亏平衡点快速扩张，各品牌店铺数量及店效开始恢复增长，未来业绩增长有望持续。

我们预计：

- 1) 公司主品牌玖姿渠道调整趋于结束，未来进入开店周期，预计 17-19 年玖姿店铺数量同增 2.38%、2.33%、1.52%，且终端需求回暖带动店效提升，预计 17-19 年店效同增 6%、6%、8%，收入将恢复增长态势。
- 2) 尹默、安正男装及斐娜晨经过多年培育，目前已具有一定市场知名度并基本能够实现盈利，未来会快速开店，预计 17-19 年尹默店铺数量同增 22.73%、18.52%、11.72%，安正男装店铺数量同增 46.88%、31.91%、24.19%，斐娜晨店铺数量同增 97.78%、33.71%、25.21%。品牌影响力增强后将带动店效稳步提升，预计 17-19 年尹默店效同增 8%、8%、8%，安正男装店效同增 13%、15%、15%，斐娜晨店效同增 15%、15%、20%。
- 3) 摩萨克品牌今年仍处于调整阶段，公司会优化价格及定位、风格保持不变，明年预计调整到位后恢复增长，预计 17-19 年店铺数量同增 0%、40%、57%，店效同增-10%、20%、20%。
- 4) 2017H1 公司加大促销力度，影响毛利率，目前公司整体库存水平适中，库存结构得到优化，预计下半年促销力度减弱，且尹默、安正男装、摩萨克等新品牌将实现盈利，盈利能力有望提升。

表 8：2017-19 年公司各品牌收入预测（单位：百万元）

品牌	项目	2016A	2017E	2018E	2019E
玖姿	收入	847.27	919.49	1016.14	1114.06
	同比增速	-13.53%	8.52%	10.51%	9.64%
尹默	收入	193.36	256.29	328.06	395.82
	同比增速	20.00%	32.55%	28.00%	20.66%
安正男装	收入	54.55	90.54	137.34	204.69
	同比增速	28.90%	65.97%	51.70%	49.03%
摩萨克	收入	30.63	27.56	46.31	87.32
	同比增速	6.99%	-10.00%	68.00%	88.57%
斐娜晨	收入	53.13	120.85	185.83	279.21
	同比增速	337.27%	127.44%	53.76%	50.25%
其他品牌	收入	27.23	20.75	21.78	22.30
	同比增速	-	-23.81%	5.00%	2.38%
收入		1206.17	1445.48	1745.46	2113.40
同比增速		-1.53%	19.84%	20.75%	21.08%
归母净利润		236.04	275.77	361.21	471.10
同比增速		-3.21%	16.83%	30.98%	30.42%
EPS		0.83	0.97	1.27	1.65

资料来源：公司公告，光大证券研究所

我们预测公司 2017-19 年 EPS 为 0.97/1.27/1.65 元,同比增长 16.83%、30.98%、30.42%。

公司力求打造中高端服装时尚产业集团,上市后围绕主业进行多元化投资及产业基金认购,未来有望在童装、电商等主业相关领域进行延伸布局。2017.6.30 公司投资 4900 万元受让上海创创文化传播 4.9% 的股份,后者是服装行业知名培训咨询机构。2017.7.27 公司出资 5000 万元认购杭州泓行愿景股权投资合伙企业 5% 的基金份额,用于投资先进制造、消费、TMT 等领域。

公司下半年开始将加快店铺开设力度,同时店效有望提升,促销力度减弱使得收入贡献下降但利于毛利率提升,我们预测公司 2017-19 年 EPS 为 0.97/1.27/1.65 元,18-19 年业绩复合增速为 30.42%,17 年 PE 为 25.91 倍。

考虑到公司主品牌呈现回暖趋势,小品牌进入快速成长期,内生增长动力充足,未来有望在童装等服装品类进行延伸、打造多品牌多品类中高端服装产业集团,成长空间较大,首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可比公司 PE 比较

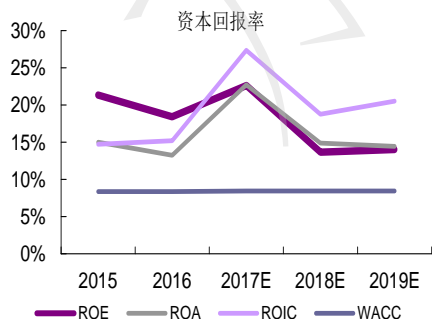
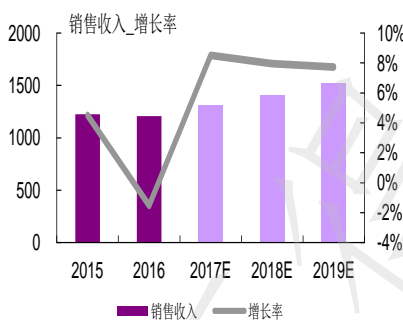
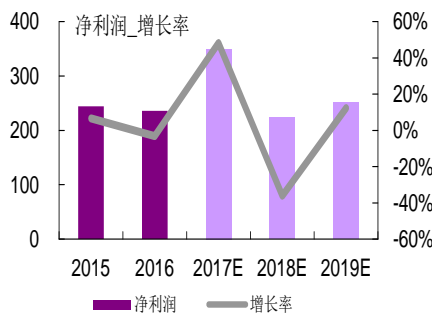
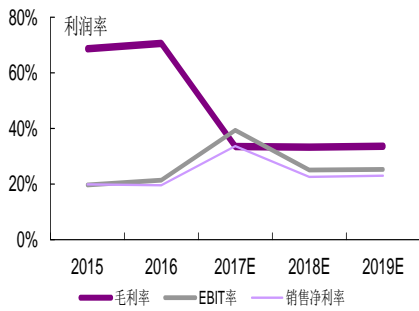
公司名称	收盘价	EPS				PE				18-19 年	市值 (亿元)
	17.9.8	16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E	2 年 CAGR	
维格娜丝	25.36	0.66	1.10	1.57	1.81	38.42	23.05	16.15	14.01	28.28%	38.60
歌力思	21.76	0.59	0.83	1.06	1.27	36.88	26.22	20.53	17.13	23.70%	73.40
朗姿股份	13.85	0.41	0.55	0.72	0.88	33.78	25.18	19.24	15.74	26.49%	55.40
日播时尚	14.35	0.32	0.32	0.35	0.39	44.84	44.84	41.00	36.79	10.40%	34.44
行业平均	-	-	-	-	-	38.48	29.82	24.23	20.92	-	-
安正时尚	25.13	0.83	0.97	1.27	1.65	30.28	25.91	19.79	15.23	30.42%	71.63

资料来源：Wind，光大证券研究所；股价截至 2017.09.08

5、风险提示

库存风险：公司存货压力仍存，2017 年 6 月底存货为 3.84 亿元、较年初增 0.77%，17H1 存货占收入比为 61.44%，如果市场需求发生变化会导致存货跌价增加，影响公司盈利能力。

次新股股价波动风险：公司为次新股，于 2017.2.14 上市，流通市值相对较小，可能受市场环境因素影响出现大幅波动。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,225	1,206	1,445	1,745	2,113
营业成本	384	354	462	532	616
折旧和摊销	76	71	33	42	49
营业税费	16	20	22	26	32
销售费用	327	347	426	511	613
管理费用	169	166	198	239	285
财务费用	5	5	-1	-3	-1
公允价值变动损益	0	0	33	34	33
投资收益	14	8	0	0	0
营业利润	250	262	315	416	546
利润总额	283	271	324	425	554
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	244	236	276	361	471

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	1,626	1,785	2,078	2,487	2,787
流动资产	754	905	1,037	1,167	1,376
货币资金	44	110	116	140	211
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	114	93	139	164	190
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	14	15	17	21	25
存货	404	381	474	550	654
可供出售投资	19	13	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	483	544	746	984	1,091
无形资产	78	74	99	114	128
总负债	483	502	634	819	829
无息负债	413	436	446	613	791
有息负债	70	66	187	206	38
股东权益	1,143	1,283	1,444	1,668	1,958
股本	285	285	285	285	285
公积金	112	112	140	148	148
未分配利润	816	956	1,090	1,306	1,596
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	265	339	324	451	549
净利润	244	236	276	361	471
折旧摊销	76	71	33	42	49
净营运资金增加	187	84	120	-36	31
其他	-243	-52	-105	84	-2
投资活动产生现金流	-273	-187	-312	-310	-130
净资本支出	-172	-67	-380	-320	-140
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-101	-120	68	10	10
融资活动现金流	-52	-88	-6	-117	-347
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	70	-4	121	19	-168
无息负债变化	-68	23	10	167	178
净现金流	-60	65	6	24	72

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	4.50%	-1.53%	8.51%	7.96%	7.74%
净利润增长率	6.58%	-3.21%	48.15%	-36.01%	12.27%
EBITDA/EBITDA 增长率	-1.68%	3.74%	67.03%	-29.07%	8.31%
EBIT/EBIT 增长率	-2.44%	7.26%	99.19%	-31.31%	8.80%
估值指标					
PE	29	30	26	20	15
PB	6	6	5	4	4
EV/EBITDA	23	22	22	17	12
EV/EBIT	30	28	24	18	13
EV/NOPLAT	35	32	28	21	16
EV/Sales	6	6	5	4	3
EV/IC	6	6	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	68.61%	70.63%	33.43%	33.30%	33.56%
EBITDA 率	25.91%	27.29%	42.01%	27.60%	27.75%
EBIT 率	19.67%	21.43%	39.34%	25.03%	25.27%
税前净利润率	23.12%	22.43%	41.99%	28.20%	28.67%
税后净利润率 (归属母公司)	19.91%	19.57%	26.72%	15.84%	16.50%
ROA	14.99%	13.22%	22.72%	14.88%	14.45%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.33%	18.40%	22.61%	13.65%	14.00%
经营性 ROIC	14.73%	15.21%	27.37%	18.78%	20.52%
偿债能力					
流动比率	1.90	2.30	6.54	7.12	7.93
速动比率	0.88	1.33	6.13	6.71	7.52
归属母公司权益/有息债务	16.33	19.43	-	-	-
有形资产/有息债务	20.02	23.54	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.86	0.83	0.97	1.27	1.65
每股红利	0.00	0.40	0.48	0.63	0.83
每股经营现金流	0.93	1.19	1.14	1.58	1.93
每股自由现金流(FCFF)	0.04	0.72	-0.63	0.57	1.57
每股净资产	4.01	4.50	5.32	6.10	7.12
每股销售收入	4.30	4.23	5.07	6.12	7.41

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有 10 多年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011-2016 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第 1、1、3、1、1、3 名。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
北京	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebscn.com
深圳	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com

	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com