

董事长访谈&门店调研精华



中信证券研究部

2017年10月25日

薛缘

电话：021-20262134

邮件：xueyuan@citics.com

执业证书编号：S1010514080007

事项：

10月18日至19日，中信证券组织“新零售论坛”，我们邀请安正时尚的董事长、董秘及其他业务核心人员参加会议，组织了**董事长演讲、董事长交流、门店调研系列活动**，相关交流纪要以及我们的分析如下：

第一部分：会议交流纪要

在本次论坛上，公司介绍的内容，要点如下：

高端时尚服装品牌的新零售之路

新零售时代服装产业现状

从经济环境角度看，目前国内宏观经济增速放缓，但伴随着消费升级，整体购买力在提升，消费越来越多元化。从行业变化角度看，近十年来互联网崛起以后，对中高端服装产业影响非常巨大。面对如此巨大的渠道变化，企业内部运营管理能否适应成为关键，很多企业会在这一阶段被淘汰。但同时，对于服装企业这也是一个很好的机遇，借助全渠道、新零售模式与未来相链接，挖掘更大的服装市场潜能。

行业趋势与未来

● 重构人货场

从人的方面看，个性化消费正在影响整个消费业态。以前的经营模式单一，现在电商运营与实体店铺是完全两个概念。例如引流，线上为了拉拢粉丝而打折，但影响了线下、尤其是VIP消费者的信任。目前，公司通过把全渠道打通，实现线上线下同款同价。

从货的方面看，原先渠道单一，消费者需求把握比较困难。现在通过互联网数据，可以把各个渠道的数据都做得准确。随着中国消费者变得越来越理性，企业必须越来越重视产品，做到真正的性价比。

从渠道的方面看，目前渠道多元化趋势明显，渠道之间差异显著，这对于中国传统服装企业而言是一个极大的挑战，很多中高端企业遇到瓶颈。传统服装企业必须迎接互联网、迎接全渠道。

● 全渠道：线上线下打通

推动线上线下同款同价。如果线上渠道长期做定制款能否持续？品牌符号和品牌商标消费者能否接受？这个问题是所有服装公司需要面对的。目前，公司在不断提升能力，打通线

上线下运营商，实现所有门店货品的调配。这其中会涉及与经销商的结算问题，但这些都是必须解决的。

● 借助互联网，实现平台式管理

目前，公司在建立各个方面的平台，包括供应链平台、设计师平台、国际资源平台等。公司专注中高端市场，而高端品牌公司需要站在世界舞台上看问题，通过对比我们发现如日本等国家的高端服装企业在设计、经营等方面领先中国近十年。欧美国家在设计领域领先中国超过 15 年。中国服装品牌必须要变革、建立平台发现内部资源、优化品牌管理。

● 国际化走出去

国际化是未来的发展趋势。未来，中国服装企业将会面临一个优胜劣汰的过程，其中也会诞生千亿市值的公司。国内的市场空间已经非常大，随着国际化的推动，未来需求空间无限。目前公司也在思考和尝试推动国际化。

打造品牌 IP，强化品牌 DNA

公司旗下六大品牌全部是自己打造的，公司一定会聚焦、先把自创品牌做好，建立品牌 IP，各个品牌以事业部为中心进行矩阵式差异化管理，不断做深。从最早的玖姿到尹默、安正男装、摩萨克、斐娜晨以及最新的电商品牌 ANNAKRO，我们会以品质为先，做好每个品牌。

结语

公司做品牌至今约 16 年，在这短短 16 年时间内做到企业管理非常完善还不太可能，中国品牌服装企业可提升的空间很大。未来，公司会坚持聚焦中高端品牌服装领域，优化现有品牌经营，并逐渐推动全球布局。

多品牌层次分明，激励到位/供应链整合助力公司成长

主品牌玖姿：团队研发，库存良性。目前，玖姿零售额仅 20 亿左右，仍有多个省份尚未进驻，拥有较大发展空间。在经历了这么多年的发展后，玖姿仍然保持着生命力是源于产品的不断提升，产品提升是抵制产品老化的核心。公司的设计讲究团队创造，每个事业部和研发部的人才梯队建设和机制较好。同时，前几年公司不断清理库存、帮全国代理商解压，实现了库存的良性发展。未来，随着 ERP 等系统的进一步搭建，公司对门店的把握将更为精准。

专注中高端市场，多品牌迭代发展。尹默定位高端，以高端百货为主，发展已较为完善、目前正处快速增长期，店效 400+万元，已实现盈利。安正男装定位高端、专注于高端百货渠道（2018 年将逐渐尝试购物中心渠道，未来门店总规模望达近 300 家），预计 2018 年实现盈亏平衡。斐娜晨主打千禧一代年轻人群，为公司 2018 年重点发展品牌，预计将借助公司的已有资源实现快速发展。摩萨克正处转型期，预计 2018 年实现盈亏平衡。安娜寇为定位高性价比、年轻化的中淑品牌，公司计划将其打造成独立的线上品牌。（一般中高端品牌门店开至 40+家、实现 1.5-2 亿元零售额即可实现盈亏平衡）。未来公司将在部分地区逐步放开加盟（北上广深还是直营为主）。

自有业务提升快，外延布局看时机。一般而言经过 3-5 年的品牌培育和团队建设，自创品牌的提升速度应该会加速。而外延布局方面，公司也在逐步关注。

公司供应链不断整合，渠道已全打通。公司不断推进供应链整合，打造供应链管理平台，前端实现原材料的统一采购管理；后端已打通直营/加盟全部门店产品库存/零售数据。

激励到位，打造奋斗文化。公司各级人员都有分配机制，五大事业部（玖姿和摩萨克同属一个）激励机制和团队体系都不同。**公司期待打造一种奋斗文化，激发每个人的奋斗状态。**通过做好企业机制和文化，吸引更多人才，建立起学习力，持续提升公司竞争力。

多品牌经营是公司的核心竞争力之一，以事业部制为核心，整体品牌的响应较快。目前五大事业部运营情况良好，每年都有明显增长，未来值得期待。

第二部分：我们对门店的现场调研情况

19 日下午，我们走访了上海玖姿、尹默、斐娜晨、安正男装四家门店。**四个门店面积基本在 60-80 平米左右，单店店效均超 500 万元/年，销售在同楼层名列前茅。**我们对此次门店调研的总结如下：

从久光 5 楼逛到 3 楼，从安正男装逛到斐娜晨、再到尹默，三大品牌风格迥异，**安正男装的职业&休闲、尹默的高端淑女、斐娜晨的活泼跳跃，体现出公司对于不同品牌风格的掌控力。**此外，尹默店内皮草大衣吸引眼球，价格也确实不菲，但都已经被客户预定。这也说明，尹默的产品在其定位人群中已经产生了一定的影响，另外两个品牌也是如此，安正男装月销售额基本为同楼层第一。

对于公司主品牌玖姿，去店前，我们的预期并没有很高（因为玖姿已经较为成熟，我们几乎都不是玖姿的目标人群），但是在逛店的半小时里我们就看到两位两位年轻顾客买单，这与另外三个品牌的情况类似。经过观察，玖姿与其他品牌差异最大的地方在于目标客户年龄段。虽然玖姿定位于服务 35-45 岁左右人群，**但是其年轻化的产品完全能够被 30 岁的消费者驾驭，而部分产品穿在 50-60 岁人群身上也不显得突兀。**

图 1：安正男装门店&尹默门店



资料来源：中信证券研究部

图 2：玖姿门店&斐娜晨门店



资料来源：中信证券研究部

分析师声明

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

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

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

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSASingaporePteLtd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSASingaporePteLtd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSASingaporePteLtd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

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

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@cls.com。

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

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

一般性声明

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

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

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

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

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。