

安正时尚 (603839)

2018-01-16

公司报告 | 深度报告
评级 买入 上调

当前股价: 23.27 元

分析师 雷玉

☎ (8621) 61118735

✉ leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490511040005

联系人 于旭辉

☎ (8621) 61118735

✉ yuxh1@cjsc.com.cn

联系人 李俐璇

☎ (8621) 61118735

✉ lilx2@cjsc.com.cn

报告要点

■ 女装行业大且分散，成熟市场本土占优

女性群体历来在服饰品类上展现出强劲的消费潜力，而中国女性极高的劳动参与率进一步支撑其消费能力释放。从相对支出水平来看，国内人均女装消费占比相对于美日处于同比略高水平。从绝对支出水平来看，国内人均女装消费支出仍存至少 20% 提升空间。女装消费支出弹性较大，且具备更强的顺周期性特征。在现阶段终端消费回暖的背景下，女装行业消费增长有望表现出更高的弹性。此外，女装消费具备长尾市场特征，品牌集中度偏低。考虑到女装行业更重视消费体验与客户资源维护，企业更倾向于选择多品牌策略并实施渠道精细化管理。特别地，受益于精细的本土化运营以及国际品牌的冲击缺位，国内成熟女装品牌取得了明显的相对竞争优势。

■ 摒除前期窠臼，步入改善周期

在前期行业调整阶段，安正时尚积极处理自身库存问题、推进渠道结构调整，并优化费用投向提升投放效率。为解决产品库存累积问题，于 2014 年将加盟商换货政策调整为退货政策，并发力五季渠道统一消化过季产品。截至 2017 年中报，库存问题得到有效解决，存货库龄结构显著恢复。经历前期渠道调整，公司即将步入新一轮拓店周期。以玖姿和尹默为代表的成熟品牌为收入端稳增长提供支撑，风格各异的新兴品牌储备则是支撑未来成长的重要战略布局。此外，公司调整费用投向，在强化一线销售人员激励的同时，合理压缩管理费用，通过降低管理层级提高管理效率。基于同业对比及公司分步注销冗余销售公司的规划，乐观估计管理费用率仍存 3%-5% 的优化空间。

■ 内控得当外延可期，安正再启新征程

上市以来公司进一步扩大激励范围，相继推出包括限制性股权激励、“店长店”以及子品牌核心管理层持股在内的三级激励方案，完善内部激励、强化高增长信心。此外，截至 2017 年中报，公司账上类现金资产规模增至 13.54 亿元。充足的现金资产不仅有望显著减轻短期财务费用压力，更为其打造多品牌时尚产业集团的扩张战略提供强有力支撑。现阶段，公司已顺利消化前期累积库存并完成渠道结构调整，在主品牌效率改善、新品牌加速扩张的背景下，有望顺利实现股权激励承诺业绩；后续以多品牌并购为主的战略发展目标有望进一步打开公司成长空间，提升增长预期。我们看好公司“夯实根基+聚合外力”的多品牌时尚产业集团发展策略，预计 2017/2018/2019 年归母净利润增速为 19%/33%/27%，对应 EPS 为 0.97 元/1.28 元/1.63 元，对应 PE 估值为 24.01 倍/18.12 倍/14.26 倍，上调至“买入”评级。

公司基本数据	2018.01.16
总股本 (万股)	28906
流通 A 股/B 股 (万股)	7126/0
资产负债率	16.54%
每股净资产 (元)	8.63
市盈率 (当前)	28.50
市净率 (当前)	2.70
12 个月内最高/最低价	50.98/21.97

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

《安正时尚：高端成熟男、女装多品牌企业》
2017-02-15

风险提示：

1. 渠道扩张进度不及预期的风险；
2. 库存累积的风险。

目录

引言	4
女装行业大且分散，成熟市场本土占优	4
女装市场空间广阔，顺经济周期特征明显	4
竞争格局相对分散，单品牌份额偏低	7
大淑女装本土品牌占优，钟情多品牌策略	8
摒除前期窠臼，步入改善周期	10
借助五季渠道降解前期库存，实现轻装上阵	10
渠道调整接近尾声，步入新一轮拓店周期	13
鼓励一线营销压缩管理层级，优化费用投放	17
内控得当外延可期，安正再启新征途	20
推出三级激励方案，实现内部利益深度绑定	20
账上资金充足，为后续外延发展储备充足弹药	22
大股东发布增持方案，稳定长期发展信心	23

图表目录

图 1：目前国内男女装消费结构与美国和日本基本相当，处于较高水平	5
图 2：中国女性劳动参与率明显高于美国和日本	5
图 3：中国人均年度消费支出与美国 70 年代初、日本 80 年代初相当	5
图 4：目前中国男女装人均消费支出与美国 70 年代初仍有一定差距	5
图 5：美国人均男女装消费支出增速高点交叉出现	6
图 6：消费快速增长阶段，美国女装人均消费增速快速提升并优于男装	6
图 7：日本服装消费支出高速增长阶段女装表现优于男装	6
图 8：消费快速增长阶段，日本整体女装人均消费增速表现优于男装	6
图 9：我国居民家庭恩格尔系数加速降低	6
图 10：2017 年前 11 月，限上服装类零售额增速较 2016 年有所回升	6
图 11：国内女装市场品牌集团度明显偏低	7
图 12：2016 年女装终端零售规模为 8,728.14 亿元	7
图 13：2017-2021 年，女装零售额年均增量为 413 亿元、CAGR 为 4.22%	7
图 14：女装企业渠道规模数量偏低，直营渠道占比处于较高水平	8
图 15：2011 年至 2015 年，安正时尚存货占净资产的比例处于高位	11
图 16：2013 年至 2016 年上半年，五季业务销售规模及占比迅速提升	12
图 17：2013 年至 2016 年上半年，五季商品转销对利润贡献逐步提升	12
图 18：截至 2017 年中报，安正时尚存货跌价计提比例回归低位	13
图 19：截至 2016 年，安正时尚 2 年以内存货占比显著回升	13
图 20：安正时尚前期渠道调整接近尾声，步入新一轮拓店周期	13
图 21：2017 年上半年，玖姿品牌渠道数量同比减少 50 家	14

图 22: 2017 年上半年, 玖姿品牌营收同比增长 5.89%.....	14
图 23: 2017 年上半年, 尹默品牌渠道数量同比减少 1 家.....	14
图 24: 2017 年上半年, 尹默品牌营收同比增长 10.99%.....	14
图 25: 2017 年上半年, 安正时尚直营业务毛利率同比降低 5.49pct.....	15
图 26: 玖姿品牌代表性品类定价低于 V·GRASS.....	15
图 27: 储备新兴品牌是公司未来成长的重要支撑.....	16
图 28: 25-29 岁及 30-34 岁人口占比显著提升.....	16
图 29: 新兴品牌渠道扩张速度相对稳健.....	17
图 30: 安正/摩萨克/斐娜晨销售子公司有望逐步走向盈利.....	17
图 31: 安正时尚在实施扩张性销售费用政策的基础上压缩管理费用.....	17
图 32: 安正时尚自 2015 年以来持续加大销售人员激励.....	17
图 33: 截至 2017 年上半年, 公司试行的“店长店”数量提升至 80 家.....	18
图 34: 安正时尚销售费用中职工薪酬占比持续提升.....	18
图 35: 安正时尚销售费用率在三家女装企业中处于较低水平.....	18
图 36: 安正时尚销售费用中职工薪酬占比处于同业较高水平.....	18
图 37: 2015 年以来, 安正时尚管理费用中职工薪酬占比呈下降趋势.....	19
图 38: 安正时尚管理费用率处于同业较高水平.....	19
图 39: 安正时尚管理费用中研究开发费占比处于同业较高水平.....	19
图 40: 安正时尚股权结构图 (截至 2017 年中报).....	20
图 41: 参照安正时尚业绩承诺, 2016-2019 年归母净利 CAGR 超过 25%.....	21
图 42: 2013 年以来, 安正时尚销售人员薪酬占营收的比重持续提升.....	22
图 43: 安正时尚销售费用中职工薪酬占比处于较高水平.....	22
图 44: 2014 年以来, 斐娜晨业务规模快速扩张.....	22
图 45: 安正时尚拟转让斐娜晨 20% 股权激励品牌团队.....	22
图 46: 安正时尚上市以来获得显著利息净收益.....	23
图 47: 截至 2017 年中报, 安正时尚类现金资产规模增至 13.54 亿元.....	23
表 1: 安正时尚建立了定位分散的多品牌矩阵 (2016 年, 单位: 万元、家).....	4
表 2: 女装市场划分及代表性品牌.....	8
表 3: 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.....	9
表 4: 女装公司主品牌规模小且占比低, 男装公司主品牌规模大且占比高 (2017 年上半年, 万元).....	10
表 5: 代表性女装企业存货跌价计提比例明显高于代表性男装企业.....	11
表 6: 代表性中高端服装品牌企业 2011 年前后面临严重的存货问题.....	11
表 7: 2014 年前后, 安正时尚加盟商退换货政策由“换货”调整为“退货”.....	12
表 8: 安正时尚“营销网络建设”项目变更前后对比 (万元、家).....	15
表 9: 安正时尚旗下品牌代表性品类价格带 (元).....	16
表 10: 安正时尚核心高管薪酬 (2016 年) 及截至 2017 年中报持股情况 (单位: 万股、万元).....	21
表 11: 安正时尚限制性股票激励计划授予情况 (单位: 人、万股).....	21
表 12: 安正时尚分品牌收入拆分及预测.....	24

引言

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，在运营“玖姿”主品牌的基础上，公司于 2008 年开启多品牌运营策略，先后创立了高端女装品牌“尹默”、高端男装品牌“安正”以及互联网电商女装品牌“安娜寇”，并收购了包括“摩萨克”和“斐娜晨”在内的中淑女装新兴品牌，建立了风格鲜明互补、市场定位差异有序的成熟男女时装品牌矩阵。2016 年，公司实现营业收入 12.06 亿元，其中主品牌“玖姿”营收占比为 70%。

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。2016 年，自制成衣成本占比为 47%。同时，公司采取直营和加盟相结合的销售模式，截至 2016 年底，已在全国建立了 862 家销售门店，直营门店数量占比为 36%。

表 1：安正时尚建立了定位分散的多品牌矩阵（2016 年，单位：万元、家）

品牌名称	创立时间	取得方式	核心年龄层	品牌定位	销售收入	店铺数量
玖姿	2001年	自创	35-45岁	大淑装	84,726.89	630
尹默	2008年	自创	28-35岁	中淑装	19,336.31	88
安正	2012年	自创	35-45岁	高端男装	5,454.98	32
摩萨克	2014年	收购	25-35岁	中淑装	3,062.65	25
斐娜晨	2014年	收购	25-32岁	中淑装	5,313.48	45
安娜寇	2017年	自创	20-35岁	互联网电商女装	-	-

资料来源：公司公告，长江证券研究所

本篇报告中，我们首先以安正时尚主打的女装市场作为切入点，通过分析女性市场消费特征、女装行业空间以及竞争格局，判断女装企业最优竞争策略的选择以及不同阶段发展的重点。在此基础上，进一步分析安正时尚前期业务调整成果并判断其后续发展战略。

女装行业大且分散，成熟市场本土占优

女装市场空间广阔，顺经济周期特征明显

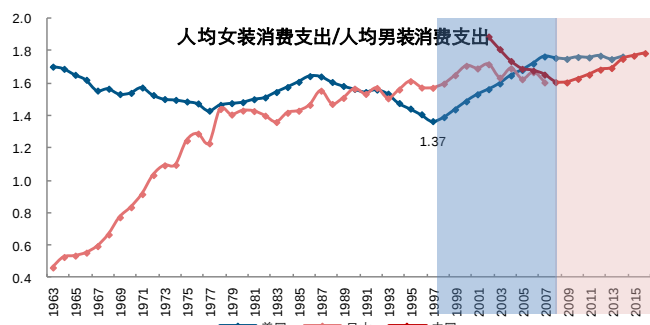
女性群体历来在服饰品类上具备强劲的消费潜力，而中国女性极高的劳动参与率进一步支撑其消费能力释放。分析美国和日本男女装消费结构变迁可以发现：一方面，早期男装消费普及之后女装消费后来居上，在女性劳动参与率提升的背景下人均女装消费支出相对于人均男装消费支出的比例维持在相对高位；另一方面，随着劳动生产率的提升以及家庭结构的变化，部分女性回归家庭，在劳动参与率环比降低的背景下人均女装相对消费占比仍呈上升趋势。

从相对支出水平来看，受益于国内女性较高的劳动参与率，人均女装支出相对于人均男装支出处于同比较高级阶段。进一步对比中美日三国“人均女装消费支出/人均男装消费支出”可以发现，2016 年中国人均女装消费支出相对于男装的比例为 1.79 倍，较美国 2014 年 1.76 倍和日本 2007 年 1.61 倍处于相对较高水平。¹随着劳动参与度的提升以及收入水平的增长，女性消费能力得到完全释放。中国女性极高的劳动参与率为前期女装消费支出强有力的支撑；2008 年以来，虽然女性劳动参与率有所降低，但在家庭综

¹ 考虑到数据可得性，美国最新数据为 2014 年、日本为 2007 年。

合消费水平提升以及女性个人闲暇时间增加的背景下,人均女装相对消费占比仍呈显著改善趋势。

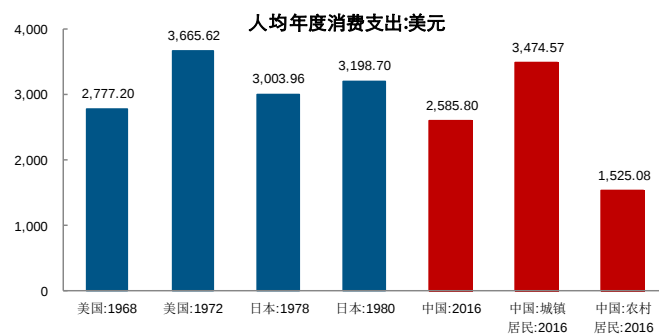
图 1: 目前国内男女装消费结构与美国和日本基本相当, 处于较高水平



资料来源: BEA, 日本统计局, Euromonitor, 长江证券研究所

从绝对支出水平来看, 目前国内人均女装消费支出仍存至少 20% 提升空间。2016 年, 我国城镇居民/农村居民人均年度消费支出为 3,474.57 美元/1,525.08 美元; 按照城市化率水平粗略测算, 2016 年人均年度消费支出为 2,585.80 美元, 与美国 70 年代初期和日本 80 年代初期水平基本相当。从人均男女装消费支出水平来看, 2016 年我国人均女装/男装消费支出为 194.86 美元/109.11 美元, 相对于美国 1972 年 241.53 美元/158.13 美元分别存在 23.95% 和 44.92% 的提升空间; 日本 1980 年人均女装/男装消费支出为 98.45 美元/68.80 美元, 我国目前人均女装/男装消费支出明显高于日本 80 年代初水平。

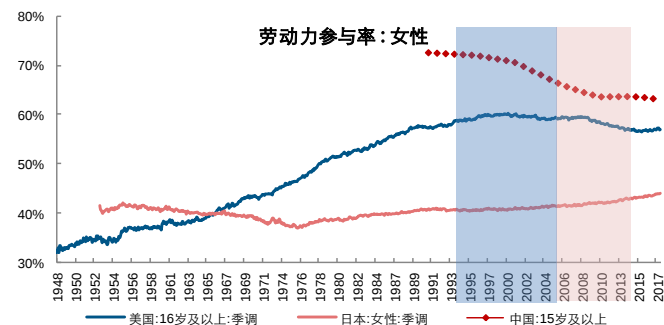
图 3: 中国人均年度消费支出与美国 70 年代初、日本 80 年代初相当



资料来源: BEA, 日本统计局, Wind, 长江证券研究所

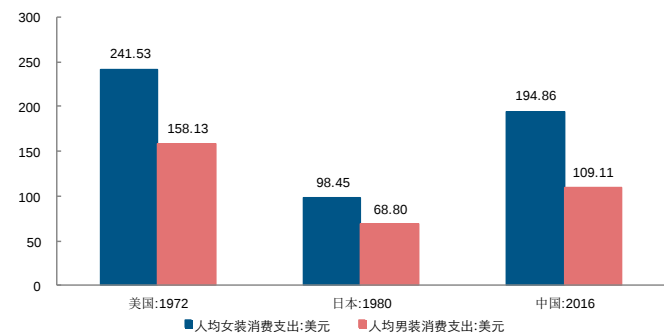
女装消费支出弹性较大, 且具有更强的顺周期性特征。以美国为例, 在 1960 年至 1977 年服装消费快速增长阶段, 人均男装消费支出复合增速为 5.52%, 高于同期女装 4.69% 的水平; 在 1978 年至 1986 年个人消费支出快速增长阶段, 人均女装消费支出表现出更强劲的增长; 后续在 1987 年至 1997 年个人消费支出增速中枢下移阶段, 人均女装消费支出复合增速迅速降低, 同期男装消费支出增速表现出一定的刚性; 1998 年至 2014 年, 美国整体个人消费增速处于底部调整阶段, 人均女装消费支出增速表现优于男装。同样地, 日本人均女装消费支出在个人消费支出高增长阶段 (1963 年至 1975 年) 的表现优于男装, 在个人消费支出增速中枢下移阶段 (1976 年至 2007 年) 弱于男装。

图 2: 中国女性劳动参与率明显高于美国和日本



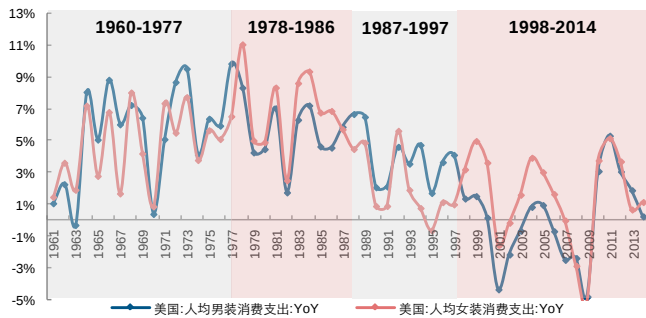
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 4: 目前中国男女装人均消费支出与美国 70 年代初仍有一定差距



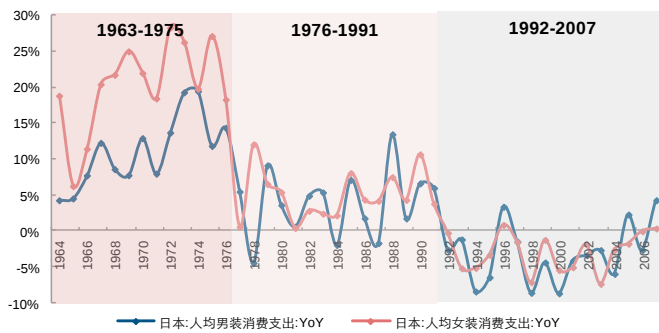
资料来源: BEA, 日本统计局, Euromonitor, 长江证券研究所

图 5：美国人均男女装消费支出增速高点交叉出现



资料来源：BEA, Wind, 长江证券研究所

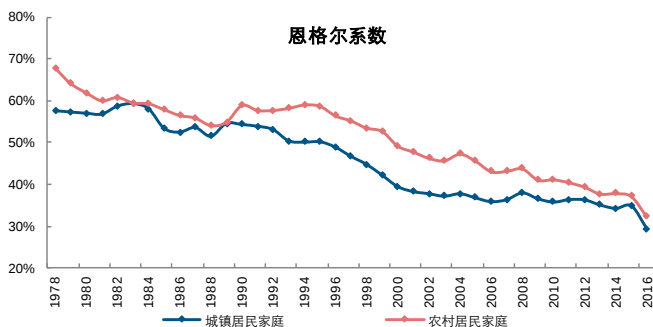
图 7：日本服装消费支出高速增长阶段女装表现优于男装



资料来源：日本统计局, 长江证券研究所

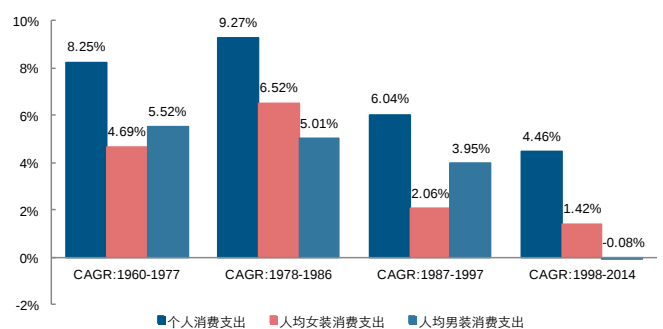
考虑到国内居民家庭消费结构升级以及现阶段终端消费回暖的大背景，女装行业消费增长有望表现出更高的弹性。随着家庭收入水平的提高，我国居民消费结构持续改善。国家统计局数据显示，1978 年至 2016 年我国城镇/农村居民家庭恩格尔系数由 57.50%/67.70% 降至 29.30%/32.20%。居民家庭财富规模的积累为中高端女装消费提供了更加坚实的支持。此外，2017 年前 11 月，限上服装类零售额同比增长 7.60%，较 2016 年增速环比提升 0.60 个百分点，扭转了 2011 年以来增速持续下行的态势。女装消费具备强周期性特征，在终端消费回暖的背景下，考虑到收入水平提升的支撑，女装行业消费增长有望表现出更高的弹性。

图 9：我国居民家庭恩格尔系数加速降低



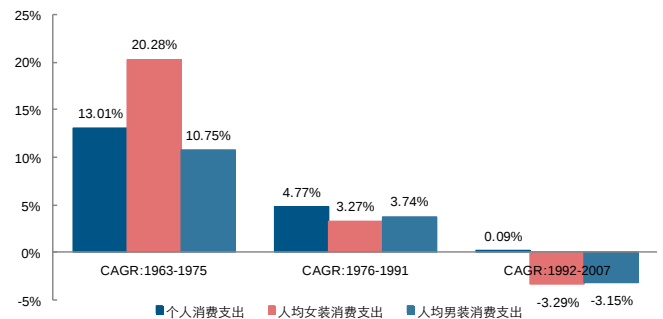
资料来源：国家统计局, 长江证券研究所

图 6：消费快速增长阶段，美国女装人均消费增速快速提升并优于男装



资料来源：BEA, Wind, 长江证券研究所

图 8：消费快速增长阶段，日本整体女装人均消费增速表现优于男装



资料来源：日本统计局, 长江证券研究所

图 10：2017 年前 11 月，限上服装类零售额增速较 2016 年有所回升

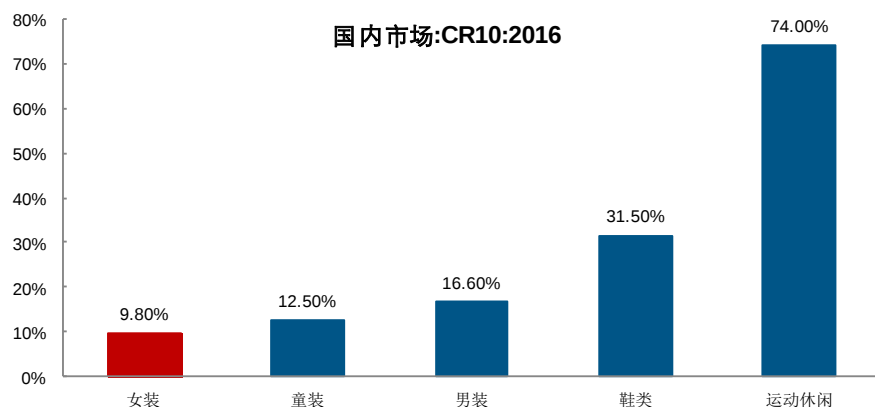


资料来源：Wind, 长江证券研究所

竞争格局相对分散，单品牌份额偏低

女装消费因其时尚性及差异化的消费需求，品牌集中度偏低。Euromonitor 统计数据显示，2016 年国内运动休闲、鞋类、男装、童装及女装前十大企业的市场份额分别为 74.00%、31.50%、16.60%、12.50%和 9.80%。女装行业的集中度在各细分品类中处于绝对低位，一方面在于女装市场较大的市场空间以及相对稳健的增长预期，另一方面则源于女性群体差异化的消费需求为主打细分风格、长尾市场的品牌提供了生存空间。

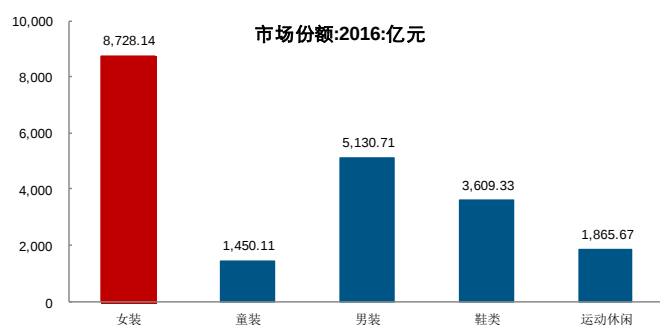
图 11：国内女装市场品牌集团度明显偏低



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

Euromonitor 统计数据显示，2016 年女装行业的终端零售规模分别为 8,728.14 亿元，是同期童装、男装、鞋类及运动休闲行业终端零售规模的 6.02 倍、1.70 倍、2.42 倍和 4.68 倍。从行业增长预期来看，2017 年至 2021 年女装行业年复合增速为 4.22%，增速虽低于处于快速成长期的运动休闲、鞋类及童装子行业，但受益于较大的市场规模，女装子行业仍以 413.26 亿元的年均零售额增量处于绝对领先水平。

图 12：2016 年女装终端零售规模为 8,728.14 亿元



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

女装行业更重视消费体验与客户资源维护，品牌企业更倾向于实施渠道精细化管理。对比上市公司渠道数量我们发现，成熟女装企业渠道数量明显低于男装。2016 年，A 股主要成熟女装企业歌力思、维格娜丝、安正时尚渠道数量分别为 474 家、189 家和 862 家，而定位大众的太平鸟整体渠道数量超过 4,000 家，其中 PEACEBIRD 女装品牌渠道规模为 1,626 家。同期，海澜之家渠道数量为 5,243 家，九牧王、中国利郎等传统男装企业渠道规模也在 2,000 家以上。

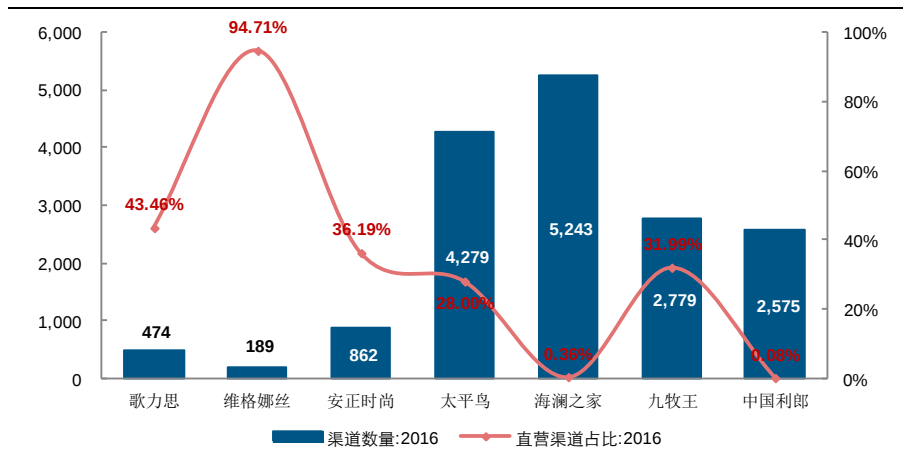
图 13：2017-2021 年，女装零售额年均增量为 413 亿元、CAGR 为 4.22%



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

在女装品牌开店空间相对有限的背景下，考虑到女性消费群体相对更强的消费需求以及日益提升的消费能力，女装企业更倾向于通过渠道精细化管理实现顾客资源有效挖潜。渠道结构层面，具备终端零售强管控、销售反馈及时高效特征的直营渠道更受女装品牌企业青睐。对比来看，2016 年成熟女装歌力思、维格娜丝和安正时尚直营渠道占比分别为 43.46%、94.71%和 36.19%，大众品牌太平鸟直营渠道占比为 28.00%；同期，男装企业海澜之家、九牧王和中国利郎直营渠道占比分别为 0.36%、31.99%和 0.08%。

图 14：女装企业渠道规模数量偏低，直营渠道占比处于较高水平



资料来源：公司公告，长江证券研究所

大淑女装本土品牌占优，钟情多品牌策略

成熟女装市场以国内品牌为主，国际品牌冲击相对有限。一般来说，综合考虑客户年龄与价格定位两方面特征，我们将女装市场划分为以定位大众、中档价格为主的“少淑女装市场”，以中高档价位为特征的“成熟女装市场”和定位高档价格区间、具有奢侈品消费特征的“奢侈女装市场”三大类。

表 2：女装市场划分及代表性品牌

女装分类	主要特征	代表性品牌
少淑女装	定位大众、中档价格	ONLY、VERO MODA、ZARA、H&M、UNIQLO、E-Land、Teenie Weenie、Etam、太平鸟等
成熟女装	中高档价位	玛丝菲尔、歌力思、朗姿、维格娜丝、雅莹、玖姿、哥弟、阿玛施等
奢侈女装	高档价位、奢侈品消费特征	Chanel、Dior、Prada、Burberry、Gucci、LV等

资料来源：安正时尚招股说明书，长江证券研究所

从竞争格局来看，少淑女装市场主要客群以关注产品性价比与时尚性的年轻女性为主，受众广阔且对价格敏感性较高，具备前沿时尚设计与成熟供应链体系优势的国际大众时尚与快时尚品牌具备较强的竞争力，国内品牌在产品企划以及供应链管控层面的能力偏弱。而奢侈品女装往往具备长时期的品牌沉淀以及独特的风格定位，重点面向高收入群体，销售渠道集中于一、二线城市高档百货商场，目前国内市场主要为一线国际品牌垄断，本土品牌较难与之匹敌。相对而言，国内女装品牌在成熟女装市场获得了较广泛的消费者认同并取得了较高的市场份额。公司招股说明书披露的资料显示，2015 年全国重点大型零售企业女装销售前十名的品牌中，剔除 4 个少淑女装品牌，剩余 6 个成熟女装品牌均为国内自主品牌，合计市场份额约为 7.41%。

国内成熟女装品牌之所以能够取得相对竞争优势主要源于精细的本土化运营以及国际品牌的竞争空白。一方面，成熟女装的客群集中于消费能力强且消费习惯成熟的中产阶级女性。本土品牌商具备更贴近消费人群的优势，能够有效地把控产品风格和版型，并通过主动营销等方式与消费者建立强联系，从而实现精细化客户运营、培养消费者忠诚度。另一方面，国际品牌对国内服装市场的冲击主要集中于对时尚性要求较高的平价少女装以及具备独特品牌风格和悠久历史底蕴的奢侈女装，同等价位的轻奢品牌主力消费品类集中于包袋等配饰类产品，对国内成熟女装的冲击有限。国际品牌在成熟女装市场的竞争缺位为国内品牌预留了充足的市场空间。

表 3：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

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%
CR10	-	20.43%	-	17.11%	-	14.29%

资料来源：公司公告，长江证券研究所（标红的为少女装品牌，其余为成熟女装品牌）

考虑到成熟女装品牌相对有限的开店空间，女装企业更倾向于通过搭建多品牌矩阵实现快速增长。代表性成熟女装企业如歌力思、维格娜丝、安正时尚等均采用并购或内部培育等方式搭建多品牌矩阵；2017 年上半年，上述三家企业主品牌收入占比分别为 53.79%、45.09%和 62.27%，初步建立了相对多元的品牌结构。对比来看，考虑到男装市场相对单一的品类和风格特征，男装企业发展往往更依赖主品牌。以海澜之家、九牧王和中国利郎为例，2017 年上半年主品牌营收贡献均在 80%以上；其中，具有“男裤专家”之称的九牧王在男式裤装单品类中建立了明显的竞争优势，男装产品在报表层面的营收贡献过半。

表 4：女装公司主品牌规模小且占比低，男装公司主品牌规模大且占比高（2017 年上半年，万元）

公司名称	品牌名称	品牌收入	品牌收入占比	公司名称	品牌名称	品牌收入	品牌收入占比
歌力思	ELLASSAY	38,832.38	53.79%	维格娜丝	VGRASS	36,228.78	45.09%
	LAUREL	4,120.47	5.71%		Teenie Weenie	43,092.20	53.63%
	Ed Hardy(X)	19,528.18	27.05%		吉祥云锦	1,023.20	1.27%
	IRO	9,711.72	13.45%	海澜之家	762,350.64	83.79%	
安正时尚	玖姿	38,895.16	62.27%	海澜之家	爱居兔	33,263.14	3.66%
	尹默	10,387.64	16.63%		圣凯诺	95,207.26	10.46%
	安正	4,060.29	6.50%		海一家	18,996.45	2.09%
	摩萨克	2,013.15	3.22%	JOEONE	105,304.57	93.69%	
	斐娜晨	4,018.78	6.43%	九牧王	FUN	5,592.96	4.98%
	安娜寇	2,846.12	4.56%		J1	1,403.48	1.25%
	其他	243.20	0.39%		其他	99.57	0.09%
	-	-	-		中国利郎	LILANZ	100,810.00
				L2	1,420.00	1.39%	

资料来源：公司公告，长江证券研究所（标红为女装公司对应主品牌、标蓝为男装公司对应主品牌）

摒除前期窠臼，步入改善周期

在前期行业调整阶段，安正时尚积极处理自身库存问题、推进渠道结构调整，并优化费用投向提升投放效率。为了更有效地解决产品库存累积问题，公司于 2014 年将加盟商换货政策调整为退货政策，并发展五季渠道统一消化过季产品，避免折扣促销对零售终端及品牌形象形成过大冲击。通过前期五季产品销售渠道对过季产品的有效消化，库存问题得到有效解决，存货库龄结构显著恢复。经历了 2015 年与 2016 年渠道调整，公司步入新一轮拓店周期。以玖姿和尹默为代表的成熟品牌为收入端稳增长提供支撑，而风格各异的新兴品牌储备则是支撑公司未来成长的重要战略布局。此外，为支持渠道精细化管理实现顾客资源有效挖潜，公司积极调整费用投向，在实施扩张性销售费用投放策略、强化一线销售人员激励的同时，合理压缩管理费用支出，通过降低管理层级提高管理效率。基于同业对比以及公司分步注销冗余销售子公司的策略选择，乐观估计管理费用率后续仍存 3%-5% 的优化空间。

借助五季渠道降解前期库存，实现轻装上阵

服装企业在制定产销计划的过程中往往面临着在库存问题与断货风险之间的权衡。由于最终产品非标且生产周期较长，为减少断货风险，企业往往倾向于在一定程度上放大订单规模。在终端销售环境较好的情况下，剩余库存规模可控且可通过打折促销的方式快速出清；一旦销售环境恶化，则容易形成极其严重的存货积压问题，不仅会造成资金占用问题、严重的还将威胁持续经营。考虑到女性消费群体对产品时尚性要求更高，在款式丰富程度提升的背景下，女装企业库存管控难度往往更大。

表 5：代表性女装企业存货跌价计提比例明显高于代表性男装企业²

库龄结构	存货跌价准备/存货账面金额							
	歌力思	维格娜丝	太平鸟	安正时尚	女装平均	海澜之家	九牧王	男装平均
新品	0.00%	0.00%	0.00%	2.85%	0.71%	0.00%	0.00%	0.00%
1年以内	0.00%	0.00%	6.93%	4.54%	2.87%	0.00%	1.06%	0.53%
1-2年	50.00%	10.00%	50.75%	27.73%	34.62%	3.17%	7.71%	5.44%
2-3年	100.00%	50.00%	79.11%	37.55%	66.66%	74.06%	53.37%	63.72%
3-4年	100.00%	100.00%	79.11%	65.92%	86.26%	74.06%	83.79%	78.92%
4年以上	100.00%	100.00%	79.11%	100.00%	94.78%	74.06%	83.79%	78.92%

资料来源：各公司公告，长江证券研究所

在终端消费环境恶化的背景下，2011 年前后服装行业出现了全行业的库存危机。梳理代表性中高端男女装品牌企业存货数据可以看出，该阶段歌力思、维格娜丝、安正时尚、七匹狼和九牧王等代表性企业存货期末账面余额占净资产的比例处于明显高位，其中安正时尚 2011 年 44.77% 的占比属于上述五家企业中的最大值。³

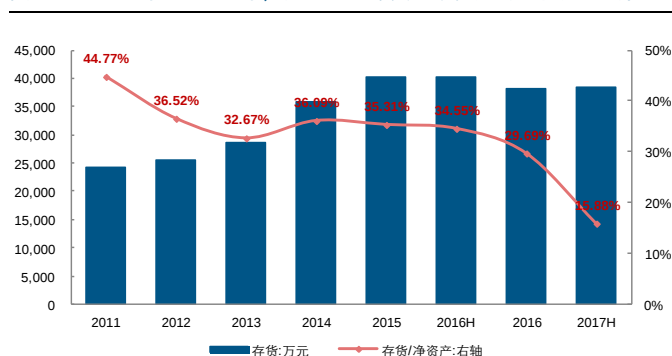
表 6：代表性中高端服装品牌企业 2011 年前后面临严重的存货问题

公司名称	存货/净资产					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
歌力思	30.64%	28.86%	29.34%	25.24%	11.79%	15.15%
维格娜丝	40.43%	43.04%	30.17%	15.84%	19.60%	18.17%
安正时尚	44.77%	36.52%	32.67%	36.09%	35.31%	29.69%
七匹狼	31.47%	13.04%	14.17%	15.20%	16.63%	17.11%
九牧王	18.15%	14.79%	13.83%	13.38%	13.63%	16.51%
均值	33.09%	27.25%	24.04%	21.15%	19.39%	19.33%

资料来源：Wind，长江证券研究所

为了更有效地解决产品库存累积问题，安正时尚于 2014 年调整退换货政策并发展五季渠道。在 2013 年实行的换货政策下，公司给予加盟商的换货比例限定为不超过 15%，对于个别长期合作加盟商客户，由加盟商提出申请，公司给予不超过 35% 换货比例。随着五季销售渠道的发展，公司在 2014 年起对加盟商实行限定比例的退货政策，在核算加盟商客户销售指标达成情况，制定退货比例。其中，若加盟商达到销售指标要求，则给予不超过 10% 的退货比例，若未能达到销售指标要求，则不予办理退货；对于个别长期合作加盟商，为支持、鼓励其业务发展，经加盟商申请，公司给予不超过 15%、35% 退货比例。在此基础上公司可统一消化过时、滞销产品，有效避免折扣促销对零售终端及品牌形象的影响。

图 15：2011 年至 2015 年，安正时尚存货占净资产的比例处于高位



资料来源：Wind，长江证券研究所

² 歌力思、维格娜丝采用公告的存货跌价准备计提政策，安正时尚取 2016 年数据，海澜之家、九牧王取 2015-2016 年均值，太平鸟因库龄结构变动较大取 2013-2016 年均值。

³ 此处采用期末存货账面价值，各公司间可能由于存货跌价准备计提政策差异导致统计结果不完全可比。

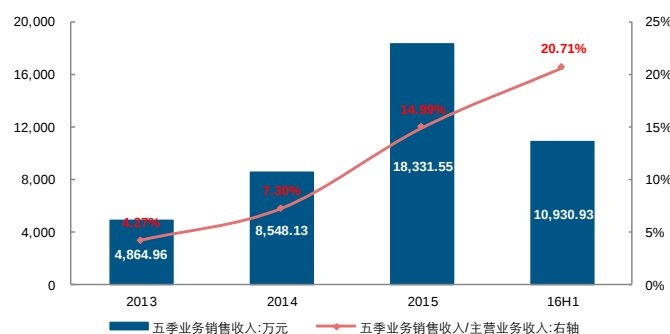
表 7：2014 年前后，安正时尚加盟商退换货政策由“换货”调整为“退货”

年底	政策	比例
2013 年	换货	一般加盟商：不超过 15%
		一些时尚度高、流行趋势变化快、竞争激烈，且公司拟大力开拓的区域：不超过 35%
2014 年及以后	退货	一般加盟商：不超过 10%
		个别规模较大的加盟商：不超过 15%
		一些时尚度高、流行趋势变化快、竞争激烈，且公司拟大力开拓的区域：不超过 35%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

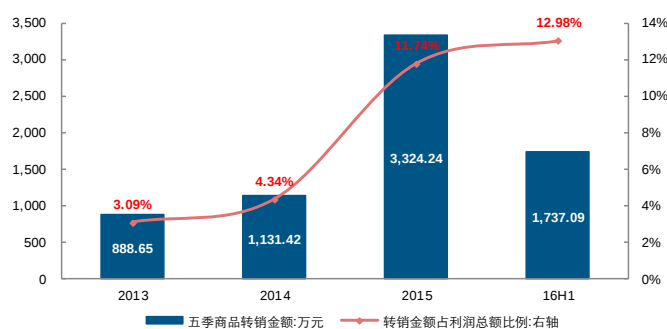
五季渠道统一消化过季产品，避免折扣促销对零售终端及品牌形象的形成过大冲击。为促进过季和滞销产品的消化，避免该类产品的折扣促销对公司终端零售门店与品牌形象的影响，并利用以奥特莱斯（Outlets）为代表的名品折扣零售业态，以及日趋成熟的电子商务，公司建立了线下、线上相结合的五季产品销售渠道。进入五季渠道的商品由商品部根据正价门店销售情况、库存情况进行筛选，与零售门店形成差异化定位。截至 2016 年中期，公司在全国共建立了 34 家五季门店，并在天猫商城与唯品会建立了线上品牌旗舰店；当期五季业务实现销售收入 10,930.93 万元，销售占比达 20.71%，其中五季商品转销金额为 1,737.09 万元，占利润总额的比例为 12.98%。

图 16：2013 年至 2016 年上半年，五季业务销售规模及占比迅速提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

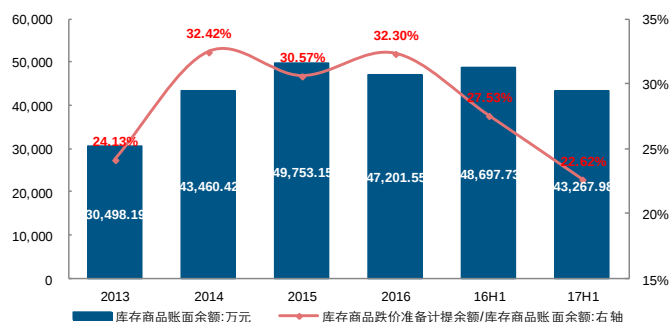
图 17：2013 年至 2016 年上半年，五季商品转销对利润贡献逐步提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

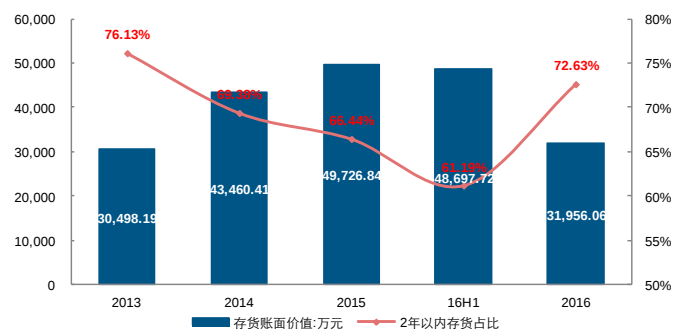
现阶段安正时尚库存问题得到有效解决，存货库龄结构显著恢复。通过前期五季产品销售渠道对过季产品的有效消化，2017 年上半年公司库存商品账面余额降低至 43,267.98 万元，库存商品跌价准备计提余额占库存商品账面余额的比例降至 22.62%。从存货库存结构来看，截至 2016 年末，公司存货账面余额同比降低 35.74% 至 31,956.06 万元，其中 2 年以内存货占比恢复至 72.63%，与 2013 年水平相当，后续过季库存压力显著降低。在库存问题有效解决的背景下，随着 O2O 商业模式的发展，公司于 2017 年推出互联网电商女装品牌“安娜寇”，希望复制多品牌、全渠道运营经验实现线上业务模式转型。

图 18: 截至 2017 年中报, 安正时尚存货跌价计提比例回归低位



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 19: 截至 2016 年, 安正时尚 2 年以内存货占比显著回升

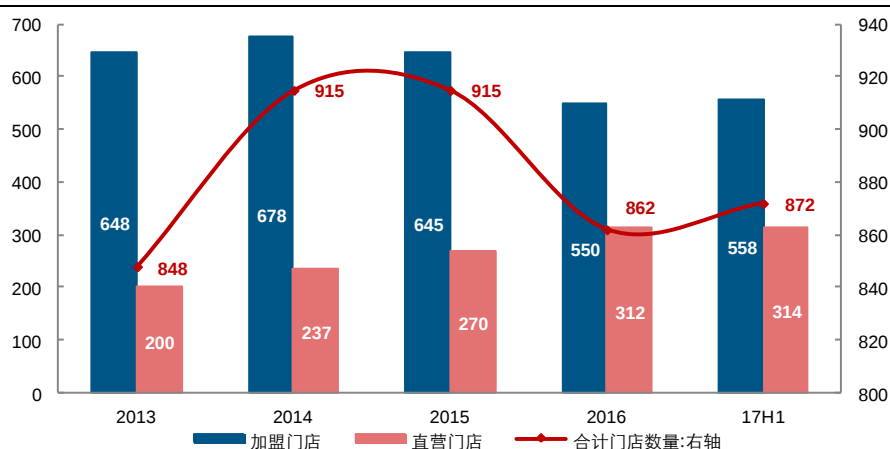


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

渠道调整接近尾声, 步入新一轮拓店周期

在利用五季渠道消化库存的同时, 安正时尚积极进行渠道调整。截至 2016 年底, 公司合计拥有门店数量 862 家, 同比减少 53 家; 其中, 拥有加盟门店 550 家, 同比减少 95 家, 拥有直营门店 312 家, 同比增长 42 家。在前期渠道调整接近尾声的基础上, 公司逐步步入新一轮拓店周期。截至 2017 年中期, 公司门店数量较 2016 年末增加 10 家至 872 家, 其中加盟门店增加 8 家、直营门店增加 2 家。

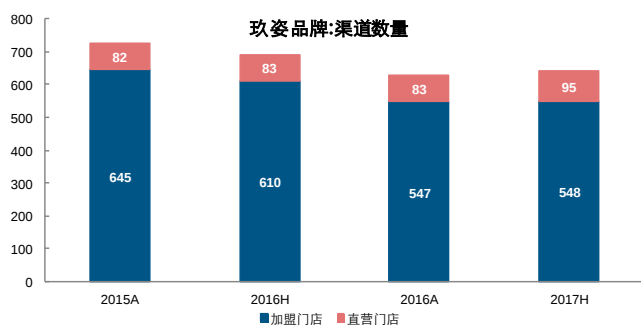
图 20: 安正时尚前期渠道调整接近尾声, 步入新一轮拓店周期



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

以玖姿和尹默为代表的成熟品牌渠道将迎来恢复性增长, 为收入端稳增长提供支撑。分品牌来看, 2016 年玖姿品牌门店数量同比显著减少 97 家至 630 家, 其中加盟门店数量大幅减少 98 家至 547 家, 直营门店数量新增 1 家至 83 家。2017 年玖姿品牌门店重回扩张阶段, 截至 2017 年中报, 玖姿品牌渠道数量较期初增长 13 家至 643 家, 其中加盟渠道增长 1 家、直营渠道增长 12 家。从收入端表现来看, 在渠道调整的基础上受益于店效的不断提升, 玖姿品牌营收自 2017 年上半年恢复增长, 实现 5.89% 的提升。

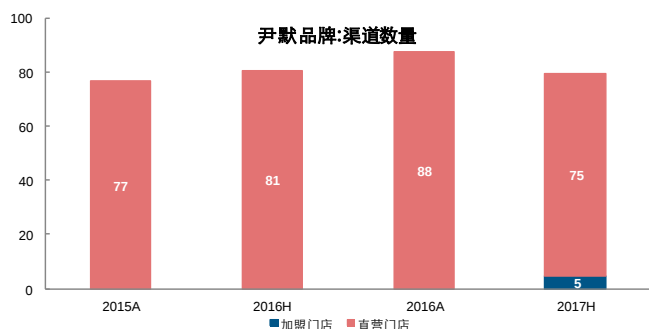
图 21：2017 年上半年，玖姿品牌渠道数量同比减少 50 家



资料来源：公司公告，长江证券研究所

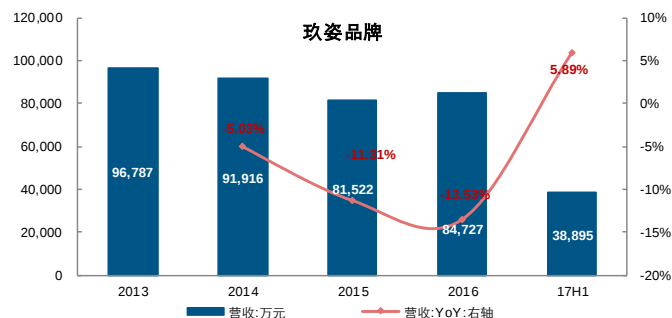
尹默品牌定位高于玖姿品牌，渠道扩张速度相对较慢且渠道结构以直营为主。2016 年底，尹默品牌渠道数量同比增长 11 家至 88 家，且全部为直营门店；2017 年上半年，渠道数量较期初减少 8 家，且有 5 家直营门店转为加盟。从收入表现来看，尹默品牌自 2014 年以来均维持两位数营收增长，其中 2017 年上半年营收同比增长 10.99% 至 10,387.64 万元。在前期渠道规模稳健扩张以及终端店铺精细化运营的基础上，尹默的品牌认知度以及用户粘性得到显著提升，为后续扩张打下了基础。

图 23：2017 年上半年，尹默品牌渠道数量同比减少 1 家

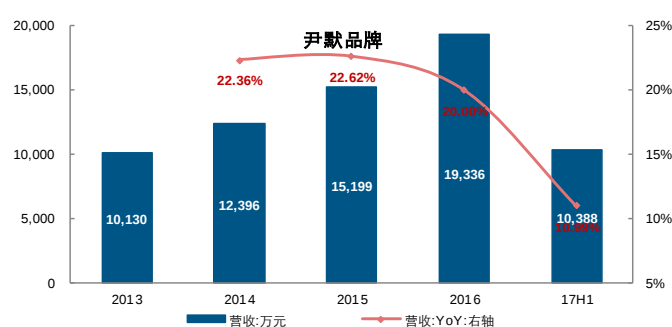


资料来源：公司公告，长江证券研究所

在推进销售渠道调整的同时，安正积极对主品牌玖姿进行产品年轻化调整并下调价格带，进一步扩大受众范围，夯实拓店基础。受高昂的渠道运营成本影响，成熟女装定价倍率相对较高。代表型女装企业直营业务毛利率水平基本相当，2017 年上半年安正时尚直营业务毛利率为 74.02%，同期维格娜丝、歌力思分别为 69.43%、75.47%。从安正自身毛利率水平变动趋势来看，受折扣促销以及产品价格带下移影响，2017 年上半年直营业务毛利率同比降低 5.49 个百分点。从绝对定价水平来看，主品牌玖姿的代表性品类定价明显低于采取品牌提档战略的维格娜丝。

 图 22：2017 年上半年，玖姿品牌营收同比增长 5.89%⁴


资料来源：公司公告，长江证券研究所

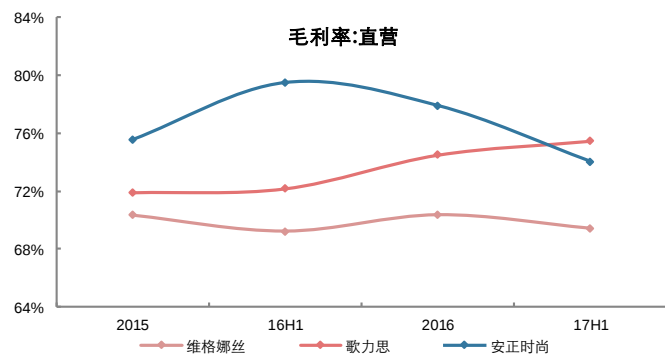
 图 24：2017 年上半年，尹默品牌营收同比增长 10.99%⁵


资料来源：公司公告，长江证券研究所

⁴ 自 2016 年年报起通过五季渠道销售各品牌的产品，根据其所属品牌进行划分归类，未单列五季渠道销售收入、成本等数据，故 2016 年前后数据因统计口径变更不可比。

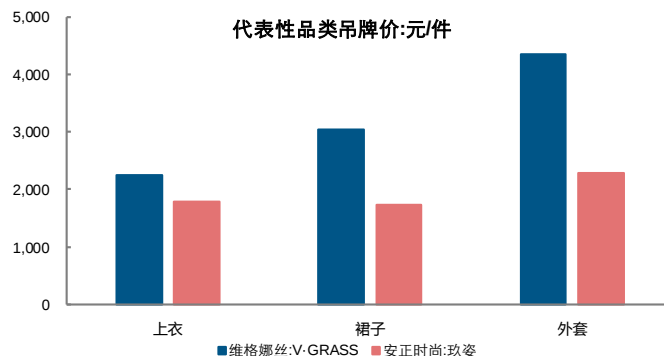
⁵ 自 2016 年年报起通过五季渠道销售各品牌的产品，根据其所属品牌进行划分归类，未单列五季渠道销售收入、成本等数据，故 2016 年前后数据因统计口径变更不可比。

图 25：2017 年上半年，安正时尚直营业务毛利率同比降低 5.49pct



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 26：玖姿品牌代表性品类定价低于 V-GRASS



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

拟投资募投资金 5.13 亿推进营销网络建设。参照公司早期募投项目规划，拟优化升级直营门店 117 家、开拓新增直营门店 179 家。其中，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%；运营业态方面，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”品牌旗舰专卖店。考虑到渠道业态由以街边专卖店为主向以中高端商场和城市综合体商场店为主转变，公司公告变更以购置店铺的方式新建 3 家“玖姿”品牌旗舰专卖店的募投项目，改为在全国新建共计 85 个“玖姿”品牌和“尹默”品牌商场店。考虑到公司已于 2017 年上半年完成玖姿和尹默品牌的全渠道建设及全渠道营销，后续两大成熟品牌渠道效率挖潜以及渠道规模扩张为公司收入端稳健增长提升了支撑。

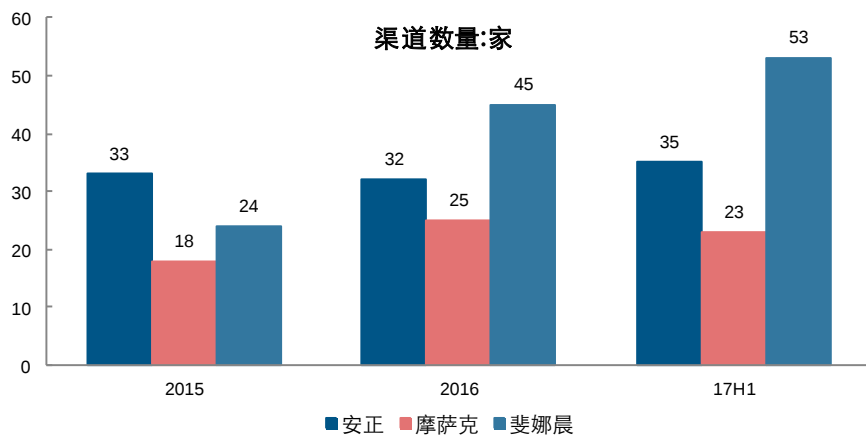
表 8：安正时尚“营销网络建设”项目变更前后对比（万元、家）

状态	项目内容	店铺类型	新开店数量	拟投入募投资金
变更前	以商场联营与店铺租赁的方式	商场店	143	31,272.13
		购物中心店	28	
		专卖店	5	
	购置店铺	品牌旗舰专卖店	3	20,000
变更后	以商场联营与店铺租赁的方式	商场店	143	31,272.13
		购物中心店	28	
		专卖店	5	
	以商场联营的方式	玖姿品牌商场店	49	11,400
		尹默品牌商场店	36	8,600

资料来源：公司公告，长江证券研究所

新兴品牌储备是支撑公司未来成长的重要战略布局。在运营“玖姿”主品牌以及高端女装品牌“尹默”的基础上，公司先后于 2012 年创立高端男装品牌“安正”，于 2014 年收购中淑女装新兴品牌“摩萨克”和“斐娜晨”，并在 2017 年打造了互联网电商女装品牌“安娜寇”，逐步建立起风格鲜明互补、市场定位差异有序的成熟男女时装品牌矩阵。考虑到新兴品牌的知名度相对较低、前期营销投入较大，目前渠道结构以直营为主且渠道扩张相对谨慎。截至 2017 年 6 月，安正/摩萨克/斐娜晨店铺数量分别为 35 家/23 家/53 家，其中仅斐娜晨拥有 5 家加盟店铺、其余均为直营店铺。

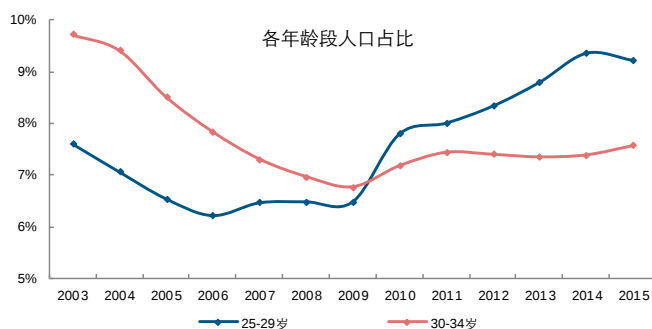
图 27：储备新兴品牌是公司未来成长的重要支撑



资料来源：公司公告，长江证券研究所

在年轻消费群体规模迅速扩张的基础上，产品风格年轻化且价格带相对较低的新兴品牌有望获得更快增长。25-29 岁/30-34 岁人口占比自 2009 年 6.48%/6.76%提升至 2015 年 9.21%/7.56%。消费欲望最为强劲的新世代人群规模提升打开了年轻化品牌的成长空间。具体到公司层面，虽然 2017 年以来主品牌玖姿下移了产品价格带，但整体定位仍主打成熟女装。新兴品牌斐娜晨以及摩萨克产品风格更加年轻，相对较低的价格带也更利于新生代消费群体接受；考虑到现阶段新兴品牌渠道规模相对偏低，在以购物中心为代表的渠道业态升级的背景下，较低的渠道较换成本亦利于品牌后续发展。

图 28：25-29 岁及 30-34 岁人口占比显著提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

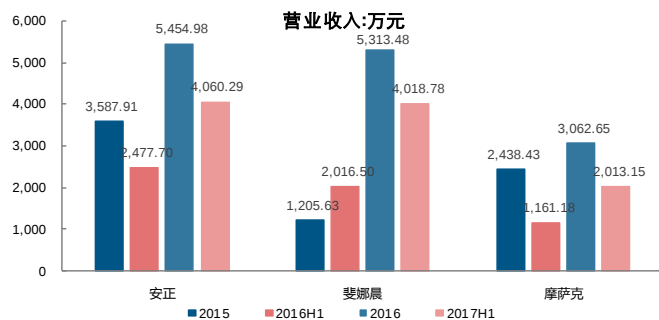
表 9：安正时尚旗下品牌代表性品类价格带（元）

	玖姿	斐娜晨	摩萨克
上衣	980-2,580	890-1,690	500-1,999
裙子	1,580-3,380	1,090-2,690	1,000-1,999
外套	1,580-4,580	1,990-3,690	500-2,499

资料来源：公司官网，长江证券研究所

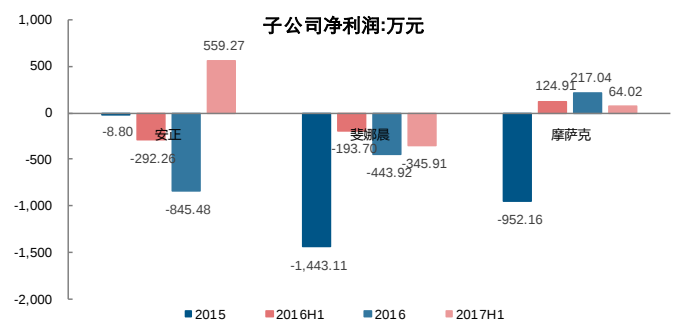
公司在成熟品牌玖姿和尹默上的运营经验能够迅速复制到新兴品牌，且前期积累的供应链、仓储物流及信息系统资源能够实现有效共享。在渠道规模扩张相对谨慎的情况下，得益于有效的产品运营，新兴品牌收入规模得到较快扩张，且有望在 2017 年实现盈亏平衡。截至 2016 年安正、摩萨克、斐娜晨收入体量分别为 5,454.98 万元、3,062.65 万元和 5,313.48 万元，对应 2014-2016 年营收年复合增速分别为 35%、66%和 751%。特别地，公司于 12 月 28 日公告拟向斐娜晨服饰品牌研发、设计负责人陈静静女士转让斐娜晨服饰 5%的股权、向斐娜晨服饰总经理黄永强先生通过上海斐晨转让斐娜晨服饰 15%股权。此次股权转让有望理顺经营者与所有者利益，促进斐娜晨品牌快速发展与品牌提升。

图 29：新兴品牌渠道扩张速度相对稳健



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 30：安正/摩萨克/斐娜晨销售子公司有望逐步走向盈利

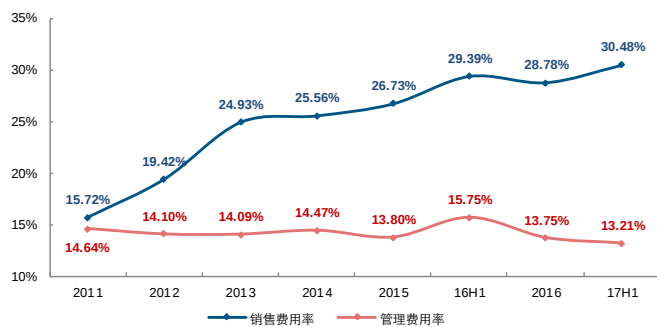


资料来源：公司公告，长江证券研究所

鼓励一线营销压缩管理层级，优化费用投放

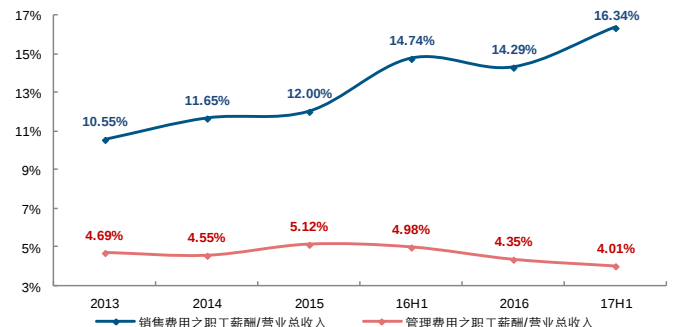
在前期库存及渠道问题调整结束、重启新一轮拓店周期的同时，公司积极调整费用投向，优化投放效率。简单来说，公司的费用投放即在实施扩张性销售费用政策的基础上精简管理层级、压缩管理费用。在前期渠道调整的基础上，受销售收入增速下滑以及营销费用投放刚性影响，2011年至2016年销售费用率由15.72%持续提升至28.78%；2017年以来，在重启扩张政策的背景下公司进一步加大销售费用投放，上半年销售费用率同比提升1.09个百分点至30.48%。特别地，在优化终端店效的整体目标下，公司自2015年以来持续加大销售人员激励，2017年上半年销售人员职工薪酬占营业总收入的比例较2015年提升4.34个百分点至16.34%。此外，公司持续压缩管理费用支出，管理费用率由2011年14.64%降低至2017年上半年的13.21%；其中，管理人员薪酬占营业总收入的比例下滑至4.01%。

图 31：安正时尚在实施扩张性销售费用政策的基础上压缩管理费用



资料来源：Wind，长江证券研究所

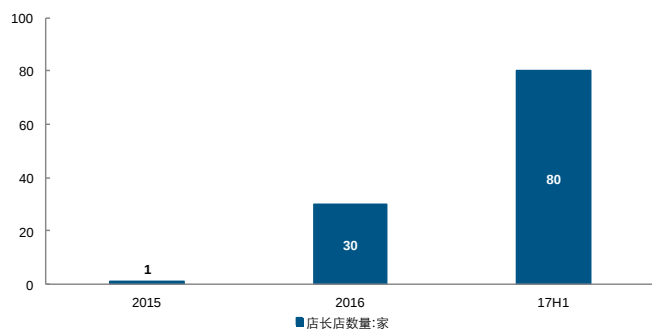
图 32：安正时尚自 2015 年以来持续加大销售人员激励



资料来源：公司公告，长江证券研究所

大力挖潜渠道效率，推进“店长店”模式试点并强化销售人员激励。考虑到女性消费群体相对更强的消费需求以及日益提升的消费能力，女装企业更倾向于通过渠道精细化管理实现顾客资源有效挖潜。为调动终端销售积极性，公司在整体销售费用投向上逐步减少传统广告及业务宣传费用占比，转而强化对一线销售人员的激励。2015年以来销售费用中职工薪酬占比持续提升，商场费用与业务发展保持同步、占比相对平稳，房租、水电和物业管理费以及广告及业务宣传费占比呈下行趋势。在具体操作层面，公司于2015年开始对终端店铺推行“店长店”模式试点；截至2017年上半年，合计试行店铺数量达80家，试行店铺业绩同比增幅在10%-30%区间。

图 33：截至 2017 年上半年，公司试行的“店长店”数量提升至 80 家

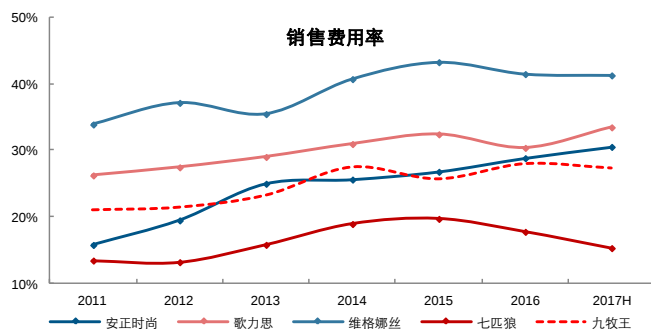


资料来源：公司公告，长江证券研究所

销售费用率水平与企业渠道结构选择紧密相关。考虑到终端渠道运营权限归属差异，直营占比较高的女装企业销售费用率明显高于以加盟渠道为主的男装企业。此外，受前期终端零售表现趋弱以及销售费用支出相对刚性影响，2011 年至 2015 年代表型男女装企业销售费用率呈显著提升趋势。2016 年以来受益于终端销售复苏，维格娜丝、七匹狼、九牧王销售费用率有所回落，歌力思以及安正时尚因再度步入多品牌渠道扩张战略阶段，销售费用率呈提升趋势。考虑到歌力思与安正时尚相对趋同的渠道结构⁶，对比最近年度两者销售费用率水平可以发现，安正时尚销售费用率水平仍有一定提升空间。

销售费用支出结构也能侧面反映企业营销重点。一般而言，品牌企业销售费用主要集中于职工薪酬、商场及店铺费用、广告宣传费以及装修费等四大类。对比男女装代表性企业销售费用投向我们发现，以七匹狼和九牧王为代表的传统男装企业更加重视公司层面统一的广告宣传投放；而专注终端渠道效率挖潜、重视客群维护的成熟女装企业则更加重视一线销售人员激励，销售费用中的职工薪酬占比处于较高水平。安正时尚职工薪酬占销售费用的比例在三家女装企业中最高，考虑到其直营渠道占比相对较低，我们可以粗略判断其营销重点即在于通过强化一线销售人员激励实现更强的客户黏性以及更高效的销售转化。

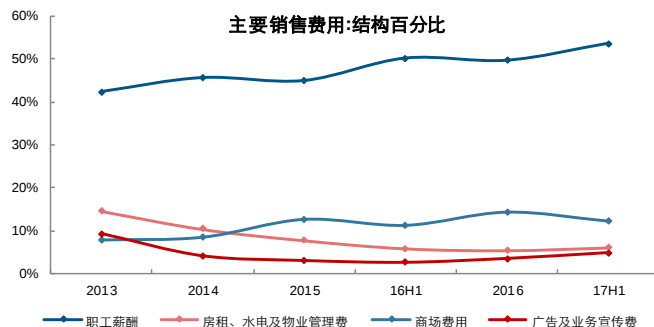
图 35：安正时尚销售费用率在三家女装企业中处于较低水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

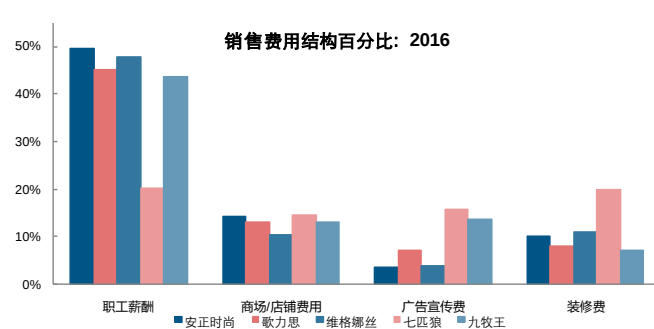
注销子公司，降低管理层级、提高管理效率。公司在上市之初共设立了 11 家品牌直营销售子公司负责各地及各品牌直营门店的建设运营、财务核算，主要包括玖姿品牌旗下

图 34：安正时尚销售费用中职工薪酬占比持续提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 36：安正时尚销售费用中职工薪酬占比处于同业较高水平



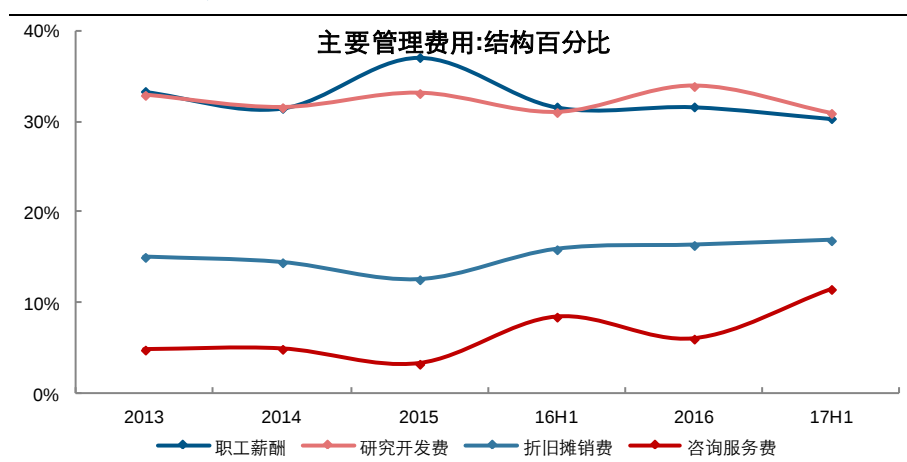
资料来源：公司公告，长江证券研究所

⁶ 2016 年成熟女装歌力思、维格娜丝和安正时尚直营渠道占比分别为 43.46%、94.71% 和 36.19%。

北京萱姿、成都萱姿、湖南萱姿、山东萱姿、上海艳姿、沈阳萱姿等 6 大销售子公司，尹默、安正、摩萨克、斐娜晨等四大品牌独立的销售子公司及负责五季业务的上海安喆。为便于同各联营商场的统一结算管理，减少管理层级并提高管理效率，公司自 2015 年下半年起陆续将玖姿品牌各销售子公司的商场联营店转入上海艳姿进行统一结算，并于 2017 年 4 月公告拟注销全资子公司沈阳萱姿、北京萱姿、山东萱姿和湖南萱姿，截至 10 月沈阳萱姿已完成注销。

从管理效率优化的角度来看，自从销售子公司结算管理业务集中划转以来，公司管理费用率显著降低，自 2014 年 14.47% 降至 2017 年上半年 13.21%。从管理费用支出结构来看，2015 年以来结构占比持续增长的项目主要包括折旧摊销费以及咨询服务费，管理人员职工薪酬占比呈显著降低趋势。

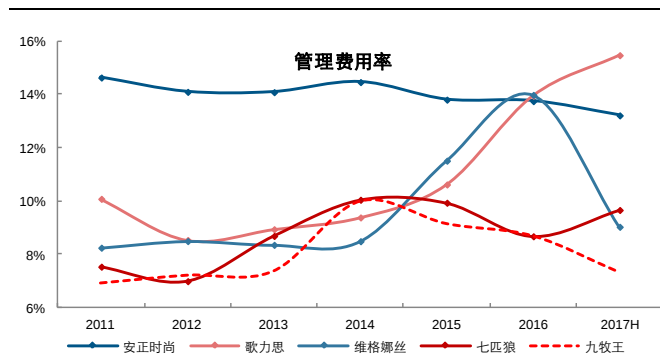
图 37：2015 年以来，安正时尚管理费用中职工薪酬占比呈下降趋势



资料来源：公司公告，长江证券研究所

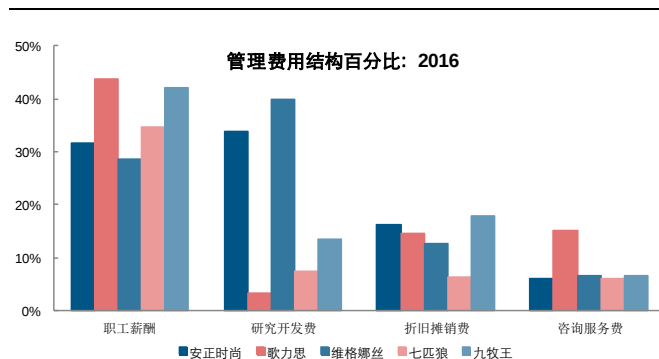
对比来看，安正时尚管理费用率处于同业较高水平，后续仍存一定优化空间。男装代表企业七匹狼和九牧王费用管控能力较强，管理费用率处于相对低水平窄幅波动状态。女装企业中，歌力思和维格娜丝 2014 年之前管理费用率显著低于安正时尚，表现出相对较高的管理效率；2015 年以来随着业务结构调整以及外延扩张战略推进，两家企业的管理费用率均出现较大波动。相对而言，安正时尚管理费用率水平是 5 家可比公司中的最高水平，自 2014 年推进销售子公司结算管理业务集中划转以来，管理费用率水平出现较显著的下行趋势，乐观来看后续仍存 3%-5% 的优化空间。

图 38：安正时尚管理费用率处于同业较高水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 39：安正时尚管理费用中研究开发费占比处于同业较高水平



资料来源：公司公告，长江证券研究所

内控得当外延可期， 安正再启新征途

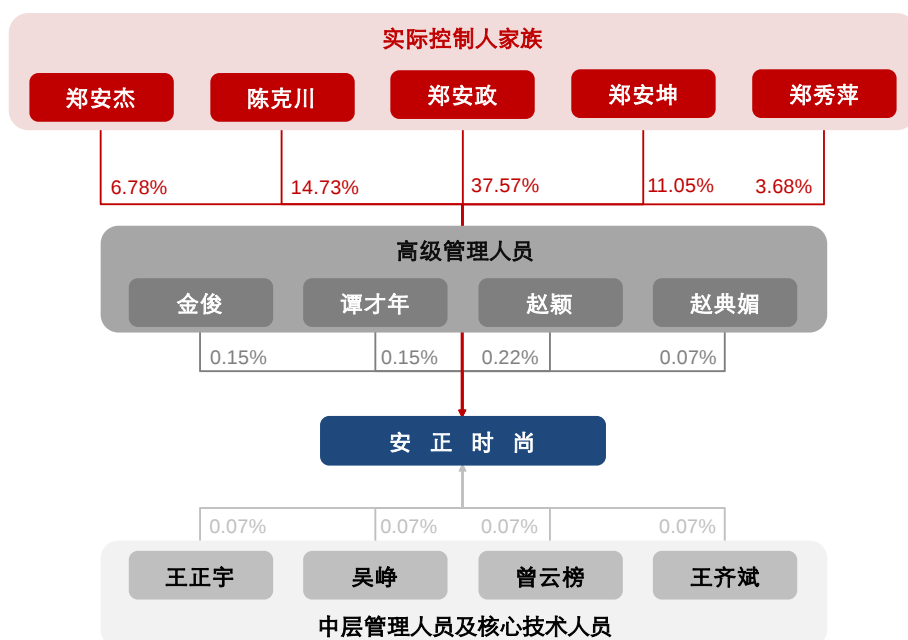
在前期库存有效消化、渠道规模重回扩张的背景下，安正时尚顺势推出三级激励方案实现内部利益深度绑定。公司在上市之前即已授予核心管理层及业务骨干股权，上市以后进一步扩大激励范围，相继推出包括限制性股权激励方案、“店长店”模式以及子品牌核心管理层持股在内的三级激励方案，进一步完善内部激励、强化高增长信心。此外，截至 2017 年中报，公司账上类现金资产规模增至 13.54 亿元。充足的现金资产不仅有望显著减轻短期财务费用压力、增厚公司业绩，更能为公司打造多品牌时尚产业集团的扩张战略提供强有力支撑。

推出三级激励方案，实现内部利益深度绑定

安正时尚集团股份有限公司成立于 2008 年，由郑安政及其亲属共同出资设立，总部位于浙江海宁。公司股东以自然人股东为主，郑安政为控股股东、实际控制人，并担任公司董事长、总经理，截至 2017 年中报持股比例为 37.57%。陈克川、郑安坤及郑秀萍为郑安政亲属，并担任公司董事或者高级管理人员，截至 2017 年中报持股比例分别为 14.73%、11.05%和 3.68%；此外持股 5%以上股东郑安杰亦为郑安政亲属。

除实际控制人亲属以外，公司在上市之前即已授予核心管理层及业务骨干股权，利益充分绑定。截至 2017 年中报，公司高级管理人员金俊、谭才年、赵颖、赵典媚分别持有公司股份 42 万股、42 万股、63 万股和 21 万股，占总股本的比例为 0.15%、0.15%、0.22%和 0.07%。此外，公司中层管理人员或核心技术人员王正宇、吴峥、曾云榜、王齐斌各持有公司股份 21 万股，分别占总股本的 0.07%。⁷

图 40：安正时尚股权结构图（截至 2017 年中报）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

7 根据安正时尚招股说明书披露的信息，王正宇、吴峥、曾云榜、王齐斌分别为公司品牌管理中心总监、研发中心总监、生产中心总监和信息物流中心总监。

表 10：安正时尚核心高管薪酬（2016 年）及截至 2017 年中报持股情况（单位：万股、万元）⁸

姓名	职务	薪酬	期末持股数	期末参考 持股市值	薪酬与期末 持股市值合计
郑安政	董事长,总经理	48.96	10,710	290,455	290,504
陈克川	副董事长	41.7	4,200	113,904	113,946
郑安坤	董事	27.09	3,150	85,428	85,455
郑秀萍	副总经理	26.51	1,050	28,476	28,503
赵颖	副总经理	122.44	63	1,709	1,831
金俊	副总经理	94.9	42	1,139	1,234
谭才年	副总经理,财务总监, 代董事会秘书	91.86	42	1,139	1,231
赵典媚	副总经理	75.22	21	570	645

资料来源：公司公告，长江证券研究所

上市以来，公司进一步扩大激励范围，相继推出包括限制性股权激励方案、“店长店”模式以及子品牌核心管理层持股在内的三级激励方案，进一步强化内部激励：

➤ 颁布限制性股权激励方案扩大激励范围，并确立高速业绩增长承诺

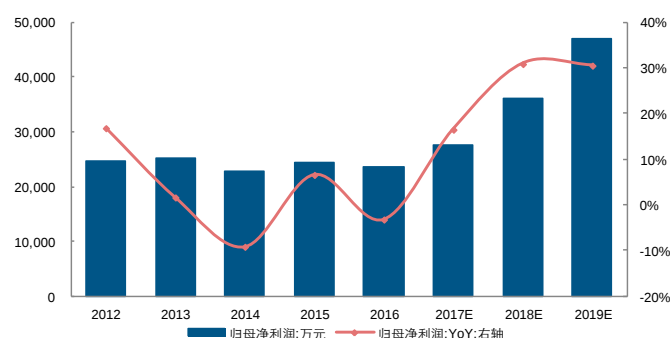
2017 年 8 月，公司披露《2017 年限制性股票激励计划（草案）》，计划授予 610.1 万股限制性股票，其中首次授予计划为以 12.81 元/股的价格向包括 2 名高层管理人员和 170 名中层管理人员及业务骨干授予 488.1 万股。参照 10 月公告的授予结果，受部分激励对象自愿放弃全部或部分限制性股票影响，该次激励计划实际授予数量调整为 402.06 万股，授予人数调整为 147 人。本次激励范围较公司上市之前对核心管理层及业务骨干的激励范围进一步扩展。此外，在主品牌渠道、库存调整接近尾声及新品牌快速扩张的背景下，公司确立高速业绩增长承诺，2017 年、2018 年、2019 年度净利润不低于 2.75 亿元、3.60 亿元、4.70 亿元⁹，对应 2016 年至 2019 年归母净利润年复合增速为 25.81%。

表 11：安正时尚限制性股票激励计划授予情况（单位：人、万股）

分类	参与 人数	授予 数量	占股权激励 计划比例	占授予时 总股本比例
高层管理人员	1	33.00	6.76%	0.12%
中层管理人员及 业务骨干	146	369.06	75.61%	1.29%
合计	147	402.06	82.37%	1.41%

资料来源：公司公告，长江证券研究所（2017 年 10 月 11 日公告信息）

图 41：参照安正时尚业绩承诺，2016-2019 年归母净利 CAGR 超过 25%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

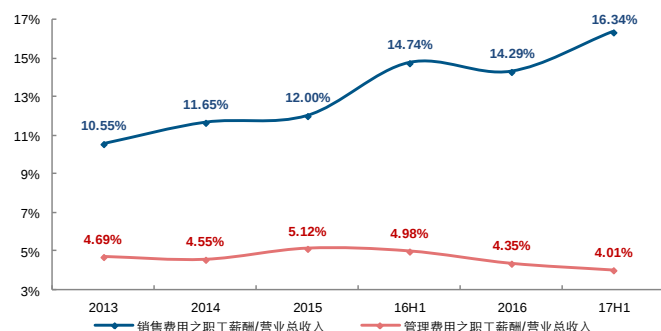
⁸ 2017 年 4 月 28 日，公司聘任谭才年为公司董事会秘书；2017 年 6 月 30 日，公司副总经理赵典媚女士因退休辞去公司副总经理职务。

⁹ 此处承诺业绩不考虑股权激励成本影响。

➤ 扩大“店长店”模式试点，强化一线销售人员激励

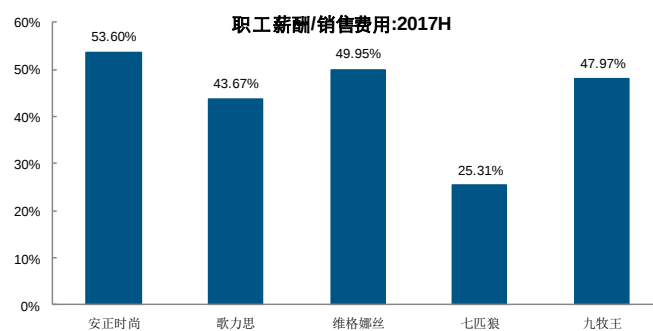
参考我们在前一章对安正时尚费用投放策略的讨论，在成熟品牌店效提升以及新品牌快速扩张的总体发展战略指引下，公司实施扩张性的销售费用投入策略以及相对紧缩的管理费用投放策略。具体操作层面，公司于 2015 年开始对终端店铺推行“店长店”模式试点，通过强化一线销售人员激励实现终端客户资源有效挖潜。从实施结果来看，2015 年以来公司销售员薪酬占营业收入的比例加速提升，同期职工薪酬占销售费用的比例也处于可比公司中最高水平；截至 2017 年上半年，合计试行店铺数量达 80 家，试行店铺业绩同比增幅在 10%-30% 区间。

图 42：2013 年以来，安正时尚销售人员薪酬占营收的比重持续提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 43：安正时尚销售费用中职工薪酬占比处于较高水平

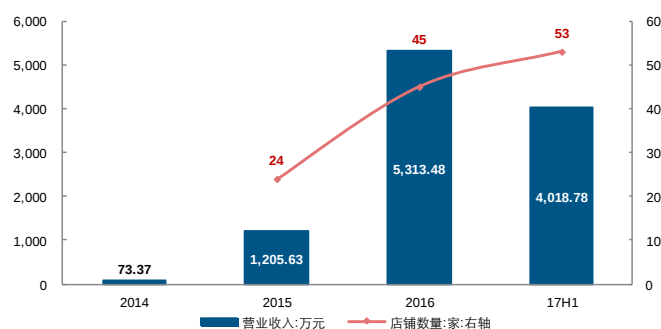


资料来源：公司公告，长江证券研究所

➤ 释放少数股权激励品牌运营团队，强化新品牌扩张决心

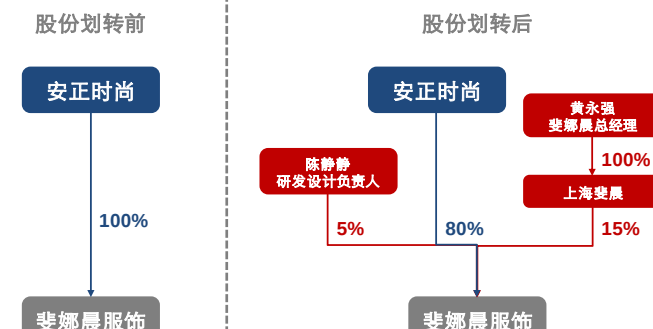
公司于 12 月 28 日发布公告，拟向斐娜晨服饰品牌研发、设计负责人陈静静女士转让斐娜晨服饰 5% 的股权、向斐娜晨服饰总经理黄永强先生通过上海斐晨转让斐娜晨服饰 15% 股权。斐娜晨自 2014 年被公司收购以来，积极运用集团前期在渠道及供应链层面的资源积累，实现了自身业务规模的快速扩张；截至 2017 年中报，合计店铺数量达 53 家，实现营业收入 4,018.78 万元，同比增长 99.29%。此次释放 20% 股权激励核心品牌运营团队，有望理顺经营者与所有者利益，强化斐娜晨品牌扩张决心。

图 44：2014 年以来，斐娜晨业务规模快速扩张



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 45：安正时尚拟转让斐娜晨 20% 股权激励品牌团队



资料来源：公司公告，长江证券研究所

账上资金充足，为后续外延发展储备充足弹药

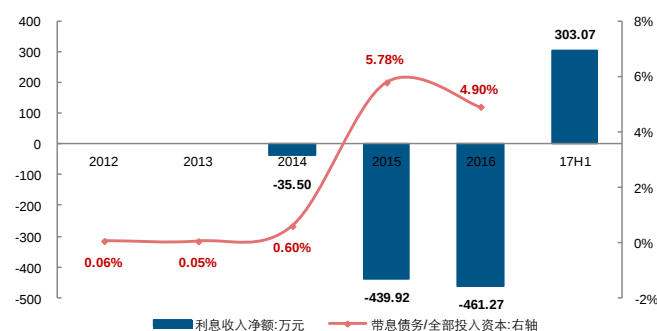
安正时尚于 2017 年 1 月 6 日获证监会公开发行股份上市核准，于 2017 年 2 月 14 日在上交所挂牌上市。公司募集资金总额为 119,574.28 万元，扣除 8,119.17 万元发行费

用后净额投资于“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”以及“补充流动资金等其他与主营业务相关的营运资金”等项目。公司挂牌上市不仅便利其借助多元化的融资手段支撑长期发展战略，还有助于改善短期资产负债结构、减轻财务费用压力。

募投资金到位有望显著减轻短期财务费用压力，增厚公司业绩。截至 2017 年中报，安正时尚利息净收入为 303.07 万元，对应 2015 年和 2016 年利息净收入分别为-439.92 万元和-461.27 万元。考虑到截至 2017 年中报公司合计理财产品规模为 10.78 亿元，以 5% 的净收益和 6 个月的持有限期粗略测算，有望增厚投资收益 2,695 万元。投资收益增加叠加财务费用减省，有望增厚安正时尚 2017 年业绩超过 3,000 万元。

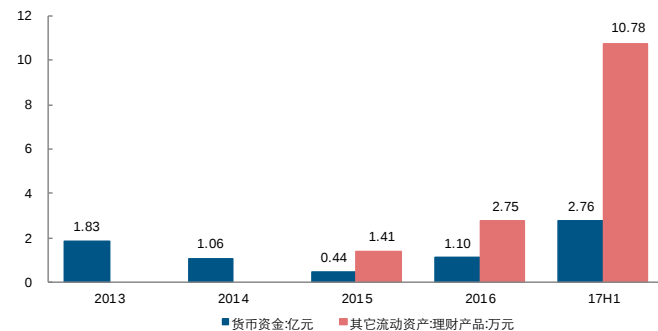
账上现金充足及融资渠道多元化，为公司中长期战略扩张提供支撑。截至 2017 年中报，公司货币资金余额为 2.76 亿元，考虑理财产品额度合计拥有类现金资产 13.54 亿元。此外，受益于以加盟为主的零售渠道业务模式，稳健的经营性现金流也为外延发展提供了支撑。上市以来，公司先后以 4,900 万元受让创新营销公司创文化 4.9% 的股份并向香港子公司安诺集团增资 4,375 万港元支撑海外投资发展需要。安正时尚致力于打造以多品牌矩阵为基础的时尚品牌集团，充足的账上现金、稳定的经营性现金流以及多元化的融资渠道为后续外延发展提供了强有力的支撑。

图 46：安正时尚上市以来获得显著利息净收益



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 47：截至 2017 年中报，安正时尚类现金资产规模增至 13.54 亿元



资料来源：公司公告，长江证券研究所

大股东发布增持方案，稳定长期发展信心

安正时尚实际控制人郑安政先生于 2017 年 12 月 15 日发布增持股份计划公告，拟于公告披露之日起 6 个月内，以自有资金累计增持金额不低于 1,000 万元、不高于 2,000 万元的公司股份。在积极优化发展规划，密集推出三级激励方案、承诺高速增长业绩目标的背景下，大股东进一步发展增持方案有望稳定公司长期发展信心。

现阶段，公司已顺利消化前期累积库存并完成渠道结构调整，在主品牌效率改善、新品牌加速扩张的背景下，有望顺利实现限制性股权激励计划中的业绩承诺目标；后续以多品牌并购为主的战略发展目标有望进一步打开公司成长空间，提升增长预期。我们看好公司“夯实根基+聚合外力”的多品牌时尚产业集团发展策略，预计 2017/2018/2019 年归母净利润增速为 19%/33%/27%，对应 EPS 为 0.97 元/1.28 元/1.63 元，对应 PE 估值为 24.01 倍/18.12 倍/14.26 倍，上调至“买入”评级。

表 12: 安正时尚分品牌收入拆分及预测

品牌	项目	2016	2017E	2018E	2019E
玖姿	营业收入:万元	84,726.89	88,684.20	94,132.50	99,137.50
	营业收入:YoY	-13.53%	4.67%	6.14%	5.32%
	店铺数量:家	630	665	710	740
	同店增速		8%	5%	3%
	毛利率	68.19%	68.05%	68.00%	68.00%
尹默	营业收入:万元	19,336.31	22,128.75	23,046.25	25,906.50
	营业收入:YoY	20%	14.44%	4.15%	12.41%
	店铺数量:家	88	85	105	120
	同店增速		5%	3%	1%
	毛利率	80.80%	80.50%	80.00%	80.00%
安正	营业收入:万元	5,454.98	8,280.00	10,350.00	12,650.00
	营业收入:YoY	28.9%	51.79%	25.00%	22.22%
	店铺数量:家	32	40	50	60
	同店增速		10%	5%	5%
	毛利率	69.15%	69.60%	69.50%	69.20%
斐娜晨	营业收入:万元	5,313.48	9,637.50	16,400.00	20,800.00
	营业收入:YoY	337.27%	81.38%	70.17%	26.83%
	店铺数量:家	45	90	140	170
	毛利率	80.60%	80.50%	80.00%	80.00%
摩萨克	营业收入:万元	3,062.65	4,200.00	6,560.00	13,200.00
	营业收入:YoY	6.99%	37.14%	56.19%	101.22%
	店铺数量:家	25	17	65	100
	毛利率	73.58%	72.00%	68.00%	68.00%
安娜寇	营业收入:万元		7,000.00	14,000.00	21,000.00
	营业收入:YoY			100.00%	50.00%
	毛利率		45.00%	46.00%	49.00%
其他	营业收入:万元	2,722.92	2,859.07	3,002.02	3,152.12
	营业收入:YoY	3304.21%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	54.65%	25.00%	55.00%	55.00%
合计	营业收入:万元	120,617.23	142,789.52	167,490.77	195,846.12
	营业收入:YoY	-1.53%	18.38%	17.30%	16.93%
	毛利率	70.63%	69.03%	68.85%	68.69%
	店铺数量:家	862	935	1,111	1,233
	其中:集合店:家	5	3	3	3

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 (蓝色斜体为假设值)

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1206	1428	1675	1958
增长率(%)	-2%	18%	17%	17%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	236.0	280.1	371.3	471.7
增长率(%)	-3%	19%	33%	27%
每股收益(元)	1.10	0.969	1.284	1.632
净资产收益率 (%)	19.7%	10.0%	11.7%	12.9%
每股经营现金流 (元)	1.59			

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1206	1428	1675	1958	货币资金	110	683	1349	2020
营业成本	354	442	522	613	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	852	986	1153	1345	应收账款	108	128	150	176
%营业收入	70.6%	69.0%	68.8%	68.7%	存货	381	447	503	572
营业税金及附加	20	24	28	32	预付账款	9	11	13	15
%营业收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	其他流动资产	298	321	359	387
销售费用	347	445	500	549	流动资产合计	905	1589	2373	3169
%营业收入	28.8%	31.1%	29.8%	28.0%	可供出售金融资产	13	13	13	13
管理费用	166	197	217	224	持有至到期投资	0	1000	700	500
%营业收入	13.8%	13.8%	13.0%	11.5%	长期股权投资	0	5	10	15
财务费用	5	0	-4	-6	投资性房地产	45	45	45	45
%营业收入	0.4%	0.0%	-0.2%	-0.3%	固定资产合计	590	555	518	480
资产减值损失	61	30	30	30	无形资产	74	73	72	72
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	28	28	28	28
投资收益	8	30	43	24	递延所得税资产	122	4	4	4
营业利润	262	320	424	540	其他非流动资产	9	9	9	9
%营业收入	21.7%	22.4%	25.3%	27.5%	资产总计	1785	3321	3772	4334
营业外收支	9	1	1	1	短期贷款	66	0	0	0
利润总额	271	321	425	541	应付款项	122	153	180	212
%营业收入	22.4%	22.5%	25.4%	27.6%	预收账款	35	41	48	56
所得税费用	34	41	54	69	应付职工薪酬	45	57	67	79
净利润	236	280	371	472	应交税费	92	109	138	171
归属于母公司所有者的净利润	236.0	280.1	371.3	471.7	其他流动负债	34	42	49	54
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	394	402	482	572
EPS (元/股)	1.10	0.97	1.28	1.63	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2016A	2017E	2018E	2019E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	339	401	362	485	其他非流动负债	109	109	109	109
取得投资收益	8	30	43	24	负债合计	502	511	591	681
长期股权投资	0	-5	-5	-5	归属于母公司	1283	2810	3181	3653
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-67	-34	-37	-40	股东权益	1283	2810	3181	3653
其他	-129	-1000	300	200	负债及股东权益	1785	3321	3772	4334
投资活动现金流净额	-187	-1009	301	179	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2016A	2017E	2018E	2019E
股权融资	0	1247	0	0	EPS	1.10	0.969	1.284	1.632
银行贷款增加 (减少)	-4	-66	0	0	BVPS	6.00	13.14	11.01	12.64
筹资成本	-84	0	-4	-6	PE	21.08	24.01	18.12	14.26
其他	0	0	0	0	PEG	0.81	0.93	0.70	0.55
筹资活动现金流净额	-88	1181	-4	-6	PB	3.88	1.77	2.11	1.84
现金净流量	65	573	659	659	EV/EBITDA	21.94	15.50	10.86	7.69
					ROE	19.7%	10.0%	11.7%	12.9%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。