

## 纺织服装

2017年02月14日

# 安正时尚 (603839)

## 高端女装领导者，借资本力量扬帆打造多品牌时装集团

### 发行上市资料:

发行价格(元)	16.8
发行股数(万股)	7126
发行日期	2017-01-24
发行方式	网下询价,上网定价
主承销商	中信证券股份有限公司
上市日期	2017-02-14

\*首日上市股数-万股

### 基础数据(发行前):2016年09月30日

每股净资产(元)	5.69
总股本/流通A股(百万)	214/-
流通B股/H股(百万)	-/-

### 证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com

### 研究支持

王一博 A0230116070007  
wangyb@swsresearch.com

### 联系人

王一博  
(8621)23297818×7419  
wangyb@swsresearch.com

### 投资要点:

- 公司是国内中高端成熟时装领导集团，以“玖姿”女装为主逐渐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。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1-9月营收8.29亿，同比下降7.01%，归母净利润1.72亿，同比提高1.2%。16年营收下降主要受宏观经济及市场环境的影响，但受益于公司良好成本及费用控制能力及资产减值损失减少等因素，公司归母净利润稳中有升。公司预计2016年全年营收11.5亿-12.5亿，同比变动幅度为-6.11%-2.05%，扣非净利润2.1亿-2.3亿，同比增长0.91%-10.52%。3) 公司实际控制人为郑安政，股权集中，郑氏家族成员持有发行后74%股权，团队相对年轻，紧跟时尚潮流，富有创新活力。
- 品牌端：公司自创品牌与收购品牌相结合，形成品牌定位、发展程度不同的五大品牌，有效覆盖中高端男、女性消费者群体。1) 玖姿：公司核心品牌，16年上半年营收2.79亿，营收占比下降到53%，中高档女装市占率稳居前十。2) 尹默：处于发展期，16年上半年营收0.8亿，营收占比提高到15.5%。3) 斐娜晨：处于培育期，16年上半年营收2017万，营收占比提升至3.8%；4) 摩萨克：处于培育期，16年上半年营收1161万元，营收占比提升至2.2%。5) 安正：处于培育期，16年上半年营收2477万元，营收占比提升至4.7%。
- 渠道端：采取直营店和加盟店模式，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正在不断提升。截至2016年6月，公司共有门店897家，其中直营门店287家（包含五季店34家，集合店6家），加盟门店610家。1) 直营店：公司除“玖姿”外新推出的品牌主要采取直营销售模式，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年上半年营收占比提高到21%。4) 集合店：公司以直营形式开设安正尚品多品牌集合店，汇集公司旗下高端品牌，提升客户体验。
- 供应链：建立集设计研发、采购生产、零售分销为一体的完整供应链。公司实行自主生产、委托加工与成衣采购并行的开放式产品供应链体系，以提高部门沟通效率、缩短新品上市时间，便于及时调整备货，大大降低公司供应链成本。
- 公司本次拟发行7126万股，募集资金净额11.15亿元，用于供应链中心改扩建项目（2.91亿元），营销网络建设项目（5.13亿元），研发中心建设项目（2459万元），信息化系统建设项目（8937万元），补充流动资金等其他与主营业务相关的运营资金（1.96亿元）。
- 公司致力于成为引领品质生活的中国领先时尚产业集团，旗下品牌涵盖高端女装与高端时尚男装领域，在A股上市公司中具有稀缺性。公司未来在渠道、品牌推广、产品研发、供应链管理上方面将继续发力，有望通过不断提升消费者的品质生活而带来公司业绩稳定向好。我们预计公司16-18年完全摊薄后EPS分别为0.89/0.98/1.1元，对比A股可比公司状况，我们给予公司2017年合理估值30-35倍，对应公司合理价格区间为29-34元。
- 风险提示：市场低迷、未能把握市场流行趋势、网络销售的冲击、加盟商管理和存货管理
- 特别提示：本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间

### 盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,225	829	1,241	1,354	1,491
同比增长率(%)	4.50	-7.01	1.32	9.11	10.12
净利润(百万元)	244	172	252	279	312
同比增长率(%)	6.58	1.20	3.33	10.71	11.83
每股收益(元/股)	1.14	0.81	0.89	0.98	1.10
毛利率(%)	68.6	73.3	72.8	73.0	73.4
ROE(%)	21.3	14.2	9.7	9.8	10.0
市盈率	-	-	-	-	-



申万宏源研究微信服务号

## 目录

<b>1.国内中高端时装领导集团，多品牌多渠道发展</b> .....	<b>6</b>
1.1 以“玖姿”为主构筑多品牌，渠道、供应链全面布局 .....	6
1.2 主营业务突出，盈利能力强 .....	8
1.3 公司股权集中，郑氏家族成员持有 74%股权 .....	10
<b>2.中高端女装市场增长可期，公司稳居行业前十</b> .....	<b>11</b>
2.1 中高端女装市场仍存巨大增长空间 .....	11
2.2 行业竞争激烈、集中度低，公司市占率稳居前十 .....	12
<b>3.巩固优势构筑多品牌矩阵，渠道+供应链双轮驱动</b> .....	<b>14</b>
3.1 品牌端：巩固玖姿品牌优势，自创+收购布局多品牌 .....	14
3.2 渠道端：以直营和加盟为主，五季店和集合店是特色 .....	21
3.3 供应链：打造一体化供应链优势 .....	24
<b>4.募投项目分析</b> .....	<b>26</b>
<b>5.风险分析</b> .....	<b>27</b>
5.1 市场竞争加剧的风险 .....	27
5.2 不能把握市场流行趋势的风险 .....	27
5.3 宏观经济波动风险 .....	28
5.4 原材料价格波动的风险 .....	28
5.5 网络销售对传统销售模式冲击带来的风险 .....	28
5.6 加盟商管理风险 .....	28
5.7 存货余额较大的风险 .....	28
<b>6.盈利预测</b> .....	<b>29</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展时间轴 .....	6
图 2: 2015 年公司各类产品收入占比 .....	7
图 3: 2016 上半年公司国内收入地域构成 .....	7
图 4: 公司门店数量变化情况 .....	7
图 5: 公司销售模式变化情况 .....	7
图 6: 公司营业收入情况 .....	8
图 7: 公司归母净利润情况 .....	8
图 8: 公司各品牌收入占比情况 .....	8
图 9: 控制成本, 提升单价, 利润上升 .....	8
图 10: 分品牌毛利率变动情况 .....	9
图 11: 分渠道毛利率变动情况 .....	9
图 12: 公司毛利率净利率情况 .....	9
图 13: 公司管理费用率与销售费用率情况 .....	9
图 14: 公司股权结构情况 .....	10
图 15: 公司员工专业结构 .....	11
图 16: 公司员工年龄分布 .....	11
图 17: 2015 年度全国大型零售企业服装品类销售前十大品牌市场综合占有率 ..	12
图 18: 公司的多品牌矩阵 .....	14
图 19: JZ 玖姿女装产品图 .....	15
图 20: JZ 玖姿女装店铺风格 .....	15
图 21: 玖姿品牌营业收入 .....	16
图 22: 玖姿品牌营业收入占比 .....	16
图 23: IMM 尹默女装产品图 .....	16
图 24: IMM 尹默女装店铺风格 .....	16
图 25: 尹默品牌营业收入 .....	17
图 26: 尹默品牌营业收入占比 .....	17
图 27: FionaChen 斐娜晨女装产品图 .....	17
图 28: FionaChen 斐娜晨女装店铺风格 .....	17

图 29: 斐娜晨品牌营业收入及收入占比.....	18
图 30: MICHELLEMOISSAC 摩萨克女装产品图 .....	18
图 31: MICHELLEMOISSAC 摩萨克女装店铺风格.....	18
图 32: 摩萨克品牌营业收入及收入占比.....	19
图 33: 安正男装产品图 .....	19
图 34: 安正男装店铺风格.....	19
图 35: 安正品牌营业收入.....	20
图 36: 安正品牌营业收入占比.....	20
图 37: 公司品牌金字塔.....	20
图 38: 公司直营店开店情况 .....	21
图 39: 公司与多家大型商业集团建立合作关系 .....	21
图 40: 公司直营店全国分布情况 .....	22
图 41: 公司前五大加盟商开设店铺地域分布.....	22
图 42: 唯品会上的玖姿线上店.....	23
图 43: 五季店模式营业收入 .....	23
图 44: 五季店模式收入占比 .....	23
图 45: 集合店店铺风格.....	24
图 46: 安正集团一体化供应链优势.....	25
图 47: 安正时尚集团文化创意产业园效果图.....	26
表 1: 公司各大品牌创立情况.....	6
表 2: 发行前后股本结构及股东任职情况 .....	10
表 3: 国内中高端女装市场部分企业信息 .....	12
表 4: 玖姿品牌连续三年市占率位居前十 .....	13
表 5: 玖姿品牌市占率在多个细分领域稳居前十 .....	14
表 6: 公司各品牌发展情况: .....	15
表 7: JZ 玖姿女装.....	15
表 8: IMM 尹默女装 .....	16
表 9: FionaChen 斐娜晨.....	17
表 10: MICHELLEMOISSAC 摩萨克.....	18

表 11: 安正男装 .....	19
表 12: 公司店铺数量情况.....	21
表 13: 公司各销售渠道营收情况 .....	21
表 14: 公司目前开设的集合店情况.....	24
表 15: 安正时尚集团文化创意产业园面积及用途.....	25
表 16: 募投项目概览 .....	26
表 17: 按品牌分类优化及新增门店数统计 .....	27
表 18: 行业内相关公司市盈率对比.....	29
表 19: 公司收入拆分表.....	29
表 20: 安正时尚盈利预测表 .....	31

# 1.国内中高端时装领导集团，多品牌多渠道发展

## 1.1 以“玖姿”为主构筑多品牌，渠道、供应链全面布局

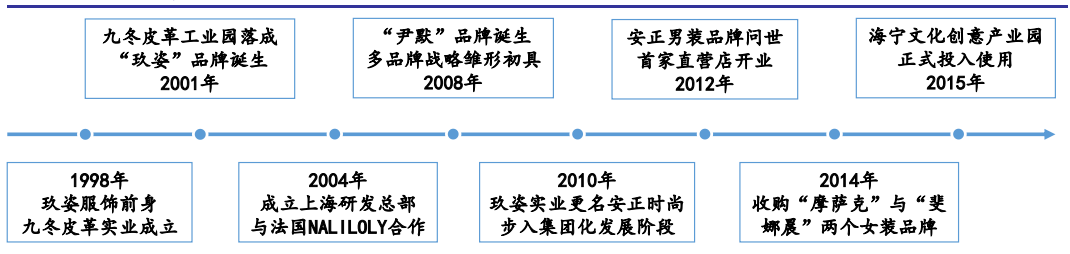
公司是国内中高端成熟时装领导集团，基于“玖姿”品牌构建差异化多品牌阵营。公司前身为成立于2008年的玖姿实业，始终专注于时尚服装领域，坚持自主品牌发展之路。相继创立“玖姿”女装、“尹默”女装、“安正”男装三大中高端时装品牌，并于2014年下半年收购“摩萨克”与“斐娜晨”两大新兴中淑女时装品牌公司。主导品牌“玖姿”2015年收入8.2亿元，占公司营收比重超过66%，市场综合占有率位列女装第9名、高端女装第3名，规模及盈利能力稳居行业前列。在此基础上，公司着力于构建结构稳固、风格多样、定位互补的“金字塔式”品牌阵营，从品牌风格、文化内涵与客户覆盖等方面增强多样性与互补性。

表 1: 公司各大品牌创立情况

品种	品牌名称	品牌标识	创立/收购时间	目标群体	2016H1 门店数量	2016H1 营业收入 (百万元)	2016H1 营业收入占比 (%)
女装	玖姿		2001年	“优雅、自信、女人味” 35-45岁都市女性	697	279	52.93
	尹默		2008年	“独立、知性、启发人心” 28-35岁都市成熟女性	81	82	15.49
	摩萨克		2014年	“优雅、从容、智慧” 25-35岁轻熟女性	33	12	2.20
	斐娜晨		2014年	“玩味、当代、精致” 25-35岁新生代女性	19	20	3.82
男装	安正		2012年	“高端、时尚、商务” 35-45岁都市成熟男性	32	25	4.70

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 1: 公司发展时间轴

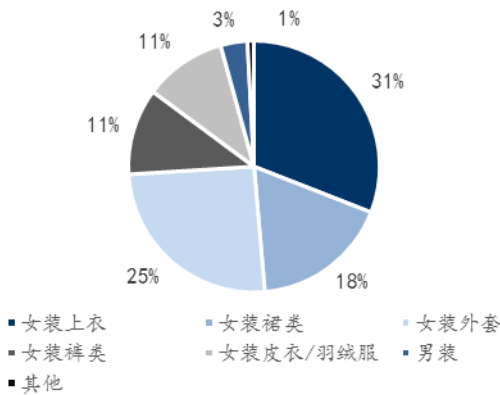


资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

公司产品以女装为主，销售网络遍布全国。1) 女装包括上衣、裙装、外套、裤装、皮衣/羽绒服及饰品六大品类，2015年度女装收入占公司主营业务收入的比重超过95%，其中，上衣、裙类与外套三类产品占比分别为31%、18%与25%。男装包括西装、裤子、衬

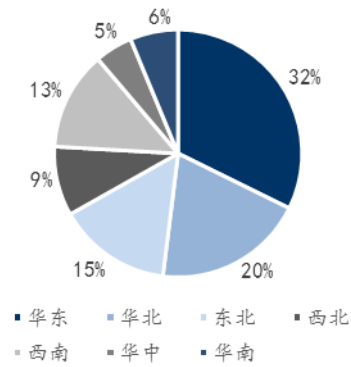
衫、夹克等。2) 形成覆盖全国 31 个省、自治区、直辖市主要城市重点商圈的终端零售网络，其中华东和华北区域收入占比最高，2016 上半年分别为 32%和 20%。

图 2：2015 年公司各类产品收入占比



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

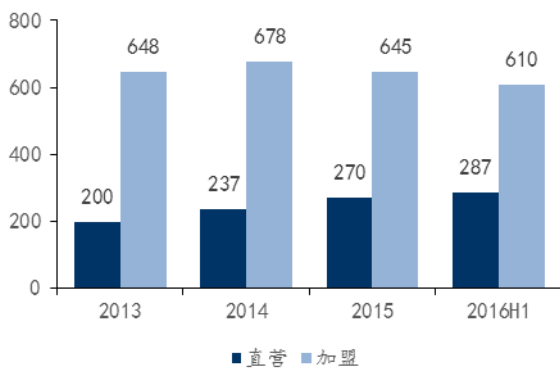
图 3：2016 上半年公司国内收入地域构成



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

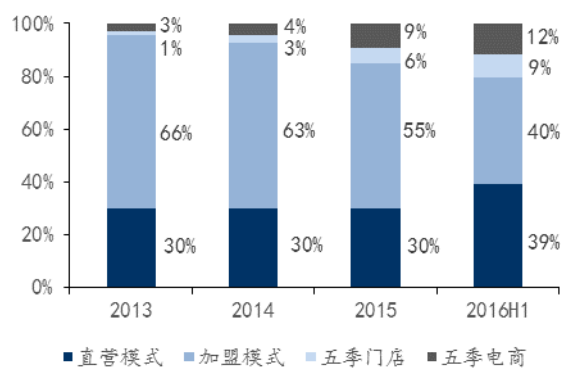
**公司终端零售多样化，“五季”渠道去库存。**1) 销售模式以“直营+加盟”为主。“玖姿”女装加盟门店占比较高，对加盟商实行买断式销售和扁平化管理，模式转换灵活；四个成长期品牌目前均采取直营模式，门店数量不断增加。截至 2016 年 6 月，公司共计拥有门店 897 家，其中加盟门店 610 家，占终端总数近 70%。加盟收入占比不断下降，从 2013 年的 66%逐渐下降到 2016H1 的 40%。2) 各品牌商场门店与专卖门店相结合，辅以定位于快速消化全品牌过季货品、线上线下相配合的“五季产品”店以及 2015 年起建设的“安正尚品”多品牌集合店。

图 4：公司门店数量变化情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 5：公司销售模式变化情况



资料来源：公司招股说明书，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、展示及管理为一体的“安正时尚集团文化创意产业园”。

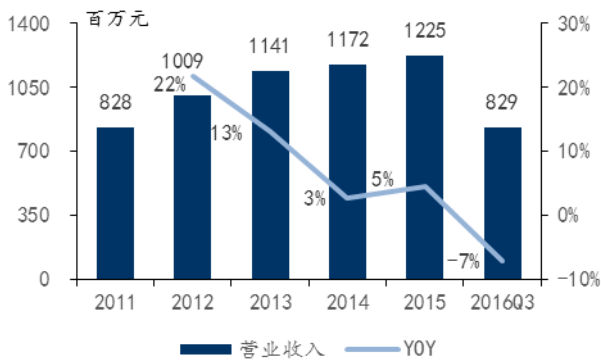
## 1.2 主营业务突出，盈利能力强

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，其余四个成长期品牌收入及占比均呈现上升态势。公司“五季产品”销售持续快速增长，2016 年前三季度收入占比达 20.71%。

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 2316 万元，同比下降 9.19%，主要系 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 年前三季度，受宏观经济及市场环境的影响，公司实现营业收入 8.3 亿元，同比下滑 7%。但受益于成本及费用控制及资产减值损失减少等原因，公司利润水平保持稳定且略有增长，实现归母净利润 1.7 亿元，同比增长 1%。

图 6：公司营业收入情况



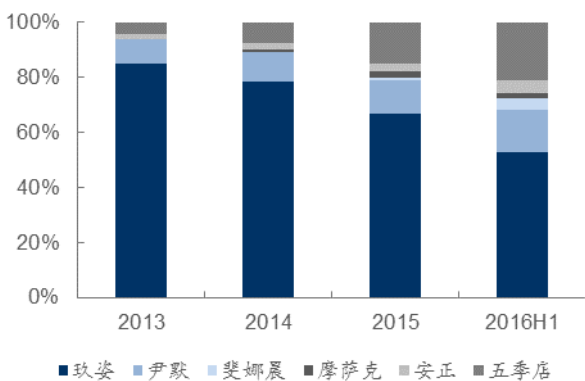
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 7：公司归母净利润情况



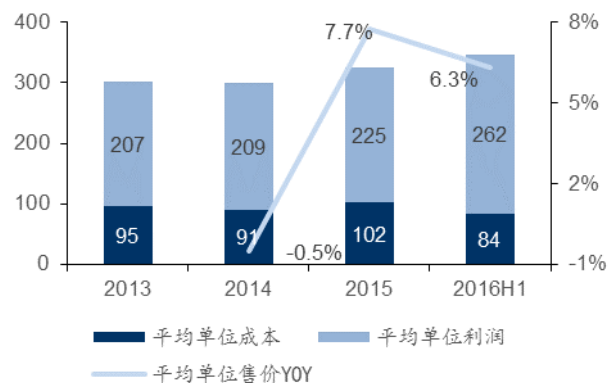
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 8：公司各品牌收入占比情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 9：控制成本，提升单价，利润上升

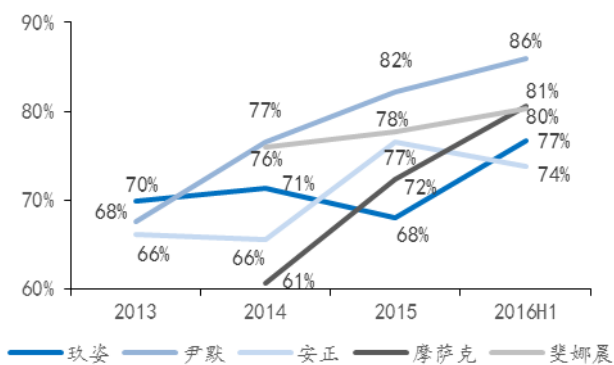


资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究



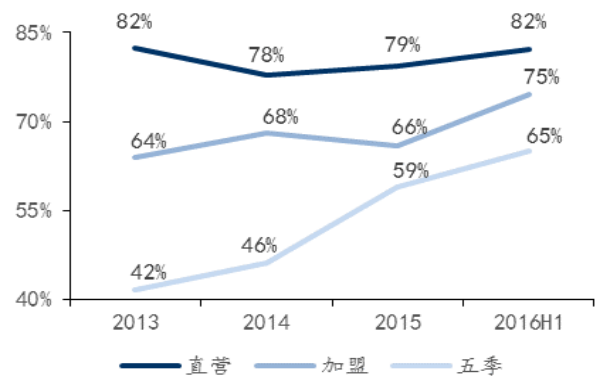
公司营业毛利率稳定在较高水平。1) 从品牌角度看：主导品牌“玖姿”市场认可度较高，其毛利率小幅波动主要系每年产品结构不同所致；尚处于培育期的安正品牌毛利率波动相对较大；尹默、摩萨克、斐娜晨毛利率则呈现稳定上涨趋势。2) 从渠道角度看：随着公司业态调整、新兴品牌迅速发展，直营模式毛利率虽略有波动、但始终保持较高水平；加盟毛利率的变动则与产品结构及退换货政策的变化有关；五季毛利率随着销量增长而稳步上升。毛利较高的直营渠道收入占比不断提升，也在一定程度促进了公司综合毛利率稳中有升。2016年上半年公司营业毛利率较高，还与公司春夏产品毛利率高于秋冬产品有关。3) 从总体上看，公司毛利率长期处于较高水平，主要基于以下三个因素：1) 公司主营业务收入增长；2) 一体化模式日益完善，成本控制能力较强。3) 具有较高的品牌效应。

图 10：分品牌毛利率变动情况



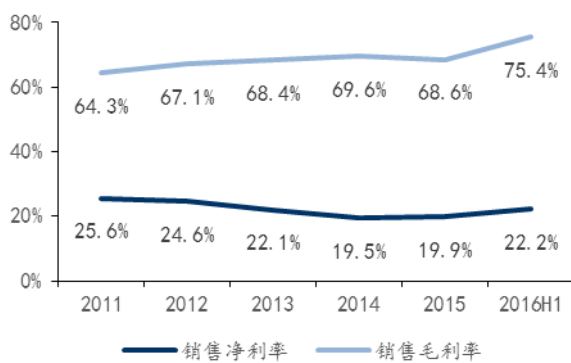
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 11：分渠道毛利率变动情况



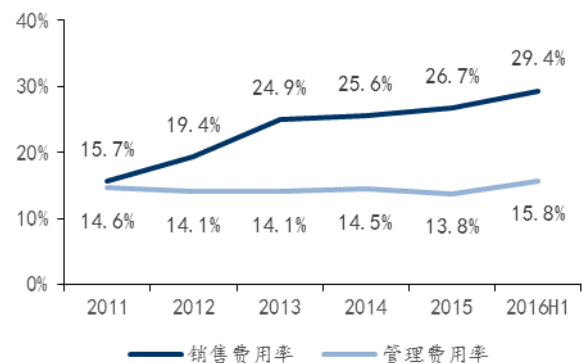
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 12：公司毛利率净利率情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 13：公司管理费用率与销售费用率情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

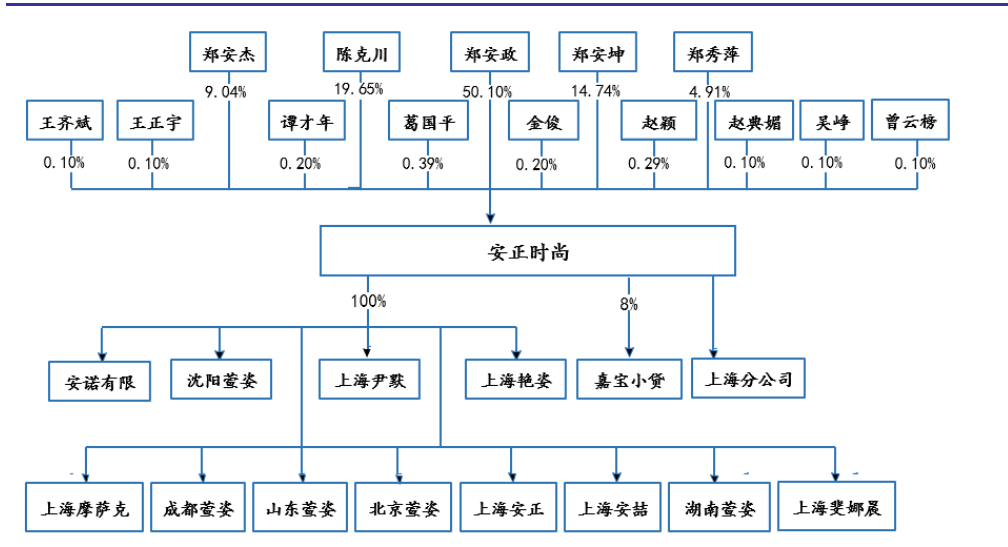
销售费用有所上升，管理费用保持稳定。1) 公司销售费用有所上升：销售费用从 2011 年的 15.7% 提升至 2016 年上半年的 29.4%，其增加基本与销售规模扩张、直营渠道拓展保持一致。2) 管理费用相对稳定：管理费用与公司经营规模相匹配，并在 2015 年通过加强管控有效控制了管理费用的增长。

### 1.3 公司股权集中，郑氏家族成员持有 74% 股权

公司实际控制人为郑安政，股权集中在郑氏家族成员手中。1) 公司控股股东和实际控制人郑安政(董事长兼总经理)持有公司发行前 50.1% 的股份, 发行后的比例变更为 37.6%。2) 公司其余控股股东均为实控人亲属, 胞弟郑安坤(董事)、胞弟郑安杰(形象工程采购中心总监)、胞妹郑秀萍(副总经理)及郑秀萍配偶陈克川(副董事长)分别持有公司发行后总股本的 11%、6.8%、3.7%、14.7% 股权, 上述股东合计持有公司发行后总股本的 73.8%。

前十名股东均为公司中高层管理人员, 掌控公司经营及核心技术。公司第 6-10 名股东中, 葛国平、金俊(副总经理、董秘)、谭才年(副总经理、财务总监)、赵颖及王齐斌均系公司引进的外部人才, 赵典媚(副总经理)、吴峥及曾云榜则在公司任职多年。

图 14: 公司股权结构情况



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

表 2: 发行前后股本结构及股东任职情况

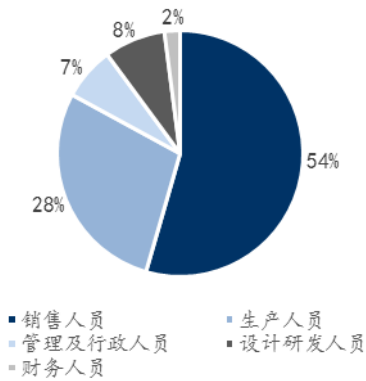
排名	股东姓名	发行前		发行后		在发行人处担任的职务
		持股数 (万股)	占总股本 比例	持股数 (万股)	占总股本 比例	
1	郑安政	10,710	50.10%	10,710	37.58%	董事长、总经理
2	陈克川	4,200	19.65%	4,200	14.74%	副董事长
3	郑安坤	3,150	14.74%	3,150	11.05%	董事
4	郑安杰	1,932	9.04%	1,932	6.78%	形象工程采购中心总监
5	郑秀萍	1,050	4.91%	1,050	3.68%	副总经理
6	葛国平	84	0.39%	84	0.30%	加盟管理部总监
7	赵颖	63	0.29%	63	0.22%	副总经理
8	金俊	42	0.20%	42	0.15%	副总经理、董事会秘书
9	谭才年	42	0.20%	42	0.15%	副总经理、财务总监
10	赵典媚	21	0.10%	21	0.07%	副总经理
10	王正宇	21	0.10%	21	0.07%	品牌管理中心总监
10	吴峥	21	0.10%	21	0.07%	研发中心总监

10	曾云榜	21	0.10%	21	0.07%	生产中心总监
10	王齐斌	21	0.10%	21	0.07%	信息物流中心总监
	预计发行股份	-	-	7,126	25.00%	
	总计	21,378	100%	28,504	100%	

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

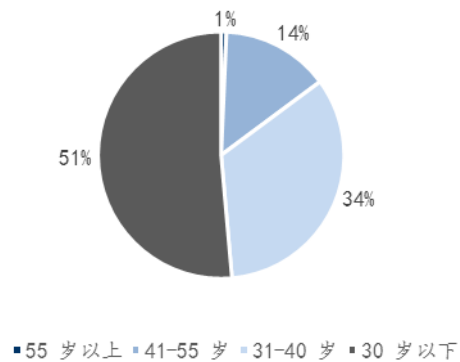
公司整体团队相对年轻，紧随时尚潮流，富有创新活力。员工总数近 3 年保持相对稳定，30 岁以下员工占比过半，后备人才充足。截至 2016 年 6 月 30 日，母公司 1854 名员工中，设计研发人员 271 人，占比达 14.62%。董事长郑安政仅 53 岁，具备敏锐的时尚感知力，能有效制定公司发展战略。

图 15：公司员工专业结构



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 16：公司员工年龄分布



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

## 2. 中高端女装市场增长可期，公司稳居行业前十

### 2.1 中高端女装市场仍存巨大增长空间

收入提升+城镇化推进+产业转型升级，服装行业前景广阔。1) 随着人民生活水平的改善与人均收入的提高，衣着类消费的支出将保持稳定增长。全国城镇、农村居民人均衣着类支出水平由 2013 年的 1554 元、454 元增长到 2014 年的 1627 元、510 元，年增长率达到了 4.73%和 12.47%。2) 城镇化建设的推进与农村居民收入的提升，将从城镇与农村两个方面为服装行业带来更多的消费需求。3) 在国际品牌竞争压力下，我国部分服装企业开始从品牌内涵、研发设计、供应链管理等方面加强精细化、差异化的自主品牌建设，推动我国由纺织服装大国向品牌服装强国迈进，进一步激发国内服装市场。

女装消费比例较低，伴随女性收入水平逐渐提升，女装市场具备巨大增长空间。我国目前的女装与男装消费比在 1.5 倍以下，相当于日本上世纪 80 年代的水平，而在 2007 年日本女装与男装消费比已达到 2.4 倍，美国市场 2010 年的消费比则为 1.8 倍。与此同时，我国女性职业水平、社会地位和支配收入的不断提高，将为增强女性服装消费能力、改变

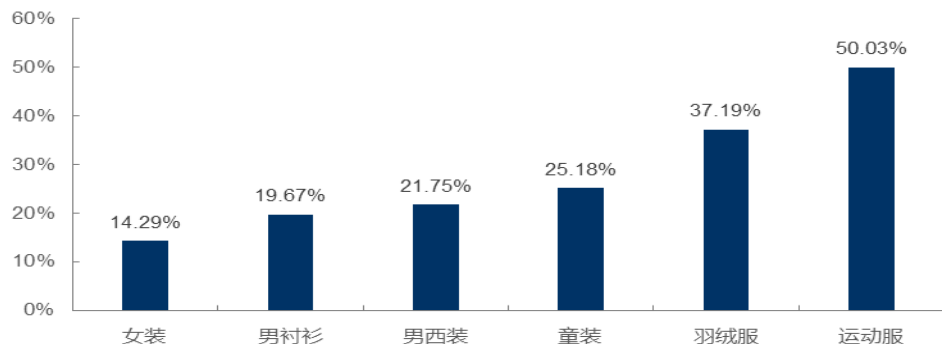
与成熟市场的结构性差异，提供重要的发展推动力。在女装消费比重结构性提升的影响下，女装市场将迎来更加巨大的增长空间。

**女性消费转型升级，对多样化、时尚化、品质化需求日趋增加，高端女装市场未来将高速增长。**随着社会财富的积累，同时伴随着女性职业水平、社会地位的不断提高，我国女装市场出现了后来居上的趋势。加之女性收入不断提高，对服装需求开始走向多样化、时尚性、品质化，高端女装市场逐渐发展。随着近年消费转型升级，越来越多女性进一步注重消费体验和服装的品牌化、个性化，高端女装市场将迎来进一步扩张。

## 2.2 行业竞争激烈、集中度低，公司市占率稳居前十

中高端成熟女装市场集中度仍处于较低水平，国内品牌市占率较高。在整体上，成熟女装行业仍具有竞争企业众多、市场集中度低的结构特征。在 2015 年主要服装品类的前十名品牌市场综合占有率中，女装品牌的前十名占有率仅为 14.29%，明显低于其他服装品类。此外，由于进入国内市场的国外女装集中在少淑品牌和奢侈品牌，并未对定位中高端的国内成熟品牌形成直接竞争，且成熟女装市场消费者具有较高品牌忠诚度，注重本土设计与文化认同，因此成熟女装市场仍以国内品牌为主。

图 17：2015 年度全国大型零售企业服装品类销售前十大品牌市场综合占有率



资料来源：全国大型零售企业暨消费品市场 2015 年度检测报告，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，公司在市场中处于中上水平。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。在市场竞争过程中，公司精准定位目标人群，采取以“玫姿”、“尹默”等品牌为主的多品牌战略，加强渠道建设和门店拓展，在收入、净利润、净利率等业绩指标上处于行业中上水平。

表 3：国内中高端女装市场部分企业信息

公司	品牌	目标人群	收入 (亿)	净利润 (亿)	门店 数量	毛利 率	净利润 率
<b>A 股上市</b>							
朗姿股份	朗姿、莱茵、玛丽安玛丽、卓可	18-55 岁都市成熟、潮流及白领女性	11.4	0.74	486	59%	6%

公司	品牌	目标人群	收入 (亿)	净利润 (亿)	门店 数量	毛利 率	净利润 率
维格娜丝	V·GRASS	25岁-35岁中高收入时尚职业女性	8.2	1.12	220	70%	14%
歌力思	Ellassay、WithSong	时尚优雅、讲究生活品质的现代都市女性	8.4	1.6	347	68%	19%
安正时尚	玖姿、尹默、摩萨克、斐娜晨、安正	28-45岁，都市女性，成熟女性，成熟男性	12.2	2.4	915	69%	20%
<b>港股上市</b>							
宝姿	PortsInternational、Ports1961；代理品牌： BMW Lifestyle、ArmaniCollezioni	25-45岁上流精英人士	16	-0.73	310	80%	-5%
慕诗国际	MOSELLE	津贴潮流及喜爱打扮的女士	2.8	-0.5	90	78%	-17%
珂莱蒂尔	Koradior	中高收入的职业女性	12.8	2.04	458	74%	16%
<b>新三板</b>							
吉芬	JEFEN	28-45岁自信独立、高雅成熟的新时代女性	1.7	0.41	76	84%	24%
<b>拟上市</b>							
贺欣股份	JORYA、JORYAweekend、恩曼琳、巨式 国际、卡洛琳、AIVEI和QDA等	18-45岁优雅、爱美的时尚都市女性	18.1	3.6	697	79%	20%
玛丝菲尔	Marisfrolg、MASFER.SU、AUM、 ZhuChongYun	30-50岁都市商务、行政精英女性和时尚界 人士	18.5	5.62	664	78%	30%
<b>未上市</b>							
影儿	音儿、恩裳、诗篇、歌中歌、奥丽嘉朵	现代都市主流女性、社交名流、新贵名媛					
哥哥	哥哥(GIRDEAR)、阿玛施(AMASS)等	30岁左右的白领女性					
雅莹	EP、TBF、ELEGANTPROSPER等	当代都市女性					

资料来源：公司招股说明书，上市公司公告，申万宏源研究

备注：1、收入利润数据：玛丝菲尔为13年数据，其余公司均为2015年数据，影儿、哥哥、雅莹暂无数据；2、店铺数量数据：玛丝菲尔、吉芬为2013年数据，宝姿为2014年数据，其余公司为2015年数据，影儿、哥哥、雅莹暂无数据

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市场前十。在2015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。

表 4：玖姿品牌连续三年市占率位居前十

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	哥哥	2.37	哥哥	2.04	哥哥	1.61
4	Ochirly	1.66	Ochirly	1.51	拉夏贝尔	1.32
5	<b>玖姿</b>	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	<b>玖姿</b>	1.29	<b>玖姿</b>	1.11
10	AMASS	1.34	朗姿	1.12	玫而美	1.03

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

表 5: 玖姿品牌市占率在多个细分领域稳居前十

品类排名	女装		高端女装		女士大衣		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	<b>玖姿</b>	1.11	欧时力	4.13	杭美	1.05
4	拉夏贝尔	1.32	V.GRASS	0.96	<b>玖姿</b>	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	<b>玖姿</b>	0.84
8	阿玛施	1.12	敦奴	0.75	艾格	1.99	阿玛施	0.81
9	<b>玖姿</b>	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

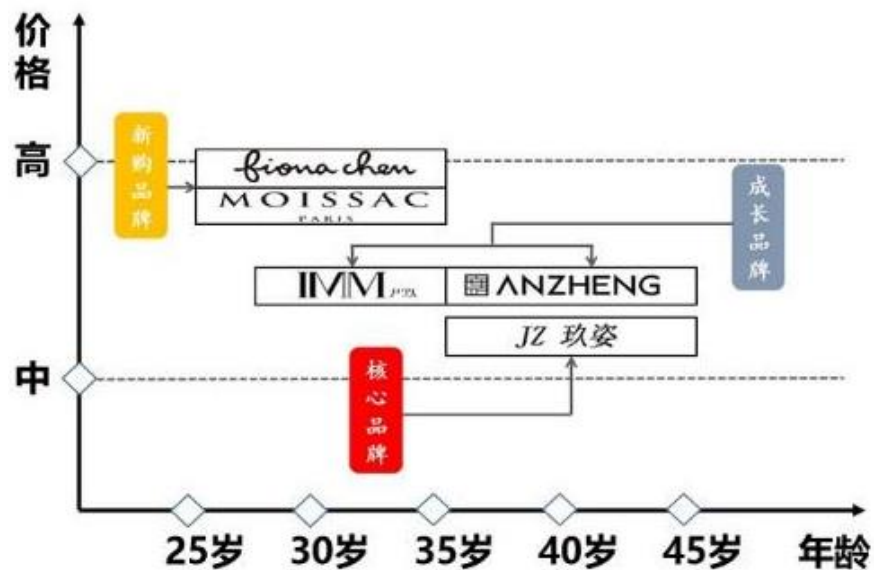
资料来源：全国大型零售企业暨消费品市场 2015 年度检测报告，申万宏源研究

### 3. 巩固优势构筑多品牌矩阵，渠道+供应链双轮驱动

#### 3.1 品牌端：巩固玖姿品牌优势，自创+收购布局多品牌

公司通过发展自主品牌+收购外部品牌，布局多品牌阵营。公司以高端女装品牌“玖姿”为主导，先后创立了“尹默”、“安正”两大定位互补的中高端时装品牌，并于 2014 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，形成了结构稳固、风格多样、定位互补的品牌矩阵。

图 18: 公司的多品牌矩阵



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

表 6: 公司各品牌发展情况:

品牌	创立时间	发展阶段	门店数 (2016.6.30)	2015 年盈利情况
玖姿	2001 年	核心品牌	697	盈利
尹默	2008 年	主打品牌	81	盈利
安正	2012 年	主打品牌	32	未盈利
摩萨克	2014 年	新收购品牌	33	未盈利
斐娜晨	2014 年	新收购品牌	19	未盈利


资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

在女装领域, 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。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) JZ 玖姿女装

“玖姿”以崇尚精致生活的都市女性为目标客群, 强调“自信、优雅、女人味”的品牌风格与“优雅于心, 愉悦从容”的品牌主张, 产品将心理年龄 35-45 岁的用户设定为核心用户, 并以丰富的产品线与品牌系列为基础, 让 28-49 岁区间的消费者也可在“玖姿”品牌中挑选到适合的时尚服装。

表 7: JZ 玖姿女装

品牌	目标客户	品牌风格	品牌理念
 JZ 玖姿	35-45 岁	自信、优雅、女人味	JZ 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。

资料来源: 公司官网, 公司招股说明书, 申万宏源研究

图 19: JZ 玖姿女装产品图



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 20: JZ 玖姿女装店铺风格

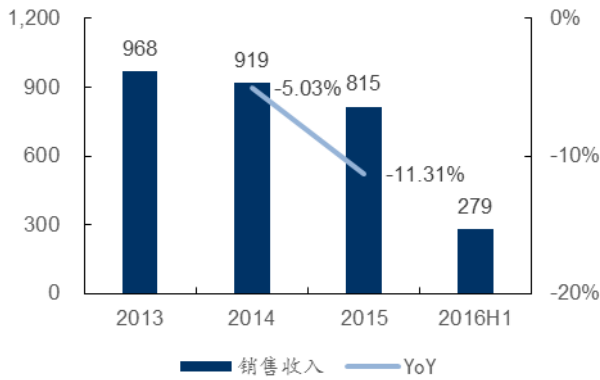


资料来源: 网页图片, 申万宏源研究

JZ 玖姿是公司的核心品牌, 是公司主要的收入来源, 随着近年多品牌战略稳步推进, 公司对玖姿的依赖逐渐降低。截止至 2016 年 6 月 30 日, 该品牌拥有门店 697 家。2015 年和 2016 年上半年分别实现收入 8.2 亿元、3.0 亿元, 分别占总收入的 66.7%、52.9%。16 年来玖姿品牌的营业收入有所下降, 主要是玖姿品牌加盟收入有所下降所致。同时公司

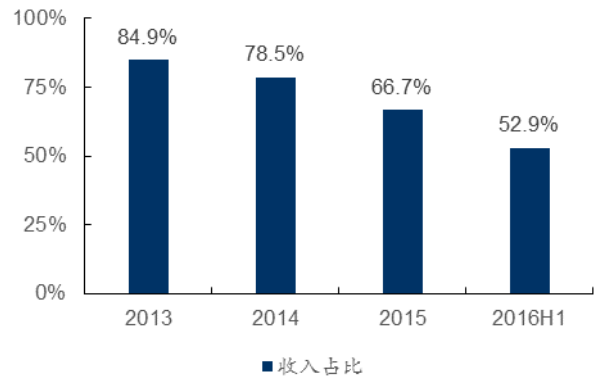
正在稳步推进多品牌战略，逐年减少玖姿品牌所占收入比例，以降低对玖姿品牌的依赖程度，玖姿品牌的营收占比也从 2013 年的 85% 下降到 2016 年上半年的 53%。

图 21: 玖姿品牌营业收入



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

图 22: 玖姿品牌营业收入占比




资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

## 2) IMM 尹默

“尹默”女装创立于 2008 年, 是公司多品牌战略的第一步。“尹默”品牌以“独立、知性、启发性”作为品牌风格, 以 28-35 岁为核心年龄层(定位于该年龄层的成熟女装又称为“中淑装”), 以进一步区别于“玖姿”核心目标客户所属的“大淑装”。

表 8: IMM 尹默女装

品牌	目标客户	品牌风格	品牌理念
 IMM 尹默	28-35 岁	独立、知性、启发性	IMM 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, 结合个性的面料和原创花型, 构建出充满尹默痕迹的时尚衣柜。

资料来源: 公司官网, 公司招股说明书, 申万宏源研究

图 23: IMM 尹默女装产品图



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 24: IMM 尹默女装店铺风格



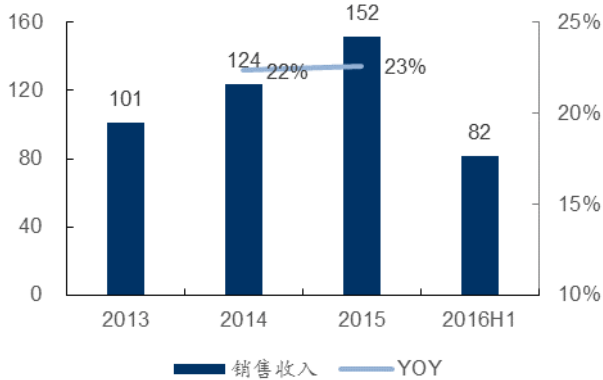
资料来源: 网页图片, 申万宏源研究

**IMM 尹默发展速度迅猛, 是公司的主打品牌之一。**2013-2015 年年均复合增长率达到 15%, 主营业务收入占比也逐年增加。截止至 2016 年 6 月 30 日, 该品牌拥有门店 81



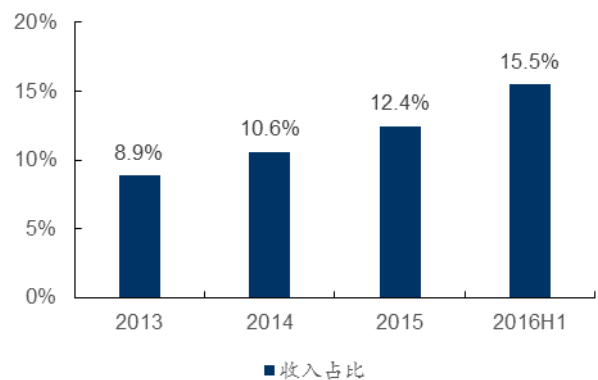
家。2015 年和 2016 年 1-6 月分别实现主营业务收入 1.5 亿元，0.8 亿元，其营收占比也从 2013 年的 8.9% 提升至 2016 年上半年的 15.5%。

图 25: 尹默品牌营业收入



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 26: 尹默品牌营业收入占比




资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

### 3) FIONACHEN 斐娜晨

FionaChen 斐娜晨是公司 2014 年新收购的品牌。FIONACHEN “斐娜晨”在中淑装细分领域中，注重年轻化的设计定位，以 25-32 岁为目标客户年龄层，主打“玩味、当代、精致”的品牌风格。在设计风格方面，斐娜晨以舒适、大胆的色彩组合与拼接，趣味、幽默的裁剪与图案，致力于不断为中国当代女性带来着装的愉悦和惊喜，展现其乐活、玩趣、时尚的精致生活方式。

表 9: FionaChen 斐娜晨

品牌	目标客户	品牌风格	品牌理念
 斐娜晨	25-32 岁	玩味、当代、精致	FionaChen 斐娜晨期望为拥有强烈自我意识与高品位的女人们找到属于她们的高尚而精致的形象。FionaChen 斐娜晨的创立始于一种回归。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。

资料来源：公司官网，公司招股说明书，申万宏源研究

图 27: FionaChen 斐娜晨女装产品图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

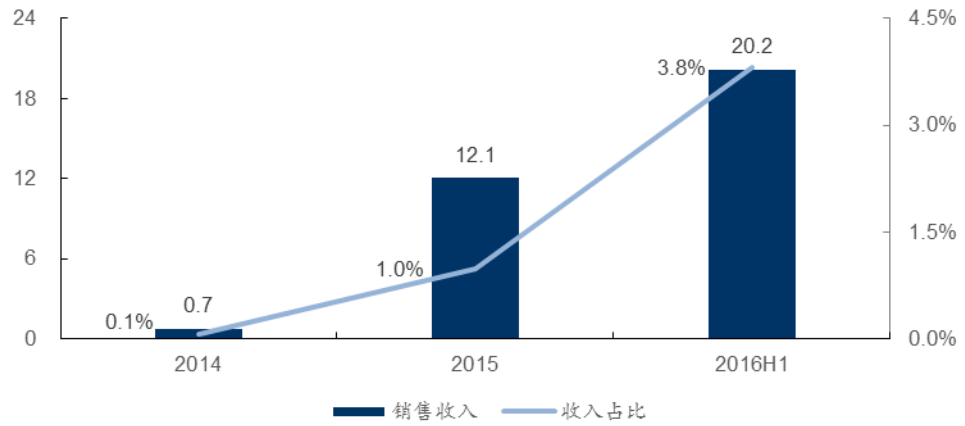
图 28: FionaChen 斐娜晨女装店铺风格



资料来源：公司官网，申万宏源研究

**FionaChen 斐娜晨保持高速增长，营收占比逐年提高。**截止至 2016 年 6 月 30 日，该品牌拥有门店 33 家。2015 年和 2016 年上半年分别实现主营业务收入 1206 万、2017 万元，营收占比为 1.0%和 3.8%。

图 29：斐娜晨品牌营业收入及收入占比




资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

#### 4) MICHELLEMOISSAC 摩萨克

MICHELLEMOISSAC 摩萨克是公司 2014 年新收购的品牌。MICHELLEMOISSAC 摩萨克以 25-35 岁为目标客户年龄层，虽与尹默女装同处于中淑装细分领域，但定位于“法式浪漫、梦幻俏皮、华丽精致”的品牌文化。

表 10：MICHELLEMOISSAC 摩萨克

品牌	目标客户	品牌风格	品牌理念
 MICHELLE MOISSAC 摩萨克	25—35 岁	优雅、从容、智慧	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。

资料来源：公司官网，公司招股说明书，申万宏源研究

图 30：MICHELLEMOISSAC 摩萨克女装产品图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

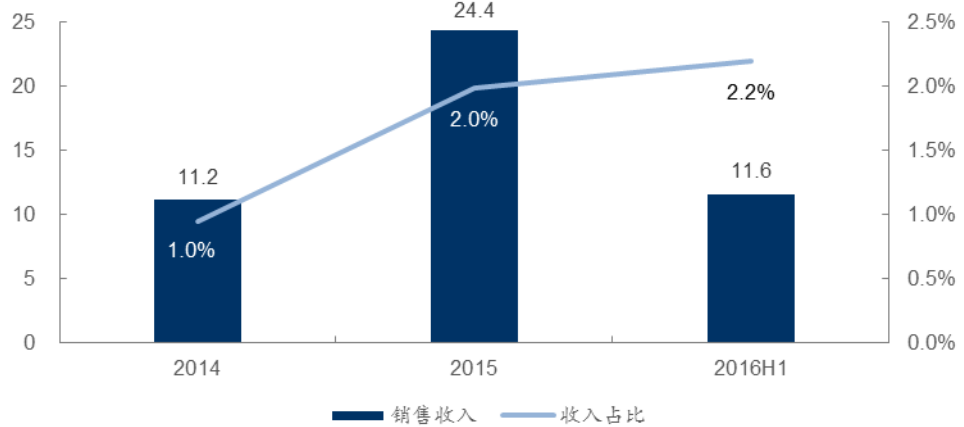
图 31：MICHELLEMOISSAC 摩萨克女装店铺风格



资料来源：网页图片，申万宏源研究

**MICHELLEMOISSAC 摩萨克保持较快增长，营收占比逐年提高。**截止至 2016 年 6 月 30 日，该品牌拥有门店 19 家。2015 年和 2016 年上半年分别实现营收 2438 万元、1161 万元，分别占总收入 2.0%和 2.2%。

图 32：摩萨克品牌营业收入及收入占比




资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

**在男装领域，公司有安正男装：**

安正男装是公司于 2012 年推出的高端品牌，以 35-45 岁为核心年龄层，面向追求事业成就、高品质生活及时尚品味的都市成熟男士，具有大气、品质、时尚的设计风格，实现了东方文化内涵与西方艺术手法的有机结合。

表 11：安正男装

品牌	目标客户	品牌风格	品牌理念
 ANZHENG 安正	35—45 岁	时尚、商务、品质	安正强调一种风格，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：公司官网，公司招股说明书，申万宏源研究

图 33：安正男装产品图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 34：安正男装店铺风格

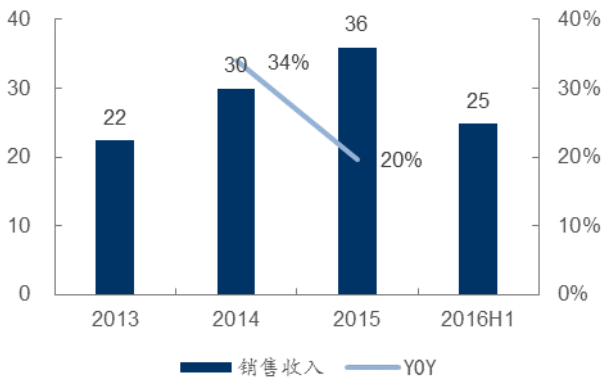


资料来源：公司官网，申万宏源研究

安正男装是公司着重打造开拓中高端男装市场的品牌，近年保持较快增速。安正男装 2013-2015 年年均复合增长率达到 17%，主营业务收入占比在 2016 年也有显著提升。截

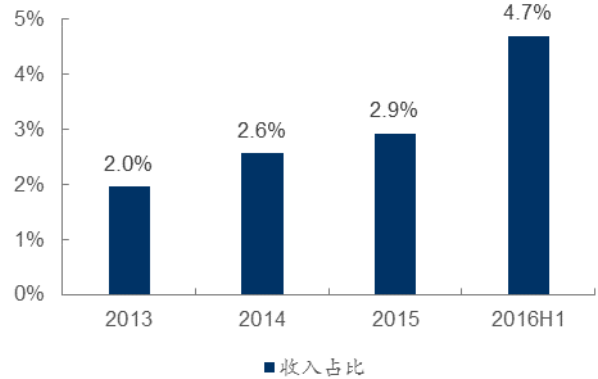
止至 2016 年 6 月 30 日，该品牌拥有门店 32 家。2015 年和 2016 年上半年分别实现营收 3588 万元、2477 万元，分别占总收入 2.9%，4.7%。从长远看，公司希望借助安正男装填补公司在男装市场空白，在国内中端时尚男装市场获得领先低位，并以中档的价位搭配出出色的时尚感，目标成为中国的“Armani”。

图 35：安正品牌营业收入



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 36：安正品牌营业收入占比



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

集团旗下品牌呈现多元化的趋势，处于发展期、成长期、成熟期的品牌相互交错，构筑了集团品牌金字塔。集团将进一步加大品牌建设力度，实现“集团品牌化，品牌集团化”的发展策略。针对每个不同的品牌，结合各品牌的差异化定位，通过多样化、针对性的品牌推广策略，进一步提高各品牌的知名度、美誉度及忠诚度。

图 37：公司品牌金字塔



资料来源：申万宏源研究

未来公司将精耕核心品牌，加强主打品牌，发展新购品牌。公司核心品牌玖姿是中国中高端女装的领导品牌之一，并在高端女装品牌销售排名中位列第三；主打品牌尹默和安正力争进入其市场前列，成为公司业绩增长的重要支撑；新购品牌摩萨克和斐娜晨逐渐实现盈利，成长为主打品牌，助力公司不断发展。

### 3.2 渠道端：以直营和加盟为主，五季店和集合店是特色

公司目前主要采用直营和加盟相结合的销售模式，其中加盟销售门店数量占比较高。

“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营销售模式。截至2016年6月30日，公司拥有销售门店数量为897家，其中加盟门店610家，占销售门店总数约68%。从2013年到2016年上半年，公司加盟收入占比分别为65.9%、63%、55.2%及40.1%。

表 12：公司店铺数量情况

品牌	玖姿	尹默	安正	摩萨克	斐娜晨	五季	集合店	合计
直营门店	83	81	32	33	19	34	5	287
加盟门店	610	-	-	-	-	-	-	610
合计	697	81	32	33	19	34	5	897

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

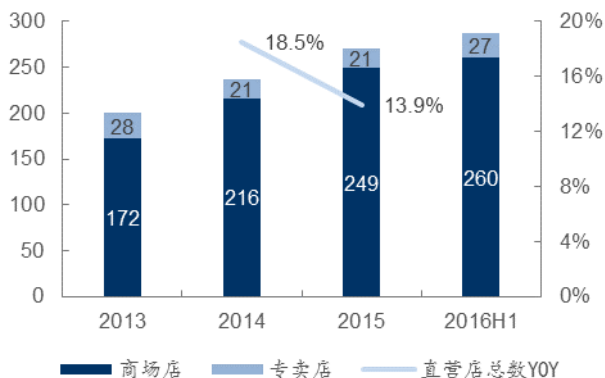
表 13：公司各销售渠道营收情况

项目	2013 年度		2014 年度		2015 年度		2016 年 1-6 月	
	金额(万元)	比例	金额(万元)	比例	金额(万元)	比例	金额(万元)	比例
直营(除五季)	34,016	29.8%	34,726	29.7%	36,493	29.8%	20,697	39.2%
加盟	75,139	65.9%	73,772	63.0%	67,479	55.2%	21,142	40.1%
五季门店	1,662	1.5%	3,505	3.0%	7,157	5.9%	4,639	8.8%
五季电商	3,203	2.8%	5,043	4.3%	11,181	9.1%	6,292	11.9%
合计	114,020	100.0%	117,047	100.0%	122,303	100.0%	52,769	100.0%

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

公司直营门店可分为“商场店”与“专卖店”两类经营形式。商场店系公司开设在百货商场中的销售专柜或专厅；专卖店系公司开设在购物中心或商业街区的销售门店。公司与万达、太平洋、银座等多家大型商业建团建立广泛深入的合作关系，公司下属品牌得以通过这些商业集团广泛的销售网络进行渠道布局。

图 38：公司直营店开店情况



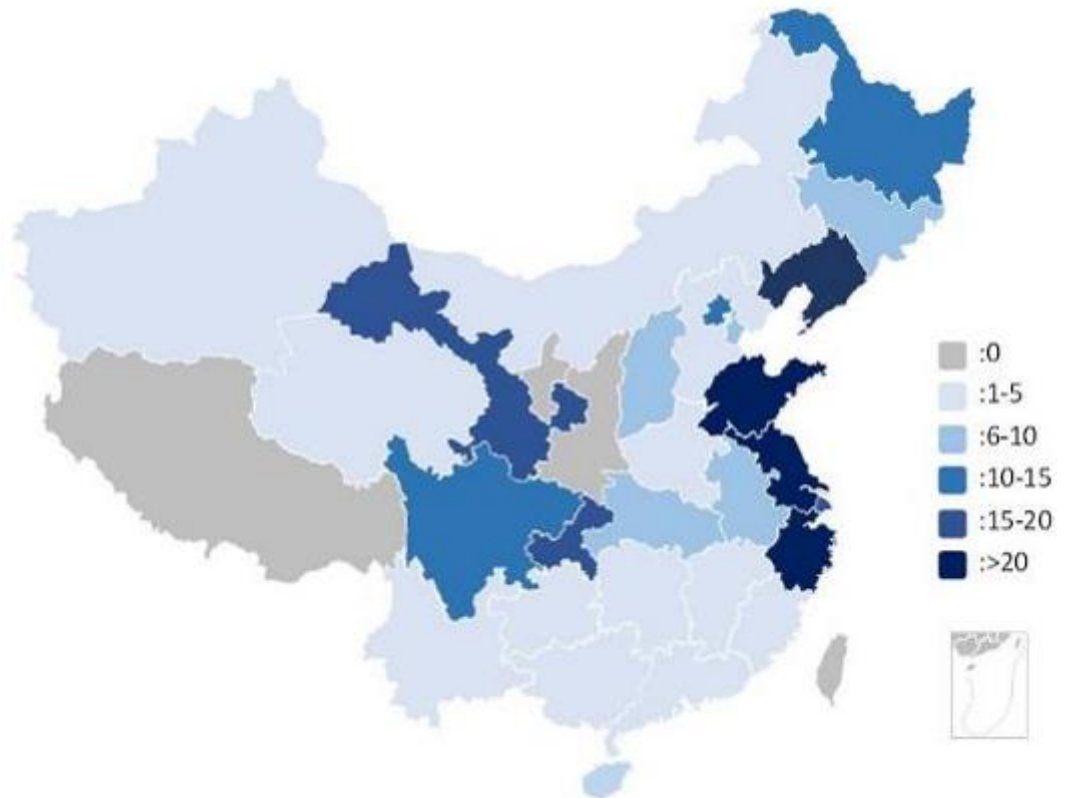
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 39：公司与多家大型商业集团建立合作关系



资料来源：公司招股说明书，网页图片，申万宏源研究

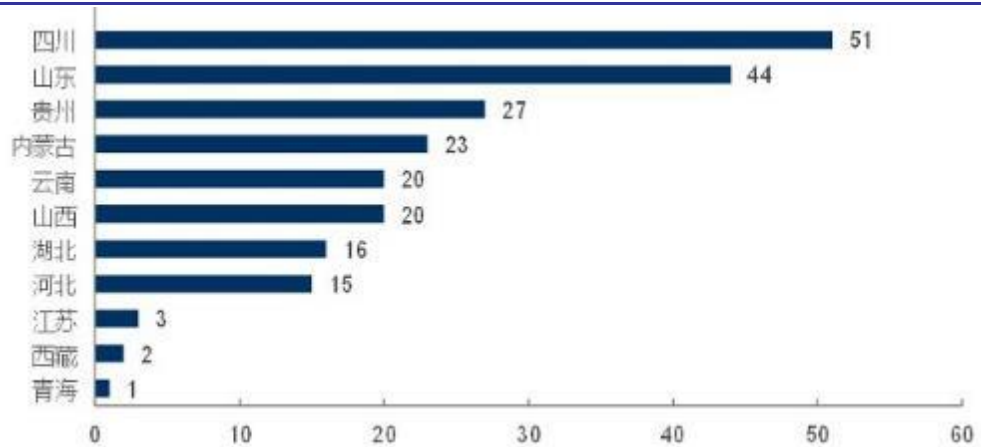
图 40：公司直营店全国分布情况



资料来源：公司招股说明书，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，与大客户保持稳定合作。最近一期前五大加盟商的门店数合计 222 家，占公司期末加盟门店总数比重的 36.39%，与公司对该等加盟商销售收入的占比情况相当。同时，截至 2016 年 6 月 30 日，公司前五大加盟商在报告期初之前开设的门店达 164 家，占期末门店总数的 73.87%，运营五年以上的门店达 135 家，占期末门店总数的 60.81%，与公司具有长期合作关系。

图 41：公司前五大加盟商开设店铺地域分布



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

在加盟商管理方面，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，公司在传统的直营模式中衍生出五季店、集合店、工厂店三种各有特色的直营销路，以此来更好地抓住客群，增加公司的利润点。公司五季店渠道包括以奥特莱斯门店为代表五季线下折扣店，以及以天猫网、唯品会为代表的五季线上电商店两种主要形式。五季店主要通过建立独立、专业、快速的折扣促销渠道，从而减少对正价实体门店的影响。折扣促销的货品均以正价店销售结余后的过季产品为主，是时装企业产品销售体系中必要的后续消化环节，也是正价实体店持续发展的重要辅助补充。

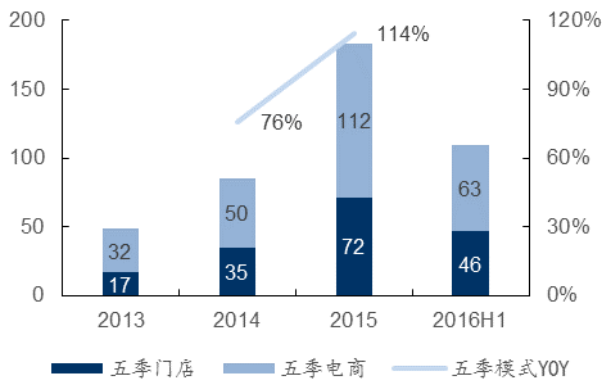
图 42：唯品会上的玖姿线上店



资料来源：网络图片申万宏源研究

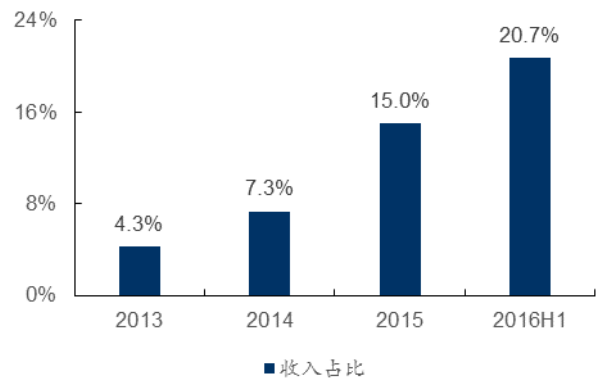
五季店补充当季实体渠道，收入占比不断提升。五季店旨在通过建立独立、专业、快速的折扣促销渠道，实现过季滞销产品的常态化销售，加强库存消化能力，同时提升正价实体店的终端表现力，促使品牌商品的有效流动和良性发展，提高公司盈利能力。从 2013 年到 2016 年上半年，五季店收入占比从 4.3% 提升至 20.7%，已经成为了公司主要销售渠道之一。从未来发展趋势和公司长远规划看，五季店收入占比将逐渐趋于稳定。

图 43：五季店模式营业收入



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 44：五季店模式收入占比



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

开设“安正尚品”多品牌集合店，树立品牌形象，提升购物体验。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 45：集合店店铺风格



资料来源：网络图片，申万宏源研究

表 14：公司目前开设的集合店情况

门店名称	面积（平方米）	开店时间（年）
南京新城市广场集合店	570	2016
临沂银座商城集合专柜	500	2015
郑州 CBD 丹尼斯奥莱集合专柜	180	2015
新疆乌鲁木齐汇嘉集合店	458	2015
襄阳武商集合店	667	2015

资料来源：公司招股说明书，申万宏源证券

开设工厂店消化过季产品，丰富渠道布局。公司利用海宁原生产基地开设了工厂店，用以折价销售旗下玖姿、安正、尹默等品牌过季产品。为了提高产品丰富度以吸引客流促进销售，工厂店也陈列并销售部分非自有品牌的服装、鞋袜、箱包等产品。

未来公司将从“内生式店效提升”与“外延式渠道扩张”两方面，加强营销网络的提升与拓展。在渠道扩张方面，公司将加强向二、三线城市与华南地区的渗透，进一步填补市场空白，并计划利用募集资金在三年内新建 179 家直营门店，以进一步提高公司的直营占比，抢占各城市优质门店资源。在店效提升方面，公司在加强产品研发与门店形象建设的同时，将从日常运营管理、VIP 客户关系管理以及员工服务培训等多个方面推动终端门店运营绩效的提升。

### 3.3 供应链：打造一体化供应链优势

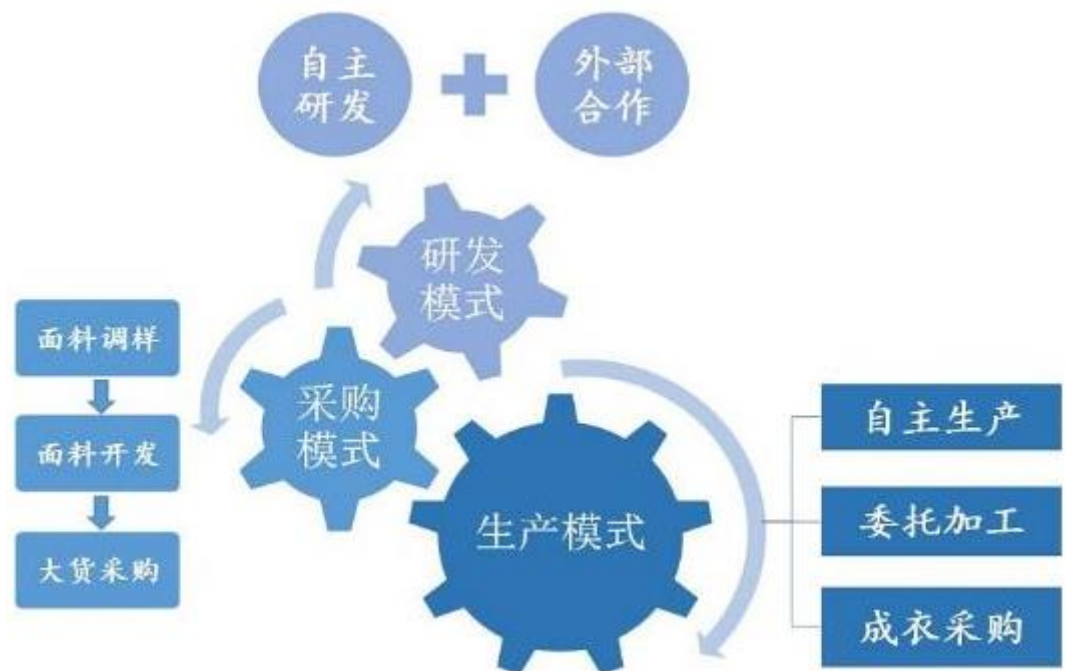
公司时装品牌定位于中高端成熟男女细分市场，该领域具有设计时尚性强、品质要求高、款型样式多、销售周期短等特征。为此，公司建立了集设计研发、采购生产、零售分销为一体的完整供应链，并实行自主生产、委托加工与成衣采购并行的开放式产品供应链体系。公司自主设计，自主采购，自主生产，提高了部门沟通效率，缩短新品上市时间，便于及时调整备货，大大降低公司供应链成本。



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。公司研发中心下设玖姿、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨五大品牌研发部，以省级企业研发中心为基础，积极与国际权威流行趋势研究机构、著名时装设计师进行合作。此外，公司聘请来自意大利、英国、韩国等多名国际知名时装设计师担任品牌创意顾问，参与公司品牌设计工作。

公司实行自主采购，并采取自主生产为主三种成衣供应模式相结合的生产模式。1) 公司实行自主采购模式。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，保证面料在品质、款式与货期等方面满足产品设计与生产需求。2) 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。

图 46：安正集团一体化供应链优势



资料来源：公司官网，申万宏源研究

建设“安正时尚集团文化创意产业园”，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新征建设用地约 128,000 平方米公司，建设集研发、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”作为公司新总部。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。

表 15：安正时尚集团文化创意产业园面积及用途

序号	用途	建筑面积
1	生产车间、物流仓储及车间办公	81000 平方米
2	设计研发中心与营销、财务、人力等行政办公	25000 平方米
3	宿舍、食堂及员工活动中心等配套设施	35000 平方米

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 47：安正时尚集团文化创意产业园效果图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 4.募投项目分析

本次拟发行股票的数量不超过 7126 万股，募集资金净额 111455.11 万元，募集资金将用于新产业园的建设，并配套加强全国性营销网络的建设，同时补充流动资金及主营业务相关的营运资金。

表 16：募投项目概览

项目	总投资额 (万元)	占比	建设期 (年)	对应公司的发展目标
供应链中心改扩建项目	29,141	26%	2	1) 解决产能瓶颈，持续发展；2) 打造柔性供应链体系；3) 改善仓储物流条件。
营销网络建设项目	51,272	46%	3	1) 增强营销网络的渠道控制力；2) 提升品牌影响力；3) 提高公司盈利能力。
研发中心建设项目	2,459	2%	2	1) 增强公司核心竞争力；2) 提高产品与品牌附加值。
信息化系统建设项目	8,937	8%	3	1) 完善现有信息系统；2) 有效掌控营销体系；3) 提升供应链管理能力和。
补充流动资金等其他与主营业务相关的运营资金	19,646	18%		满足公司业务持续增长对流动资金的需求,改善公司财务状况。
<b>合计</b>	<b>111,455</b>	<b>100%</b>		

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

### 项目一：供应链中心改扩建项目

拟在公司产业园内对现有厂区服装生产线进行整体搬迁与改造扩建，在利用和淘汰部分原有工艺设备的同时，购置先进的工艺设备，并配套建设仓储物流、车间办公等设施。

### 项目二：营销网络建设项目

拟针对“玖姿”与“尹默”两个成熟女装品牌，优化升级直营门店 117 家，开拓新增直营门店 179 家，约占新增门店总数的 80.44%。新增门店选址以一、二线城市为主，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。

表 17：按品牌分类优化及新增门店数统计

类型	玖姿	尹默	合计
优化门店	90	27	117
新增商场店	71	72	143
新增专卖店	8	-	8
新增购物中心店	28	-	28
合计	197	99	296

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

### 项目三：研发中心建设项目

项目研发中心总建筑面积约 5894 平方米，并购置先进的设计研发设备和软件，以建成集流行趋势分析、款式企划设计、版型设计开发、面料研究开发、技术工艺研发、样衣制造、高级定制以及创意和产品展示等多功能为一体的现代化研发中心。

### 项目四：信息化系统建设项目

项目信息化系统主要完善和升级现有企业信息系统，以及相关软、硬件设备购买与机房建设。

除了以上四个项目外，公司拟将募集资金中的 1.96 亿元用于补充流动资金等其他与主营业务相关的运营资金。

## 5. 风险分析

### 5.1 市场竞争加剧的风险

公司所处的服装行业竞争激烈，市场化程度高，服装企业众多。虽然近年来随着本公司经营规模日益壮大，主导品牌“玖姿”已成为我国中高端成熟女装领域的领导品牌之一，但随着更多国外品牌进入国内市场以及国内众多品牌企业实力的日益增强，成熟女装市场竞争日益激烈。

### 5.2 不能把握市场流行趋势的风险

随着社会进步和人民生活水平的提高，消费者对女装流行趋势、服装款式、面料的偏好变化较快，对服装产品质量和面料性能的要求也在不断提高，因此能否准确把握女装市场流行趋势、及时预测和满足快速变化的市场需求，将直接影响公司产品的销售。

### 5.3 宏观经济波动风险

服饰类商品弹性较大，易受宏观经济影响。目前，公司服饰市场定位主要为国内高端市场，中国经济形势的重大变化，如经济增长放缓或停滞，消费者预期收入下降，将很可能降低服饰消费频次，减少服饰消费金额，可能制约服饰类产品的市场需求，进而影响公司财务状况和经营业绩。

### 5.4 原材料价格波动的风险

公司生产所需的原材料主要为面、辅料，报告期内，该类原材料占营业成本的比重在60%左右。公司拥有丰富的面料供应商、辅料供应商资源，并且和面辅料供应商保持长期稳定的业务合作关系，同时公司面、辅料采购量大，具有较强的议价能力，并能获得供应商的信用政策，但原材料的价格具有一定的波动性，对公司经营成本和业绩会造成一定的影响。因此，公司面临原材料价格波动的风险。

### 5.5 网络销售对传统销售模式冲击带来的风险

近几年，服装网络销售规模迅速增长，对我国服装行业的传统线下实体渠道销售造成了一定程度的冲击。2013年至2016年1-6月，公司网络销售占比分别为2.81%、4.31%、9.14%和11.92%，呈上升趋势，但在信息技术发展与行业市场变革的背景下，未来如果成熟女装客户群的网络购物消费习惯逐步强化，以及线上与线下互动结合的O2O业务模式趋于成熟，公司如不能及时拓展网上销售渠道、加强电子商务建设及引进相应配套的电子商务人才等，将对公司的销售业绩带来一定程度的影响。

### 5.6 加盟商管理风险

本公司目前主要采用直营和加盟相结合的销售模式，其中加盟销售门店数量占比较高。截至2016年6月30日，公司拥有销售门店数量为897家，其中加盟门店610家，占销售门店总数约68.00%。2013年-2015年及2016年1-6月，公司加盟收入占比分别为65.90%、63.03%、55.17%及40.06%。借助加盟商资源可快速建立庞大的销售网络，提高公司品牌的知名度，扩大市场占有率，降低投资风险。虽然公司一直对加盟网络进行规范运作，注重对加盟商的管理和培训，提高对加盟商的服务水平，但若个别加盟商未按照特许经营合同的约定进行销售、宣传，或者未来公司管理及服务水平的提升无法跟上加盟商发展的速度，则可能出现对部分加盟商管理和服务滞后，对公司品牌形象和经营业绩造成不利影响。

### 5.7 存货余额较大的风险

截至2016年6月30日，公司存货净额为40,149.69万元，占流动资产总额的53.97%。其中，库存商品占存货金额的84.83%，库存商品中库龄2年以内的占比为61.18%。虽然目前公司较大的存货规模符合公司生产经营特点，且公司采取加强研发、采购和生产的计划性、以销定产等措施，2013年度-2015年度及2016年1-6月，存货周转率分别为1.34次、

1.11 次、1.01 次、0.32 次，但若在以后的经营年度中因市场环境发生变化或竞争加剧导致存货跌价或存货变现困难，本公司的盈利能力将可能受到不利影响。

## 6. 盈利预测

公司本次发行 7126 万股，募集资金净额为 11.15 亿元，发行费用合计 8119 万元，发行价为 16.78 元/股，对应发行市盈率为 22.98 倍。

我们预计公司 2016-2018 年实现收入分别为 12.4/13.5/14.9 亿元，分别增长 1.3%/9.1%/10.1%；归母净利润分别为 2.5/2.8/3.1 亿元，分别增长 3.3%/10.7%/11.8%。完全摊薄后 EPS 分别为 0.89/0.98/1.1 元，发行价对应 2016-2018 年 EPS 分别为 19/17/15 倍。

公司致力于成为引领品质生活的中国领先时尚产业集团，集团旗下品牌兼涵盖高端女装与高端时尚男装领域，在 A 股上市公司中具有稀缺性。考虑到公司未来在渠道、品牌推广、产品研发、供应链管理上方面将继续发力，有望通过不断提升消费者的品质生活而带来公司业绩稳定向好，对比同行业 A 股可比公司状况，我们给予公司 2017 年合理估值 30-35 倍，对应公司合理价格区间为 29-34 元。

表 18: 行业内相关公司市盈率对比

序号	股票代码	股票简称	现价	EPS (元)			PE		
			(2017.2.13)	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
1	002612.SZ	朗姿股份	17.54	0.36	0.45	0.56	49	39	31
2	603808.SH	歌力思	29.75	0.71	1.04	1.34	42	29	22
3	603518.SH	维格娜丝	30.95	0.6	1.02	1.22	52	30	25

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 19: 公司收入拆分表

单位: 万元

分类	2013	2014	2015	2016H1	2016E	2017E	2018E
<b>玖姿</b>	96,787	91,916	81,522	27,933	69,294	65,829	66,487
YOY		-5.0%	-11.3%		-15.0%	-5.0%	1.0%
毛利率	70.0%	71.4%	68.0%	76.7%	75.0%	76.0%	77.0%
占主营业务收入比重	84.9%	78.5%	66.7%	52.9%	55.9%	48.7%	44.6%
<b>尹默</b>	10,130	12,396	15,199	8,172	16,719	18,726	20,973
YOY		22.4%	22.6%		10.0%	12.0%	12.0%
毛利率	67.6%	76.5%	82.2%	86.0%	83.0%	84.0%	85.0%
占主营业务收入比重	8.9%	10.6%	12.4%	15.5%	13.5%	13.8%	14.1%
<b>安正</b>	2,237	2,997	3,588	2,478	4,126	4,869	5,745
YOY		33.9%	19.7%		15.0%	18.0%	18.0%
毛利率	66.2%	65.6%	76.6%	73.8%	73.0%	73.0%	73.0%
占主营业务收入比重	2.0%	2.6%	2.9%	4.7%	3.3%	3.6%	3.9%
<b>五季</b>	4,865	8,548	18,332	10,931	26,581	34,555	41,466
YOY		75.7%	114.5%		45.0%	30.0%	20.0%
毛利率	41.7%	46.3%	58.9%	65.1%	60.0%	60.0%	60.0%
占主营业务收入比重	4.3%	7.3%	15.0%	20.7%	21.4%	25.6%	27.8%
<b>摩萨克</b>	-	1,117	2,438	1,161	2,926	3,570	4,355

YOY			118.3%		20.0%	22.0%	22.0%
毛利率	-	60.7%	72.3%	80.6%	76.0%	78.0%	80.0%
占主营业务收入比重		1.0%	2.0%	2.2%	2.4%	2.6%	2.9%
<b>斐娜晨</b>	-	73	1,206	2,017	4,220	7,595	9,874
YOY			1543.2%		250.0%	80.0%	30.0%
毛利率	-	75.9%	77.7%	80.4%	78.0%	79.0%	80.0%
占主营业务收入比重		0.1%	1.0%	3.8%	3.4%	5.6%	6.6%
<b>其他</b>	-	-	18	79	90	90	90
毛利率			46.1%	15.6%	20.0%	20.0%	20.0%
占主营业务收入比重			0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>主营业务收入合计</b>	<b>114,020</b>	<b>117,047</b>	<b>122,303</b>	<b>52,769</b>	<b>123,956</b>	<b>135,234</b>	<b>148,991</b>
其他业务收入合计	59	165	186	144	150	150	150
<b>营业收入合计</b>	<b>114,079</b>	<b>117,211</b>	<b>122,489</b>	<b>52,914</b>	<b>124,106</b>	<b>135,384</b>	<b>149,141</b>
YOY		2.7%	4.5%		1.3%	9.1%	10.2%
<b>主营业务成本</b>	<b>35,935</b>	<b>35,325</b>	<b>38,076</b>	<b>12,807</b>	<b>33,615</b>	<b>36,384</b>	<b>39,493</b>
其他业务成本	106	298	372	203	200	200	200
<b>营业成本合计</b>	<b>36,041</b>	<b>35,623</b>	<b>38,448</b>	<b>13,010</b>	<b>33,815</b>	<b>36,584</b>	<b>39,693</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>68.4%</b>	<b>69.6%</b>	<b>68.6%</b>	<b>75.4%</b>	<b>72.8%</b>	<b>73.0%</b>	<b>73.4%</b>

资料来源：申万宏源研究

表 20: 安正时尚盈利预测表

单位: 百万元, 元

利润表						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	1,141	1,172	1,225	1,241	1,354	1,491
二、营业总成本	873	926	989	962	1,044	1,142
其中: 营业成本	360	356	384	338	366	397
营业税金及附加	16	15	16	16	18	19
销售费用	284	300	327	344	374	410
管理费用	161	170	169	171	187	206
财务费用	1	1	5	3	0	0
资产减值损失	51	84	87	90	100	110
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	10	14	10	10	10
三、营业利润	275	256	250	289	320	359
加: 营业外收入	15	9	35	10	10	10
减: 营业外支出	2	4	1	5	5	5
四、利润总额	287	261	283	294	325	364
减: 所得税	35	32	39	41	46	52
五、净利润	252	229	244	252	279	312
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	252	229	244	252	279	312
六、基本每股收益	1.18	1.07	1.14	0.89	0.98	1.10
全面摊薄每股收益	0.88	0.80	0.86	0.89	0.98	1.10

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 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，可以向我们的销售员索取。

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唯一因素。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。