

安正时尚(603839)

服装界翘楚，时尚品牌强势发力

——安正时尚深度报告

深度报告

行业公司研究—纺织服装—

证券研究报告

✍️：杨云 执业证书编号：S0860510120006
☎️：021-80105934
✉️：xiangzhouyu@stocke.com.cn

联系人：项周瑜

报告导读

我们首次覆盖安正时尚，给予“增持”评级，公司所在的中高端服装市场受益于消费升级和零售业整体复苏趋势，同时公司成熟品牌渠道优化调整已逐步完成、新品牌培育期结束进入业绩贡献阶段。

投资要点

国内中高端龙头时装集团，业绩持续增长

安正时尚是一家多品牌、集团化运作的知名时尚服装品牌企业，旗下拥有玖姿、尹默、安正男装、斐娜晨、摩萨克、安娜蔻6大服装品牌，全面覆盖20-49岁中高端消费群体。2017年营收14.21亿元同比+17.78%，归母净利润达到2.73亿元同比+15.69%；18年Q1，公司营收3.91亿元同比+26.84%，归母净利润为0.92亿元同比+30.09%。公司目前已开设店铺924家，包括336家直营店和581家加盟店，遍布全国30个省份。

品牌+渠道全面布局

(1)品牌端：主品牌“玖姿”已发展17余年，营收占比70%左右，经过2015-17年渠道调整助力业绩复苏，17年恢复净开店，18年Q1营收增速达34.73%，单店店效增速达23.21%；自主培育品牌“尹默”、“安正男装”及外延收购品牌“摩萨克”、“斐娜晨”1季度增速分别达到9.22%、12.81%、-38.18%、80.01%，摩萨克由于风格调整增速下滑，但店效增速达28.79%，新品牌增势值得期待。

(2)渠道端：直营渠道占比提升，2013-18Q1期间，直营店铺数量占比由23.58%提升至36.64%，线下直营营收占比由32.20%提升至53.27%，17年直营收入达6.51亿元；线上电商业务营收占比由2.81%提升至13.80%，17年电商营收达1.95亿元，年复合增速达57.17%。

高管股权激励及增持，彰显公司发展信心

(1)股权激励：17年完成归母净利润2.75亿的股权激励一期解锁条件，18、19年激励解锁条件为归母净利润分别达3.60亿/4.70亿，同比增长31%/31%；(2)高管增持：18年实际控制人增持1,988.47万元占总股本的0.3%；(3)子品牌股权转让：公司向斐娜晨品牌子公司两位高管以1275万元转让20%股权。

盈利预测及估值

我们预计公司2018-20年实现营业收入分别为18.37/22.41/26.49亿元，归母净利润分别为3.62/4.71/5.98亿元，对应EPS分别为0.89/1.16/1.48元，目前价格对应PE分别为21/16/13倍，首次覆盖给予“增持”评级。

财务摘要

(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	1420.67	1836.56	2240.71	2649.39
(+/-)	17.78%	29.27%	22.01%	18.24%
净利润	273.07	361.80	471.05	597.80
(+/-)	15.69%	32.49%	30.20%	26.91%
每股收益(元)	0.67	0.89	1.16	1.48
P/E	28.13	21.23	16.30	12.85

评级

增持

上次评级

首次评级

当前价格

¥18.98

单季度业绩

元/股

1Q/2018

0.32

4Q/2017

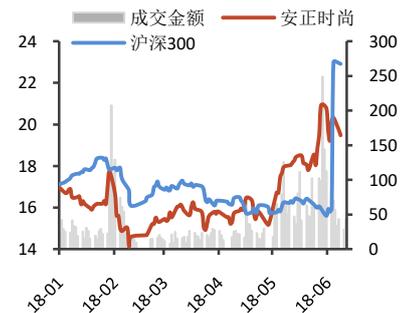
1.00

4Q/2017

0.76

2Q/2017

0.50



公司简介

公司是一家集中高端服装研发、生产、品牌管理于一体大型服装品牌企业，现已发展成为一家多品牌、集团化运作的知名时尚品牌集团，旗下拥有6大中高端服装品牌，同时布局线下零售和电商渠道，其中玖姿品牌长期位列国内女装市场占有率前十名。

报告撰写人：杨云

数据支持人：项周瑜

正文目录

1. 安正时尚介绍	5
1.1. 股权结构：控股集中，高管共享公司成长	5
1.2. 经营结构：以品牌管理和销售为主的全产业链经营	5
1.3. 品牌结构：专注中高端服装领域、多品牌共同运作	6
1.3.1. 玖姿：优雅自信的独立女性	7
1.3.2. 尹默：IMMist 新素人	7
1.3.3. 安正男装：摩登时尚的绅士	8
1.3.4. 摩萨克：精致浪漫的法式女人	9
1.3.5. 斐娜晨：当代乐活新生代	10
1.3.6. 安娜蔻：都市活力新生代	10
1.4. 终端渠道：不断巩固与龙头商业零售渠道的联合发展	11
1.4.1. 线下终端门店的零售布局	11
1.4.2. 线下渠道结构调整成效明显	12
1.4.3. 五季渠道的持续增长	14
1.5. 营销推广：多维度营销造势、网络热度长居榜首	15
1.6. 设计研发：济济人才荟萃一堂，研发投入持续增长	16
1.7. 供应体系：严格品控，时尚产业园助力柔性供应链	17
2. 中高端女装市场行情及发展空间	17
2.1. 女性人口及地位提升，消费水平逐步增长	17
2.2. 女装市场规模稳定扩张，零售回暖带来新的机遇	18
2.3. 中高端女装市场集中度提升空间充分	19
3. 公司经营现状	20
3.1. 运营业绩稳步提升、低费高利效率可观	20
3.2. 募投项目进展状况	23
4. 全面激励模式，彰显发展信心	24
4.1. 店长激励模式	24
4.2. 限制性股票激励	24
4.3. 高管增持股份	24
4.4. 品牌股权转让	24
5. 盈利预测	25
1、主品牌门店结构调整完毕，有望实现平稳增长	25
2、新品牌培育期结束，进入高增速阶段	25
6. 风险提示	27
1、主要成本和费用风险分析	27
2、多品牌运作及新品牌拓张不及预期风险	27
3、存货余额较大风险	27

图表目录

图 1: 安正时尚集团布局	6
图 2: 各品牌店铺数量变化	6
图 3: 各品牌营收变化	6
图 4: 玫姿门店形象	7
图 5: 玫姿产品形象	7
图 6: 玫姿营业收入及增速	7
图 7: 玫姿店铺数量	7
图 8: 尹默门店形象	8
图 9: 尹默产品形象	8
图 10: 尹默营业收入及增速	8
图 11: 尹默店铺数量	8
图 12: 安正男装门店形象	9
图 13: 安正男装产品形象	9
图 14: 安正男装营业收入及增速	9
图 15: 安正男装店铺数量	9
图 16: 摩萨克门店形象	9
图 17: 摩萨克产品形象	9
图 18: 摩萨克营业收入及增速	10
图 19: 摩萨克店铺数量	10
图 20: 斐娜晨门店形象	10
图 21: 斐娜晨产品形象	10
图 22: 斐娜晨营业收入及增速	10
图 23: 斐娜晨店铺数量	10
图 24: 安娜蔻营业收入	11
图 25: 安娜蔻产品形象	11
图 26: 已建立合作的商业集团	12
图 27: 直营店与加盟店的毛利率	13
图 28: 不同终端门店数量占比	13
图 29: 玫姿线下渠道结构调整导致的店效变化	14
图 30: 2014-17 年各品牌店效变化	14
图 31: 预计新增门店城市及类型分布 (家)	14
图 32: 预计各类新增门店占比 (%)	17
图 33: 五季渠道数量 (家)	17
图 34: 线上渠道营收及增速	17
图 35: 线下线上渠道毛利率	17
图 36: 线下线上渠道营收占比	17
图 37: 天猫旗舰店形象	17
图 39: 玫姿新晋代言人刘涛	17
图 40: 斐娜晨 18 年秋冬发布会	17
图 41: 网络搜索排名指数	16
图 42: 研发费用支出	16
图 43: 研发费用占营收比	16

图 44: 公司成衣来源成本占比	17
图 45: 安正时尚产业园	17
图 46: 全国女性总人口数及占总人口比重	18
图 47: 全国城镇女性总人口数及占城镇总人口比重	18
图 48: 全国城镇居民及全国居民衣着类人均消费支出	18
图 49: 全国女性人均服装开支	18
图 50: 女装行业市场规模	19
图 51: 限额以上企业消费品零售总额	19
图 52: 服装鞋帽纺织品类零售总额	19
图 53: 全国 50 家大型零售企业零售额增速	19
图 54: 2015 年主要服装品类 CR10 对比	20
图 55: 2016 年中、美、日女装品牌 CR10 对比	20
图 56: 公司营业收入及增速	21
图 57: 公司归母净利润及增速	21
图 58: 各品牌营收增速及对比	21
图 59: 2017 各品牌单店店效及增速	21
图 60: 高端女装上市公司毛利率	21
图 61: 高端女装上市公司净利率	21
图 62: 高端女装上市公司费用率	22
图 63: 安正时尚各项费用率	22
图 64: 公司存货周转率(次)	22
图 65: 公司应收账款周转率(次)	22
表 1: 公司高管及持股情况	5
表 2: 公司主要品牌及营收占比	6
表 3: 公司加盟商政策	12
表 4: 市场率前十的中高端女装品牌	20
表 5: 公司募投项目进展及资金使用情况(单位: 万元)	23
表 6: 公司股权激励方案	24
表 7: 公司营收及预测拆分(单位: 百万元)	26
表 8: 单品牌营收敏感度分析	26
表 9: 可比公司	26
表 10: 主要成本敏感度分析	27
表 11: 主要费用敏感度分析	27
表附录: 三大报表预测值	28

1. 安正时尚介绍

安正时尚于2017年2月14日在上海证券交易所进行首次公开发行股票，该公司是一家集研发、生产、销售、品牌管理于一体的大型现代化品牌企业，始终坚持和贯彻国际化的品牌经营理念，现已发展成为一家多品牌、集团化运作的知名时尚品牌企业。安正旗下拥有JZ 玖姿、IMM 尹默、ANZHENG 安正、Fiona Chen 斐娜晨、MOISSAC 摩萨克以及线上品牌 Annakro 安娜蔻六大服装品牌，品牌以中高端为主，在风格定位、主要客户群体方面互补互足。

安正时尚在成衣供应方面主要采取自主生产、委托加工及成衣采购相结合模式，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。同时，公司采取直营和加盟相结合的销售模式，主要的销售终端包括专卖店、商场店、百货中心点以及主流电商平台，截止2018Q1已开设店铺924家，遍布全国30个省份。

1.1. 股权结构：控股集中，高管共享公司成长

公司实际控制人为董事长、集团总裁郑安政先生，持有公司37.36%股权，为公司第一大股东，郑氏家族集中控股为73.09%，股权结构集中。同时，公司主要核心管理层均持有一定份额股份，对公司经营发展提供促进动力。

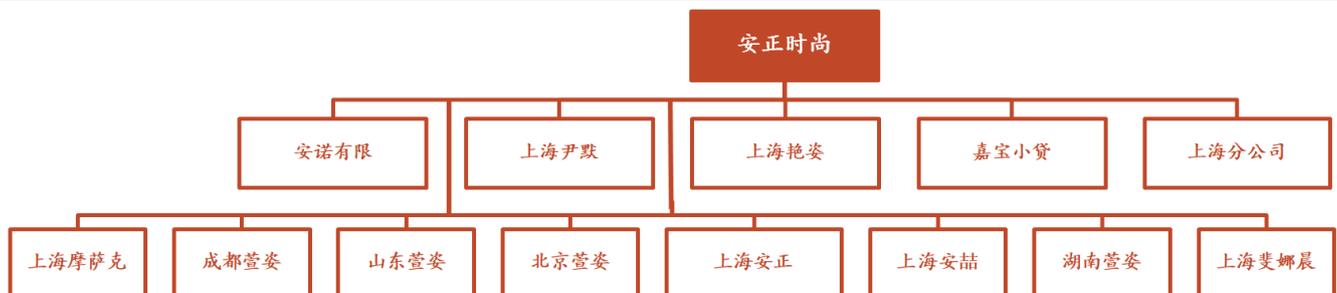
表 1：公司高管及持股情况

序号	姓名	持股比例 (%)	职务(注)
1	郑安政	37.36%	董事长兼总经理
2	陈克川	14.53%	副董事长
3	郑安坤	10.90%	董事
4	郑秀萍	3.63%	副总经理
5	葛国平	0.39%	副总经理
6	谭才年	0.26%	副总经理兼财务总监、董事会秘书
7	赵颖	0.22%	副总经理
8	金俊	0.15%	副总经理
9	赵典媚	0.07%	副总经理
10	合计	67.26%	/

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.2. 经营结构：以品牌管理和销售为主的全产业链经营

图 1：安正时尚集团布局



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

公司实行一体化、全产业链经营模式，由母公司从事产品开发、生产自制、供应链管理、加盟销售等产品创造与销售的大部分价值链环节，下属子公司则主要为各品牌的直营销售公司，负责各地及各品牌直营门店的建设运营、财务核算。玖姿品牌下设6个销售子公司，坐落于北京、上海、成都等大区一二线主要城市，尹默、安正、摩萨克、斐

娜晨四大品牌及五季业务各分设1家销售公司，多家子公司协同并做，对于销售经营活动的快速调配和管理起到重要作用。为便于同各联营商场的统一结算管理，公司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。

1.3. 品牌结构：专注中高端服装领域、多品牌共同运作

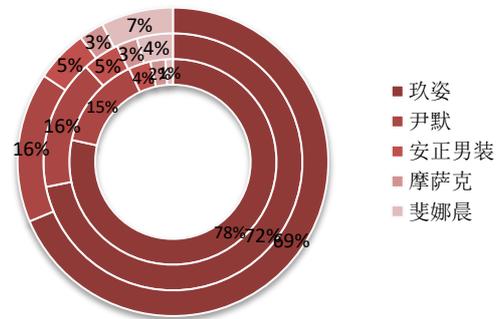
安正时尚专注于中高端服装的细分领域，定位介于国际一线品牌与大众快时尚消费之间，强调独立、个性、品质的服装研发方向，旗下拥有女装品牌包括JZ玖姿、IMM尹默、Fiona Chen斐娜晨、MOISSAC摩萨克、线上品牌Annakro安娜蔻，及男装品牌ANZHENG安正。其中，公司主导的女装品牌“玖姿”经过近20年的发展，目前已经连续10年稳居同类市场前十的品牌占有率。

为了避免过度倚重主导品牌“玖姿”而产生经营风险，同时为了扩大公司在高端女装市场上的整体占有率和影响力，提高公司的竞争活力，公司不断完善借助“玖姿”成熟品牌运营经验和渠道的多品牌战略，各个品牌均有特定的消费对象，在设计、定价、消费场景更贴合跨年龄、多层次消费水平的消费者，不断提高品牌各自的特色优势，从而把握更多市场上的消费者，同时在设计研发、采购生产、零售分销等供应链管理体系上实现一体化，统筹各品牌管理，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。

截止2017年，玖姿、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨的品牌店铺数量分别达到691家、90家、36家、15家、85家，营业收入分别达到9.36亿、2.14亿、0.75亿、0.35亿、1.02亿。在2015年、2016年以及2017年，主品牌玖姿店铺数量占总店铺数量的比例分别为80%、77%、75%，单品牌营业收入占据公司总主营业务收入的78%、72%、66%，依然为公司的主力业绩贡献品牌，但店铺和营收占比逐年降低，说明公司多品牌战略逐步实现。

表 2：公司主要品牌及营收占比

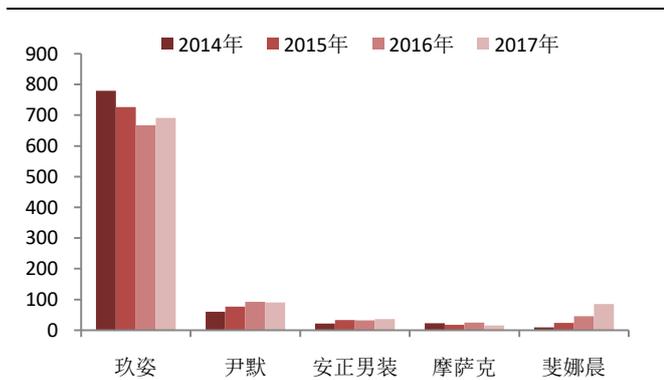
品牌名称	设立时间	建立方式	品牌风格	核心客户年龄	营收占比 (截止 2017Q3)
玖姿	2001年	内生培育	自信、优雅、女人	35-45岁	78%
尹默	2008年	内生培育	独立、知性、时尚	28-35岁	72%
安正男装	2012年	内生培育	时尚、商务、品质	35-45岁	69%
摩萨克	2014年	外延并购	灵动、华美、优雅	25-35岁	16%
斐娜晨	2014年	外延并购	玩味、当代、精致	28-32岁	15%



(注：上面多层环形图中，由内到外分别是2015年、2016年、2017年各品牌营收占比)

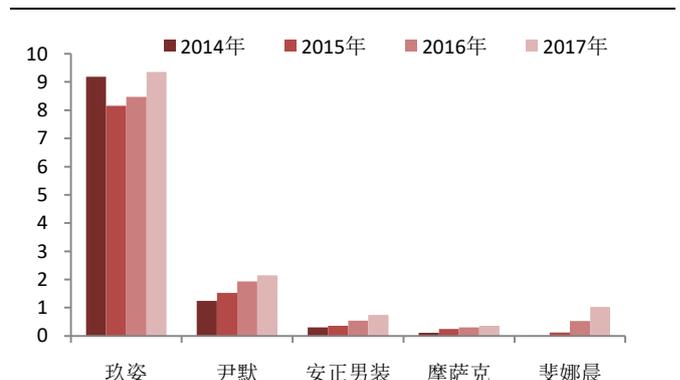
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 2：各品牌店铺数量变化 (家)



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 3：各品牌营收变化 (亿元)



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

(注：2014-2015年各品牌店铺数量和营业收入不包括五季奥莱店渠道)

1.3.1. 玖姿：优雅自信的独立女性

“JZ玖姿”创立于2001年，为公司的主导品牌，定位核心年龄层为35-45岁注重精致生活的优雅自信女性群体，服装注重设计、面料、质感及制作工艺的高品质，强调“自信、优雅、女人味”的品牌风格。

玖姿以成熟的品牌风格、广泛的市场覆盖、适销的商品特征，已成为我国成熟女装的领导品牌之一，为公司的主要收入和利润来源，其中加盟店占总店铺数量的80%以上，在2015年、2016年、2017年及18年Q1营业收入分别达到8.15亿、8.47亿、9.36亿、2.46亿，同比增速分别为-11.31%、3.93%、10.49%、34.73%。

在2013-2015年加盟店受终端零售渠道的影响，主品牌玖姿关店较多，主要集中在经营效益逐渐下滑的传统街边店，从而转向目标客户流量增加的百货商场和购物中心店铺，在单店店效方面，2015年、2016年、2017年分别为112.1、127.0、135.5万元/家，年复合增速为9.94%。目前品牌渠道调整已完成，关店调整见底回升，实现了净开店。截止2018年Q1，玖姿门店总数量达到690家，包括直营店130家（其中包括37家五季奥莱店）、加盟店560家。

图 4：玖姿门店形象



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

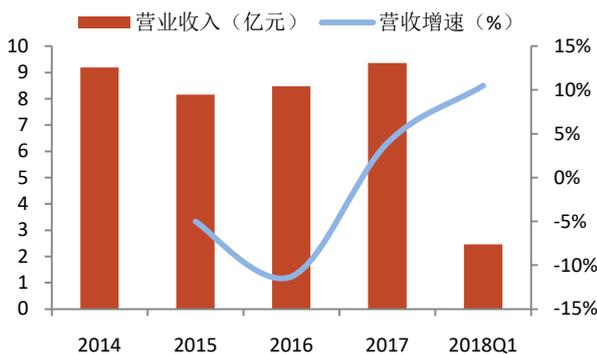
图 5：玖姿产品形象



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

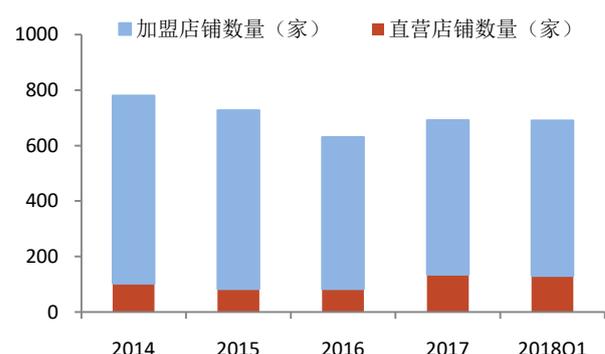
（注：2016年以前单品牌的营收业绩和直营店铺总数量不包含五季奥莱店，16年及16年以后，单品牌的营收业绩和直营店铺总数量包含同品牌旗下的五季奥莱店渠道，以下同）

图 6：玖姿营业收入及增速



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 7：玖姿店铺数量



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.3.2. 尹默：IMMist 新素人

“IMM 尹默”女装创立于2008年，该品牌的创立开启了公司多品牌发展的经营战略。品牌以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”。尹默致力于塑造独立、知性、时尚的品牌形象，兼具设计启发性的高端时尚品牌，服务于具有良好教育背景、经济独立、追求自我形象的都市成熟女性。

“尹默”作为公司第二大女装品牌，经过多年的培育发展，品牌定价能力不断提升，作为一个追求设计感的时尚品牌，“尹默”具有较“玖姿”更为高端的市场定位和价格区间，处于公司金字塔品牌阵营的前端。在2015年、2016

年、2017年、2018Q1 营业收入分别达到 1.52 亿、1.93 亿、2.14 亿、0.62 亿，同比增速分别为 22.62%、27.22%、10.76%、9.22%，近三年来平均毛利率高达 80%，体现了其高端的市场定位。截止 2018Q1，尹默全国总店铺数量共计 93 家，17 年初步尝试开展了加盟模式，现包括 6 家加盟商，创新、独特、知性的品牌定位逐渐得到消费者的广泛认同。

图 8：尹默门店形象



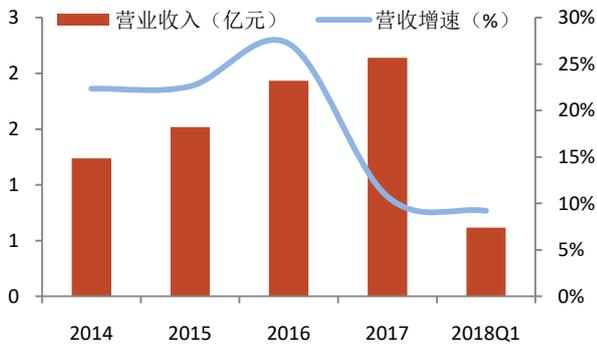
资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 9：尹默产品形象



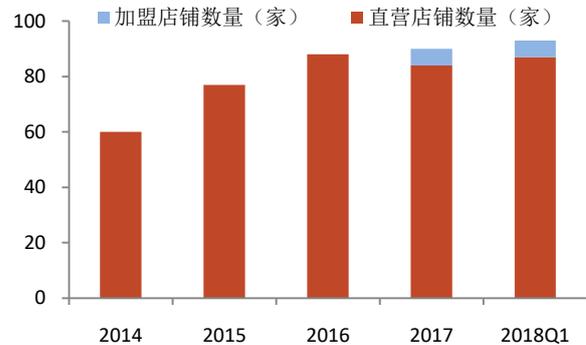
资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 10：尹默营业收入及增速



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 11：尹默店铺数量



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.3.3. 安正男装：摩登时尚的绅士

“ANZHENG 安正”是公司于 2012 年推出的高端男装品牌，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。国内男士成衣品牌在风格上普遍定位于“大众商务”或“商务休闲”两大类型，在商务、休闲、时尚三个主题之间，缺乏以强调时尚品味为特征的“商务时尚”品牌。安正男装的推出顺应了这一市场空缺，旨在满足都市高端男士商务时尚的着装需求。

2017 年安正男装营收达到 7,479.38 万元同比增长 37.11%，2018 年 Q1 营收 2,618.46 万元同比增长 12.81%，已在北京、上海、重庆、杭州、沈阳、长春等国内 23 个重点城市开设了 38 家零售门店，时尚、商务、品质的品牌定位已取得消费者的认同。

2017 年 9 月起，被权威外媒誉为日本九大设计师之一的留美设计师久保嘉男正式加入安正男装事业部，担任品牌创意总监参与产品的研发设计，他独具匠心的艺术视角将对品牌带来新的创新活力。同时安正男装的专柜形象由集团艺术总监 Françoise Onillon 女士设计，她长期担任爱马仕、百达翡丽、卡地亚 Baglierina Gally 等奢侈品顾问，为安正男装专柜视觉注入了不同的色彩和温度。

图 42：安正男装门店形象



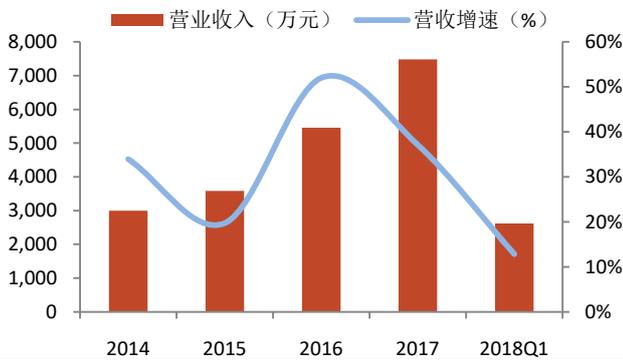
资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 53：安正男装产品形象



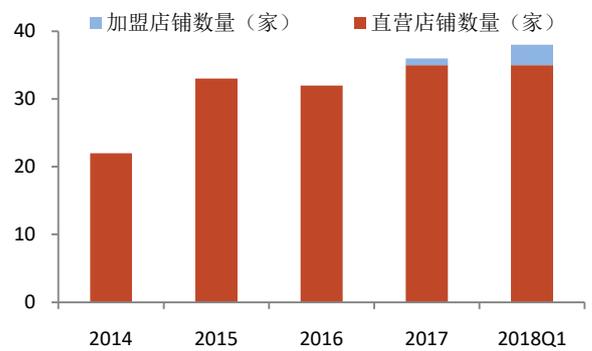
资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 6：安正男装营业收入及增速



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 7：安正男装店铺数量



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.3.4. 摩萨克：精致浪漫的法式女人

“MOISSAC 摩萨克”在 1959 年起源于法国巴黎，2012 年进入中国市场。该品牌以 25-35 岁为目标客户年龄层，定位于“法式浪漫、梦幻俏皮、华丽精致”的品牌文化，强调灵动、华美、清新优雅的设计风格。安正时尚于 2014 年 9 月以 1000 万人民币收购上海摩萨克 100% 股权。本次收购行为是安正时尚多品牌发展战略的重要步骤，进一步提升公司多品牌阵营的多样化、互补性，扩大公司业务规模，增强公司整体竞争力。

截至 2017 年摩萨克营业收入达到 3,536.53 万元，同比增长 15.47%，在上海、南京、杭州、重庆、长春等 15 个主要城市的 15 家知名百货商场建立了 15 家直营零售门店，18 年 Q1 品牌营收 736.21 万元，同比增速-38.18%，增速放缓的主要原因是品牌风格的调整，优化店铺结构，关掉了部分店铺，同比店铺数量从 17 年 1 季末的 25 家减为本季末的 15 家，但是单店店效同增 28.79%。由于摩萨克与玖姿品牌的目标核心客户群体在年龄、消费水平、审美方面有重叠，公司计划该品牌将借助玖姿现有的终端渠道进行发展。

图 8：摩萨克门店形象



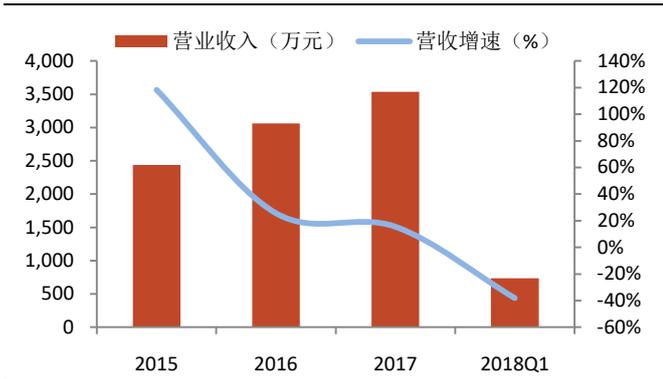
资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 9：摩萨克产品形象



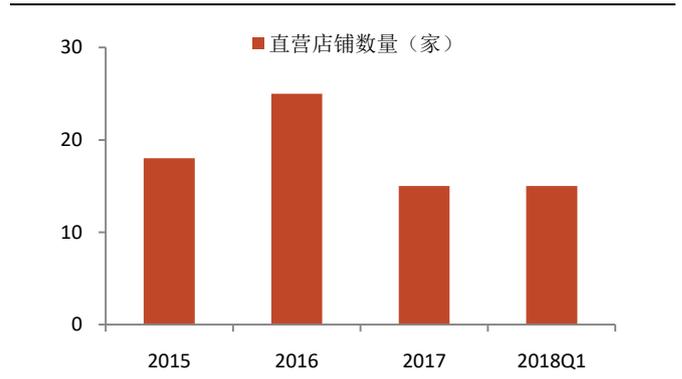
资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 10: 摩萨克营业收入及增速



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 11: 摩萨克店铺数量



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

1.3.5. 斐娜晨: 当代乐活新生代

“斐娜晨”针对于 24-32 岁的消费群体, 定位于成熟女装中的中淑细分领域, 立足中国原创时尚, 汲取全球的新鲜创意, 主打“玩味、当代、精致”的设计风格, 致力于将“LIVE PLAYFUL”的品牌主张传递给每一位消费者。斐娜晨已在北京老佛爷百货商场、北京国贸商城、长春卓展购物中心、上海久光百货等知名百货商场与购物中心建立了零售门店, 包括 68 家直营店和 17 家加盟店, 营业收入达到 1.02 亿元, 营收增速为 92.41%, 18 年 1 季度营收 3,777.54 万元, 同比增速 80.01%。由于品牌设计风格独特, 目标客户群体具备更高的忠诚度, 未来将会保持较高的增速发展。

图 12: 斐娜晨门店形象



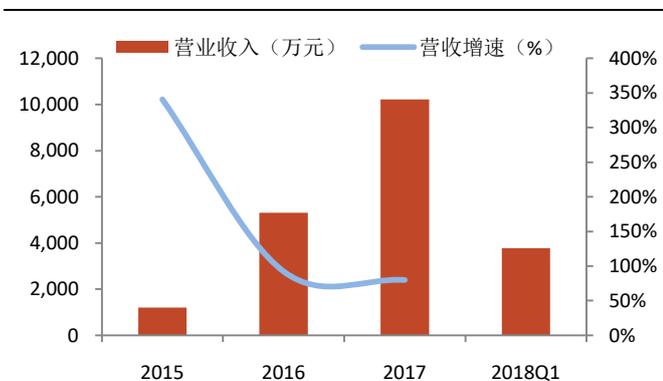
资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图 13: 斐娜晨产品形象



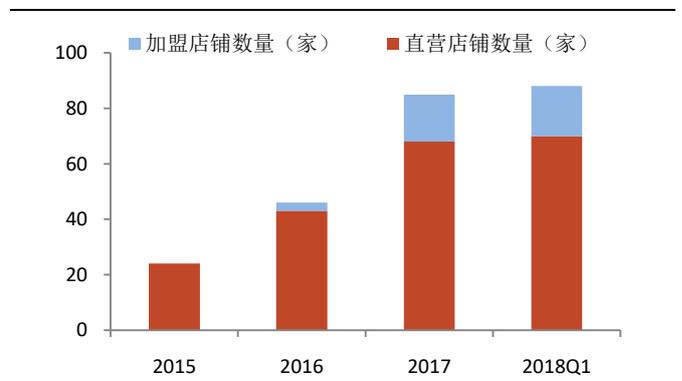
资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图 14: 斐娜晨营业收入及增速



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 15: 斐娜晨店铺数量



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

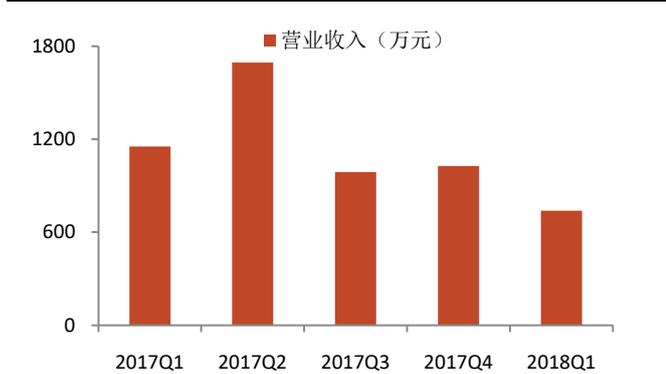
1.3.6. 安娜蔻: 都市活力新生代

根据国家统计局数据, 2017 年穿着类实物商品网上零售额同比增长 20.3%, 增速同比+2.20pct; 2017 年阿里巴巴 GMV 同比增长 29.9%, 增速同比提升 9PCT。因此, 公司为满足互联网消费者对于高性价比产品的需求, 依托公司多

年品牌运作经验，通过各专业团队的协同与供应链资源的共享，顺应“互联网+新零售”发展大潮，分享互联网红利，在2017年推出了线上新生品牌安娜蔻，基于“乐活、都市、摩登”的品牌定位，面向于20-35岁、独立、自信的都市女性。

该品牌的运作热衷国际流行趋势，追求个性化与性价比，以款多量少，快研发、快生产、快物流、快销售，抢占互联网市场份额，是对集团现有5个品牌线下实体销售品牌的有益补充，2017年实现营业收入4,860.4万元，未来将会保持平稳增长。

图 16: 安娜蔻营业收入



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 17: 安娜蔻产品形象



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

公司已建立针对不同年龄、风格梯度的多层次时装布局，各品牌均拥有各个独特的优势和特定的消费对象，其中“玫姿”和“尹默”已经具有一定的规模和品牌效应，未来仍然是公司的主要业绩贡献来源；“安正男装”、“摩萨克”和“斐娜晨”已由品牌培育期转向快速成长期，业绩逐步释放，营业收入和净利润同比增长可观，未来将会继续锁定品牌客户群体，保持稳健增长；“安娜蔻”将进一步布局线上品牌形象和渠道，与线下品牌终端形成有效互补。

未来，公司将在现有男女服饰装品类的基础上，不断丰富新的品类，如童装、男装潮牌、鞋子、箱包及饰品等，形成有奢侈品牌、高端品牌、中高端品牌和中端品牌的时尚产业集团，除时尚产品以外，还不断引进时尚服务，以满足不同消费者的不同喜好与需求。公司将通过5至10年的日积月累，建设成为一个国际化的时尚产业集团。

1.4. 终端渠道：不断巩固与龙头商业零售渠道的联合发展

1.4.1. 线下终端门店的零售布局

目前，公司建立了商场门店与专卖门店相结合、网络销售为补充的多样化终端零售渠道。截至2016年6月，公司的商场联营门店达696家，品牌专卖店达201家（含街边专卖店与购物中心店）。公司对直营与加盟终端实行统一的信息化管理，在每一个销售终端门店安装统一的分销信息系统与即时通讯工具，及时记录和掌握货品的零售与库存情况，由此，在建立强大销售网络的同时，辅之以统一、严格的信息化管理技术，一方面保证了公司对营销网络的控制力度，加强品牌形象与销售政策的统一管理，另一方面借助了加盟商的经营资源扩大市场覆盖面，提升市场份额。

在商场店建设方面，公司已与大商集团、银泰百货、卓展集团、百联集团、王府井集团、万达百货等众多商业集团建立了广泛而深入的合作，以实际的销售绩效和品牌声誉，稳固与各大大型百货商场集团的合作基础，保证了对重点商场渠道的有效覆盖。由于中高端成熟女装的消费者较为注重消费环境与自身社会地位、经济基础以及服装档次的一致性，因此通常以中高档百货商场、购物中心及位于核心商圈、店面精致的品牌专卖店为主要购物场所，导致中高档成熟女装对百货商场、购物中心等零售渠道的依赖程度较高，然而，由于较高的商场定位与有限的专柜资源，该类百货商场与购物中心通常又对进驻品牌的知名度、零售额具有一定要求。中高档成熟女装对商场零售渠道的依赖性，以及百货商场的进驻门槛，对行业进入者形成了较高的渠道壁垒。

图 18: 已建立合作的商业集团



资料来源：公司公告、网络图标、浙商证券研究所

在专卖店建设方面，公司通过加强门店选址与VIP客户关系管理，有效的缓解了中高档成熟女装对百货商场零售渠道的依赖程度，丰富渠道模式的多样化。公司对直营与加盟专卖店的开设实行统一的评审管理，综合考虑城市经济水平、居民消费特征、周边商圈环境及竞争对手布局等因素。

目前，在公司6个品牌中，仅规模体量最大的“玖姿”女装采取加盟占比较高的销售终端模式（2016年之前公司所有的加盟店均为“玖姿”品牌），处于品牌成长期的“尹默”、“安正”、“摩萨克”及“斐娜晨”则目前主要采取直营模式，“安娜蔻”为线上新生品牌仅在线上渠道销售。

(1) 加盟店

公司加盟商均采用有退/换货条件的买断式销售政策，不收取加盟费，但公司根据其业务规划、客户历史销售业绩、区域分布等，对加盟商分类为业务支持类客户和一般客户，这两类加盟商的不同主要集中在部分销售政策上，如折扣比例、退换货比例等，因不同类型加盟商各年度进货指标、销售业绩等不同，业务支持类加盟商给予较低的销售折扣，公司对加盟商进行上述分类管理，可以更好地激励不同类的加盟商，促进公司销售的稳步良性发展。

2014年之前，公司为减少加盟客户货品的库存，公司对加盟商客户制定了“换货政策”，以鼓励加盟商通过调换货品等方式，提高加盟客户当季货品销售比例。随着五季产品销售渠道的不断拓展与完善，公司提升了过季产品库存消化能力，于2014年开始，公司将加盟商“换货政策”调整为“退货政策”，充分利用公司五季渠道对外销售过季产品，加快过季产品及时消化，减轻加盟商商品库存压力，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加盟商的良性发展，提高公司盈利能力。在退货政策下，2014年、2015年实际退货率维持在15%以内。

表 3：公司加盟商政策

		2013年	2014年之后	2016年
加盟商买断折扣		3.9 - 4.7 折		
加盟商政策		等额换货	达到销售指标时可实施退货政策	
一般加盟商	普通地区加盟商	≤15%	≤10%; 规模较大的≤15%	在原政策基础上，每增加1%退货率，买断折扣提高0.015折
长期合作加盟商	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内的加盟商	≤35%	≤35%	

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

(2) 直营店

公司直营门店可分为“商场店”与“专卖店”两类经营形式，直营模式的优势在于企业可充分获取销售环节的利润空间，可对销售渠道具有较强的控制力，有利于快速、自主、统一地贯彻公司经营战略，及时、准确、直接地掌握客户需求动态；但同时，建立庞大、有效的直营网络，也对企业的资金实力、经营管理等都提出了较高要求。

1.4.2. 线下渠道结构调整成效明显

在2013-2016年期间，由于线下实体经济需求不振、电商的迅速发展，国内中高端女装行业处于低迷调整期，采取买断模式的加盟商作为中间销售环节受到了较大影响，为此公司积极优化门店结构，自2015年起关停部分盈利能力较差的门店，并将部分加盟门店转为易于统一管理且毛利率较高的直营店。

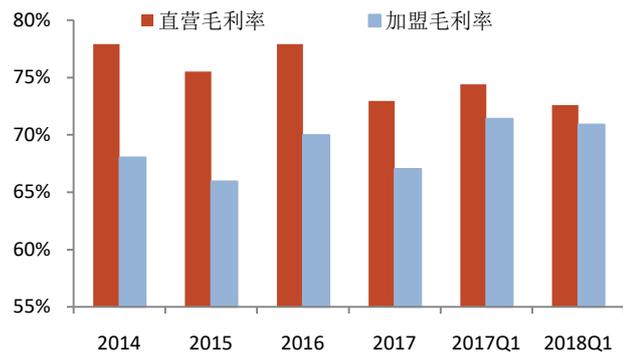
同时，随着过去几年电商高速增长、百货和街边店的调整，目前服装零售渠道分布呈现出四分天下的格局，2017年电商、专卖（购物中心+街边店）、百货、其他（集合店/超市等）分别占比29.0%、27.1%、22.1%、21.8%。由于购物中心业态的兴起，人们的消费习惯逐步倾向于及娱乐、文化、服饰、餐饮等一体的大型商业购物环境，传统街边店

的消费者流量逐步下降,公司关闭效益较低的街边店,转而在商场、购物中心等商业综合体。

截至2018年3月末,公司终端销售门店数量已达924家,其中直营门店337家、加盟门店587家。广泛的终端网络覆盖了全30个省、自治区及直辖市主要城市的重点商圈,保证了公司销售业绩的持续、稳步增长。

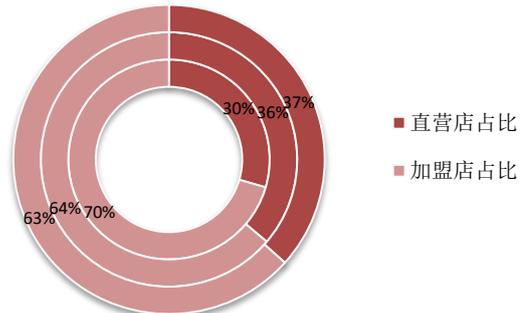
公司2016-2018年Q1期间直营店与加盟店的平均毛利率分别为74.49%和69.31%,在店铺结构调整的过程中,直营门店数量由312家增加至337家,占总店铺数量的比例由30%增加至36%;加盟门店数量由550家减少至587家,相应的占总店铺数量的比例由70%降低为64%。直营店占比的适度提高,有利于公司对核心商铺的管控能力,建立标准化的店铺管理、陈列及VIP服务,在消费者偏好数据采集以及未来产销产品预测方面拥有更高更精准的动态反应。

图 19: 直营店与加盟店的毛利率



资料来源:公司公告、浙商证券研究所

图 20: 不同终端门店数量占比

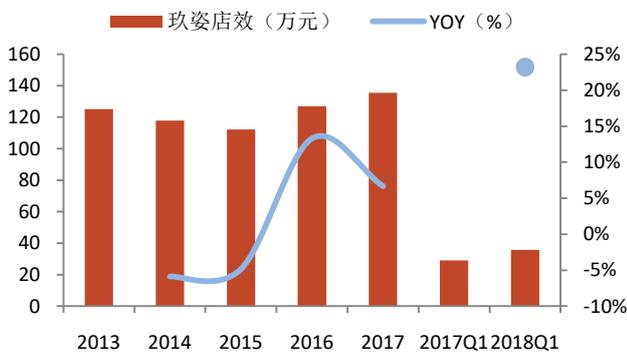


(注:圆环由内而外分别代表2015年、2016年、2017年的数据)

资料来源:公司公告、浙商证券研究所

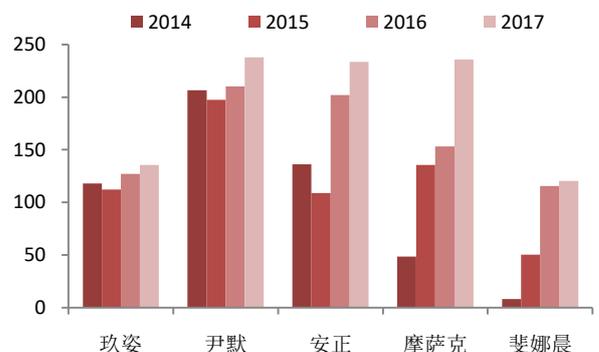
在店铺结构调整的过程中,各品牌的店效都有了可观的增长。其中主品牌玖姿的店效由2015年全年112.14万元提升至2017年全年135.47万元,两年复合增速为9.91%,2018年Q1单季度达到35.70万元,同比增长23.21%;成熟品牌尹默在15-17年店效由197.39万元提升至237.97万元,复合增速为9.80%;新兴品牌安正男装、摩萨克、斐娜晨在15-17年的店效复合增速分别为46.62%、31.92%、54.74%。

图 21: 玖姿线下渠道结构调整导致的店效变化



资料来源:公司公告、浙商证券研究所

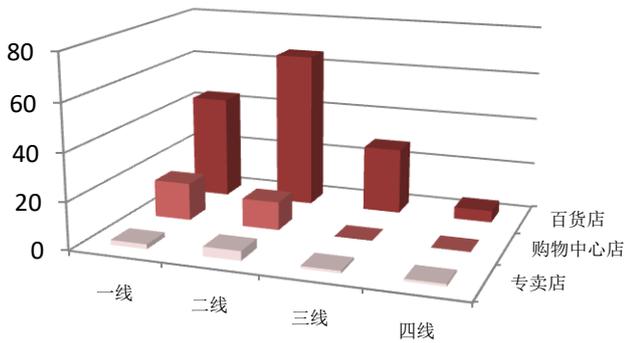
图 22: 2014-17年各品牌店效变化



资料来源:公司公告、浙商证券研究所

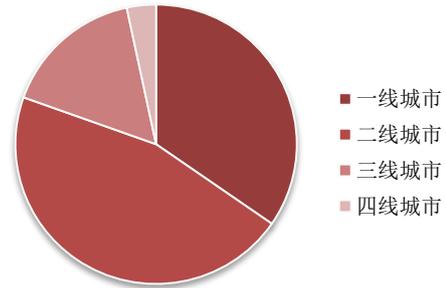
自2017年到2019年年底,公司目标在新增直营门店179家,按城市类型分类看,一、二、三、四线城市新增门店占比分别为34.6%、45.8%、16.2%、3.4%,由于一线城市受海外品牌影响力较大,且消费力较高的年轻人更青睐于快时尚或国际一线奢侈品牌,因此定位于中高端有较高性价比的国内女装品牌受益于城镇居民消费水平的提高,在二线城市发展潜力高于一线;按门店类型分类看,专卖店、购物中心店、百货店新增门店占比分别为4.5%、15.6%、79.9%,由于二线城市购物中心业态还在不断建设新增中,新增门店还是以百货店渠道为主。

图 23: 预计新增门店城市及类型分布 (家)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 24: 预计各类新增门店占比 (%)



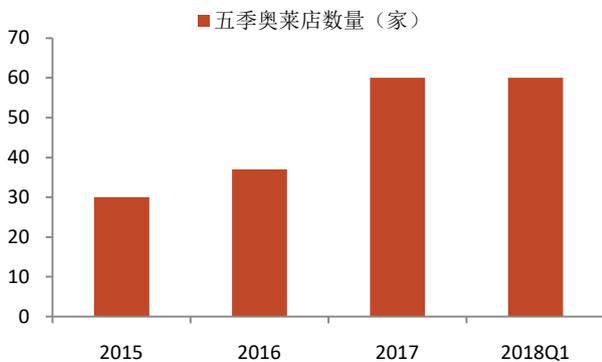
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

1.4.3. 五季渠道的持续增长

为避免过季滞销产品的折扣促销对公司终端零售门店与品牌形象的影响, 公司建立了线下、线上相结合的五季产品销售渠道, 对此类商品进行一定折扣的销售。线下主要利用奥特莱斯 (Outlets) 为代表的名品折扣零售业态, 线上主要通过天猫商城与唯品会等知名电商平台成立线上品牌旗舰店, 通过五季渠道销售的商品, 主要包括正价门店的过季和滞销商品, 以及公司为丰富五季渠道产品组合而设计的少量特供产品, 保证五季渠道与零售门店的差异化定位。

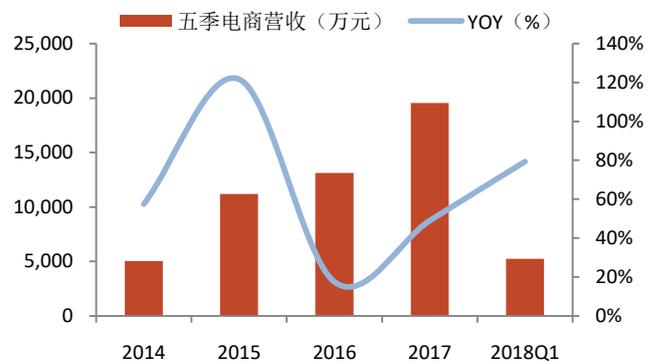
截至 2017 年底, 公司在全国共建立了 60 家五季门店。线上销售收入达到 1.95 亿元同比增长 48.88%, 近 3 年复合增速为 51.53%, 占总营业收入的 13.8%。18 年 Q1 线上营收 5,223.83 万元同比增长 79.30%, 占总营业收入的 13.40%, 毛利率达到 48.88%, 比上年同期毛利率增长 3.49pct。2017 年“双十一”公司主品牌玖姿销售额达到 5806 万元, 较去年大幅增长 414%, 线上 VIP 已达 85 万人。

图 25: 五季奥莱店数量 (家)



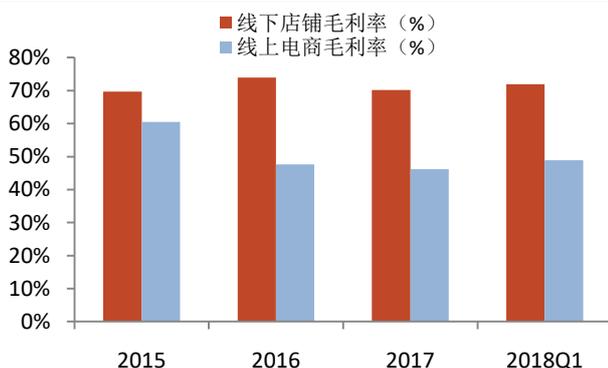
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 26: 线上渠道营收及增速



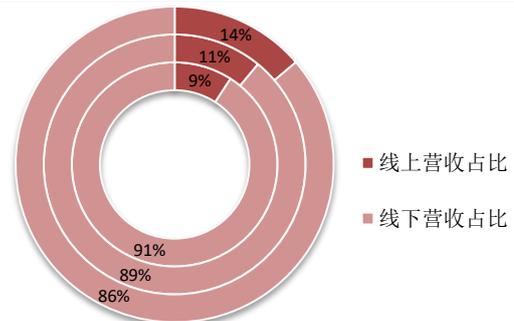
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 27: 线下店铺和线上电商的毛利率对比 (%)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 28: 线下店铺和线上电商的营收占比

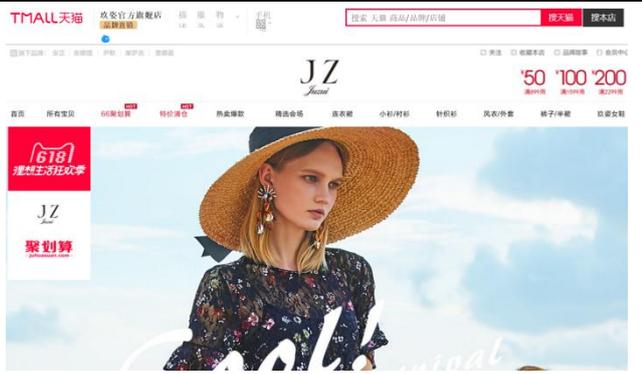


(注: 圆环由内而外分别代表2015年、2016年、2017年的数据)

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

公司现有的品牌都是以线下实体销售为主，各品牌相对于线下的品牌知名度，在线上仍有较大的提升空间，故公司积极向线上整合，不断改进产品与服务，从而适应线上的销售要求。公司适时外聘咨询机构，从尹默品牌着手，构筑了全渠道布局，将线下实体与线上 PC 端、移动端打通，建立微商城，从而实现了三方渠道资源的融合与共享，逐步实现各渠道的库存共享和无差别的消费体验。通过“集团全渠道零售项目”和“集团 CRM 项目”的建设和运营，建立了终端“私人形象顾问”的营销模式，打造了全渠道零售体系，成功推动微商城的上线，实现了线上线下相结合的零售模式，更大程度上提升了终端零售能力。

图 29：天猫旗舰店形象



资料来源：公司天猫网站、浙商证券研究所

图 30：微商城及会员管理页面



资料来源：公司微商城官网、浙商证券研究所

1.5. 营销推广：多维度营销造势，网络热度长居榜首

公司拥有专业的品牌形象打造以及营销推广团队，在注重品牌品质的基础之上，不断的将各个子品牌所代表的理念向消费者传导，以提高品牌的关注度和现有消费群体的忠诚度，打造中高端女性衣着消费的首选品牌系列。

2018 年的 5 月公司正式邀请影视明星刘涛担当玖姿的首位品牌形象代言人，为消费者植入“独立知性、优雅干练”的女性品牌形象。早在 2018 年 2 月，在玖姿 2018 秋冬米兰时装周压轴大秀上，刘涛便已身着玖姿经典格纹套装现场助力，为玖姿走向国际舞台，打造“中国姿造”的国际化品牌形象提前发力。

同月，公司在上海举办了斐娜晨 2018 秋冬大型新品发布会，该发布会以“儿时的回忆”为主题，结合了回忆小卖部、童年街机游戏的陈列展示，将童年复古的形象通过元素、色彩的重新组合拼接，赋予每件单品想象力，彰显穿着者的张扬的个性和年轻的心态。继上半年“飞天小女警 IP 联名款”的成功上市后，发布了“小丸子 IP 联名款”，将会成为下半年品牌主推的 IP 联名款。

图 31：玖姿 JZ 新晋代言人刘涛



资料来源：公司天猫网站、浙商证券研究所

图 32：斐娜晨 18 年秋冬发布会

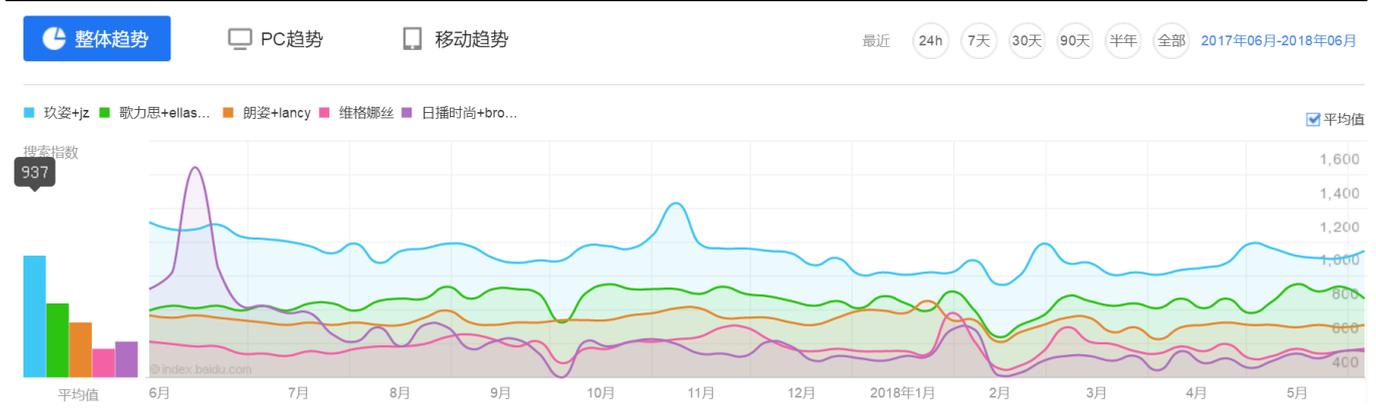


资料来源：公司微商城官网、浙商证券研究所

在网络品牌推广和消费者反馈方面，根据百度指数的统计，对比中高端女装 A 股可比上市公司的主品牌，在从 2017 年 6 月至 2018 年 6 月期间的网络搜索热度，整体搜索指数排名自上而下分别为玖姿（搜索指数均值：937）、歌力思（659）、朗姿（547）、维格娜丝（388）、日播时尚（422）。搜索指数是以网民在百度的搜索量为数据基础，以关键词为统计对象，分析并计算出各个关键词在百度网页搜索中搜索频次的加权和。根据搜索来源的不同，搜索指数分

为 PC 搜索指数和移动搜索指数。

图 33：中高端女装 A 股可比上市公司网络搜索指数排名



资料来源：百度指数、浙商证券研究所

1.6. 设计研发：济济人才荟萃一堂，研发投入持续增长

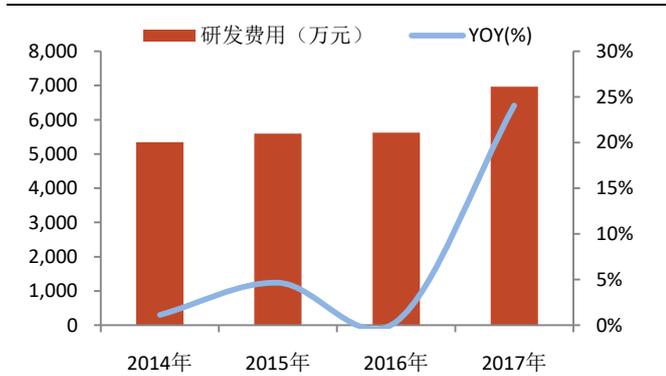
公司是全国高新技术企业，拥有省级企业研发中心，从公司长期品牌发展战略出发，负责规划各品牌的产品定位，并制定和实施各品牌产品的企划方案，组织各季产品设计、开发与技术实现工作。研发中心下设玖姿、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨和安娜蔻六个品牌设计研发部门，独立负责各品牌产品商品企划、设计开发、技术制作等工作。

在设计团队建设方面，公司实行内部自主培养与外部广泛吸收并重的人才发展机制，聘请国内外著名的服装设计师、创意师、空间设计师等，主要有安正男装品牌著名的日本设计师久保嘉男先生，玖姿品牌著名的华人创意总监张淑美女士，尹默品牌全国十佳设计师王鸿鹰女士，摩萨克品牌全国十佳设计师房莹女士，以及具有广泛国际奢侈品牌合作经验的著名法国艺术总监 Francaise 女士。

在研发机制方面，公司坚持“自主研发、开放创新”，借助于遍布全国各销售终端的分销数据系统，以及定期的市场调研、产品宣贯与评审会议，公司研发部门可及时、准确地了解全国各地的市场数据和客户反馈，以及消费者的诉求与变化趋势，不断完善产品研发内容，提高市场定位的准确性。聘请法国著名色彩趋势研究机构贝克莱尔公司 (PeclersParis S.A.S)，参与各季产品的主题选择与色彩创作过程，引入与掌握国际前沿的色彩流行趋势与研究方法；同时，公司聘请来自法国、意大利、英国、韩国等多名著名时装设计师担任公司的品牌创意顾问，参与公司各品牌的设计企划工作。

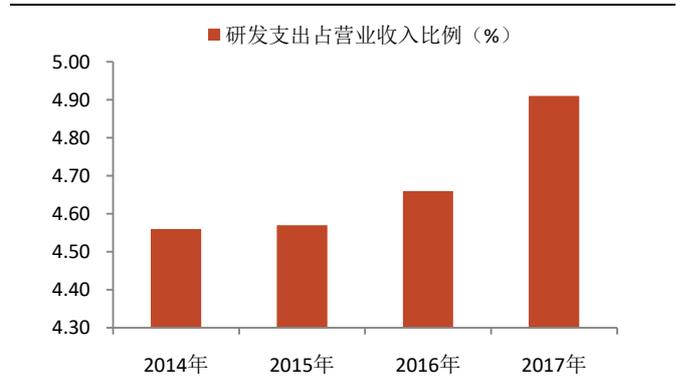
公司持续不断的在研发费用方便保持较大的投入力度，2017 年研发费用支出达到 6,969.63 万元同比增长 24.04%，占营业收入的比例达到 4.91%，研发费用的支出保证了公司研发设计人员的不断精进。

图 34：2014-17 年研发费用



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 35：2014-17 年研发支出占营业收入比例



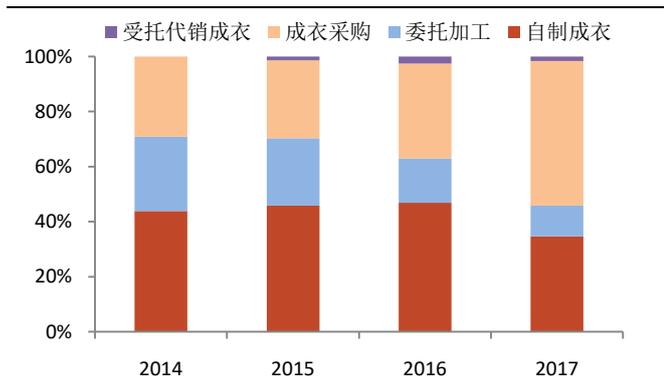
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.7. 供应体系：严格品控，时尚产业园助力柔性供应链

中高档成熟男女装的设计具有时尚性强、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。2014-2017年期间，公司委托加工的成衣比重由24.55%降低至11.16%，成衣采购比重由29.08%提升至52.02%，自制成衣的比重由43.90%降低为34.73%。

自主生产能力的建立，首先有助于提高公司研发设计部门与生产技术部门之间的沟通效率、缩短新品上市时间，满足中高档时装多款式、短周期等技术要求。其次，对生产加工技术的掌握，有利于公司实现对成衣加工品质的严格管控。此外，以自主生产能力为基础，公司可根据零售终端销售反馈、库存面辅料的储备情况，及时、快速地开展追单生产，进一步增强公司供应链的柔性化程度，目前公司能够在10天左右完成对市场热销服装的补货追单生产。

图 36：公司成衣来源成本占比



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 37：安正时尚产业园



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

公司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”，以将公司生产运营总部的软、硬件设施提升至一个新的发展平台，其中包括生产车间、物流仓储及车间办公的建筑面积约81,000平方米，设计研发中心与营销、财务、人力等行政办公的建筑面积合计约25,000平方米，亦建立了约35,000平方米的员工生活区。

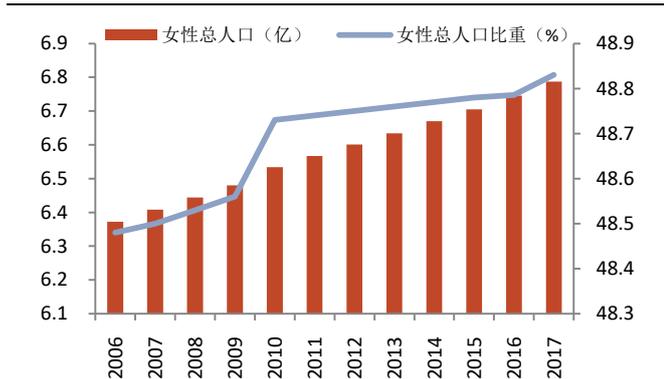
未来，服装品牌在供应链整合方面的能力将成为品牌竞争力的重要发力点，拥有优质供应商、工厂提供的核心产品的制造能力，将会成为品牌在成本控制、商品开发方面重要的资源，拥有快速反应机制的柔性供应链体系将会助力品牌做大做强。

2. 中高端女装市场行情及发展空间

2.1. 女性人口及地位提升，消费水平逐步增长

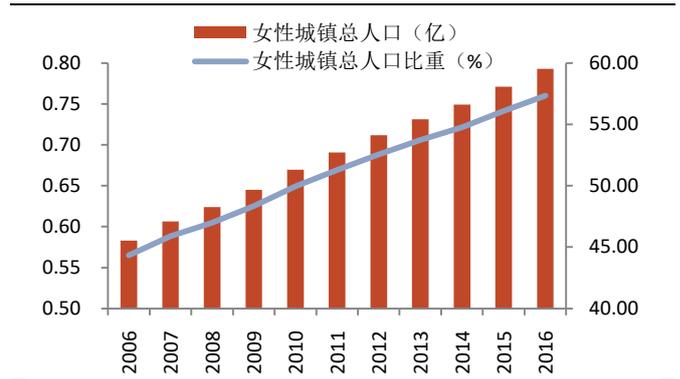
随着国民文化经济水平的提高，以及计划生育和全面禁止胎儿性别鉴定等相关人口政策的实施，我国女性人口比例和社会地位逐年提升。从2006年至2017年期间，我国女性总人口从6.37亿人增长至6.79亿人，平均每年增长381.82万人口，女性人口占总人口的比例也从48.48%增长至48.83%，累计增加0.35pct。随着我国城镇化建设的推进，2006年至2016年城镇化率由43.90%上升至57.35%，城镇与农村人口比例也发生了较大的变化，其中，城镇女性总人口由5800万增长至7900万，占城镇总人口的比重由44.34%增长至57.35%，累计增长13.01pct，全国女性人口占全国总人口的比重由48.48%增长至48.79%，累计增长0.31pct，城镇女性人口占总城镇人口比例的增幅是全国女性人口占全国总人口增幅的41.97倍，表明随着我国城镇化率的迅速提升，具有一定消费经济能力的城镇女性人数具有一定的增长速度，为带动城镇消费水平的提升奠定了人口基数基础，加之三、四线城市迅速发展，中高端女装的需求将加速下沉，从而扩大市场空间。

图 38: 全国女性总人口数及占总人口比重



资料来源: Wind、浙商证券研究所

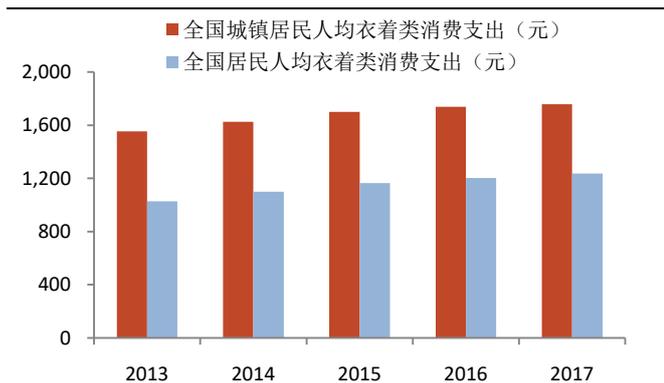
图 39: 全国城镇女性总人口数及占城镇总人口比重



资料来源: 中国统计年鉴、浙商证券研究所

在人民消费意识形态转变, 逐渐注重生活品质类消费的提高程中, 自 2013 年至 2017 年期间, 全国城镇居民人均衣着类消费支出从 1553 元增长至 1758 元, 增幅为 13.20%; 同时参与到社会劳动的女性人口在从 2006 年到 2016 年期间, 每年平均增加 155.89 万人。人均衣着消费支出的增加以及女性经济独立性与收入的提高, 打通了女装市场拓展的消费端。根据 CIC 统计数据, 2011 年我国女性人均服装开支从 2011 年的 730.1 元增长到 2015 年的 1261.8 元, 复合增长率为 14.7%, 并预计到 2020 年我国女人人均服装开支将会达到 2368.7 元, 复合增速为 13.42%, 保持一个较稳定的增长态势。

图 40: 全国城镇居民及全国居民衣着类人均消费支出



资料来源: 中国统计年鉴、浙商证券研究所

图 41: 全国女性人均服装开支



资料来源: CIC、浙商证券研究所

2.2. 女装市场规模稳定扩张, 零售回暖带来新的机遇

服装行业按大类可归为女装、男装、童装三大子行业, 由于我国男性率先参与商业、社交等活动, 导致我国服装行业先男装、后女装的局面, 随着女性社会地位的不断提高, 以及女性天然对时尚的追求, 女装变化多样的特征, 使得女装行业出现了后来者居上的局面。在 2016 年, 国内服装市场规模为 1.8 万亿, 其中女装市场规模便达到 8728 亿, 占比高达 48.49%, 为各个服装大类市场规模占比之首。

女装市场规模同比增长率在 2011 年达到 15%, 由于市场参与者不断进入, 规模扩张直至饱和边缘, 期望增长率逐步轻微下滑, 在 2012 年至 2015 年期间, 女装市场规模从 6768 亿增长至 8289 亿, 年复合增长率 CAGR 下降至 6.56%, 预计 2016 年至 2019 年, 将保持 5% 左右的稳定增速。

与国内女装市场规模增速减缓数据相呼应的是, 2012 年至 2015 年期间, 全国百家大型零售企业零售额与服装类零售额当月同比增速从平均 11.50% 下滑至 -0.68%, 一方面由于全国女装市场规模增速放缓, 另一方面由于线上销售渠道的高增长对线下零售企业市场份额的挤压, 但是自 2016 年下半年起, 全国百家大型零售企业服装类零售额增速由负转正, 原因归结为消费升级态势下的消费者对于消费体验的不断注重, 以及新零售技术的完善和推广, 使得零售企业更加注重跟踪消费数据的动态变化, 在大数据分析的基础之上, 为消费者提供更贴合更具差异化的产品和服务, 高端需求逐步释放; 同时线上电商零售市场的进入门槛和运营费用不断提升, 电商零售空间边际逐步显现, 各品牌从

原先市场规模的竞争转变为市场份额的竞争，导致原先单纯依靠低价策略而不具备商品品质和品牌运营经验的的中小品牌不断清除，同时，平台为了保证产品质量和服务不断给予优质的品牌龙头企业流量倾斜。

宏观消费品数据来看，2018年1月-4月社会消费品零售总额为118,817.30亿元，同比增长5.05%；限额以上企业消费品零售总额累计达46,136.90亿元，同比增长8.40%；2018年2-4月，服装鞋帽纺织品类零售额当月同比分别达到7.70%、14.80%、9.20%；一季度全国50家重点大型零售企业零售额累计同比增长2.6%，增速高于上年同期0.6个百分点。其中，3月份全国50家重点大型零售企业零售额同比增长3.8%，增速高于上年同月0.7个百分点，服装类零售额同比增长达到6.5%，增速大幅高于上年同期6.7个百分点，服装零售分项增速整体保持上升的趋势，显示出行业终端消费良好，支撑龙头企业基本面。

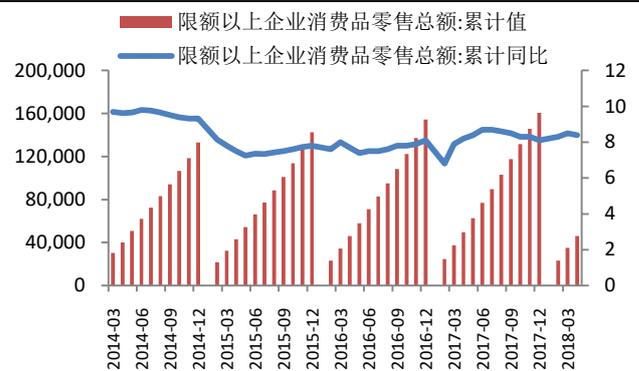
随着零售消费回暖和女性消费能力的提高，我们估计未来3年女装市场规模保持5%的稳定增速，在2019年达到1万亿规模，高基数下增长绝对额依旧值得期待。

图 42：女装行业市场规模



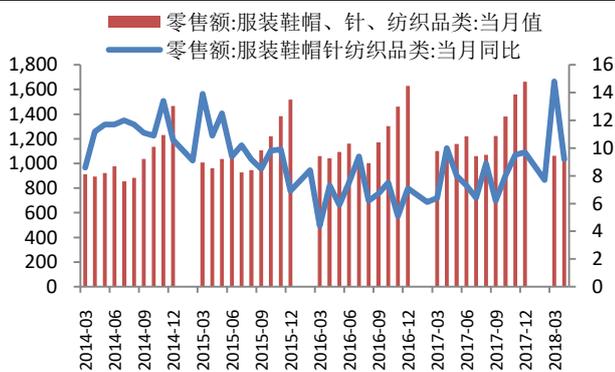
资料来源：Euromonitor、浙商证券研究所

图 43：限额以上企业消费品零售总额



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 44：服装鞋帽纺织品类零售额



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 45：全国 50 家大型零售企业零售额



资料来源：Wind、浙商证券研究所

2.3. 中高端女装市场集中度提升空间充分

女装市场大致根据目标客户的年龄层分为三大类：针对 15-25 岁的少女女装、针对 26-49 岁的成熟女装、针对 50 岁以上的中老年女装，其中少女女装为以潮流时尚为导向，成熟女装则更注重品质版型，中老年女装则定位于穿着舒适。中高端成熟女装的消费群体多为具有一定消费经济实力的中产阶级女性，该类女性注重服装品牌的设计感、品质感，形成了固定的穿衣风格，相比少女女性具有较高的品牌忠诚度和较低的价格敏感度。

根据中华商业信息中心的统计，在 2015 年全国大型零售企业的女装品牌销售排名中，列入市场综合占有率前六大女装品牌之一。“玖姿”则位列成熟女装领域市场占有率的前五大品牌之一；同时，在平均单价较高的高端女装品牌销售排名中，“玖姿”品牌位列行业第三。

表 4：中高端女装品牌市占率排名

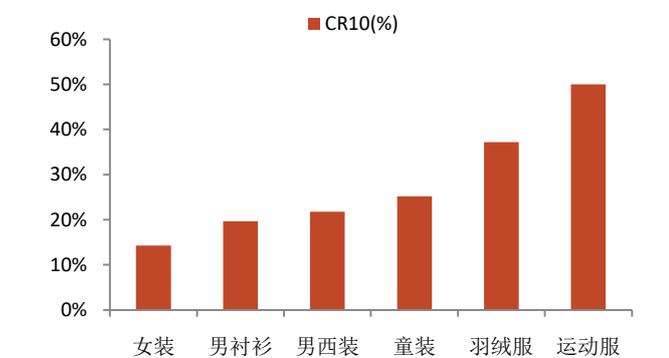
序号	2013 年		2014 年		2015 年	
	品牌名称	占有率%	品牌名称	占有率%	品牌名称	占有率%
1	哥弟	2.37	哥弟	2.04	哥弟	1.61
2	玖姿	1.61	玛丝菲尔	1.46	玛丝菲尔	1.31
3	玛丝菲尔	1.52	雅莹	1.41	雅莹	1.23
4	雅莹	1.51	阿玛施	1.33	阿玛施	1.12
5	阿玛施	1.34	玖姿	1.29	玖姿	1.11
6	朗姿	1.16	朗姿	1.12	玫而美	1.03

数据来源：中华全国商业信息中心、浙商证券研究所

成熟女装品牌中，玛丝菲尔、雅莹、玖姿、玫而美均为中国大陆品牌，占比达到 66.67%，哥弟为中国台湾品牌，阿玛施属于哥弟集团旗下品牌。可见，国内中高端女装市场更加认可本土品牌，其主要原因包括：我国成熟女性的体型较西方女性体型偏瘦，同时该年龄段女性更注重服装的版型、面料等品质方面，且不在像年轻女性那样紧追随全球时尚潮流，而本土品牌在人体版型数据、本土化设计方面具有较大的竞争优势，采取介于国际一线品牌与国内大众品牌之间的中高档价格定位；进口女装以快时尚的少淑品牌和追求奢侈感的一线大牌为主，在中高端女装市场形成较弱的竞争态势，为国内中高端女装的成长提供了空间。

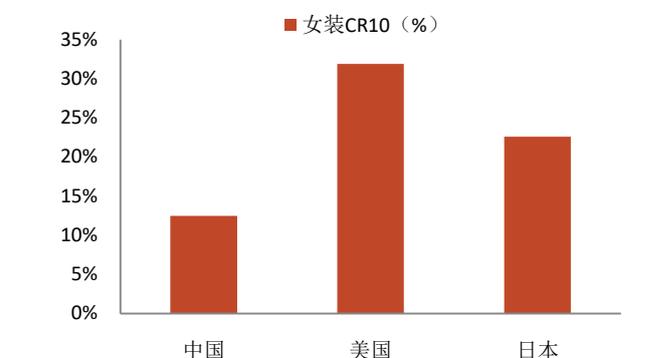
在我国女装市场中，女装品类的前十品牌市场占有率仅为 12.49%，为所有服装品类 CR10 排序最末尾。其中，前十大女装品牌的母公司目前已经上市的包括玖姿 JZ（安正时尚 603839.SH）、维格娜丝 VGRASS（603518.SH）、珂莱蒂尔 Koradior（3709.HK）、朗姿 LANCY（002612.SZ）、歌力思 ELLASSAY（603808.SH）。对标美国、日本成熟的女装市场集中度指标，可以预见未来在资本市场的推动之下，本土的中高端女装将会在设计、供应链、品牌建设方面进一步升级提升，有效适应快速发展的市场动态，行业的集中度有望进一步提升。

图 46：2015 年主要服装品类 CR10 对比



资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

图 47：2016 年中、美、日女装品牌 CR10 对比



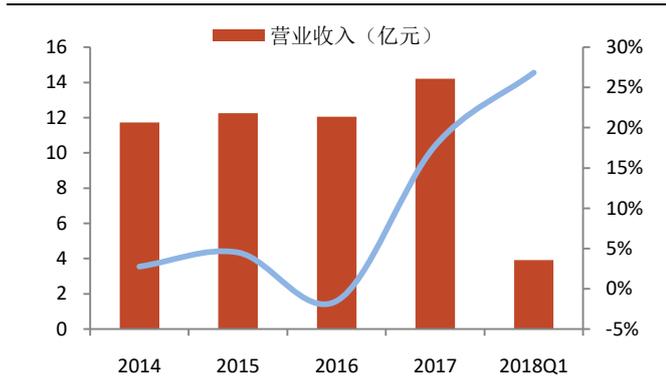
资料来源：Euromonitor、浙商证券研究所

3. 公司经营现状

3.1. 运营业绩稳步提升、低费高效率可观

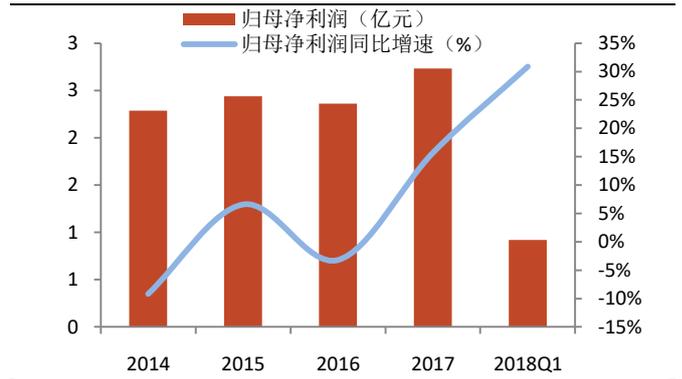
公司 2017 年营业收入达 14.21 亿元，同比增长 17.78%，归母净利润达到 2.73 亿元，同比增长 15.69%。其中，玖姿、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨营收同比增长分别为 10.49%、10.76%、37.11%、15.47%、92.41%。截止 2018 年 1 季度，公司营业收入为 3.91 亿元，同比增长 26.84%，归母净利润为 0.92 亿元，同比增长 30.09%，其中，玖姿、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨、安娜蔻 1 季度营收分别增长 34.73%、9.22%、12.81%、-38.18%、80.01%、-35.99%，与 2017 年增速数据比较，主品牌玖姿由于电商发力和本年度春节前天数时间较长，实现了较大幅度的增长；新兴市场潮装斐娜晨强势发力，保持快速增长态势；摩萨克和安娜蔻收到品牌风格的调整的影响增速下滑，摩萨克由于优化店铺结构，17 年店铺总数量由 25 家减少至 15 家，营收有所下降，但是 1 季度单店店效保持了 28.79% 的增长，未来依然有望成为业绩发力点。

图 48: 公司营业收入及增速



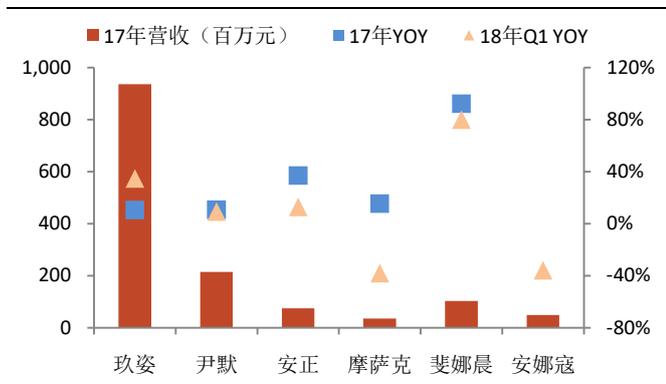
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 49: 公司归母净利润及增速



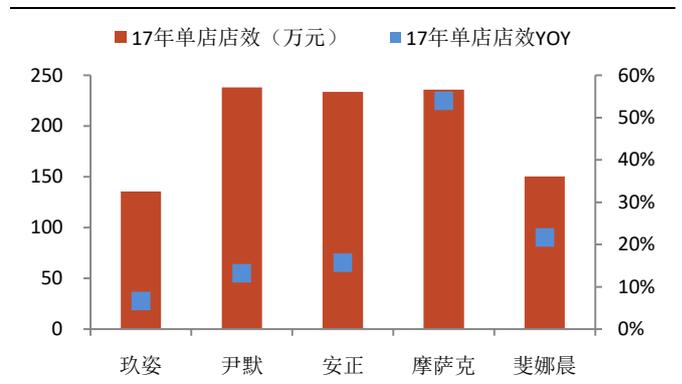
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 50: 各品牌营收及增速对比



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 51: 2017 年各品牌单店店效及增速

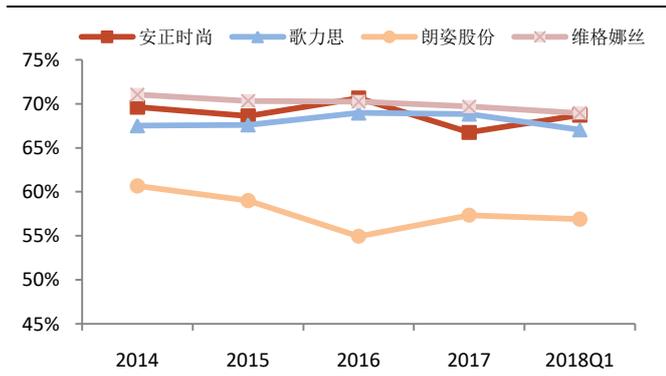


资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

对比国内其他 3 家上市公司运营效率, 安正时尚在 2017 年及 2018 年 Q1 的毛利率分别为 66.88%、68.83%, 与歌力思和维格娜丝的毛利率处于同一水平。2017 年毛利率较前三年均值相比下降 2.88pct, 主要是由于公司提高了成衣的品质和性价比, 在原料采用方面棉、羊毛等价格较高的原料占比提升, 在销售价格不变的情况下, 产品成本有所提高, 但此举可以提高产品在消费者方面的认可度和适销性; 同时公司加大了过季商品的折扣处理力度, 从而使库存货品结构发生了较大的变化, 2017 年度 2 年以内库存商品占比达到了 74%, 比上年同期提升了 18 个百分点, 也使周转速度加快了 75 天。

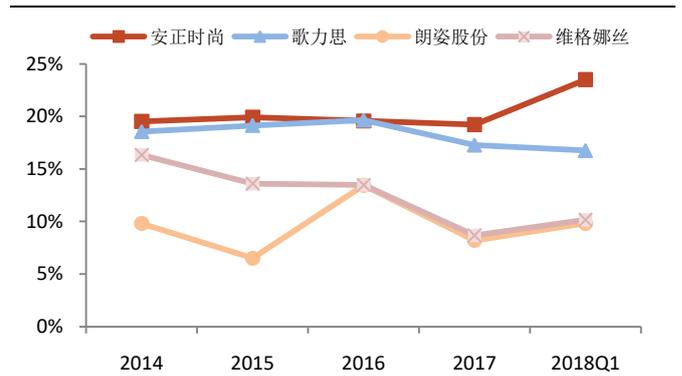
同时, 在 2017 年及 2018 年 Q1 期间公司的净利率分别达到 19.22%、23.50%, 始终位列其他可比公司首位, 大幅领先于位居行业排名第二的歌力思, 一方面是因为公司被认定为高新技术企业, 可以享受到 15% 的优惠所得税率, 同时在 2017 年和 2018 年 Q1 收到政府补助 2620.26 万元、41.57 万元; 另一方面是公司优秀的控费能力, 2014-17 年四年期间平均费用率 42.12%, 远低于行业平均水平。

图 52: 高端女装上市公司毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

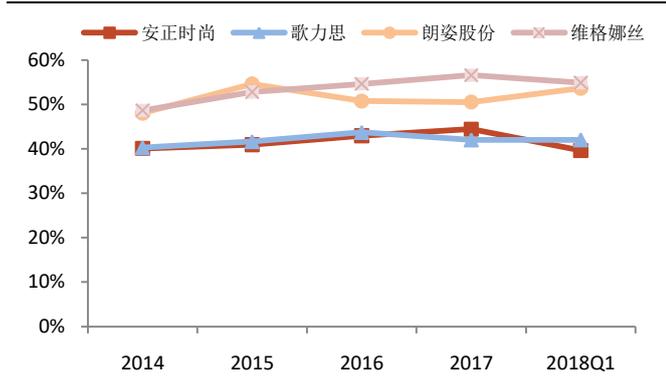
图 53: 高端女装上市公司净利率 (%)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

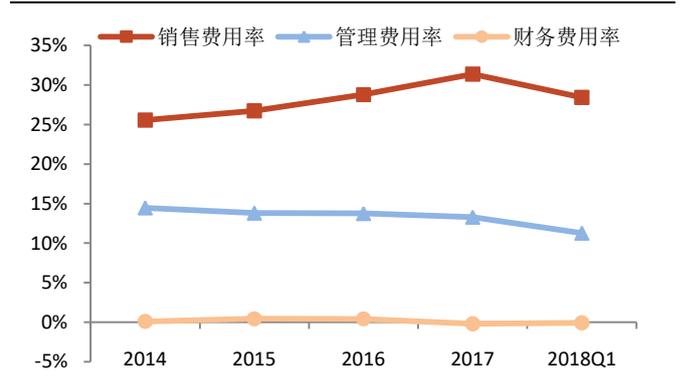
在高端女装行业营业总收入提高的情况下，公司始终保持较低的费率水平，近年来呈现逐年缓慢上升的趋势，2014-16年期间，费用率由40.12%上升到42.95%，增长了2.83pct，其中主要为直营店铺占比的提高导致销售费用的增长。2017年费用率较前一年上涨1.49pct至44.44%是主要原因包括：1、销售费用比上年同期增加9850万元，销售收入费用率从上年同期的28.78%上升到31.37%，因为新开24家直营门店增加的员工薪酬和公司加大激励增加的应付职工薪酬使销售费用增加5312万，品牌广告宣传费用增长1510万，以及电商销售增加电商服务费2537万；2、管理费用比上年同期增加2300万元，主要是公司研发投入增长1350万元，职工薪酬增长498万元，股权激励导致的新增股份支付费用559.08万元；3、财务费用为-307.42万元，同比减少814.19万元，财务费用减少的主要原因是银行借款偿还完毕，利息支出减少，募集资金到账，银行存款利息收入增加。

图 54：高端女装上市公司费用率



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 55：安正时尚各项费用率

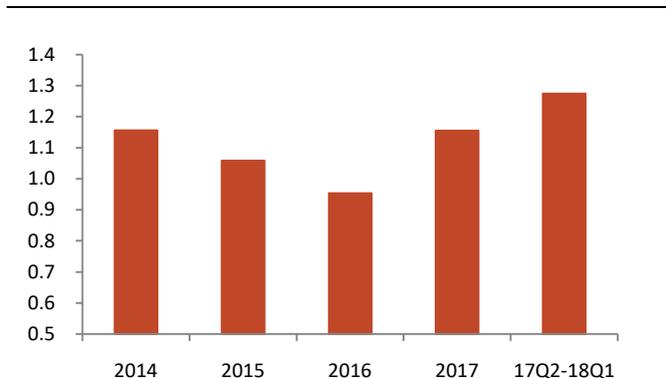


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2016年之后，公司经营指标中的存货周转率和应收账款周转率得到持续改善。存货周转率自2014年以来逐年下降，主要系店铺结构调整、加盟商退换货政策由换货调整为退货政策、新品牌培育过程中销售规模的扩大这三方面原因，造成了库存的增加，但该数据在2016年出现回升，2017年、2018年Q1（以2017年Q2-18年Q1跨度区间计算）分别达到1.11次和1.22次，表明公司的直营渠道不断改善带来利好。

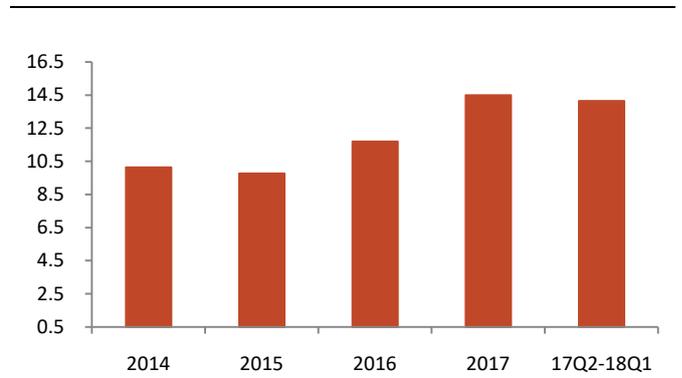
应收账款周转率在2015年触底之后逆势反弹回升，大部分应收账款账龄较短，账龄1年以内的应收账款比重均在97%以上，同时由于公司对加盟商一般采用“先款后货”的方式进行销售，公司应收账款周转率优于行业内其他服装公司。2016年、2017年、2018年Q1（以2017年Q2-18年Q1跨度区间计算）的应收账款周转率分别达到11.66次、14.44次、14.09次，作为加盟渠道库存的替代指标，应收账款周转率的体现表明公司加盟渠道库存的逐步改善和加盟商对于品牌的市场销售信心度。

图 56：公司存货周转率（次）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 57：公司应收账款周转率（次）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.2. 募投项目进展状况

公司募集资金投资项目主要包括四个方向：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。

公司已结项项目包括供应链中心改扩建、研发中心建设及信息系统建设。提前完成项目是由于募投项目立项较早，公司为了不耽误项目实施，预先用自有资金进行了项目的前期投入，上市后对于部分前期投入未使用募集资金进行置换。

“营销网络建设”项目预计总投资额为 51,272 万元，建设期为 3 年，项目拟针对“玖姿”与“尹默”两个成熟女装品牌，从优化部分现有门店与开拓新增门店两方面，加强公司直营销售网络的建设。其中，优化升级直营门店 117 家，开拓新增直营门店 179 家。在运营业态方面，项目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”品牌旗舰店。截至 2018 年 4 月，该项目实际投资总额 14,996 万元，投资进度为 29.25%，由于购物中心的兴起导致联营方式新建商场店的投资回报率较高，投资回收期较短，更有利于募集资金效益的最大化发挥，因此，公司拟将原计划用于购置“玖姿”品牌旗舰店的 20,000 万元募集资金用途变更为用于新建“玖姿”品牌商场店和“尹默”品牌商场店，由公司全资子公司上海艳姿服饰有限公司和上海尹默服饰有限公司增资实施。

表 5：公司募投项目进展及资金使用情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目状态	原计划使用 募集资金（万 元）	变更后使用 募集资金 （万元）	实际使用募集资金 （万元）	项目结项后 永久性补充 流动资金 （万元）
1	供应链中心改扩建	已结项	29,141.09	29,141.09	19,994.98	9,444.05
2	营销网络建设	已延期	51,272.13	51,272.13	14,995.87	
2.1	其中： 购置“玖姿”旗舰店	已变更	20,000.00	0	0	
2.2	上海玖姿营销网络建设	建设中		30,000.00	8,104.84	
2.3	上海尹默营销网络建设	建设中	31,272.13	21,272.13	6,891.03	
3	研发中心建设	已结项	2,458.73	2,458.73	1,316.08	1,153.00
4	信息系统建设	已结项	8,937.40	8,937.40	2,199.68	
5	补充流动资金等其他与主 营业务相关的营运资金	-	19,645.76	19,645.76	19,677.26	
	合计	-	111,455.11	111,455.11	58,183.86	10,597.05

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

公司始终采取稳健的经营策略，保持良好的现金流。公司在 2017 年初上市，募集资金 11.15 亿元，目前以银行理财产品形式存在。截至 2017 年底，公司现金及理财产品共计 15.5 亿元，充足的现金保证了公司未来业绩拓展，包括线下线上销售终端渠道的铺设、设计研发能力和自主生产能力的提升等，同时也有望外延并购拓展高端童装、女装、鞋履等品类。

4. 全面激励模式，彰显发展信心

4.1. 店长激励模式

公司从 2015 年开始对终端店铺推行“店长店”模式试点，到目前为止共计试行店铺数量达到 82 家。试行店铺业绩产生了超过 10%-30% 的同比增长。在良好的业绩增长效应支撑下，未来该模式还将继续大力推行，将直接面对客户的销售人员的收入水平与公司业绩目标挂钩，最终实现终端店铺业绩提升、盈利能力提升和员工收入水平全面提高。

4.2. 限制性股票激励

在实行“店长店”终端店铺激励改革取得成效的基础上，公司在 2017 年 8 月 25 日发布限制性股票激励计划，授予价格为 12.81 元/股（当日收盘价 24.33 元），本次授予对象包括中高层管理人员及业务骨干共计 147 人，授予数量 402.1 万股，于 10 月 11 日完成授予。本次股票激励考核条件为：2017 年、2018 年、2019 年公司净利润不低于 2.75 亿元、3.60 亿元以及 4.70 亿元，被授予人员还需要完成个人考核业绩指标。

2017 年公司净利润达到首期股权激励解锁条件，即净利润 2.79 亿元，大于解锁条件设定的 2.75 亿元目标，扣除实行员工限制性股票激励计划增加成本 559.08 万元后，归母净利润达到 2.73 亿元。

表 6：公司股权激励方案

解锁安排	解锁期	解锁比例	解锁条件	业绩同比增速至少为
第一个解锁期 (已完成)	自授予日起 12-24 个月内	20%	2017 年净利润≥2.75 亿	16.5%
第二个解锁期	自授予日起 24-36 个月内	40%	2018 年净利润≥3.60 亿	30.9%
第三个解锁期	自授予日起 36-48 个月内	40%	2019 年净利润≥4.70 亿	30.6%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

4.3. 高管增持股份

公司在 2017 年 8 月 25 日公告，实际控制人郑安政先生自公告披露之日起 6 个月内，增持公司无限售流通 A 股股份，累计增持金额不低于 1,000 万元，不高于 2,000 万元。截止 2018 年 2 月完成增持计划，上述增持主体累计增持公司股份 875,156 股，占公司总股本的 0.3%，累计增持金额 1,988.47 万元，成交均价为 22.72 元/股。本次增持前，郑安政先生持有公司股份占公司总股本的 37.05%。本次增持后，郑安政先生持有公司股份占公司总股本的 37.35%。

4.4. 品牌股权转让

上海斐娜晨服饰有限公司系安正时尚的全资子公司，注册资本 6300 万元，公司持有 100% 的股权。根据公司战略规划，为促进斐娜晨服饰快速发展和品牌提升，公司向斐娜晨服饰品牌研发、设计负责人陈静静女士以 318.83 万元转让斐娜晨服饰 5% 的股权、向斐娜晨服饰总经理黄永强先生以 956.48 万元转让斐娜晨服饰 15% 股权。通过股权结构调整，将子公司与其相关核心管理、研发人员权责利有机统一起来，使得员工角色由“打工者”转化为“合伙人”，实现品牌的发展目标与品牌管理经营者目标与利益的高度一致，从而促进品牌管理经营者抓住良好的发展环境与机遇的快速做大做强。

上述股票激励、高管增持及品牌股权转让实现了公司与个人利益的充分绑定，公司将对内一方面针对不同品牌的具体情况继续扩大对管理层与设计团队的持股或利润分享的长期激励计划；另一方面将管理重心由品牌事业部下沉至各品牌区域，形成以区域为单位的利润中心，建立店铺、区域、品牌事业部的三级以责任中心的营销体系，从而成为店铺以业绩为主、区域以利润为中心、事业部以品牌运营为核心的营销管理体系，从面贯通从集团、品牌事业部、区域、店铺的全方位激励，保障了员工利益、品牌利益与公司利益的高度一致，实现了“力出一孔”和“利出一孔”，从体系上保证了公司的发展与员工利益及股东回报保持高度一致。

5. 盈利预测

我们公司未来盈利作如下假设:

1、主品牌门店结构调整完毕,有望实现平稳增长

玖姿在 2014 年-16 年关闭营业效率较低的专卖店、街边店,转而集中于客流量更为集中的商场和购物中心店铺,17 年及 18 年 Q1 营收增速分别为 10.49%、34.73%,店效增速达到 13.28%和 23.21%,渠道改善表现明显,品牌收入增长,加之高端女装行业景气度提升,龙头公司市占率的进一步提升,预计 18-20 年品牌新增店铺数量为 49 家、41 家、28 家,平均单店店效达到 149 万/家(同比+10%)、160 万/家(同比+7%)、171 万/家(同比+7%),其中直营店占比约为 20%。

尹默将继续保持平稳增长,逐步增加加盟店铺比例,公司计划未来加盟店铺占比 30%。17 年及 18 年 Q1 营收增速分别为 10.76%、9.22%,17 年店效增速 13.22%达到 238 万/家,预 18-20 年品牌新增店铺数量为每年 15 家,平均单店店效达到 250 万/家(同比+5%)、260 万/家(同比+4%)、270 万/家(同比+4%)。

2、新品牌培育期结束,进入高增速阶段

公司新品牌结束培育期,已探索出适合于各个品牌的拓展方式,我们预测各个品牌的增长分别为:

安正男装在陈列和产品设计上进行了较高的投入,通过加盟模式深度拓展,公司计划未来加盟店铺占比 30%。17 年及 18 年 Q1 营收增速分别为 37.11%、12.81%,17 年店效增速 15.69%达到 234 万/家,预 18-20 年品牌新增店铺数量为 15 家、10 家、10 家,平均单店店效达到 250 万/家(同比+7%)、260 万/家(同比+4%)、270 万/家(同比+4%)。

摩萨克主要由于风格调整,导致店铺增速放缓,17 年底关闭定位偏差的 10 家门店,导致 17 年及 18 年 Q1 营收增速分别为 15.47%、-38.18%,但是存留下来的店铺店效提升可观,分别达到 53.96%、28.79%,优秀的存留店铺和更加适应市场流行时尚趋势的品牌风格定位,吸引了加盟商的广泛关注,由于品牌与公司主品牌玖姿隶属同一大事业部旗下,产品在定位的目标客户方面有一定重合度,预计 18-20 年店铺数量通过现有的加盟商快速提升,预计新增 10 家、25 家、20 家,单店店效达到 192 万/家(同比-19%,总平均店效降低是因为新增店铺店效较低,假设新店店效为老店店效 50%计算)、205 万/家(同比+7%)、230 万/家(同比+12%)。

斐娜晨将会加盟与直营并重发展,由于潮流设计师品牌的定位适应时尚趋势,17 年及 18 年 Q1 成长强势,增速分别达到 92.41%、80.01%,17 年新增店铺 40 家、店效增速 21.67%达到 150 万/家。预 18-20 年品牌新增店铺数量为 40 家、40 家、35 家,平均单店店效达到 200 万/家(同比+33%,一季度店效 56 万元)、220 万/家(同比+10%)、240 万/家(同比+9%)。

安娜蔻作为 2017 年新兴线上品牌,18 年 Q1 营收 738 万元,未来对比龙头电商服装品牌增速,19-20 年给予 40% 的行业平均增速,18-20 年预计营业收入分别达到 2950 万元、4131 万元、5783 万元。

综上,我们预计公司 2018-20 年实现营业收入分别为 18.37/22.41/26.49 亿元,归母净利润分别为 3.62/4.71/5.98 亿元,对应 EPS 分别为 0.89/1.16/1.48 元,目前价格对应 PE 分别为 21/16/13 倍,首次覆盖给予“增持”评级。

表 7：公司营收及预测拆分（单位：百万元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
玖姿	84,727	93,612	110,575	125,000	138,105
YOY	3.93%	10.49%	18.12%	13.05%	10.48%
尹默	19,336	21,417	26,250	31,200	36,450
YOY	27.22%	10.76%	22.57%	18.86%	16.83%
安正	5,455	7,479	12,750	15,860	19,170
YOY	52.04%	37.11%	70.47%	24.39%	20.87%
摩萨克	3,063	3,537	4,800	1,0250	1,6100
YOY	25.60%	15.47%	35.73%	113.54%	57.07%
斐娜晨	5,313	10,224	25,000	36,300	48,000
YOY	340.72%	92.41%	144.53%	45.20%	32.23%
安娜蔻		4,860	2,950	4,131	5,783
YOY			-39.30%	40.00%	40.00%
其他品牌	2,723	543	1,331	1,331	1,331
营业收入	120,617	141,671	183,656	224,071	264,939
YOY	-1.38%	17.46%	29.64%	22.01%	18.24%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表 8：单品牌营收敏感度分析

根据我们的财务模型，我们针对各个单品牌的营收进行了敏感度分析，具体结果如下：

项目	改变量 (+%)	销售额变化量 (+百万元)	变化率 %	敏感系数	归母净利润变化量 (+百万元)	变化率 %	敏感系数
玖姿	1%	9.41	0.65%	0.65	6.35	2.19%	2.19
尹默	1%	2.18	0.15%	0.15	1.68	0.58%	0.58
斐娜晨	1%	1.21	0.08%	0.08	0.96	0.33%	0.33
安正男装	1%	0.80	0.05%	0.05	0.55	0.19%	0.19
安娜蔻	1%	0.55	0.04%	0.04	0.25	0.09%	0.09
摩萨克	1%	0.38	0.03%	0.03	0.26	0.09%	0.09

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表 9：可比公司

公司	证券代码	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率		
			2018/06/13	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E
歌力思	603808.SH	24.36	1.12	1.38	1.68	22	18	15
朗姿股份	002612.SZ	13.05	0.65	0.76	0.92	20	17	14
维格娜丝	603518.SH	21.56	1.56	1.93	2.31	14	11	9
太平鸟	603877.SH	35.01	1.37	1.78	2.18	26	20	16
日播时尚	603196.SH	10.74	0.45	0.54	0.61	24	20	18
平均值						21	17	14

资料来源：Wind、浙商证券研究所

6. 风险提示

1、主要成本和费用风险分析

成本端，公司的主要成本包括原材料费用、人工工资及制造费用，分别占营业成本的比重在 60%、20%、10% 左右，其中原材料成本占比较高，主要上游原材料羊毛、棉花等价格的波动会对公司利润产生直接的影响。

费用端，公司的销售费用和管理费用分别占营业收入的 30%、15% 左右，其中职工薪酬占比较大，人工工资的上涨将会对公司业绩产生不利影响。

各项成本及费用的敏感度分析如下：

表 10：主要成本敏感度分析

项目	改变量 (+%)	归母净利润 变化量 (+百万元)	变化率 %	敏感系数
原材料费用	1%	-2.85	-0.99%	-0.99
羊毛	1%	-1.37	-0.47%	-0.47
棉	1%	-0.87	-0.30%	-0.30
锦纶	1%	-0.06	-0.02%	-0.02
涤纶	1%	-0.28	-0.10%	-0.10
其它	1%	-0.28	-0.10%	-0.10
人工工资	1%	-1.04	-0.36%	-0.36
制造费用	1%	-0.59	-0.20%	-0.20

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表 11：主要费用敏感度分析

项目	改变量 (+%)	归母净利润 变化量 (+百万元)	变化率 %	敏感系数
销售费用				
职工薪酬	1%	-2.15	-0.74%	-0.74
商场费用	1%	-0.64	-0.22%	-0.22
研究开发费	1%	-0.39	-0.13%	-0.13
折旧摊销费	1%	-0.20	-0.07%	-0.07
管理费用				
职工薪酬	1%	-0.65	-0.23%	-0.23
研究开发费	1%	-0.62	-0.21%	-0.21
折旧摊销费	1%	-0.35	-0.12%	-0.12

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2、多品牌运作及新品牌拓张不及预期风险

新品牌零售终端的拓展需要公司在生产端、供应端、品牌端和渠道端给予的高度配合和支持，一方的薄弱可能拖累品牌整体的拓展计划。

3、存货余额较大风险

公司存货截止 2018 年 Q1 底为 4.45 亿元，虽然存货较大符合纺织服装公司的特点，并且公司拥有五季的高效存货消化渠道和不断改善的柔性供应链机制，但若未来市场发生较大竞争或变化，则会加剧存货跌价或囤货，对公司盈利产生不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2172.89	2473.02	3039.94	3726.40	营业收入	1420.67	1836.56	2240.71	2649.39
现金	347.10	1138.85	1479.11	1953.43	营业成本	472.48	606.07	717.03	821.31
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	25.19	28.95	37.39	44.31
应收账款	103.67	148.83	172.65	204.06	营业费用	445.63	550.97	649.81	741.83
其它应收款	19.28	23.03	28.84	34.42	管理费用	188.86	244.26	298.01	352.37
预付账款	14.77	16.44	19.76	23.53	财务费用	-3.07	-8.78	-16.01	-22.32
存货	474.27	585.77	648.86	689.42	资产减值损失	44.79	55.10	62.74	74.18
其他	1213.79	560.11	690.72	821.54	其他经营收益*	26.44	8.81	11.75	15.67
非流动资产	978.88	955.37	946.44	937.48	投资净收益	42.74	35.00	32.00	30.00
金额资产类	111.66	47.79	57.37	72.27	营业利润	315.98	403.81	535.49	683.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.41	14.88	8.24	7.84
固定资产	548.26	631.00	652.30	668.48	营业外支出	0.12	0.76	0.57	0.48
无形资产	69.90	60.56	50.95	41.50	利润总额	316.27	417.93	543.16	690.74
在建工程	28.25	22.60	18.08	14.46	所得税	43.19	56.14	72.11	92.94
其他	220.81	193.42	167.74	140.76	净利润	273.07	361.80	471.05	597.80
资产总计	3151.77	3428.39	3986.38	4663.88	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	460.39	541.33	621.88	700.82	归属母公司净利润	273.07	361.80	471.05	597.80
短期借款	0.00	45.33	37.11	27.48	EBITDA	378.26	486.56	607.51	752.03
应付款项	163.57	200.07	243.98	278.31	EPS(最新摊薄)	0.67	0.89	1.16	1.48
预收账款	30.98	59.18	61.79	72.07	*其他经营收益中包含公允价值变动净收益, 汇兑净收益, 资产处置收益				
其他	265.84	236.75	279.00	322.96	主要财务比率				
非流动负债	119.63	104.59	110.97	111.73	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	119.63	104.59	110.97	111.73	营业收入增长率	17.78%	29.27%	22.01%	18.24%
负债合计	580.02	645.92	732.85	812.55	营业利润增长率	20.65%	27.80%	32.61%	27.62%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利	15.69%	32.49%	30.20%	26.91%
归属母公司股东权	2571.74	2782.47	3253.53	3851.32	获利能力				
负债和股东权益	3151.77	3428.39	3986.38	4663.88	毛利率	66.74%	67.00%	68.00%	69.00%
					净利率	19.22%	19.70%	21.02%	22.56%
					ROE	14.17%	13.51%	15.61%	16.83%
					ROIC	10.44%	12.49%	13.86%	14.88%
					偿债能力				
					资产负债率	18.40%	18.84%	18.38%	17.42%
					净负债比率	0.00%	7.02%	5.06%	3.38%
					流动比率	4.72	4.57	4.89	5.32
					速动比率	3.69	3.40	3.69	4.11
					营运能力				
					总资产周转率	0.58	0.56	0.60	0.61
					应收账款周转率	14.44	14.55	13.94	14.07
					应付账款周转率	3.31	3.33	3.23	3.15
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊)	0.67	0.89	1.16	1.48
					每股经营现金流	0.78	2.34	0.98	1.32
					每股净资产(最新)	8.90	6.88	8.04	9.52
					估值比率				
					P/E	28.13	21.23	16.30	12.85
					P/B	2.13	2.76	2.36	1.99
					EV/EBITDA	17.80	13.54	10.27	7.65

资料来源:公司公告、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>