

# 安正时尚(603839)

公司研究/深度报告

## 内生外延齐头并进，构筑中高端时尚集团

深度研究报告/纺织服装行业

2018年8月3日

### 报告摘要:

#### ● 消费结构持续升级，中高端女装市场前景广阔

今年一季度我国居民人均衣着消费支出累计值显著提升，同比增长9%。据 Euromonitor 估测，2020 年国内中高端女装市场零售额有望达到 1,787 亿元，增速预计高于整体女装市场增速。我们认为，居民收入水平的不断提高将促进消费升级，兼具品质与品味的高档女装有望受到更多消费者的青睐。公司旗下品牌定位以中高端女装为主，未来成长空间广阔。

#### ● 积极丰富品牌矩阵，内生外延协同发展

公司致力打造具有国际影响力的时尚产业集团，旗下各品牌定位差异化、产品风格互补。主品牌玫姿复苏趋势强劲，一季度收入同比增长 35%。其他品牌逐步成长，一季度尹默收入增速约为 9%，安正男装增长 13%，斐娜晨增长 80%，摩萨克和电商品牌安娜蔻处于调整期，随着未来品牌定位更加明确、产品风格趋稳，销售收入有望回升。公司还与润祥（澳门）有限公司合资成立了控股子公司锦润时尚，有望依托润祥公司经营国外品牌的能力和资源，合作负责国外服饰品牌在国内的开拓与营销。未来公司将继续拓展品类，有望投资童装领域，进一步丰富品牌矩阵。

#### ● 渠道布局逐步优化，激励机制不断完善

公司积极推进线上线下全渠道融合，持续优化门店网络，并建立了奥特莱斯、唯品会等五季产品消化渠道，2017 年存货周转率较同比提高 0.2 次。不断完善激励机制：1) 推行“店长店”模式，调动店长和员工积极性，有效促进门店业绩增长；2) 将全资子公司斐娜晨服饰合计 35% 股权转让给品牌研发兼设计负责人陈静静、总经理黄永强，推进品牌管理经营者与公司的利益统一；面向中、高层管理人员及业务骨干推出限制性股票激励计划，业绩考核目标为 2017-2019 年归母净利润不低于 2.75/3.60/4.70 亿元（不考虑股票激励成本影响）。充分激励下，业绩有望快速增长。

#### ● 盈利预测与投资建议

公司积极打造多品牌时尚集团，主品牌持续复苏、新品牌迅速成长，不断完善激励机制，业绩有望快速增长。预计 2018-2020 年 EPS 为 0.89/1.16/1.46 元，对应 PE 为 17/13/11 倍，维持“推荐”评级。

#### ● 风险提示

宏观经济下行导致中高端女装消费低迷，新品牌发展不及预期。

#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）       | 1,421 | 1,789 | 2,173 | 2,629 |
| 增长率（%）          | 17.8% | 25.9% | 21.5% | 21.0% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 273   | 360   | 471   | 589   |
| 增长率（%）          | 15.7% | 31.8% | 30.8% | 25.1% |
| 每股收益（元）         | 0.94  | 0.89  | 1.16  | 1.46  |
| PE（现价）          | 16.2  | 17.2  | 13.2  | 10.5  |
| PB              | 1.7   | 2.3   | 2.1   | 1.8   |

### 推荐

维持评级

当前股价:

15.33 元

#### 交易数据 (2018-08-02)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 近 12 个月最高/最低 | 27.38/14.69 |
| 总股本（百万股）     | 404.46      |
| 流通股本（百万股）    | 104.47      |
| 流通股比例%       | 25.83%      |
| 总市值（亿元）      | 62.00       |
| 流通市值（亿元）     | 16.01       |

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师:

李奇琦

执业证号:

S0100518060001

电话:

010-85127661

邮箱:

liqiqi@mszq.com

#### 相关研究

1. 《安正时尚(603839)调研简报: 内生外延协同, 多品牌集团成长迅速》20180522

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 目 录

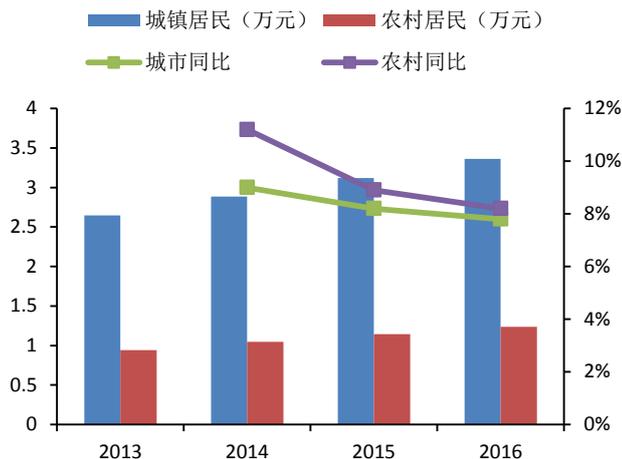
|                                   |           |
|-----------------------------------|-----------|
| <b>一、品质消费前景广阔，中高端女装迎机遇</b> .....  | <b>3</b>  |
| (一) 消费结构持续升级，品质消费方兴未艾 .....       | 3         |
| (二) 服装消费复苏趋势明显，中高端女装市场不断增长 .....  | 6         |
| <b>二、积极丰富品牌矩阵，内生外延协同发展</b> .....  | <b>7</b>  |
| (一) 打造多品牌时装集团，覆盖差异化细分市场 .....     | 7         |
| (二) 主品牌稳步增长、新品牌成长迅速，业绩快速提升 .....  | 10        |
| <b>三、大力优化渠道布局，激励机制进一步完善</b> ..... | <b>13</b> |
| (一) 渠道结构逐步优化，主品牌店效提高 .....        | 13        |
| (二) 布局电商业务，线上线下互补发展 .....         | 15        |
| (三) “店长店”增强经营动力，股权激励提振信心 .....    | 18        |
| <b>四、盈利预测及投资建议</b> .....          | <b>19</b> |
| <b>五、风险提示</b> .....               | <b>22</b> |
| <b>插图目录</b> .....                 | <b>24</b> |
| <b>表格目录</b> .....                 | <b>24</b> |

## 一、品质消费前景广阔，中高端女装迎机遇

### (一) 消费结构持续升级，品质消费方兴未艾

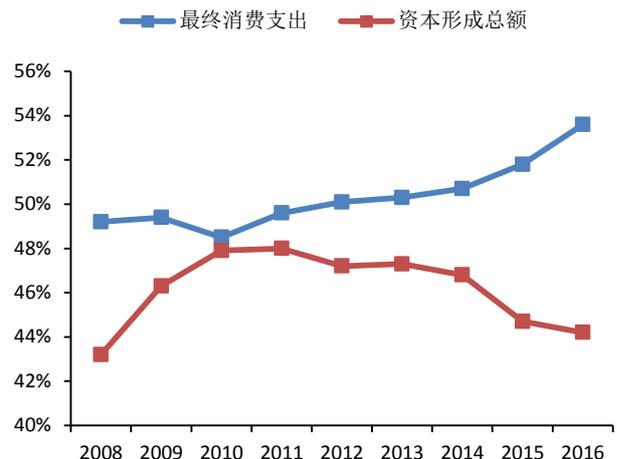
随着我国居民收入水平的不断提高，消费占 GDP 比重持续上升，从 2010 年的 48.5% 提高至 2017 年的 53.6%，经济逐步从投资主导转向消费主导。

图 1：居民人均可支配收入稳步增长



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

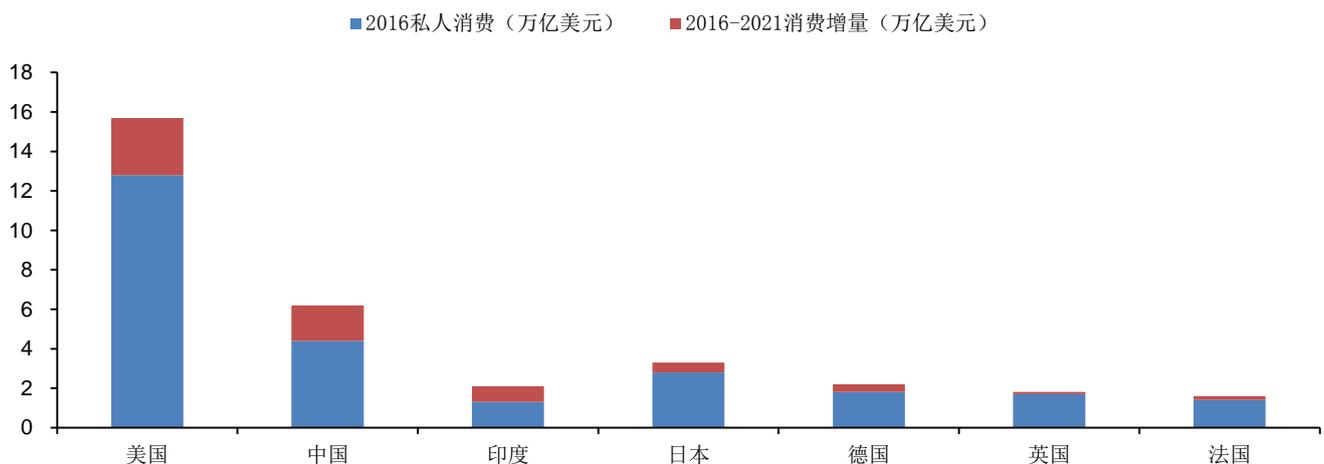
图 2：消费占 GDP 比重逐年上升



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

根据阿里研究院联合 BCG 的测算，我国是全球增速最快的消费品市场之一，预计到 2021 年我国消费市场规模将扩大至 6.1 万亿美元，2016-2021 年复合增长率约为 6.8%。

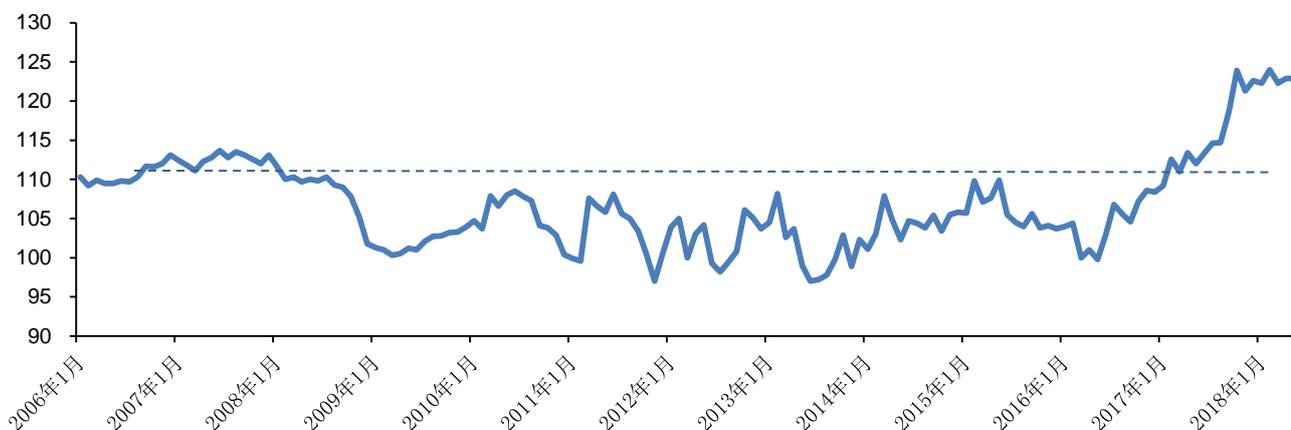
图 3：各国 2021 年私人消费规模（预测值）



资料来源：阿里研究院，BCG，民生证券研究院

国家统计局中国经济景气监测中心与国家发改委资料显示，自 2016 年以来，我国消费者信心指数逐步攀升，2018 年 2 月指数达到 124，为 1993 年 10 月以来的最高水平。我们认为消费信心的回暖有望为服装消费带来增长。

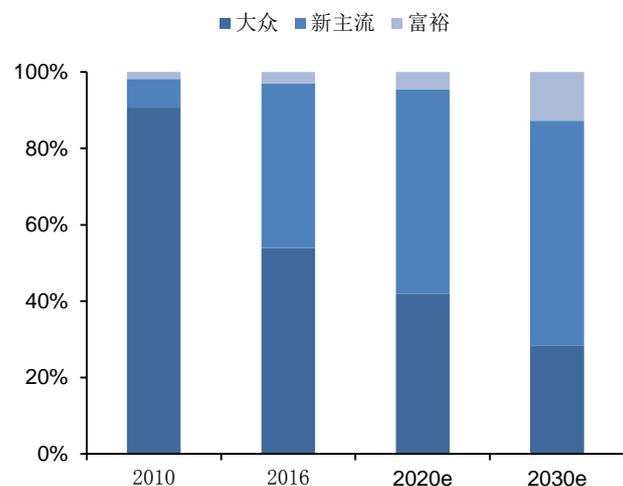
图 4：2018 年我国消费者信心指数持续走高



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

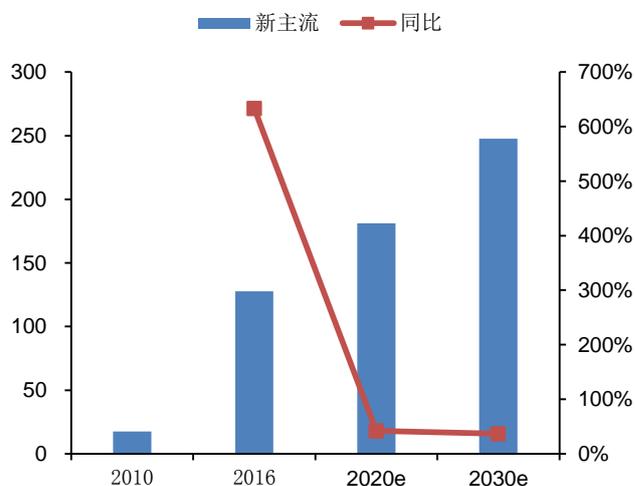
另一方面，国内月收入在 1.2 万-2.6 万的“新主流家庭”数量不断攀升，从 2010 年的 1,700 万户增长到 2016 年的 1.3 亿户，占比不断提高。我们认为，伴随此类较高收入家庭数量的逐步增长，中高端消费市场规模有望扩大。

图 5：新主流家庭数量占比



资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

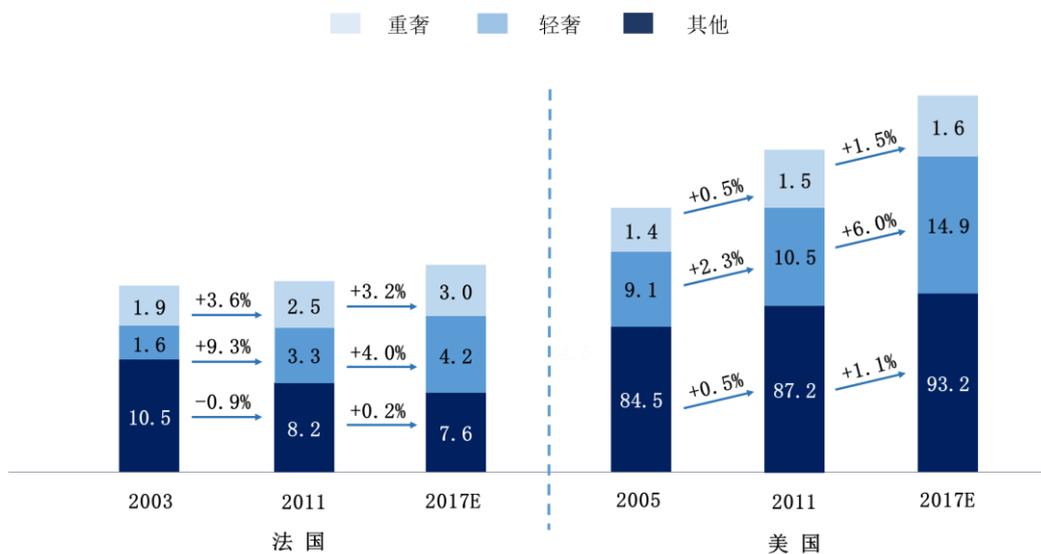
图 6：新主流家庭数量不断攀升



资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

据麦肯锡估测，2016 年约有 760 万户中国家庭购买了奢侈品（包括重奢和轻奢），消费总额达 6,400 亿元，其中轻奢消费占 36%；家庭年均奢侈品消费达 7.1 万元，是法国或意大利家庭的两倍。在发达国家，轻奢消费增长强劲，以女装为例，在 2003-2017 年的法国和 2005-2017 年的美国，轻奢类女装的市场规模年复合增长率都远超重奢和其他品类。预计到 2025 年，我国奢侈品消费市场规模有望达到 14,000 亿元，2016-2025 年年复合增长率约为 9%；轻奢产品销售有望达到 6,200 亿元，增速超过重奢消费，发展潜力巨大。

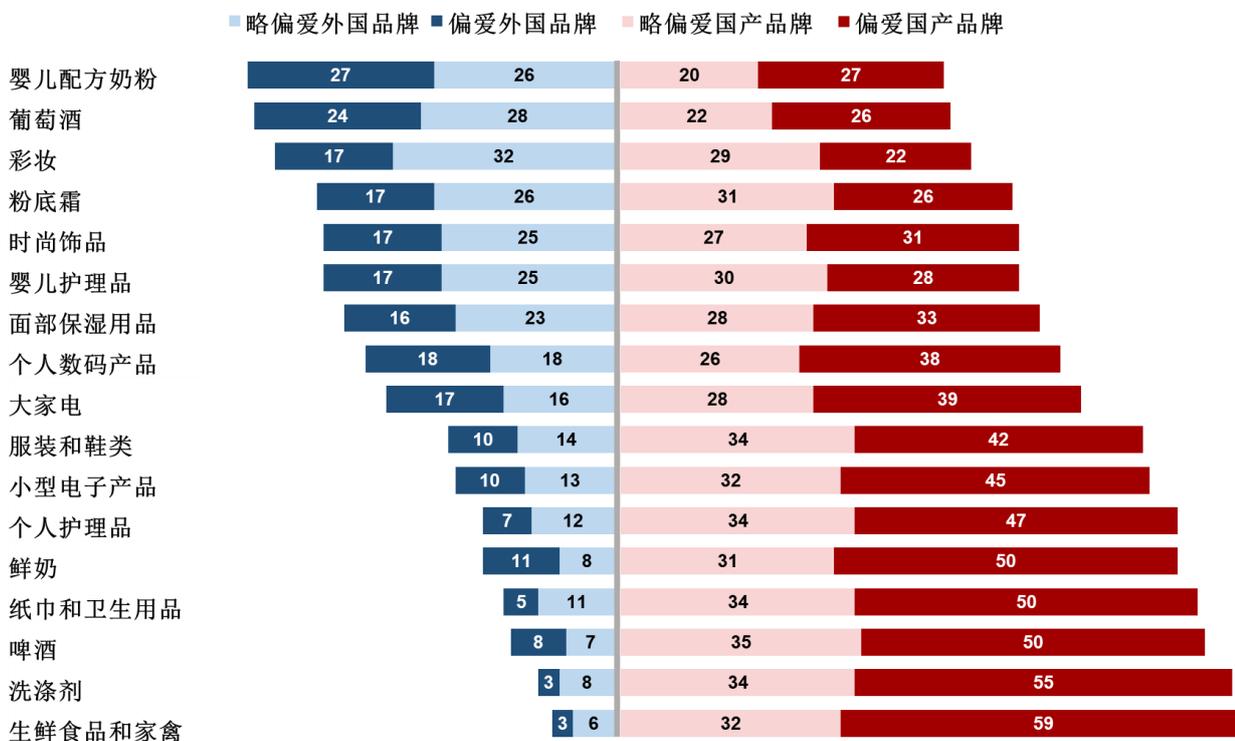
图 7：法国、美国女装各品类市场规模及年复合增长率



资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

随着国内服装以及时尚行业的不断成长，消费者对本土品牌的关注和评价都有所上升。我们认为，本土服装企业可以从国人的身型与审美偏好出发，提高在版型裁剪、设计风格等方面的竞争优势，提升顾客对品牌的认知度和粘性、抢占更大市场份额。

图 8：消费者品牌认知



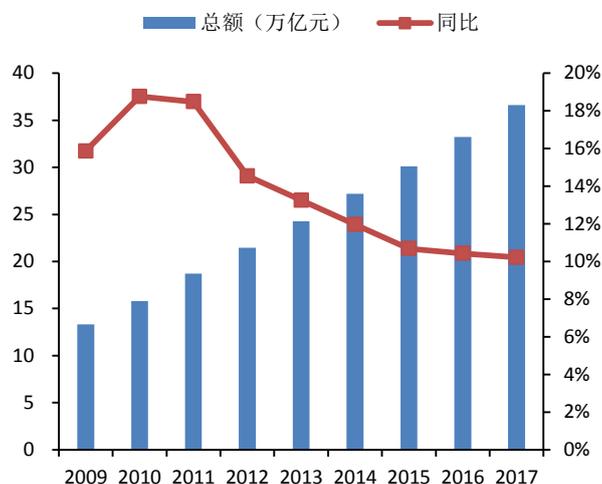
资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

年轻消费群体也在逐渐成为品质消费不可忽视的新力量。目前越来越多的80后、90后、00后开始逐渐成为消费主力军,这些年轻群体更追求时尚和独特的风格,消费观念更为先进,对服装品质和格调的要求不断提升。我们认为,个性化、轻奢及潮流品牌已成为许多兼具消费能力与消费意愿的年轻消费者的选择趋势之一,年轻群体的消费升级有望驱动注重质量和设计的中高端服装品牌销售增长。

## (二) 服装消费复苏趋势明显, 中高端女装市场不断增长

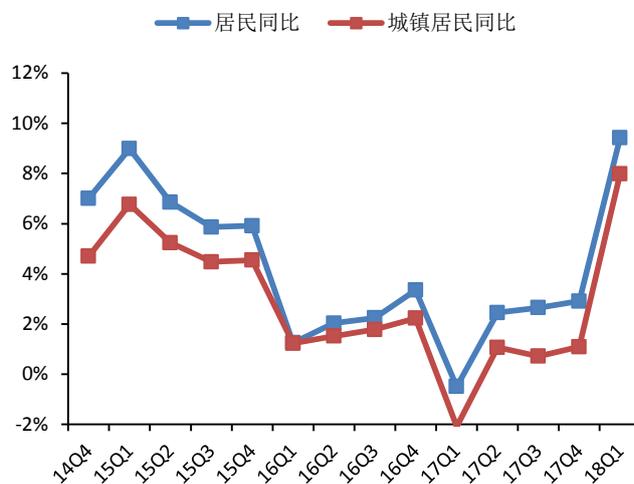
我国社会消费品零售总额稳步增长,居民人均衣着消费支出累计值于2018年一季度显著提升,同比增速达到9%。

图9: 社会消费品零售总额稳步增长



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图10: 2018Q1居民人均衣着消费支出累计值同比大幅提升

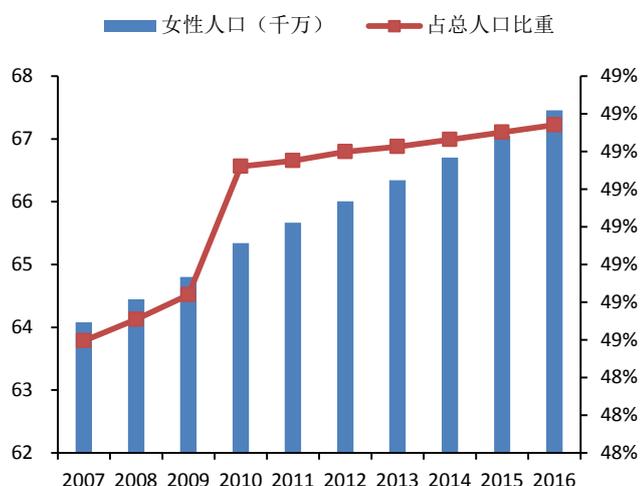


资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

近年来全国女性人口占总人口的比重稳中略有升,女装市场也在不断扩张。Euromonitor调研数据显示,2011年至2015年我国女装市场零售额自4,835亿元升至6,430亿元,年复合增长率达7.4%,高于服装行业的整体销售规模增速,在整体销售额中所占比重由59.7%提高至61.5%。据Euromonitor估测,2016年我国女装市场规模为8,728亿元,2021年有望达到9,632亿元。

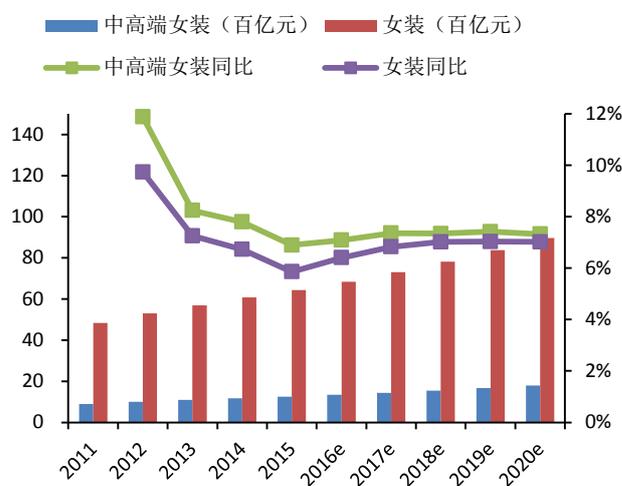
同时,国内中高端女装市场规模持续增长,零售额自2011年的900亿元提升至2015年的1,256亿元,年复合增长率约为8.7%,比整体女装市场高出1.3个百分点,预计2020年零售额有望达到1,787亿元。尽管如此,我国女装市场在人均消费支出方面与发达国家相比仍有差距。根据智研咨询测算,2016年我国人均女装消费支出约为日本、英国和美国的39%、20%和24%,增长潜力较大。同时,我们认为,伴随国内女性消费者的消费升级,兼具品质与品味的中高端女装有望受到更多青睐。安正时尚(以下简称“公司”)旗下品牌定位以中高端女装为主,未来成长空间广阔。

图 11: 全国女性人口数及占总人口比重



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图 12: 国内女装及中高端女装市场零售额有望持续增长



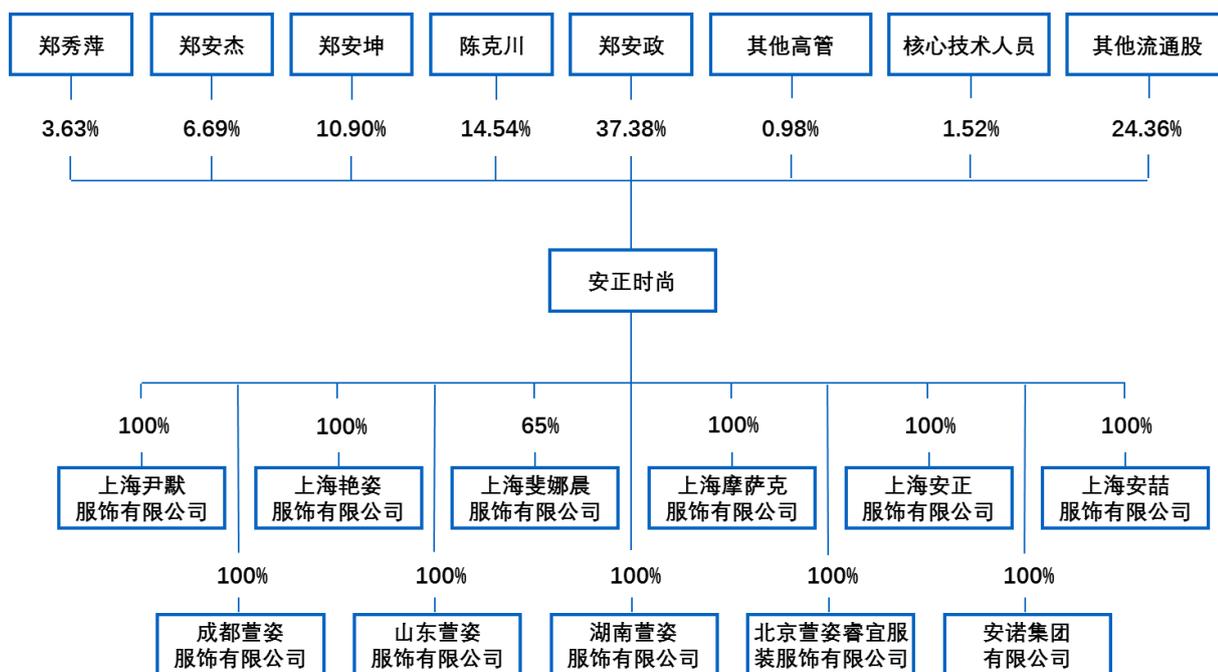
资料来源: Euromonitor, 中国产业信息网, 民生证券研究院

## 二、积极丰富品牌矩阵, 内生外延协同发展

### (一) 打造多品牌时装集团, 覆盖差异化细分市场

公司是国内领先的中高端时装集团之一, 集研发、生产、销售和品牌管理于一体, 2017年2月于上交所上市, 实际控制人、第一大股东为郑安政。

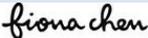
图 13: 公司股权结构 (截至 2018 年 8 月 1 日)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

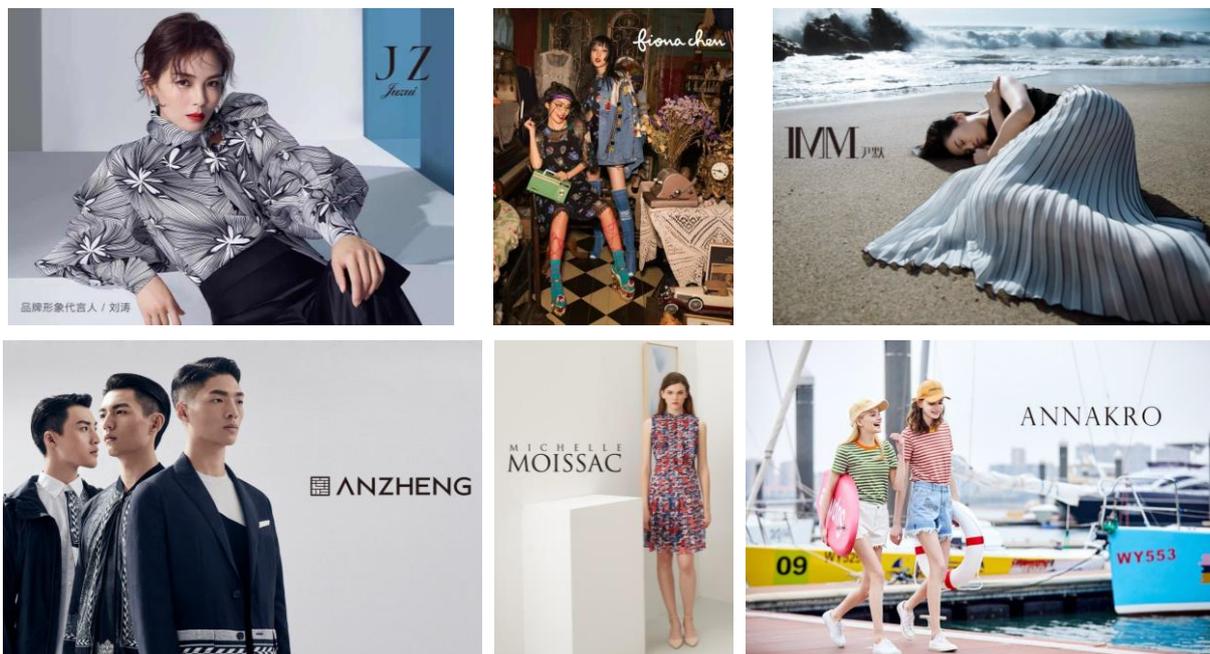
公司在专注发展自主品牌的同时积极推进外延扩张，相继创立了“玖姿”、“尹默”、“安正”三大中高档时装品牌，2014 年收购了“摩萨克”、“斐娜晨”两大新兴时装品牌，并于 2017 年创立了“安娜蔻”互联网电商女装品牌。各品牌风格多元，定位互补、梯度分明，有效覆盖差异化细分市场。

表 1: 公司旗下品牌矩阵

| 品牌  | 客群定位  | 品牌调性      | 设计理念   | 在公司品牌金字塔的定位 |
|---|---|-----------|--|-------------|
|    | 35-45 岁<br>现代都市成熟女性                                   | 自信、优雅、女人味 | 遵循优雅、大气、经典、时尚的设计理念，运用优质上等的面料、精致的细节装饰、优雅的色彩和图案，加上时尚的设计和巧妙的剪裁，勾勒出女性的线条美感。          | 稳固塔基        |
|    | 28-35 岁<br>良好教育背景、经济独立、追求自我形象的都市成熟女性<br>市场定位、价格区间高于玖姿 | 独立、知性、时尚  | 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。通过对服装线条和块面进行解构，结合个性的面料和原创花型，探索一衣多穿的概念。      | 前端          |
|   | 28-47 岁<br>追求事业成就、高品质生活及时尚品味的都市成熟男士                   | 时尚、商务、品质  | 将东方文明的气韵与西方艺术手法自然融进产品创作中，倡导“融汇中西、贯通古今”的设计理念，丰富的中国古代元素运用是产品的亮点之一。                 | 前端          |
|  | 25-35 岁<br>都市女性                                       | 自然、美好、简约  | 秉承自由随性的态度，充满灵气又精致浪漫的细节设计。轻纱上的花卉图案、飘逸的衣衫线条，精致运用的蕾丝钩花，加之合身剪裁及华美的整体配搭，散发出清新优雅的法式风尚。 | 中部          |
|  | 25-32 岁<br>拥有强烈自我意识与高品位的新一代年轻女性                       | 玩味、当代、精致  | 将对当代艺术与街头风格的欣赏，运用在色彩、图案的创作中，以舒适大胆的色彩组合，剪裁上的幽默，图案的趣味表达，带来一种值得玩味的效果。               | 中部          |
|  | 20-35 岁<br>熟悉互联网、追求个性化与性价比的都市女性                       | 乐活、都市、摩登  | 紧跟国际流行趋势，满足互联网消费者对于高性价比产品的需求。  | 中部          |

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

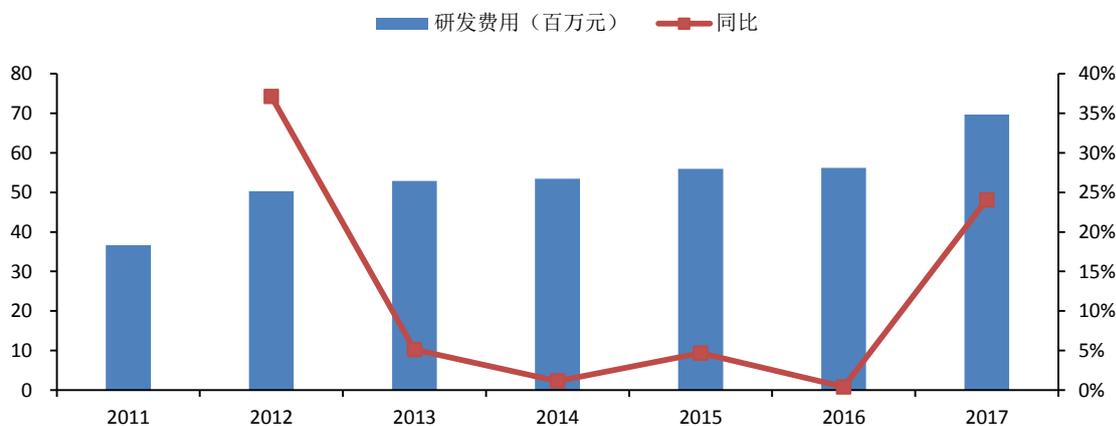
图 14：公司旗下各品牌服装形象



资料来源：公司公告，JZ 玖姿公众号，民生证券研究院

公司旗下各品牌实行独立的产品研发，设计风格精细化。由于时尚风向变化较快，时装的研发设计具备知识密集型特征。公司十分注重研发投入，积极聘请国内外知名设计师：安正男装聘请了著名的日本设计师久保嘉男，玖姿聘请著名华人创意总监张淑美，尹默聘请全国十佳设计师王鸿鹰，摩萨克聘请全国十佳设计师房莹，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。过硬的设计团队有助于公司缩短设计周期，并提升产品在款式、版型等方面的竞争力。2017 年国家统计局发布的《工业企业创新特征分析》显示，纺织服装、服饰业研发人员占比仅为 1.21%，而 2017 年公司研发人员占总人数的比例高达 8.15%，远超同行业水平，我们认为强大的研发团队有助于公司保持在时尚行业的长期竞争力。

图 15：公司研发费用逐年提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

此外，公司积极借助微博、微信等自媒体平台 and 明星代言、电视剧赞助等方式对旗下品牌进行多维度、多渠道的营销推广。2018年2月，玖姿作为官方受邀中国商业女装品牌参加米兰国际时装周，亮相国际舞台。我们认为未来公司旗下各品牌有望建立更鲜明的品牌形象与更广泛的认知，助力营收进一步增长，并增提高消费者的忠诚度。

图 16：公司为电视剧《欢乐颂 2》服装合作伙伴

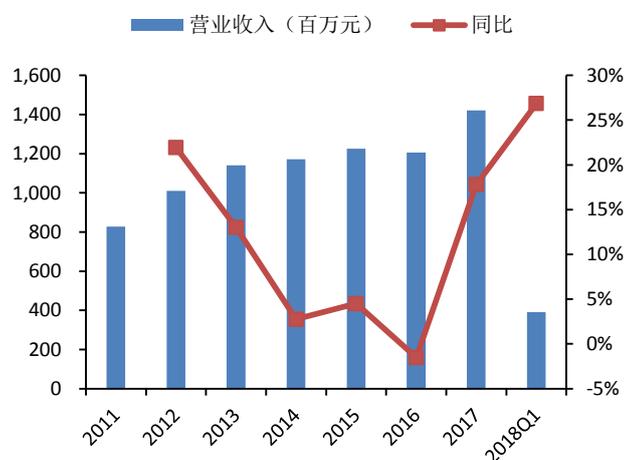


资料来源：民生证券研究院整理

## （二）主品牌稳步增长、新品牌成长迅速，业绩快速提升

伴随各品牌内生增长和协同效应显现，公司业绩逐步回暖，2017 年实现营业收入 14.21 亿元，同比增长 17.78%，归母净利润 2.73 亿元，同比增长 15.69%；2018 年一季度实现营业收入 3.91 亿元，同比增长 26.84%，归母净利润 0.92 亿元，同比增长 30.09%，未来业绩复苏趋势有望延续。

图 17：2018Q1 公司营业收入较快速增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

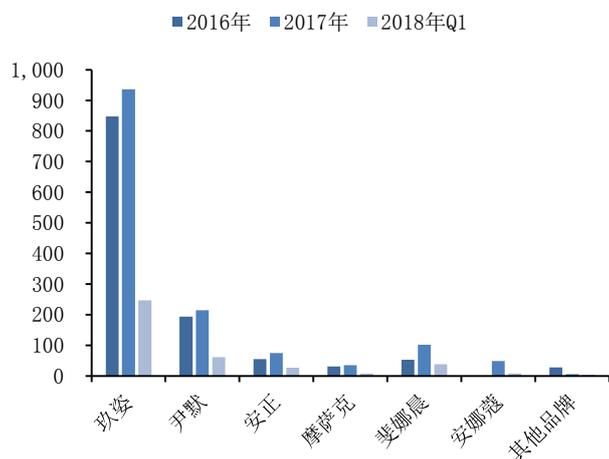
图 18：2018Q1 公司归母净利润快速增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

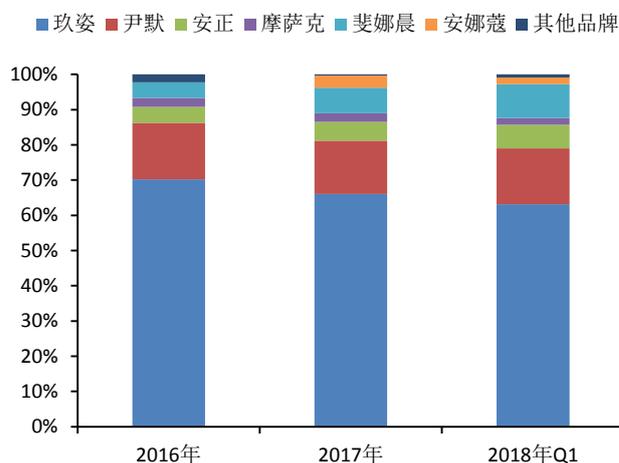
分品牌来看，主品牌玖姿收入占比最高，2017年全年和2018年一季度分别占公司营业收入的66.08%，63.18%。其他品牌成长迅速，2018年一季度尹默收入占比15.79%，斐娜晨占比9.69%，安正占比6.71%，安娜蔻、摩萨克均占1.89%左右。

图 19：公司各品牌服饰营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 20：各品牌营业收入占公司营业收入的比例

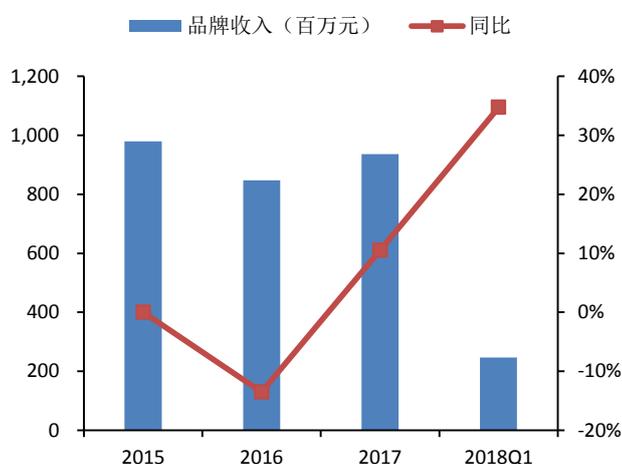


资料来源：公司公告，民生证券研究院

主品牌玖姿（JZ JUZUI）创立于2001年，现已发展为国内成熟女装的领导品牌之一，具备广泛的客户基础。根据Euromonitor报告，2014年度至2015年度，玖姿位列国内中高端女装市场占有率（以零售额计）前十大品牌。作为公司的核心品牌与营收主力，玖姿在经历2015年的短暂调整后，2016年起迎来复苏，2018年一季度品牌收入同比增长达35%，可比同店销售增速约为17%，实现较为明显的内生增长。

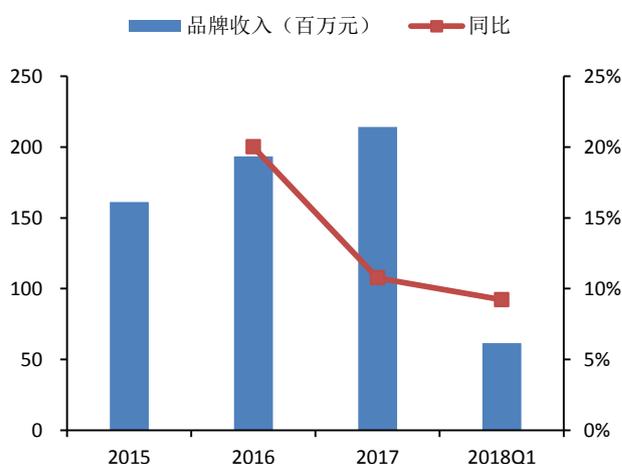
尹默（IMM）作为公司旗下第二大品牌，市场定位、价格区间均高于玖姿。品牌于2016年底开始盈利，近年来营业收入持续稳步增长，2018年一季度收入增速约9%。

图 21：2016年起玖姿品牌营业收入持续提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 22：尹默品牌营业收入稳步增长

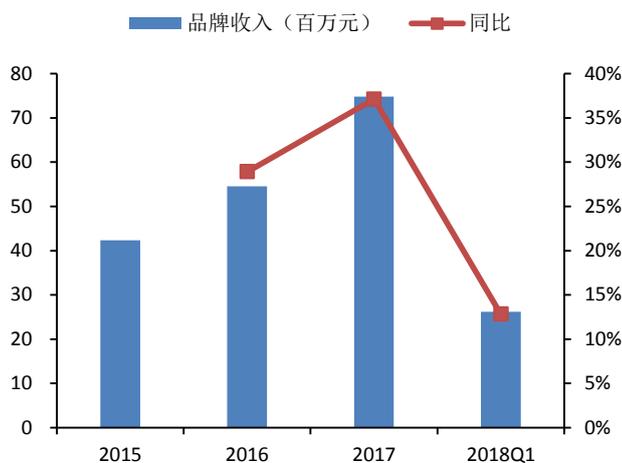


资料来源：公司公告，民生证券研究院

自创品牌安正 (ANZHENG) 定位为商务时尚高端男装, 自成立以来, 品牌营收始终保持双位数增长, 2018 年一季度收入增速约为 13%。品牌已于去年跨过盈亏平衡点, 未来有望持续增厚公司收益。

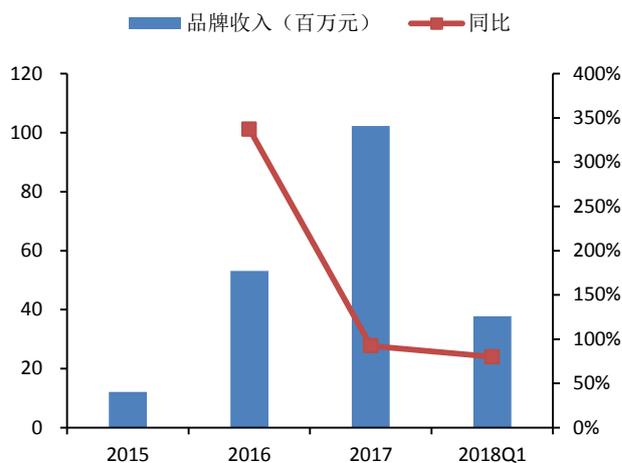
外延收购品牌斐娜晨 (FIONA CHEN) 设计风格独特、彰显个性, 近年来营收表现亮眼, 2017 年和 2018 年一季度增速分别高达 92%、80%, 我们认为今年起品牌有望为公司贡献利润。

图 23: 安正男装品牌营业收入保持双位数增长



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 24: 斐娜晨品牌营业收入持续高速增长

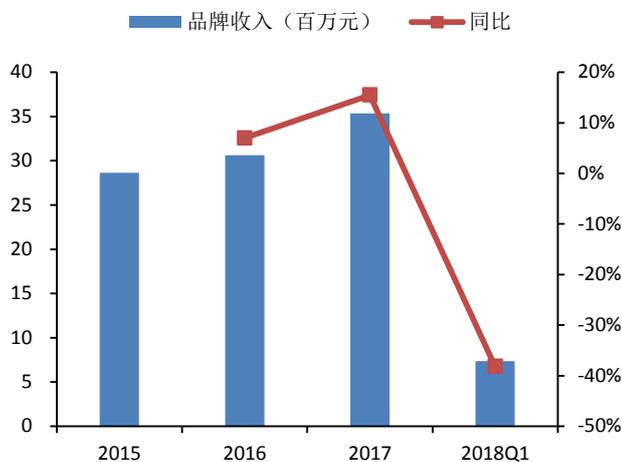


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司于 2014 年收购摩萨克 (MICHELLE MOISSAC) 女装, 此前摩萨克目标消费群体为 30-45 岁的现代女性, 与玖姿在品牌风格和定位上有一定重合。收购后公司逐步对摩萨克进行调整, 将核心客户年龄层定位到 25-35 岁, 强调灵动、简练、清新优雅的设计风格, 调整后客群定位与设计调性更具有区分度, 减少了与公司其他品牌的内部竞争。经过两年的经营, 摩萨克净利润由 2014 年的 -1,148 万元升至 2016 年的 217 万元, 体现了公司的品牌运营能力。2017 年公司对摩萨克的渠道、店铺结构进一步优化, 将原本直营为主、加盟为辅的销售模式, 调整为加盟为主、直营为辅, 充分利用已有玖姿的加盟渠道资源推进摩萨克品牌快速发展。受渠道调整影响, 2017 年品牌暂时亏损。根据我们的测算, 2018 年一季度品牌平均单店店效同比增长 3% (我们以品牌营收/品牌门店总数计算), 改革初见成效, 未来业绩有望快速回暖。

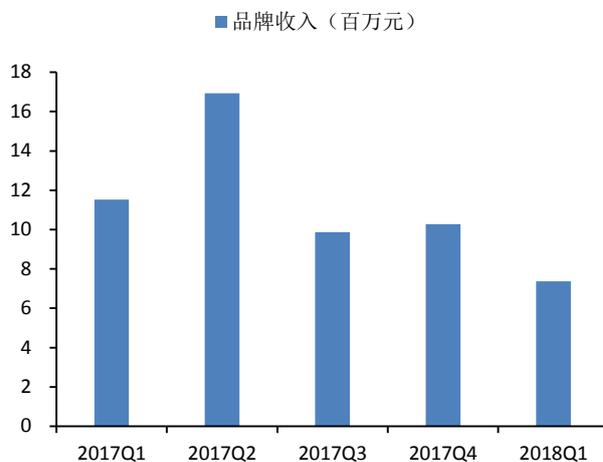
为迎合互联网消费者对于高性价比产品的需求, 公司于 2017 年创立了中高端女装线上品牌安娜蔻 (ANNAKRO), 对其他品牌线下实体销售起到了有益的补充作用。2017 年品牌实际销售收入达 4,860 万元。2018 年一季度公司对品牌风格进行了调整, 引起营收同比下降, 我们认为随着未来品牌定位更加明确、产品风格趋稳, 销售收入有望回升。

图 25: 摩萨克品牌处于调整期, 2018Q1 营收下滑



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 26: 安娜蔻品牌处于调整期, 2018Q1 营收下滑



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

未来公司还将继续丰富品牌矩阵、扩充品类, 已开始筹划童装方向的投资布局。开放的“二胎”政策下, 我们看好童装市场前景。此外, 公司和润祥(澳门)有限公司合资成立了控股子公司锦润时尚, 有望依托润祥公司经营国外品牌的能力和资源, 合作经营国外服饰品牌在国内的开拓与营销, 双方合作的奢侈品代理门店预计今年下半年开业。我们认为公司未来或将在潮牌、网络品牌、高端品牌等领域继续寻求与国外轻奢品牌的战略合作。内生外延协同下, 品牌体系与销售渠道有望进一步完善。

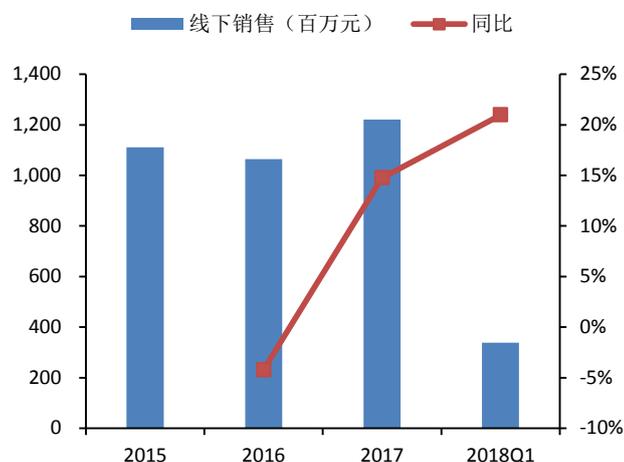
### 三、大力优化渠道布局, 激励机制进一步完善

#### (一) 渠道结构逐步优化, 主品牌店效提高

公司推行直营、加盟、电子商务相结合的全渠道销售模式, 终端门店覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市的重点商圈。2017 年公司服装主业实现营业收入 14.17 亿元, 其中线下销售收入 12.21 亿元, 同比增长 14.76%, 占总收入的比例为 86.20%; 2018 年一季度服装主业实现营业收入 3.90 亿元, 其中线下销售收入 3.38 亿元, 同比增长 20.97%, 占比 86.60%。

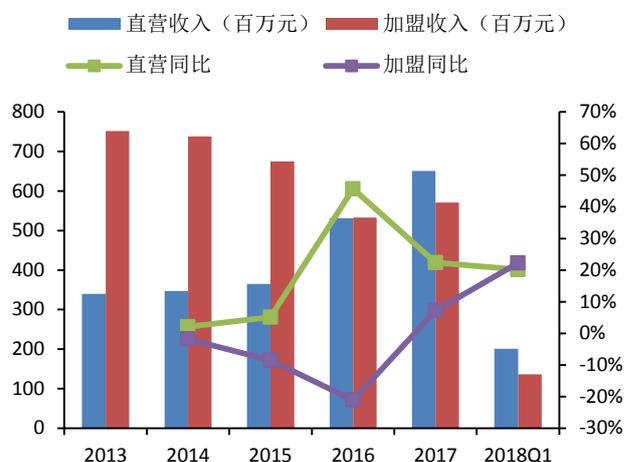
各品牌依据自身特性, 采取不同的线下销售模式: 玖姿以加盟为主、直营为辅; 摩萨克经过一年的品牌定位调整后, 将充分利用现有玖姿所形成的加盟渠道资源, 采取以加盟为主、直营为辅的模式; 尹默、安正定位高端, 为保持品牌调性, 主要以直营为主、加盟为辅; 新兴品牌斐娜晨为实现快速发展, 直营和加盟并重。

图 27: 2017 年起公司线下收入恢复增长



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 28: 公司直营、加盟收入情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

截至 2017 年末, 公司共拥有门店 917 家, 较 2016 年增加 55 家, 其中直营门店 276 家, 直营奥莱店 60 家, 加盟门店 581 家。分品牌来看, 玖姿门店总计 691 家, 尹默 90 家, 安正 36 家, 摩萨克 15 家, 斐娜晨 85 家。2018 年一季度公司净增门店 7 家至 924 家, 分品牌来看, 玖姿门店净关 1 家至 690 家, 尹默净开 3 家至 93 家, 安正净开 2 家 38 家, 摩萨克门店数持平、仍为 15 家, 斐娜晨净开 3 家至 88 家。丰富的终端网络是贡献营收的主力渠道。

表 2: 公司各品牌门店数量

| 品牌名称 | 门店类型  | 2018 年 3 月末数量 (家) | 2017 年末数量 (家) | 一季度新开 (家) | 一季度关闭 (家) |
|------|-------|-------------------|---------------|-----------|-----------|
| 玖姿   | 直营门店  | 93                | 96            | 1         | 4         |
|      | 直营奥莱店 | 37                | 38            | 0         | 1         |
|      | 加盟门店  | 560               | 557           | 9         | 6         |
| 尹默   | 直营门店  | 72                | 68            | 4         | 0         |
|      | 直营奥莱店 | 15                | 16            | 0         | 1         |
|      | 加盟门店  | 6                 | 6             | 0         | 0         |
| 安正   | 直营门店  | 32                | 32            | 0         | 0         |
|      | 直营奥莱店 | 3                 | 3             | 0         | 0         |
|      | 加盟门店  | 3                 | 1             | 2         | 0         |
| 摩萨克  | 直营门店  | 12                | 12            | 0         | 0         |
|      | 直营奥莱店 | 3                 | 3             | 0         | 0         |
|      | 加盟门店  | 0                 | 0             | 0         | 0         |
| 斐娜晨  | 直营门店  | 68                | 68            | 1         | 1         |
|      | 直营奥莱店 | 2                 | 0             | 2         | 0         |
|      | 加盟门店  | 18                | 17            | 1         | 0         |
| 合计   | --    | 924               | 917           | 20        | 13        |

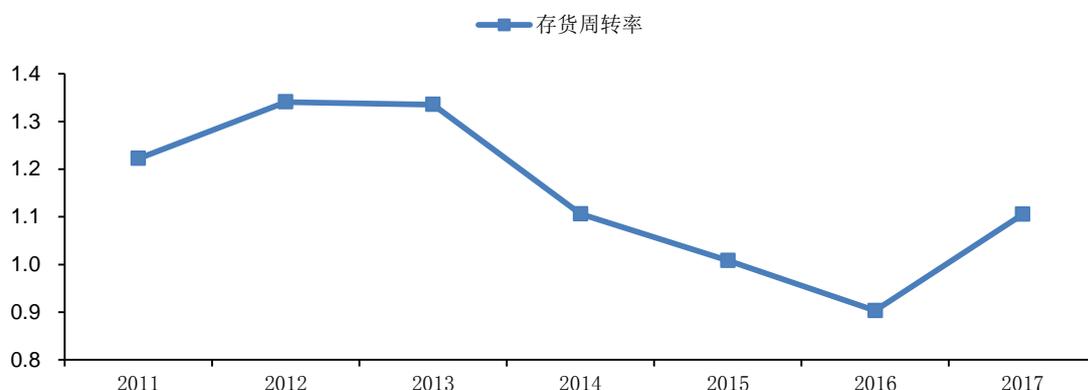
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

未来公司将继续推进门店扩张, 预计今年玖姿有望净开店 40-50 家, 尹默、安正净开店

20-30 家，摩萨克 40-50 家，斐娜晨 60-80 家。同时，公司不断优化渠道结构，对低效店铺进行关停调整，严控新店质量，店效得到明显提升。根据我们的测算，2018 年一季度玖姿品牌平均单店店效（我们以品牌营收/品牌门店总数计算）同比增长达到 23%。未来公司将在巩固现有门店网络优势的基础上，推进渠道下沉，并加快购物中心店的拓展速度，顺应新消费趋势。同时，公司计划与拥有国际一线服装品牌合作经验的法国艺术顾问合作，提升旗下各品牌的终端形象、艺术表现力，为顾客带来更优质的购物体验。

此外，为促进过季和滞销产品的消化、避免折扣促销对终端零售门店和品牌形象的影响，公司建立了以奥特莱斯和唯品会为代表的完善的五季产品销售渠道。通过对过季产品的有效处理，公司 2017 年存货周转率较 2016 年提高 0.2 次，营运能力进一步增强。

图 29：2017 年公司存货周转率回升

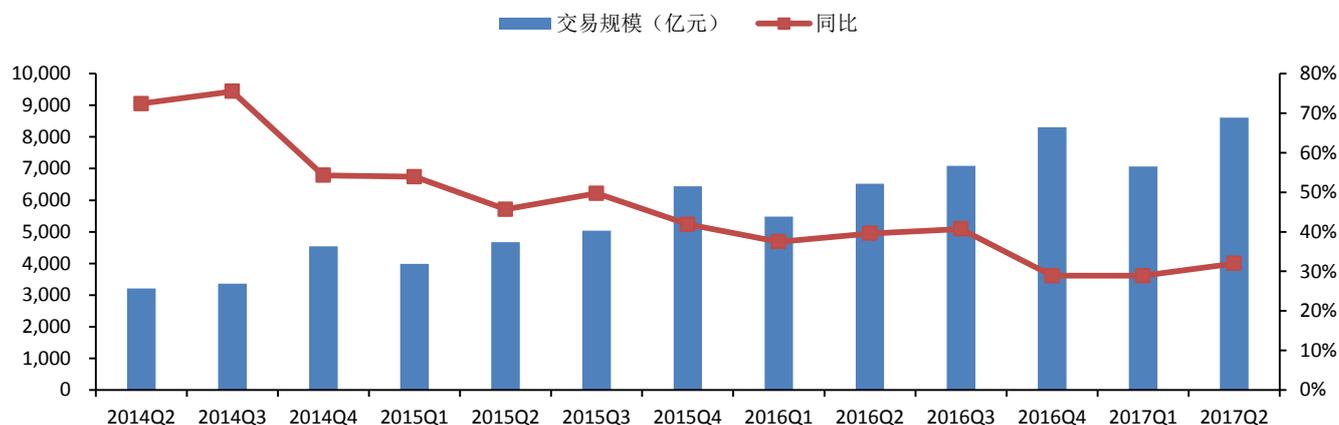


资料来源：公司公告，民生证券研究院

## （二）布局电商业务，线上线下互补发展

随着电子商务的蓬勃发展，我国网上零售 B2C 市场规模持续扩大。Analysys 易观发布的《中国网上零售 B2C 市场季度监测分析 2017 年 Q2》显示，2017 年第二季度国内网上零售 B2C 市场交易规模已经达到 8,605 亿元，同比增长 32%。

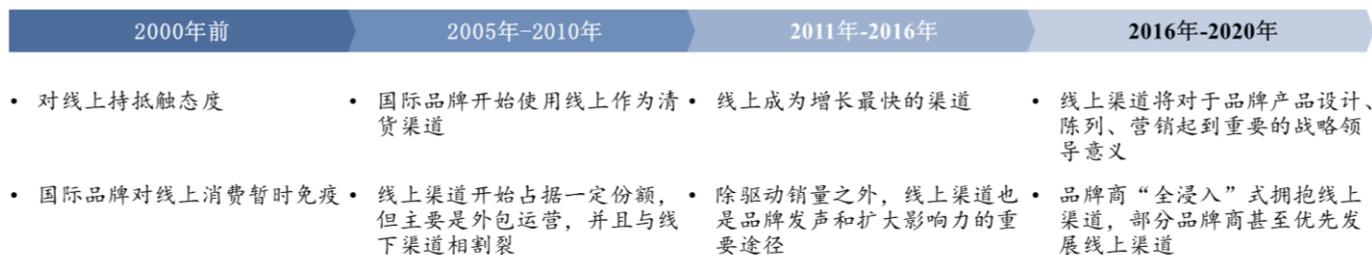
图 30：国内网上零售 B2C 市场交易规模持续增长



资料来源: Analysys 易观, 民生证券研究院

近年来品牌商纷纷拓展电商渠道, 根据麦肯锡的统计报告, 线上商品销量占各渠道总体销量的比例逐年提高。我们认为, 线上购物能够打破时间、地点的限制, 且通常品类更为丰富、价格相对亲民、购买更加便捷, 并有助于品牌营销推广、扩大影响力, 进而提升销量。

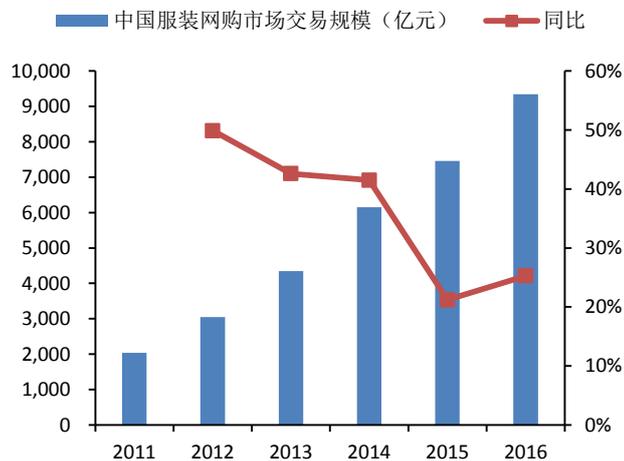
图 31: 线上销售渠道发展进程



资料来源: 麦肯锡, 民生证券研究院

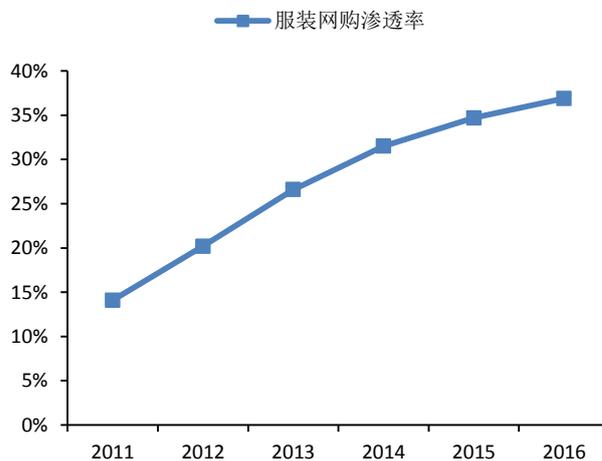
在网络购物市场规模不断扩大的同时, 国内服装网购市场规模也在快速增长, 2016 年服装网购渗透率已升至 36.9%。线上销售目前已成为国内服装品牌发展的重点渠道之一。对于服装企业来说, 拓展线上可以优化产品的零售模式、仓储物流体系, 而丰富的大数据则有助于精准营销、提升运营效率。

图 32: 国内服装网购市场规模持续增长



资料来源: 中国电子商务研究中心, 民生证券研究院

图 33: 国内服装网购渗透率逐年提升

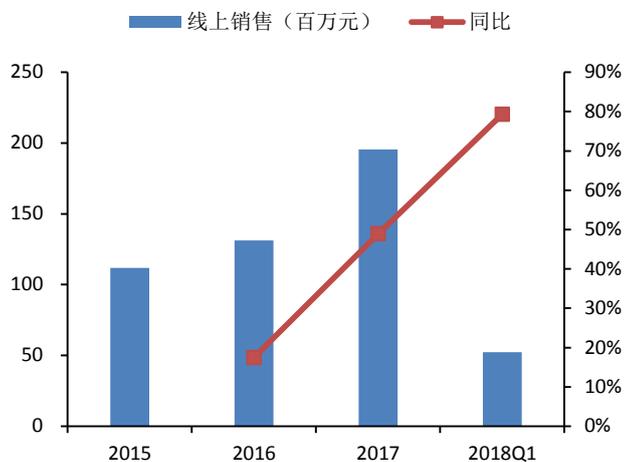


资料来源: 中国电子商务研究中心, 民生证券研究院

公司顺应服装网购蓬勃发展的趋势, 积极拓展线上业务, 与天猫、唯品会等电商平台开展战略合作, 旗下多个品牌的微商城已开始运营。近年来公司线上销售收入持续提升, 占总收入的比例从 2013 年的 2.81% 升至 2017 年的 13.80%, 主品牌玫姿在 2017 年“双 11”当日实现交易额 5,806 万元, 同比增长 414%。另一方面, 公司针对习惯网购、追求性价比的年轻都市女性客群, 创立了线上品牌安娜蔻, 从企划、研发设计到销售、品牌管理等各方面都按照互联网品牌的营运方式进行。安娜蔻的创立进一步丰富了公司的品牌梯度, 为公司积累了运

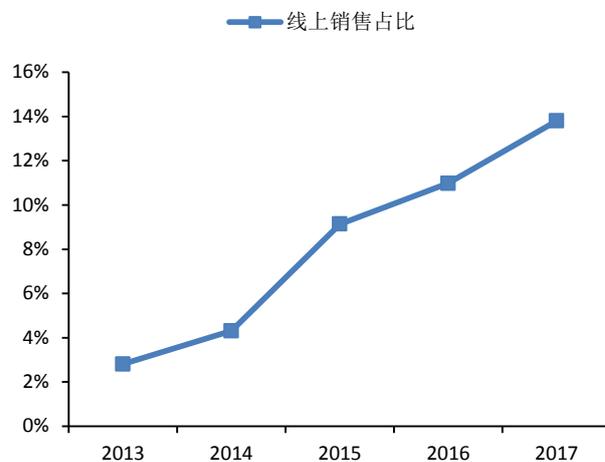
用网络渠道提升管理、营销能力的成功经验，并有助于公司扩大线上及整体销售收入。

图 34：公司线上销售持续增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

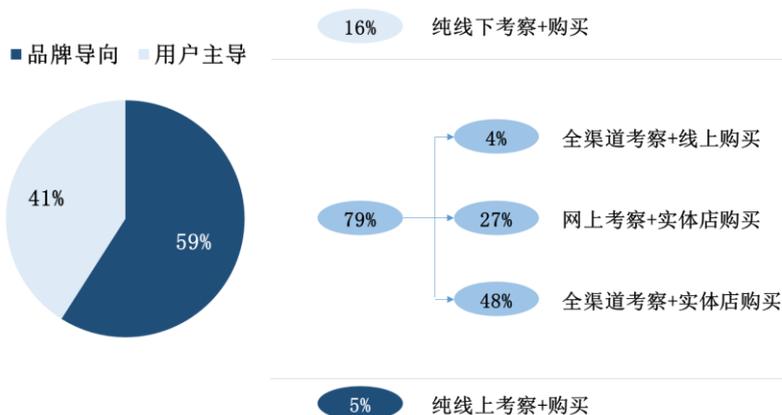
图 35：公司线上销售占比稳步提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

线上热度对于品牌营销日益关键。据麦肯锡报告，我国时装产业已从早前单向的品牌-经销商-零售商-终端消费者的链状合作和信息沟通模式，发展为现在多方互相联通、信息及时反馈的生态圈系统，诸如电商媒体、“网络红人”等营销参与方开始涌现，消费者和品牌的接触点越来越多。麦肯锡 2017 年国际品牌消费者调研显示，在被调查者最近一次的消费中，59%的信息接触点来自品牌导向，包括店内体验、品牌广告和明星代言，而其余 41%的信息接触点来自用户主导的信息渠道，包括看到他人展示、亲朋推荐、用户评价、“网络红人”推广和网络资讯平台的介绍。调研还显示，虽然目前消费者的最终购买行为仍然大多数在线下实现，但是决策过程已经“全渠道化”。就最终购买行为来说，只有 16%的消费者表示只在线下完成了了解、考察和购买的全部过程，而 84%的消费者表示在整个购物过程中可能受到线上信息的影响。

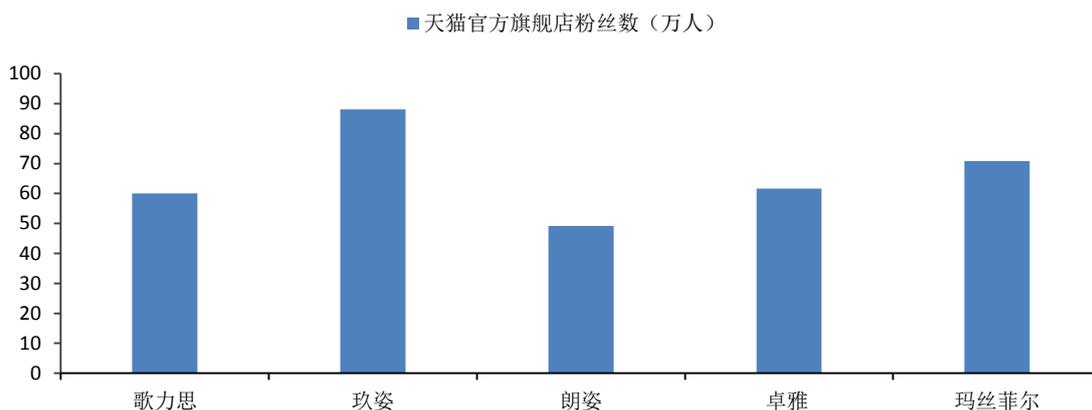
图 36：消费者在购物过程中易受到线上信息影响



资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

在线上关注度方面，玖姿与其他中高端女装品牌相比处于领先水平，截至 2018 年 7 月 31 日，玖姿天猫旗舰店粉丝数量高达 88 万人，亮眼的线上热度体现了公司的电商运营能力。我们认为，伴随线上消费日趋广泛，良好的网络热度既可以增进品牌线上销售，又有望为线下门店起到引流作用。

图 37：部分中高端女装品牌天猫旗舰店粉丝数量



资料来源：天猫，民生证券研究院（注：数据截至 2018 年 7 月 31 日中午 12 点）

在线上线下全渠道整合方面，公司从玖姿、尹默着手，将线下实体与线上 PC 端、移动端打通，并建立微商场，实现了三方渠道资源的融合、线上线下库存共享。无论消费者在哪个渠道遇到心仪的款式，都可以通过全渠道系统实时查询到商品库存情况并进行调拨，提高了库存管理的效率。全渠道无差别的购物体验，使线上预选、线下购买和线下体验、线上销售均得以现实，提高了顾客购物过程的便捷性，同时有助于品牌更快速、更广泛的触达消费者，在促进商品销售的同时提升客户黏性。

### （三）“店长店”增强经营动力，股权激励提振信心

公司不断完善激励机制，提高员工积极性。遵循“最接近市场的人，最了解市场需求”的原则，公司推出“店长店”模式，将店铺超过规定业绩目标部分的 30% 奖励给店长和员工，有效加强了对终端员工的激励管理，提升了线下直营店和加盟店的经营效率。目前玖姿直营店铺中已有 60%-70% 为“店长店”，未来有望进一步推广。未来公司有望通过利润分享、授权、赋能、商品及资源支持等措施，推进各品牌终端深化转型，实现员工与公司双赢。

另一方面，公司于 2017 年推出限制性股票激励计划，以 12.81 元/股的价格向中、高层管理人员及业务骨干共 147 人授予共计 402.0642 万股，10 月完成授予登记，2017 年度利润分配及转增股本后调整价格为 8.79 元/股。2018 年公司先后回购注销限制性股票 1.9 万股（4 月完成注销）、19.9279 万股（7 月完成注销），占激励计划所授予股票数量的 0.47%、3.54%，回购注销价格分别为 12.81 元/股、8.79 元/股。目前公司拟再次回购注销限制性股票 12.754 万股，占激励计划所授予股票数量的 2.2658%。

本次限制性股票激励计划三个解锁期对应的业绩考核目标为：2017-2019 年三个会计年

度，归母净利润分别不低于 2.75 亿元、3.60 亿元和 4.70 亿元（不考虑股权激励成本影响），2017 年公司实现净利润 2.78 亿元（未扣除限制性股票激励成本 559.08 万元），达到业绩考核目标。解锁条件对应的 2018 年、2019 年业绩同比增速分别为 30.91%、30.56%，同时，公司在 2017 年年报中预计 2018 年全年有望实现营业收入 17.83 亿元，同比增长 25.53%，归母净利润 3.59 亿，同比增长 31.58%（已考虑限制性股票激励计划成本 2,100 万元）。限制性股票激励计划考核目标与 2018 年经营计划充分彰显了公司对于未来业绩增长的信心。

表 3：公司限制性股票激励计划解除限售条件

| 解除限售安排   | 解除限售时间                                     | 解除限售比例 | 业绩考核目标                  |
|----------|--|--------|-------------------------|
| 第一个解除限售期 | 自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止 | 20%    | 2017 年度归母净利润不低于 2.75 亿元 |
| 第二个解除限售期 | 自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止 | 40%    | 2018 年度归母净利润不低于 3.60 亿元 |
| 第三个解除限售期 | 自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止 | 40%    | 2019 年度归母净利润不低于 4.70 亿元 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

此外，公司于 2017 年 12 月向斐娜晨服饰品牌研发兼设计负责人陈静静、总经理黄永强分别转让了子公司斐娜晨服饰 5%、15% 的股权，2018 年再次向陈静静转让斐娜晨服饰 15% 的股权。目前公司仍为斐娜晨服饰控股股东，持股 65%。通过股权结构调整，公司将斐娜晨服饰与其相关核心管理、设计研发人员的权、责、利统一起来，实现了品牌发展目标与品牌管理经营者利益的高度一致，有助于激发设计师的创造性，并促进管理经营者将品牌做大做强、提高品牌核心竞争力。

我们认为，完善的激励机制有利于公司吸引并稳定更多人才。通过推进员工角色由“打工者”向“合伙人”转变，可以实现员工利益与品牌利益、公司利益的统一，有助于激发员工的主观能动性和创造力。充分激励下，公司业绩有望保持快速增长。

## 四、盈利预测及投资建议

公司积极丰富品牌矩阵，广泛覆盖差异化细分市场，销售渠道持续优化，激励机制不断完善。我们认为，随着品牌风格与渠道结构调整完成、线上业务迅速发展，以及多重梯度品牌组合协同效应逐步释放，公司业绩有望快速增长。

2016 年、2017 年及 2018 年一季度公司各品牌营业收入、毛利率及期末门店数量如下：

表 4：公司各品牌主营业务收入、毛利率及门店数量（各期末）

| 品牌  | 2018 年一季度 |        |     | 2017 年 |        |     | 2016 年 |        |     |
|-----|-----------|--------|-----|--------|--------|-----|--------|--------|-----|
|     | 收入（万元）    | 毛利率    | 门店数 | 收入（万元） | 毛利率    | 门店数 | 收入（万元） | 毛利率    | 门店数 |
| 玖姿  | 24,636    | 66.90% | 690 | 93,612 | 65.30% | 691 | 84,727 | 68.19% | 630 |
| 尹默  | 6,158     | 76.74% | 93  | 21,417 | 76.68% | 90  | 19,336 | 80.80% | 88  |
| 安正  | 2,618     | 77.88% | 38  | 7,479  | 71.01% | 36  | 5,455  | 69.15% | 32  |
| 摩萨克 | 736       | 55.15% | 15  | 3,537  | 61.29% | 15  | 3,063  | 73.58% | 25  |
| 斐娜晨 | 3,778     | 76.39% | 88  | 10,224 | 77.25% | 85  | 5,313  | 80.60% | 45  |
| 安娜蔻 | 738       | 26.22% | --  | 4,860  | 35.49% | --  | --     | --     | --  |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

我们预计今年玖姿有望净开店 40-50 家，尹默、安正净开店 20-30 家，摩萨克 40-50 家，斐娜晨 60-80 家。分品牌拆分营业收入（收入和成本拆分详细内容见表 6）：

### 1、玖姿

2016 年、2017 年、2018 年一季度，玖姿品牌营业收入分别同比增长-13.53%、10.49%、34.73%。我们预计 2018-2020 年品牌销售收入同比增速有望达到 26%、15%、15%。

### 2、尹默

2016 年、2017 年及 2018 年一季度，尹默品牌营业收入分别同比增长 20.00%、10.76% 和 9.22%，我们预计 2018-2020 年品牌销售收入同比增速有望保持在 10% 左右。

### 3、安正男装

2016 年、2017 年及 2018 年一季度，安正男装品牌营业收入分别同比增长 28.90%、37.11% 和 12.81%，我们预计 2018-2020 年品牌销售收入同比增速有望达到 40%、30%、20%。

### 4、摩萨克

2016 年、2017 年摩萨克品牌营业收入分别同比增长 6.99%、15.47%，受渠道调整等因素影响，2018 年一季度收入下降 38.18%，我们预计调整完成后，2018-2020 年品牌销售收入同比增速有望达到 30%、50%、50%。

### 5、斐娜晨

2016 年、2017 年及 2018 年一季度，斐娜晨品牌营业收入分别同比增长 337.27%、92.41% 和 80.01%，我们预计 2018-2020 年品牌销售收入同比增速有望达到 80%、60%、50%。

### 6、安娜蔻

安娜蔻于 2017 年创立，受品牌风格调整影响，2018 年一季度营业收入同比下降 35.99%，我们预计全年品牌销售收入同比下降 20%，调整完成后，2019 年、2020 年收入增速有望达到 50%、30%。

综上，我们预计 2018-2020 年公司营业收入为 17.89/21.73/26.29 亿元，归母净利润为 3.60/4.71/5.89 亿元，预计 2018-2020 年 EPS 为 0.89/1.16/1.46 元，对应 PE 为 17/13/11 倍，维持“推荐”评级。

#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）       | 1,421 | 1,789 | 2,173 | 2,629 |
| 增长率（%）          | 17.8% | 25.9% | 21.5% | 21.0% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 273   | 360   | 471   | 589   |
| 增长率（%）          | 15.7% | 31.8% | 30.8% | 25.1% |
| 每股收益（元）         | 0.94  | 0.89  | 1.16  | 1.46  |
| PE（现价）          | 16.2  | 17.2  | 13.2  | 10.5  |
| PB              | 1.7   | 2.3   | 2.1   | 1.8   |

资料来源：公司公告，民生证券研究院



表 5：公司营业收入及成本拆分预测（百万元）

| 品牌  | 项目       | 2016A   | 2017A   | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|-----|----------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 玖姿  | 营业收入     | 847.27  | 936.12  | 1,179.51 | 1,356.43 | 1,559.90 |
|     | 营业收入 YOY | -13.53% | 10.49%  | 26%      | 15%      | 15%      |
|     | 营业成本     | 269.52  | 324.81  | 399.51   | 447.45   | 501.15   |
|     | 营业成本 YOY | -16.56% | 20.51%  | 23%      | 12%      | 12%      |
|     | 毛利率      | 68.19%  | 65.30%  | 66.13%   | 67.01%   | 67.87%   |
| 尹默  | 营业收入     | 193.36  | 214.17  | 235.59   | 259.15   | 285.06   |
|     | 营业收入 YOY | 20.00%  | 10.76%  | 10%      | 10%      | 10%      |
|     | 营业成本     | 37.13   | 49.95   | 57.44    | 63.19    | 68.24    |
|     | 营业成本 YOY | 14.32%  | 34.53%  | 15%      | 10%      | 8%       |
|     | 毛利率      | 80.80%  | 76.68%  | 75.62%   | 75.62%   | 76.06%   |
| 安正  | 营业收入     | 54.55   | 74.79   | 104.71   | 136.12   | 163.35   |
|     | 营业收入 YOY | 28.90%  | 37.11%  | 40%      | 30%      | 20%      |
|     | 营业成本     | 16.83   | 21.68   | 28.19    | 32.42    | 35.66    |
|     | 营业成本 YOY | 18.90%  | 28.86%  | 30%      | 15%      | 10%      |
|     | 毛利率      | 69.15%  | 71.01%  | 73.08%   | 76.19%   | 78.17%   |
| 摩萨克 | 营业收入     | 30.63   | 35.37   | 45.97    | 68.96    | 103.44   |
|     | 营业收入 YOY | 6.99%   | 15.47%  | 30%      | 50%      | 50%      |
|     | 营业成本     | 8.09    | 13.69   | 26.01    | 33.81    | 43.96    |
|     | 营业成本 YOY | -31.03% | 69.16%  | 90%      | 30%      | 30%      |
|     | 毛利率      | 73.58%  | 61.29%  | 43.43%   | 50.97%   | 57.51%   |
| 斐娜晨 | 营业收入     | 53.13   | 102.24  | 184.02   | 294.44   | 441.66   |
|     | 营业收入 YOY | 337.27% | 92.41%  | 80%      | 60%      | 50%      |
|     | 营业成本     | 10.31   | 23.26   | 53.50    | 85.61    | 128.41   |
|     | 营业成本 YOY | 271.47% | 125.62% | 130%     | 60%      | 50%      |
|     | 毛利率      | 80.60%  | 77.25%  | 70.93%   | 70.93%   | 70.93%   |
| 安娜蔻 | 营业收入     | --      | 48.60   | 38.88    | 58.32    | 75.82    |
|     | 营业收入 YOY | --      | --      | -20%     | 50%      | 30%      |
|     | 营业成本     | --      | 31.36   | 28.22    | 36.69    | 45.86    |
|     | 营业成本 YOY | --      | --      | -10%     | 30%      | 25%      |
|     | 毛利率      | --      | 35.49%  | 27.42%   | 37.10%   | 39.52%   |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 五、风险提示

宏观经济下行导致中高端女装消费低迷，新品牌发展不及预期。

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 1,421 | 1,789 | 2,173 | 2,629 |
| 营业成本      | 472   | 593   | 699   | 823   |
| 营业税金及附加   | 25    | 30    | 36    | 44    |
| 销售费用      | 446   | 532   | 641   | 776   |
| 管理费用      | 189   | 264   | 293   | 355   |
| EBIT      | 289   | 371   | 504   | 632   |
| 财务费用      | (3)   | (10)  | (5)   | (13)  |
| 资产减值损失    | 45    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益      | 43    | 27    | 27    | 27    |
| 营业利润      | 316   | 407   | 535   | 671   |
| 营业外收支     | 0     | 9     | 9     | 9     |
| 利润总额      | 316   | 415   | 543   | 680   |
| 所得税       | 43    | 56    | 73    | 91    |
| 净利润       | 273   | 360   | 471   | 589   |
| 归属于母公司净利润 | 273   | 360   | 471   | 589   |
| EBITDA    | 356   | 413   | 548   | 678   |

| 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 347  | 161   | 450   | 852   |
| 应收账款及票据     | 104  | 144   | 169   | 203   |
| 预付款项        | 15   | 17    | 20    | 24    |
| 存货          | 474  | 526   | 621   | 731   |
| 其他流动资产      | 1214 | 1214  | 1214  | 1214  |
| 流动资产合计      | 2173 | 2083  | 2500  | 3055  |
| 长期股权投资      | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产        | 548  | 617   | 664   | 711   |
| 无形资产        | 70   | 70    | 70    | 70    |
| 非流动资产合计     | 979  | 1498  | 1450  | 1399  |
| 资产合计        | 3152 | 3581  | 3950  | 4455  |
| 短期借款        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款及票据     | 164  | 188   | 220   | 258   |
| 其他流动负债      | 23   | 23    | 23    | 23    |
| 流动负债合计      | 460  | 732   | 833   | 951   |
| 长期借款        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债      | 120  | 120   | 120   | 120   |
| 非流动负债合计     | 120  | 120   | 120   | 120   |
| 负债合计        | 580  | 852   | 952   | 1071  |
| 股本          | 289  | 404   | 404   | 404   |
| 少数股东权益      | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益合计      | 2572 | 2729  | 2998  | 3384  |
| 负债和股东权益合计   | 3152 | 3581  | 3950  | 4455  |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

| 主要财务指标          | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 17.8% | 25.9% | 21.5% | 21.0% |
| EBIT 增长率        | -9.5% | 28.4% | 35.9% | 25.4% |
| 净利润增长率          | 15.7% | 31.8% | 30.8% | 25.1% |
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 66.7% | 66.9% | 67.8% | 68.7% |
| 净利润率            | 19.2% | 20.1% | 21.7% | 22.4% |
| 总资产收益率 ROA      | 8.7%  | 10.0% | 11.9% | 13.2% |
| 净资产收益率 ROE      | 10.6% | 13.2% | 15.7% | 17.4% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 4.7   | 2.8   | 3.0   | 3.2   |
| 速动比率            | 3.7   | 2.1   | 2.3   | 2.4   |
| 现金比率            | 0.8   | 0.2   | 0.5   | 0.9   |
| 资产负债率           | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 25.3  | 29.3  | 28.3  | 28.1  |
| 存货周转天数          | 324.0 | 324.0 | 324.0 | 324.0 |
| 总资产周转率          | 0.6   | 0.6   | 0.7   | 0.7   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.9   | 0.9   | 1.2   | 1.5   |
| 每股净资产           | 8.9   | 6.7   | 7.4   | 8.4   |
| 每股经营现金流         | 1.1   | 0.8   | 1.1   | 1.4   |
| 每股股利            | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 16.2  | 17.2  | 13.2  | 10.5  |
| PB              | 1.7   | 2.3   | 2.1   | 1.8   |
| EV/EBITDA       | 16.5  | 14.6  | 10.5  | 7.9   |
| 股息收益率           | 3.3%  | 3.3%  | 3.3%  | 3.3%  |

| 现金流量表 (百万元) | 2017    | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|---------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 273     | 360   | 471   | 589   |
| 折旧和摊销       | 112     | 42    | 44    | 47    |
| 营运资金变动      | (31)    | (27)  | (26)  | (36)  |
| 经营活动现金流     | 317     | 340   | 453   | 564   |
| 资本开支        | 62      | (22)  | (12)  | (13)  |
| 投资          | (99)    | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | (1,048) | 48    | 38    | 40    |
| 股权募资        | 1,176   | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | (66)    | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | 969     | (575) | (202) | (202) |
| 现金净流量       | 238     | (186) | 289   | 402   |

## 插图目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 居民人均可支配收入稳步增长.....                | 3  |
| 图 2: 消费占 GDP 比重逐年上升.....               | 3  |
| 图 3: 各国 2021 年私人名义消费规模 (预测值) .....     | 3  |
| 图 4: 2018 年我国消费者信心指数持续走高.....          | 4  |
| 图 5: 新主流家庭数量占比.....                    | 4  |
| 图 6: 新主流家庭数量不断攀升.....                  | 4  |
| 图 7: 法国、美国女装各品类市场规模及年复合增长率.....        | 5  |
| 图 8: 消费者品牌认知.....                      | 5  |
| 图 9: 社会消费品零售总额稳步增长.....                | 6  |
| 图 10: 2018Q1 居民人均衣着消费支出累计值同比大幅提升.....  | 6  |
| 图 11: 全国女性人口数及占总人口比重.....              | 7  |
| 图 12: 国内女装及中高端女装市场零售额有望持续增长.....       | 7  |
| 图 13: 公司股权结构 (截至 2018 年 8 月 1 日) ..... | 7  |
| 图 14: 公司旗下各品牌服装形象.....                 | 9  |
| 图 15: 公司研发费用逐年提升.....                  | 9  |
| 图 16: 公司为电视剧《欢乐颂 2》服装合作伙伴.....         | 10 |
| 图 17: 2018Q1 公司营业收入较快速增长.....          | 10 |
| 图 18: 2018Q1 公司归母净利润快速增长.....          | 10 |
| 图 19: 公司各品牌服饰营业收入 (百万元) .....          | 11 |
| 图 20: 各品牌营业收入占公司营业收入的比例.....           | 11 |
| 图 21: 2016 年起玖姿品牌营业收入持续提升.....         | 11 |
| 图 22: 尹默品牌营业收入稳步增长.....                | 11 |
| 图 23: 安正男装品牌营业收入保持双位数增长.....           | 12 |
| 图 24: 斐娜晨品牌营业收入持续高速增长.....             | 12 |
| 图 25: 摩萨克品牌处于调整期, 2018Q1 营收下滑.....     | 13 |
| 图 26: 安娜蔻品牌处于调整期, 2018Q1 营收下滑.....     | 13 |
| 图 27: 2017 年起公司线下收入恢复增长.....           | 14 |
| 图 28: 公司直营、加盟收入情况.....                 | 14 |
| 图 29: 2017 年公司存货周转率回升.....             | 15 |
| 图 30: 国内网上零售 B2C 市场交易规模持续增长.....       | 15 |
| 图 31: 线上销售渠道发展进程.....                  | 16 |
| 图 32: 国内服装网购市场规模持续增长.....              | 16 |
| 图 33: 国内服装网购渗透率逐年提升.....               | 16 |
| 图 34: 公司线上销售持续增长.....                  | 17 |
| 图 35: 公司线上销售占比稳步提升.....                | 17 |
| 图 36: 消费者在购物过程中易受到线上信息影响.....          | 17 |
| 图 37: 部分中高端女装品牌天猫旗舰店粉丝数量.....          | 18 |

## 表格目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 表 1: 公司旗下品牌矩阵.....                    | 8  |
| 表 2: 公司各品牌门店数量.....                   | 14 |
| 表 3: 公司限制性股票激励计划解除限售条件.....           | 19 |
| 表 4: 公司各品牌主营业务收入、毛利率及门店数量 (各期末) ..... | 19 |
| 表 5: 公司营业收入及成本拆分预测 (百万元) .....        | 22 |

## 分析师简介

**李奇琦**，民生证券纺织服装方向负责人。中国农业大学金融学学士，美国克拉克大学金融学硕士。2016年加入民生证券，曾负责商贸零售领域研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                                   | 投资评级 | 说明                      |
|--|------|-------------------------|
| 以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深300指数涨幅20%以上        |
|  | 谨慎推荐 | 相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间  |
|  | 中性   | 相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|  | 回避   | 相对沪深300指数下跌10%以上        |
| 行业评级标准                                   |      |                         |
| 以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深300指数涨幅5%以上         |
|  | 中性   | 相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间   |
|  | 回避   | 相对沪深300指数下跌5%以上         |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层；525000

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。