

激励到位经营向好，多品牌合力助增长

中信证券研究部

2017年9月25日

薛缘

电话：021-20262134

邮件：xueyuan@citics.com

执业证书编号：S1010514080007

事项：

9月14日-9月22日，我们邀请安正时尚进行了多场反路演交流，公司董秘谭才年就公司业务、未来规划进行了交流，具体纪要如下：

纪要：

1. 旗下六大品牌发展有序

公司目前旗下拥有6个品牌，主要覆盖20-45岁人群：

①**玖姿**定位35-45岁（1998年计划、2000年上市），针对中层教师、公务员、职业白领等人群，零售额24~25亿元（最高时达30亿元），门店600+家（一二线城市直营店为主，三四线加盟为主，直营占比约20%-30%），门店约100平米，店效约350万元；

②**尹默**定位28-35岁，年零售额约4亿元，目前门店85家左右，平均面积80-100平米，店效约400-500万元；

③**安正男装**定位30-47岁（2012年企划、2013年上市），目前拥有约35家门店，预计2017年零售额1.5亿元，店效约400-500万元；

④**摩萨克**定位法式浪漫，目前门店20+家，2017年以销库存为主。

⑤**斐娜晨**定位25-32岁，风格设计当代玩味风格，深受渠道喜欢，预计2017年末门店达100家。

⑥**安娜寇**，定位20-30岁人群，主力价格带300-500元，2017H1实现零售额3500万元、2800万元收入、500万左右净利润。

2. 多品牌协同增长

2017年起公司新创品牌开始陆续进入盈利期（原来每年每个品牌亏损1000-2000万元）：

① **玖姿**：2017H1收入同比+6%，同店+5%；未来计划每年新开门店30-40家（玖姿目前在中南部地区门店尚少，预计最终门店规模1000-1200家），叠加同店个位数增长，预计未来收入仍将保持中高单位数到双位数增长。

② **尹默**：2017H1收入同比+11%、同店+6%，预计每年新开门店20-30家（预计最终门店总数约300家）。

③安正男装：2017H1 收入同比+50%， 同店+13%； 预计未来每年新开门店 10-20 家。

④摩萨克：2017H1 收入同比+30%， 未来将借助玖姿加盟渠道发展， 预计到 2020 年门店数达 300 家， 零售额超 10 亿元。

⑤斐娜晨：2017H1 收入同比 96%， 同店+15%， 预计至 2020 年门店开至 400-500 家， 零售额破 15 亿。（预计未来加盟直营门店各占一半）

⑥安娜寇：2017 年预计贡献约 1000 万元净利润。

3. 售罄率&库存

售罄率：尹默和玖姿售罄率提高 5PCTs+至 68%~70%， 第二年预计继续销售该批货品的 10%~15%， 再加上部分商场促销活动和 10%~15%奥特莱斯销售， 基本没有库存压力（折扣：正价店 8.8-9 折左右， 奥特莱斯店 5-6 折左右， 淘宝网 3 折左右）。2017H1 毛利率下降主要是因为处理库存。

柔性供应链：玖姿品牌已经实现柔性供应链， 目前 70%订单发货， 30%借助柔性供应链补单。

库存：玖姿以加盟为主， 2014 年之前实行换货制， 从 2015 年开始改为退货制， 允许加盟商退货 10%； 退货以后考虑到部分加盟商还需要继续销售， 因此公司会放一年再拿到奥特莱斯出售（一年会有 2 亿元）， 因此公司两年以上库存占比约 40%， 而由于玖姿产品本身相对大众， 因此库存仍能较好处理。

换成退货制的原因：①奥特莱斯等五季渠道构建完毕、②减轻加盟商压力、③提升品牌形象（减少老货在正价店的销售占比）

退货限制：10%基础上， 2016 年有推出新政策， 10%以上退货每增加 1%， 加盟商拿货折扣增加 0.015， 封顶 20%。也就是说如果退货 20%， 拿货折扣为 4.15 折（假设正常折扣为 4 折）。

改制的影响：短期内导致公司存货增长， 预计未来随着存货管理的优化， 存货周转天数将逐步减少。

4、渠道优化

①**渠道结构调整：**2015、2016 年玖姿品牌主动调整渠道， 原来 35%街边店， 目前调整至 10%， 逐步转移到购物中心（10%-20%）和高端百货（70%+）。（二三线占比 70%+； 渠道扣点比例尹默 25%-28%、其他约 20%-25%）

②**实现全渠道打通，**把所有门店/仓库的货品打通， 即使某一个门店没有货也可以跨店寄送； 提升消费者体验。同时客户也可以从微商城看商品、就近体验产品、线下或微商城购买。

③**开拓线上渠道：**公司专门培养了互联网品牌安娜寇， 目前销售情况良好， 预计全年近 1 亿零售额， 近千万利润。

5、公司管理

①**公司推行股权激励，**共 170 多人参与， 业绩目标 2017/2018/2019 年同比增速 16%/30%/30%， 主管经理及以上人员基本全覆盖， 包括部分地区区域经理。

②实现店长店制度：2015 年开始，公司会将门店同比增加利润的 30%左右用于激励店长和店员，同时将店铺的采购权、店员聘任权、奖励的分配权交给店长。目前已经有 80 多家门店施行，这些门店同店增长达 10%-30%。加盟店做的更加开放，因为要求相对较低。

6. 其他方面

未来外延：看重两方面：①团队（能独立运营，有使命感、希望利用双方资源把品牌做大的决心）、②品牌定位有很大发展空间，与公司形成协同效应。主要方向包括：①童装品牌、②男装潮牌、③少女装。

新品牌培育成本：经过测算一个品牌从创立到盈利大约要亏损 1 亿元左右，每年公司因为新品牌培育而亏损 6000-8000 万元。

开店条件：玖姿门店开店要求为一年内零售额达 200 万元，未来目标是 300-350 万元。一般新店（完成总目标的 50%以上）12 万+月店效、次新店（完成总目标的 75%以上）18 万左右店效。

行业复苏的驱动因素：①中国经济增长放缓的影响，经过 2-3 年调整，经济情况被大家所接受，消费上重新复苏；②对于公司而言品牌自身的提升，玖姿品牌自身的提升，包括性价比/年轻化/时尚化。

H1 毛利率下滑：主要是因为线上毛利率下滑（主要是尹默），预计下半年会恢复正常，尹默库存目前已经处理完毕。

现金：公司每年拥有 2-3 亿元的净现金流入，目前账上现金约 15 亿元。

研发：每年 6500 万元的设计研发投入，研发团队 200+人。

拿货折扣：尹默 4-4.2 折、玖姿 3.8-4.7 折

VIP：公司拥有 VIP300 多万人，玖姿占一半以上（线上 50 多万，线下 100 多万）。

分析师声明

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

评级说明

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

其他声明

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

法律主体声明

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

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

针对不同司法管辖区的声明

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

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

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

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

一般性声明

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

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

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

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

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。