

多品牌发力业绩提速，中高端时装集团稳步前行

公司简报

◆1-9月收入增20%，净利增19%，Q3业绩增长提速

17年1-9月公司实现收入9.96亿元，同增20.21%，扣非净利润1.87亿元，同增11.74%，归母净利润2.05亿元，同增18.72%，EPS为0.76元。扣非净利润增速低于收入主要由于毛利率降、销售费用率升、营业外收入降，低于净利润主要由于政府补助、募投资金的理财收益增加导致非经常性损益大幅增长。

16Q3-17Q3收入同增-4.32%、13.12%、18.89%、17.40%、23.87%，净利润同增39.27%、-13.41%、16.50%、3.46%、36.95%。分季度来看，16Q4后高端女装出现回暖，公司渠道恢复扩张，收入持续增长，17Q3增长加速。公司推广阿米巴经营模式、提高销售人员激励，且主品牌性价比提高，17Q3玖姿主品牌收入同增20%，带动整体收入增长提速，销售、财务费用率分别降0.71PCT、0.47PCT，资产减值损失降3.39%、投资收益增261.88%，共同推动净利润大幅增长。

◆各品牌、全渠道收入均有提升，主品牌Q3增长提速

(1)分品牌来看，17年1-9月玖姿、尹默、安正男装、斐娜晨、摩萨克实现收入6.66亿元、1.46亿元、5086.47万元、6272.96万元、2719.76万元，分别同增11.30%、12.88%、42.40%、128.11%、23.50%。

外延内生对各品牌收入增长均有贡献：高端女装消费回暖、公司提高各品牌性价比、增加过季商品的促销活动、加强对零售端激励等因素推动店效增长，1-9月玖姿、尹默、安正男装、斐娜晨同店分别增8%、9%、15%、18%；玖姿恢复净开店，安正男装、斐娜晨渠道快速扩张，助力收入增长。

分季度看，16年主品牌玖姿收入下滑，17Q1转正，维持个位数增长，17Q3增速提升至20%（外延增5.5%、同店增13.7%），贡献公司Q3业绩增长提速主要推动力；其它品牌除摩萨克外均保持较快增长，尹默Q3店效改善明显，斐娜晨净开店较多，摩萨克仍处于定位调整阶段、收入增速下降。

(2)分渠道来看，玖姿以加盟为主、小品牌以直营为主，17年1-9月直营、加盟、线上收入分别为4.45亿元、4.28亿元、1.21亿元，同增26.47%、13.06%、25.90%。

2013年后直营收入持续增长，17年以来直营收入增速逐季提升，受益于除摩萨克外各品牌直营店持续扩张、玖姿11家加盟店转为直营店。

2014-16年加盟收入持续下降，17Q1主品牌加盟店恢复净开店、小品牌开始拓展加盟渠道推动加盟收入恢复增长，Q3玖姿加盟店净增11家（Q1、Q2净增3家、-2家）、斐娜晨加盟店净增11家（目前共有加盟店14家），加盟渠道扩张加快，带动收入增长提速。

公司17年推出线上品牌安娜寇，贡献收入3833.56万元，带动线上收入快速增长。

买入（维持）

当前价：25.99元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)
021-22169107
lijie_yjs@ebsec.com

汲肖飞(执业证书编号：S0930517100004)
021-22169314
jixiaofei@ebsec.com

市场数据

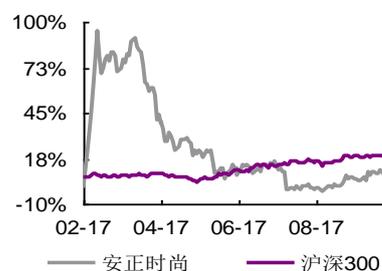
总股本(亿股)：2.89

总市值(亿元)：75.13

一年最低/最高(元)：23.01/50.98

近3月换手率：59.90%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.72	1.83	0.00
绝对	4.90	8.75	0.00

相关研报

中高端女装佼佼者，内生外延新成长可期
.....2017-09-04

◆ 玖姿恢复净开店，安正男装、斐娜晨渠道快速扩张

17年9月底公司共有门店905家，较期初外延增4.99%，其中玖姿经过2015-16年渠道调整后恢复净开店，目前门店数为653家，较期初增3.65%，安正男装、斐娜晨保持快速扩张，目前门店数为37、73家，较期初增15.63%、62.22%；尹默渠道进行优化，摩萨克定位重新调整，店铺数量分别较期初降3.41%、32.00%。

17年9月底公司共有直营店329家，较期初增5.45%，加盟店576家，较期初增4.73%。玖姿上半年11家加盟店转为直营店，且安正男装、斐娜晨直营门店数量保持增长；经过两年调整后，17年玖姿加盟店恢复净开店，且安正男装、斐娜晨开始布局加盟渠道实现快速扩张。

◆ 提高性价比、促销增加致毛利率降，费用率降，存货逐步消化

毛利率：17年1-9月毛利率同降5.02PCT至68.25%，主要原因：1)为提高性价比、强化竞争优势，在价格不变的情况下提高产品品质，造成成本有所上升，但公司各品牌倍率均有所下降；2)公司增加过季商品的促销活动，销售折扣下降，从而加快周转、降低过季库存，品牌售罄率提升。

16Q3-17Q3毛利率为69.49%(+2.50PCT)、64.83%(+7.86PCT)、70.43%(-3.74PCT)、68.37%(-8.24PCT)、66.34%(-3.16PCT)。其中17Q2促销力度较大导致毛利率降幅较大，17Q3控制促销力度后毛利率降幅有所收窄。

费用率：17年1-9月期间费用率同降1.64PCT至42.29%，其中销售费用率同增0.40PCT至29.34%，主要由于销售人员激励加强后薪酬支出有所提升；管理费用率同降1.29PCT至13.22%，主要由于公司控制职工薪酬增长；财务费用率同降0.75PCT至-0.27%，主要由于偿还银行贷款完毕、募集资金到账后利息收入增加。

其他财务指标：1)9月底存货较年初增25.76%至4.79亿元，主要由于一方面公司直营店扩张、陈列产品增加，另一方面公司增加秋冬款产品备货，且为电商旺季备货较多；存货周转率为0.74，去年同期为0.54，过季产品促销力度加大带动存货周转提升；存货/收入48%，与去年同期(50%)基本持平。从结构来看库龄2年以内存货占比达52%，一年以内存货占比25%，较去年提升14PCT，过季库存逐步消化、库存结构改善。

2)9月底应收账款较年初增2.85%至9569.76万元，公司控制经销商应收账款规模。

3)1-9月资产减值损失同降32.41%至2754.89万元，主要由于过季商品库存降低后存货跌价计提减少。

4)1-9月投资收益同增110.63%至1135.13万元，主要由于募投资金的理财收益增加。

4)经营性净现金流同降3.40%至1.64亿元，基本保持稳定，销售商品、提供劳务收到的现金为11.28亿元，高于收入主要由于经销商回款较多。

◆ 主品牌回暖趋势确立，小品牌进入快速发展期，维持“买入”评级

我们认为：1)高端女装消费回暖，主品牌玖姿经过两年渠道调整后于17Q1收入恢复增长、Q3收入增长提速，公司提高产品性价比、设计风格年轻化、提高时尚度，未来渠道进一步扩张，主品牌收入有望保持稳定增长。2)小品牌经过多年培育，2017年基本跨过盈亏平衡点，之前以直营渠道为主，未来将吸引加盟商快速扩充渠道，预计斐娜晨、安正男装将保持快速增长，摩萨克今年重新定位后调整趋于结束，明年将恢复增长。3)产品性价比提高后未来倍率不会进一步下降，且过季库存逐步消化、库存结构改善，毛利率有望企稳回升。4)2017.8.26公司公告对香港子公司安诺集团增资4375万港元，提高其运营及融资能力，加快引进国际设计师资源，并为公司向海外投资、整合国际时尚品牌提供支持。2017.7.27公司出资5000万元认购杭州泓行愿景股权投资合伙企业5%的基金份额，2017.9.15公告泓行愿景基金已完成备案手续。5)2017.8.25限制性股票授予完成，授予数量488.1万股，授予价格12.81元，授予包括高中级管理人员及业务骨干在内172人，考核目标为17-19年归母净利润同增16.5%/30.9%/30.6%，激发管理团队积极性，彰显公司发展信心。

公司主品牌回暖趋势确立、小品牌进入快速成长期，打造多品牌多品类中高端服装产业集团，未来公司加快开店力度，店效持续提升，且有望在童装等品类延伸。维持2017-19年盈利预测，对应EPS为0.95/1.25/1.63元，17年PE27倍，维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**库存风险、次新股股价波动较大等。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,225	1,206	1,445	1,745	2,113
营业收入增长率	4.50%	-1.53%	19.84%	20.75%	21.08%
净利润 (百万元)	244	236	276	361	471
净利润增长率	6.58%	-3.21%	16.81%	30.97%	30.43%
EPS (元)	0.84	0.82	0.95	1.25	1.63
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.33%	18.40%	19.06%	21.62%	24.03%
P/E	30	32	27	21	16
P/B	7	6	5	4	4

表 1: 2017 年单季度分品牌收入增长情况 (收入单位: 万元)

品牌	2017Q1		2017Q2		2017Q3	
	收入	同比增速	收入	同比增速	收入	同比增速
玖姿	18,284.71	6.43%	20610.45	5.42%	27,671.49	19.91%
尹默	5,638.01	10.35%	4749.63	11.76%	4,201.49	17.84%
安正	2,321.19	43.78%	1739.10	55.59%	1,026.18	22.20%
摩萨克	1,190.96	40.13%	822.19	20.67%	706.61	5.31%
斐娜晨	2,098.47	86.29%	1920.31	107.96%	2,254.18	221.98%
安娜寇	1,152.27	-	1693.85	-	987.44	-
其他品牌	146.23	149.05%	96.97	-68.46%	64.72	-93.57%
合计	30,831.84	18.87%	31632.5	17.89%	36,912.12	23.63%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 2: 2017 年单季度分渠道收入增长情况 (收入单位: 万元)

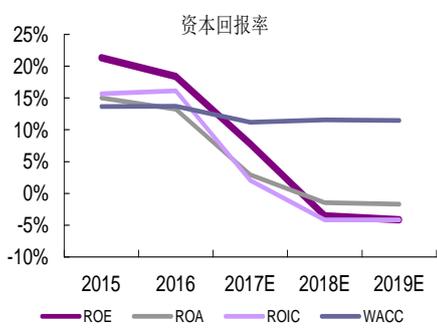
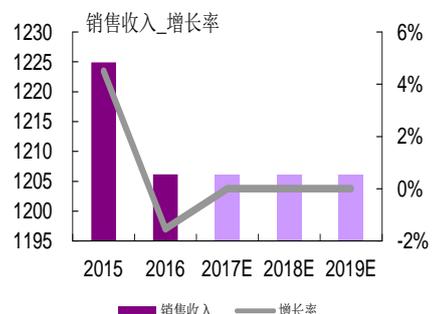
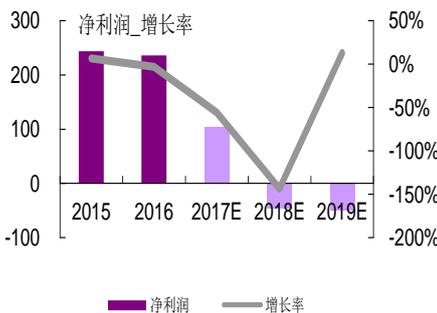
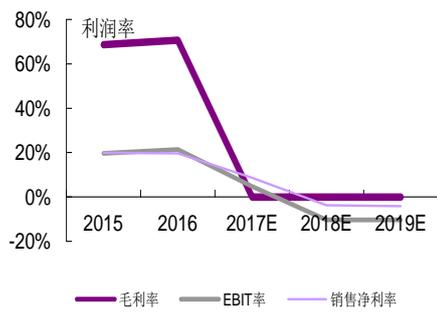
渠道	2017Q1		2017Q2		2017Q3	
	收入	同比增速	收入	同比增速	收入	同比增速
直营店	16736.30	19.78%	14705.47	29.41%	13063.77	32.56%
加盟店	11182.09	6.45%	11899.85	11.88%	19675.33	17.98%
线上销售	2913.45	99.43%	5027.17	4.07%	4173.03	25.31%
合计	30,831.84	18.87%	31632.5	17.89%	36,912.12	23.63%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 3: 公司各品牌、各渠道店铺数量情况

	2016 年末	2017 年 3 月底	2017 年 6 月底	2017 年 9 月底
分品牌				
玖姿	630	631	643	653
尹默	88	84	80	85
安正	32	33	35	37
摩萨克	25	25	23	17
斐娜晨	45	45	53	73
五季	37	36	35	37
集合店	5	5	3	3
分渠道				
直营店	312	302	314	329
加盟店	550	557	558	576
合计	862	859	872	905

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,225	1,206	1,445	1,745	2,113
营业成本	384	354	462	532	616
折旧和摊销	76	71	33	42	49
营业税费	16	20	22	26	32
销售费用	327	347	426	511	613
管理费用	169	166	198	239	285
财务费用	5	5	-1	-3	-1
公允价值变动损益	0	0	33	34	33
投资收益	14	8	0	0	0
营业利润	250	262	315	416	546
利润总额	283	271	324	425	554
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	244	236	276	361	471

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	1,626	1,785	2,078	2,487	2,787
流动资产	754	905	1,037	1,167	1,376
货币资金	44	110	116	140	211
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	114	93	139	164	190
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	14	15	17	21	25
存货	404	381	474	550	654
可供出售投资	19	13	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	483	544	746	984	1,091
无形资产	78	74	99	114	128
总负债	483	502	635	821	831
无息负债	413	436	446	613	791
有息负债	70	66	189	208	40
股东权益	1,143	1,283	1,443	1,666	1,956
股本	289	289	289	289	289
公积金	112	112	140	150	150
未分配利润	816	956	1,088	1,302	1,592
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	265	339	324	451	549
净利润	244	236	276	361	471
折旧摊销	76	71	33	42	49
净营运资金增加	187	84	120	-36	31
其他	-243	-52	-105	84	-2
投资活动产生现金流	-273	-187	-312	-310	-130
净资本支出	-172	-67	-380	-320	-140
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-101	-120	68	10	10
融资活动现金流	-52	-88	-6	-117	-347
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	70	-4	121	19	-168
无息负债变化	-68	23	10	167	178
净现金流	-60	65	6	24	72

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	4.50%	-1.53%	19.84%	20.75%	21.08%
净利润增长率	6.58%	-3.21%	16.81%	30.97%	30.43%
EBITDA/EBITDA 增长率	-1.68%	3.74%	2.41%	31.93%	31.20%
EBIT/EBIT 增长率	-2.44%	7.26%	17.70%	32.57%	32.65%
估值指标					
PE	30	32	27	21	16
PB	7	6	5	4	4
EV/EBITDA	24	23	23	17	13
EV/EBIT	31	29	25	19	14
EV/NOPLAT	36	33	29	22	16
EV/Sales	6	6	5	4	4
EV/IC	6	6	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	68.61%	70.63%	68.02%	69.53%	70.86%
EBITDA 率	25.91%	27.29%	23.32%	25.48%	27.61%
EBIT 率	19.67%	21.43%	21.05%	23.10%	25.31%
税前净利润率	23.12%	22.43%	22.44%	24.34%	26.22%
税后净利润率 (归属母公司)	19.91%	19.57%	19.08%	20.69%	22.29%
ROA	14.99%	13.22%	13.27%	14.52%	16.90%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.33%	18.40%	19.11%	21.68%	24.08%
经营性 ROIC	17.29%	17.65%	15.85%	18.29%	22.78%
偿债能力					
流动比率	1.90	2.30	1.92	1.61	1.87
速动比率	0.88	1.33	1.04	0.85	0.98
归属母公司权益/有息债务	16.33	19.43	7.63	8.02	49.09
有形资产/有息债务	20.02	23.54	10.31	11.28	65.98
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.84	0.82	0.95	1.25	1.63
每股红利	0.00	0.40	0.48	0.62	0.81
每股经营现金流	0.92	1.17	1.12	1.56	1.90
每股自由现金流(FCFF)	0.05	0.71	-0.61	0.47	1.26
每股净资产	3.95	4.44	4.99	5.76	6.77
每股销售收入	4.24	4.17	5.00	6.04	7.31

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

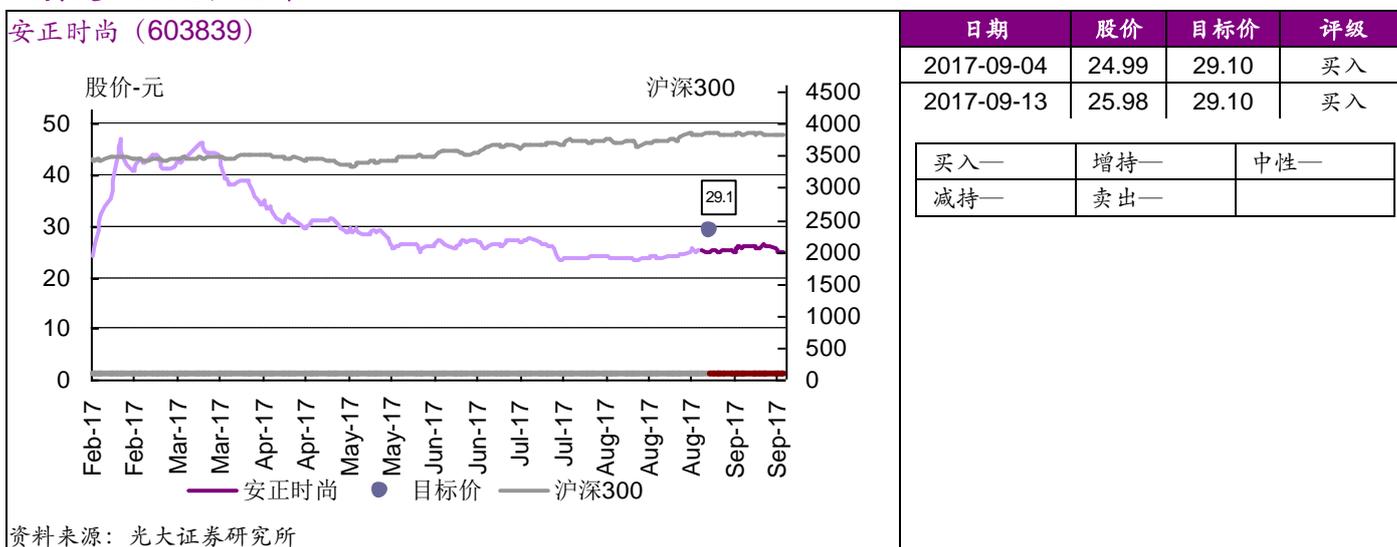
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有 10 多年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011-2016 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第 1、1、3、1、1、3 名。

汲肖飞，北京大学汇丰商学院金融学硕士，2015 年加入国泰君安证券从事纺织服装行业的研究，2016 年加盟光大证券纺织服装团队，主要负责行业内转型电商、体育、传媒等新兴行业的股票，熟悉的公司有贵人鸟、九牧王、探路者、汇洁股份等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebsecn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebsecn.com
王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebsecn.com	
安玲娟	021-22169479	15821276905	anlx@ebsecn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com

	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixia1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com