

内生外延增长兼具看点 多层次激励保障可持续发展



核心观点

- **行业整体回暖，主品牌内生性增长稳健。**2017 年全国百家重点大型零售企业服装零售额同比增长 4.3%，增速提高 4.1 个百分点，中高端女装行业自 16 年四季度以来的回暖趋势持续，且有望在 18 年延续。17 年安正旗下玖姿和尹默依靠优异的同店增长与售罄率的提升，继续稳健复苏，其他新品牌收入保持快速增长，并有望实现盈利或减亏，整体发展势头良好。
- **整体倍率下调后各品牌性价比进一步凸显，未来盈利弹性较大。**17 年下半年以来，在保持终端零售价格不变的情况下，公司主动下调玖姿、尹默与摩萨克倍率，提升产品面料品质，满足目标客群日益提升的产品品质与性价比需求，增加消费粘性与认可。另一方面，玖姿终端渠道经过前期调整后已进一步优化，18 年主品牌加快开店叠加同店的平稳增长，以及各新品牌保持较快扩张，有望带来公司更大的盈利向上弹性。
- **大股东增持彰显长期发展信心，多层次激励保障公司长期可持续发展。**17 年 12 月公司公告实际控制人郑安政先生计划以自有资金增持公司股份不低于 1000 万元，不高于 2000 万元，截至 1 月 18 日，已累计增持金额 1023.08 万元，成交均价 23.21 元/股，实际控制人家族合计持股比例达到 73%。公司激励机制丰富完善，除了创始高管直接持股以外，上市后又通过股权激励方案覆盖了区域经理以上的骨干，同时在实际经营中激励也覆盖至一线店长。此外，公司 12 月公告拟向斐娜晨服饰品牌研发、设计负责人陈静静女士转让斐娜晨服饰 5% 的股权，向总经理黄永强先生转让斐娜晨服饰 15% 股权，新品牌经营者与所有者股权分享的利益与激励机制有利于新品牌以更长期的战略方向进行拓展延伸，未来不排除在其他成长期品牌试行相关激励。

财务预测与投资建议

- 公司自主品牌培育能力强，多数新品牌已进入快速成长期，账面资金充沛蕴育未来外延发展的预期，多品牌多品类战略将稳步推进。整体员工的充分激励（股权激励+店长制+新品牌经营层持股+高管持股）有助于保障公司长期的盈利增长与战略目标的实现。我们维持对公司 2017-2019 年每股收益分别为 0.96 元、1.25 元和 1.62 元的盈利预测，维持公司 2018 年 23 倍 PE 估值，对应目标价 28.75 元，维持公司“增持”评级。

风险提示：多品牌运作的风险、存货风险、电商冲击风险。

公司主要财务信息					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,225	1,206	1,433	1,689	1,992
同比增长	4.5%	-1.5%	18.8%	17.9%	17.9%
营业利润 (百万元)	250	262	309	407	530
同比增长	-2.3%	4.9%	17.9%	31.8%	30.2%
归属母公司净利润 (百万元)	244	236	276	362	469
同比增长	6.6%	-3.2%	17.1%	30.9%	29.5%
每股收益 (元)	0.84	0.82	0.96	1.25	1.62
毛利率	68.6%	70.6%	66.6%	68.2%	69.9%
净利率	19.9%	19.6%	19.3%	21.4%	23.5%
净资产收益率	22.8%	19.5%	14.1%	13.0%	15.1%
市盈率 (倍)	30.9	31.9	27.3	20.8	16.1
市净率 (倍)	6.6	5.9	2.9	2.6	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2018 年 01 月 25 日)	23.09 元
目标价格	28.75 元
52 周最高价/最低价	47.09/22.09 元
总股本/流通 A 股 (万股)	28,906/7,126
A 股市值 (百万元)	6,674
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2018 年 01 月 26 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	1.3	-2.3	-7.9	
相对表现 (%)	-0.9	-10.3	-17.6	
沪深 300 (%)	2.2	8.0	9.8	29.3



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

赵越峰
021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513060001

联系人 张维益
021-63325888-7535
zhangweiyi@orientsec.com.cn

相关报告
内生外延齐发力，多品牌中高端时装集团 2017-10-31 已起航

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	44	110	1,234	1,273	1,512	营业收入	1,225	1,206	1,433	1,689	1,992
应收账款	114	93	138	150	174	营业成本	384	354	478	537	599
预付账款	10	9	16	15	18	营业税金及附加	16	20	24	28	33
存货	404	381	478	553	617	营业费用	327	347	399	472	553
其他	182	313	321	323	327	管理费用	169	166	187	222	259
流动资产合计	754	905	2,187	2,314	2,648	财务费用	5	5	(6)	(6)	(6)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	87	61	52	38	35
固定资产	483	544	702	861	943	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	96	46	86	106	92	投资净收益	14	8	10	10	10
无形资产	78	74	71	67	64	其他	0	0	0	0	0
其他	215	216	73	73	73	营业利润	250	262	309	407	530
非流动资产合计	872	880	931	1,107	1,172	营业外收入	35	9	10	10	10
资产总计	1,626	1,785	3,117	3,421	3,820	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	70	66	0	0	0	利润总额	283	271	318	416	539
应付账款	115	122	164	177	203	所得税	39	34	41	54	70
其他	213	206	246	258	271	净利润	244	236	276	362	469
流动负债合计	398	394	410	435	474	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	244	236	276	362	469
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.84	0.82	0.96	1.25	1.62
其他	85	109	68	68	68						
非流动负债合计	85	109	68	68	68	主要财务比率					
负债合计	483	502	478	502	542		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	214	214	289	289	289	营业收入	4.5%	-1.5%	18.8%	17.9%	17.9%
资本公积	5	5	1,096	1,096	1,096	营业利润	-2.3%	4.9%	17.9%	31.8%	30.2%
留存收益	923	1,063	1,254	1,533	1,893	归属于母公司净利润	6.6%	-3.2%	17.1%	30.9%	29.5%
其他	1	1	1	1	1	获利能力					
股东权益合计	1,143	1,283	2,640	2,918	3,279	毛利率	68.6%	70.6%	66.6%	68.2%	69.9%
负债和股东权益	1,626	1,785	3,117	3,421	3,820	净利率	19.9%	19.6%	19.3%	21.4%	23.5%
						ROE	22.8%	19.5%	14.1%	13.0%	15.1%
						ROIC	19.9%	18.2%	13.2%	12.6%	14.7%
						偿债能力					
						资产负债率	29.7%	28.1%	15.3%	14.7%	14.2%
						净负债率	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.90	2.30	5.33	5.32	5.59
						速动比率	0.43	0.86	3.59	3.43	3.65
						营运能力					
						应收账款周转率	9.2	10.9	11.6	11.0	11.5
						存货周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
						总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.5	0.6
						每股指标(元)					
						每股收益	0.84	0.82	0.96	1.25	1.62
						每股经营现金流	0.92	1.17	1.16	1.24	1.69
						每股净资产	3.96	4.44	9.13	10.10	11.34
						估值比率					
						市盈率	30.9	31.9	27.3	20.8	16.1
						市净率	6.6	5.9	2.9	2.6	2.3
						EV/EBITDA	16.3	21.6	19.4	15.0	11.6
						EV/EBIT	28.1	26.8	23.6	17.8	13.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

