

国内中高端时尚集团，收购助力多业务发展

投资要点

- **多品牌中高端时尚集团，业绩复苏进行中。** 公司是国内中高端品牌时装集团，旗下有玖姿、尹默、安正男装、斐娜晨、摩萨克和安娜蔻六个品牌。伴随着库存问题的解决，公司业绩逐步复苏，2018 年前三季度实现 11.6 亿元营业收入 (+16.7%)，实现归母净利润 2.5 亿元 (+20.7%)。
- **主品牌玖姿平稳增长，多品牌矩阵完备有利长期发展。** 纵观行业发展历程，多品牌发展是公司做大做强的唯一路径。公司的多品牌战略能精准卡位各个细分市场，涵盖了从 20 岁到 47 岁的所有目标客户，价格梯度从低到高，风格多元，选择多样。玖姿作为公司主品牌，在过去三个季度均保持双位数增长。摩萨克和安娜蔻由于品牌风格调整，营收同比下滑较为明显，但环比改善，我们认为随着风格调整结束，有望培育一批新客户，也有利于公司整体品牌矩阵的全面性的构建。斐娜晨受团队调整的影响，Q3 增速环比放缓，但由于该品牌的风格比较独特，我们对其未来发展依旧充满信心。
- **渠道重质不重量，商品流通方式改变带来短期存货上升，但有利于全渠道健康发展。** 目前，公司有 957 家店铺，直营和加盟占比接近一半，公司于 17 年恢复净开店，后续公司将更注重现有店铺质量提升，维持谨慎开店节奏。此外，公司积极推进全渠道战略，也因此改变了商品流通模式，将原先按渠道提供商品的模式变更为同款商品在全渠道进行流转，有利于加强公司销售能力。该模式改变使得公司短期出现明显存货增加，但公司库存结构进一步改善，2 年内库存占比达 82% (年初为 75%)，随着该模式步入正轨，存货情况能有好转。
- **收购礼尚信息，对现有业务提供更强的电商支持和数据分析支持，也有利于公司切入母婴行业。** 由于礼尚的运营的核心品牌很多消费群体也是中高端消费能力的消费者，和安正自身品牌的消费群体有一定重合。公司能利用礼尚的大数据分析能力和广告运营能力，在营销和销售等方面实现协同。此外，由于礼尚的核心品牌为中高端母婴品牌，也为公司后续布局婴童市场提供了良好的契机。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.87 元、1.05 元、1.26 元，对应估值分别为 12/10/8 倍。由于目前零售环境前景不明朗，公司未来会谨慎开店和拓展，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：** 终端销售情况不及预期风险；收购并表进度不及预期风险。

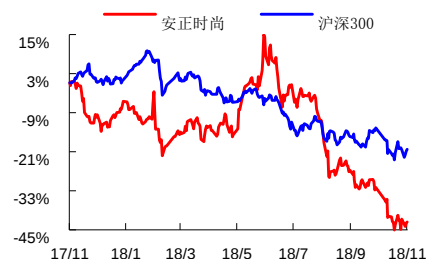
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1420.67	1672.94	1992.64	2332.27
增长率	17.78%	17.76%	19.11%	17.04%
归属母公司净利润 (百万元)	273.07	353.69	426.37	508.82
增长率	15.69%	29.52%	20.55%	19.34%
每股收益 EPS (元)	0.68	0.87	1.05	1.26
净资产收益率 ROE	10.62%	12.35%	13.24%	13.96%
PE	16	12	10	8
PB	1.66	1.49	1.33	1.17

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈雯琪
 执业证号: S1250518010002
 电话: 021-58351995
 邮箱: SWQ@SWSC.COM.CN

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.04
流通 A 股(亿股)	1.06
52 周内股价区间(元)	9.95-26.4
总市值(亿元)	42.01
总资产(亿元)	32.48
每股净资产(元)	6.71

相关研究

目 录

1 中高端时尚集团，业绩逐步复苏	1
2 女装市场空间广阔，多品牌是必经之路.....	2
2.1 高端女装尚属蓝海，市场集中度有望提升	2
2.2 他山之石：多品牌扩张助力 LVMH 成为奢侈品巨头	4
3 “金字塔”式品牌阶梯，渠道调整谋求长期发展	6
3.1 多品牌战略布局，精准卡位各细分市场	6
3.2 渠道和库存调整，为后续发展奠定基础	8
4 收购婴童电商代运营商礼尚信息，布局婴童市场	9
5 盈利预测与估值.....	10
6 风险提示	11

图 目 录

图 1: 2016 年起公司业绩复苏明显	1
图 2: 公司利润增长迅速	1
图 3: 2018 前三季度, 玖姿依旧是公司主要收入来源	1
图 4: 公司的毛利率和净利率小幅提高	1
图 5: 华东地区是公司主要销售地域	2
图 6: 直营为主要销售渠道	2
图 7: 2018 年初服装类销售开始回暖	2
图 8: 2016 年服装行业分类终端零售规模情况 (亿元)	2
图 9: 2011-2015 年中国服装主要分类复合增长率	3
图 10: 2015 年服装主要分类 CR10 占比情况	3
图 11: 2017 年 LVMH 营收增速回暖	4
图 12: LVMH 近三年来净利润增速迅猛	4
图 13: LVMH 毛利率保持稳定	4
图 14: 2017 年 LVMH 各项业务占比分布	4
图 15: 时尚和皮制品年均复合增速最快	5
图 16: 2017 年 LVMH 开店速度提升	5
图 17: LVMH 集团服饰、鞋履、箱包品牌矩阵	5
图 18: LVMH 集团服饰品牌并购历程	6
图 19: 安正时尚品牌“金字塔”	7
图 20: 安正时尚品牌矩阵	7
图 21: 玖姿和其他竞争品牌天猫官网产品价格位分布	7
图 22: 公司构建起全价值链的信息化管理运营系统	9
图 23: 礼尚信息核心合作品牌	10

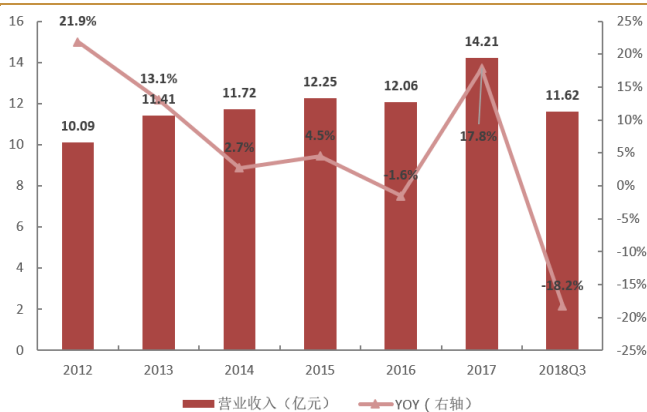
表 目 录

表 1: 中高端女装品牌市占率前十	3
表 2: 公司各品牌直营与加盟渠道均开始恢复增长 (单位: 家)	8
表 3: 分品牌收入及毛利率	10
表 4: 可比公司估值情况	11
附表: 财务预测与估值	12

1 中高端时尚集团，业绩逐步复苏

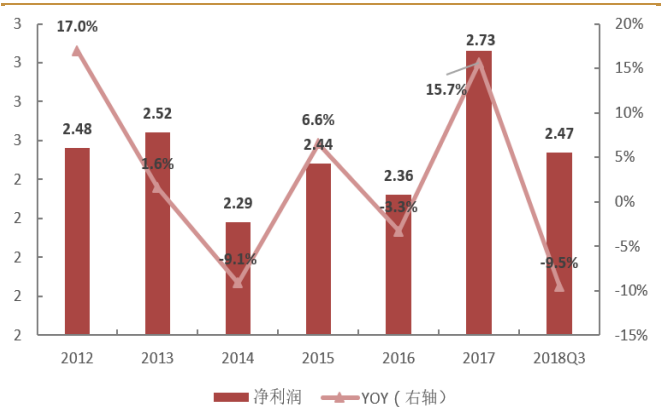
安正时尚是国内中高端品牌时装集团，集研发、生产和品牌管理于一体。公司旗下有玖姿、尹默、安正、斐娜晨、摩萨克和安娜蔻六个品牌。公司主要采取自主生产、委托加工及成衣采购相结合的成衣供应模式，建立了一体化供应链管理体系。2012 年行业库存危机后，整个服装行业遭遇了连续 5 年的寒冬，伴随着库存问题的解决，2018 年前三季度公司实现 11.6 亿元营业收入，同比增长 16.7%。实现归母净利润 2.5 亿元，同比增长 20.7%。

图 1：2016 年起公司业绩复苏明显



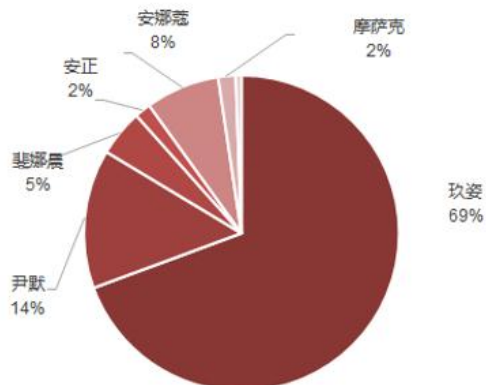
数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司利润增长迅速



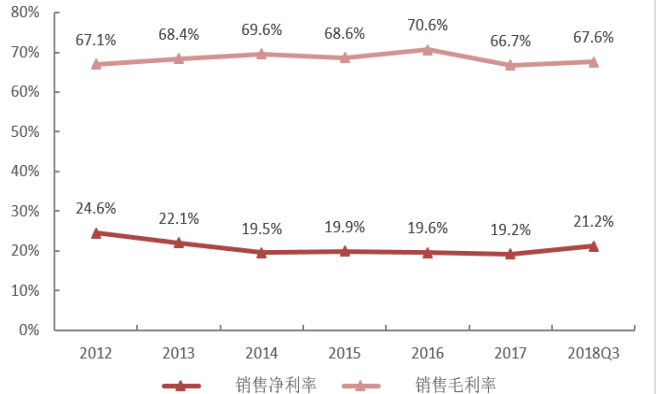
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：2018 前三季度，玖姿依旧是公司主要收入来源



数据来源：公司公告，西南证券整理

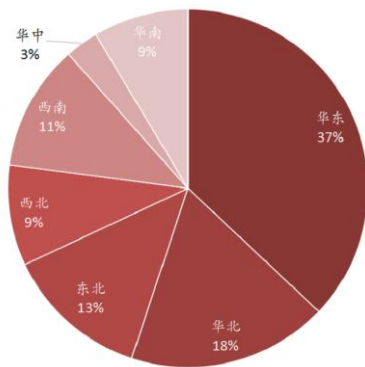
图 4：公司的毛利率和净利率小幅提高



数据来源：公司公告，西南证券整理

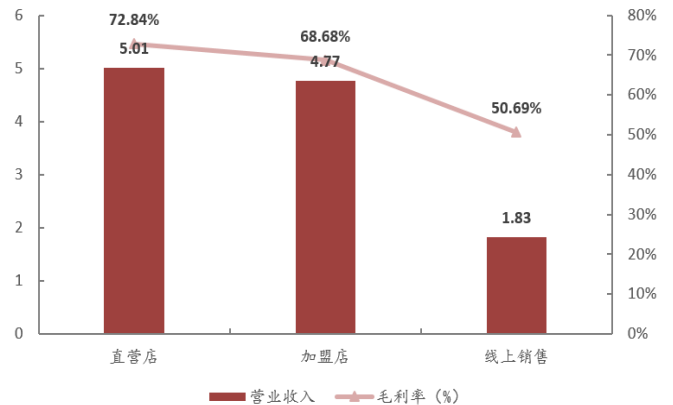
从销售渠道来看，2018 年前三季度直营店营业收入为 5.01 亿元，占总营收的 43.2%。加盟店 4.8 亿元，占比 41.1%，线上销售 1.8 亿元，占比 15.7%。其中直营店的毛利率比上年减少 1.3%，加盟店和线上销售的毛利率分别增加 0.2%和 1.65%。营业收入方面，线上销售渠道表现亮眼，营收同比增长 50.7%，较直营店营收同比增速 12.6%和加盟店营收同比增速 11.5%更加迅猛。

图 5：华东地区是公司主要销售地域



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：直营为主要销售渠道



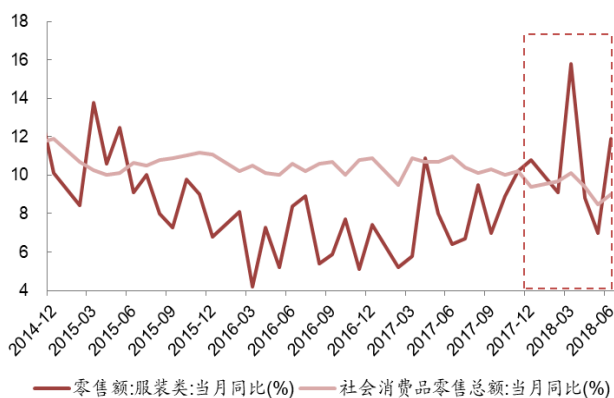
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 女装市场空间广阔，多品牌是必经之路

2.1 高端女装尚属蓝海，市场集中度有望提升

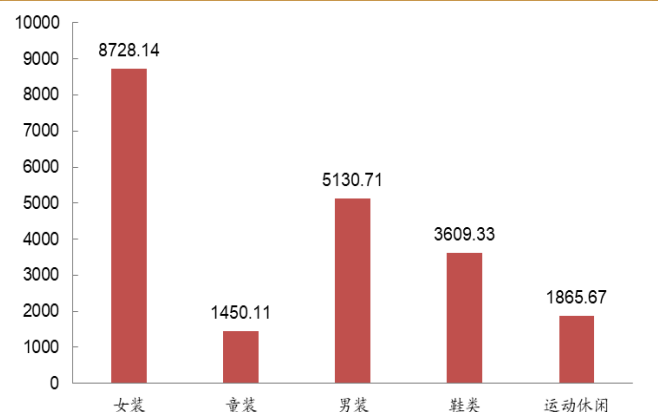
2018 年初开始，服装类的零售额同比增速开始超过社会消费品零售总额的当月同比增速，显示服装行业经过 2016 年的库存危机后，行业景气开始逐渐上行；根据前瞻产业研究院的《2018-2023 年中国服装零售行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》的数据，2016 年，女装行业的终端零售规模达到 8728.14 亿元，是同期童装、男装、鞋类及运动休闲行业终端零售规模的 6.0 倍、1.7 倍、2.4 倍和 4.7 倍。

图 7：2018 年初服装类销售开始回暖



数据来源：Wind，西南证券整理

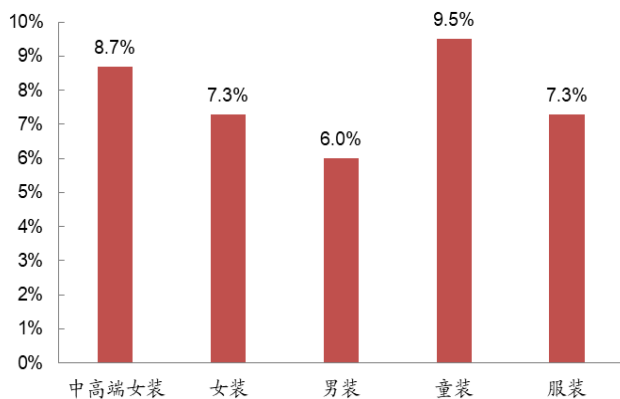
图 8：2016 年服装行业分类终端零售规模情况（亿元）



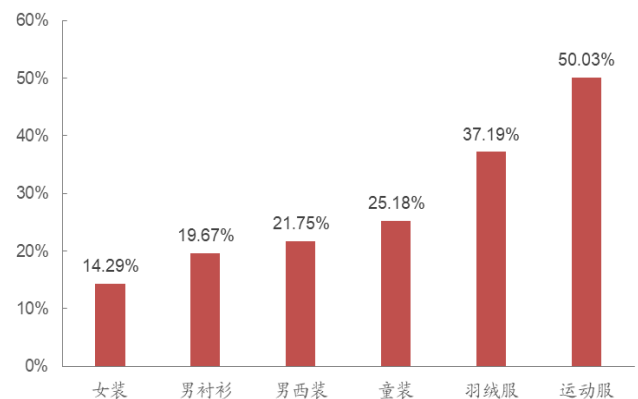
数据来源：Wind，西南证券整理

根据欧睿咨询的报告，女装中，约有 20% 为中高档女装，其他女装占比 80%。但从营收增长情况来看，中高端女装的收入增速高于普通女装品牌。2011 年至 2015 年，中国女装消费的年均复合增长率为 7.3%，而中高端女装市场的零售额自 2011 年的 899.9 亿元增长至 2015 年的 1256.1 亿元，年均复合增长率为 8.7%。预计中高端品牌女装在 2016 年至 2020 年仍将保持 7.4% 的增速，高于女装行业整体 7.0% 的增速。

另外女装行业的一大特点是市场集中度低。一方面是因为虽然中国服装产业由来已久，但国产品牌成立时间较晚，最早的宝姿成立于 1961 年，玛丝菲尔成立于 1993 年，歌力思 1996 年，朗姿 2001 年。而西方国家的轻奢品牌大多成立于 80 年代中期到 90 年代初期，经历了多轮的并购和拓展，品牌线更为成熟和全面。国产品牌还处在调整主营，尝试并购和发展子品牌的初始阶段，因此无法通过多品牌战略提高市占率；此外，由于中国女性群体教育程度和就业率的提高，女性消费者的需求越发多元化和个性化，为满足不同细分风格的消费者，女装行业呈现多批次、小批量的特点。多元的风格也为不同的女装品牌提供了发展的空间。

图 9：2011-2015 年中国服装主要分类复合增长率


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

图 10：2015 年服装主要分类 CR10 占比情况


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

表 1：中高端女装品牌市占率前十

	2013 年		2014 年		2015 年	
	品牌	市占率 (%)	品牌	市占率 (%)	品牌	市占率 (%)
1	VERO MODA	3.82	VERO MODA	2.8	ONLY	2.23
2	ONLY	3.78	ONLY	2.71	VERO MODA	2.15
3	哥弟	2.37	哥弟	2.04	哥弟	1.61
4	Ochirly	1.66	Ochirly	1.51	拉夏贝尔	1.32
5	玖姿	1.61	玛丝菲尔	1.46	玛丝菲尔	1.31
6	玛丝菲尔	1.52	拉夏贝尔	1.44	雅莹	1.23
7	雅莹	1.51	雅莹	1.41	Ochirly	1.18
8	拉夏贝尔	1.46	AMASS	1.33	AMASS	1.12
9	衣恋	1.36	玖姿	1.29	玖姿	1.11
10	AMASS	1.34	朗姿	1.12	玖而美	1.03

数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

根据欧睿咨询的测算，我国的女装市场在 2016 年至 2020 年仍将保持 7.0% 的增速，而中高端女装的增速略高于女装，有望在 7.4% 左右。预计到 2020 年，中高端女装的零售额将达到 1787 亿元，较 2015 年增长 42.3%。

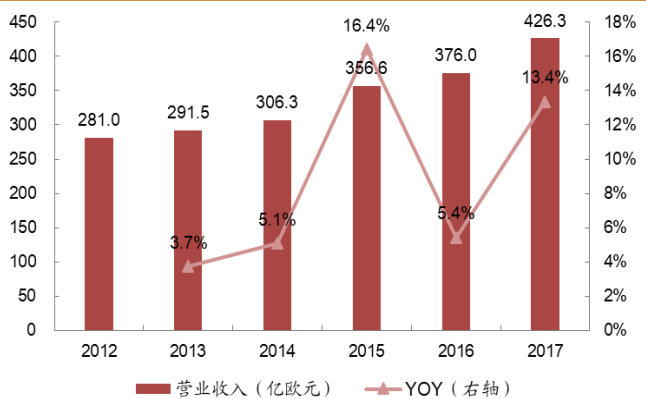
目前我国中高端女装市场尚属蓝海，在 2000-5000 元（冬季大衣价位区间）的中高端女装市场中，国际品牌较少，本土品牌可以借鉴国外成熟的服装企业的成长经验，通过外延并购、设立子品牌等扩大市场份额。

2.2 他山之石：多品牌扩张助力 LVMH 成为奢侈品巨头

综观国内外服饰集团，多品牌战略已经成为公司分散品牌单一风险、丰富品牌矩阵、抢占市场份额的主流选择。从 1987 年集团成立至今，国际品牌巨头 LVMH 一直致力于通过并购来扩大市场规模，尤其在服饰领域，通过并购不同风格和档次的品牌，分散对主打品牌 LV 的依赖，在并购的标的选择上，注重提升整体品牌的矩阵调性和风格差异化。目前集团拥有 70 个品牌，在全球 70 个国家有 4374 个商店。其中时装皮具品牌有 16 个，按档次可以分成中高档、高档和顶级三个梯度，风格也从经典到潮流各有侧重。

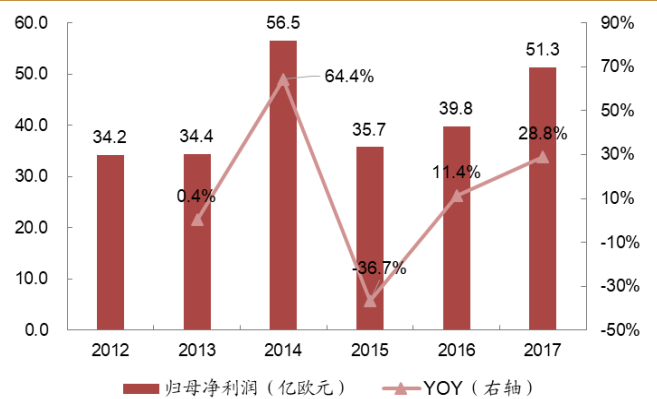
2017 年 LVMH 财报表现亮眼，营收同比增长 13.4%，实现营收 426.3 亿欧元；归母净利润同比增长 28.8%，净利润 51.3 亿欧元。毛利率保持稳定。对公司营收贡献最大的时尚和皮具部门近 5 年来年均复合增速达 11.9%，2017 年同比增长高达 21%，在所有部门中增长最快。2017 年随着全球经济的上行，公司在欧洲、美国和亚洲市场均取得增长。在全球新开店 426 家，同比增长 10.8%。从分地区的销售的数据可以看，亚太地区占有明显优势，占比 35%，美洲的销售数据略有下滑，占比 25%。

图 11：2017 年 LVMH 营收增速回暖



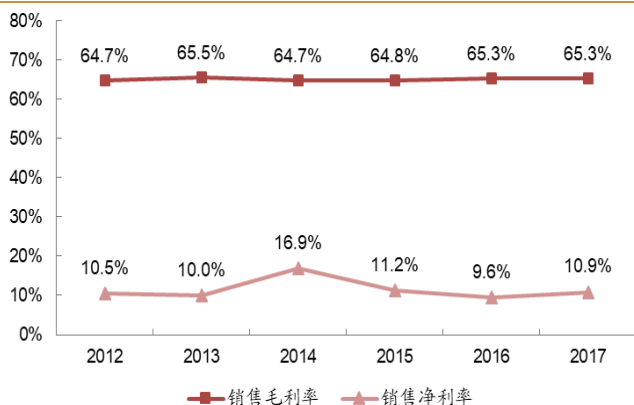
数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：LVMH 近三年来净利润增速迅猛



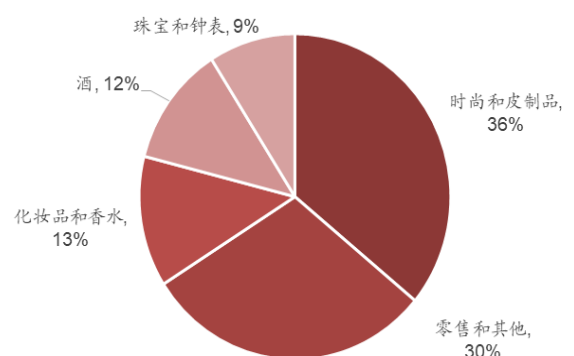
数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：LVMH 毛利率保持稳定



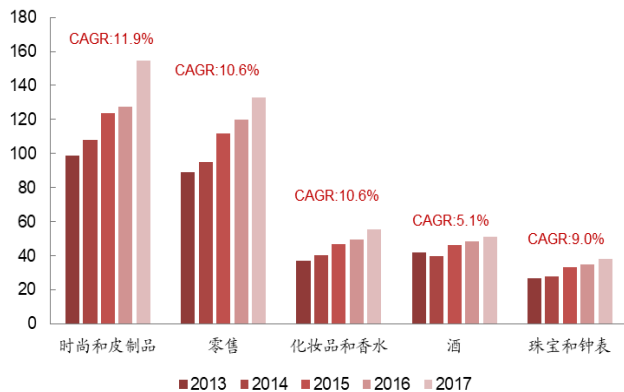
数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：2017 年 LVMH 各项业务占比分布



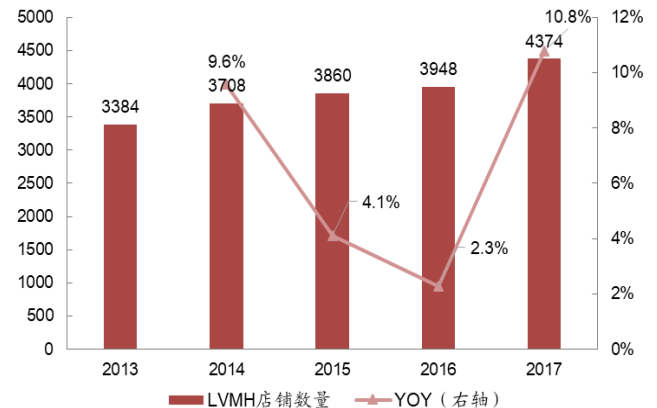
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 15: 时尚和皮制品年均复合增速最快



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 16: 2017 年 LVMH 开店速度提升



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

LVMH 的时尚和皮具部门的品牌众多, 大多是并购得来。从价格上看, 顶级品牌包括 LV、Dior 和 Loro Piana。LV 作为集团首个自有品牌, 2017 福布斯全球品牌价值排行榜居于奢侈品类首位, 品牌价值 288 亿美元, 远超第二的 Hermes (130 亿美元), 是集团主要的利润来源。Loro Piana 的价位和 Hermes 相当, 主要经营澳洲顶级羊绒制品。高档品牌如 FENDI 也继续保持强劲增长, Céline, Loewe, Kenzo, Berluti 等品牌, 均取得了良好的进展。中高档品牌如 Marc Jacobs 加强了产品供应。整体来看时装和皮具在 LVMH 集团所有品类中销售额增长率最高达 21%。

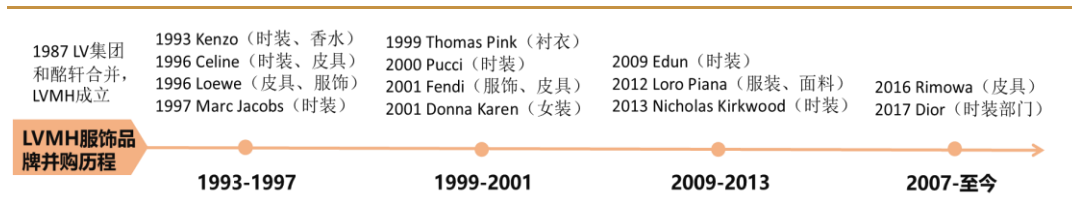
从细分品牌来看, LV、Dior、Celine、Givenchy 等核心品牌的产品涵盖了服装、皮具等, 是集团主要投资的品牌; 其他非主打品牌定位是补充和侧重单品销售。如 Rimowa 主要生产高级旅行箱, Nicholas Kirkwood 和 Berluti 分别是高级女鞋和男鞋, Thomas Pink 主要生产正装衬衣。品牌差异较大, 有利于集团多品牌战略的展开。

图 17: LVMH 集团服饰、鞋履、箱包品牌矩阵



数据来源: 西南证券整理

图 18: LVMH 集团服饰品牌并购历程



数据来源: 西南证券整理

除了自有品牌 LV, 其他服饰类品牌都是由并购得来。从 1993 年出资 8050 万美元收购法国时尚品牌 Kenzo 之后成功运营至今, LVMH 在服饰和皮具领域开启了外延并购拓展之路。1996 年收购 Celine, 通过挖掘历史和包装运作, 是“LV 整合法则”最经典的案例; 2001 年收购意大利品牌 Fendi, 不但扭亏为盈, 2016 年 Fendi 销售额超过 10 亿欧元; 2012 年收购意大利顶级羊绒品牌 Loro Piana 把控原料来源, 遏制竞争对手; 2017 年 121 亿欧元收购 Dior 的时装部门, 同年一季度 LVMH 营收 99 亿欧元, 同比增长 15%, Dior 一季度总营收 104 欧元, 同比增长 15%。除了并购美国的轻奢潮流品牌 Marc Jacobs 和休闲品牌 Donna Karen 因与集团整体定位不符合副线品牌定价错误等原因被定义为失败的收购案例, 整体来看, LVMH 在服饰领域的并购分散了单个品牌的风险, 提升了品牌矩阵的调性, 有利于增强集团内部的协同效应。

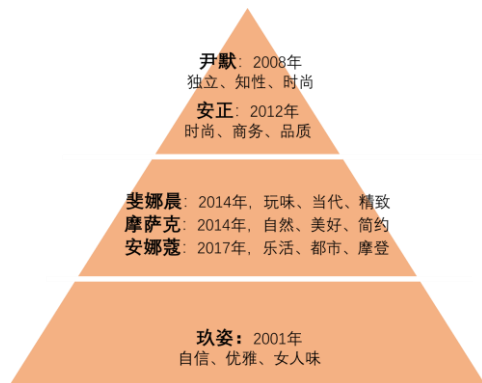
3 “金字塔”式品牌阶梯, 渠道调整谋求长期发展

3.1 多品牌战略布局, 精准卡位各细分市场

公司坚持发展自主品牌的道路, 自 2001 年来相继创立“玖姿”女装、“尹默”女装、“安正”男装三大中高端时装品牌, 2014 年收购两大中淑品牌“斐娜晨”和“摩萨克”, 2016 年创立线上品牌“安娜蔻”。六大品牌风格鲜明互补、市场定位差异有序, 形成了“金字塔式”的品牌矩阵。

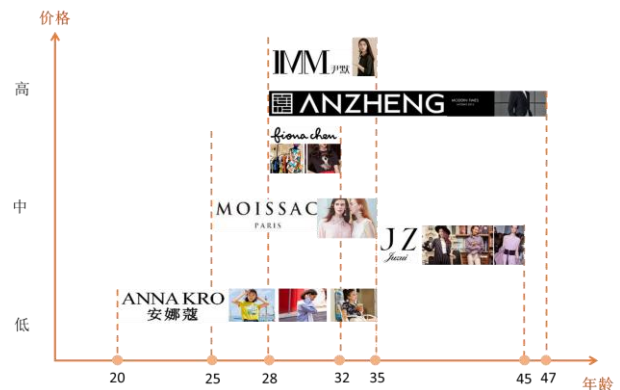
从各品牌的定价和覆盖人群来看, 公司的多品牌战略能精准卡位各个细分市场, 涵盖了从 20 岁到 47 岁的所有目标客户, 价格梯度从低到高, 风格多元, 选择多样。价格上看, 女装品牌中尹默属于最高价位, 定位是独立、知性、具设计启发性的高端时尚品牌; 斐娜晨定位的年龄段最短, 仅 28 岁至 32 岁的女性群体, 设计中西结合, 色彩大胆, 裁剪趣味, 价格档次仅次于尹默; 摩萨克以 25-35 岁为目标客户年龄层, 设计上线条简单, 强调清新优雅的法式风尚, 价格居于中高等水平; 玖姿作为首个创立的品牌, 主打的顾客市场和后续加入的品牌错开, 在 35-45 岁的年龄段上, 公司只有玖姿一个品牌, 定位是“自信、优雅、女人味”, 强调产品的适销性, 极具性价比; 2017 年推出的互联网品牌安娜蔻具有款多量少、研发快、出货快和物流快的特点, 性价比高, 覆盖了 20-35 岁女性消费者, 对之前未覆盖的 25 岁以下的消费者做了补充。高端男装品牌安正面向 35-47 岁追求事业成就、高品质生活及时尚品味的都市成熟男士, 在风格定位上, 不同于国内男士成衣品牌普遍定位于“大众商务”或“商务休闲”两大类型, 安正男装强调时尚品味为特征的“商务时尚”, 差异化定位弥补市场空缺。

图 19: 安正时尚品牌“金字塔”



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 20: 安正时尚品牌矩阵

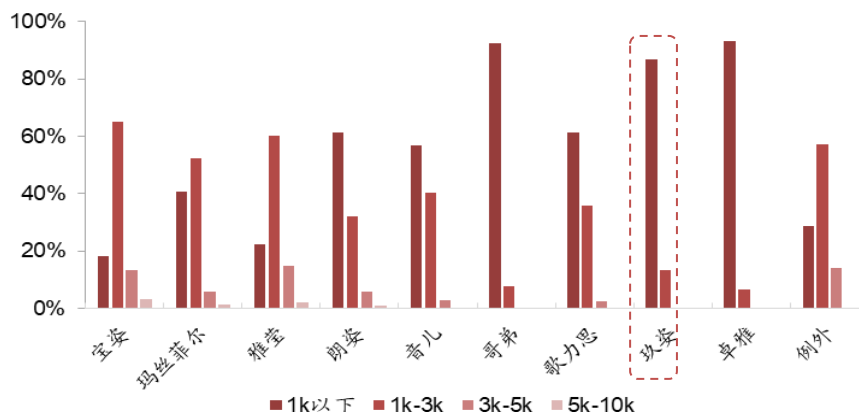


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

公司主导品牌玖姿经过近 20 年的发展, 已成为我国成熟女装领域的领导品牌之一。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十大女装品牌之一; 其中, 如不考虑 ONLY、VERO MODA、拉夏贝尔、Ochirly 四个少淑品牌女装, “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。

除了成熟的风格、丰富的产品线, “玖姿”也较为强调产品的适销性和性价比, 从而提高重复购买和经常性消费的比例。在中高档价格区间的国内成熟女装市场, 公司女装品牌“玖姿”的主要竞争品牌包括宝姿 (Ports)、玛丝菲尔 (Marisfrolg)、雅莹 (EP)、朗姿 (LANCY)、音儿 (YINER)、卓雅 (JORYA)、哥弟 (GIRDEAR)、阿玛施 (AMASS)、例外 (EXCEPTION)、维格娜丝 (V·GRASS) 及歌力思 (ELLASSAY) 等。从各个公司在天猫上开设的旗舰店 (阿玛施和维格娜丝没有开设官网旗舰店) 的价格来看, 品牌普遍将价格区间设置在 1000 元-10000 元之间, 其中宝姿和音儿的价格区间设置较高, 分别在 350-18000 元和 150-32000 元之间。玛丝菲尔、雅莹、朗姿的价格上限一般在 10000 元左右, 歌力思、卓雅的价格上限为 6000 元, 哥弟和玖姿价格上限分别是 4000 元和 3000 元左右。玖姿的千元以下产品占比超过 80%, 没有高于 3000 元的产品, 这样的产品策略凸显了玖姿的适销性和性价比, 也不排除玖姿对线上产品实行差异化定价策略, 在价格把控上与线下价格有所区分。

图 21: 玖姿和其他竞争品牌天猫官网产品价格分布



数据来源: 天猫, 西南证券整理

3.2 渠道和库存调整，为后续发展奠定基础

3.2.1 17 年恢复新开店，后续维持谨慎开店节奏

公司门店的数量于 17 年 Q2 转正，上市募资助力新一轮渠道扩张。截至 2018 年 9 月底，公司门店数目达 957 家，其中直营门店 287 家，直营 outlet 店 65 家，加盟门店 605 家，广泛的终端网络覆盖了全国 31 个省、自治区及直辖市主要城市的重点商圈。

未来公司还将贯彻产品为王的理念，为了长期的发展进行短期的品牌形象和渠道的调整。在产品的性价比、适销度和年轻化上着重发力，摩萨克、安娜蔻和斐娜晨都受到了品牌风格定位调整或团队调整导致的营收减少或放缓的影响，考虑到零售大环境的不理想，公司后续会维持谨慎开店节奏。

表 2：公司各品牌直营与加盟渠道均开始恢复增长（单位：家）

	2015	2016	2017	2018Q3
玖姿	727	667	691	691
直营店	82	83	96	90
直营奥莱店	-	37	38	38
加盟店	645	547	557	563
尹默	77	92	90	99
直营店	77	75	68	77
直营奥莱店	-	17	16	17
加盟店	-	-	6	5
安正	33	32	36	46
直营店	33	27	32	38
直营奥莱店	-	5	3	4
加盟店	-	-	1	4
摩萨克	18	25	15	22
直营店	18	20	12	12
直营奥莱店	-	5	3	3
加盟店	-	-	0	7
斐娜晨	24	46	85	99
直营店	24	43	68	70
直营奥莱店	-	-	0	3
加盟店	-	3	17	26
五季	30	-	-	-
直营店	30	-	-	-
集合店	6	-	-	-
直营店	6	-	-	-
总计	915	862	917	957
直营店	270	248	276	287
直营奥莱店	-	64	60	65
加盟店	645	550	581	605

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2.2 渠道管理进一步完善，零售管理更加精细化

公司通过信息化管理系统对直营与加盟终端进行有效掌控，实现信息化管理运营。公司采用 SAP 公司的 ERP 系统，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，零售端的分销管理系统实时与仓储管理系统进行信息连接，实时反映产品销售与库存状况；分销管理系统每日向 SAP 系统中具有销售分析功能的销售模块导入销售数据，以实现各销售终端的顺畅沟通与无缝连接。公司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。

图 22：公司构建起全价值链的信息化管理运营系统



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 收购婴童电商代运营商礼尚信息，布局婴童市场

公司宣布以 3.6 亿元收购礼尚信息 70% 的股权，目前已支付 1.8 亿元，剩余资金预计会在 2021 年之前陆续支付，这次收购有望在本月底完成，实现 2 个月并表增厚利润。礼尚信息是集电商运营与整合营销服务于一体的品牌电商服务商，其核心合作品牌大部分是国际知名母婴品牌，礼尚对于天猫等电商平台的运作模式有深刻理解，通过运营品牌旗舰店，辅以完善的整合营销、仓储物流等全链条服务，满足品牌客户从前到后的所有需求。

此次收购有利于增强安正自身电商业务部分的运营能力和对于消费者大数据分析把控能力，由于礼尚的运营的核心品牌很多消费群体也是中高端消费能力的消费者，和安正自身品牌的消费群体有一定重合。利用礼尚的大数据分析能力和广告运营能力，不仅能获得其 1500 万人次的消费群体的大数据，还能在营销和销售等方面实现协同。

此外，也为公司后续布局婴童市场提供了良好的契机。公司后续或会发展针对 0-14 岁，定位大众市场的童装品牌，利用礼尚的现有客户资源也能为公司后续业务拓展积累客户。

图 23: 礼尚信息核心合作品牌



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 预计公司 18-20 年开店的数量分别为 53 家、57 家和 55 家, 整体平均店效提升为 10%左右;

假设 2: 我们预计公司毛利率维持相对稳定。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 3: 分品牌收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
玖姿	收入	936.12	1079.65	1243.23	1412.31
	增速	10.49%	15.33%	15.15%	13.60%
	毛利率	65.30%	66.00%	66.00%	66.00%
尹默	收入	214.17	269.43	331.94	401.95
	增速	10.76%	25.80%	23.20%	21.09%
	毛利率	76.68%	76.00%	76.00%	76.00%
安正	收入	74.79	107.41	129.53	153.35
	增速	37.11%	43.61%	20.60%	18.38%
	毛利率	71.01%	73.00%	73.00%	73.00%
摩萨克	收入	35.37	35.37	49.51	66.84
	增速	15.47%	0.00%	40.00%	35.00%
	毛利率	61.29%	49.00%	50.00%	52.00%
斐娜晨	收入	102.24	138.92	189.20	240.13
	增速	92.41%	35.88%	36.19%	26.92%
	毛利率	77.25%	75.00%	75.00%	75.00%
安娜蔻	收入	48.60	34.02	37.43	41.17
	增速		-30.00%	10.00%	10.00%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	毛利率	35.49%	25.00%	25.00%	25.00%
其他品牌	收入	5.43	8.14	11.80	16.52
	增速	-80.08%	50.00%	45.00%	40.00%
	毛利率	17.71%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	收入	1420.67	1672.94	1992.64	2332.27
	增速	17.78%	17.76%	19.11%	17.04%
	毛利率	66.74%	68.96%	69.00%	69.05%

数据来源：Wind，西南证券

表 4：可比公司估值情况

股票代码	证券简称	股价（元）	市值（亿元）	PE		
				2017A	2018E	2019E
002612.SZ	朗姿股份	8.58	34.32	18.30	12.67	10.95
603518.SH	维格娜丝	13.42	24.23	12.76	8.86	7.25
603808.SH	歌力思	15.8	53.25	17.61	14.15	11.55
603587.SH	地素时尚	19.43	77.91	15.23	13.26	11.83
行业平均	-	-	34.32	14.01	12.67	10.95
中位数	-	-	24.23	9.23	8.86	7.25

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

终端销售情况不及预期风险；收购并表进度不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1420.67	1672.94	1992.64	2332.27	净利润	273.07	353.69	426.37	508.82
营业成本	472.48	519.21	617.65	721.74	折旧与摊销	67.20	92.09	92.09	92.09
营业税金及附加	25.19	29.02	34.82	40.65	财务费用	-3.07	0.90	1.12	1.29
销售费用	445.63	552.07	637.65	723.01	资产减值损失	44.79	0.00	0.00	0.00
管理费用	188.86	225.85	259.04	303.20	经营营运资本变动	-891.73	-243.10	-332.42	-353.04
财务费用	-3.07	0.90	1.12	1.29	其他	827.16	-44.55	-55.82	-43.06
资产减值损失	44.79	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	317.42	159.03	131.34	206.09
投资收益	42.74	62.00	50.00	45.00	资本支出	12.40	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1060.65	54.54	45.45	42.74
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1048.26	54.54	45.45	42.74
营业利润	315.98	407.90	492.36	587.39	短期借款	-66.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.29	0.29	0.29	0.29	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	316.27	408.19	492.65	587.68	股权融资	1175.99	0.00	0.00	0.00
所得税	43.19	54.50	66.28	78.86	支付股利	-114.02	-54.61	-70.74	-85.27
净利润	273.07	353.69	426.37	508.82	其他	-27.21	0.41	12.65	9.34
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	968.77	-54.21	-58.09	-75.94
归属母公司股东净利润	273.07	353.69	426.37	508.82	现金流量净额	237.48	159.35	118.70	172.90
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	347.10	506.46	625.16	798.05	成长能力				
应收和预付款项	137.72	161.54	192.17	224.98	销售收入增长率	17.78%	17.76%	19.11%	17.04%
存货	474.27	517.03	649.69	781.85	营业利润增长率	20.65%	29.09%	20.71%	19.30%
其他流动资产	1213.79	1429.33	1702.47	1992.65	净利润增长率	15.69%	29.52%	20.55%	19.34%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	12.56%	31.77%	16.91%	16.26%
投资性房地产	42.43	42.43	42.43	42.43	获利能力				
固定资产和在建工程	576.50	502.67	428.84	355.00	毛利率	66.74%	68.96%	69.00%	69.05%
无形资产和开发支出	97.64	86.02	74.41	62.79	三费率	44.44%	46.55%	45.06%	44.06%
其他非流动资产	262.31	263.14	261.05	256.67	净利率	19.22%	21.14%	21.40%	21.82%
资产总计	3151.77	3508.61	3976.21	4514.42	ROE	10.62%	12.35%	13.24%	13.96%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.66%	10.08%	10.72%	11.27%
应付和预收款项	362.21	408.96	486.71	569.11	ROIC	16.61%	16.29%	17.88%	19.10%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.76%	29.94%	29.39%	29.19%
其他负债	217.81	234.68	268.91	301.17	营运能力				
负债合计	580.02	643.64	755.62	870.28	总资产周转率	0.58	0.50	0.53	0.55
股本	289.04	289.04	289.04	289.04	固定资产周转率	2.60	3.27	4.55	6.41
资本公积	1105.93	1105.93	1105.93	1105.93	应收账款周转率	14.44	14.67	14.67	14.58
留存收益	1222.17	1521.25	1876.88	2300.42	存货周转率	0.80	0.81	0.84	0.84
归属母公司股东权益	2571.74	2864.96	3220.60	3644.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.50%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2571.74	2864.96	3220.60	3644.14	资产负债率	18.40%	18.34%	19.00%	19.28%
负债和股东权益合计	3151.77	3508.61	3976.21	4514.42	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.72	5.06	5.15	5.28
					速动比率	3.69	4.06	4.10	4.19
					股利支付率	41.75%	15.44%	16.59%	16.76%
					每股指标				
					每股收益	0.68	0.87	1.05	1.26
					每股净资产	6.36	7.09	7.97	9.01
					每股经营现金	0.79	0.39	0.32	0.51
					每股股利	0.28	0.14	0.17	0.21
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	380.11	500.89	585.57	680.77					
PE	15.64	12.07	10.01	8.39					
PB	1.66	1.49	1.33	1.17					
PS	3.01	2.55	2.14	1.83					
EV/EBITDA	6.18	4.36	3.52	2.77					
股息率	2.67%	1.28%	1.66%	2.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn