

品牌版图护航，时尚帝国扬帆

2017年3月27日

投资要点

- ❖ **优雅时尚的多品牌管理集团。**安正时尚是一家集设计研发/生产/销售于一体的多品牌时尚集团，旗下拥有玖姿/尹默/安正男装/摩萨克/斐娜晨五个成熟女装及男装品牌，其中主品牌玖姿市场地位稳固，2015年销售额在大型零售渠道高端女装中排第三。2016年公司实现营收/净利润12.06/2.36亿，各品牌收入占比70.24%/16.03%/4.52%/2.54%/4.11%，截至2016年末门店达862家。经营方面，公司坚持自主研发与开放创新结合；生产模式以自产为主、委托加工/成衣采购为辅；销售模式结合直营/加盟，专设五季渠道(线下门店+电商)消化库存。
- ❖ **一体化供应链体系，支撑多品牌战略发展。**公司一体化供应链管理体系是多品牌战略发展的有力支撑。1.拥有内外兼修、中西相融的设计能力，设计研发投入较高；2.生产能力提升，自产比例较高，新生产基地的搬迁运营和产能升级，将有利于打造柔性供应链体系；3.终端销售多渠道协同，2016年加盟/直营/电商+五季收入各占44.15%/44.08%/10.88%，未来将进一步完善总部/区域/门店多层管理，提升开店成功率和店效。
- ❖ **多品牌经营能力出众，品牌矩阵层次分明。**自2001年起，公司先后创立玖姿/尹默/安正、收购摩萨克/斐娜晨，已成功搭建风格多样/定位互补的品牌矩阵，多品牌经营能力较为出众。1、玖姿渠道调整完毕，2017年有望恢复增长，目前门店630家仍有拓展空间，未来可持续增长。2、尹默正处成长期，规模大(收入达2亿)同时渠道空间充足(门店仅88家)，预计未来复合增速20%+，推动公司收入快速增长。3、斐娜晨秉承玩味精致理念，深受渠道喜欢，未来有望实现30%+复合增长。4、安正定位高端男装，尚处培育期，未来料借助副牌拓宽价格带实现约20%复合增长。5、摩萨克主打法式风格，仍处培育期保持单位数增长，未来有望提速。
- ❖ **多品牌迭代发展，2017/2018年净利望增10-15%/20%+。**2016年，公司经营略有调整，收入/净利同降1.53%/3.21%；随着调整落地多品牌迭代增长，2017/2018年净利有望实现10%-15%/20%+增长。2016年玖姿收入同降13.54%，主要系公司加盟渠道调整所致（全年加盟店净闭店98家）；尹默/斐娜晨/安正/摩萨克收入同增20%/337%/29%/7%。2017年随着玖姿恢复增长，尹默快速扩张，斐娜晨/安正实现盈利（测算仅考虑此可实现净利5%增长），预计公司收入/净利可实现10%/10%-15%增长；2018年多品牌经营继续优化，净利增速有望超20%。
- ❖ **风险因素。**市场竞争加剧风险；多品牌运作不及预期风险。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**公司是一家多品牌时尚集团，随着公司多品牌成功运作，2017/2018年业绩有望实现靓丽增长；期待未来借助资本市场平台加速时尚集团布局推进。预计公司2017/2018/2019年EPS分别为0.95/1.16/1.46元。考虑到公司为次新股、估值较高（对应2017年PE为47倍），暂不给予目标价和评级。

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1225	1206	1336	1525	1784
增长率 YoY %	4.5	-1.5	10.7	14.2	17.0
净利润（百万元）	244	236	270	329	417
增长率 YoY %	6.6	-3.2	14.2	22.2	26.7
每股收益（全面摊薄）（元）	0.86	0.83	0.95	1.16	1.46
毛利率（%）	68.6	70.6	71.0	71.8	72.7
市盈率（倍）	52	53	47	38	30
市净率（倍）	11.0	9.8	4.9	4.6	4.3

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：股价为2017年3月24日收盘价



无评级

当前价：44.26 元

中信证券研究部

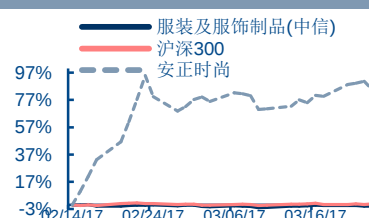
薛缘

电话：021-20262134

邮件：xueyuan@citics.com

执业证书编号：S1010514080007

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深300指数	3461.98点
总股本/流通股本	285.04/71.26 百万股
近12月最高/最低价	50.98元/24.16元
近1月绝对涨幅	26.09%
近6月绝对涨幅	84.64%
今年以来绝对涨幅	84.64%
12个月日均成交额	732.17百万元

目录

优雅时尚多品牌集团	1
中高端时尚定位，多品牌矩阵布局	1
一体化产业链，开放式经营	2
股权结构	3
女装行业：消费升级释放需求，时尚集团蓄势待发	4
女装市场增长趋缓，市场竞争激烈	4
消费升级释放高端市场需求，国内时尚集团蓄势待发	6
构建金字塔品牌矩阵，打造多品牌时尚集团	10
金字塔品牌矩阵落地，风格多样定位互补	10
一体化供应链体系，支撑多品牌战略发展	13
多品牌迭代发展，业绩有望快速增长	14
玖姿调整已落地，多品牌发力促增长	14
财务分析：盈利能力较强，运营能力稳健	16
风险因素	17
盈利预测及投资建议	17

插图目录

图 1: 公司多品牌发展历程.....	1
图 2: 2013-2016 年公司营业收入及增速.....	2
图 3: 2013-2016 年公司净利润及增速.....	2
图 4: 2015 年公司生产模式结构.....	3
图 5: 2016 年末公司分品牌门店数（个）.....	3
图 6: 2013-2016 年公司各渠道收入占比.....	3
图 7: 2013-2016H1 公司五季销售及增速.....	3
图 8: 公司股权结构.....	4
图 9: 2006-2020E 年中国女装市场零售规模和增速（单位：亿元）.....	5
图 10: 2011-2015 年全国百家大型零售高端女装销售额（单位：亿元）.....	5
图 11: 2015 年全国大型零售企业主要服装品类前十大品牌市场综合占有率.....	5
图 12: 2015 年各国女装市场前十大品牌综合市占率.....	5
图 13: 2015 年中国女装市场前十大品牌市占率情况（%）.....	6
图 14: 2015 年全国重点大型零售企业女装销售前十大品牌市占率情况.....	6
图 15: LVMH 集团收购历程（括号内为品牌成立时间）.....	6
图 16: Kering 集团收购历程.....	7
图 17: LVHM 各品类收入增速.....	7
图 18: 2015 年 LVHM 各品类收入占比.....	7
图 19: Kering 各奢侈品牌收入增速.....	7
图 20: 2015 年 Kering 各品牌占奢侈品收入比.....	7
图 21: 女性就业人员受教育水平分布情况.....	8
图 22: 2015 年女性各档服饰购买率.....	8
图 23: 中国服装行业产业发展进程.....	9
图 24: 美国服装产业发展进程.....	9
图 26: 国内高端女装品牌收入（单位：亿元）.....	9
图 27: 公司多元品牌矩阵.....	10
图 28: 2013-2016 年玖姿销售收入及占比.....	11
图 29: 2013-2016 年玖姿毛利率.....	11
图 30: 2013-2016 年尹默销售收入及占比.....	11
图 31: 2013-2016 年尹默毛利率.....	11
图 32: 2014-2016 年摩萨克销售收入及占比.....	12
图 33: 2014-2016 年摩萨克毛利率.....	12
图 34: 2014-2016 年斐娜晨销售收入及占比.....	12
图 35: 2014-2016 年斐娜晨毛利率.....	12
图 36: 2013-2016 年安正男装销售收入及占比.....	13
图 37: 2013-2016 年安正男装毛利率.....	13
图 38: 2013-2016H1 研发投入（万元）对比.....	13
图 39: 2013-2016H1 研发投入占营业收入对比.....	13
图 40: 2013-2016H1 公司商场店与专卖店数量.....	14

图 41: 2013-2016 年公司各渠道收入占比	14
图 42: 2013-2015 年毛利率对比（单位：%）	16
图 43: 2013-2015 年公司 ROE 对比	16
图 44: 2013-2016H1 销售费用率对比	16
图 45: 2013-2016H1 管理费用率对比	16
图 46: 2013-2016H1 公司应收账款周转率对比	17
图 47: 2013-2016H1 公司存货周转率对比	17

表格目录

表 1: 公司品牌系列	1
表 2: 上市女装公司综合对比分析	2
表 3: 女装行业分类	4
表 4: 国内部分女装公司成立时间及旗下品牌	9
表 5: 公司分季度财务数据（百万元）	15
表 6: 公司财务指标对比	15
表 7: 公司预测的假设条件（单位：万元）	17
表 8: 公司收支预测（单位：万元）	18
表 9: 公司盈利预测总表	18
表 10: 可比上市公司估值（单位：元）	18

优雅时尚多品牌集团

中高端时尚定位，多品牌矩阵布局

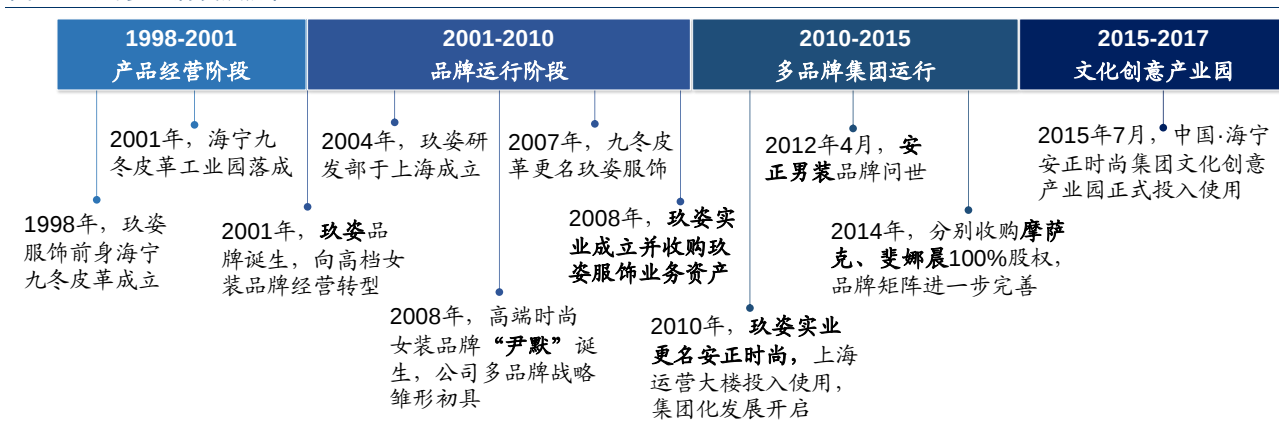
安正时尚是一家集研发、生产、销售及品牌管理于一体的全国性多品牌时装企业，旗下拥有 JZ 玖姿、IMM 尹默、ANZHENG 安正、MOISSAC 摩萨克、FionaChen 斐娜晨五大成熟男女装品牌，主打中高端市场，市场定位差异有序，产品丰富多样。2015 年，主品牌玖姿在全国大型零售企业女装品牌销售排名中，综合市占率位列前十，并在高端女装品牌中排名第三。

表 1：公司品牌系列

品牌名称	玖姿	尹默	安正	摩萨克	斐娜晨
成立时间	2001 年	2008 年	2012 年	2014 年	2014 年
产品风格	自信、优雅、女人味	独立、知性、启发性	时尚、商务、品质	优雅、从容、智慧	玩味、当代、精致
产品展示					

资料来源：公司招股书，中信证券研究

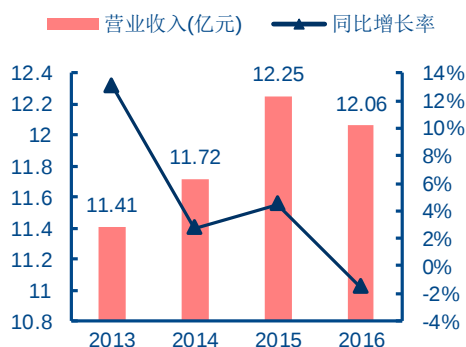
图 1：公司多品牌发展历程



资料来源：公司官网，中信证券研究部

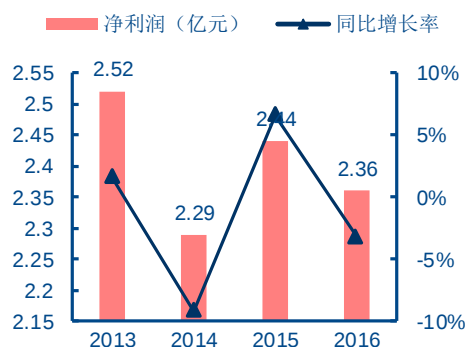
2016 年，公司实现营业收入 12.06 亿元、同比下降 1.53%，实现归母净利润 2.36 亿元、同比下降 3.21%；旗下五大品牌玖姿、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨收入分别占比 70.24%、16.03%、4.52%、2.54%、4.11%。

图 2：2013-2016 年公司营业收入及增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：2013-2016 年公司净利润及增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

一体化产业链，开放式经营

公司将自主研发体系、多元生产模式、多重销售渠道相结合，打造公司较强的品牌运营竞争力，为多品牌经营奠定基础。

表 2：上市女装公司综合对比分析

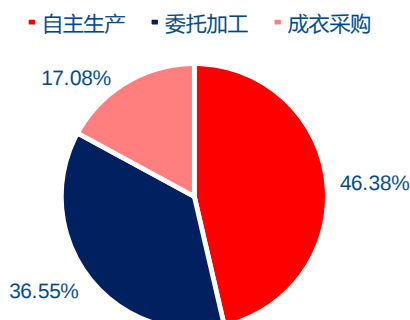
企业简称	品牌层次分布	生产模式	营销渠道
歌力思	高端女装：ELLASSAY 轻奢高档女装：Laurèl 轻奢潮流品牌：Ed Hardy 轻奢设计师品牌：IRO 线上时尚女装：唯颂	自主生产为主，委托加工和定制生产为辅	直营与加盟结合，2015 年底拥有 347 家零售终端
维格娜丝	奢侈品：云锦 高端女装：V·GRASS 中高端服饰：Teenie Weenie	自主生产、委托加工与定制生产结合	以直营方式为主，2015 年末共有终端店铺 220 家，直营店铺为 205 家。
朗姿股份	成熟女装：朗姿、莫佐、liaalancy、JIGOTT、FABIANA FILIPPI; 中淑女装：莱茵; 少淑女装：marie n° mary、DeWL; 童装：Agabang	自主生产、委托加工与定制生产结合	直营和加盟相结合，2015 年末共有 486 个销售终端，拥有 VIP 客户 8 万余人。
安正时尚	大淑装：玖姿 中淑装：尹默、摩萨克、斐娜晨 时尚商务：安正男装	自主生产、委托加工与成衣采购结合	玖姿采用加盟与直营模式，尹默、安正、摩萨克、斐娜晨采取直营模式。截至 2016 年 6 月末，终端门店数达到 897 家。

资料来源：各公司官网及相关公告，中信证券研究部

设计研发：自主研发、开放创新。公司已经建立了较为成熟、完善的自主研发体系，目前已拥有省级研发中心，下设五大品牌研发部独立开展各品牌产品研发工作。此外公司还与国际权威流行趋势研究机构、著名设计师积极展开合作，学习国际时尚趋势及研发经验。截至 2016 年 6 月 30 日，公司共拥有设计研发人员有 276 人，实用新型专利 9 项。

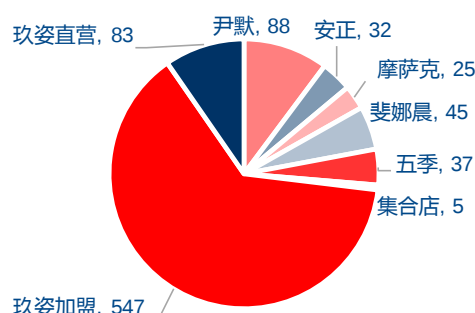
生产模式：自主生产、委托加工与成衣采购相结合。自主生产是公司的主要生产方式，有效保障公司的品质管控及快速反应能力；委托加工主要针对技术风险小、加工难度低、订单规模已成形的品类款式；成衣采购主要针对毛衫、皮装、羽绒品类，与供应商实行排他性的定制化生产。2015 年公司自主生产/委托加工/成衣采购的数量分别占比 46.38%/36.55%/17.08%。

图 4：2015 年公司生产模式结构



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

图 5：2016 年末公司分品牌门店数（个）

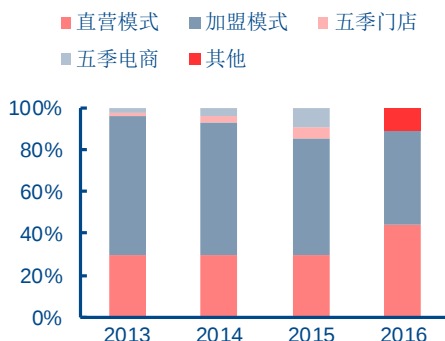


资料来源：公司 2016 年报，中信证券研究部

营销模式：直营与加盟相结合。公司主品牌玖姿采取加盟与直营并重的销售模式，除此之外尹默、安正、摩萨克和斐娜晨均采取直营模式。**截至 2016 年末，公司终端门店数量已达 862 家，其中加盟店 550 家。**公司直营和加盟渠道均采用“集中订货+补充订货”模式，自主性较强，同时加盟商均采取买断模式。**2016 年，加盟渠道的收入占比达到 44.15%。**

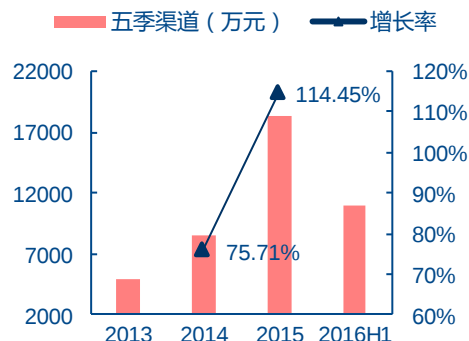
五季渠道强化库存消化能力。受益于公司五季渠道（奥特莱斯等五季门店+五季电商）的发展，公司库存消化能力显著提升。借此 2014 年公司将加盟商“换货政策”调整为“退货政策”，大大减轻了加盟商经营压力，实现过季商品独立、专业渠道消化，强化品牌与正价门店的持续健康发展。**2015 年，公司五季渠道营收占比已达 14.99%。**

图 6：2013-2016 年公司各渠道收入占比



资料来源：公司招股书，2016 年年报，中信证券研究部注：2016 年公司未单独披露五季渠道收入

图 7：2013-2016H1 公司五季销售及增速

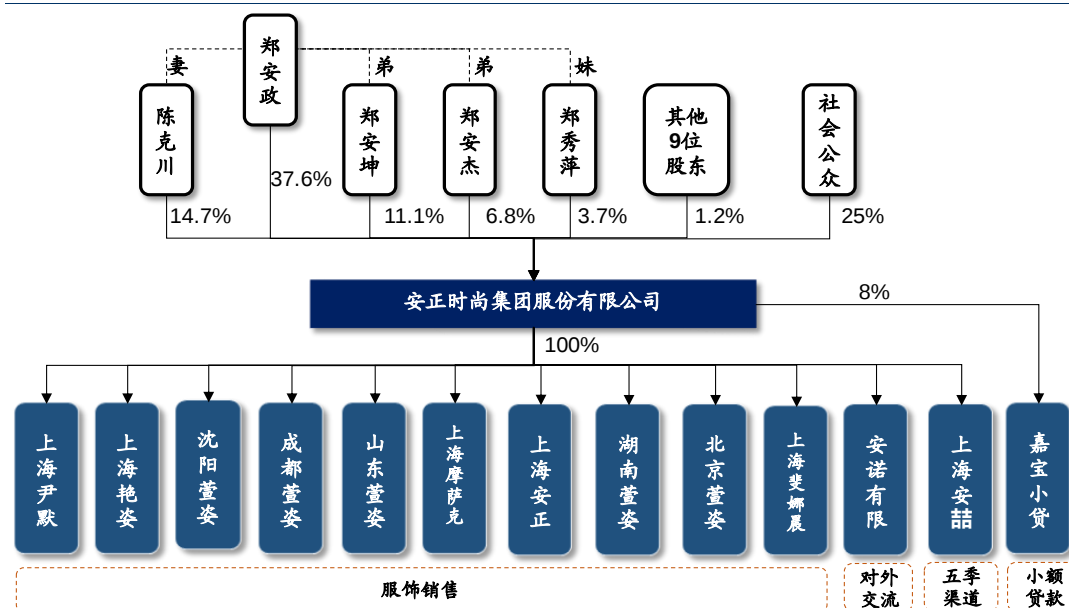


资料来源：公司招股书，中信证券研究部注：2016 年公司未单独披露五季渠道收入

股权结构

公司实际控制人为郑安政先生，直接持有公司 50.1% 的股份，其弟妹郑安坤、郑安杰、郑秀萍及配偶陈克川合计持有 48.33% 的股份。上市后公司总股本变为 2.85 亿股，郑安政先生持股比例下降 12.53PCTs 至 37.57%。截至目前，公司旗下拥有 12 家控股子公司（10 家销售子公司，1 家五季渠道子公司，1 个潮流资讯交流平台）和 1 家小额贷款参股公司。

图 8：公司股权结构



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

女装行业：消费升级释放需求，时尚集团蓄势待发

女装市场增长趋缓，市场竞争激烈

女装行业整体增速趋缓，高端女装引领增长

目前按照价格区间可将女装行业分为四档：超高端女装（单件 10000+元）、高端女装（单件 1000-8000 元）、大众中端（单件 200-1000 元）及低端女装（单件 200 元以下）。

此外按照客户的年龄定位，女装可划分为少淑装（15-25 岁）、中淑装（25-35 岁）和大淑装（35-50 岁）。

表 3：女装行业分类

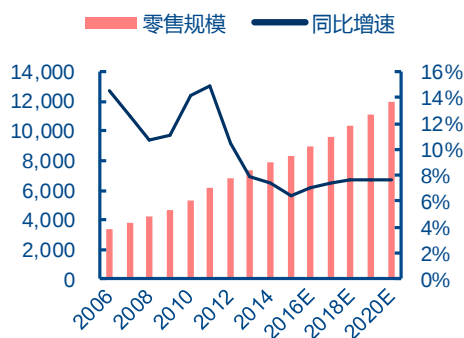
	价位（元）	代表品牌
超高端女装	10000 以上	LV、Burberry、Chanel、Dior
高端女装	1000-8000	玛丝菲尔、雅莹、玖姿、朗姿、歌力思、维格娜丝、白领、Michael Kors
大众中端	200-1000	欧时力、Eland、Etam、H&M、Zara、优衣库
低端女装	200 以下	各类小型街边服装店

资料来源：中信证券研究部

根据 Euromonitor 数据，2015 年中国女装零售额规模约 8344.57 亿元，同增 6.47%。未来行业增速趋于平稳，预计到 2020 年女装销售额为 11754 亿元，2015-2020 年间零售额复合增速为 5.2%。

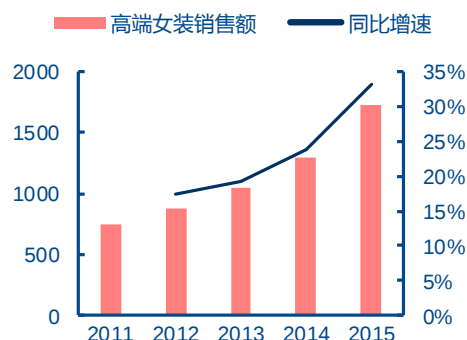
高端女装表现相对较好，大型零售渠道销售有所提升。2015 年全国百家大型零售高端女装销售额为 1730 亿元，同比增速超过 30%。

图 9：2006-2020E 年中国女装市场零售规模和增速（单位：亿元）



资料来源：Euromonitor（含预测），中信证券研究部

图 10：2011-2015 年全国百家大型零售高端女装销售额（单位：亿元）



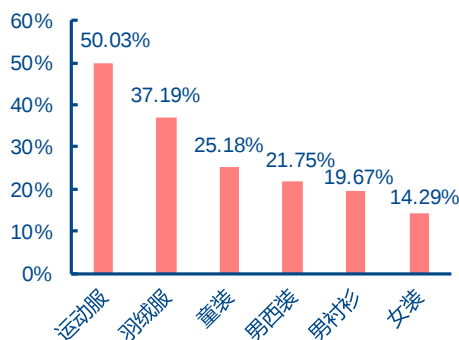
资料来源：中国产业信息网，中信证券研究部

女装市场集中度较低，市场竞争激烈

女装行业竞争激烈，且女性对服装款式设计需求多样化，因此女装市场整体集中度较低。2015 年全国大型零售企业女装前十大品牌市占率仅为 14.29%，低于运动服（50.03%）、童装（25.18%）、男西服（21.75%）等品类。

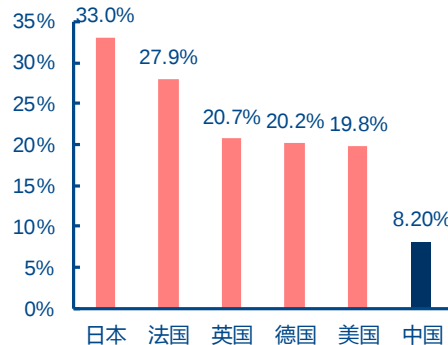
对比国外，国内女装行业集中度更低。根据 Euromonitor 的数据，2015 年中国女装市场前十大品牌市占率仅为 8.2%，同比增长 0.7PCTs，集中度远低于日本（33%）、法国（27.9%）、英国（20.7%）、德国（20.2%）、美国（19.8%）等国家。

图 11：2015 年全国大型零售企业主要服装品类前十大品牌市场综合占有率



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

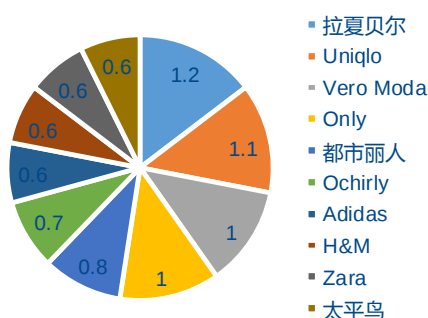
图 12：2015 年各国女装市场前十大品牌综合市占率



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

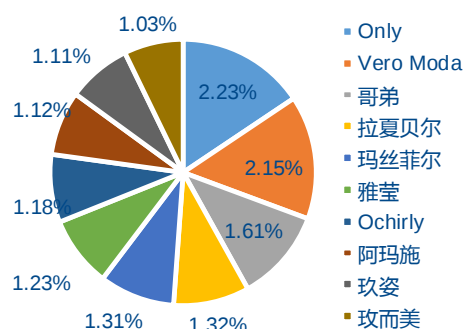
由于大众中端女装更追求销量带动收入增长，其整体规模更为突出。根据 Euromonitor 的数据，2015 年中国女装市场前十大品牌均为大众品牌。而高端女装品牌整体规模相对较小，市占率排名前列的高端女装品牌包括哥弟、玛丝菲尔、雅莹、阿玛施、玖姿。

图 13：2015 年中国女装市场前十大品牌市占率情况（%）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

图 14：2015 年全国重点大型零售企业女装销售前十大品牌市占率情况



资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

群雄逐鹿，女装行业竞争日益激烈。近年来，国际一线品牌（Chanel/LV/Dior/Burberry 等）陆续登陆中国市场，快时尚品牌（ZARA/GAP/Uniqlo/H&M 等）在一二线城市不断扩张门店，同时国内网红品牌、设计师品牌加入竞争。随着各类新进入者的加入，国内女装行业竞争日趋激烈，我国女装行业正处于不断调整转型的发展期。

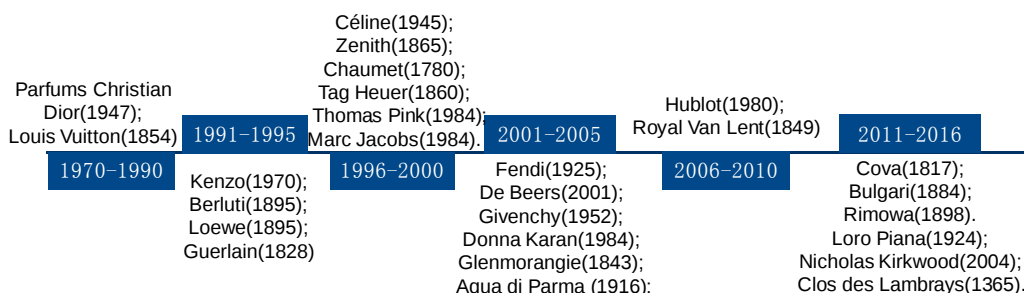
消费升级释放高端市场需求，国内时尚集团蓄势待发

外延缔造时尚集团，多品牌实现协同经营

由于单品牌发展的局限，多元发展打造时尚集团成为选择。纵观世界时尚集团，在品牌创建伊始，精确定位于单一品牌，经过多年探索积累形成自身竞争力，逐步向多品牌、多品类的多元化经营转型成为一种选择。

LVMH：外延多元化扩张打造全球时尚帝国。1987 年酒业家族 Moët Hennessy 与 Louis Vuitton 合并成立 LVMH，并通过外延扩张逐步打造时尚帝国。至今 LVMH 已经发展为拥有五大品类、60 多个品牌的时尚帝国。LVMH 的整合法则为“挖掘品牌历史—勾勒品牌特质—寻找合适的设计师表达品牌基因—理顺销售渠道—营造市场形象”，专注“只要最高贵”的定位，配合品牌整合能力（独立运营、共享资源）以及强大的研发能力，使得品牌与品类间形成较好的协同效应。

图 15：LVMH 集团收购历程（括号内为品牌成立时间）



资料来源：公司公告等，中信证券研究部

Kering：收购 Gucci 进军奢侈品行业。公司于 1999-2001 年先后收购 Gucci、YSL、BottegaVeneta 三大品牌，构成公司奢侈品类核心，目前已拥有 13 个主要奢侈品牌。Kering 多品牌策略综合考虑细分市场、品牌成熟度、地区市场等因素，着眼于最大化品牌间协同效应，减弱品牌之间的竞争。

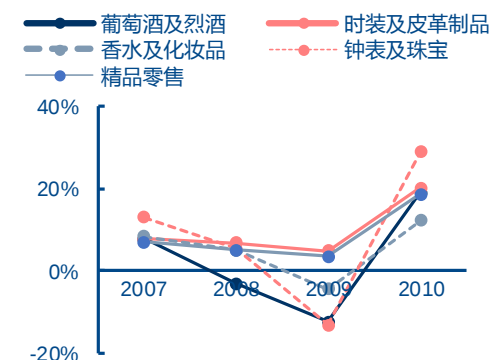
图 16: Kering 集团收购历程

收购Conforama（零售）；收购Gucci集团42%股份；Gucci集团收购YSL、Boucheron；收购Surcouf（PC零售商）。	2001-2005	Conforama收购Sodice Expansion、Girard-Perregaux 23%股份、Wilderness Holdings Ltd.20%股份；Redcats收购Sportsman's Guide, Inc.；收购PUMA；PUMA收购Dobotex International BV和Brandon AB。	2011-2015
1991-2000	Gucci集团收购Bottega Veneta和Balenciaga；与Stella McCartney和Alexander McQueen签署合作协议；增持Gucci集团至99.4%。	2006-2010	收购Volcom、Christopher Kane、France Croco、Pomellato、Ulysse Nardin。

资料来源：《Kering 2015 Reference Document》，公司官网，中信证券研究部

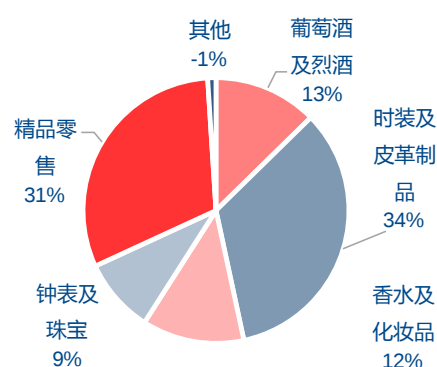
多元化经营显著提升集团抗风险能力。2008-2009 年 LVHM 集团葡萄酒、钟表珠宝等品类显著受到金融危机影响出现负增长，但由于其他品类受冲击影响较小从而减弱了危机对集团整体的影响。2013-2014 年部分区域不景气及销售渠道整合改进导致了 Gucci 收入出现下滑，但借助于 YSL、BV 等其他品牌的持续增长，Kering 集团奢侈品业务仍保持正增长。

图 17: LVHM 各品类收入增速



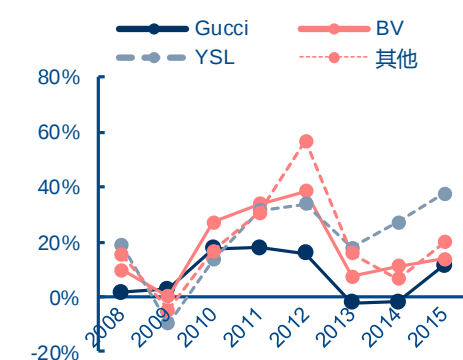
资料来源：LVHM 历年年报，中信证券研究部

图 18: 2015 年 LVHM 各品类收入占比



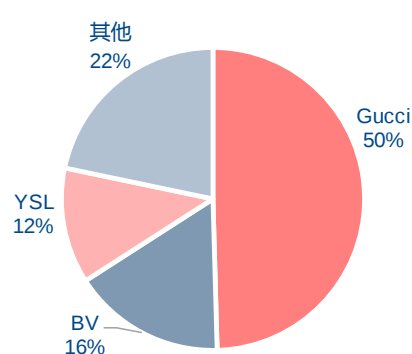
资料来源：LVHM 2015 年年报，中信证券研究部

图 19: Kering 各奢侈品牌收入增速



资料来源：Kering 历年年报，中信证券研究部

图 20: 2015 年 Kering 各品牌占奢侈品收入比



资料来源：Kering 2015 年年报，中信证券研究部

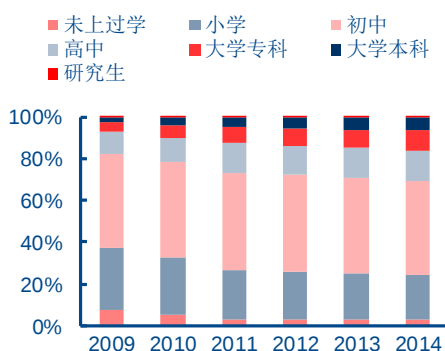
国内时尚集团整装待发

随着女性消费者的消费升级，中高端女装市场空间望进一步扩张。中高端女装龙头品牌积累了一定知名度和规模优势，已经基本完成多品牌运营、产业链管理的初级发展阶段，未来国内中高端女装龙头企业望加速发展成为时尚品牌集团。

1. 女性群体消费升级，高端女装市场需求扩张。随着需求端消费结构加速升级，消费动机从简单的满足基本生活需要，向追求“场合适宜、款式多变、时尚优雅”的方向升级，契合中高端女装市场的消费特征。

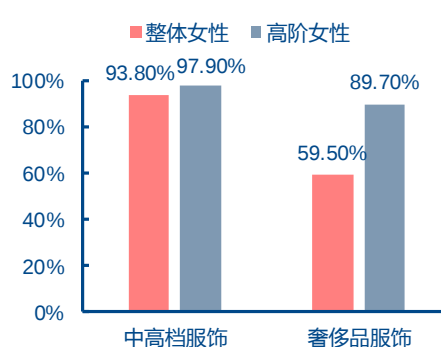
- ✓ **高知职业女性群体扩大：**2014 年全国女性就业人员约 3.46 亿人，占就业总数的 44.8%，其中大专及以上学历占比 15.9%，较 2010 年提高 6.2PCTs。
- ✓ **女性消费者购买力增强：**2014 年《女性生活蓝皮书》（由中国妇女杂志社、华坤女性生活调查中心、华坤女性消费指导中心联合发布）指出，被调查的女性中 47.8% 的收入高于 2012 年，城市女性服装支出比例最高的人数最多。艾瑞咨询统计高阶女性购买中高档服饰比例达 97.90%，购买奢侈品服饰比例达 89.70%。

图 21：女性就业人员受教育水平分布情况



资料来源：《中国劳动统计年鉴》（国家统计局），中信证券研究部

图 22：2015 年女性各档服饰购买率

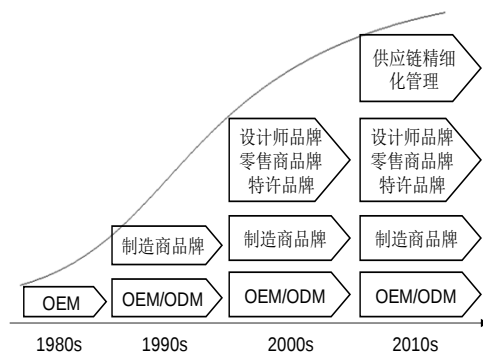


资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

2. 国内龙头品牌逐渐走过品牌化、供应链管理的初级阶段。美国服装产业开始于 17 世纪，并于 19 世纪-20 世纪经历长达 150 年的产业化发展阶段，后又来到了供应链管理、电子商务时代，整体发展时间较长。而中国服装行业的产业化起步于 20 世纪 80 年代的第三次全球纺织服装产业转移，相比国际服装行业起步较晚。

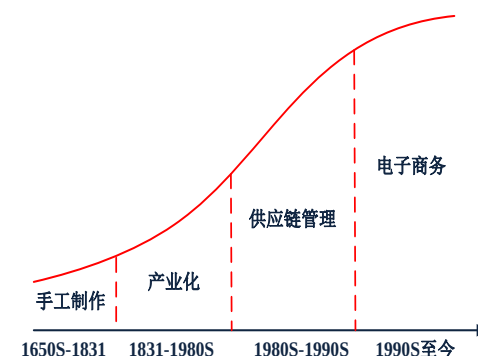
2000 年后，国内服装消费步入高速增长阶段，服装企业推行 OBM 模式（代工厂经营自有品牌），设计师品牌、零售商品品牌和特许品牌等层出不穷，产业链价值创造能力稳步提升。但因供应链各环节仍独立运作，缺少从商品企划、生产采购、物流配送到终端反馈的产业整合，服装行业整体仍处产业化阶段。经过十多年的发展，随着服装企业粗放式经营红利日趋减弱，尤其是渠道拓展成本上升和空间减少等，服装企业开始推行品牌化、供应链精细化管理模式。目前龙头企业已在单一品牌经营中积累了充足的品牌知名度和供应链竞争力。

图 23：中国服装行业产业发展进程



资料来源：中信证券研究部

图 24：美国服装产业发展进程

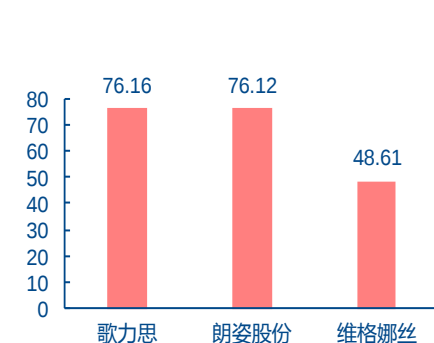


资料来源：中信证券研究部

3. 龙头品牌已形成一定规模优势，借助资本市场朝时尚集团发展。2015 年玖姿、朗姿、VGRASS、ELLASSAY、JORYA 品牌收入规模已达 6-9 亿元，全国门店数也均超 220 家，已成为具有一定规模和覆盖广度的女装品牌。

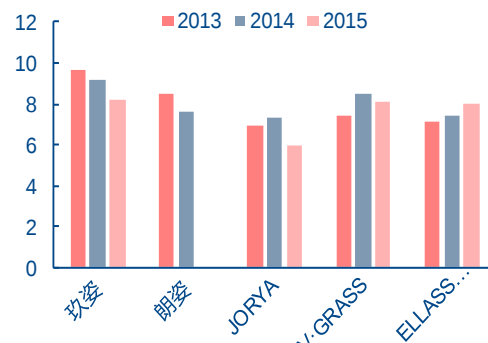
目前歌力思、朗姿股份、维格娜丝三家上市高端女装企业市值分别达 76.16 亿元、76.12 亿元、48.61 亿元，均已开始借助资本市场实现多品牌延伸，歌力思收购了 Laurèl、Ed Hardy、IRO，朗姿股份代理运营了 MOJO S.PHINE、JIGOTT、FABIANA FILIPPI、DEWL，维格娜丝收购 Teenie Weenie，中高端女装行业开始向集团化品牌经营模式发展。

图 25：上市女装企业市值规模（单位：亿元）



资料来源：wind，中信证券研究部。注：按 2016 年 12 月 23 日股价计算。

图 26：国内高端女装品牌收入（单位：亿元）



资料来源：公司招股书，Wind，中信证券研究部。玖姿品牌收入为加盟与直营业务收入，并以加盟为主，其他女装品牌以直营为主，玖姿品牌终端销售额预计达 20 亿元。

表 4：国内部分女装公司成立时间及旗下品牌

企业简称	公司成立时间	旗下品牌	上市时间
华之毅时尚集团	1988	雅斓、EP、雅莹	未上市
歌莉娅	1995	歌莉娅	未上市
玛丝菲尔	1999	Marisfrolg、MASFER.SU、AUM、MARISFROLG、ZHUCHONGYUN、Krizia	2014 年 9 月报送
歌力思	1999	ELLASSAY、唯颂、Laurèl、Ed Hardy、IRO	2015
拉夏贝尔	2001	La Chapelle、La Chapelle Sport、7.Modifier、Candie's、La Chapelle Homme、La Babité、La Chapelle Kids 及 Pote	2014 港股上市；上交所等待上市
维格娜丝	2003	V·GRASS、云锦、Teenie Weenie	2014
欣贺股份	2006	JORYA、Λ NM Λ NI、AIVEI、JORYA weekend、GIVSHYH、CAROLINE、QDA	2014 年 5 月报送
朗姿股份	2006	朗姿、莱茵、莫佐、FABIANA FILIPPI、marie n° mary、JIGOTT、liaalancy、DeWL 等	2011
安正时尚	2008	玖姿（2001）、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨	即将上市

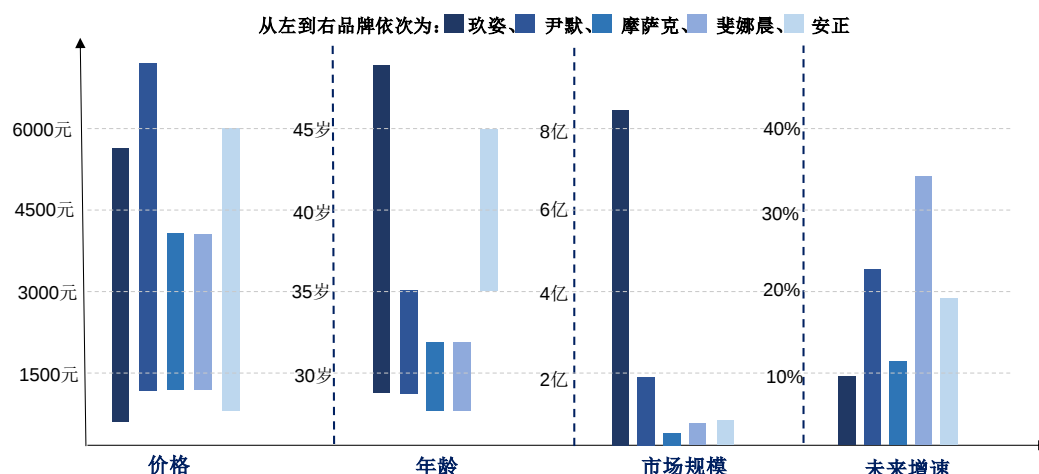
资料来源：各公司官网及相关公告，中信证券研究部

构建金字塔品牌矩阵，打造多品牌时尚集团

金字塔品牌矩阵落地，风格多样定位互补

2001 年公司主品牌玖姿创立，2008~2012 年公司先后创立尹默、安正两大品牌，开启多品牌经营之路；2014 年下半年公司又相继收购中淑女装品牌摩萨克与斐娜晨。随着各个品牌的逐步落地，目前已形成一个结构稳固、风格多样、定位互补的多元品牌矩阵。

图 27：公司多元品牌矩阵



资料来源：公司官网及公司招股意向书，公司调研，中信证券研究部

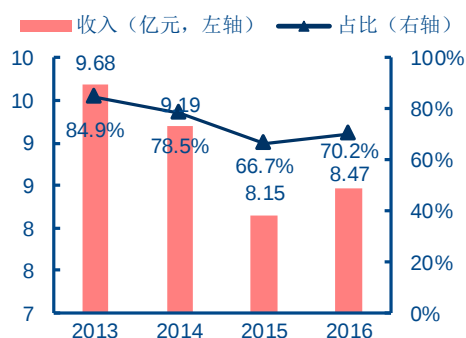
玖姿：高端女装领导品牌，渠道下沉拓展空间

“玖姿”品牌创立于 2001 年，经过十余年发展已在成熟女装消费者中建立一定知名度，在 2015 年全国大型零售企业的女装品牌销售排名中，位列市场综合占有率前十大女装品牌之一，并在高端女装品牌中排名第三。

作为公司的主导品牌，玖姿一直为公司主要收入利润来源，但随着公司多品牌经营战略的逐步推进，玖姿收入占比逐步降低，2013~2016 年玖姿品牌收入占比分别为 84.89%、78.53%、66.66%、70.24%，其中 2016 年占比提升是因为 2016 年将原计入五季渠道的收入计入各品牌收入。

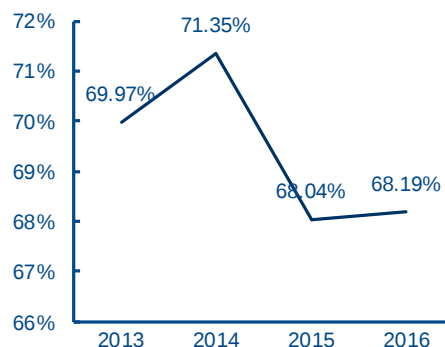
玖姿品牌 2016 年着力进行加盟渠道调整，期末门店净减少 97 家至 630 家。而玖姿品牌定位高端，以目前渠道规模及分布看仍具有充足拓店空间，随着 2016 年调整完毕，渠道将继续扩张推动收入稳定增长，预计 2017 年净开店 50+家。

图 28：2013-2016 年玖姿销售收入及占比



资料来源：公司招股书，2016 年年报，中信证券研究部注：2016 年将原计入五季渠道的收入计入各品牌收入

图 29：2013-2016 年玖姿毛利率



资料来源：公司招股书，2016 年年报，中信证券研究部注：2016 年将原计入五季渠道的收入计入各品牌收入

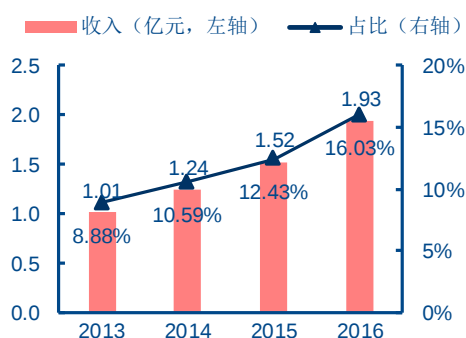
尹默：定位高端中淑装，正处高速成长期

尹默创立于 2008 年，揭开公司多品牌经营的序幕。尹默主要针对具有良好教育背景、经济独立、追求自我形象的都市成熟女性，定位高端，处于公司金字塔品牌阵营的前端。

作为公司第二大女装品牌，尹默正处于高速成长期，2016 年收入已达 1.93 亿元，同比增长 20.00%，占比 16.03%；截至 2016 年末，已拥有 88 家门店。

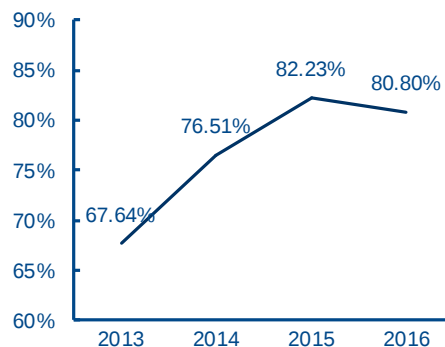
未来公司将进一步推进尹默品牌的精准推广，借助名流时尚盛典、时尚趋势发布会等方式提升尹默的品牌影响力，并协同玖姿深入拓展二、三线城市及华南地区市场。

图 30：2013-2016 年尹默销售收入及占比



资料来源：公司招股书，2016 年年报，中信证券研究部注：2016 年将原计入五季渠道的收入计入各品牌收入

图 31：2013-2016 年尹默毛利率



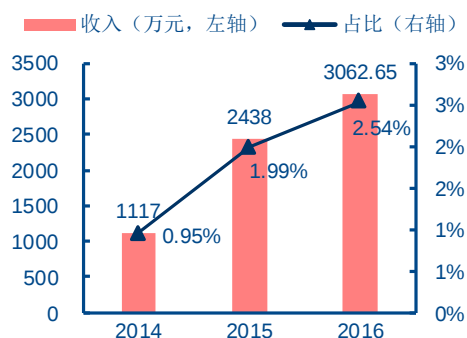
资料来源：公司招股书，2016 年年报，中信证券研究部注：2016 年将原计入五季渠道的收入计入各品牌收入

摩萨克：法式中淑女装，风格优雅从容

摩萨克定位中淑女装，风格法式浪漫、梦幻俏皮、华丽精致，目前尚处培育期。2016 年摩萨克实现销售收入 3062.65 万元，同增 6.99%，占比 2.54%。截至 2016 年末，已开设 25 家零售门店。

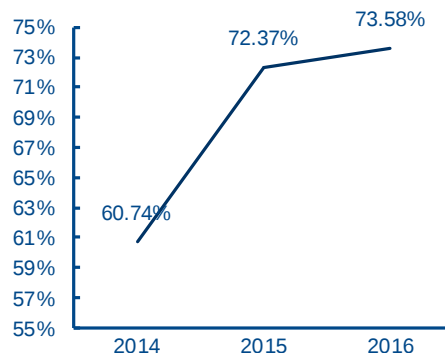
未来，公司将不断提升摩萨克奢华女装的消费体验，保持现有的法式设计风格继续深耕中淑女装市场。

图 32：2014-2016 年摩萨克销售收入及占比



资料来源：公司招股书，2016 年年报，中信证券研究部注：2016 年将原计入五季渠道的收入计入各品牌收入

图 33：2014-2016 年摩萨克毛利率



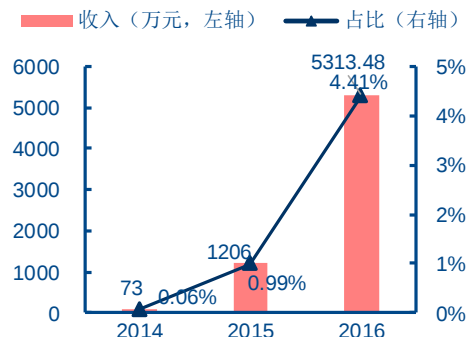
资料来源：公司招股书，2016 年年报，中信证券研究部注：2016 年将原计入五季渠道的收入计入各品牌收入

斐娜晨：主打玩味精致，深受渠道欢迎

斐娜晨主打“玩味、当代、精致”品牌风格，设计更重年轻化，采用舒适、大胆的色彩组合与拼接和趣味、幽默的裁剪与图案，深受渠道商的欢迎。2016 年斐娜晨收入达 5313.48 万元，同增 337.27%，占比 4.41%；截至 2016 年末，已拥有 45 家零售门店。

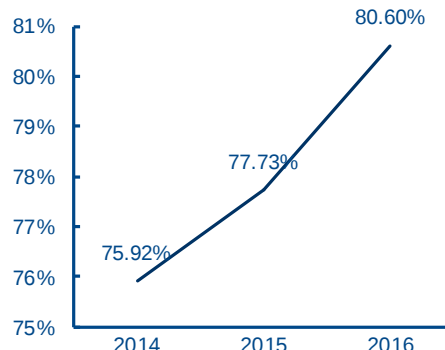
未来斐娜晨将成为公司重点发展品牌，继续围绕“玩味、精致”设计风格，进一步提升品牌设计能力；并通过与知名影星、主持人的合作不断提升品牌的知名度和影响力，在巩固一、二线城市地位的同时下沉渠道，拓展市场空间。

图 34：2014-2016 年斐娜晨销售收入及占比



资料来源：公司招股书，2016 年年报，中信证券研究部注：2016 年将原计入五季渠道的收入计入各品牌收入

图 35：2014-2016 年斐娜晨毛利率



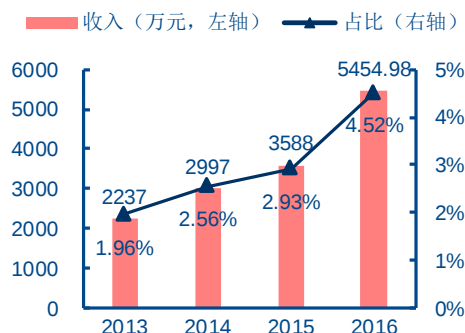
资料来源：公司招股书，2016 年年报，中信证券研究部注：2016 年将原计入五季渠道的收入计入各品牌收入

安正：融合东西方元素，打造时尚男装知名品牌

安正男装成立于 2012 年，面向追求事业成就、高品质生活及时尚品味的都市成熟男士。2016 年安正男装实现收入 5454.98 万元，同增 28.90%，占比 4.52%；截至 2016 年末在国内已开设了 32 家零售门店。

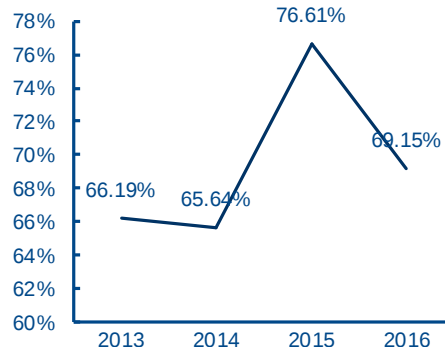
安正男装目前尚处于培育期，未来将借助大型时尚活动、影视植入营销等方式强化与消费者的双向沟通，打造独特鲜明的品牌印记；并计划借助副牌拓宽价格带，覆盖细分男装市场，满足不同消费层次的顾客需求。

图 36：2013-2016 年安正男装销售收入及占比



资料来源：公司招股书，2016 年年报，中信证券研究部注：2016 年将原计入五季渠道的收入计入各品牌收入

图 37：2013-2016 年安正男装毛利率



资料来源：公司招股书，2016 年年报，中信证券研究部注：2016 年将原计入五季渠道的收入计入各品牌收入

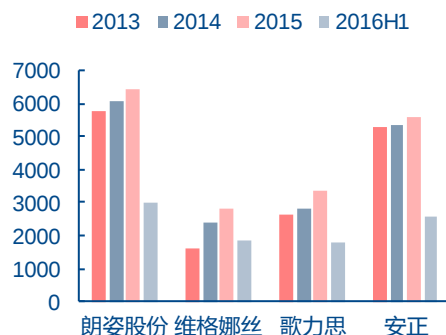
引领时尚品质生活，成就领先时尚集团。上市之后，公司将加速推进时尚品牌集团发展战略，立足差异化/互补性不断拓展新品牌、新品类，不断夯实现有品牌矩阵。未来，公司将继续丰富品牌风格和产品品类，辐射更广泛的时尚产业，形成以五大品牌风格为主，涵盖女装、男装、配饰等多品类的时尚品牌集团。

一体化供应链体系，支撑多品牌战略发展

公司已经建立集设计研发、采购生产、零售分销为一体的完整供应链体系，拥有强大的设计能力、高效的生产力和完善的营销渠道，助力公司多品牌经营的推进。

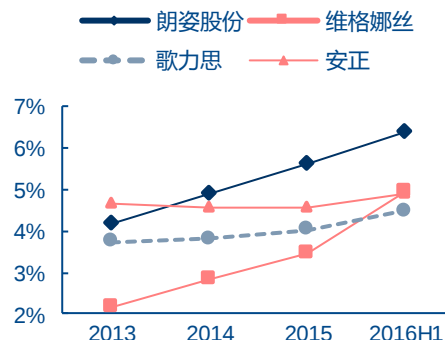
- ✓ **强大的设计能力：内外兼修，中西相容，彰显设计灵魂。**公司人才培养机制兼顾内部自主培养与外部广泛吸收：通过内部培养打造符合公司品牌定位、设计风格、文化内涵的设计人才；借助与外部研究机构和外籍设计名师的合作，学习先进研发经验与方法。
- ✓ **“企划设计+对外合作+研发建设”全面推进。**公司将持续强化研发数据的分析能力、完善商品企划的结构、加大与国际研究机构/设计名师的合作交流、提升研发中心的软硬件设施，从而提高公司研发设计体系的竞争力。

图 38：2013-2016H1 研发投入（万元）对比



资料来源：公司招股意向书，Wind，中信证券研究部

图 39：2013-2016H1 研发投入占营业收入对比

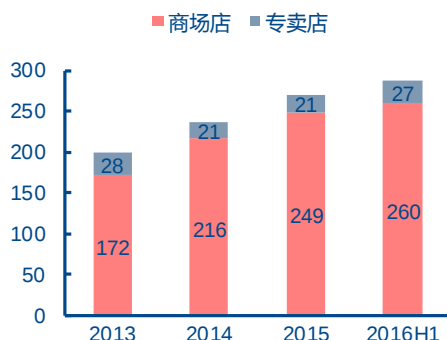


资料来源：公司招股意向书，Wind，中信证券研究部

- ✓ **高效的生产力：**公司目前生产模式以自主生产为主，委托加工与成衣采购为辅；2015 年自产成衣已达 108.36 万件。未来公司将对现有生产基地进行改造升级，提高自有生产能力，助力公司柔性产业链的打造，从而提升供应链对市场需求的响应速度，增加追单比例，最终实现库存优化和销量提升。

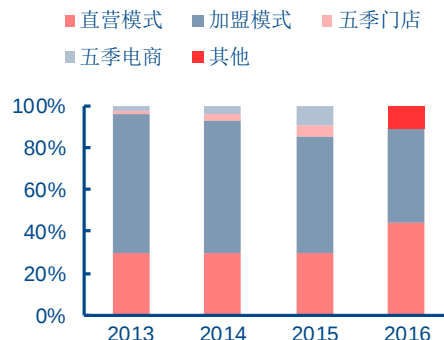
- ✓ **完善的营销渠道：**公司实行商场店/专卖店结合，线下/线上并行，直营/加盟统一管理的营销模式。公司直营店分为商场店和专卖店两种形式，同时辅以下/线上相结合的五季渠道，与正价门店形成互补，同时实现品牌形象的维护和渠道库存的优化。

图 40：2013-2016H1 公司商场店与专卖店数量



资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

图 41：2013-2016 年公司各渠道收入占比



资料来源：公司招股意向书，2016 年年报，中信证券研究部注：2016 年公司未单独披露五季渠道收入

此外，公司借助终端门店的分销信息系统与即时通讯工具，及时记录和掌握货品的零售与库存情况，实现各销售终端的顺畅沟通与无缝连接，保障公司对营销网络的控制力。

- ✓ **未来继续“结构性模式优化+外延式渠道扩张+内生式店效提升”统一布局。**未来公司将根据各品牌的市场定位与渠道现状，规划在不同市场的门店布局；并通过建立由城市到商圈、由商圈到店铺的系统性门店规划体系，完善总部/区域/门店的多层管理体系，进一步提高原有门店绩效及新设门店成功率。

多品牌迭代发展，业绩有望快速增长

玖姿调整已落地，多品牌发力促增长

2016 收入/净利润略有下滑。2016 年公司实现营业收入、净利润分别为 12.06 亿、2.36 亿元，分别同降 1.53%、3.21%；EPS0.83 元，拟每 10 股派发现金股利 4 元（含税）。其中四季度公司实现收入/净利润 3.78/0.64 亿元，分别同增 13.12%/-13.41%，收入增长回暖，净利润降低主要系 2016 年四季度补贴收入较 2015 年四季度减少 2479.11 万元所致。截至 2016 年末共拥有 862 家终端门店。

玖姿调整，尹默/安正/斐娜晨增速较快。2016 年公司主品牌玖姿实现收入 8.47 亿元，同降 13.53%，主要系玖姿加盟渠道调整所致，期末门店数净减少 97 家至 630 家。尹默实现收入 1.93 亿元，同增 20%，目前正处成长期，期末门店仅 88 家，拓展空间较大。安正/斐娜晨收入分别达 0.55/0.53 亿元，分别同增 29%/337%，两品牌均处培育期，2016 年分别亏损 845.48 万/443.92 万元，预计 2017 年可实现盈利。摩萨克收入达 3062.65 万元，同增 7%，毛利率提升 14.57PCTs 至 73.58%，主要系产品由外采转为自产，使得盈利能力大幅提高。受益于此，2016 年摩萨克实现净利润 217.04 万元，扭亏为盈。

毛利率稳步提升，应收账款管理优化。2016 年公司毛利率提升 2.02PCTs 至 70.63%；销售费用率上升 2.05PCTs 至 28.78%，主要系直营门店拓展所致；管理费用率下降 0.05PCTs 至 13.75%；财务费用率维持 0.42%；同时补贴收入同比减少 0.25 亿元；综合使得净利率下降 0.34PCTs 至 19.57%。从营运方面看，2016 年公司存货周转天数同增 42 天至 399 天，

主要系营业成本下降（毛利率提升）以及年初存货较多所致，随着电商及奥莱店的增长，2016年存货已有所减少；应收账款周转天数同降6天至31天，主要系公司加强应收账款管理，实行责任到人、按月催收制度所致。

2017/2018年多品牌发力促增长。2017年玖姿调整完毕将实现增长，预计新开门店50+家；尹默品牌力逐步提升，目前仅有门店88家，有望借门店扩张实现快速增长，预计2017年新开店60-70家；斐娜晨/安正仍将持续增长并实现盈利，其中斐娜晨预计门店净增60-70家；摩萨克仍处于培育阶段维持单位数增长；预计全年公司实现收入/净利10%/10%-15%增长。2018年随着玖姿稳定发展、尹默持续快速增长、斐娜晨/安正/摩萨克盈利能力进一步提升，净利润增速有望达20%+。

表5：公司分季度财务数据（百万元）

项目	1-3Q15	4Q15	2015A	1-3Q16	4Q16	2016A	4Q16/4Q15 (+/-%)	16A/15A (+/-%)
营业总收入	891.12	333.77	1,224.89	828.61	377.56	1,206.17	13.12%	-1.53%
营业成本	240.88	143.60	384.48	221.46	132.77	354.23	-7.54%	-7.87%
毛利率	72.97%	56.98%	68.61%	73.27%	64.83%	70.63%	7.86	2.02
管理费用	135.83	33.26	169.09	120.25	45.60	165.85	37.09%	-1.92%
管理费用率	15.24%	9.97%	13.80%	14.51%	12.08%	13.75%	2.11	-0.05
销售费用	238.34	89.06	327.39	239.78	107.34	347.13	20.53%	6.03%
销售费用率	26.75%	26.68%	26.73%	28.94%	28.43%	28.78%	1.75	2.05
财务费用	3.93	1.27	5.20	4.00	1.07	5.07	-15.70%	-2.55%
财务费用率	0.44%	0.38%	0.42%	0.48%	0.28%	0.42%	-0.10	0.00
期间费用率	42.43%	37.03%	40.96%	43.93%	40.79%	42.95%	0.10	1.99
资产减值损失	80.28	6.78	87.06	40.76	19.74	60.50	191.19%	-30.50%
其他经营收益	8.89	5.12	14.00	5.39	3.10	8.49	-39.34%	-39.36%
营业利润	189.19	60.59	249.77	192.99	68.90	261.89	13.72%	4.85%
营业外收入	4.58	30.23	34.81	4.52	4.92	9.44	-83.73%	-72.87%
营业外支出	1.32	0.02	1.34	3.66	-2.83	0.83	-14199.36%	-37.90%
利润总额	192.44	90.80	283.24	193.86	76.64	270.50	-15.59%	-4.50%
所得税	22.14	17.22	39.37	21.52	12.94	34.46	-24.90%	-12.48%
实际所得税率	11.51%	18.97%	13.90%	11.10%	16.88%	12.74%	-0.11	-1.16
净利润	170.30	73.57	243.87	172.34	63.71	236.04	-13.41%	-3.21%
净利润率	19.11%	22.04%	19.91%	20.80%	16.87%	19.57%	-0.23	-0.34
归属于母公司所有者的净利润	170.30	73.57	243.87	172.34	63.71	236.04	-13.41%	-3.21%
EPS	0.60	0.26	0.86	0.60	0.22	0.83	-13.41%	-3.21%

资料来源：Wind，公司中报，中信证券研究部

表6：公司财务指标对比

项目	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
盈利能力						
净资产收益率 ROE(%)	39.33	40.10	32.10	24.51	22.82	19.46
总资产净利润 ROA(%)	27.03	28.46	22.57	16.63	15.72	13.84
销售毛利率(%)	64.34	67.06	68.41	69.61	68.61	70.63
销售净利率(%)	25.63	24.56	22.09	19.52	19.91	19.57
资本结构						
资产负债率(%)	31.28	27.16	31.59	32.61	29.72	28.15
流动资产 / 总资产(%)	66.17	67.02	59.58	46.69	46.36	50.72
流动比率	2.31	2.81	2.20	1.80	1.90	2.30
速动比率	1.24	1.69	1.37	0.86	0.88	1.33
营运能力						
存货周转天数(天)	294.50	268.52	269.54	325.41	357.00	398.58
应收账款周转天数(天)	24.35	29.26	31.92	35.67	37.04	30.89
存货周转率(次)	1.22	1.34	1.34	1.11	1.01	0.90
应收账款周转率(次)	14.78	12.30	11.28	10.09	9.72	11.66

现金流量						
销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入(%)	123.68	111.52	118.62	116.63	105.97	114.40
经营活动产生的现金流量净额 / 经营活动净收益(%)	83.99	58.94	133.36	86.80	112.33	133.97

资料来源：Wind，中信证券研究部

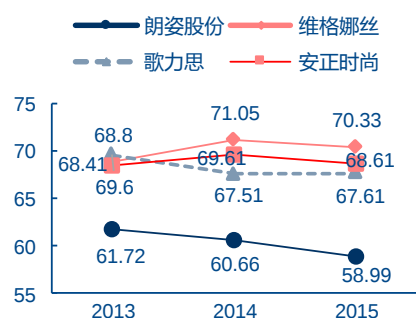
财务分析：盈利能力较强，运营能力稳健

公司盈利能力较强

2015 年公司综合毛利率为 68.61%（直营/加盟毛利率分别为 79.25%/65.95%），高于朗姿股份（58.99%）和歌力思（67.61%）、略低于直营为主的维格娜丝（70.33%），处于行业中上游水平，整体上与公司加盟渠道占比较高的营销模式相符。

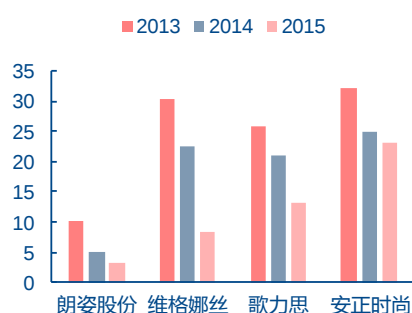
2013-2015 年，公司直营毛利率水平均高于同业上市公司直营毛利率，与公司高效的直营门店管理体系有关。

图 42：2013-2015 年毛利率对比（单位：%）



资料来源：公司招股意向书，Wind，中信证券研究部

图 43：2013-2015 年公司 ROE 对比

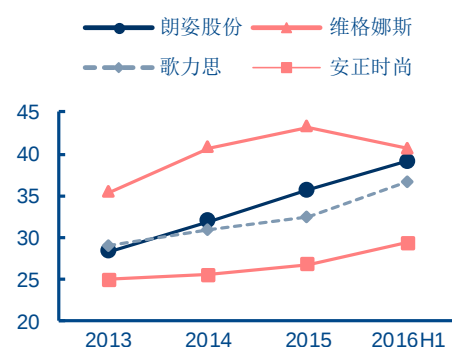


资料来源：公司招股意向书，Wind，中信证券研究部

公司销售费用率低于同行业水平，主要因为其加盟占比较高。2013-2015 年，公司加盟模式的销售收入占全部销售收入的 70%左右，而同行业其他公司直营占比更高，故销售和管理费用支出相对更大。

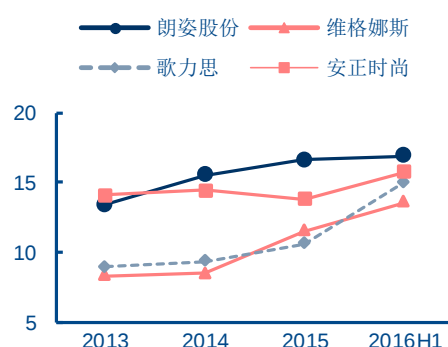
公司管理费用率高于同行业平均水平，主要系公司研发费用支出较高所致，但整体上与公司的经营模式相匹配。

图 44：2013-2016H1 销售费用率对比



资料来源：公司招股意向书，Wind，中信证券研究部

图 45：2013-2016H1 管理费用率对比



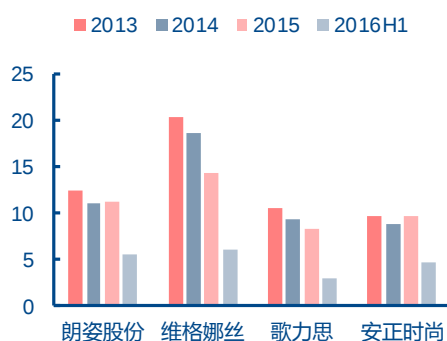
资料来源：公司招股意向书，Wind，中信证券研究部

营运能力稳健

公司应收账款周转率低于可比上市公司平均水平，主要与公司加盟占比较高的销售模式有关，符合公司的经营模式特点。

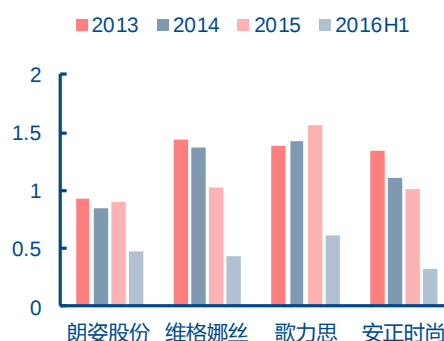
公司存货周转率处于行业中等水平，这符合行业特点和公司实际情况。公司采用以销定产的生产模式，将存货管理作为重点，提升产品的适销度，同时通过五季渠道消化过时或者滞销的产品，从而使得存货周转率保持较高的水平。

图 46：2013-2016H1 公司应收账款周转率对比



资料来源：公司招股意向书，Wind，中信证券研究部

图 47：2013-2016H1 公司存货周转率对比



资料来源：公司招股说明书，Wind，中信证券研究部

风险因素

1. 市场竞争加剧风险。
2. 多品牌运作不及预期风险。

盈利预测及投资建议

关键假设

考虑到公司多品牌运营特点，分品牌进行收入增速预测，综合预测公司 2017/2018/2019 年收入同比增长 10.7%/14.2%/17.0%。预计公司 2017/2018/2019 年综合毛利率分别为 71.0%/71.8%/72.7%，销售费用率分别为 28.7%/28.7%/28.3%，管理费用率分别为 13.6%/13.47%/13.33%。

表 7：公司预测的假设条件（单位：万元）

	2015N	2016N	2017E	2018E	2019E
玖姿增长率	-11.31%	3.93%	4.00%	5.00%	6.00%
尹默增长率	22.62%	27.22%	28.00%	30.00%	30.00%
摩萨克增长率	118.34%	25.60%	8.00%	12.00%	16.00%
斐娜晨增长率	1543.22%	340.72%	45.00%	60.00%	60.00%
安正增长率	19.72%	52.04%	20.00%	20.00%	20.00%
其他品牌收入增速		3304.21%	15.00%	25.00%	30.00%
销售费用率	26.77%	28.78%	28.70%	28.71%	28.26%
管理费用率	13.83%	13.75%	13.60%	13.47%	13.33%
收入增长率	4.48%	-1.36%	10.73%	14.18%	17.01%

资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部预测注：2015 年各品牌收入未包括五季渠道收入。

表 8：公司收支预测（单位：万元）

	2015N	2016N	2017E	2018E	2019E
营业总收入	122285.1	120617.23	133,555.98	152,498.61	178,436.99
%增长率	4.48%	-1.36%	10.73%	14.18%	17.01%
玖姿收入	81,522.19	84,726.89	88,115.97	92,521.76	98,073.07
%增长率	-11.31%	3.93%	4.00%	5.00%	6.00%
尹默收入	15,199.39	19,336.31	24,750.48	32,175.62	41,828.31
%增长率	22.62%	27.22%	28.00%	30.00%	30.00%
摩萨克收入	2,438.43	3,062.65	3,307.66	3,704.58	4,297.31
%增长率	118.34%	25.60%	8.00%	12.00%	16.00%
斐娜晨收入	1,205.63	5,313.48	7,704.55	12,327.27	19,723.64
%增长率	1543.22%	340.72%	45.00%	60.00%	60.00%
安正收入	3,587.91	5,454.98	6,545.98	7,855.17	9,426.21
%增长率	19.72%	52.04%	20.00%	20.00%	20.00%
其他品牌收入		2,722.92	3,131.36	3,914.20	5,088.46
%增长率			15.00%	25.00%	30.00%
营业成本	38,447.85	35,422.97	38,776.76	43,018.92	48,736.31
%增长率		-7.87%	9.47%	10.94%	13.29%
毛利率	68.6%	70.6%	71.0%	71.8%	72.7%

资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部预测注：2015 年各品牌收入未包括五季渠道收入

根据以上假设，我们预计公司 2017/2018/2019 年净利润分别为 2.70/3.29/4.17 亿元，对应考虑发行股份摊薄后的 EPS 分别为 0.96/1.16/1.46 元。

公司是一家现代化多品牌时尚集团，随着主品牌玖姿调整企稳反弹、尹默/斐娜晨持续发力、安正/摩萨克稳健增长，看好公司未来发展。考虑到公司为次新股，目前股价对应 2017 年 PE 为 47 倍，估值较高，暂不给予目标价和评级。

表 9：公司盈利预测总表

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1225	1206	1336	1525	1784
增长率 YoY %	4.5	-1.5	10.7	14.2	17.0
净利润（百万元）	244	236	270	329	417
增长率 YoY %	6.6	-3.2	14.2	22.2	26.7
每股收益（全面摊薄）（元）	0.86	0.83	0.95	1.16	1.46
毛利率（%）	68.6	70.6	71.0	71.8	72.7
市盈率（倍）	52	53	47	38	30
市净率（倍）	11.0	9.8	4.9	4.6	4.3

资料来源：中信数量化投资分析系统注：股价为 2017 年 3 月 24 日收盘价

表 10：可比上市公司估值（单位：元）

公司简称	收盘价	EPS				PE			
		15N	16E	17E	18E	15N	16E	17E	18E
维格娜丝	34.43	0.76	1.96	2.23	2.58	45	18	15	13
歌力思	33.09	0.65	0.71	1.12	1.27	51	47	30	26
朗姿股份	18.78	0.19	0.22	0.25	0.29	99	85	75	65
平均						65	50	40	35

资料来源：Wind，中信证券研究部测算。注：收盘价为 2017 年 3 月 24 日收盘价，维格娜丝、歌力思、朗姿股份 EPS 均采用中信证券研究部预测值，其中维格娜丝考虑增发及收购 teenie weenie 情况

利润表 (百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,225	1,206	1,336	1,525	1,784
营业成本	384	354	388	430	487
毛利率	68.61%	70.63%	70.97%	71.79%	72.69%
营业税金及附加	16	20	23	24	29
营业费用	327	347	383	438	504
营业费用率	26.73%	28.78%	28.70%	28.71%	28.26%
管理费用	169	166	182	205	238
管理费用率	13.80%	13.75%	13.60%	13.47%	13.33%
财务费用	5	5	-2	-7	-8
财务费用率	0.42%	0.42%	-0.16%	-0.45%	-0.44%
投资收益	14	8	8	10	9
营业利润	250	262	303	371	472
营业利润率	20.39%	21.71%	22.69%	24.31%	26.45%
营业外收入	35	9	9	9	9
营业外支出	1	1	2	1	1
利润总额	283	271	310	379	480
所得税	39	34	40	49	62
所得税率	13.90%	12.74%	13.00%	13.00%	13.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	244	236	270	329	417
净利率	19.91%	19.57%	20.19%	21.60%	23.39%
每股收益 (元) (摊薄)	0.86	0.83	0.95	1.16	1.46

现金流量表 (百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	244	236	270	329	417
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	0	0	97	100	102
营运资金变动	0	0	-205	-58	-18
其他	21	103	5	-1	-1
经营现金流	265	339	167	370	500
资本支出	-173	-67	-130	-125	-127
投资收益	14	8	8	10	9
资产变卖	1	1	0	0	0
其他	-115	-129	0	0	0
投资现金流	-273	-187	-122	-115	-118
发行股票	0	0	1,115	0	0
负债变化	70	-4	-66	0	0
股息支出	-122	-84	-117	-144	-188
其他	0	0	2	7	8
融资现金流	-52	-88	934	-137	-180
现金净增加额	-60	65	979	119	202

资料来源：中信量化投资分析系统

资产负债表 (百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	44	110	1,088	1,207	1,409
存货	404	381	422	466	508
应收账款	114	93	126	144	158
其他流动资产	192	322	460	457	464
流动资产	754	905	2,096	2,273	2,538
固定资产	483	544	577	603	628
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	78	74	72	71	70
其他长期资产	311	262	283	302	320
非流动资产	872	880	933	976	1,017
资产总计	1,626	1,785	3,029	3,249	3,556
短期借款	70	66	0	0	0
应付账款	115	122	133	141	165
其他流动负债	298	314	346	372	426
流动负债	483	502	479	513	591
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	0	0	0
负债合计	483	502	479	513	591
股本	214	214	285	285	285
资本公积	5	5	1,048	1,048	1,048
股东权益合计	1,142	1,282	2,550	2,735	2,964
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	1,626	1,785	3,029	3,249	3,556

主要财务指标

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率 (%)					
营业收入	4.5	-1.5	10.7	14.2	17.0
营业利润	-2.3	4.9	15.7	22.4	27.3
净利润	6.6	-3.2	14.2	22.2	26.7
利润率 (%)					
毛利率	68.6	70.6	71.0	71.8	72.7
EBIT Margin	26.8	26.4	27.0	28.0	29.5
EBITDA Margin	26.8	26.4	34.3	34.5	35.2
净利率	19.9	19.6	20.2	21.6	23.4
回报率 (%)					
净资产收益率	21.3	19.5	14.1	12.5	14.6
总资产收益率	15.0	13.8	11.2	10.5	12.3
其他 (%)					
资产负债率	29.7	28.1	15.8	15.8	16.6
所得税率	13.9	12.7	13.0	13.0	13.0
股利支付率	39.4	48.3	43.3	43.7	45.1

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
股票评级	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，CLSASingaporePteLtd 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 CLSASingaporePteLtd。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。