

安正时尚 (603839)

证券研究报告
2017年03月19日

多品牌战略+一体化供应链，高端女装龙头资本市场启航

中高端时装龙头，多品牌、全渠道布局

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中高端时装龙头，旗下拥有“玖姿”、“尹默”、“安正”、“摩萨克”及“斐娜晨”等风格多样、定位互补的男女装品牌，广泛覆盖 25-49 岁中高端消费群体的细分需求。2016H1，五大品牌收入占比分别为 53%、15%、5%、2%及 3%。公司渠道布局完善，截止 2016H1，已在全国 31 个主要城市的重点商圈设有 897 家销售门店，其中加盟门店 610 个，直营门店 287 个；同时，还建立了线上+线下的五季业务，专销过季库存，与正价门店协同发展，2013-15 年 CAGR 达 94%，2016H1 收入占比增至 21%。在宏观需求不振的背景下，多品牌战略及五季业务为公司营收增长关键；公司控费能力优秀，净利润保持小幅增长。

中高端成熟女装市场高速增长，集中度具备提升空间

近年来，我国女装市场增速高于服装市场整体，中高端女装市场增速高于女装整体。同时，我国中高端成熟女装市场以本土品牌为主导，集中度明显低于其他品类。未来，龙头企业基于品牌、渠道、资金等优势，市占率有望上涨。目前，公司主品牌“玖姿”市占率位列中高端成熟女装品牌第三，随着成功上市，未来领先地位有望进一步保持。

公司核心亮点：终端管理优秀+研发能力突出+一体化供应链提升

(1) 公司凭借核心商圈资源、高端门店形象及先进的信息系统，持续为顾客提供优质消费体验，并自 2015 年起锐意开拓多品牌集合店；(2) 公司遵循“自主研发+开放创新”的研发设计机制，引入国际著名色彩趋势研究机构及多名国际知名时装设计师参与品牌设计企划，每年推出 4,000 多款产品设计。公司目前拥有 9 项专利，并被认定为高新技术企业；(3) 公司建立了集设计研发、采购生产、零售分销为一体的完整供应链，并实行自主生产、委托加工与成衣采购并行的开放式产品供应链体系，一体化供应链优势显著。

首次给予“增持”评级，3-6 个月目标价 48 元

预计 2016-2018 年核心 EPS 分别为 0.87、1.00 和 1.14 元，对应 17-18 年 PE 分别为 43 和 38 倍。公司丰富的品牌梯度以及全渠道渗透有望给公司未来带来持续业绩增长空间。考虑到公司为次新股，在同行业中增速较为稳健，中高端女装市场空间依旧较大，给予 17 年 48 倍 PE，3-6 个月目标价 48 元。

风险提示：终端销售不振、存货周转不力、电商销售对传统渠道的冲击

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	43.42 元
目标价格	48 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	285.04
流通 A 股股本(百万股)	71.26
A 股总市值(百万元)	12,376.44
流通 A 股市值(百万元)	3,094.11
每股净资产(元)	5.69
资产负债率(%)	31.27
一年内最高/最低(元)	50.98/24.16

作者

吴晓宇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100002
wuxiaoyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,172	1,225	1,250	1,393	1,571
增长率(%)	2.8	4.5	2.1	11.4	12.8
EBITDA(百万元)	323	317	392	438	459
净利润(百万元)	229	224	247	286	325
增长率(%)	-9.2	6.6	1.2	16.0	13.6
EPS(元/股)			0.87	1.00	1.14
市盈率(P/E)			50.2	43.2	38.1
市净率(P/B)			9.9	9.4	8.6
市销率(P/S)			9.6	8.6	7.7
EV/EBITDA			31.6	28.3	27.0

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 中高端时装龙头，多品牌、全渠道布局	4
1.1. 股权结构稳定、业务架构清晰	4
1.2. 多品牌梯度式发展，风格多样、定位互补	4
1.2.1. 玖姿女装品牌	6
1.2.2. 尹默女装品牌	6
1.2.3. 安正男装品牌	7
1.2.4. “摩萨克”与“斐娜晨”女装品牌	7
1.3. 全渠道布局，直营与五季业务可期	8
1.3.1. 零售终端多样化，商场店与专卖店相结合、网络销售为补充	8
1.3.2. 五季业务与正价门店协同发展	8
1.3.3. 正价门店运营调整，着重直营、扶助加盟	9
1.4. 宏观需求不振下“多品牌+五季”为营收关键，控费优秀、净利微升	10
1.4.1. “直营+五季”驱动收入增长，高端品牌尹默带动毛利率逐年提升	10
1.4.2. 控费能力较强，净利润稳中略增	12
2. 中高端成熟女装市场高速增长，集中度具备提升空间	12
2.1. 我国女装市场增速高于服装市场整体，仍具增长空间	12
2.2. 中高端女装市场增速高于女装整体，收入增长、城镇建设带动消费升级	13
2.3. 中高端成熟女装市场以本土品牌为主，集中度尚可提升	13
2.3.1. 本土品牌居中高端成熟女装市场主导地位	13
2.3.2. 市场集中度偏低，尚有提升空间	13
3. 品牌市场地位稳固，净利润率居高端女装首位	14
3.1. 主品牌玖姿位居高端女装第三，行业地位稳固	14
3.2. 公司整体业绩、运营效率居行业中游，净利润率行业第一	14
4. 公司核心亮点：终端管理优秀+研发能力突出+一体化供应链提升	15
4.1. 优秀的终端管理：重点商圈优质门店+多品牌集合店+信息化终端管理	15
4.2. 突出的研发能力：专业团队+开放机制+丰硕成果	16
4.3. 一体化、开放式供应链体系	16
5. 盈利预测及估值	17
6. 风险提示	19

图表目录

图 1：安正时尚股权结构示意图	4
图 2：安正时尚品牌组合具备价格、年龄梯度	5
图 3：安正时尚品牌矩阵	5
图 4：安正时尚电商渠道收入（亿元）	8
图 5：正价店与五季业务收入情况（亿元）	9
图 6：正价店与五季业务毛利率情况	9
图 7：直营与加盟开店情况	9

图 8: 公司营业收入及毛利率情况	11
图 9: 净利润及期间费用率情况 (亿元)	12
图 10: 2013-2015 年全国重点大型零售企业服装品牌市场综合占有率前十名榜单	13
图 11: 2015 年大型零售企业主要服装品类前十名品牌市场综合占有率	14
图 12: 2015 年高端女装上市及拟上市公司业绩对比 (亿元)	14
图 13: 2013-2015 年高端女装上市及拟上市公司毛利率对比	14
图 14: 高端女装上市及拟上市公司净利润率对比	15
图 15: 高端女装上市及拟上市公司期间费用率对比	15
图 16: 高端女装上市及拟上市公司存货周转率对比	15
图 17: 高端女装上市及拟上市公司应收账款周转率对比	15
图 18: 主品牌玖姿门店	16
图 19: 安正时尚集合店	16
图 20: 一体化、开放式产品供应链体系	16
图 21: 安正时尚文化创意产业园	17
表 1: 玖姿女装品牌业绩情况 (亿元)	6
表 2: 尹默女装品牌业绩情况 (亿元)	7
表 3: 安正男装品牌业绩情况 (亿元)	7
表 4: 新兴品牌业绩情况 (亿元)	7
表 5: 直营与加盟收入及毛利情况 (亿元)	9
表 6: 加盟商政策对比	10
表 7: 各渠道销售情况 (亿元)	11
表 8: 近年来公司期间费用率	12
表 9: 盈利预测明细 (百万元)	17
表 10: 相对估值	18

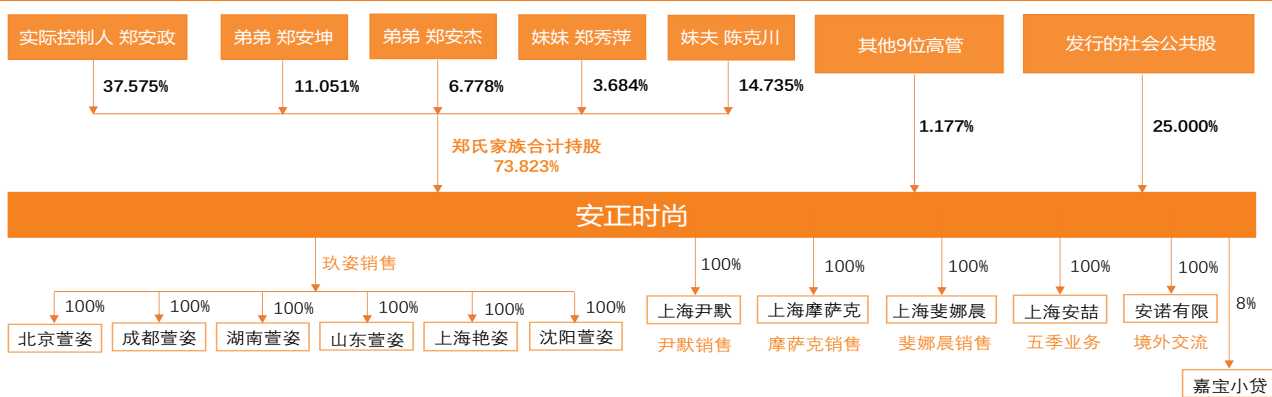
1. 中高端时装龙头，多品牌、全渠道布局

安正时尚成立于 2008 年，是一家集研发、生产、销售及品牌管理于一体的中高端时装企业，旗下拥有“玖姿”、“尹默”、“安正”等多个成熟男女时装品牌。目前，公司采取自主生产、委托加工及成衣采购相结合的开放式供应模式，建立了一体化供应链管理体系，充分响应中高档成熟男女时装高品质、多品种、短周期的市场需求。同时，公司全渠道布局完善，截至 2016 年 6 月 30 日，已在全国建立了 897 家销售门店，并通过五季门店和电商平台处理过季库存。

1.1. 股权结构稳定、业务架构清晰

郑氏家族集中控股，持股结构稳定。本次发行前，公司总股本为 21,378 万股，本次拟发行 7,126 万股新股，发行后公司控股股东和实际控制人郑安政持股不低于 37.6%，郑氏家族五人共持有公司股票 21,042 万股，占总股本的 73.823%，股权仍较为集中。

图 1：安正时尚股权结构示意图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

业务架构清晰，子公司分工明确。公司共设 12 家控股子公司及 1 家参股子公司嘉宝小贷。安正时尚作为母公司，对产品的开发、生产、供应链及加盟销售统一管理，同时交由下属子公司负责各品牌的直营销售。玖姿品牌下设 6 个销售子公司，尹默、安正、摩萨克、斐娜晨四大品牌及五季业务各分设 1 家销售子公司，职责分工明确，有利于保持不同品牌门店的独立风格与高效运营。此外，公司还设立了境外子公司安诺有限，负责国际时尚潮流的跟踪与交流，不涉及经营活动。

1.2. 多品牌梯度式发展，风格多样、定位互补

安正时尚致力于中高档时装，定位介于国际一线品牌与国内大众品牌之间，旗下拥有“JZ 玖姿”、“IMM 尹默”、“MOISSAC 摩萨克”、“FIONACHEN 斐娜晨”四个女装品牌及“安正”男装品牌。

公司的多品牌阵营从年龄、价格、发展阶段上构成完整梯度且风格各异，通过品牌的多样风格与互补定位，满足各目标市场细分的需求，从而提高公司的业务规模与整体竞争力。

(1) 年龄梯度：公司的品牌矩阵广泛覆盖 25-49 岁的消费群体。主品牌玖姿定位大淑，以 35-45 岁客户为核心目标，并通过较宽的产品线覆盖 28-49 岁的消费者；尹默、摩萨克及斐娜晨等中淑品牌定位于 25-35 岁的成熟女性；“安正”则主要面向 35-45 岁追求时尚品味的成熟男士。

(2) 价格梯度：公司的女装品牌组合有效贯穿目标客户的价格接受区间，主品牌玖姿定位中高端，在注重时尚、品质的同时兼顾性价比，尹默定位高端，摩萨克、斐娜晨则介于两者之间；安正作为男装品牌，敏锐地以中高端价位介入国际一线奢侈品牌与国内大众品牌之间的蓝海。

图 2：安正时尚品牌组合具备价格、年龄梯度



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

(3) 发展梯度：公司的多个品牌处于不同的发展阶段，形成了成熟主品牌带动新兴品牌的格局。主品牌玖姿已发展成为中高端女装市场的领导品牌之一，品牌知名度及忠诚度高，管理运营成熟。其市场影响力及稳定的业绩收入为分别处于成长期的“尹默”与培育期的“安正”、“摩萨克”及“斐娜晨”奠定了良好的发展基础；同时，茁壮成长的新兴品牌也为公司带来新增长点。

(4) 风格多样：公司的四大女装品牌风格各异，有效扩大了受众规模，并降低了潮流变化所蕴藏的市场风险，尤其在强调设计风格的中淑装领域，尹默、摩萨克、斐娜晨三大品牌的多样化设计有效覆盖了细分的消费需求；而安正男装品牌则强调时尚品味与商务需求的融合，在国内男装品牌普遍定位于商务或休闲的情况下，有效填补了市场空缺。

图 3：安正时尚品牌矩阵

品牌	LOGO	核心定位	成立时间	风格	品牌形象
玖姿	JZ Juzi	35-45岁女性	2001	自信、优雅、女人味	
尹默	尹默	28-35岁女性	2008	独立、知性、时尚	
摩萨克	MOISSAC	25-35岁女性	2014	灵动、华美、清新优雅	
斐娜晨	fiona.chen	28-32岁女性	2014	玩味、当代、精致	
安正	ANZHENG	35-45岁男性	2012	时尚、商务、品质	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

五大品牌差异化管理：设计、直营均独立，分类推广实现精准营销。公司以省级研发中心为核心，针对五大品牌分别专设研发部门，以保证各品牌风格独立；同时，多家子公司分别负责各品牌的直营销售管理，以实现各品牌的运营独立。在品牌推广方面，公司针对各品牌的差异化定位，采取针对性的推广策略——主品牌玖姿营销方式多元，从杂志、媒体

广告到时装发布会、娱乐营销、新媒体等；尹默作为小众高端女装，主攻时尚发布会及时尚杂志等精准渠道；摩萨克主要通过线下渠道店面体验性的宣传，斐娜晨则通过名人效应进行推广。男装品牌安正营销手段也不断多元化，除了传统杂志、发布会推广模式外，还加入了影视广告植入、VIP 体验沙龙等，以打造独特鲜明的品牌印记。

1.2.1. 玖姿女装品牌

公司主品牌玖姿创立于 2001 年，以 35-45 岁崇尚精致生活的都市女性为目标客群，致力于成为“最懂修饰女性身形的时尚专家”，系公司唯一一个直营与加盟销售并行的品牌。截至 2016H1，共设直营店 83 家、加盟店 610 家。

作为我国成熟女装的领导品牌之一，玖姿凭借成熟的品牌风格、广泛的市场覆盖、适销的商品特征，持续为公司提供半数以上的收入，并保持着较高的毛利率水平。十多年来，玖姿确立了“自信、优雅、女人味”的品牌风格，奠定了极强的品牌影响力；同时，玖姿强调产品的适销性，从核心客户的着装心理年龄出发，兼具时尚、舒适与性价比，从而有效覆盖 35-45 岁核心客户群，并保持高复购率与品牌忠诚度。

受益于品牌效应，玖姿收入规模大、定价能力强。2013-2016H1，玖姿品牌销售收入有所下降，主要系宏观市场不景气，加盟商收入减少所致；2013-2015 年，玖姿品牌毛利率总体保持在 70%左右的较高水平。2015 年毛利率小幅波动系产品结构调整所致，2016 H1 毛利率较高则为季节因素。此外，玖姿毛利率较其他高端女装品牌略低，与其注重适销性的品牌定位及加盟模式占比较高有关。

收入构成方面，玖姿为公司长期以来的主要收入来源，这一方面显示了玖姿的市场竞争地位，但同时也揭示了过于倚重主打品牌可能存在的经营风险。近年来，随着多品牌战略逐步推进、五季业务迅速增长，玖姿占比已由 2013 年的 84.89%降至 2016H1 的 52.93%，可见公司业务收入逐渐多元化，增长潜力可期。

表 1：玖姿女装品牌业绩情况（亿元）

	2013	2014	2015	2016H1
玖姿收入	9.68	9.19	8.15	2.79
YOY		-5.03%	-11.31%	
占比	84.89%	78.53%	66.66%	52.93%
毛利率		71.35%	68.04%	76.71%
直营收入	2.16	1.81	1.40	0.68
YOY		-16.19%	-22.60%	
毛利率		84.85%	78.08%	83.15%
加盟收入	7.51	7.38	6.75	2.11
YOY		-1.82%	-8.53%	
毛利率	63.92%	68.03%	65.95%	74.64%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2.2. 尹默女装品牌

“尹默”女装创立于 2008 年，致力于塑造独立、知性、时尚的品牌形象，服务于 28-35 岁具有良好教育背景、经济独立、追求自我形象的都市成熟女性。由于目标客群在注重时尚、品牌的同时，追求服装的设计感和对自我审美观的诠释，因此尹默的产品设计感与附加值较高。截至 2016H1，尹默已在全国建立了 81 家直营店。

随着品牌知名度不断提升、运营日趋成熟，尹默的销售规模与收入占比快速增长，2013-2015 年收入 CAGR 达到 22.49%，成为公司第二大收入来源（2016H1 收入占比达 15.49%）；同时，品牌的定价能力不断增强，毛利率水平由 2014 年的 76.51%稳步上升至 2016H1 的 85.95%。极高的毛利率水平也体现了其高端的市场定位。

表 2：尹默女装品牌业绩情况（亿元）

	2013	2014	2015	2016H1
尹默收入	1.01	1.24	1.52	0.82
YOY		22.37%	22.62%	
占比	8.88%	10.59%	12.43%	15.49%
毛利率		76.51%	82.23%	85.95%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2.3. 安正男装品牌

安正男装是公司于 2012 年推出的高端品牌，面向 35-45 岁追求事业成就、高品质生活及时尚品味的都市成熟男士，选用高端进口面料，兼具时尚的设计、舒适的品质及本土化的版型。截至 2016H1，尚处于培育期的安正男装已在全国 23 个重点城市开设了 32 家直营门店。

随着“大气、品质、时尚”的设计风格逐步取得消费者认同，安正收入规模大幅提升，2013-2015 年收入 CAGR 达到 26.63%。

表 3：安正男装品牌业绩情况（亿元）

	2013	2014	2015	2016H1
安正收入	0.22	0.30	0.36	0.25
YOY		33.94%	19.72%	
占比	1.96%	2.56%	2.93%	4.70%
毛利率		65.64%	76.61%	73.84%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2.4. “摩萨克”与“斐娜晨”女装品牌

2014 年下半年，公司在中淑装细分领域先后收购了“摩萨克”与“斐娜晨”两个时装品牌。摩萨克定位于“法式浪漫、梦幻俏皮、华丽精致”的品牌文化，强调灵动、华美、清新优雅的设计风格；斐娜晨则注重年轻化的设计定位，主打“玩味、当代、精致”的品牌风格。截至 2016H1，摩萨克与斐娜晨已分别开设了 19 家、33 家直营门店。

目前，两个品牌尚处于培育期，收入规模小、增速高；毛利率方面，摩萨克品牌处于同业平均水平，斐娜晨则略高，与其新颖独特的风格定位有关——斐娜晨以舒适、大胆的色彩组合与拼接，趣味、幽默的裁剪与图案，致力于不断为中国当代女性带来着装的愉悦和惊喜。

表 4：新兴品牌业绩情况（亿元）

	2014	2015	2016H1
摩萨克收入	0.11	0.24	0.12
YOY		118.34%	
占比	0.95%	1.99%	2.20%
毛利率	60.74%	72.37%	80.62%
斐娜晨收入	0.01	0.12	0.20
YOY		1543.22%	
占比	0.06%	0.99%	3.82%
毛利率	75.92%	77.73%	80.36%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

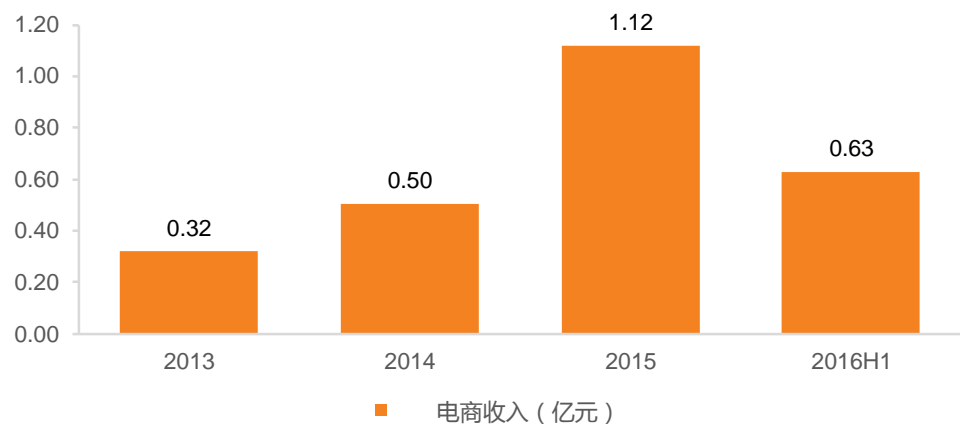
1.3. 全渠道布局，直营与五季业务可期

1.3.1. 零售终端多样化，商场店与专卖店相结合、网络销售为补充

安正时尚综合运用百货商场店、街边专卖店店、购物中心店等实体销售渠道，同时以电商平台为补充，建立了多样化的终端零售渠道。一方面，公司已与大商集团、银泰百货、卓展集团、百联集团、王府井集团、万达百货等众多商业集团建立了广泛而深入的合作，除销售分成外，还在门店形象、客户资源等多方面相互扶持；另一方面，公司通过加强门店选址与VIP客户关系管理，有效缓解了中高档成熟女装对百货商场零售渠道的依赖程度，丰富渠道模式。截至2016H1，公司的商场联营门店达696家，品牌专卖店达201家（含街边专卖店与购物中心店）。

此外，公司于2011年开设电商渠道，包括天猫商场、唯品会等线上平台旗舰店，业务增长迅速。2013-2015年CAGR达86.83%；2016H1实现线上收入6,291.53万元，占主营业务比重达11.92%。目前电商渠道仅销售过季库存，未来有望进一步拓展。

图4：安正时尚电商渠道收入（亿元）



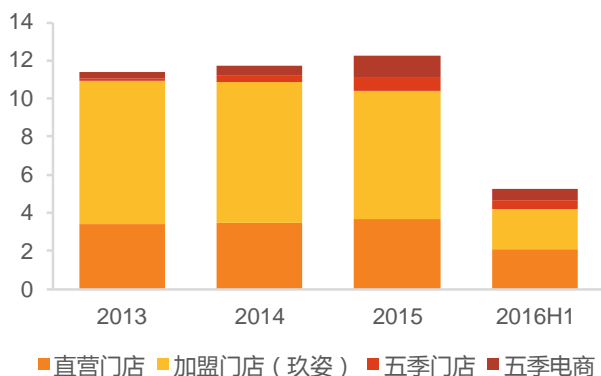
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3.2. 五季业务与正价门店协同发展

随着电商购物及奥特莱斯名品折扣零售业态日趋成熟，公司及时把握新兴渠道，建立了线上、线下相结合的五季产品销售渠道，专门负责消化过季和滞销库存，与正价门店协同发展，增长迅速。截至2016H1，公司在全国共建立了34家五季门店，并在天猫商城与唯品会平台上建有品牌旗舰店。2013-2015年五季业务收入CAGR达94.21%；2016H1，公司线上、线下五季销售合计实现收入1.09亿元，占主营业务比重提升至20.7%。

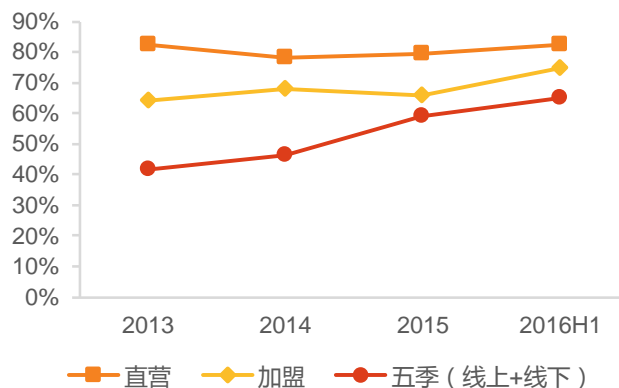
五季业务有效避免了折扣促销对正价终端与品牌形象的影响，未来将继续作为重要辅助渠道，与正价店功能互补。同时，随着成熟女性的网购习惯逐步增强及O2O业务日趋成熟，公司将针对线上渠道推出独立的品牌或款式，或实现线上、线下当季产品的同步发售。

图 5：正价店与五季业务收入情况（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 6：正价店与五季业务毛利率情况



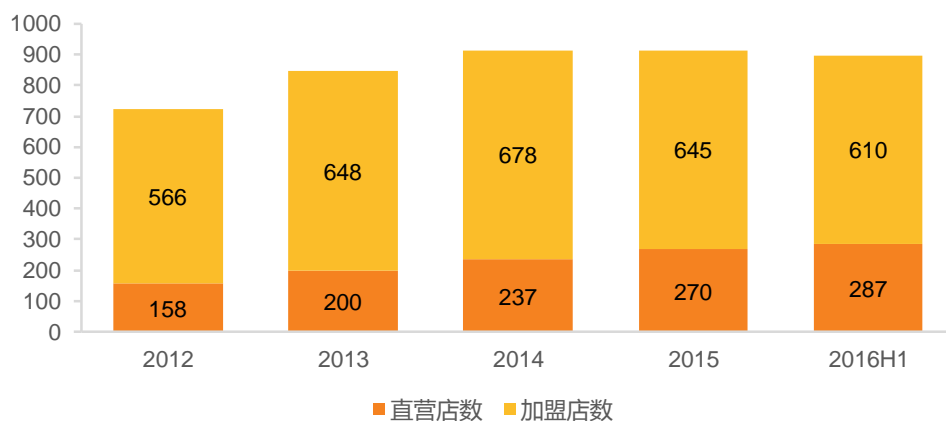
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3.3. 正价门店运营调整，着重直营、扶助加盟

从线下正价店来看，主品牌玫姿采取直营和加盟并行的销售模式，将两种模式在终端管控与扩张速度上的优势有机结合；基于主品牌的运营经验及市场影响力，公司其他新品牌目前全部采用直营模式。

近年来，随着新品牌迅猛扩张，公司直营门店占比逐年提升，收入提速增长；加盟收入占比则逐年下降，一方面系直营与五季业务快速增长，另一方面与宏观需求不振导致加盟收入下降有关。为此，公司积极优化门店结构、拓展直营渠道，同时出台退/换货政策扶助加盟商。

图 7：直营与加盟开店情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 5：直营与加盟收入及毛利情况（亿元）

	2013	2014	2015	2016H1
直营收入	3.40	3.47	3.65	2.07
YOY		2.1%	5.1%	
占比	29.8%	29.7%	29.8%	39.2%
直营毛利率	82.4%	77.9%	79.3%	82.2%
加盟收入	7.51	7.38	6.75	2.11
YOY		-1.8%	-8.5%	
占比	65.9%	63.0%	55.2%	40.1%
加盟毛利率	63.9%	68.0%	66.0%	74.6%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

(1) 加盟店: 公司加盟收入及其占比在 2013-2014 年相对平稳, 2015 年起门店数及收入下降较为明显。在市场需求不振、电商迅速发展的大环境下, 采用买断模式的加盟商作为中间销售环节受到一定影响。2015 年加盟收入下滑, 系主要加盟商“包头健芜”受内蒙古、山西等区域市场不景气影响, 收入下降所致。

为此, 公司一方面积极优化门店结构, 自 2015 年起关停部分盈利较差门店, 并将部分门店转为直营经营。2016H1 收入下降即与门店结构调整及季节性因素有关。另一方面, 公司自 2014 年起, 将加盟商“换货政策”调整为“退货政策”, 过时、滞销存货则交由五季渠道销售, 以促进商品有效流动、提升终端形象, 从而扶助加盟商良性发展

表 6: 加盟商政策对比

	2013 年	2014 年起
加盟商政策	等额换货	退货政策 (销售须达标)
一般换/退货比例	15%	10%
长期合作比例	35%	35%
加盟商买断折扣	3.9-4.7	退货率+1%, 折扣+0.015 折

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

(2) 直营店: 2013-2015 年, 直营门店在新品牌快速增长的带动下保持年均 35 家的开店速度, 收入提速增长, 2016H1 实现直营收入 2.07 亿元, 占主营业务收入比重近 40%, 较 2013-2015 年的 30%左右显著提高。

未来, 公司将逐步提高直营比例并强化加盟管理, 构建更合理有效的渠道结构, 兼顾两种模式的运营优势。在品牌发展或区域扩张的初期, 借助加盟商资源, 有利于快速建立销售渠道、抢占市场份额; 但随着品牌发展, 加强直营比例将有助于公司提升终端管控和利润空间。

1.4. 宏观需求不振下“多品牌+五季”为营收关键, 控费优秀、净利微升

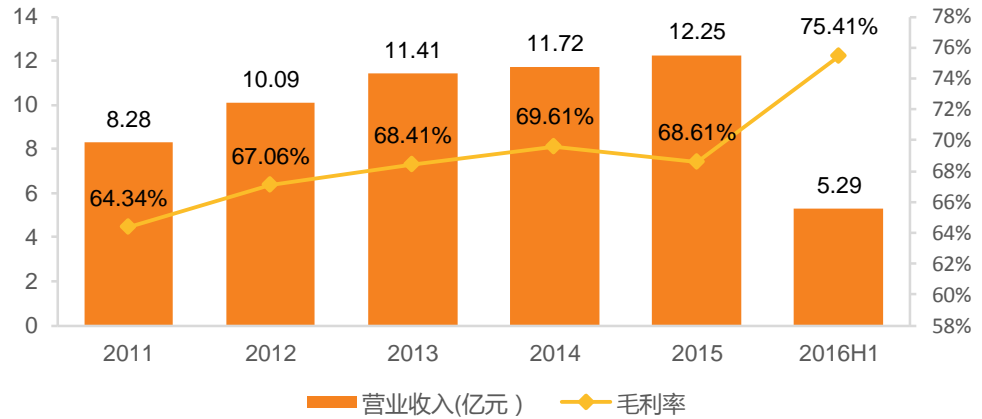
2016 年前三季度, 公司在营业收入同比下降 7.01%的情况下, 凭借不断毛利率提升和极强的控费能力, 保持归母净利润 2.07%的小幅增长。

1.4.1. “直营+五季”驱动收入增长, 高端品牌尹默带动毛利率逐年提升

近年来, 在整体需求不振的大背景下, 公司收入增长主要由新兴品牌占比较高的直营渠道及五季业务驱动, 尤其是尹默品牌以 22.5%的年均增速成为公司第二大收入来源 (16H1 占比 15.5%)。2016 年前三季度, 在宏观经济不景气的大环境下, 公司营业收入同比下降 7.01%, 但随着新兴品牌逐渐成熟、渠道结构优化, 收入水平有望改善。

近年来, 公司毛利率总体呈增长态势, 主要系定位高端的尹默品牌收入占比和毛利率双重提升所致。公司 70%左右的较高毛利水平, 要归功于其突出的研发设计能力、规模化优势及供应链一体化。2015 年, 公司整体毛利率略有下降, 与折扣销售及加盟店退货策略有关; 2016H1, 毛利率水平大幅提升, 主要系季节性因素。

图 8：公司营业收入及毛利率情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 7：各渠道销售情况（亿元）

	2013	2014	2015	2016H1
主营业务收入	11.40	11.70	12.23	5.28
YOY		2.7%	4.5%	
直营门店	3.40	3.47	3.65	2.07
YOY		2.1%	5.1%	
占比	29.8%	29.7%	29.8%	39.2%
玫姿	2.16	1.81	1.40	0.68
YOY		-16.19%	-22.60%	
占比	18.99%	15.50%	11.48%	12.87%
尹默	1.01	1.24	1.52	0.82
YOY		22.37%	22.62%	
占比	8.88%	10.59%	12.43%	15.49%
安正	0.22	0.30	0.36	0.25
YOY		33.94%	19.72%	
占比	1.96%	2.56%	2.93%	4.70%
摩萨克		0.11	0.24	0.12
YOY			118.34%	
占比		0.95%	1.99%	2.20%
斐娜晨		0.01	0.12	0.20
YOY			1543.22%	
占比		0.06%	0.99%	3.82%
加盟店-玫姿	7.51	7.38	6.75	2.11
YOY		-1.8%	-8.5%	
占比	65.9%	63.0%	55.2%	40.1%
五季业务（线上+线下）	0.49	0.85	1.83	1.09
YOY		75.7%	114.6%	
占比	4.3%	7.3%	15.0%	20.7%

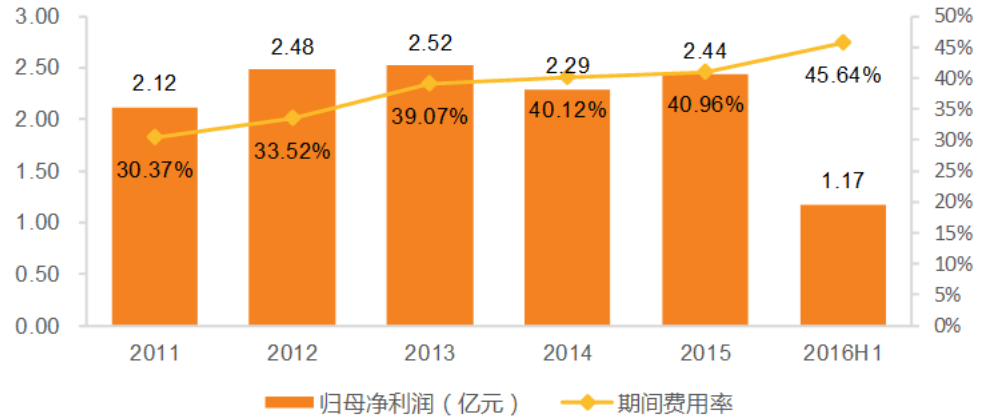
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.4.2. 控费能力较强，净利润稳中略增

公司控费能力较强。2013 年以来期间费用率基本保持稳定，略微上涨系销售费用随公司渠道拓展、营销活动增加而相应增长；2014 年来财务费用率显著增加，系安正产业园投资需求引发的银行借款利息支出。2016H1 期间费用增长为季节性因素。

2016 年前三季度，公司凭借不断提升的毛利率水平和强大的控费能力，在营业收入同比下降 7.01%的情况下，保持归母净利润 2.07%的小幅增长。

图 9：净利润及期间费用率情况（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 8：近年来公司期间费用率

	2013	2014	2015	2016H1
销售费用率	24.93%	25.56%	26.73%	29.39%
管理费用率	14.09%	14.47%	13.80%	15.75%
财务费用率	0.05%	0.10%	0.42%	0.50%
期间费用率	39.07%	40.12%	40.96%	45.64%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 中高端成熟女装市场高速增长，集中度具备提升空间

2.1. 我国女装市场增速高于服装市场整体，仍具增长空间

我国女装市场增速高于服装市场整体。据 Euromonitor 报告，2005-2015 年，我国女装零售总额以 CAGR 10.97% 逐年稳增。2015 年我国女装零售规模达到 7838 亿元，同比增长 7.8%，远高于服饰行业整体 2% 的增速。服装行业大致可分为女装、男装、童装三大子行业。由于改革开放后男性率先参与现代商业活动，我国服装行业经历了先男装、后女装的发展过程。随着女性收入及社会地位的提升，加之女装多样、时尚的需求特征，我国女装市场迅速增长，后来居上。

2013 年以来，我国女装市场增速有所放缓，但仍具增长空间。2015 年我国女装和男装市场规模比为 1.7 倍，而据国际经验，2007 年日本消费比达 2.4 倍，2010 年美国市场的消费比为 1.8 倍。

2.2. 中高端女装市场增速高于女装整体，收入增长、城镇建设带动消费升级

近年来，高端女装在消费升级的背景下增速超越女装整体。据 Euromonitor 报告，2010-2014 年我国中高端女装市场规模自 766.79 亿元增长至 1,175 亿元，零售额 CAGR 达 11.26%，高出整体女装 1.58 个百分点，预计 2019 年市场规模将达到 1,718 亿元。

随着收入及城镇化率的增长，我国消费观念从生存型向个性型、甚至享受型升级，高端需求逐步释放。据 Euromonitor 数据，2014 年我国女性人均年可支配收入达 21,153 元人民币，2010-2014 年复合增长率 12.10%。按国际经验，当居民收入水平升至 3000 美元以后，将出现消费升级。目前，我国女装消费者对品牌文化、个性时尚及消费体验的要求都日益提高。同时，我国城镇建设逐年推进，2007-2015 年城镇化率由 45.89% 上升至 56.10%。随着区域协调发展，三、四线城市迅速发展，中高端女装需求将加速下沉，从而扩大市场空间。

2.3. 中高端成熟女装市场以本土品牌为主，集中度尚可提升

2.3.1. 本土品牌居中高端成熟女装市场主导地位

女装市场可大致分为少女装、成熟女装与中老年女装三个子领域。我国成熟女装市场以本土品牌为主。以 2015 年全国重点大型零售企业的女装销售情况为例，市场综合占有率前十名品牌排除 ONLY、VEROMODA、拉夏贝尔、Ochirly 四个少女品牌女装后，六个成熟女装品牌中，玛丝菲尔、雅莹、玖姿、玫而美均为内地自主品牌，哥弟与阿玛施发展于中国台湾。

如此行业格局的形成，主要有三点原因：（1）成熟女性在注重时尚的同时，对服装的面料品质及舒适合体有较高要求，而本土品牌在生产加工技术、本土化设计方面具备竞争优势。（2）进口女装品牌以少女品牌和国际一线奢侈品牌为主，未对中高端成熟女装品牌构成直接竞争。在国外具有相同市场定位的二线高端品牌主要服务于欧美市场，对于国内消费者而言，既缺乏本土化的研发设计与文化认同，又难以像国际一线品牌那样能够满足炫耀性、象征性的奢侈品消费需求，故缺乏引进基础。（3）我国成熟女装市场起步于 21 世纪的消费升级时代，国内服装品牌的研发设计水平与运营能力已初具形态，迅速崛起的本土品牌有效地填补了市场空白，并在中产成熟女性较高的品牌忠诚度下，长居市场主导地位。

图 10：2013-2015 年全国重点大型零售企业服装品牌市场综合占有率前十名榜单

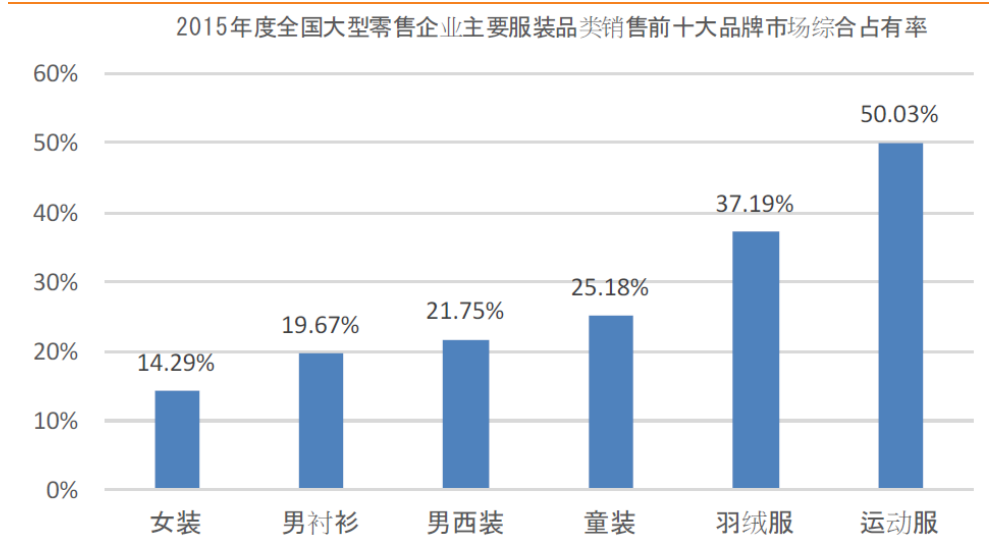
序号	2013 年		2014 年		2015 年	
	品牌名称	占有率%	品牌名称	占有率%	品牌名称	占有率%
1	VERO MODA	3.82	VERO MODA	2.80	ONLY	2.23
2	ONLY	3.78	ONLY	2.71	VERO MODA	2.15
3	哥弟	2.37	哥弟	2.04	哥弟	1.61
4	Ochirly	1.66	Ochirly	1.51	拉夏贝尔	1.32
5	玖姿	1.61	玛丝菲尔	1.46	玛丝菲尔	1.31
6	玛丝菲尔	1.52	拉夏贝尔	1.44	雅莹	1.23
7	雅莹	1.51	雅莹	1.41	Ochirly	1.18
8	拉夏贝尔	1.46	AMASS	1.33	阿玛施	1.12
9	衣恋	1.36	玖姿	1.29	玖姿	1.11
10	AMASS	1.34	朗姿	1.12	玫而美	1.03

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.3.2. 市场集中度偏低，尚有提升空间

尽管中高端成熟女装市场需求增速快，但由于行业竞争企业众多，集中度仍然偏低。依然以 2015 年女装市场综合占有率前十名品牌为例，合计占有率仅为 14.29%，排名第一的 ONLY 品牌仅占市场的 2.23%，明显低于其他服装品类。未来，随着行业领先企业在技术、人才、渠道及资金等方面的集聚，市场集中度将有望进一步提高。

图 11：2015 年大型零售企业主要服装品类前十名品牌市场综合占有率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3. 品牌市场地位稳固，净利润率居高端女装首位

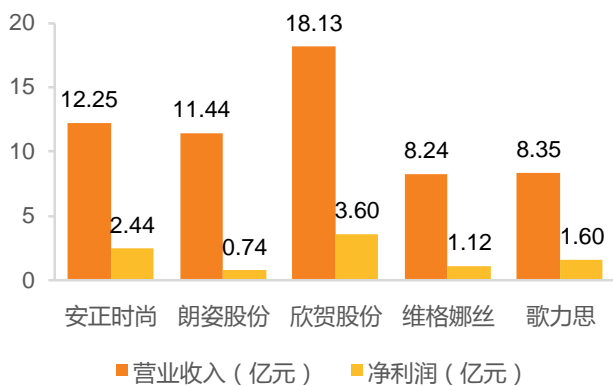
3.1. 主品牌玖姿位居高端女装第三，行业地位稳固

经过十余年的发展，公司主导品牌“玖姿”已成为我国成熟女装领域的领导品牌之一，2013-2015 年连续三年位列全国重点大型零售企业女装销售市场占有率前十。在 2015 年上榜的六个成熟女装品牌中，位列第五；在高端成熟女装中，位列第三。

3.2. 公司整体业绩、运营效率居行业中游，净利润率行业第一

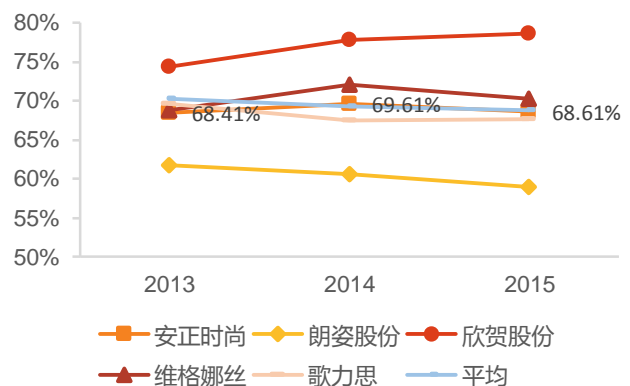
在我国高端女装行业 5 家上市公司及拟上市公司中，2015 年安正时尚营业收入及净利润仅次于拟上市的欣贺股份，均位列第二名。安正时尚毛利率为 68.61%，与歌力思较为相近，略低于行业平均值 68.84%，一方面系公司主品牌玖姿的定位注重适销性；另一方面，系主品牌玖姿的加盟收入占比较高，而其他可比公司普遍以直营模式为主。随着公司多品牌战略推进及渠道优化，毛利率水平有望超越行业均值。

图 12：2015 年高端女装上市及拟上市公司业绩对比（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

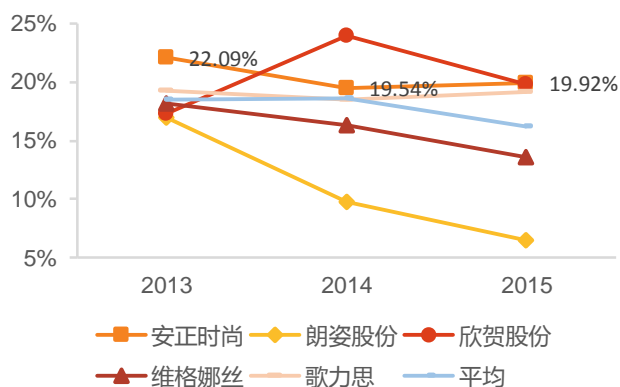
图 13：2013-2015 年高端女装上市及拟上市公司毛利率对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

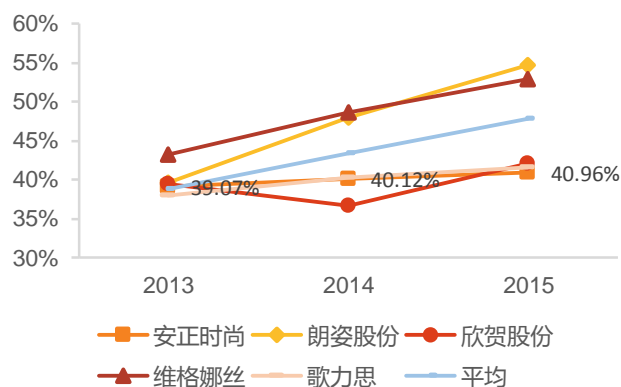
2015 年，安正时尚以 19.92%的净利润率位列 5 家企业第一，大幅领先朗姿股份及维格娜丝，一方面由于公司被认定为高新技术企业，可享受 15%的优惠所得税率；另一方面，正体现出公司行业领先的控费能力。2015 年，安正时尚的费用率为 5 家公司最低。过去 3 年中，在 4 家可比公司费用率大幅增长的情况下，安正时尚的费用率相对稳定。

图 14：高端女装上市及拟上市公司净利润率对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

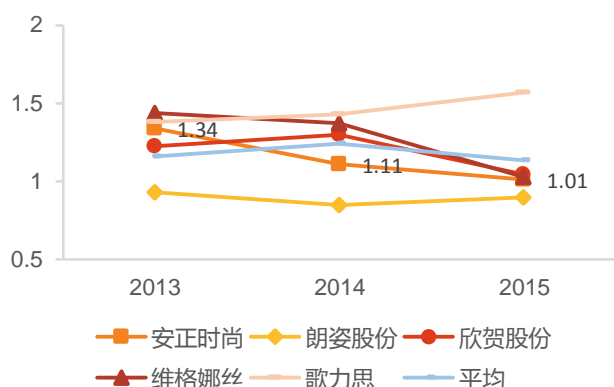
图 15：高端女装上市及拟上市公司期间费用率对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

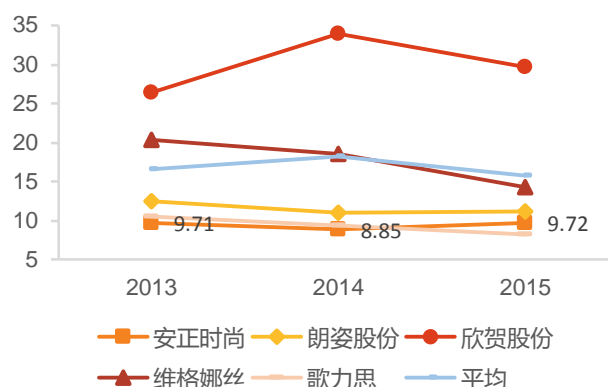
运营效率方面，2013-2015 年及 2016H1，安正时尚的存货周转率有小幅下降趋势，但与行业平均水平相近；安正时尚应收账款周转率低于同行业公司平均水平，主要系公加盟占比高于同业所致，大部分账龄较短，基本符合公司经营模式特点。

图 16：高端女装上市及拟上市公司存货周转率对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 17：高端女装上市及拟上市公司应收账款周转率对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 公司核心亮点：终端管理优秀+研发能力突出+一体化供应链提升

4.1. 优秀的终端管理：重点商圈优质门店+多品牌集合店+信息化终端管理

公司在全国 31 个省、自治区及直辖市主要城市的重点商圈开设门店，为消费者提供便捷的购物渠道。同时，公司与购物中心及商圈密切合作，注重以终端门店形象、橱窗与陈列的视觉效果展现品牌风格，提升品牌认知度。

自 2015 年上半年至今，公司开设了 5 家“安正尚品”多品牌集合店，通过汇聚公司四大高端时尚女装品牌，营造风格多样、款式丰富的一站式购物环境，在提升购物体验 and 消费密度的同时，利用核心品牌的客户黏性吸引客流，提升新兴品牌的知名度。

此外，公司对直营与加盟终端实行统一的信息化管理，通过分销信息系统与即时通讯工具，及时掌握货品的零售与库存情况，并实现各销售终端的无缝对接。由此，在加强终端统一管控的同时，为柔性供应链体系提供数据支持。

图 18：主品牌玖姿门店



资料来源：百度图片，天风证券研究所

图 19：安正时尚集合店



资料来源：百度图片，天风证券研究所

4.2. 突出的研发能力：专业团队+开放机制+丰硕成果

专业的研发团队：公司以省级企业研发中心为基础，下设玖姿、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨五大品牌研发部，从品牌的长期发展战略出发，独立开展各品牌产品的全程研发工作。

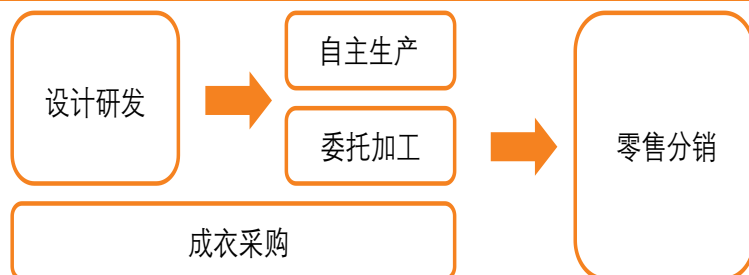
开放的研发机制：自主研发、开放创新。在自主研发方面，公司研发团队积极与销售终端合作，借助终端信息系统及定期的市场调研、产品宣贯与评审会议，及时、准确地了解全国各地的市场数据和客户反馈，从而按需研发，提高市场定位的准确性。在开放创新方面，2013 年，公司聘请法国著名色彩趋势研究机构贝克莱尔公司（PeclersParis S.A.S），参与各季产品的主题选择与色彩创作过程，引入与掌握国际前沿的色彩流行趋势与研究方法；同时，公司聘请来自意大利、英国、韩国等国家的多名国际知名时装设计师担任品牌创意顾问，参与公司各品牌的设计企划工作。

丰硕的研发成果：公司每年推出 4,000 多款产品设计，产品附加值不断提高。目前，公司凭借创新款式和版型研发成果，共获得 9 项实用新型专利，2013-2015 年公司被认定为浙江省高新技术企业，2016 年相关认定手续业已办理。

4.3. 一体化、开放式供应链体系

公司建立了集设计研发、采购生产、零售分销为一体的完整供应链；同时，公司实行自主生产、委托加工与成衣采购并行的开放式产品供应链体系。一方面，有效利用外部产能，提升产品供应的规模、种类及效率；另一方面，以自有产能承接结构与工艺较为复杂的品类款式，促进供应链一体化、柔性化发展。两相结合，从而更好地适应中高档成熟男女时装市场高品质、多品种、短周期的产品特征。

图 20：一体化、开放式产品供应链体系



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

未来，公司将进一步扩充自有产能，增强柔性供应链建设，从而更敏锐地响应市场需求。

具体而言，自主产能具备以下优势：（1）提高研发与生产环节间的衔接效率、缩短新品上市时间，满足中高档时装多款式、短周期等技术要求；（2）对生产加工技术的掌握，有利

于严格管控外协加工品质；(3) 基于自主产能，公司可根据零售终端销售反馈、库存面辅料的储备情况，及时、快速地追单生产，进一步增强公司供应链的柔性化程度。

2012年，公司在海宁经济开发区建设了集研发、生产、仓储、展示及管理为一体的“安正时尚集团文化创意产业园”，总占地面积约14.1万平方米，已于2015年正式投用。随着募投项目的实施，总部产业园的软、硬件设施将更为先进完善，推动公司的一体化供应链建设实现跨越式发展。

图 21：安正时尚文化创意产业园



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

5. 盈利预测及估值

我们预计公司 2016-2018 年实现营业收入分别为 12.50/13.93/15.71 亿元，同比增速分别为 2.1%/11.4%/12.8%；实现核心净利润分别为 2.47/2.86/3.25 亿元，同比增长分别为 1.2%/16.0%/13.6%。预计 2016-2017 年核心 EPS 为 0.87/1.00/1.14 元，对应 17-18 年 PE43 和 38 倍。

表 9：盈利预测明细（百万元）

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
玖姿					
销售收入	919	815	678	643	633
YoY	-5.0%	-11.3%	-16.8%	-5.2%	-1.6%
毛利率	71.4%	68.0%	68.7%	69.9%	70.2%
玖姿直营收入					
	181	140	104	121	142
YoY	-16%	-23%	-26%	16%	17%
门店数			90	121	142
单店收入			1.2	1.0	1.0
毛利率	84.8%	78.1%	78.0%	78.0%	78.0%
玖姿加盟收入					
	738	675	574	522	491
YoY	-1.8%	-8.5%	-14.9%	-9.1%	-6.0%
门店数	678	645	590	540	500
单店收入	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
毛利率	68.0%	66.0%	67.0%	68.0%	68.0%
尹默					
销售收入	124	152	187	228	274
YoY	22.4%	22.6%	23.0%	22.0%	20.0%
门店数			90	111	132

单店收入			2.1	2.1	2.1
毛利率	76.5%	82.2%	82.0%	82.0%	82.0%
安正					
销售收入	30	36	43	52	61
YoY	34%	20%	21%	19%	19%
毛利率	65.6%	76.6%	71.0%	72.0%	72.0%
摩萨克					
销售收入	11	24	37	50	67
YoY		118%	52%	35%	33%
毛利率	60.7%	72.4%	74.0%	73.0%	73.0%
斐娜晨					
销售收入	1	12	24	39	56
YoY		1543%	100%	60%	45%
毛利率	75.9%	77.7%	79.0%	79.0%	79.0%
五季					
销售收入	85	183	279	379	478
YoY	75.7%	114.5%	52.0%	36.0%	26.2%
毛利率	46.3%	58.9%	59.0%	59.0%	58.0%
五季门店	35	72	111	144	173
YoY	110.9%	104.0%	55.0%	30.0%	20.0%
五季电商	50	112	168	235	305
YoY	57.4%	121.7%	50.0%	40.0%	30.0%
营业总收入	1,172	1,225	1,250	1,393	1,571
YoY	2.8%	4.5%	2.1%	11.4%	12.8%
总体毛利率	69.6%	68.6%	69.0%	69.3%	69.1%
销售费用率	25.6%	26.7%	26.3%	25.9%	25.6%
管理费用率	14.5%	13.8%	13.6%	13.6%	13.4%
财务费用率	0.1%	0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
营业税金及附加比率	1.3%	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%
资产减值损失	6.2%	5.6%	5.2%	5.0%	5.0%
所得税率	12.2%	13.9%	14.0%	14.0%	14.0%
核心净利润	229	244	247	286	325
YoY	-9.2%	6.6%	1.2%	16.0%	13.6%
核心 EPS	0.80	0.86	0.87	1.00	1.14
PE				43	38

资料来源: Wind, 天风证券研究所

相对估值: 综合服装行业可比上市公司(朗姿、维格娜丝、太平鸟)的平均市场估值, 2017/2018 年平均市场 PE 分别为 37/31 倍。考虑到公司为次新股, 在同行业中整体增速较为稳健, 中高端成熟女装市场发展空间较大, 因此我们给予公司 17 年 48 倍 PE, 3-6 个月目标价 48.00 元。

表 10: 相对估值

	2017E	2018E
朗姿股份	37	29
维格娜丝	30	25
安正时尚	43	38

太平鸟	37	31
平均	37	31

资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

终端销售持续低迷、存货规模持续攀升、电商销售对传统渠道的冲击。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	105.87	44.19	351.23	596.29	1,081.04	营业收入	1,172.11	1,224.89	1,249.39	1,392.58	1,570.83
应收账款	156.70	128.05	163.37	85.26	191.71	营业成本	356.23	384.48	392.17	430.21	479.25
预付账款	20.93	9.93	42.34	4.20	47.19	营业税金及附加	15.39	15.90	16.53	17.97	20.01
存货	358.92	403.60	287.74	508.72	344.62	营业费用	299.59	327.39	311.44	341.65	259.56
其他	46.56	168.27	131.84	118.36	134.94	管理费用	169.57	169.09	180.75	137.06	122.15
流动资产合计	688.97	754.04	976.51	1,312.83	1,799.49	财务费用	1.14	5.20	3.85	(2.12)	(3.76)
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	84.36	87.06	74.16	81.86	81.03
固定资产	202.86	482.65	531.87	584.62	626.49	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	339.84	96.21	93.73	104.24	92.54	投资净收益	9.79	14.00	10.11	10.11	10.11
无形资产	81.49	78.33	73.05	67.78	62.51	其他	(19.59)	(28.01)	(20.23)	(20.23)	(20.23)
其他	162.55	215.21	168.55	178.18	179.28	营业利润	255.64	249.77	280.60	374.07	578.70
非流动资产合计	786.74	872.40	867.21	934.82	960.82	营业外收入	9.16	34.81	19.57	21.18	25.19
资产总计	1,475.71	1,626.44	1,843.71	2,247.65	2,760.31	营业外支出	4.10	1.34	2.49	2.64	2.16
短期借款	0.00	70.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	260.70	283.24	297.69	392.61	601.73
应付账款	159.57	144.72	113.76	198.97	148.88	所得税	31.90	39.37	36.42	58.89	90.26
其他	223.46	183.19	246.27	208.89	263.57	净利润	228.81	223.87	247.27	285.72	325.47
流动负债合计	383.02	397.90	360.03	407.86	412.45	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	228.81	223.87	247.27	285.72	325.47
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.80	0.86	0.87	1.00	1.14
其他	98.15	85.47	80.17	87.93	84.52						
非流动负债合计	98.15	85.47	80.17	87.93	84.52						
负债合计	481.17	483.37	440.19	495.79	496.97	主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	213.78	213.78	213.78	285.04	285.04	营业收入	2.75%	4.50%	2.10%	11.40%	12.80%
资本公积	5.20	5.20	5.20	5.20	5.20	营业利润	-6.93%	-2.29%	2.34%	13.31%	14.70%
留存收益	780.81	928.47	1,189.74	1,523.46	2,034.93	归属于母公司净利润	-9.19%	6.58%	1.20%	16.00%	13.60%
其他	(5.24)	(4.39)	(5.20)	(5.20)	(5.20)	获利能力					
股东权益合计	994.54	1,143.07	1,403.52	1,751.87	2,263.34	毛利率	69.61%	68.61%	68.61%	68.61%	68.61%
负债和股东权益总计	1,475.71	1,626.44	1,843.71	2,247.65	2,760.31	净利率	19.52%	19.91%	20.91%	24.35%	33.50%
						ROE	23.01%	21.33%	18.62%	19.05%	22.60%
						ROIC	39.53%	29.81%	26.07%	35.29%	49.55%
						偿债能力					
						资产负债率	32.61%	29.72%	23.88%	22.06%	18.00%
						净负债率	22.11%	32.83%	26.30%	5.08%	-4.44%
						流动比率	1.80	1.90	2.71	3.22	4.36
						速动比率	0.86	0.88	1.91	1.97	3.53
						营运能力					
						应收账款周转率	8.16	8.60	8.57	11.03	11.03
						存货周转率	3.64	3.21	3.61	3.44	3.58
						总资产周转率	0.85	0.79	0.72	0.67	0.61
						每股指标(元)					
						每股收益	0.80	0.86	0.87	1.00	1.14
						每股经营现金流	0.75	0.93	1.49	1.06	1.83
						每股净资产	3.49	4.01	6.57	7.67	9.91
						估值比率					
						市盈率	54.29	50.94	50.20	43.20	38.10
						市净率	12.49	10.87	9.90	9.40	8.60
						EV/EBITDA	0.00	0.00	29.07	23.32	14.50
						EV/EBIT	0.00	0.00	31.60	28.30	27.00

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com