

推荐 (维持)

持续推进多品牌发展战略

风险评级：中风险

安正时尚 (603839) 深度报告

2019年4月19日

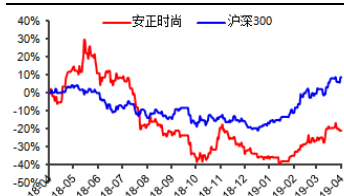
投资要点：

魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119410
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2019年4月18日

| | |
|-----------|--------|
| 收盘价(元) | 13.25 |
| 总市值(亿元) | 53.56 |
| 总股本(亿股) | 4.04 |
| 流通股本(亿股) | 1.06 |
| ROE(TTM) | 11.62% |
| 12月最高价(元) | 20.91 |
| 12月最低价(元) | 9.35 |

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- 公司是高端女装龙头，实行多品牌运营。公司目前旗下拥有玖姿、尹默、安正中高档时装品牌，摩萨克和斐娜晨两大中淑时装品牌及电商品牌安娜寇。公司于2001年创立了核心品牌“玖姿”女装，目前已发展成为国内中高档成熟女装领导品牌之一，在2015年全国大型零售企业的女装品牌销售排名中，“玖姿”品牌被列入市场综合占有率前十大女装品牌之一。公司持续推进多品牌战略，目前已形成了一个结构稳固、风格多样、定位互补的“金字塔式”品牌阵营。
- 目前公司业绩仍主要靠“玖姿”贡献，其他品牌业绩占比逐年提高。目前公司近七成收入来自其核心品牌“玖姿”，2018年前三季度“玖姿”品牌实现营收8.05亿元，营收占比约为69%，较2013年降低15个百分点。公司近几年持续推进多品牌战略，子品牌逐步贡献业绩，收入占比逐步提升；尹默、安正、摩萨克和斐娜晨2018年前三季度分别实现营收1.65亿元、0.55亿元、0.19亿元和0.88亿元，收入占比分别为14.2%、4.7%、1.6%和7.6%，分别较2013年提升5.4个百分点、2.8个百分点、1.6个百分点和7.6个百分点。
- 终端渠道调整于2016年结束，2017年恢复扩张。公司2015-2016年终端渠道持续调整，加盟店分别净关闭33家和95家；而直营店保持较好的扩张，2015-2016年分别净增加33家和42家。2017年加盟渠道恢复扩张，全年加盟店总数净增加31家；直营渠道保持扩张，全年直营店净增加24家。2018年渠道保持扩张，2018Q3末终端门店总数净增加40家，其中加盟店和直营店分别净增加24家和16家。
- 公司业绩自2017年开始逐步回升。受终端渠道调整影响，公司2016年业绩有所下滑。2017年终端渠道恢复扩张，业绩恢复正增长。2018年保持较快增长。2018年前三季度，公司实现营业总收入和归母净利润分别为11.62亿元和2.47亿元，分别同比增长16.66%和20.69%。
- 维持推荐评级。预计公司2018-2019每股收益分别为0.81元和1.00元，对应估值分别为16倍和13倍。公司持续推进多品牌战略，线下有望保持扩张，线上有望保持快增。公司未来业绩有望稳增，当前估值较为合理，维持推荐评级。
- 风险提示。终端消费低迷、渠道扩张减缓、存货减值风险等。

目 录

| | |
|------------------------|----|
| 1.公司持续推进多品牌运营 | 3 |
| 2.终端渠道保持扩张 | 4 |
| 3.国内高端女装市场仍有增长潜力 | 6 |
| 4.成长性与财务指标 | 8 |
| 4.1 成长性..... | 8 |
| 4.2 盈利能力分析 | 8 |
| 4.3 偿债能力分析 | 9 |
| 4.4 营运能力分析 | 10 |
| 5.投资建议..... | 11 |

插图目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1：公司 2018 前三季度各品牌营收（亿元） | 3 |
| 图 2：公司 2018 前三季度各品牌营收占比（%） | 3 |
| 图 3：公司近几年各品牌营收同比增速（%） | 4 |
| 图 4：公司近几年各品牌营收占比（%） | 4 |
| 图 5：公司 2018 年前三季度各销售区域收入占比（%） | 4 |
| 图 6：公司核心销售区域收入同比增速（%） | 4 |
| 图 7：公司直营店与加盟店数量（家） | 5 |
| 图 8：公司旗下品牌终端门店数量（家） | 5 |
| 图 9：高端女装品牌终端渠道数量（家） | 5 |
| 图 10：公司线上收入及同比增速（万元，%） | 6 |
| 图 11：公司线上线下收入占比（%） | 6 |
| 图 12：社会消费品零售额同比增速（%） | 7 |
| 图 13：服装类零售总额同比增速（%） | 7 |
| 图 14：我国中高端女装市场规模及其增速（亿元，%） | 7 |
| 图 15：我国女装市场规模及其同比增速（亿元，%） | 7 |
| 图 16：公司近几年业绩（亿元） | 8 |
| 图 17：公司营业收入和归母净利润同比增速（%） | 8 |
| 图 18：公司毛利率净利率（%） | 8 |
| 图 19：公司期间费用率（%） | 8 |
| 图 20：公司 PE（TTM） | 11 |

表格目录

| | |
|---------------------------|----|
| 表 1：公司品牌简况 | 3 |
| 表 2：A 股高端女装终端门店数量 | 6 |
| 表 3：我国中高端女装 CR10 | 7 |
| 表 4：公司各品牌毛利率（%） | 9 |
| 表 5：同行业上市公司盈利能力指标比较 | 9 |
| 表 6：公司偿债能力主要指标 | 9 |
| 表 7：同行业上市公司偿债能力指标比较 | 10 |
| 表 8：公司营运能力 | 10 |
| 表 9：同行业上市公司营运能力指标比较 | 11 |
| 表 10：公司盈利预测简表 | 12 |

1.公司持续推进多品牌运营

公司主营高端女装的研发、生产和销售，实行多品牌运营。公司坚持自主品牌发展之路，目前拥有玖姿、尹默、安正三大各具特色、相互补充的中高档时装品牌、摩萨克和斐娜晨两大中淑时装品牌及电商品牌安娜寇。公司于2001年创立了“玖姿”女装品牌，目前已发展成为国内中高档成熟女装领导品牌之一，在2015年全国大型零售企业的女装品牌销售排名中，“玖姿”品牌被列入市场综合占有率前十大女装品牌之一。公司自2008年开启了多品牌经营战略，创立了与“玖姿”品牌具有明显的风格差异与差异化市场定位的“尹默”女装，2012年推出了定位于商务、时尚的高端男装品牌“安正”，2014年下半年先后收购了“摩萨克”及“斐娜晨”两个定位于成熟女装中淑细分领域的新兴品牌，2017年上半年又创立了“安娜寇”互联网电商女装品牌。公司持续推进多品牌战略，目前已形成了一个结构稳固、风格多样、定位互补的“金字塔式”品牌阵营。

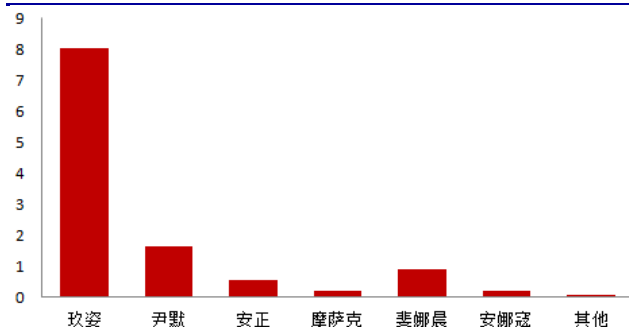
表 1：公司品牌简况

| 品牌名称 | 品牌创立时间 | 目标客户核心年龄层 | 设计风格 |
|------|--------|-----------|-----------|
| 玖姿 | 2001年 | 35-45岁 | 自信、优雅、女人味 |
| 尹默 | 2008年 | 28-35岁 | 独立、知性、时尚 |
| 安正 | 2012年 | 35-45岁男士 | 时尚、商务、品质 |
| 摩萨克 | 2014年 | 25-35岁 | 优雅、从容、智慧 |
| 斐娜晨 | 2014年 | 25-32岁 | 玩味、当代、精致 |
| 安娜寇 | 2017年 | 20-35岁 | 乐活、都市、摩登 |

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

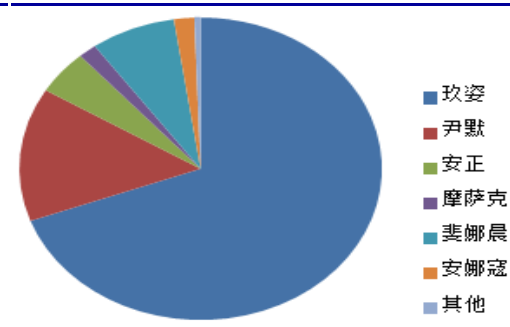
目前公司业绩仍主要靠“玖姿”贡献，其他品牌业绩占比逐年提高。目前公司近七成收入来自其核心品牌“玖姿”，2018年前三季度“玖姿”品牌实现营收8.05亿元，营收占比约为69%，较2013年降低15个百分点。公司近几年持续推进多品牌战略，子品牌逐步贡献业绩，收入占比逐步提升；尹默、安正、摩萨克和斐娜晨2018年前三季度分别实现营收1.65亿元、0.55亿元、0.19亿元和0.88亿元，收入占比分别为14.2%、4.7%、1.6%和7.6%，分别较2013年提升5.4个百分点、2.8个百分点、1.6个百分点和7.6个百分点。

图 1：公司 2018 前三季度各品牌营收（亿元）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 2：公司 2018 前三季度各品牌营收占比（%）

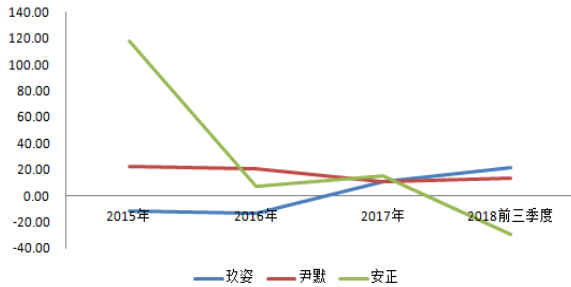


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

核心品牌“玖姿”保持稳增，子品牌保持较快增长。核心品牌“玖姿”2014-2016年营

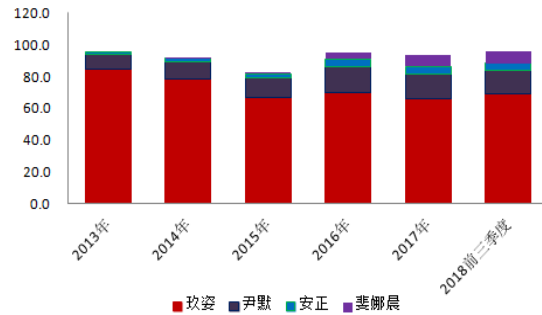
业收入持续下滑,下滑幅度分别为5.1%、11.3%和13.5%。2017年逐步实现恢复性增长,2018年保持稳增。2018年前三季度“玖姿”品牌营业收入同比增长20.91%,增速同比回升9.6个百分点;子品牌保持较快增长,其中尹默、安正和斐娜晨2018年前三季度营业收入分别同比增长13.28%、8.85%和40.44%。

图 3: 公司近几年各品牌营收同比增速 (%)



资料来源:公司公告,东莞证券研究所

图 4: 公司近几年各品牌营收占比 (%)



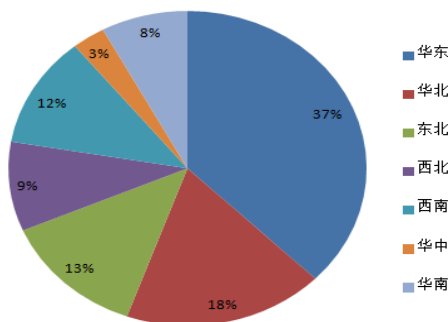
资料来源:公司公告,东莞证券研究所

2.终端渠道保持扩张

公司终端渠道基本覆盖全国主要省市。目前公司终端渠道基本覆盖到了全国31个省、自治区级直辖市主要城市的重点商圈。终端门店主要以商场门店与专卖门店为主,其中商场门店占比接近九成,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、万达百货等商业集团建立了广泛而深入的合作。

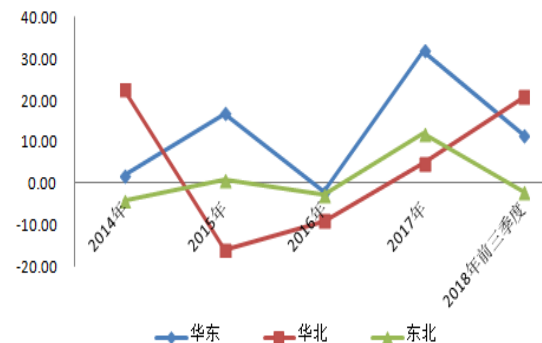
优势区域保持快增。公司优势销售区域主要集中在华东、华北及东北等地区。2018年前三季度这三大区域收入占比合计约为68%,其中华东、华北和东北营收占比分别为37%、18%和12.9%。2018年前三季度,公司各大销售区域除了东北和华中营收微幅下滑外,其他区域均实现两位数增长,其中核心优势区域华东地区营收同比增长11.69%,华北、西北、西南和华南地区营收分别同比增长20.81%、15.22%、18.92%和120%。

图 5: 公司 2018 年前三季度各销售区域收入占比 (%)



资料来源:公司公告,东莞证券研究所

图 6: 公司核心销售区域收入同比增速 (%)



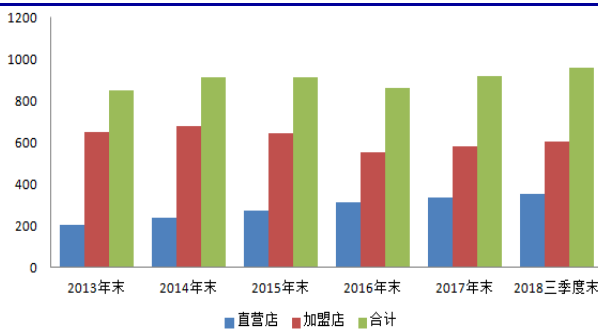
资料来源:公司公告,东莞证券研究所

直营占比不断提升。截至2018年三季度末,公司终端门店总数达到957家,其中直营门店和加盟门店分别达到353家和605家,数量占比分别为37%和63%。公司近几年直营渠道占比不断提升。2013-2015年直营模式的销售收入占比在30%左右;自2016年开始,直

营模式的销售收入占比提高至40%以上，2018年前三季度直营收入占比接近42%。随着直营渠道的扩张，加盟渠道收入占比有所下降，2018年前三季度加盟收入占比由2013年的66%降至40%左右。随着直营占比的上升，公司对终端渠道的掌控能力逐步加强。

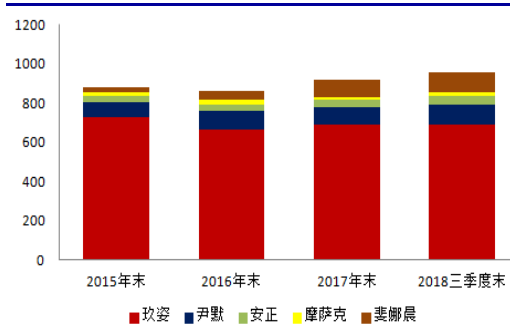
终端渠道调整于2016年结束，2017年恢复扩张。公司2015-2016年终端渠道持续调整，加盟店分别净关闭33家和95家；而直营店保持较好的扩张，2015-2016年分别净增加33家和42家。2017年加盟渠道恢复扩张，全年加盟店总数净增加31家；直营渠道保持扩张，全年直营店净增加24家。2018年渠道保持扩张，2018Q3末终端门店总数净增加40家，其中加盟店和直营店分别净增加24家和16家。分品牌来看，核心品牌“玖姿”2017年恢复扩张，2018年三季度末门店总数达到691家，其中加盟店较年初净增加6家，直营门店较年初净减少6家。子品牌尹默、安正、摩萨克和斐娜晨2018年三季度门店总数分别较年初净增加9家、10家、7家和14家，门店总数分别达到99家、46家、22家和99家。

图 7：公司直营店与加盟店数量（家）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

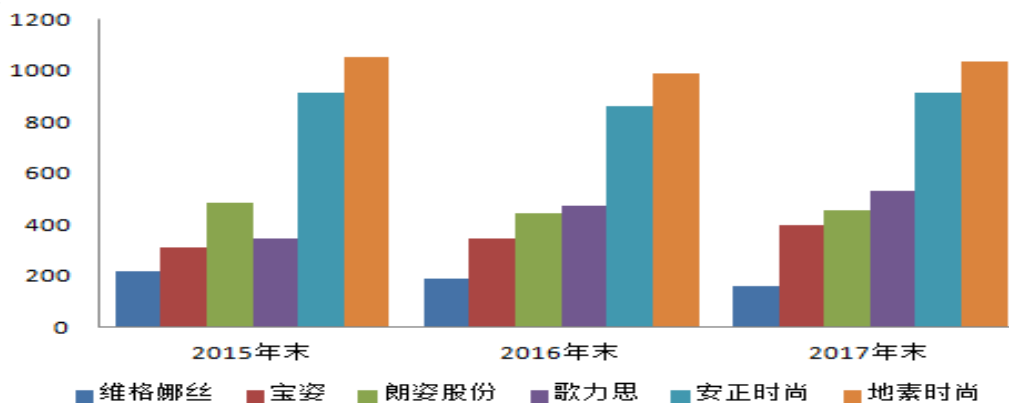
图 8：公司旗下品牌终端门店数量（家）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

线下有望保持扩张。公司保持对线下渠道的扩张。2017年IPO募资投入5.13亿元建设玖姿和尹默两大品牌的营销网络，其中优化升级直营门店117家，在未来三年内开拓新增直营门店179家，新增门店的选址以一二线城市为主，约占新增门店总数的80%，进一步增强公司在一二线城市重点市场的覆盖深度。在运营业态方面，计划以商场联营与店铺租赁的方式新建143家商场店、28家购物中心店及5家专卖店，以购置店铺的方式新建3家“玖姿”品牌旗舰专卖店。2019年仍在募投项目实施期内。“安正”男装则坚持高层级市场的发展定位，提高在一二线城市的覆盖面；摩萨克和斐娜晨两大新兴品牌将在率先巩固一二线城市市场后，逐步下沉销售渠道，扩大市场影响力与覆盖面。

图 9：高端女装品牌终端渠道数量（家）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

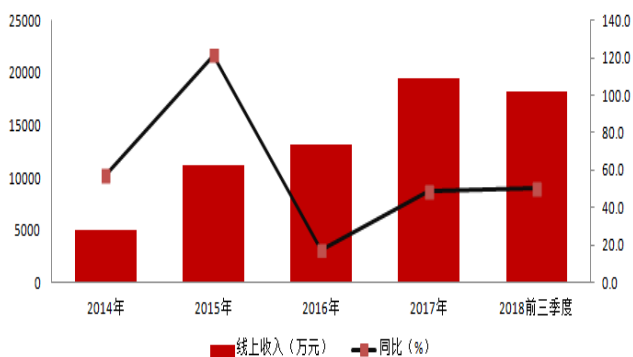
表 2：A 股高端女装终端门店数量

| 公司简称 | 旗下中高端女装品牌 | 2018年末门店总数（家） | 2018年末直营门店总数（家） | 2018年末加盟门店总数（家） |
|------|---|----------------|------------------|------------------|
| 朗姿股份 | 朗姿、莱茵、卓可、吉高特等 | 505 | 378 | 127 |
| 维格娜丝 | VGRASS | 153 | 151 | 2 |
| 地素时尚 | “DAZZLE”、“DIAMOND DAZZLE”和“d'zzit” | 1049 | 365 | 684 |
| 公司简称 | 旗下中高端女装品牌 | 2018Q3末门店总数（家） | 2018Q3末直营门店总数（家） | 2018Q3末加盟门店总数（家） |
| 歌力思 | ELLASSAY、LAUREL、EdHardy、EdHardyX、IRO、VIVIENNE TAM | 566 | 262 | 304 |
| 安正时尚 | 玖姿、尹默、安正、摩萨克和斐娜晨 | 957 | 352 | 605 |

资料来源：公司公告，东莞证券研究所，备注：维格娜丝门店数量只包括 VGRASS 品牌门店数量。地素时尚门店总数不包括男装品牌 RAZZLE。

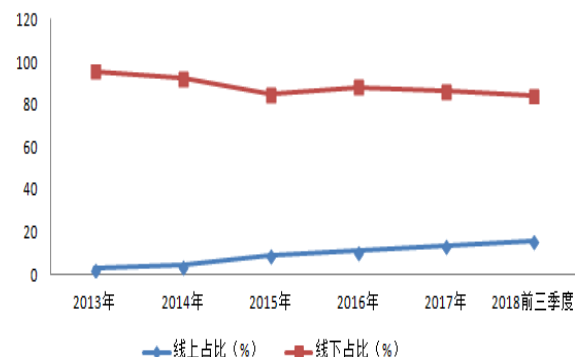
线上有望保持快增。公司于2011年开始开展电子商务业务，主要通过天猫商城、唯品会等电商平台进行销售，主要销售线下库存货品。2017年上半年公司推出了电商女装专属品牌“安娜寇”，开发线上定制款系列，吸引更多追求高性价比和个性化的消费者。公司近几年线上保持较快增长，2014-2017年线上营收年均复合增速约为57%。2018年前三季度线上实现营业收入1.83亿元，同比增长50.5%。线上收入占比不断提高，2018年前三季度线上收入占比由2014年的4.3%提高至达到15.7%。公司未来将持续加大对电商业务的投入，加强线上线下的有效融合，加大当季新品在网上的推广，实现线上线下同款上市与销售，实现消费者的全方位体验。未来线上收入有望保持较快增长，线上收入占比有望不断提升。

图 10：公司线上收入及同比增速（万元，%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 11：公司线上线下收入占比（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

3.国内高端女装市场仍有增长潜力

国内终端零售有望回暖。2019 年一季度，社会消费品零售总额 9.78万亿元，同比增长 8.3%，增速较1-2月份回升0.1个百分点；其中3月份社会消费品零售总额3.17万亿元，同

比增长8.7%，增速较2月回升0.5个百分点。2019年一季度，限额以上社会消费品零售额3.51万亿元，同比增长4.1%，增速较1-2月份回升0.9个百分点；其中3月份限额以上社会消费品零售额1.2万亿元，同比增长5.1%，增速较2月回升1.6个百分点。

图 12：社会消费品零售额同比增速（%）

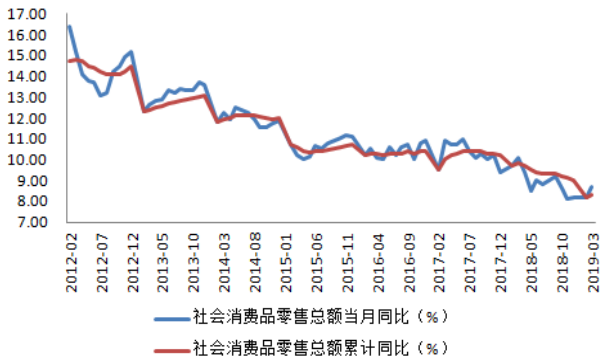
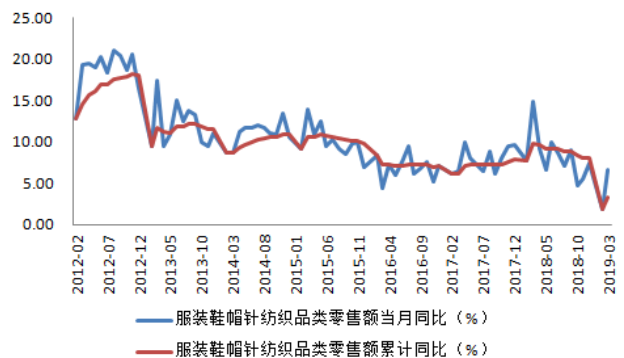


图 13：服装类零售总额同比增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

我国中高端女装市场规模保持较快增长。根据Euromonitor 预测，2015年我国中高端女装市场规模达到1256亿元，同比增长6.9%；2011-2015年年均复合增速约为8.7%，快于同期国内整体女装市场1.3个百分点。未来随着人均收入的提高、中产阶级规模的扩大及消费升级，预计我国中高端女装市场仍有望保持较快增长。

图 14：我国中高端女装市场规模及其增速（亿元，%）

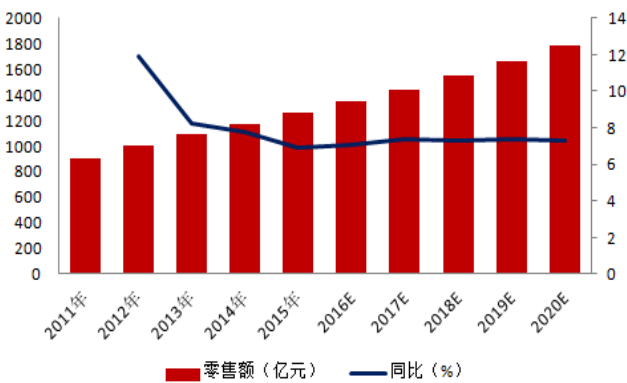
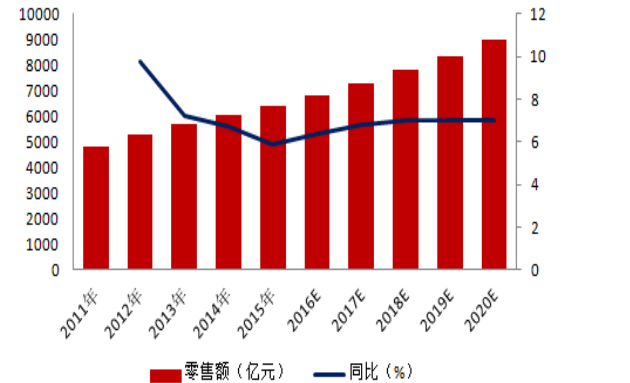


图 15：我国女装市场规模及其同比增速（亿元，%）



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

我国中高端女装市场集中度仍然较低。我国中高端女装企业数量较多，国内主要品牌包括雅莹、玛丝菲尔、地素、宝姿、摩安珂、阿玛施、玖姿、朗姿Y、歌力思、卓雅等，竞争较为激烈。根据Euromonitor的研究，2015年国内中高端女装品牌CR10不足14%。

表 3：我国中高端女装 CR10

| 2015年排名 | 品牌名称 | 2014年排名 | 品牌名称 |
|---------|----------------|---------|----------------|
| 1 | 雅莹E.P | 1 | 雅莹E.P |
| 2 | 玛丝菲尔Marisfrolg | 2 | 玛丝菲尔Marisfrolg |
| 3 | 地素DAZZLE | 3 | 宝姿Ports |
| 4 | 宝姿Ports | 4 | 地素DAZZLE |

| | | | |
|----|-------------|----|-------------|
| 5 | 摩安珂MO&Co. | 5 | 玖姿JZ |
| 6 | 阿玛施AMASS | 6 | 阿玛施AMASS |
| 7 | 玖姿JZ | 7 | 摩安珂MO&Co. |
| 8 | 朗姿LANCY | 8 | 朗姿LANCY |
| 9 | 歌力思ELLASSAY | 9 | 卓雅JORYA |
| 10 | 卓雅JORYA | 10 | 维格娜丝V GRASS |

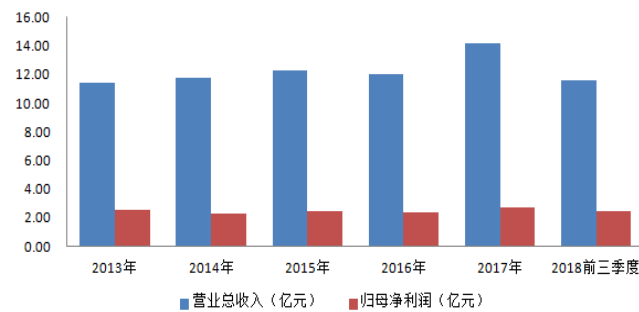
资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

4.成长性 与 财务指标

4.1 成长性

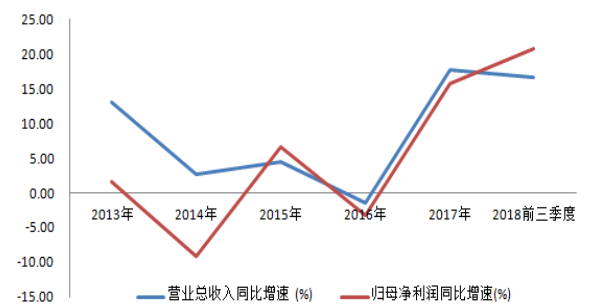
公司业绩自 2017 年开始逐步回升。受终端渠道调整影响，公司 2016 年业绩有所下滑。2017 年终端渠道恢复扩张，业绩恢复正增长。2018 年保持较快增长。2018 年前三季度，公司实现营业总收入和归母净利润分别为 11.62 亿元和 2.47 亿元，分别同比增长 16.66% 和 20.69%。

图16：公司近几年业绩（亿元）



数据来源：东莞证券研究所，wind

图17：公司营业收入和归母净利润同比增速（%）



数据来源：东莞证券研究所，wind

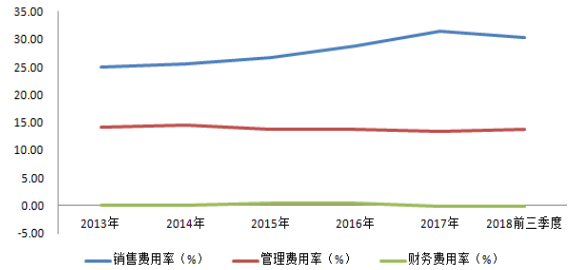
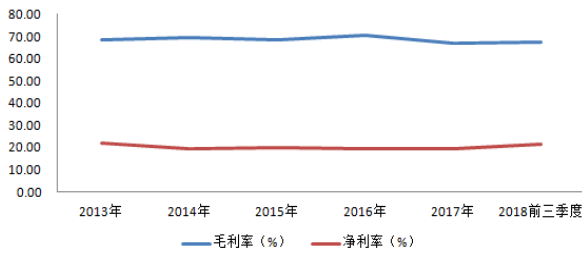
4.2 盈利能力分析

毛利率有所下降。公司 2015-2017 年毛利率分别为 68.61%、70.63%和 66.74%，维持在较高的水平。2017 年毛利率同比下降了 3.89 个百分点，主要原因在于公司成本有所上升以及加大对过季商品的处理。2018 年前三季度毛利率同比下降 0.63 个百分点至 67.62%，主要是因为摩萨克和安娜寇品牌定位进行了调整导致毛利率有所下降。与 A 股可比公司相比，公司的毛利率高于可比公司均值。

净利率有所回升。公司 2015-2017 净利率分别为 19.91%、19.57%、19.22%。2018 年前三季度净利率同比提高 0.68 个百分点至 20.54%，主要受益于费用率下降和投资收益增长。与 A 股可比公司相比，公司的净利率显著高于可比公司均值。

图18：公司毛利率净利率（%）

图19：公司期间费用率（%）



数据来源：东莞证券研究所，wind

数据来源：东莞证券研究所，wind

表 4：公司各品牌毛利率 (%)

| 品牌名称 | 2018 年前三季度 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 |
|------|------------|--------|--------|--------|
| 玖姿 | 66.33 | 65.3 | 68.19 | 68.04 |
| 尹默 | 77.8 | 76.68 | 80.8 | 82.23 |
| 安正 | 75.23 | 71.01 | 69.15 | 76.61 |
| 摩萨克 | 49.61 | 61.29 | 73.58 | 72.37 |
| 斐娜晨 | 73.91 | 77.25 | 80.6 | 77.73 |
| 安娜寇 | 20.87 | 35.49 | -- | -- |

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 5：同行业上市公司盈利能力指标比较

| 项目 | 公司简称 | 2018 年前三季度 | 2017 年 | 2016 年 |
|-----------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 综合毛利率 (%) | 朗姿股份 | 56.64 | 57.35 | 54.96 |
| | 维格娜丝 | 69.44 | 69.69 | 70.24 |
| | 地素时尚 | 74.47 | 74.84 | 75.06 |
| | 歌力思 | 69.28 | 68.84 | 68.96 |
| | 安正时尚 | 67.62 | 66.74 | 70.63 |
| | 均值 | 67.49 | 67.49 | 67.97 |
| 净利率 (%) | 朗姿股份 | 11.66 | 8.20 | 13.44 |
| | 维格娜丝 | 7.83 | 8.67 | 13.48 |
| | 地素时尚 | 30.58 | 24.67 | 28.77 |
| | 歌力思 | 18.52 | 17.27 | 19.64 |
| | 安正时尚 | 21.22 | 19.22 | 19.57 |
| | 均值 | 17.96 | 15.61 | 18.98 |

资料来源：东莞证券研究所，wind

4.3 偿债能力分析

从负债结构来看，公司负债基本由流动负债构成，非流动负债规模较小。公司近几年资产负债率逐年下降；流动比率和速动比率维持在较好的水平，且逐年上升。与 A 股可比公司相比，公司偿债能力较好。

表 6：公司偿债能力主要指标

| 财务指标 | 2018 年前三季度 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 |
|----------|------------|--------|--------|--------|
| 流动比率 (%) | 5.33 | 4.72 | 2.30 | 1.90 |
| 速动比率 (%) | 3.76 | 3.69 | 1.33 | 0.88 |

| | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率（%） | 16.46 | 18.40 | 28.15 | 29.72 |
| 经营性现金流净额（亿元） | 0.12 | 3.17 | 3.39 | 2.65 |
| 货币资金（亿元） | 1.73 | 3.47 | 1.1 | 0.44 |

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 7：同行业上市公司偿债能力指标比较

| 项目 | 公司简称 | 2018 年前三季度 | 2017 年 | 2016 年 |
|----------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动比率（倍） | 朗姿股份 | 1.36 | 0.73 | 1.82 |
| | 维格娜丝 | 1.71 | 1.51 | 7.35 |
| | 地素时尚 | 7.03 | 3.55 | 2.36 |
| | 歌力思 | 2.42 | 1.83 | 1.69 |
| | 安正时尚 | 5.33 | 4.72 | 2.30 |
| | 均值 | 3.57 | 2.47 | 3.1 |
| 速动比率（倍） | 朗姿股份 | 1.08 | 0.46 | 1.19 |
| | 维格娜丝 | 0.97 | 1.04 | 5.09 |
| | 地素时尚 | 6.28 | 2.92 | 1.84 |
| | 歌力思 | 1.69 | 1.37 | 1.30 |
| | 安正时尚 | 3.76 | 3.69 | 1.33 |
| | 均值 | 2.76 | 1.9 | 2.15 |
| 资产负债率（%） | 朗姿股份 | 46.20 | 45.68 | 26.75 |
| | 维格娜丝 | 61.20 | 71.97 | 8.59 |
| | 地素时尚 | 12.53 | 24.24 | 35.63 |
| | 歌力思 | 25.65 | 33.23 | 29.60 |
| | 安正时尚 | 16.46 | 18.40 | 28.15 |
| | 均值 | 32.41 | 38.7 | 25.74 |

资料来源：东莞证券研究所，wind

4.4 营运能力分析

公司存货周转效率相对较低。公司近两年存货增长较快。公司 2018 年上半年末，公司存货净额 5.65 亿元，占流动资产总额的 26.3%；其中库存商品占存货总额的 79.4%，库存商品中库龄 2 年以内的占比为 79%。与 A 股可比上市公司相比，公司的存货周转率低于可比公司均值。

应收账款周转效率相对较高。与 A 股可比上市公司相比，公司的应收账款周转效率高于可比公司均值。

表 8：公司营运能力

| | 2018 年前三季度 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 |
|-------------|------------|--------|--------|--------|
| 存货（亿元） | 6.64 | 4.74 | 3.81 | 4.04 |
| 应收账款（亿元） | 1.32 | 1.04 | 0.93 | 1.14 |
| 存货周转天数（天） | 408.29 | 325.76 | 398.58 | 357.00 |
| 应收账款周转天数（天） | 27.41 | 24.92 | 30.89 | 37.04 |

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 9：同行业上市公司营运能力指标比较

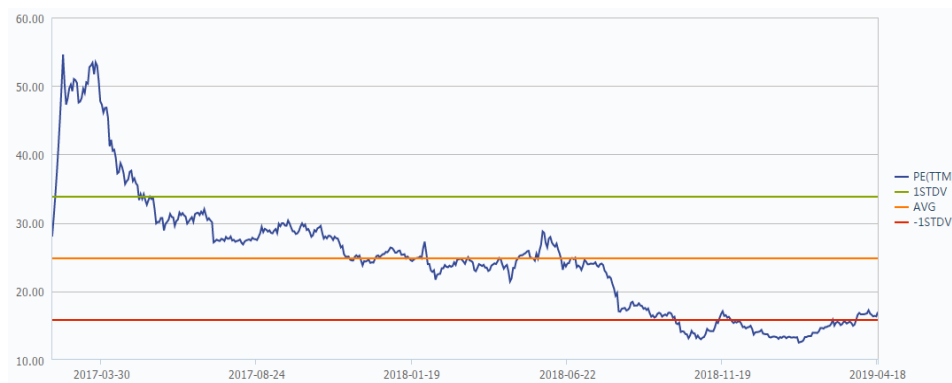
| 项目 | 公司简称 | 2018 年前三季度 | 2017 年 | 2016 年 |
|-------------|-------------|---------------|---------------|---------------|
| 存货周转率天数（天） | 朗姿股份 | 261.91 | 259.67 | 335.76 |
| | 维格娜丝 | 351.65 | 225.15 | 434.78 |
| | 地素时尚 | 201.31 | 179.14 | 183.46 |
| | 歌力思 | 237.26 | 196.11 | 231.73 |
| | 安正时尚 | 408.29 | 325.76 | 398.58 |
| | 均值 | 292.08 | 237.17 | 316.86 |
| 应收账款周转天数（天） | 朗姿股份 | 61.98 | 56.98 | 61.28 |
| | 维格娜丝 | 63.50 | 41.06 | 28.79 |
| | 地素时尚 | 8.77 | 10.20 | 10.89 |
| | 歌力思 | 52.13 | 48.33 | 51.99 |
| | 安正时尚 | 27.41 | 24.92 | 30.89 |
| | 均值 | 42.76 | 36.3 | 36.77 |

资料来源：东莞证券研究所，wind

5.投资建议

预计公司 2018-2019 每股收益分别为 0.81 元和 1.00 元，对应估值分别为 16 倍和 13 倍。公司持续推进多品牌战略，线下有望保持扩张，线上有望保持快增。公司未来业绩有望稳增，当前估值较为合理，维持推荐评级。

图 20：公司 PE（TTM）



资料来源：东莞证券研究所，wind

风险提示：终端消费低迷，存货减值等。

表 10：公司盈利预测简表

| 科目（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 1,421 | 1,705 | 2046 | 2,353 |
| 营业总成本 | 1,174 | 1,322 | 1576 | 1,801 |
| 营业成本 | 472 | 546 | 655 | 776 |
| 营业税金及附加 | 25 | 26 | 31 | 35 |
| 销售费用 | 446 | 494 | 593 | 682 |
| 管理费用 | 189 | 213 | 245 | 282 |
| 财务费用 | -3 | 1 | 1 | 1 |
| 其他经营收益 | 43 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 43 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 316 | 383 | 470 | 552 |
| 加 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 316 | 383 | 470 | 552 |
| 减 所得税 | 43 | 54 | 66 | 72 |
| 净利润 | 273 | 329 | 404 | 480 |
| 减 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归母公司所有者的净利润 | 273 | 329 | 404 | 480 |
| 基本每股收益(元) | 0.68 | 0.81 | 1.00 | 1.19 |
| PE（倍） | 19.61 | 16.27 | 13.26 | 11.15 |

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

| 公司投资评级 | |
|--------|----------------------------------|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上 |
| 行业投资评级 | |
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上 |
| 风险等级评级 | |
| 低风险 | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告 |
| 中低风险 | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告 |
| 中风险 | 可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告 |
| 中高风险 | 新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告 |
| 高风险 | 期货、期权等衍生品方面的研究报告 |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn