

新业务计入促业绩大增，女装现企稳回暖迹象

公司简报

◆并表促收入增 19.53%，投资收益及政府补贴促净利增 120.28%

16年公司实现收入13.68亿元、同比增19.53%，归母净利润1.64亿元，同比增120.28%，EPS0.41元，拟10派0.5元（含税）；扣非归母净利1.02亿元、同比增206.80%。

收入增长主要为阿卡邦及6家医美子公司并表贡献；净利增速高于收入主要为政府补助增加致营业外收入增加4438万元、以及16年新增对L&P投资收益5856万元从而贡献投资净收益增加3755万元；扣非净利增幅高于净利主要为非经常性损益对净利润贡献减少、占比从15年55.39%降至16年37.87%。

16Q1-Q4单季度收入分别-18.54%、-14.89%、+32.23%、+76.11%，净利分别-25.06%、+58.54%、+827.78%、+208.50%。16Q3以来收入、净利持续提升主要为阿卡邦及医美子公司并表贡献，Q3单季净利增速高于收入主要为资产减值损失减少2739万元以及营业外收入大幅增长2465万元；Q4净利增速高于收入主要为费用率下降以及投资收益、营业外收入增加贡献。

◆女装收入仍下滑，婴童、医美16年下半年开始并表增厚业绩

16年9月开始阿卡邦和6家医美公司并入公司合并报表，公司业务板块完善，分为时尚女装、绿色婴童、时尚医美三大业务。

对收入进行拆分：1) 16年女装板块收入9.77亿元、同比降14.49%，其中自营业收入7.66亿元（占比78.36%）、同比降11.38%，经销2.11亿元、同比降24.14%、降幅高于自营；电商渠道收入约5400万元、同比下降30%左右，主要为去库存力度加大。17年将增加线上新品布局。2) 婴童板块阿卡邦实现并表收入2.94亿元，其中直营、代理、贸易模式分别实现收入1.82亿元、7364万元、3801万元；3) 医美业务实现并表收入8552.49万元。

渠道端：1) 16年末女装店铺445家、净关店41家、较上年净关100家降幅缩窄，外延减少8.44%，推算店效下降约6.60%；其中自营、经销分别为294（-23）、151（-18）家。分品牌来看，除莱茵品牌净增10家以外，其他品牌均为净关店。2) 16年末婴童板块，阿卡邦在全球拥有渠道965家（自营613家、经销352家），其中中国区渠道17家（自营8家、经销9家）、另有线上渠道6家店铺。3) 医美板块并表6家医美公司（即医院）。

◆毛利率降、费用率降，阿卡邦等并表致存货有所增长

毛利率：16年毛利率降4.03PCT至54.96%，主要为女装业务继续调整、同时新并表的阿卡邦毛利率较低拖累所致。女装、婴童、医美业务毛利率分别为57.56%（-1.38PCT）、47.38%、56.27%。

16Q1-Q4毛利率分别为56.47%（-1.88PCT）、55.60%（-5.49PCT）、55.53%（-2.66PCT）、53.60%（-5.12PCT）。

买入（维持）

当前价：16.86元

分析师

李婕（执业证书编号：S0930511010001）
021-22169107
lijie_yjs@ebscn.com

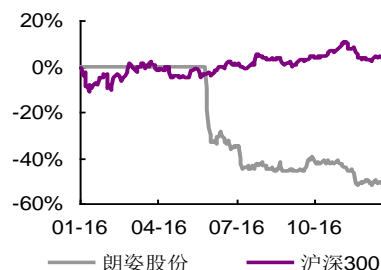
联系人

孙未末
021-22169124
sunww@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：4.00
总市值(亿元)：67.44
一年最低/最高(元)：16.26/75.46
近3月换手率：56.03%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.22	-11.35	-62.65
绝对	-2.93	-6.94	-55.19

相关研报

婴童、医美、化妆品业务多点开花，推动业绩增长
..... 2016-11-03
女装压力仍存，投资收益+补助促全年业绩改善
..... 2016-08-16
医美动作不断终落地，拟定增9亿继续投向医美、婴童
..... 2016-07-01

费用率：16年期间费用率下降3.85PCT至50.77%。其中销售费用率降0.82PCT至34.83%，管理费用率降1.34PCT至15.30%，主要为阿卡邦及医美公司等并表促收入提升幅度较大，同时女装板块两项费用规模已有所下降、控制效果显现；财务费用率降1.69PCT至0.64%，主要为归还贷款、利息支出减少以及汇兑收益增加所致。

其他财务指标：1) 16年末存货较年初增36.34%至6.63亿元，主要系阿卡邦并表所致。存货/收入为48.47%，存货周转率为1.07，较去年同期0.90有所上升。我们认为存货周转效率提升一方面为新并入阿卡邦及医美公司扩大收入规模，一方面为公司库存控制显效。从存货跌价计提比例来看，16年跌价准备/库存商品为17.59%、较15年20.82%有所下降，存货结构向良性发展。

传统女装业务去库存继续进行，女装总库存目前不到2.9亿、近两年内整体女装存货规模减少1.16亿元、降低17.45%；一年以内库龄的当季新品占比较15年上升，库龄2年以及2年以上的货品占比下降了约4PCT，显示去库存效果显现。

- 2) 应收账款较年初增282.72%至3.69亿元，主要为阿卡邦及医美公司等并表所致。
- 3) 资产减值损失同比降低186.84%至-1269万元，主要系消化旧货，本期计提的存货跌价相应减少。
- 4) 营业外收入同比增540.07%至5260万元，主要系收到民族手工业扶持资金增加4845万元所致。
- 5) 投资收益同比增81.62%至8357万元，主要系参股公司L&P贡献投资收益5856万元所致。
- 6) 经营活动现金流量净额同比降12.19%至1.32亿元，主要系阿卡邦及医美公司并表所致。

◆女装业务企稳，有望受益于高端消费回暖

2016Q3以来多个国际奢侈品品牌披露财报显示收入端出现回暖、中国地区贡献较大，贝恩公司发布的《2016年全球奢侈品行业研究报告》显示中国地区奢侈品销售收入在连续3年出现负增长后、于2016年开始逐渐复苏。我们认为奢侈品销售回暖主要受益于3个方面：奢侈品国内外价差收窄、反腐力度减弱以及地产对整体消费结构的影响。如果该原因成立，后两个影响因素有望随着消费档位逐步向下进行传导，高端服饰可能率先受益。

公司是国内3家高端女装A股上市企业之一，近期销售情况也呈现部分好转迹象：1) 从业绩端来看，公司主业高端女装2014年以来持续调整，收入、净利呈现下滑态势，2016年女装实现收入9.77亿元、净利润接近1000万元，全年收入降幅14.49%、较16H1的16.98%已有所收窄；2) 分终端销售来看，16年自营业务逐步趋于稳定、Q4以来终端销售同比增速达两位数、17年1~2月延续增长态势、显示复苏态势初现，经销业务因调整存在滞后仍有所下滑；3) 从产品结构来看，15~16年两年去库存工作推进力度较大、两年内整体女装存货规模减少1.16亿元、降低17.45%，过季库存占比下降明显，且公司在奥特莱斯渠道、线上渠道等开始积极投放新品，显示去库存压力减轻、17年轻装出发，同时可优化产品结构、提高经营效益；4) 从店效来看，16年总体店效有所增长，主要品牌朗姿（收入规模最大）和卓可店效高个位数上升；5) 从战略发展上，公司17年计划加大力度拓展女装中收入规模排名第二的莱茵品牌（16年净增10家店），并注重向三四线城市下沉、向下拓宽价格带、开拓新市场。

综合来看，女装处于筑底企稳过程，有望受益于奢侈品回暖的传导，叠加17年主要品牌拓展力度加大，我们预计17年该板块收入、净利将有较大改善，且随着去库存工作收尾、新品占比提升毛利率水平也将有所回升。

◆婴童、医美业务并表贡献业绩、定增助力国内落地，化妆品以财务投资为主贡献投资收益

公司自14年9月参股韩国阿卡邦以来、持续完善“泛时尚生态圈”建设，目前涵盖“女装、婴童、医美、化妆品”四大业务板块，其中婴童业务自2016年8月17日起将韩国阿卡邦由参股改为控股（持股25.63%），医美业务16年陆续参股韩国梦想集团、控股米兰柏羽和晶肤两大国产品牌6家医美医院，化妆品业务目前持有韩国L&P公司9.8%股权（后续收购2.5%股权仍在进行中）。16.6.19公司发布定增预案，17.3.2发布修订稿，拟以底价15.68元/股募集不超7.46亿元投向医美服务网络建设项目（6.31亿元）和婴童板块阿卡邦品牌营销网络建设项目（1.16亿元），拟未来两年在国内开设33家医美医院以及150家阿卡邦品牌店铺，加速医美板块与婴童板块业务推进，目前尚需获得证监会审核通过。

随着阿卡邦及医美6家公司于16年9月开始并表，公司业务板块进一步完善、且业绩得到增厚。阿卡邦贡献并表收入2.94亿元、净利润2056万元（净利率6.88%）；6家医美公司贡献并表收入8552万元、净利润920万元（净

利率10.76%)。16年婴童、医美两大业务合计贡献收入3.80亿元、占主营收入比例27.98%，促进公司收入规模提升。我们预计随着17年标的全年并表，将对公司业绩带来进一步提升（考虑到持股比例，对收入贡献更为明显）；同时阿卡邦在韩国规模已经形成、未来增长主要体现在中国区市场的开拓，随着定增推进、资金到位有望支持公司推动婴童和医美业务在国内实现快速扩张。

化妆品板块方面，公司主要通过参股L&P实现投资收益，目前持股9.8%、2016.11.30公告以约人民币1.739亿元二次收购2.5%股权还在审批中。L&P16年增长迅速，实现收入23.08亿元、同比增108.90%，净利润5.94亿元、同比增127.69%，为公司贡献投资收益5856万元、增厚业绩明显，但短期中韩关系趋冷可能对其销售造成波动、影响公司业绩。

2017年公司将持续深耕女装、婴童核心领域业务，同时围绕“大时尚”产业规划，进一步拓展与公司现有客户重合度较高的化妆品、医美服务等项目，在管理上推动从产品型公司向平台型公司转型；同时公司17.3.31公告拟出资1000万元设立芜湖投资管理全资子公司，促进资源整合和优质标的选择，我们预计公司未来在时尚产业布局仍存外延预期。

◆发布第二期员工持股计划彰显长期发展信心，参与设立保险公司、优化融资结构

2016.11.30 公司发布第二期员工持股计划（草案）、2017.1.6 发布修订稿，拟在 2030 年内分最多 5 次实施、各次持股计划相对独立，每次计划参与人数不超过 300 人、参与首次 2016 年度计划的员工人数不超过 200 人（不包含公司董监高）。2016 年度计划实施规模不超过 1.8 亿元、其中员工自筹资金不超 2500 万元、其余为控股股东提供借款支持，股票来源为大宗交易定向受让控股股东及其关联方股票，锁定期为自公司公告最后一笔购买之标的股票登记至当次员工持股计划对应的资管计划或私募投资基金名下时起，期限满 12 个月、24 个月分别按照 50%、50% 的比例解锁。本次员工持股计划期限长、且分多次实施、可覆盖范围广，有助于公司骨干员工与公司及股东形成利益共同体，利于进一步完善治理结构，健全长期、有效的激励约束机制，彰显公司长期发展信心。2017.2.13 二期员工持股计划之 2016 年度计划以均价 15.79 元/股购买了大股东 450 万股股票、锁定一年，后续拟继续向大股东购买不超 240 万股股票、将于 17 年一季报披露后完成购买。

2016.12.24 公司公告参与设立西部人寿保险公司（暂定名），注册资本10亿元、公司出资1.1亿元、占比11%。2017.1.6 公司公告拟发行2017年第一期短期融资券、发行规模10亿元。

◆女装现企稳回暖迹象，婴童+医美继续开拓新空间

我们认为：1) 主业高端女装调整进入尾声、叠加奢侈品回暖有望率先传导至高端女装板块，目前公司自营渠道先行企稳、Q4 以来明显好转，随着后续经销渠道的调整滞后显效，我们预计女装底部回升、17 年将呈现收入和利润端的双双好转；2) 阿卡邦及 6 家医美子公司 16 年下半年并表，17 年全年并表将明显增厚业绩；同时婴童和医美在国内布局仍处于初期、发展空间较大，将成为新增长点；3) 投资收益方面 16 年受益政府补助和 L&P、若羽臣投资收益较大，预计后期随着 L&P 持续发展且后续收购 2.5% 股权并表继续贡献投资收益，若羽臣筹备 IPO 中保持快速增长。4) 目前账上现金 2.91 亿+4.80 亿银行理财，发行 10 亿元短期融资券强化资金实力，未来在时尚产业仍存外延预期。5) 公司韩国资源丰富，但近期中韩关系趋于冷淡可能影响公司对韩国资源的整合和引入，阿卡邦由于在中国目前规模较小受影响不大，L&P 的面膜在国内销售火热、其投资收益对公司业绩贡献较大、可能会受到影响。6) 二期员工持股计划 2017.2.13 购买 450 万股股票均价 15.79 元/股提供安全边际，2017.4.15 一期员工持股第二批 559.8 万股将解锁。

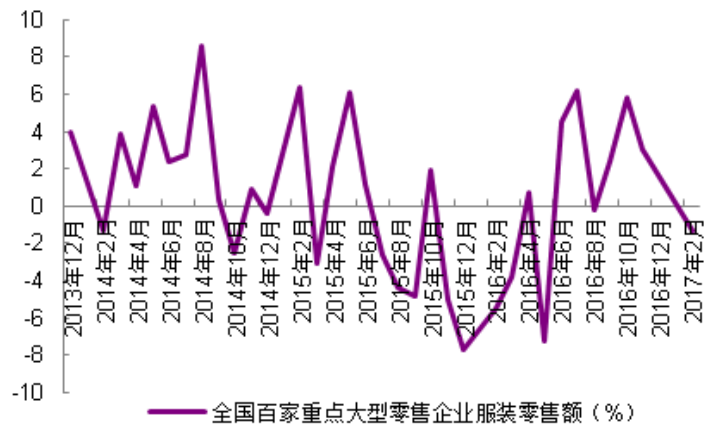
我们长期看好消费升级背景下、医美、婴童、化妆品等新兴行业高景气度下公司“泛时尚生态圈”布局推进，短期高端女装调整结束+行业有望受益于消费回暖促业绩稳健化发展，婴童、医美发展空间大，同时外延并购仍存预期。调整 17~19 年 EPS 为 0.55、0.72、0.88 元，对应 17 年 PE31 倍，维持买入评级。

风险提示：消费疲软、定增进展不及预期、并购整合不当、中韩关系影响部分参股公司业绩。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,144	1,368	2,367	2,760	3,160
营业收入增长率	-7.38%	19.53%	73.07%	16.61%	14.47%
净利润 (百万元)	74	164	219	288	350
净利润增长率	-38.58%	120.28%	33.34%	31.54%	21.78%
EPS (元)	0.19	0.41	0.55	0.72	0.88
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.20%	6.66%	8.15%	9.83%	10.88%
P/E	91	41	31	23	19
P/B	3	3	3	2	2

图 1: 全国百家重点大型零售企业服装类零售额同比增速 (%)



资料来源: 中华商业信息网

表 1: 公司主要业务板块业绩情况

	收入 (百万元)	净利润 (百万元)	收入占比	毛利率
女装	977.12	≤10	71.44%	57.56%
婴童 (阿卡邦)	294.03	20.56	21.50%	47.38%
医疗美容 (6 家医美公司)	85.53	9.20	6.25%	56.27%
化妆品 (L&P) *	-	58.56	-	-

注: 1) 阿卡邦及 6 家医美公司于 16 年 9 月开始并表, 此处均为并表业绩。

2) 化妆品板块主要是对韩国 L&P 参股 9.8% 实现投资收益。

3) 此处仅列出各业务板块主要运作主体业绩情况, 仍有部分影响合并报表业绩的因素未计入、非合并报表业绩拆分。

资料来源: 公司公告

表 2: 公司分业务板块品牌介绍

	品牌	产品定位	性质	目标客户
女装	Liaalancy	成熟女装	自有	25—45 岁, 事业有成讲究个人品位与独特气场的成熟女性
	LANCY FROM 25	成熟女装	自有	25—50 岁, 事业有成追求自我体现的都市成熟女性
	MOJO S.PHINE	成熟女装	代理	20—40 岁, 清新柔美, 精致细腻, 崇尚完美与自信的都市白领女性
	LIME FLARE	中淑女装	自有	25—45 岁, 希望展现个性、时尚追求生活方式的都市白领女性
	JIGOTT	成熟女装	代理	30—50 岁, 追求纯粹的, 高级感的, 追求初始风格的, 能够展示女人味的浪漫主义的成熟完美女性
	FABIANA FILIPPI	成熟女装	代理	30—45 岁, 充满活力的, 具有国际视野的职业女性
	marien° mary	少淑女装	自有	18—35 岁, 追求时尚个性的都市年轻女性
	DEWL	少淑女装	代理	20—35 岁, 追求品味和现代感的都市年轻女性
	品牌	品牌介绍		
婴童用品	Agabang	公司主打品牌, 从产前准备到 4 岁小孩的所有必需品		
	ETTOI	高端品牌, 与设计师 Enju Hong 联合在 2002 年推出		
	ELLE(子品牌 Basic ELLE)	中高端法国品牌, 其中 Basic Elle 主要针对折扣店		
	Destination Maternity	从美国引进的世界顶级孕妇装品牌		
	Dear Baby	欧美休闲风格的品种		
	NAP	天然、有机农服装品牌, 专用于电商, 针对新生儿-13 岁		
	Gymitt	家居购物品牌, 专用于电商, 舒适与时尚相结合, 适合 3-8 岁		
	Next Room	针对前卫妈妈的集成婴幼儿服装和用品的新概念店		
	2ya2yao	日常生活品牌		
	Putto	护肤品牌, 包括 Putto、Putto mother、Putto Theraphy, Putto mother 针对孕妇和产妇, Putto Theraphy 针对中国		
Designskin	明星产品是采用环保材料制作的多功能儿童家居地垫			
	品牌	品牌定位		
医疗	米兰柏羽	坚持“品质医美”的高端综合性医美品牌		
美容	晶肤医美	专注年轻化细分市场、标准化快速复制的医美连锁品牌		

资料来源: 中华商业信息网

表 3: 女装分品牌收入及渠道情况

品牌	2016 年			2015 年		2016 年末渠道数量 (家)			2016 年末渠道数量较上年增减 (家)		
	收入 (百万元)	收入占比	收入同比增速	收入 (百万元)	占比	合计	直营	经销	合计	直营	经销
朗姿	589.77	60.36%	-15.41%	697.24	61.02%	224	111	113	-22	-15	-7
莱茵	206.97	21.18%	-4.95%	217.75	19.06%	120	84	36	10	12	-2
卓可	105.43	10.79%	-22.95%	136.84	11.98%	34	33	1	-10	-6	-4
玛丽	44.59	4.56%	-35.13%	68.74	6.02%	21	21	0	-16	-14	-2
第五季	-	-	-	-	-	36	35	1	-4	-1	-3
吉高特	15.75	1.61%	11.30%	14.15	1.24%	5	5	0	0	0	0
FF	10.91	1.12%	44.54%	7.55	0.66%	3	3	0	0	0	0
DEWL	3.70	0.38%	787.04%	0.42	0.04%	2	2	0	1	1	0
合计	977.12	100.00%	-14.49%	1142.69	100.00%	445	294	151	-41	-23	-18

注: 第五季为处理库存渠道、未单独披露收入。

资料来源: 公司公告

表 4：女装分渠道收入情况（单位：百万元）

	2016 年收入	占比	同比增速	2015 年收入	占比
自营	765.70	78.36%	-11.38%	864.01	75.61%
经销	211.42	21.64%	-24.14%	278.69	24.39%
合计	977.12	100.00%	-14.49%	1142.69	100.00%

资料来源：公司公告

表 5：婴童分品牌收入及渠道情况

品牌	2016 年 9-12 月		2016 年末渠道数量（家）		
	收入（百万元）	收入占比	合计	直营	经销
Agabang	175.63	59.73%	515	286	229
Dear Baby	54.44	18.52%	205	130	75
Ettoi	49.57	16.86%	171	125	46
Putto	4.90	1.67%			
Maternity	1.84	0.63%			
Zutano	0.13	0.04%	74	72	2
Designskin	3.67	1.25%			
Petti					
Marchons	3.84	1.31%			
合计	294.02	100.00%	965	613	352

资料来源：公司公告

表 6：婴童分渠道收入情况（单位：百万元）

	2016 年 9-12 月收入	占比
直营	182.37	62.02%
代理	73.64	25.05%
贸易	38.01	12.93%
合计	294.02	100.00%

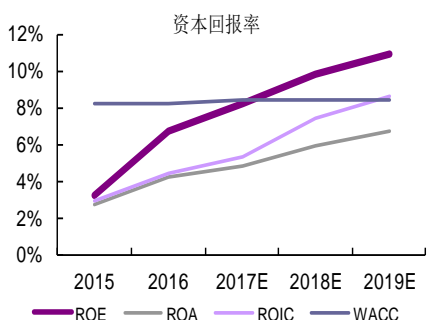
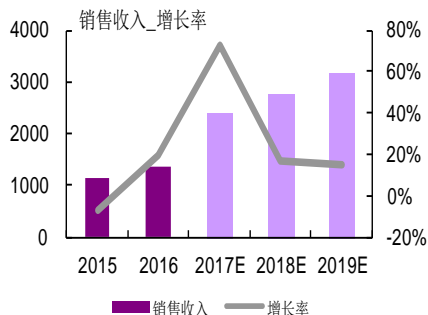
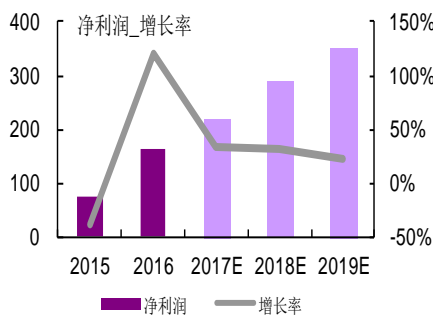
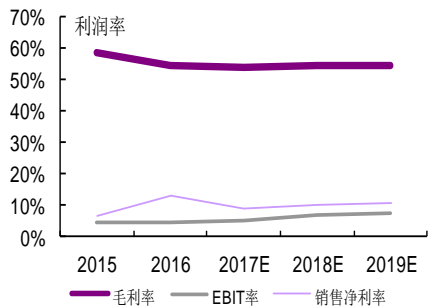
资料来源：公司公告

表 7：主要控股参股子公司财务数据

控股公司	营业收入（百万元）	净利润（百万元）	净利率（%）
	2016 年 9-12 月		
四川米兰	51.27	8.59	16.76%
深圳米兰	8.14	0.44	5.43%
四川晶肤	13.87	3.08	22.21%
重庆晶肤	3.72	0.28	7.47%
西安晶肤	6.97	1.84	26.36%
长沙晶肤	2.59	(0.29)	-11.04%
阿卡邦	298.88	20.56	6.88%
参股公司	2016 年		
L&P	2307.61	593.64	25.73%
若羽臣	378.19	35.57	9.41%

注：阿卡邦及 6 家医美公司于 16 年 9 月开始并表，此处均为并表业绩。

资料来源：公司公告



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,144	1,368	2,367	2,760	3,160
营业成本	469	616	1,083	1,251	1,430
折旧和摊销	41	42	62	69	73
营业税费	9	13	19	22	25
销售费用	408	476	762	886	1,011
管理费用	190	209	341	395	446
财务费用	27	9	27	27	22
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	46	84	100	120	140
营业利润	73	141	200	281	355
利润总额	77	190	257	338	412
少数股东损益	0	20	0	0	0
归属母公司净利润	74.46	164.02	218.71	287.69	350.34

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	2,789	4,423	4,512	4,842	5,202
流动资产	1,380	1,908	2,100	2,324	2,640
货币资金	362	1,906	1,647	1,867	2,096
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	96	369	225	262	300
应收票据	1	1	0	0	0
其他应收款	14	33	22	26	30
存货	486	663	1,058	981	983
可供出售投资	46	89	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	777	599	600	618	635
固定资产	347	483	716	822	877
无形资产	137	544	516	491	466
总负债	464	1,183	845	909	966
无息负债	131	549	804	868	925
有息负债	332	634	41	41	41
股东权益	2,325	3,240	3,459	3,702	3,995
股本	200	400	400	400	400
公积金	1,715	1,523	1,545	1,573	1,608
未分配利润	415	534	731	946	1,204
少数股东权益	0	776	776	776	776

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	151	132	322	345	286
净利润	74	164	219	288	350
折旧摊销	41	42	62	69	73
净营运资金增加	-510	-1,285	352	38	129
其他	545	1,211	-311	-50	-266
投资活动产生现金流	-86	-311	40	-54	23
净资本支出	-17	-41	-315	-157	-100
长期投资变化	777	599	-2	-18	-18
其他资产变化	-845	-870	356	120	140
融资活动现金流	-166	218	-619	-71	-80
股本变化	0	200	0	0	0
债务净变化	-132	301	-592	0	0
无息负债变化	-47	418	255	64	57
净现金流	-104	30	-258	220	229

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-7.38%	19.53%	73.07%	16.61%	14.47%
净利润增长率	-38.58%	120.28%	33.34%	31.54%	21.78%
EBITDA/EBITDA 增长率	-23.02%	14.28%	75.94%	36.06%	20.40%
EBIT/EBIT 增长率	-42.13%	23.77%	93.65%	48.04%	25.84%
估值指标					
PE	91	41	31	23	19
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	30	61	35	25	21
EV/EBIT	53	99	52	35	27
EV/NOPLAT	55	103	62	41	32
EV/Sales	2	5	3	2	2
EV/IC	2	4	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	58.99%	54.96%	54.26%	54.68%	54.75%
EBITDA 率	8.22%	7.86%	7.99%	9.32%	9.80%
EBIT 率	4.64%	4.81%	5.38%	6.83%	7.51%
税前净利润率	6.75%	13.93%	10.87%	12.26%	13.04%
税后净利润率 (归属母公司)	6.51%	11.99%	9.24%	10.42%	11.09%
ROA	2.67%	4.16%	4.85%	5.94%	6.73%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.20%	6.66%	8.15%	9.83%	10.88%
经营性 ROIC	2.91%	4.36%	5.27%	7.35%	8.63%
偿债能力					
流动比率	2.97	1.82	2.61	2.68	2.85
速动比率	1.93	1.19	1.30	1.55	1.79
归属母公司权益/有息债务	6.99	3.89	65.09	71.00	78.11
有形资产/有息债务	7.83	5.22	85.61	94.22	103.56
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.19	0.41	0.55	0.72	0.88
每股红利	0.10	0.00	0.11	0.14	0.18
每股经营现金流	0.38	0.33	0.80	0.86	0.72
每股自由现金流(FCFF)	1.50	3.31	-1.16	0.13	0.14
每股净资产	5.81	6.16	6.71	7.32	8.05
每股销售收入	2.86	3.42	5.92	6.90	7.90

资料来源：光大证券、上市公司

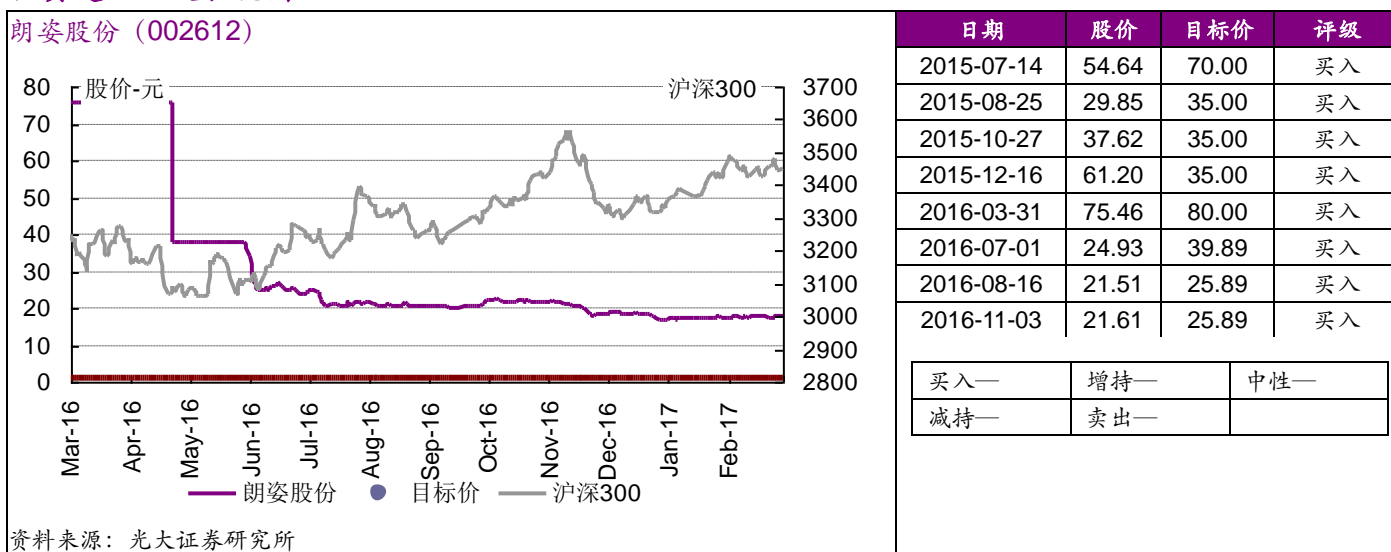
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有 10 多年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011-2016 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第 1、1、3、1、1、3 名。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公

司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com
	威德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com