

持续拓展电商产业布局，17年裘皮主业调整有望结束

公司简报

◆16年收入降12%，净利降16%，Q4收入降幅收窄

2016年公司实现营收5.02亿元，同降11.50%，扣非净利1305.07万元，同增4.63%，归母净利1506.02万元，同降16.61%，EPS0.04元，10派0.1元（含税）。扣非净利增幅高于收入主要受益于毛利率升、管理费用率降，高于归母净利主要为计入当期损益的政府补助下降419万元所致。

分区域来看，16年裘皮出口收入2.10亿元，同降21.85%，主要受俄罗斯及周边国家经济低迷影响；国内裘皮收入1.72亿元，同降3.24%，主要因扩大内销市场、服装单价有所下调；其他业务收入1.28亿元，同降2.46%，主要是华斯裘皮城经营权转让和京南商铺出售收入减少所致。

分产品来看，16年裘皮服装收入2.92亿元，同降4.85%，占总收入比重为58.26%，裘皮服装销量6.91万件，同增1.47%；裘皮皮张、种貂、裘皮饰品、时装、其他业务分别实现收入6102万元（-44.16%）、760万元、611万元（-53.34%）、604万元（+223.50%）、1.28亿元（-2.46%）。

16Q1-Q4单季收入同增-16.16%、-13.38%、-16.18%、-1.87%，归母净利同增-26.18%、221.20%、95.02%、-36.22%。Q4收入降幅收窄，主要由于Q4内销市场旺季、内销收入提升；Q2、Q3净利增长的原因分别为营业税金及财务费用减少、毛利率大幅提升，Q4净利下降幅度较大主要原因为毛利率大幅下滑、营业外收入减少208万元。

◆16年毛利率和费用率均有提升，毛利率单季波动较大

毛利率：2016年公司毛利率为28.92%，同比增0.80PCT，主要原因为全产业链模式下公司成本控制得当。裘皮出口和内销业务毛利率分别为13.65（+0.99PCT）、38.36%（+1.28PCT），其他业务毛利率为40.17%，降6.04PCT主要由于高毛利率业务裘皮城经营权转让、店铺出售等收入下降。

16Q1-Q4毛利率分别为45.74%（+10.97PCT）、23.82%（-0.83PCT）、27.65%（+8.35PCT）、21.44%（-12.32PCT）。单季度毛利率波动较大，16Q1毛利率上升主要为Q1毛利率较高的内销业务处于旺季、收入提升贡献；Q2毛利率略下滑主要为当季出口占比较高、毛利率较低；Q3毛利率上升主要为部分经营权转让、租金收入等毛利率较高的业务拉动所致；Q4毛利率下降主要原因为内销收入占比较高、公司加大促销力度所致。

费用率：16年期间费用率同增1.65PCT至25.04%，其中销售费用率增1.15PCT至10.05%，员工薪酬、店面费用等项目略有提升；管理费用率降0.71PCT至11.80%，主要原因为研发费用、工资及相关费用等下降；财务费用率增1.21PCT至3.19%，主要受贷款利息同增434万元影响。

◆持续完善裘皮行业全产业链布局

作为行业龙头，公司已形成裘皮全产业链布局，拥有海外珍稀水貂育种、毛皮交易中心、裘皮服饰生产基地、华斯裘皮城、自有品牌直营店、

增持（维持）

当前价：11.32元

分析师

李婕（执业证书编号：S0930511010001）

021-22169107

lijie_yjs@ebscn.com

联系人

汲肖飞

021-22169314

jixiaofei@ebscn.com

市场数据

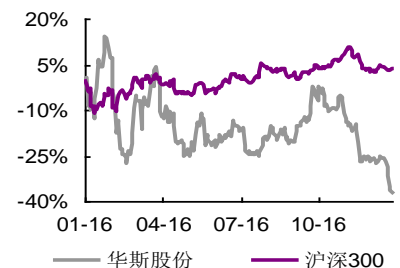
总股本(亿股)：3.86

总市值(亿元)：43.65

一年最低/最高(元)：11.22/20.49

近3月换手率：98.30%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-10.14	-22.61	-42.72
绝对	-10.21	-18.20	-35.46

相关研报

裘皮龙头业绩压力仍存，社交电商初现协同

.....2016-10-24
上半年业绩继续承压，社交电商业务又下一城

.....2016-08-22
定增建设清洁生产平台，深化裘皮主业

.....2016-06-07

天猫旗舰店、华斯易优等，涵盖动物育种、原皮交易、原皮加工、裘皮服饰设计生产、终端零售、互联网金融服务等业务，拓展国内国外市场。

1) 海外水貂育种业务：公司在丹麦、拉脱维亚拥有 8 个貂场，将国外高端水貂优良品种引入国内，培育适合中国本土大规模养殖的优良种貂。

2) 毛皮交易中心：拥有中国肃宁国际毛皮交易中心，于 2014 年 6 月落成开业，建筑面积 13.06 万平米，拥有店铺 752 户，露天摊位约 844 个，是国内最大的毛皮交易市场。毛皮交易中心改变了原有商户的粗放经营模式，未来有望引入国际先进的原皮交易模式，推行原皮分级标准，使原皮交易规范化、市场化、品牌化。

3) 裘皮生产基地：公司是全球最大的裘皮生产企业。2016.11.9 完成非公开发行，发行 3708 万股，募集资金 6 亿元用于清洁生产平台、清洁生产仓储基地、偿还银行借款等项目，进一步完善生产业务布局，推动裘皮加工清洁生产，并借助清洁化、集群化生产平台提高对裘皮产业上下游影响力。

4) 华斯裘皮城：华斯裘皮城一期于 2013 年 11 月 18 日开业，建筑面积 8 万平米，二期于 2015 年 10 月份开业，建筑面积 10 万平米，以箱包、皮衣、羊绒、裘皮等品类为主，打造中高端工厂店；另有华斯生活购物广场提供涵盖影院、精品超市、儿童娱乐、休闲购物为一体的体验式购物。

5) 自有品牌：主打“华斯”和“怡嘉琦”两个品牌，其中“华斯”主打高端市场，产品涵盖裘皮服饰以及时装；“怡嘉琦”作为专业皮草品牌主打中高端市场，产品为裘皮服饰及其制品。目前共拥有直营店 13 家，主要集中在大中城市中心商圈，同时在天猫平台开设 EGAKI（怡嘉琦）品牌旗舰店，完善线上渠道布局。

6) 华斯易优：2015.6.25 公司出资 300 万元（占比 60%）与优舍科技及易融德利成立华斯易优，涉足互联网金融，提供毛皮质押融资等供应链金融业务，目前受互联网金融政策收紧影响业务规模尚小。

◆受益于雄安新区设立，华斯裘皮城店铺租赁及出售收入有望提升

2017.4.1 中共中央、国务院决定设立河北雄安新区，包括河北省雄县、容城、安新三县及周边部分区域，起步区面积约 100 平方公里，中期发展区面积约 200 平方公里，远期控制区面积约 2000 平方公里。雄安新区现有开发程度较低、资源环境承载能力较强，未来将集中疏解北京非首都功能，规划建设现代新型城区，探索人口经济密集地区优化开发新模式。新区的设立是党中央做出的历史性战略决策，是继深圳经济特区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区，未来将辐射带动周边地区经济发展。

公司位于河北省沧州市肃宁县，在雄安新区以南，距离新区不足 100 公里，距离北京首都新机场不足 150 公里，地理位置优越。公司拥有华斯裘皮城，建筑面积共 18 万平米，收入主要来源于商铺出售和租赁。新区设立后，华斯裘皮城将显著受益于新区周边地区人口流量和经济发展水平的提升，商业地产价值将会重估，店铺租金及出售价格大概率上涨，推动其他业务收入提升。

◆积极拓展社交电商第二主业，投资电商孵化园丰富互联网化业务布局

公司于 2015 年开始拓展社交电商第二主业，培育新的业绩增长点。1) 2015.5 收购优舍科技（即“微卖”运营主体）30% 股权，7 月微卖与微博达成战略合作。优舍科技不断进行业务扩张，强化社交电商服务能力先后控股网红孵化器浙江光灿、参股美妆供应链公司郑州赢之梵以及图片视频内容公司北京智美力和。16 年优舍科技实现收入 2443.32 万元，净利润 201.92 万元，微卖平台日均成交额 233 万元，日均活跃人数 134 万，已初步实现盈利。2) 2016.8 收购未来时刻 10% 股权，未来时刻着力美妆类社交电商孵化，整合红人孵化、粉丝运营和电商管理，旗下拥有“王岳鹏 Niko”等多个有影响力的网红，提高与微卖业务的协同。

2017 年 3 月 30 日公司公告拟以自有资金 1.2 亿元投资建设电商孵化园项目，孵化园位于华斯产业园东侧，占地面积 4.67 万平米，建筑面积约 5.0 万平米，主要进行电商孵化、供应链及配套设施建设。电商项目建成后公司可供出售或租赁的商铺数量将会增加，并对服装、毛皮及其原辅料供应商、制造商、配送中心进行管理并提供技术指导，提供线上线下分销渠道、信息共享、仓储物流等服务，从流程上实现产业链上小微企业的数据共享，收入来源将进一步丰富，预计 2017 年可增加租金等收入。

目前裘皮产业链互联网化程度较低，不同主体之间信息不对称影响交易、运输、零售等环节效率。公司建设电商孵化园，可整合、传递华斯产业园及肃宁毛皮交易中心内裘皮交易商、生产商、物流商、零售商等各节点的信息

和业务，借助丰富的社交电商运营经验提高产业链效率，为小微企业提供整体服务，进一步丰富公司收入来源。公司将进一步整合线上线下资源，为裘皮商户提供商品销售、金融服务等解决方案，线上布局有望贡献更多收益。

◆17年裘皮主业调整有望结束、电商布局持续推进、定增加码清洁生产及仓储业务

公司收入构成中，裘皮产品销售和其他业务收入各占75%和25%，裘皮产品销售中，OEM、ODM和OBM各占11.94%、29.41%和58.56%，其中海外销售以OEM和OEM为主，国内销售以OBM为主。

15年以来俄罗斯经济下滑影响出口，公司收入持续下降，我们判断17年有望企稳回升。1) 国内市场OBM方面，以直销为主、商场代销为辅，每年7月份的订货会收入占比在五成以上，16年加大促销力度价格下降导致订货会收入略有下滑，预计下游客户库存逐步消化后产品价格逐步回升，17年订货会收入有望小幅增长；16年13家直营店收入同比实现增长，未来公司拓展直营渠道，商场代销渠道保持稳定，有望带动内销收入缓慢提升。2) 海外市场方面，公司销售渠道覆盖俄罗斯、欧洲、美国、日本、韩国等地区，15年以来俄罗斯经济下滑导致公司出口收入大幅减少，随着原油价格低位回升，俄罗斯经济增速有望企稳，彭博预计俄罗斯17年经济增速可达1.1%。公司将在保证回款的基础上审慎拓展俄罗斯客户，此外欧美、东北亚地区裘皮零售有望保持增长，公司出口收入有望结束调整甚至实现回升。3) 受益于雄安新区设立，公司裘皮城的地产价值有望重估，租金及店铺出售收入将得到提升。2017.3.14公司公告被认定为河北省第一批创建类特色小镇“华斯裘皮小镇”，并计划投资电商孵化园，进一步拓展其他业务收入。

毛利率方面，公司全产业链模式下控制成本，16年出口毛利率增0.80PCT。预计随着外需回暖公司议价能力提高、出口毛利率略有提升，同时随着内销客户库存逐步消化预计17年订货会价格回升，此外雄安新区设立后裘皮城租金上涨而成本固定，将共同推动毛利率持续提升；费用方面，销售费用较为刚性，公司加强管理费用管控，收入回升后预计费用率将持续下降。

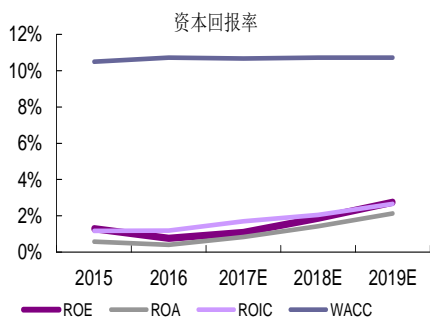
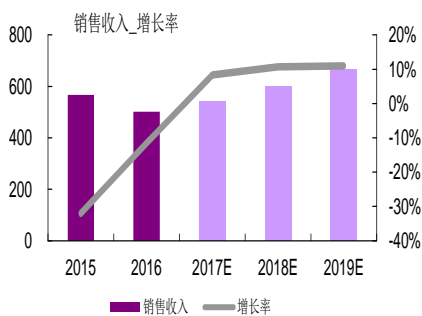
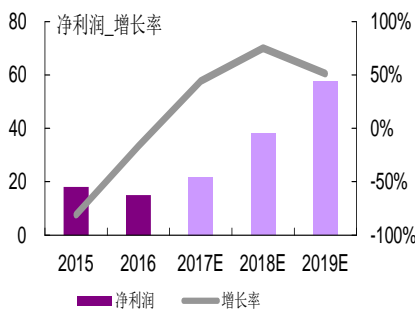
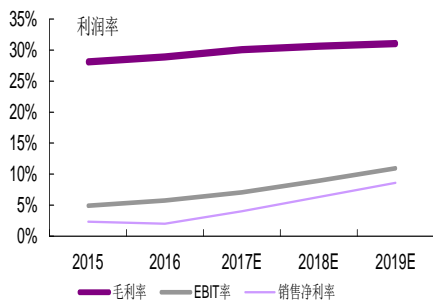
我们认为：1) 裘皮主业受益于国内渠道开拓、外需逐步回暖、雄安新区设立提振租赁业务，收入有望恢复增长；同时受益于毛利率提升、费用率下降，17年净利有望呈现较大幅度增长。2) 电商布局持续加码。在投资优舍科技、未来时刻布局社交电商后，投资1.2亿元建设电商孵化平台，促进裘皮产业链线上线下融合，未来有望在电商领域持续布局培育新的业绩增长点。3) 2016.11.9完成非公开发行，发行价16.18元，其中大股东贺国英认购6000万元，占比为10%，限售期为三年，彰显对公司未来发展信心。

预测2017-19年EPS为0.06/0.10/0.15元，对应2017年189倍PE，目前公司市值较小（43.65亿元），短期估值较高，但考虑到定增价倒挂、受益于雄安新区设立、未来电商领域外延布局值得期待，维持“增持”评级。

◆风险提示：海外需求疲软、国内消费市场疲软、社交电商业务亏损等。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	566.91	501.70	531.74	580.03	642.51
营业收入增长率	-32.02%	-11.50%	5.99%	9.08%	10.77%
净利润（百万元）	18.07	15.07	21.59	37.84	56.72
净利润增长率	-80.95%	-16.61%	43.31%	75.28%	49.88%
EPS（元）	0.05	0.04	0.06	0.10	0.15
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.29%	0.76%	1.07%	1.85%	2.71%
P/E	242	289.7	202.2	115.3	77.0
P/B	3	2	2	2	2



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	567	502	532	580	643
营业成本	407	357	372	402	443
折旧和摊销	45	64	14	29	36
营业税费	9	6	8	9	10
销售费用	50	50	48	51	55
管理费用	71	59	61	66	64
财务费用	11	16	17	15	13
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	5	10	15
营业利润	16	14	26	47	7
利润总额	23	16	29	50	76
少数股东损益	-5	-5	0	0	0
归属母公司净利润	18	15	22	38	57

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	2300	2526	2608	2654	2692
流动资产	936	1166	923	1134	1200
货币资金	205	434	319	481	481
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	15	97	101	110	122
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	9	8	10	10	12
存货	505	493	372	402	443
可供出售投资	0	5	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	91	92	92	92	92
固定资产	409	429	715	904	896
无形资产	108	108	103	98	93
总负债	882	526	587	600	588
无息负债	363	206	253	280	268
有息负债	519	320	334	320	320
股东权益	1418	1999	2021	2055	2104
股本	386	386	386	386	386
公积金	754	1299	1301	1305	1310
未分配利润	308	311	331	361	404
少数股东权益	13	7	7	7	7

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	49	50	216	42	5
净利润	18	15	22	38	57
折旧摊销	45	64	14	29	36
净营运资金增加	-376	119	-158	52	116
其他	361	-149	339	-77	-204
投资活动产生现金流	-335	-34	-329	152	15
净资本支出	-244	-31	-336	-228	0
长期投资变化	91	92	0	0	0
其他资产变化	-182	-95	7	380	15
融资活动现金流	122	201	-2	-32	-19
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-9	-199	14	-14	0
无息负债变化	162	-157	47	27	-12
净现金流	-166	229	-115	162	1

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	-32.02%	-11.50%	5.99%	9.08%	10.77%
净利润增长率	-80.95%	-16.61%	43.31%	75.28%	49.88%
EBITDA/EBITDA 增长率	-55.08%	27.68%	-44.41%	57.15%	30.95%
EBIT/EBIT 增长率	-77.89%	3.72%	30.16%	39.03%	35.19%
估值指标					
PE	242	290	202	115	77
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	59	42	78	52	40
EV/EBIT	156	134	107	81	61
EV/NOPLAT	272	216	143	109	81
EV/Sales	8	8	8	7	7
EV/IC	3	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	28.12%	28.92%	30.08%	30.70%	31.11%
EBITDA 率	12.90%	18.61%	9.76%	14.06%	16.62%
EBIT 率	4.92%	5.76%	7.08%	9.02%	11.01%
税前净利润率	4.07%	3.23%	5.41%	8.70%	11.77%
税后净利润率 (归属母公司)	3.19%	3.00%	4.06%	6.52%	8.83%
ROA	0.57%	0.40%	0.83%	1.43%	2.11%
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.29%	0.76%	1.07%	1.85%	2.71%
经营性 ROIC	1.17%	1.19%	1.68%	2.03%	2.62%
偿债能力					
流动比率	2.04	6.22	3.70	4.34	4.83
速动比率	0.94	3.59	2.21	2.80	3.05
归属母公司权益/有息债务	2.71	6.23	6.03	6.40	6.55
有形资产/有息债务	4.13	7.41	7.35	7.82	7.94
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.05	0.04	0.06	0.10	0.15
每股红利	0.03	0.00	0.01	0.02	0.03
每股经营现金流	0.13	0.13	0.56	0.11	0.01
每股自由现金流(FCFF)	0.50	(0.17)	(0.34)	(0.55)	(0.07)
每股净资产	3.64	5.17	5.22	5.31	5.44
每股销售收入	1.47	1.30	1.38	1.50	1.67

资料来源：光大证券、上市公司

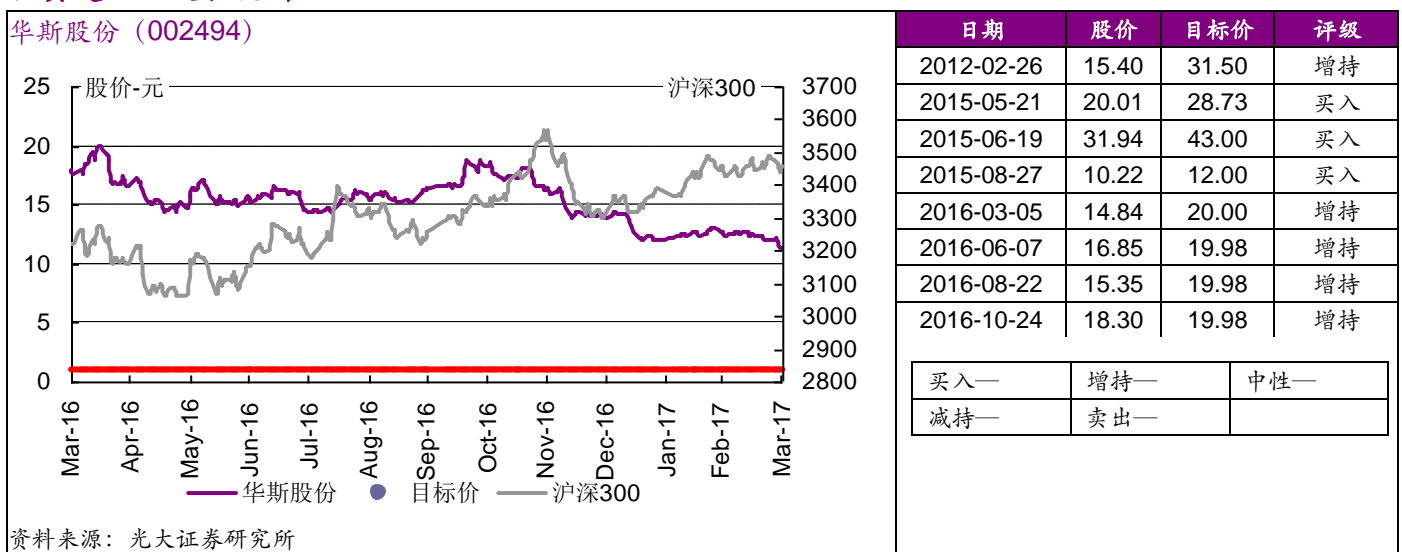
分析师声明

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的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

上海市新闻路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@ebsecn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
		郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com	
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
国际业务	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com	
	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com	