

Q1 针纺、电商继续贡献增长，期待男装主业回暖

公司简报

◆收入增 14%，控费良好促扣非净利增 25%，归母净利增 9.8%

17Q1 公司实现收入 8.07 亿元，同比增 13.89%；扣非净利 5865 万元，同比增 25.40%；归母净利 7069 万元，同比增 9.81%；EPS0.09 元。

17Q1 收入增长继续受益于针纺业务及电商收入增长拉动；扣非净利增速高于收入受益于在毛利率下降(-2.97PCT)情况下费用率降幅更大(-3.61PCT)；归母净利增速低于扣非净利主要因为 Q1 政府补助和理财产品投资收益下降。

◆16Q4 去库存促进销售，17Q1 电商针纺贡献较大

从 16Q4 开始公司单季收入回升明显、净利增速转正，但业绩贡献及影响因素有所差异。16Q1-17Q1 收入分别增+11.05%、-11.48%、+1.37%、+18.13%、+13.89%，净利分别-5.18%、-6.33%、-9.60%、+7.89%、+9.81%。

16Q4 在电商、针纺继续增长同时因处于销售旺季加大去库存力度，单季收入增长提速，促销及低毛利业务占比提升情况下毛利率不降反升、得益于存货转销、前期计提的存货跌价准备冲减营业成本，叠加上费用控制，利润总额同比增 741%，但由于 15-16 年税率调整增加所得税费用、净利增幅收窄至 7.89%。

17Q1 收入主要为电商、针纺业务继续拉动，男装线下业务预计降幅收窄也有一定贡献；低毛利率业务占比提升拖累毛利率下降，但费用控制继续显效、降幅高于毛利率，使得扣非净利增幅达到 25%。

◆毛利率、费用率均降，存货降、应收账款增、资产减值损失增加

毛利率：17Q1 毛利率降 2.97PCT 至 34.18%，主要由于毛利率较低的针纺和电商业务增长、占比提升所致。

费用率：17Q1 期间费用率降 3.61PCT 至 17.43%，其中销售费用率降 3.30PCT 至 11.41%，管理费用率降 0.62PCT 至 7.02%，财务费用率增 0.32PCT 至-1%。

其他财务指标：1) 存货较期初降 13.57%至 7.77 亿。2) 应收账款较年初增 11.61%至 1.92 亿元。3) 资产减值损失同比增 24.94%至 4956 万，主要为去库存力度加大。4) 经营性现金流量净额同比增 30.53%至 1.63 亿元，主要由于报告期营业收入增长、收回销售款增加。

◆预计 17H1 净利增 0~20%，现金充足期待主业回暖

公司预计 17 年上半年净利增 0~20%。我们认为：1) 主业方面电商和针纺业务增长较快、预计持续提升收入，男装线下业务 16 年下滑低个位数、17Q1 预计降幅收窄呈现改善趋势，需要持续观察后续销售情况。2) 公司控费能力持续提升，16 年下半年以来销售、管理费用率持续下降改善业绩。3) 现金充裕、一季度末现金 20.40 亿+其他流动资产 22.91 亿，近 3 年计提存货跌价准备充足有助增强未来业绩弹性。

买入 (维持)

当前价：9.91 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

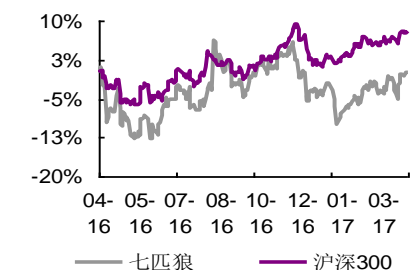
总股本(亿股)：7.56

总市值(亿元)：74.28

一年最低/最高(元)：9.24/11.80

近 3 月换手率：42.53%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.70	-2.05	-8.90
绝对	-5.98	0.00	0.05

相关研报

加大去库存、存货转销促 Q4 超预期，男装调整改革进展中

.....2017-04-02
 净利降 7%，电商及针纺贡献收入增长但拉低毛利率

.....2016-10-26
 净利降 5%，围绕主业继续布局时尚消费领域

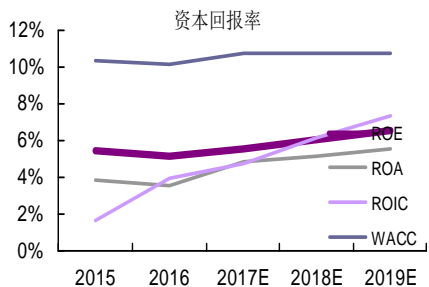
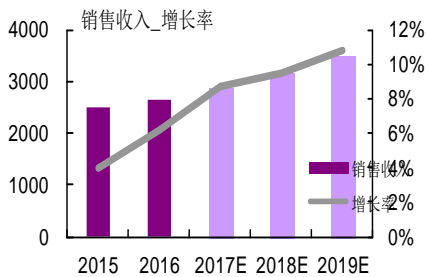
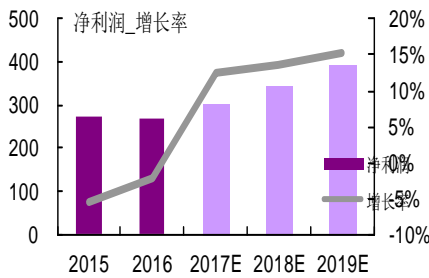
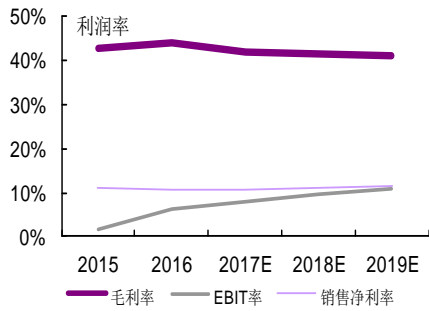
.....2016-08-24

考虑到电商、针纺业务增长持续贡献，且 Q1 男装情况略有改善、有望筑底回升，上调 17~19 年 EPS 至 0.40/0.45/0.52 元，对应 17 年 PE25 倍、PB1.37 倍，维持“买入”评级。

风险提示：终端消费疲软，投资进度不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2,486	2,640	2,870	3,142	3,480
营业收入增长率	3.99%	6.16%	8.74%	9.45%	10.78%
净利润（百万元）	273	267	301	342	394
净利润增长率	-5.43%	-2.14%	12.61%	13.56%	15.20%
EPS（元）	0.36	0.35	0.40	0.45	0.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.44%	5.14%	5.55%	5.96%	6.46%
P/E	27	28	25	22	19
P/B	1	1	1	1	1



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,486	2,640	2,870	3,142	3,480
营业成本	1,421	1,480	1,669	1,836	2,043
折旧和摊销	213	192	4	7	11
营业税费	25	25	29	31	35
销售费用	488	467	488	537	602
管理费用	247	229	245	292	331
财务费用	-74	-34	-55	-51	-50
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	97	107	80	70	65
营业利润	213	302	370	424	493
利润总额	258	359	415	469	538
少数股东损益	7	10	10	10	10
归属母公司净利润	273.03	267.19	300.89	341.70	393.63

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	7,398	7,920	6,433	6,849	7,308
流动资产	5,499	5,579	4,952	5,319	5,731
货币资金	2,169	1,853	1,640	1,986	2,284
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	260	172	483	523	586
应收票据	100	121	258	283	313
其他应收款	89	119	20	22	24
存货	843	899	-29	-94	-103
可供出售投资	61	536	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	229	301	301	301	301
固定资产	471	410	448	485	520
无形资产	48	42	40	38	36
总负债	2,328	2,664	942	1,038	1,127
无息负债	1,839	1,856	942	1,038	1,127
有息负债	489	808	0	0	0
股东权益	5,070	5,256	5,491	5,812	6,180
股本	756	756	756	756	756
公积金	2,425	2,458	2,458	2,458	2,458
未分配利润	1,811	1,971	2,196	2,506	2,865
少数股东权益	49	58	68	78	88

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	641	589	-297	306	268
净利润	273	267	301	342	394
折旧摊销	213	192	4	7	11
净营运资金增加	-207	366	543	-20	91
其他	362	-236	-1,144	-23	-227
投资活动产生现金流	-450	-959	912	20	15
净资本支出	-154	-126	-43	-50	-50
长期投资变化	229	301	0	0	0
其他资产变化	-525	-1,135	955	70	65
融资活动现金流	-33	-76	-828	20	15
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-166	318	-808	0	0
无息负债变化	463	17	-914	95	90
净现金流	158	-445	-213	346	298

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	3.99%	6.16%	8.74%	9.45%	10.78%
净利润增长率	-5.43%	-2.14%	12.61%	13.56%	15.20%
EBITDA/EBITDA 增长率	-27.89%	38.62%	-32.61%	30.34%	25.38%
EBIT/EBIT 增长率	-71.43%	282.34%	45.03%	29.42%	24.83%
估值指标					
PE	27	28	25	22	19
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	21	15	24	18	14
EV/EBIT	125	34	25	18	14
EV/NOPLAT	115	44	33	24	19
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	2	2	2	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	42.85%	43.93%	41.86%	41.54%	41.29%
EBITDA 率	10.25%	13.38%	8.29%	9.88%	11.18%
EBIT 率	1.70%	6.12%	8.16%	9.65%	10.88%
税前净利润率	10.37%	13.60%	14.44%	14.93%	15.46%
税后净利润率 (归属母公司)	10.98%	10.12%	10.48%	10.88%	11.31%
ROA	3.79%	3.51%	4.83%	5.13%	5.52%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.44%	5.14%	5.55%	5.96%	6.46%
经营性 ROIC	1.61%	3.95%	4.72%	6.06%	7.29%
偿债能力					
流动比率	2.44	2.12	5.40	5.25	5.20
速动比率	2.06	1.78	5.43	5.35	5.29
归属母公司权益/有息债务	10.26	6.44	-	-	-
有形资产/有息债务	14.35	9.37	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.36	0.35	0.40	0.45	0.52
每股红利	0.10	0.10	0.04	0.05	0.05
每股经营现金流	0.85	0.78	-0.39	0.41	0.36
每股自由现金流(FCFF)	0.58	-0.18	-0.27	0.46	0.32
每股净资产	6.64	6.88	7.18	7.59	8.06
每股销售收入	3.29	3.49	3.80	4.16	4.61

资料来源：光大证券、上市公司

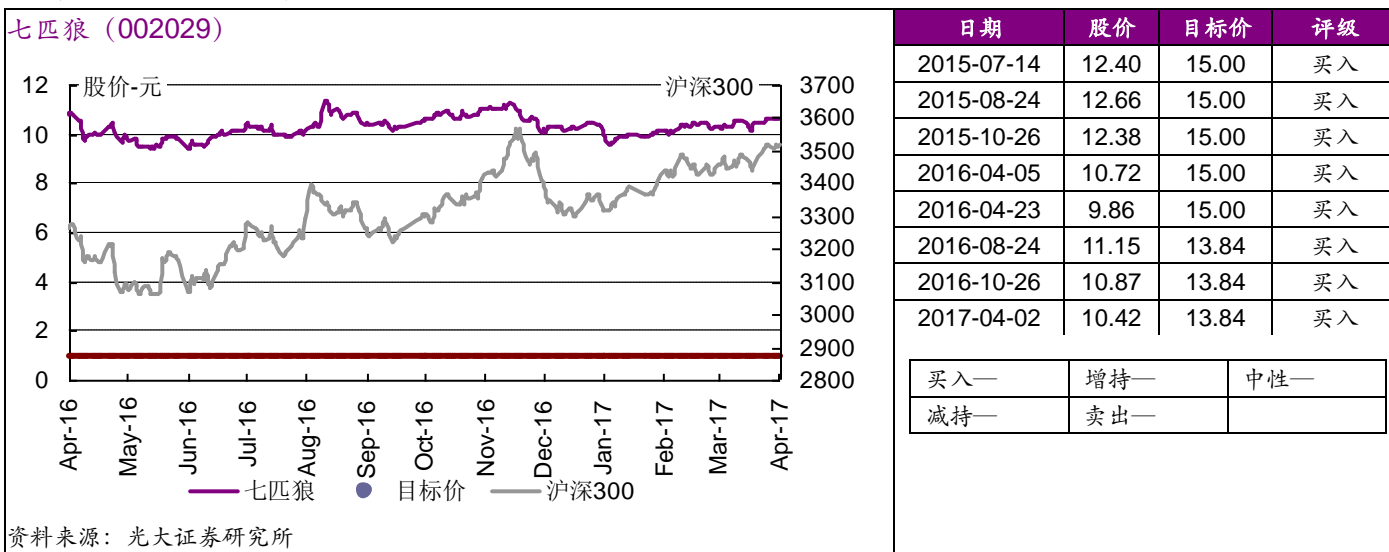
分析师声明

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@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	lixiao1@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	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com	
	威德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com	