

业绩恢复增长，时尚 IP 生态圈建设加速

公司简报

◆17H1 收入、净利同增 11%，并表推动业绩增长

17H1 公司实现收入 7.90 亿元，同增 11.42%，归母净利润 2231.39 万元，同增 10.70%，扣非净利 2118.84 万元，同增 12.55%，EPS 为 0.056 元。

2017.2 公司收购 Onlylady 和闺蜜网完成，17H1 贡献收入 5314.57 万元、净利润 1026.23 万元，扣除并表 17H1 鞋类业务收入同增 3.88%，净利下滑主要受到资产减值损失同增 159.01%至 3326 万元影响。

分季度来看，2016Q1-17Q2 公司收入同增-11.90%、-20.19%、+5.19%、-9.58%、+7.55%、+15.60%，归母净利同增-24.42%、-26.72%、+21.47%、+384.53%、+25.01%、-1.39%。17 年品牌集合店收入放量及并表推动公司收入恢复增长，17Q1 毛利率同增 1.82PCT、管理费用率降 1.47PCT 带动利润增长，17Q2 毛利率同降 1.97PCT、管理费用率增 0.97PCT、资产减值损失同增 441.82%致利润下滑。

◆仍处净关店、店效回升推动线下收入增长，主品牌收入回升

分业务来看，17H1 公司鞋类业务实现收入 7.36 亿元，同比增 3.88%，互联网广告业务收入 5314.57 万元，为 17 年新增并表业务，占比 6.73%。

鞋类业务分渠道看，17H1 线上收入同比降 28.53%至 8113.66 万元，主要由于线上竞争加剧影响；线下收入同比增 12.30%至 6.46 亿元。公司调整低效店铺，2017 年 6 月底共有店铺数量 1668 个，较去年同期外延减少 12.81%（其中自营店 1253 个，较去年同期减少 12.68%，分销店 415 个，较去年同期减少 13.18%）。优化渠道后公司单店效率提升，且 2017 年 6 月底公司开设品牌集合店 108 家。新开品牌集合店面积较大、数量增加，带动公司平均店效同增 28.80%。

分品牌来看，17H1 星期六、迪芙斯、索菲娅、菲伯利尔及其他品牌实现收入 3.57 亿元、1.53 亿元、8837.69 万元、5910.74 万元、7871.45 万元，同增 5.72%、26.95%、-6.43%、-17.97%、-6.21%。2013 年后除迪芙斯以外其他品牌收入持续下滑，17H1 星期六主品牌渠道结构优化，店效增长、集合店开设推动收入回升；迪芙斯定位中高端，品牌影响力较大，17H1 收入保持增长；其他品牌受渠道调整影响收入仍然下滑。

◆17H1 毛利率略降，费用率下降，存货规模仍然较大

毛利率：17H1 公司毛利率同降 0.03PCT 至 54.73%，基本保持稳定。分品牌来看，星期六、迪芙斯、索菲娅、菲伯利尔及其他品牌毛利率分别为 58.38%、63.18%、46.84%、45.16%、33.13%，同比增 1.23PCT、-0.39PCT、-4.07%、-3.59%、-8.88%，公司加大库存清理力度导致副品牌毛利率均出现下滑。

期间费用率：17H1 公司期间费用率同降 2.80PCT 至 45.57%，其中销售费用率同降 2.89PCT 至 35.00%，主要由于关店导致商场费用同比降

中性（下调）

当前价：10.64 元

分析师

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

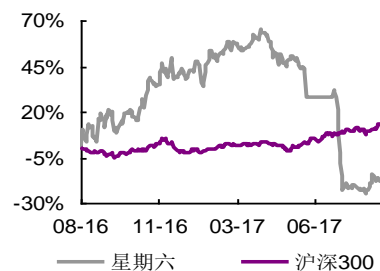
联系人

汲肖飞
021-22169314
jixiaofei@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：3.99
总市值(亿元)：42.45
一年最低/最高(元)：8.86/19.93
近 3 月换手率：193.53%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	13.99	-36.60	-37.47
绝对	16.94	-29.63	-22.17

相关研报

主业压力仍存，时尚 IP 生态圈布局可期
..... 2016-11-02

7.93%、公司控制职工薪酬增长；管理费用率同降 0.29PCT 至 7.37%，主要由于研发费用同降 17.98%；财务费用率同增 0.39PCT 至 3.21%，主要由于利息支出增加。

其他财务指标：

1) 17 年 6 月底存货为 15.19 亿元，较期初略增 0.53%，其中库存商品为 14.83 亿元，较期初持平。17H1 公司存货收入比为 192%，仍处于较高水平，库存周转率为 0.24（去年同期为 0.22），库存清理后存货结构有所改善、周转率略有提升。

2) 17H1 资产减值损失同增 159.01%至 3325.75 万元，主要由于存货跌价损失同增 222.06%至 3397.76 万元。

3) 17H1 经营性现金流量净额同增 45.13%至 4270.25 万元，主要由于公司控制进货所致。17H1 投资活动现金流净额大增 1126.40%至 4.08 亿元，主要由于公司构建时尚 IP 生态圈、对联营企业出资投资相关领域中早期优质企业。

◆公司持续布局，“时尚 IP 生态圈”三大平台建设齐头并进

女鞋行业调整背景下公司寻求转型，构建时尚 IP 生态圈，打造媒体和社交平台、IP 孵化运营平台和 IP 集合平台，实现流量聚集、内容制作和商业变现三大功能。

媒体和社交平台方面，公司以现金形式完成对时尚锋迅和北京时欣的控股权收购，两家公司于 2017 年 2 月底纳入合并范围，2017 年 3-6 月共实现收入并表 5314.57 万元、分别实现净利润 965.79 万元和 280.78 万元。公司以时尚锋迅旗下“Onlylady 女人志”及北京时欣旗下“Kimiss 闺蜜网”为基础，利用其网红资源及内容制作能力打造媒体和社交平台，构建自媒体矩阵，吸引网红粉丝等消费群体，增强用户粘性，媒体和社交平台逐步成型。

IP 孵化运营平台方面，公司依托旗下产业基金及时尚锋迅、北京时欣等资源投资时尚 IP 开发及运营、时尚女性媒体、网红经济行业的优质企业，并通过孵化运营平台实现优质 IP 与品牌资源的对接，打通流量汇集与商业变现环节。公司旗下奥利凡星基金已投资时尚红人孵化平台“Onlystar 惟星时尚”，时尚新媒体“手边巴黎”、“鲜橙派”，社交电商公司“不错哟”以及新零售整合营销服务公司“蜜言糖语”等。公司通过投资整合产业链资源对时尚红人进行孵化运营，培育更多优质 IP。

时尚 IP 平台方面，建设快速推进，截至 2017 年 6 月底共开设品牌集合店 108 家，较年初增 12 家，成为时尚 IP 生态圈重要的变现平台。目前门店拥有鞋、包、服装、配饰等全品类产品，并引入 Smiley、Havaianas、Kisman、Superga、Dienastie 等国内外潮流品牌及设计师品牌，满足消费者个性化需求。目前 IP 集合店鞋类产品占比超过 90%，且仍以公司自有品牌为主，未来公司将引入更多国外品牌、设计师品牌及小众个性品牌，提供更多产品组合，完善时尚 IP 生态圈变现环节。

◆发布定增预案，完善 IP 孵化运营平台和 IP 集合平台建设

2017.7.5 公司发布非公开发行预案，拟发行股票不超过 7978 万股、募集资金不超过 8.35 亿元用于“时尚自媒体运营孵化园”及“时尚 IP 集合店新建及供应链建设”项目。定价基准日为发行期首日，发行价格不低于基准日前 20 个交易日股票均价的 90%。

时尚自媒体运营孵化园主要分为自媒体运营中心、自媒体培育中心和时尚媒体大数据中心，将为时尚 IP 孵化运营平台、其他自媒体企业及个人提供办公场地和自媒体培育孵化场地。项目建设完成后，公司投资的自媒体资源可利用孵化园的软硬件设施实现互动合作、快速发展，公司可筛选、培育、运营时尚自媒体，向公司输出更多 IP 产品及用户流量。

时尚 IP 集合店新建及供应链建设项目拟在两年内新增 280 家时尚 IP 集合店，其中在各大城市开设时尚 IP 品牌集合旗舰店 30 家、平均每家约 1000 平方米，时尚 IP 品牌集合店 250 家、平均每家 300 平方米，为消费者提供时尚、优雅、艺术的产品。此外公司将打造快速反应的配套供应链，对生产车间改良装修、购置智能化生产设备，实现供应链的可视化和智能化管理，满足网络达人对柔性生产线的需求。

◆预测 2017 年前三季度净利增 0~30%，管理层增持彰显信心

公司预测 2017 年前三季度归母净利润同比增长 0%~30%，主要原因是渠道优化、品牌集合店业绩放量带动以及时尚锋迅、北京时欣并表。

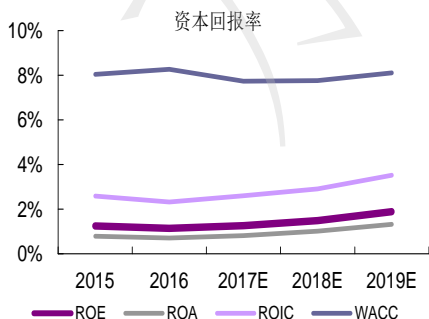
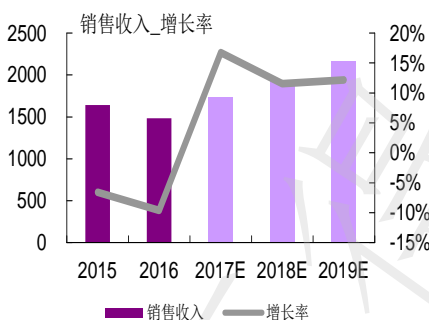
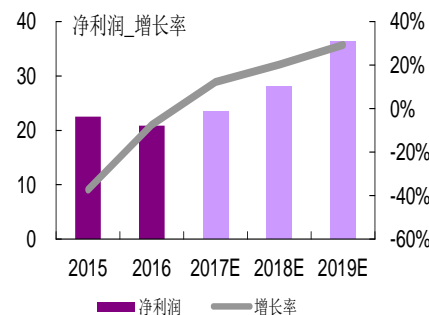
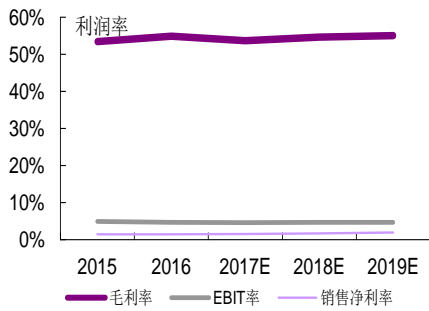
我们认为：1) 公司渠道调整成效初显、新开品牌集合店面积较大，店效恢复增长，带动主业收入增长。随着非公开发行募投项目建设、品牌集合店的快速设立，公司渠道数有望保持稳定，时尚 IP 集合店贡献营业额持续提高，未来主业收入有望保持增长态势。2) IP 时尚生态圈建设快速推进，推出定增项目加速 IP 孵化运营平台及 IP 集合店平台建设，加强 IP 孵化和吸引流量能力，未来公司将引入更多品牌、品类，提高 IP 生态圈变现能力。3) 2017.8.15 大股东星期六控股与公司签订协议，向公司提供总额不超过 2.00 亿元的财务资助，补充流动资金、提高融资效率。公司拟发行不超过 4 亿元公司债，于 2017.8.25 获证监会核准，主要用于偿还银行贷款、补充流动资金。4) 2017.7.13 公司董事、副总经理于洪涛、李刚先生承诺 6 个月内通过二级市场购买增持公司股票，两人合计增持金额 1000~2000 万元。2017.7.13-7.20 二人通过二级市场竞价共增持 75 万股，增持均价 9.49~10.88 元，增持金额 760.11 万元，未来有望进一步增持，彰显管理层信心。

渠道调整到位后，新战略带来更多客流量，公司女鞋主业收入有望持续好转，考虑到时尚锋迅及北京时欣收入并表，预测 2017-19 年 EPS 为 0.06 元、0.07 元、0.09 元。公司 IP 生态圈战略成长空间大、定增完善 IP 孵化运营和 IP 集合平台，但短期内估值较高，下调至“中性”评级。

◆风险提示：行业竞争加剧、品牌集合店收入增长不达预期、库存减值损失大幅增加等。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,642	1,484	1,733	1,933	2,168
营业收入增长率	-6.60%	-9.61%	16.74%	11.56%	12.15%
净利润 (百万元)	23	21	23	28	36
净利润增长率	-37.32%	-7.52%	12.18%	20.19%	29.21%
EPS (元)	0.06	0.05	0.06	0.07	0.09
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.24%	1.13%	1.26%	1.49%	1.89%
P/E	188	204	182	151	117
P/B	2	2	2	2	2



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,642	1,484	1,733	1,933	2,168
营业成本	765	669	803	877	975
折旧和摊销	56	48	10	10	10
营业税费	13	13	14	15	17
销售费用	575	526	615	696	780
管理费用	137	116	135	151	169
财务费用	52	42	48	49	49
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	27	27	32	41	53
利润总额	33	29	35	44	56
少数股东损益	1	0	3	5	6
归属母公司净利润	22.53	20.84	23.38	28.10	36.31

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	3,028	2,987	3,226	3,254	3,199
流动资产	2,575	2,503	2,840	2,868	2,814
货币资金	254	202	433	387	325
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	708	713	732	817	916
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	23	26	23	23	24
存货	1,475	1,512	1,588	1,570	1,470
可供出售投资	15	15	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	9	20	20	20	20
固定资产	133	123	104	100	96
无形资产	33	32	31	35	37
总负债	1,205	1,141	1,354	1,348	1,251
无息负债	931	983	900	911	1,010
有息负债	274	158	454	437	241
股东权益	1,823	1,846	1,872	1,906	1,948
股本	399	399	399	399	399
公积金	1,014	1,019	1,021	1,024	1,028
未分配利润	401	420	441	466	499
少数股东权益	9	9	12	17	23

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	34	110	-41	30	191
净利润	23	21	23	28	36
折旧摊销	56	48	10	10	10
净营运资金增加	-62	-111	250	16	-152
其他	17	152	-325	-24	297
投资活动产生现金流	-109	-19	25	-10	-8
净资本支出	-46	-59	10	-10	-8
长期投资变化	9	20	0	0	0
其他资产变化	-72	20	15	0	0
融资活动现金流	149	-156	248	-66	-245
股本变化	36	0	0	0	0
债务净变化	-119	-116	296	-17	-196
无息负债变化	180	52	-83	11	98
净现金流	74	-64	232	-47	-61

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	-6.60%	-9.61%	16.74%	11.56%	12.15%
净利润增长率	-37.32%	-7.52%	12.18%	20.19%	29.21%
EBITDA/EBITDA 增长率	-18.84%	-14.31%	-23.33%	11.36%	12.00%
EBIT/EBIT 增长率	-16.43%	-13.83%	15.82%	12.90%	12.88%
估值指标					
PE	188	204	182	151	117
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	34	39	53	47	40
EV/EBIT	58	66	59	52	44
EV/NOPLAT	81	92	79	69	59
EV/Sales	3	3	3	2	2
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	53.40%	54.89%	53.64%	54.62%	55.02%
EBITDA 率	8.30%	7.87%	5.17%	5.16%	5.15%
EBIT 率	4.87%	4.64%	4.61%	4.66%	4.69%
税前净利润率	2.02%	1.97%	2.03%	2.28%	2.60%
税后净利润率 (归属母公司)	1.37%	1.40%	1.35%	1.45%	1.67%
ROA	0.79%	0.70%	0.82%	1.02%	1.32%
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.24%	1.13%	1.26%	1.49%	1.89%
经营性 ROIC	2.58%	2.32%	2.60%	2.91%	3.52%
偿债能力					
流动比率	2.21	2.19	2.10	2.13	2.25
速动比率	0.94	0.87	0.93	0.96	1.07
归属母公司权益/有息债务	6.61	11.63	4.10	4.32	7.98
有形资产/有息债务	9.96	16.89	6.55	6.86	12.18
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.06	0.05	0.06	0.07	0.09
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.08	0.28	-0.10	0.07	0.48
每股自由现金流(FCFF)	0.50	0.60	-0.21	0.39	0.89
每股净资产	4.55	4.61	4.66	4.73	4.83
每股销售收入	4.12	3.72	4.34	4.85	5.43

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。

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
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	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
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	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