

## 渠道调整导致收入下降，费用上升拖累净利表现

公司简报

### ◆收入同降12%，净利同降62%，业绩持续下滑

2017年1-9月公司实现收入10.74亿元，同降12.41%，扣非净利润-256.35万元，同降106.56%，归母净利润2092.84万元，同降62.36%，EPS0.10元。扣非净利润出现亏损，主要受到费用率提升以及资产减值损失增加影响，高于净利润主要因为处置子公司产生的投资收益、理财产品收益增加导致非经常性损益快速增长。

14年开始公司收入持续下滑，迄今仍处调整期。分季度来看，16Q1-17Q3公司收入同增-16.79%、-17.42%、0.38%、-14.77%、-11.37%、-9.43%、-17.05%，归母净利润同增-24.48%、-51.41%、119.92%、-42.02%、13.41%、-71.30%、-1288.91%。其中17Q3渠道外延同比下降10.26%，且出口OEM收入同比下降58.24%，导致收入降幅扩大，销售、管理费用率分别同增4.96PCT、2.21PCT，营业外收入减少导致Q3净利润出现大幅下滑。

### ◆直营收入占比提升促毛利率增，费用率增

2017年1-9月毛利率同增1.84PCT至52.13%，主要由于高毛利率直营收入占比同增8.49PCT至83.10%，且经销渠道毛利率有所提升。16Q1-17Q3毛利率分别为51.05% (+2.66PCT)、53.26% (+5.09PCT)、45.99% (-1.36PCT)、51.25% (+2.56PCT)、52.54% (+1.49PCT)、53.41% (+0.15PCT)、50.00% (+4.01PCT)，直营收入占比增加、经销商毛利率同增6.93PCT推动Q3毛利率显著提升。

17年1-9月公司期间费用率同增3.49PCT至47.32%，其中销售费用率同增2.47PCT至40.48%，主要由于人员工资较为固定、直营渠道收入占比提高；管理费用率同增1.57PCT至6.91%；财务费用率同降0.54PCT至-0.07%，主要由于银行贷款减少、利息减少。

### ◆电商旺季推动收入降幅收窄，加强控费有望改善业绩

我们判断：1) 女鞋行业竞争激烈，公司仍处于业绩调整期，线下持续净关店，2017年前三季度净关店160家，占期初店铺数量的8.62%。预计四季度电商旺季有望推动收入降幅收窄。2) 2017年1-9月公司直营渠道收入8.93亿元，同降2.43%，直营收入占比提升带动毛利率增长。未来公司将强化直营渠道布局，控制成本及费用，推动盈利能力提升。3) 2017.6.7股东香港欣荣计划减持不超过246.72万股，占总股本的1.14%，截止9.29已减持10万股，占总股本的0.046%。

公司计划2017年实现收入15.86亿元，同比降5.71%。由于费用率增长高于预期，我们下调17-19年EPS为0.19/0.20/0.26元，估值较高，下调评级至“中性”。

### ◆风险提示：零售渠道继续调整、资产减值大幅增加、行业竞争加剧等。

## 中性 (下调)

当前价：17.34元

### 分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

[lijie\\_yjs@ebsec.com](mailto:lijie_yjs@ebsec.com)

汲肖飞 (执业证书编号：S0930517100004)

021-22169314

[jixiaofei@ebsec.com](mailto:jixiaofei@ebsec.com)

### 市场数据

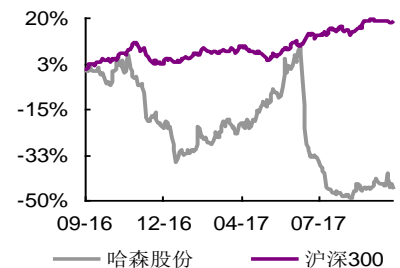
总股本(亿股)：2.17

总市值(亿元)：37.69

一年最低/最高(元)：17.18/44.77

近3月换手率：99.32%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

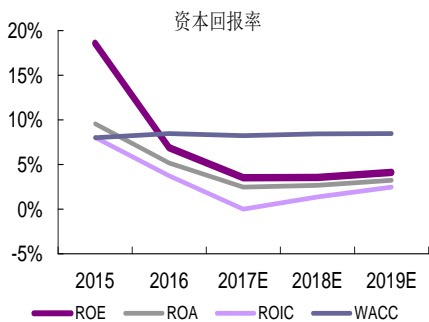
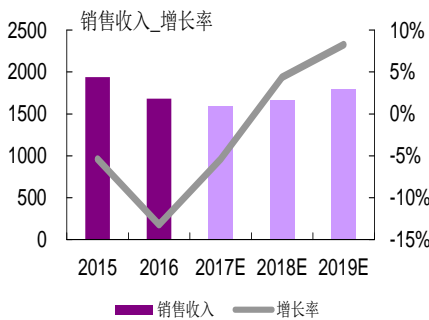
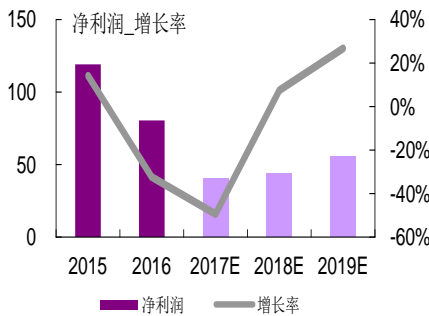
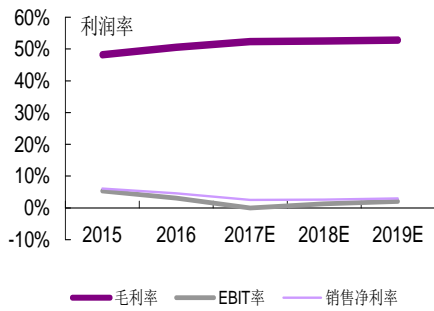
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-18.89	-18.15	-71.63
绝对	-14.81	-11.98	-51.85

### 相关研报

仍处业绩调整期，逐步扩充产品品类  
 .....2017-04-30  
 中高端皮鞋知名品牌商  
 .....2016-07-10

## 业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,939	1,682	1,592	1,661	1,798
营业收入增长率	-5.39%	-13.21%	-5.40%	4.35%	8.24%
净利润 (百万元)	119	80	41	44	56
净利润增长率	14.13%	-32.43%	-49.36%	7.48%	26.79%
EPS (元)	0.55	0.37	0.19	0.20	0.26
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.59%	6.88%	3.53%	3.53%	4.13%
P/E	32	47	92	86	68
P/B	6	3	3	3	3



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,939</b>	<b>1,682</b>	<b>1,592</b>	<b>1,661</b>	<b>1,798</b>
营业成本	1,004	832	759	789	848
折旧和摊销	23	23	3	8	11
营业税费	17	17	16	16	18
销售费用	673	643	653	664	719
管理费用	90	84	111	108	108
财务费用	11	4	6	6	7
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	15	0	0
<b>营业利润</b>	<b>91</b>	<b>49</b>	<b>9</b>	<b>15</b>	<b>30</b>
<b>利润总额</b>	<b>132</b>	<b>81</b>	<b>41</b>	<b>50</b>	<b>64</b>
少数股东损益	-2	-3	-2	-2	-2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>119</b>	<b>80</b>	<b>41</b>	<b>44</b>	<b>56</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>1,227</b>	<b>1,489</b>	<b>1,592</b>	<b>1,589</b>	<b>1,679</b>
流动资产	1,018	1,258	1,260	1,230	1,306
货币资金	97	216	318	249	280
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	151	138	125	130	141
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	38	30	32	33	36
存货	700	675	595	626	656
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	150	139	213	243	268
无形资产	8	7	7	7	7
<b>总负债</b>	<b>568</b>	<b>303</b>	<b>424</b>	<b>338</b>	<b>323</b>
无息负债	386	301	308	328	323
有息负债	183	2	116	9	0
<b>股东权益</b>	<b>659</b>	<b>1,185</b>	<b>1,168</b>	<b>1,251</b>	<b>1,356</b>
股本	163	217	217	217	217
公积金	118	518	522	580	648
未分配利润	360	435	415	443	480
少数股东权益	18	15	13	12	10

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>41</b>	<b>-4</b>	<b>155</b>	<b>95</b>	<b>89</b>
净利润	119	80	41	44	56
折旧摊销	23	23	3	8	11
净营运资金增加	75	151	-125	-50	-19
其他	-176	-259	236	93	41
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-10</b>	<b>-202</b>	<b>-105</b>	<b>-40</b>	<b>-30</b>
净资本支出	-10	-26	-120	-40	-30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	-176	15	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-53</b>	<b>305</b>	<b>52</b>	<b>-124</b>	<b>-29</b>
股本变化	0	54	0	0	0
债务净变化	-27	-180	114	-107	-9
无息负债变化	-108	-84	7	20	-5
<b>净现金流</b>	<b>-24</b>	<b>101</b>	<b>102</b>	<b>-69</b>	<b>31</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-5.39%	-13.21%	-5.40%	4.35%	8.24%
净利润增长率	14.13%	-32.43%	-49.36%	7.48%	26.79%
EBITDA/EBITDA 增长率	-20.12%	-40.39%	-95.43%	742.44%	66.57%
EBIT/EBIT 增长率	-24.00%	-49.55%	-100.11%	-36131.41%	78.62%
<b>估值指标</b>					
PE	32	47	92	86	68
PB	6	3	3	3	3
EV/EBITDA	27	53	1,149	133	77
EV/EBIT	33	76	-69,249	187	101
EV/NOPLAT	37	80	-72,894	220	119
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	3	3	3	3	3
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	48.23%	50.55%	52.30%	52.50%	52.80%
EBITDA 率	6.45%	4.43%	0.21%	1.73%	2.66%
EBIT 率	5.28%	3.07%	0.00%	1.23%	2.02%
税前净利润率	6.82%	4.83%	2.60%	3.00%	3.54%
税后净利润率 (归属母公司)	6.14%	4.78%	2.56%	2.64%	3.09%
ROA	9.58%	5.17%	2.47%	2.66%	3.22%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.59%	6.88%	3.53%	3.53%	4.13%
经营性 ROIC	8.04%	3.74%	0.00%	1.37%	2.46%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.81	4.20	3.00	3.69	4.09
速动比率	0.57	1.94	1.58	1.81	2.04
归属母公司权益/有息债务	3.51	544.66	9.95	132.15	-
有形资产/有息债务	6.40	659.63	13.23	163.98	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.55	0.37	0.19	0.20	0.26
每股红利	0.00	0.26	0.05	0.06	0.07
每股经营现金流	0.19	-0.02	0.71	0.44	0.41
每股自由现金流(FCFF)	0.37	-0.23	0.28	0.45	0.46
每股净资产	2.95	5.39	5.31	5.70	6.19
每股销售收入	8.92	7.74	7.32	7.64	8.27

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。

汲肖飞，北京大学汇丰商学院金融学硕士，2015 年加入国泰君安证券从事纺织服装行业的研究，2016 年加盟光大证券纺织服装团队，主要负责行业内转型电商、体育、传媒等新兴行业的股票，熟悉的公司有贵人鸟、九牧王、探路者、汇洁股份等。

## 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
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebsecn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebsecn.com
王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebsecn.com	
安玲娟	021-22169479	15821276905	anlx@ebsecn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	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@ebscn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixia1@ebscn.com
	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
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com