

业绩未见改善，静待泛时尚生态圈布局推进

公司简报

◆净利降 45.48%，业绩未见好转

15年1-9月公司实现收入8.37亿元、同比降5.49%，归母净利0.48亿元、同比降45.48%；扣非净利0.14亿元、同比降50.50%；EPS0.24元。净利降幅超过收入主要因毛利率降、费用率升、营业外收入减少所致。

15Q3收入降0.19%、净利增152.07%（去年同期净利为负），较二季度降幅有所收窄（15Q2收入降14.51%、净利降79.79%）。

◆毛利率降、费用率升，存货压力稍缓

毛利率：15年1-9月毛利率降1.83PCT至59.09%。15Q1-Q3毛利率分别为58.35%(+0.07PCT)、61.09%(-5.45PCT)和58.19%(-0.08PCT)。毛利率下降主要是今年加大库存清理力度，以高折扣为主的电商渠道增速100%，奥特莱斯店销售同比持平。

费用率：15年1-9月期间费用率升4.35PCT至53.31%。其中，销售费用率升1.20PCT至34.40%，主要是广告宣传费用增长较快；管理费用率升0.33PCT至16.20%；财务费用率升2.81PCT至2.72%，主要为新增多笔贷款、利息支出增加所致。15Q3销售、管理和财务费用率分别增-4.10PCT、0和2.09PCT。

其他财务指标：1) 存货较年初降12.92%至4.86亿元，存货周转率0.66，存货/收入为58.08%。2) 营业外收入降87.27%至213.81万元，主要为去年同期收到西藏哗叽手工业扶持资金、而今年未收到所致。

◆打造泛时尚生态圈，推进收购及合作项目，终止定增及收购联众

自14年下半年开始，公司布局泛时尚领域进行多项收购。2014年10月，收购阿卡邦25.86%股权；2015年4月，公告拟参股联众28.9%股权，参股明星衣橱5%股权；4月底以1.1亿元增资广州若羽臣，持有20%股权；5月公告拟定增募资15亿，布局韩国时尚品牌的引进和运营；6月，设立香港全资子公司进行时尚产业投资和经营、拟与珠海乾亨共同出资设立互联网时尚产业基金、合资设立北京众海加速器科技有限公司持股20%布局互联网及高科技企业孵化；7月与韩国DKH签署投资意向书，拟收购DKH33%股权，从而间接持有DMG16.5%股权，布局整形美容医疗产业。

截止目前，公司泛时尚圈布局项目已部分取得进展。2015年9月22日，“阿卡邦与天猫战略合作发布会”在朗姿大厦举行，引进了若羽臣作为重要参与方，将通过三方通力合作，全面展开阿卡邦在国内线上线下的战略布局；2015年9月24日，阿卡邦出资约3564万人民币100%收购Designskin，标的公司占有韩国儿童家居地垫10%份额，收购进一步扩大阿卡邦产业平台，对提高阿卡邦的品牌影响力、加速发展国内母婴产业都具有意义；明星衣橱项目今年业绩符合预期，流水增长迅速，今后将在合适时机挂牌新三板；韩国DKH的投资项目目前该尚在谈判过程中，在项目谈判同时，公司也会积极寻找布局中国整形美容产业的机会。

买入（维持）

当前价：37.00元

分析师

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

顾柔刚 (执业证书编号：S0930515090001)
021-22169104
gurg@ebsecn.com

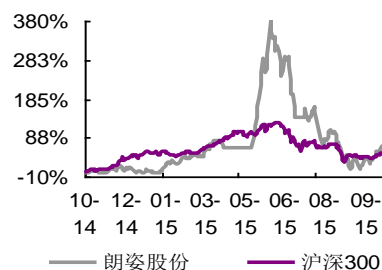
联系人

孙未末
021-22169124
sunww@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：2.00
总市值(亿元)：74.00
一年最低/最高(元)：21.80/115.00
近3月换手率：251.15%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	20.12	-22.04	11.37
绝对	31.18	-36.09	61.50

相关研报

主业压力仍存,转型效果显现尚需时日
.....2015-08-25
朗姿股份:收购DKH33%股权,整形美容医疗并购拉开序幕
.....2015-07-14
朗姿股份:合资设立北京众海,布局互联网及高科技企业孵化
.....2015-07-10

10月17日公司公告，鉴于非公开发行股票方案公布以来我国资本市场发生了较大变化，综合考虑当前融资环境、自身财务能力等因素，决定终止本次非公开发行股票事项。同日公告，由于联交所认定收购联众触发了要约收购义务，未能满足联众股权收购协议中的前提条件，公司将不再履行收购义务，短期也不会再次提出收购。

◆主业仍存压力，静待转型效果显现

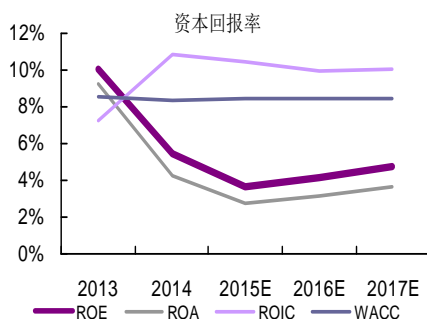
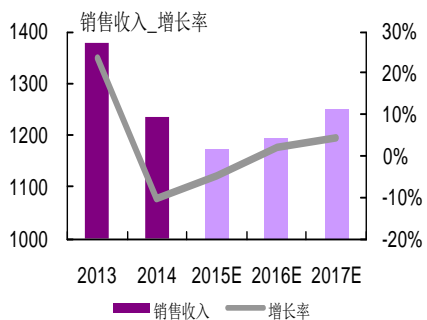
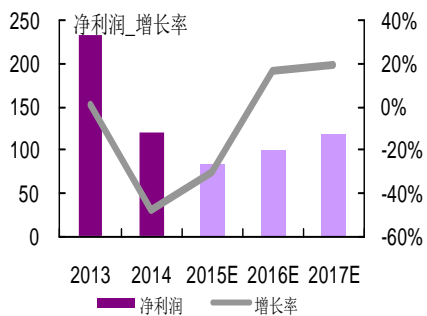
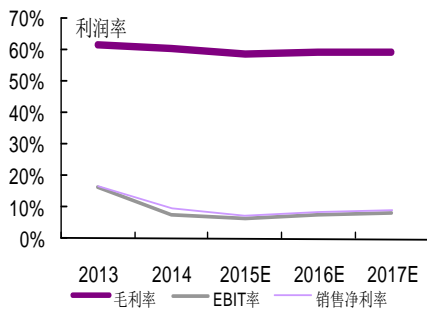
公司预计全年净利较去年同期增-40%~-10%。我们分析：（1）受行业消费环境的影响和线上对线下消费的冲击，商场中高端女装的销售仍呈现下滑趋势，公司主业通过进一步精细化管理、提升店效、降低费用支出，预计2016年开始主业盈利情况会有所好转。我们预计2015年下半年开始店铺数已经有所回升，到年底店铺数有望跟年初持平；（2）多元化方面，打造“泛时尚生态圈”战略将继续推进。围绕主业进行国际化、互联网化的转型。积极寻找收购及合作标的，推进现有收购项目的整合。婴童领域，阿卡邦童装业务核心团队搭建已经完成，很快将在各大电商平台开店，同时借助若羽臣阿卡邦品牌有望加速在中国落地。医疗美容领域，继续推进DKH收购，同时寻找项目在中国的落地推广机会。

下调15-17年EPS至0.42、0.49、0.59元，短期看目前估值偏高，但我们看好美容整形行业在中国的市场空间，公司在美容整形领域的布局如能顺利推进，将为未来发展打开更大空间，建议长期关注。

风险提示：终端销售持续低迷、并购整合不当风险。

业绩预测和估值指标

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,379	1,235	1,173	1,195	1,249
营业收入增长率	23.39%	-10.40%	-5.06%	1.85%	4.53%
净利润(百万元)	234	121	84	98	117
净利润增长率	1.06%	-48.14%	-30.35%	16.65%	19.26%
EPS(元)	1.17	0.61	0.42	0.49	0.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.01%	5.37%	3.61%	4.08%	4.70%
P/E	32	61	88	75	63
P/B	3	3	3	3	3



利润表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,379	1,235	1,173	1,195	1,249
营业成本	528	486	481	484	506
折旧和摊销	20	30	12	20	25
营业税费	13	18	11	11	12
销售费用	391	395	387	406	425
管理费用	185	192	182	185	194
财务费用	-29	6	27	27	22
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	17	56	42	53	62
营业利润	276	141	92	116	142
利润总额	291	158	92	120	145
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	233.74	121.22	84.43	98.49	117.46

资产负债表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
总资产	2,541	2,898	3,121	3,199	3,290
流动资产	2,006	2,007	1,962	1,886	1,884
货币资金	120	2,070	2,071	2,082	2,101
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	115	108	111	113	119
应收票据	0	4	0	0	0
其他应收款	18	16	11	11	12
存货	581	558	456	367	336
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	308	310	327	345
固定资产	59	357	613	744	826
无形资产	139	143	136	129	122
总负债	206	643	671	653	643
无息负债	206	178	357	339	329
有息负债	0	464	314	314	314
股东权益	2,335	2,256	2,340	2,413	2,501
股本	200	200	200	200	200
公积金	1,706	1,708	1,716	1,726	1,738
未分配利润	428	348	424	487	563
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	13	36	452	185	126
净利润	234	121	84	98	117
折旧摊销	20	30	12	20	25
净营运资金增加	102	-1,956	-240	-64	3
其他	-343	1,840	596	130	-19
投资活动产生现金流	79	35	-275	-121	-56
净资本支出	-107	-28	-315	-157	-100
长期投资变化	0	308	-2	-18	-18
其他资产变化	186	-245	42	53	62
融资活动现金流	-180	164	-177	-52	-52
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	464	-150	0	0
无息负债变化	-144	-28	179	-18	-10
净现金流	-88	235	1	11	19

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	23.39%	-10.40%	-5.06%	1.85%	4.53%
净利润增长率	1.06%	-48.14%	-30.35%	16.65%	19.26%
EBITDA/EBITDA 增长率	3.43%	-51.05%	-27.01%	23.74%	14.94%
EBIT/EBIT 增长率	1.13%	-60.05%	-16.35%	17.37%	13.20%
估值指标					
PE	32	61	88	75	63
PB	3	3	3	3	3
EV/EBITDA	31	47	63	51	44
EV/EBIT	33	63	73	62	55
EV/NOPLAT	41	82	80	76	68
EV/Sales	6	5	5	5	4
EV/IC	3	9	8	7	7
盈利能力 (%)					
毛利率	61.72%	60.66%	59.00%	59.50%	59.50%
EBITDA 率	18.10%	9.89%	7.60%	9.24%	10.16%
EBIT 率	16.66%	7.43%	6.55%	7.54%	8.17%
税前净利润率	21.14%	12.82%	7.82%	10.05%	11.61%
税后净利润率 (归属母公司)	16.95%	9.81%	7.20%	8.24%	9.41%
ROA	9.20%	4.18%	2.71%	3.08%	3.57%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.01%	5.37%	3.61%	4.08%	4.70%
经营性 ROIC	7.20%	10.80%	10.43%	9.85%	9.99%
偿债能力					
流动比率	9.73	6.12	5.50	5.57	5.73
速动比率	6.91	4.42	4.22	4.49	4.71
归属母公司权益/有息债务	-	4.86	7.44	7.68	7.96
有形资产/有息债务	-	5.85	9.48	9.75	10.06
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.17	0.61	0.42	0.49	0.59
每股红利	0.60	0.00	0.13	0.15	0.18
每股经营现金流	0.06	0.18	2.26	0.93	0.63
每股自由现金流(FCFF)	0.13	10.41	0.22	0.10	0.08
每股净资产	11.67	11.28	11.70	12.07	12.51
每股销售收入	6.89	6.18	5.86	5.97	6.24

资料来源：光大证券、上市公司

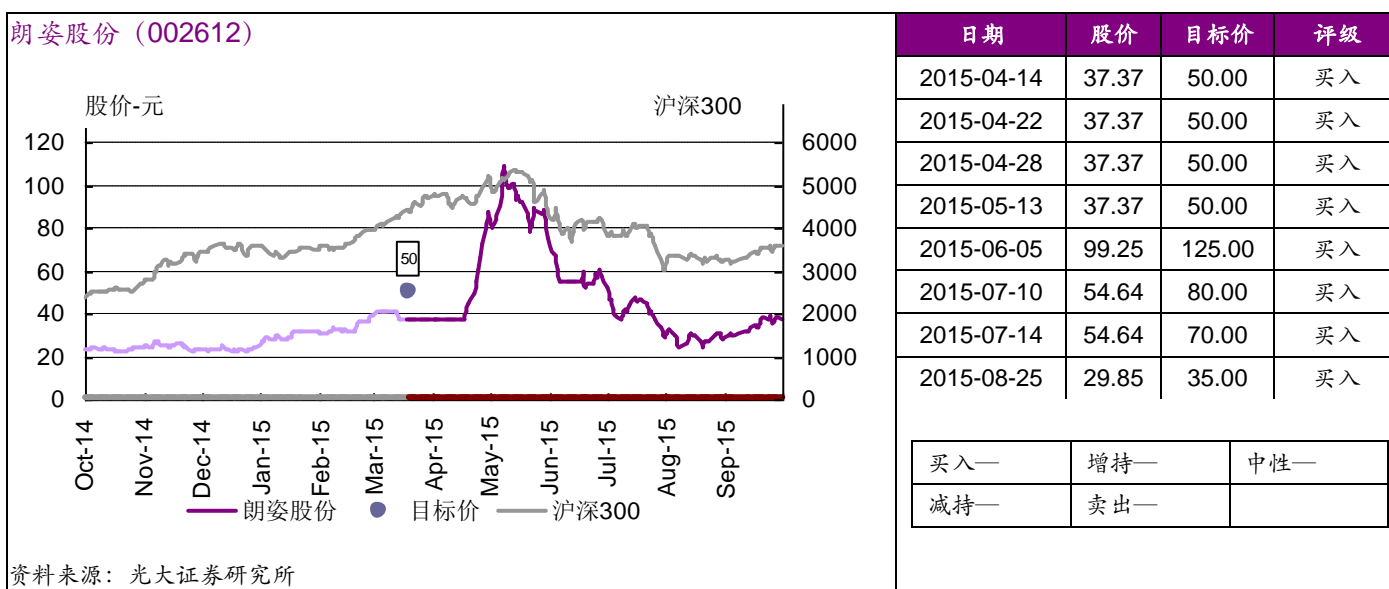
分析师声明

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，2011-2014 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第 1、1、3、1 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	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com	
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com	
	濮维娜	021-22167099	13611990668	puwn@ebsecn.com	
	计爽	021-22167101	18017184645	jisshuang@ebsecn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
		黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
梁晨		010-58452025	-	liangchen@ebsecn.com	
刘公直		010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com	
朱林		010-58452033	-	zhulin1@ebsecn.com	
深圳	黎晓宇	0755-83553559	-	lixxy1@ebsecn.com	
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com	
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com	
	王渊锋	0755-83551458	-	wangyuanfeng@ebsecn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com	
	顾胜寒	021-22167094	18101881823	gush@ebsecn.com	