

疫情下逆势高增 全面升级科技时尚龙头



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 20 年公司营业收入与归母净利润分别同比增长 18.41%与 29.24%，扣非后净利润同比增长 59.10%，其中第四季度单季营业收入与净利润分别同比增长 32.2%与 16.77%，受益于线下经营效率的改善和电商的较快增长，疫情影响下公司收入与盈利获得逆势高增长。年报公司拟每 10 股派现 8 元。
- 女装和直营表现亮眼，男装和加盟将在 21 年发力。分品牌来看，20 年 PB 女装与乐町女装收入分别增长 28%与 18%，PB 男装和童装收入分别增长 8%与 9%，女装收入提速明显，男装有望在 21 年发力；分渠道来看，20 年线下直营店收入增长 21%，加盟店收入增长 7%，直营门店的单店效益明显增加；电商收入增长 21%，收入占比达到 31%。20 年公司直营净关 79 家，加盟净增 199 家，全品牌净开店共计 129 家，年末公司线下门店数量为 4616 家，21 年目标新开 1000 家门店。
- 20 年公司综合毛利率同比下滑 0.7pct，期间费用率同比下降 2.06pct，其中销售费用率下降 1.67pct（直营净关店下，来自人员与租赁费用的节省），管理研发费用率下降 0.35pct。年末公司应收账款较年初增长 24.1%，经营活动净现金流同比增长 33%，存货较年初增加 21.67%，营运质量持续改善。
- 展望未来 2-3 年，我们认为公司仍然处于提质增效的改革红利释放期。品牌年轻化、组织变革和数字化转型是公司未来改革的重点，具体表现为渠道将加快向盈利更强的加盟和战略优势更明显的线上拓展，同时强化对直营门店的效益提升，依托全面数字化与消费者更好地链接，向科技时尚龙头全面升级。财务表现上有望看到扣非净利率的持续提升和存货周转的日益改善。

财务预测与投资建议

- 根据年报，我们小幅上调公司预测，预计 2021-2023 年每股收益分别为 1.99 元、2.51 元和 3.13 元（原预测 21-22 年为 1.92 元和 2.40 元），参考可比公司平均估值，给予公司 2020 年 27 倍 PE 估值，对应目标价 53.73 元，维持公司“买入”评级。

风险提示

可选消费持续低迷、未能准确把握市场流行趋势变化、存货跌价风险等。

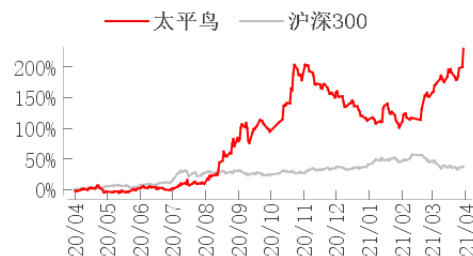
公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,928	9,387	11,228	13,311	15,748
同比增长(%)	2.8%	18.4%	19.6%	18.5%	18.3%
营业利润(百万元)	711	926	1,214	1,528	1,908
同比增长(%)	-5.2%	30.2%	31.1%	25.9%	24.9%
归属母公司净利润(百万元)	552	713	950	1,194	1,491
同比增长(%)	-3.5%	29.2%	33.2%	25.8%	24.9%
每股收益(元)	1.16	1.50	1.99	2.51	3.13
毛利率(%)	53.2%	52.5%	52.3%	51.9%	51.5%
净利率(%)	7.0%	7.6%	8.5%	9.0%	9.5%
净资产收益率(%)	15.6%	19.2%	22.5%	24.6%	26.9%
市盈率	36.3	28.1	21.1	16.8	13.4
市净率	5.7	5.1	4.4	3.9	3.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月30日)	46.17 元
目标价格	53.73 元
52 周最高价/最低价	46.17/13.11 元
总股本/流通 A 股(万股)	47,673/47,673
A 股市值(百万元)	22,011
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021 年 03 月 31 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	17.91	31.16	53.89	229.62
相对表现	15.55	32.55	48.95	208.55
沪深 300	2.36	-1.39	4.94	21.07



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

证券分析师 赵越峰
021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513060001
香港证监会牌照：BPU173

联系人 朱炎
021-63325888*6107
zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

品牌调整渐入佳境，提质增效变革红利持续释放 2021-03-08

三季报超预期，改革红利有望持续释放 2020-10-23

电商加速和费用控制得力推动二季度经营改善 2020-08-27

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

根据年报，我们微调公司收入预测，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.99 元、2.51 元和 3.13 元（原预测 21-22 年为 1.92 元和 2.40 元），参考可比公司平均估值，给予公司 2020 年 27 倍 PE 估值，对应目标价 53.73 元，维持公司“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截止 2021 年 3 月 30 日）

公司名称	公司代码	每股收益			市盈率		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
比音勒芬	002832	0.91	1.13	1.38	21	17	14
地素时尚	603587	1.33	1.54	1.75	15	13	11
安正时尚	603839	0.58	0.80	1.19	16	11	8
海澜之家	600398	0.44	0.69	0.82	17	11	9
歌力思	603808	1.33	1.11	1.24	11	13	11
朗姿股份	002612	0.31	0.52	0.77	121	72	49
日播时尚	603196	-0.21	0.14	0.14		50	50
李宁	2331.HK	0.68	0.92	1.18	66	46	36
安踏	2020.HK	1.89	2.87	3.63	54	37	29
调整后平均						27	23

数据来源：朝阳永续，wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	672	665	1,124	1,333	1,576	营业收入	7,928	9,387	11,228	13,311	15,748
应收票据及应收账款	627	779	954	1,145	1,354	营业成本	3,711	4,459	5,358	6,407	7,643
预付账款	286	272	337	399	472	营业税金及附加	51	61	73	87	103
存货	1,855	2,257	3,108	3,972	4,738	营业费用	2,896	3,273	3,770	4,379	5,082
其他	1,524	2,336	2,424	2,466	2,515	管理费用及研发费用	612	692	807	902	1,006
流动资产合计	4,964	6,308	7,947	9,315	10,656	财务费用	19	19	33	52	60
长期股权投资	3	0	0	0	0	资产减值损失	130	127	145	132	126
固定资产	613	1,387	1,487	1,604	1,718	公允价值变动收益	6	2	2	2	2
在建工程	724	0	75	113	131	投资净收益	29	34	35	35	35
无形资产	184	180	171	162	153	其他	166	133	136	138	142
其他	527	666	550	501	550	营业利润	711	926	1,214	1,528	1,908
非流动资产合计	2,051	2,234	2,284	2,380	2,552	营业外收入	6	3	6	6	6
资产总计	7,015	8,541	10,231	11,695	13,208	营业外支出	8	22	6	6	6
短期借款	386	493	988	1,251	1,334	利润总额	709	906	1,214	1,528	1,908
应付票据及应付账款	1,973	2,391	2,899	3,466	4,135	所得税	166	200	267	336	420
其他	988	1,662	1,733	1,793	1,856	净利润	543	707	947	1,191	1,488
流动负债合计	3,347	4,546	5,620	6,509	7,325	少数股东损益	(8)	(6)	(3)	(3)	(3)
长期借款	59	0	0	0	0	归属于母公司净利润	552	713	949	1,194	1,491
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	1.16	1.50	1.99	2.51	3.13
其他	93	95	95	95	95	主要财务比率					
非流动负债合计	152	95	95	95	95		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	3,499	4,641	5,715	6,604	7,420	成长能力					
少数股东权益	1	3	0	(3)	(6)	营业收入	2.8%	18.4%	19.6%	18.5%	18.3%
股本	479	477	475	475	475	营业利润	-5.2%	30.2%	31.1%	25.9%	24.9%
资本公积	1,246	1,248	1,324	1,324	1,324	归属于母公司净利润	-3.5%	29.2%	33.2%	25.8%	24.9%
留存收益	1,790	2,173	2,718	3,295	3,996	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	53.2%	52.5%	52.3%	51.9%	51.5%
股东权益合计	3,516	3,900	4,516	5,090	5,788	净利率	7.0%	7.6%	8.5%	9.0%	9.5%
负债和股东权益总计	7,015	8,541	10,231	11,695	13,208	ROE	15.6%	19.2%	22.5%	24.6%	26.9%
现金流量表						ROIC	14.3%	17.6%	19.6%	20.8%	22.7%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	543	707	923	1,130	1,378	资产负债率	49.9%	54.3%	55.6%	55.8%	55.0%
折旧摊销	203	194	267	248	177	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	19	19	33	52	60	流动比率	1.48	1.39	1.42	1.45	1.49
投资损失	(29)	(34)	(35)	(35)	(35)	速动比率	0.84	0.83	0.80	0.76	0.75
营运资金变动	1,747	355	(743)	(665)	(492)	营运能力					
其它	(1,614)	(87)	128	86	75	应收账款周转率	12.3	12.5	12.1	11.8	11.7
经营活动现金流	868	1,154	573	817	1,163	存货周转率	1.7	1.9	1.8	1.6	1.6
资本支出	(704)	(143)	(300)	(300)	(300)	总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
长期投资	8	3	0	0	0	每股指标（元）					
其他	322	(710)	37	37	37	每股收益	1.16	1.50	1.99	2.51	3.13
投资活动现金流	(374)	(850)	(263)	(263)	(263)	每股经营现金流	1.81	2.42	1.25	1.84	2.67
债权融资	(263)	(69)	0	0	0	每股净资产	7.37	8.18	9.52	10.83	12.46
股权融资	(108)	(0)	74	0	0	估值比率					
其他	(148)	(265)	81	(345)	(656)	市盈率	36.3	28.1	21.1	16.8	13.4
筹资活动现金流	(520)	(334)	155	(345)	(656)	市净率	5.7	5.1	4.4	3.9	3.4
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	19.3	15.8	11.9	9.8	8.4
现金净增加额	(25)	(30)	465	209	244	EV/EBIT	24.6	19.0	14.4	11.4	9.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn