

Q4 业绩继续复苏，毛利率明显改善



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 2020 年公司营业收入和净利润分别同比增长-8.65%和 36.34%，扣非后净利润同比下滑 10%，其中单 Q4 公司营业收入和净利润分别同比增长-0.14%和 380.12%，扣非后净利润同比增长 254.76%，Q4 主业经营状况进一步改善，全年净利润大幅增长主要系转让控股子公司中捷时代股权获投资收益以及 Q4 业绩复苏所致。
- Q4 收入恢复延续 Q3 趋势，国内需求提升，而国际业务受海外疫情影响降幅扩大。1) 分产品来看：纽扣业务全年营业收入同比下降 11.32%，拉链业务同比下降 5.38%。两项业务 Q4 环比降幅均有所收窄。2) 分地区来看，国内市场全年营业收入同比下降 7.27%，国际市场同比下降 12.69%，Q4 国内市场降幅环比收窄，而国际业务降幅扩大，主要系海外疫情二次爆发所致。
- 下半年毛利率明显改善，分季度来看，Q3 和 Q4 毛利率分别为 40.4%和 39.1%，均高于 2019 年同期，同比增长 2 pcts 和 4 pcts。分产品来看，纽扣和拉链业务的全年毛利率分别为 41.6%和 36.6%，分地区来看，国内和国际业务毛利率分别为 37%和 44.3%，与中报相比均有明显改善。
- 我们对公司中长期发展保持信心。公司发布 2021-2023 股东回报规划，当满足条件后，每年以现金方式分配的利润不低于当年可分配利润的 30%，回馈长期投资者。2021 年，公司预期实现营业收入 31 亿，同比增长达 24%，预期营业总成本为 27.1 亿，增幅与收入保持一致，预计盈利能力将保持稳定。中期来看，公司第四期股权激励计划也隐含了管理层对未来发展的信心（考核目标为 2021-2023 年的净利润基于 19 年增长 15%、32%和 52%）。公司近期致力于智能制造和聚焦大客户战略，我们对中长期发展保持信心。

财务预测与投资建议

- 根据年报，我们上调公司预测，预计 2021-2023 年每股收益分别为 0.46 元、0.52 元和 0.58 元（原 21-22 年为 0.42 元和 0.48 元），参考可比公司平均估值，给予公司 2021 年 16 倍 PE 估值，对应目标价 7.36 元，维持公司“增持”评级。

风险提示：疫情反复、中美贸易摩擦、汇率波动和棉花价格波动等可能影响。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,732	2,496	2,720	2,962	3,227
同比增长(%)	0.8%	-8.7%	9.0%	8.9%	8.9%
营业利润(百万元)	349	462	418	476	529
同比增长(%)	-13.7%	32.5%	-9.6%	13.9%	11.2%
归属母公司净利润(百万元)	291	396	353	402	448
同比增长(%)	-6.3%	36.3%	-10.9%	14.0%	11.2%
每股收益(元)	0.37	0.51	0.46	0.52	0.58
毛利率(%)	38.3%	38.8%	39.1%	39.5%	39.5%
净利率(%)	10.6%	15.9%	13.0%	13.6%	13.9%
净资产收益率(%)	12.1%	16.1%	13.8%	15.1%	16.0%
市盈率	18.0	13.2	14.8	13.0	11.7
市净率	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8

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。

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。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月02日)	6.75 元
目标价格	7.36 元
52周最高价/最低价	8.08/4.67 元
总股本/流通A股(万股)	77,585/64,658
A股市值(百万元)	5,237
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021年04月06日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.45	-0.74	1.81	28.73
相对表现	-1.71	-0.19	-2.69	6.88
沪深300	1.26	-0.55	4.5	21.85



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

Q3 国内经营环比改善，国际业务短期承压 2020-10-27

拉链国际业务逆势增长，持续激励保障公司 2020-08-31

长期稳健发展

转让军工业务聚焦主业 高分红政策延续 2020-05-07

根据年报，我们上调公司预测（上调了毛利率，下调了收入、销售费用率和有效税率），预计 2021-2023 年每股收益分别为 0.46 元、0.52 元和 0.58 元（原 21-22 年为 0.42 元和 0.48 元），参考可比公司平均估值，给予公司 2021 年 16 倍 PE 估值，对应目标价 7.36 元，维持公司“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截止 2021 年 4 月 2 日）

公司名称	公司代码	每股收益			市盈率		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
鲁泰 A	000726	0.11	0.51	0.88	58	13	7
百隆东方	601339	0.21	0.42	0.48	21	11	9
华孚时尚	002042	-0.25	0.31	0.35	-20	16	14
联发股份	002394	1.46	0.86	0.97	7	12	10
开润股份	300577	0.32	1.01	1.39	77	25	18
兴业科技	002674	0.20	0.32	0.33	60	38	36
调整后平均						16	13

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	359	673	484	571	689	营业收入	2,732	2,496	2,720	2,962	3,227
应收票据及应收账款	604	433	789	859	936	营业成本	1,687	1,527	1,657	1,792	1,952
预付账款	30	22	24	27	29	营业税金及附加	28	23	25	27	29
存货	389	340	398	448	488	营业费用	295	262	288	307	323
其他	133	62	67	74	83	管理费用及研发费用	382	346	369	395	429
流动资产合计	1,515	1,530	1,761	1,980	2,225	财务费用	12	29	22	15	16
长期股权投资	31	37	37	37	37	资产减值损失	6	8	7	5	5
固定资产	1,264	1,200	1,312	1,354	1,356	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	270	275	163	106	78	投资净收益	8	117	12	13	15
无形资产	223	317	307	297	287	其他	17	42	54	42	42
其他	172	45	11	0	0	营业利润	349	462	418	476	529
非流动资产合计	1,960	1,873	1,829	1,793	1,758	营业外收入	1	1	5	5	5
资产总计	3,475	3,403	3,590	3,773	3,983	营业外支出	5	5	5	5	5
短期借款	353	214	372	407	447	利润总额	344	459	418	476	529
应付票据及应付账款	322	237	298	323	351	所得税	61	63	63	71	79
其他	181	267	223	224	238	净利润	283	395	355	405	450
流动负债合计	857	718	893	954	1,036	少数股东损益	(7)	(1)	2	2	2
长期借款	26	15	15	15	15	归属于母公司净利润	291	396	353	402	448
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.37	0.51	0.46	0.52	0.58
其他	55	80	0	0	0						
非流动负债合计	81	95	15	15	15						
负债合计	938	812	908	969	1,051						
少数股东权益	117	73	75	77	79						
股本	758	776	776	776	776						
资本公积	599	588	640	640	640						
留存收益	1,055	1,148	1,191	1,311	1,437						
其他	7	6	0	0	0						
股东权益合计	2,536	2,591	2,682	2,804	2,932						
负债和股东权益总计	3,475	3,403	3,590	3,773	3,983						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	283	395	355	405	450
折旧摊销	244	136	122	135	135
财务费用	12	29	22	15	16
投资损失	(8)	(117)	(12)	(13)	(15)
营运资金变动	(77)	310	(410)	(110)	(91)
其它	73	(144)	(56)	5	5
经营活动现金流	528	610	21	438	501
资本支出	(446)	(150)	(100)	(100)	(100)
长期投资	(3)	(6)	0	0	0
其他	28	280	12	13	15
投资活动现金流	(421)	124	(88)	(87)	(85)
债权融资	6	(12)	0	0	0
股权融资	24	6	53	0	0
其他	(144)	(413)	(175)	(263)	(298)
筹资活动现金流	(115)	(419)	(122)	(263)	(298)
汇率变动影响	6	(11)	-0	-0	-0
现金净增加额	(2)	303	(189)	88	117

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	0.8%	-8.7%	9.0%	8.9%	8.9%
营业利润	-13.7%	32.5%	-9.6%	13.9%	11.2%
归属于母公司净利润	-6.3%	36.3%	-10.9%	14.0%	11.2%
获利能力					
毛利率	38.3%	38.8%	39.1%	39.5%	39.5%
净利率	10.6%	15.9%	13.0%	13.6%	13.9%
ROE	12.1%	16.1%	13.8%	15.1%	16.0%
ROIC	10.7%	14.7%	12.7%	13.2%	14.0%
偿债能力					
资产负债率	27.0%	23.9%	25.3%	25.7%	26.4%
净负债率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.77	2.13	1.97	2.08	2.15
速动比率	1.31	1.65	1.52	1.60	1.67
营运能力					
应收账款周转率	5.3	6.3	8.0	7.6	7.6
存货周转率	4.9	4.2	4.4	4.2	4.1
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
每股指标(元)					
每股收益	0.37	0.51	0.46	0.52	0.58
每股经营现金流	0.70	0.79	0.03	0.56	0.65
每股净资产	3.12	3.25	3.36	3.52	3.68
估值比率					
市盈率	18.0	13.2	14.8	13.0	11.7
市净率	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	7.9	7.7	8.5	7.7	7.0
EV/EBIT	13.3	9.8	10.9	9.8	8.8

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