

# 年报业绩略低于预期，电商盈利质量明显提升



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- 20 年公司营业收入和净利润分别同比增长 3.06% 和 1.89%，扣非后净利润同比增长 10.33%，低于我们之前的预期。其中 20Q4 营业收入增长 5.72%，净利润下降 7.42%，20Q1 公司营业收入和净利润分别增长 22.8% 和 21.52%（对比 19Q1 增长 20.32% 与 14.3%）。年报公司拟每 10 股派发现金红利 5 元，当前股息率近 6%。
- 20 年公司综合毛利率同比提升 1.9pct，期间费用率上升 0.76pct，其中销售费用率上升 0.54pct，管理费用率上升 0.67pct。全年经营活动净现金同比下降 22.88%，年末公司存货较年初下降 8.83%，应收账款较年初增加 3.83%。
- 电商收入占比和盈利质量不断提升。分业务来看，20 年公司电商收入增长 12.61%，收入占比达到 39.46%，是推动收入增长的核心动力。特别需要指出的是，公司电商毛利率 49.15%，同比提升 3.6pct，净利润率更是达到 16.53%。报告期经销渠道与直营渠道收入分别占比 26.97% 与 24.18%，团购和家居收入占比 9.39%。其中经销收入同比增长 3%，直营收入同比下降 7% 左右。年末公司直营店 437 家，加盟店 817 家。
- 去年受疫情影响去年业绩低于预期，但考虑到公司鲜明的品牌特色和精细化管理，中长期仍值得期待。20 年公司 4 次对线上平台全系列产品提升价格带，强化品牌在线上线下的中高端形象，带动电商销售毛利率和净利润率的增加，与行业竞争对手形成了明显的线上运营差异化定位。
- 从投资角度而言，公司账面净现金充沛，资产重估价值大（南山大厝和龙华土地等），ROE 也长期保持在 15% 左右的较高水平，近几年较高的现金分红率也显示公司对股东回报的重视。

## 财务预测与投资建议

- 根据年报，我们下调公司未来 3 年收入预测，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.72 元、0.81 元与 0.89 元（原预测 21-22 年每股收益为 0.77 元与 0.86 元），参考可比公司平均估值，给予公司 2021 年 15 倍 PE，对应目标价 10.8 元，下调公司“评级至“增持””。

## 风险提示

- 可选消费持续低迷、电商增速低于预期等。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,789	2,874	3,195	3,516	3,874
同比增长(%)	-4.4%	3.1%	11.2%	10.0%	10.2%
营业利润(百万元)	595	599	699	778	866
同比增长(%)	-5.0%	0.5%	16.7%	11.4%	11.3%
归属母公司净利润(百万元)	507	516	599	666	740
同比增长(%)	-6.7%	1.9%	16.0%	11.2%	11.1%
每股收益(元)	0.61	0.62	0.72	0.81	0.89
毛利率(%)	52.0%	53.9%	54.2%	54.3%	54.4%
净利率(%)	18.2%	18.0%	18.8%	18.9%	19.1%
净资产收益率(%)	14.2%	14.5%	16.4%	17.2%	17.9%
市盈率	14.7	14.4	12.4	11.2	10.0
市净率	2.1	2.1	2.0	1.9	1.7

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 (下调)

股价(2021年04月27日)	8.9元
目标价格	10.8元
52周最高价/最低价	9.5/6.55元
总股本/流通A股(万股)	82,706/48,454
A股市值(百万元)	7,361
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021年04月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.15	6.97	20.27	35.52
相对表现	-2.48	4.83	21.49	16.32
沪深300	-0.67	2.14	-1.22	19.2



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 销售继续复苏，盈利端表现持续亮眼 2020-10-23  
中报表现优于同行，电商渠道为最大亮点 2020-08-25  
电商快速增长缓解疫情压力，高分红政策延续 2020-04-30

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，我们下调公司未来 3 年收入预测，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.72 元、0.81 元与 0.89 元（原预测 21-22 年每股收益为 0.77 元与 0.86 元），参考可比公司平均估值，给予公司 2021 年 15 倍 PE，对应目标价 10.8 元，下调公司评级至“增持”。

**表 1：行业可比公司估值（截止 2021 年 4 月 27 日）**

公司名称	公司代码	每股收益				市盈率			
		2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
九牧王	601566	0.64	0.74	0.76	0.88	18	15	15	13
罗莱生活	002293	0.66	0.71	0.84	0.99	23	21	18	15
七匹狼	002029	0.46	0.28	0.38	0.41	12	21	15	14
森马服饰	002563	0.57	0.30	0.60	0.72	20	39	19	16
海澜之家	600398	0.74	0.44	0.69	0.80	9	15	10	8
水星家纺	603365	1.18	1.15	1.28	1.42	13	14	12	11
调整后平均							18	15	13

数据来源：朝阳永续，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	742	458	959	1,162	1,370	营业收入	2,789	2,874	3,195	3,516	3,874
应收票据及应收账款	214	223	249	274	302	营业成本	1,339	1,325	1,464	1,607	1,767
预付账款	37	31	42	46	50	营业税金及附加	30	29	32	35	39
存货	830	757	907	997	1,096	营业费用	725	763	837	918	1,007
其他	811	1,001	1,015	1,019	1,025	管理费用及研发费用	179	194	217	234	252
<b>流动资产合计</b>	<b>2,636</b>	<b>2,470</b>	<b>3,172</b>	<b>3,498</b>	<b>3,843</b>	财务费用	2	(2)	(2)	(1)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	3	5	3	3
固定资产	977	1,004	964	923	881	公允价值变动收益	27	(16)	0	0	0
在建工程	421	360	400	440	480	投资净收益	54	47	50	52	52
无形资产	107	107	103	99	95	其他	1	5	6	6	6
其他	560	539	27	0	0	<b>营业利润</b>	<b>595</b>	<b>599</b>	<b>699</b>	<b>778</b>	<b>866</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,067</b>	<b>2,010</b>	<b>1,493</b>	<b>1,461</b>	<b>1,456</b>	营业外收入	9	18	15	15	15
<b>资产总计</b>	<b>4,702</b>	<b>4,480</b>	<b>4,665</b>	<b>4,959</b>	<b>5,299</b>	营业外支出	2	2	2	2	2
短期借款	50	50	50	50	50	<b>利润总额</b>	<b>602</b>	<b>614</b>	<b>712</b>	<b>791</b>	<b>879</b>
应付票据及应付账款	556	420	483	530	583	所得税	95	97	112	125	139
其他	502	406	387	388	401	<b>净利润</b>	<b>507</b>	<b>516</b>	<b>599</b>	<b>666</b>	<b>740</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,108</b>	<b>876</b>	<b>920</b>	<b>968</b>	<b>1,034</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>507</b>	<b>516</b>	<b>599</b>	<b>666</b>	<b>740</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.61	0.62	0.72	0.81	0.89
其他	30	25	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>30</b>	<b>25</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,138</b>	<b>901</b>	<b>920</b>	<b>968</b>	<b>1,034</b>						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	843	851	826	826	826						
资本公积	2	(81)	(63)	(63)	(63)						
留存收益	2,719	2,808	2,982	3,228	3,502						
其他	0	0	0	0	0						
<b>股东权益合计</b>	<b>3,564</b>	<b>3,579</b>	<b>3,745</b>	<b>3,991</b>	<b>4,265</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,702</b>	<b>4,480</b>	<b>4,665</b>	<b>4,959</b>	<b>5,299</b>						

  

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	507	516	599	666	740
折旧摊销	87	89	92	82	56
财务费用	2	(2)	(2)	(1)	(3)
投资损失	(54)	(47)	(50)	(52)	(52)
营运资金变动	1,438	(158)	(160)	(78)	(75)
其它	(1,115)	268	454	3	3
<b>经营活动现金流</b>	<b>864</b>	<b>666</b>	<b>933</b>	<b>619</b>	<b>669</b>
资本支出	(192)	(6)	(50)	(50)	(50)
长期投资	225	0	0	0	0
其他	(212)	(121)	50	52	52
<b>投资活动现金流</b>	<b>(179)</b>	<b>(128)</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
债权融资	(1)	0	0	0	0
股权融资	(135)	(75)	(8)	0	0
其他	(487)	(611)	(424)	(418)	(464)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(623)</b>	<b>(685)</b>	<b>(432)</b>	<b>(418)</b>	<b>(464)</b>
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>61</b>	<b>(147)</b>	<b>501</b>	<b>203</b>	<b>208</b>

  

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-4.4%	3.1%	11.2%	10.0%	10.2%
营业利润	-5.0%	0.5%	16.7%	11.4%	11.3%
归属于母公司净利润	-6.7%	1.9%	16.0%	11.2%	11.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	52.0%	53.9%	54.2%	54.3%	54.4%
净利率	18.2%	18.0%	18.8%	18.9%	19.1%
ROE	14.2%	14.5%	16.4%	17.2%	17.9%
ROIC	13.7%	13.9%	15.8%	16.7%	17.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.2%	20.1%	19.7%	19.5%	19.5%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.38	2.82	3.45	3.61	3.72
速动比率	1.62	1.95	2.45	2.58	2.65
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.0	12.4	12.7	12.6	12.6
存货周转率	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.61	0.62	0.72	0.81	0.89
每股经营现金流	1.02	0.78	1.13	0.75	0.81
每股净资产	4.31	4.33	4.53	4.83	5.16
<b>估值比率</b>					
市盈率	14.7	14.4	12.4	11.2	10.0
市净率	2.1	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	8.4	8.4	7.3	6.7	6.3
EV/EBIT	9.6	9.6	8.2	7.4	6.7

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](http://www.dfzq.com.cn)