

线上渠道表现突出，新品牌快速成长



核心观点

- 公司 2020 年实现收入 179.6 亿元，同比下滑 18.26%，实现净利润 17.8 亿元，同比下滑 44.4%。同时公司公布 2021 年一季度业绩，收入和净利润分别同比增长 42.8% 和 185.3%，相比 19 年一季度同比分别下滑 10% 和 31%。
- **主品牌逐步复苏，新品牌快速成长。**1) 主品牌：2020 年实现营业收入 137.7 亿，同比下滑 21%，毛利率同比下滑 4.4 pcts 至 36%，21Q1 同比增长 45.5%，继续复苏（相比 19Q1 仍有所下降），新增品牌代言人周杰伦，进一步强化以 90 后为主体的年轻群体对品牌的认同感，产品上更加注重对功能性面料产品的研发。2) 圣凯诺：2020 年实现营业收入 20.7 亿，同比下滑 4.5%，毛利率同比增长 2.81 pcts 至 52.7%，21Q1 同比增长 20.5%。3) 新品牌中 **OVV 和优选突出**，2020 年 OVV 收入增幅分别超过 65% 和 71%。
- **线上业务大幅增长，线下直营表现优于加盟。**1) 线上：2020 年实现营业收入 20.5 亿，同比增长 55%，收入占比已从 2019 年的 6.2% 提升至 11.7%，毛利率同比下滑 12.3 pcts 至 38.47%，主要系公司推出线上奥莱、直播销售、达人带货等多种销售模式；2) 线下：2020 年直营收入同比增长 28.5%，加盟店及其他收入同比下滑 23.6%，毛利率同比下滑 1.49 pcts 至 38.17%，截至 2020 年末公司门店数量为 7,381 家，净开 127 家，其中主品牌直营门店净开 129 家至 486 家，加盟及联营店净关 184 家至 5,057 家。
- 公司未来将继续推进集团化战略，在主品牌稳健增长的机场上，通过积极完善旗下品牌矩阵，将各品牌打造为各自细分领域的头部品牌，计划 3-5 年内在新品牌线下零售终端、线上电商打造两个百亿。此外，我们也看到 2020 年公司在产品端、营销端等方面的积极变化，认为公司中长期发展值得期待。

财务预测与投资建议

- 根据年报和一季报，我们上调公司未来 3 年收入预测，预计 2021-2023 年每股收益分别为 0.68 元、0.78 元和 0.9 元（原 21-22 为 0.66 元和 0.77 元），参考可比公司平均估值，给予公司 2021 年 14 倍 PE，对应目标价 9.52 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：经济减速、未能准确把握市场流行趋势、存货跌价风险等。

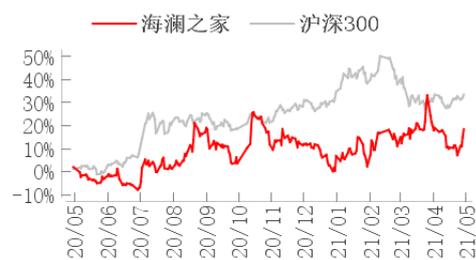
公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,970	17,959	21,618	23,956	26,405
同比增长(%)	15.1%	-18.3%	20.4%	10.8%	10.2%
营业利润(百万元)	4,179	2,282	3,807	4,434	5,114
同比增长(%)	-8.3%	-45.4%	66.8%	16.5%	15.3%
归属母公司净利润(百万元)	3,211	1,785	2,921	3,368	3,877
同比增长(%)	-7.1%	-44.4%	63.7%	15.3%	15.1%
每股收益(元)	0.74	0.41	0.68	0.78	0.90
毛利率(%)	39.5%	37.4%	38.9%	39.4%	39.7%
净利率(%)	14.6%	9.9%	13.5%	14.1%	14.7%
净资产收益率(%)	24.2%	13.1%	20.3%	21.5%	22.7%
市盈率	9.0	16.1	9.9	8.6	7.4
市净率	2.1	2.1	1.9	1.8	1.6

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04月29日)	7.12 元
目标价格	9.52 元
52周最高价/最低价	8.45/5.53 元
总股本/流通A股(万股)	431,959/431,959
A股市值(百万元)	30,756
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021年04月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	7.72	-4.68	15.78	18.51
相对表现	5.81	-8.09	12.18	-0.4
沪深300	1.91	3.41	3.6	18.91



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

主品牌 Q3 流水转正，电商继续维持高速增长	2020-10-30
疫情加速新零售转型+看好公司中长期发展	2020-08-20
疫情拖累一季度业绩，关注未来多品牌发力	2020-05-06

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。

根据年报和一季报,我们上调公司未来 3 年收入预测,预计 2021-2023 年每股收益分别为 0.68 元、0.78 元和 0.9 元(原 21-22 为 0.66 元和 0.77 元),参考可比公司平均估值,给予公司 2021 年 14 倍 PE,对应目标价 9.52 元,维持公司“买入”评级。

表 1: 行业可比公司估值 (截至 2021 年 4 月 29 日)

公司名称	公司代码	每股收益				市盈率			
		2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
七匹狼	002029	0.46	0.28	0.36	0.42	12	20	15	13
九牧王	601566	0.64	0.64	0.76	0.88	18	18	15	13
雅戈尔	600177	0.86	1.56	0.94	1.02	9	5	8	8
森马服饰	002563	0.57	0.30	0.60	0.72	20	39	19	16
富安娜	002327	0.61	0.62	0.76	0.87	15	14	12	10
地素时尚	603587	1.30	1.31	1.52	1.76	15	15	13	11
调整后平均								14	12

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	10,022	10,516	11,890	13,176	14,523	营业收入	21,970	17,959	21,618	23,956	26,405
应收票据及应收账款	796	987	1,170	1,296	1,429	营业成本	13,300	11,238	13,199	14,520	15,918
预付账款	450	333	401	444	489	营业税金及附加	120	118	142	157	173
存货	9,044	7,416	8,844	9,874	11,143	营业费用	2,467	2,403	2,616	2,827	3,037
其他	608	953	1,079	1,159	1,243	管理费用及研发费用	1,567	1,334	1,535	1,701	1,875
流动资产合计	20,920	20,206	23,383	25,949	28,827	财务费用	18	28	37	39	42
长期股权投资	1	0	0	0	0	资产减值损失	425	604	337	332	302
固定资产	4,000	3,661	3,595	3,545	3,497	公允价值变动收益	0	8	0	0	0
在建工程	19	2	51	76	88	投资净收益	71	9	15	15	15
无形资产	948	857	820	783	745	其他	35	31	40	40	40
其他	3,028	2,942	1,776	1,737	1,737	营业利润	4,179	2,282	3,807	4,434	5,114
非流动资产合计	7,996	7,462	6,242	6,140	6,067	营业外收入	55	38	40	40	40
资产总计	28,916	27,668	29,625	32,089	34,894	营业外支出	10	20	10	10	10
短期借款	0	0	506	812	1,213	利润总额	4,224	2,299	3,837	4,464	5,144
应付票据及应付账款	7,720	7,032	8,260	9,086	9,961	所得税	1,057	581	959	1,116	1,286
其他	4,309	3,803	3,108	3,136	3,165	净利润	3,168	1,718	2,877	3,348	3,858
流动负债合计	12,029	10,835	11,874	13,034	14,339	少数股东损益	(43)	(67)	(43)	(20)	(19)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3,211	1,785	2,921	3,368	3,877
应付债券	2,373	2,490	2,373	2,373	2,373	每股收益(元)	0.74	0.41	0.68	0.78	0.90
其他	652	449	215	215	215						
非流动负债合计	3,025	2,939	2,588	2,588	2,588	主要财务比率					
负债合计	15,054	13,774	14,462	15,622	16,927		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	260	193	149	129	110	成长能力					
股本	1,095	4,320	4,320	4,320	4,320	营业收入	15.1%	-18.3%	20.4%	10.8%	10.2%
资本公积	1,207	887	887	887	887	营业利润	-8.3%	-45.4%	66.8%	16.5%	15.3%
留存收益	10,747	11,317	13,132	14,456	15,975	归属于母公司净利润	-7.1%	-44.4%	63.7%	15.3%	15.1%
其他	553	(2,823)	(3,325)	(3,325)	(3,325)	获利能力					
股东权益合计	13,861	13,894	15,163	16,467	17,967	毛利率	39.5%	37.4%	38.9%	39.4%	39.7%
负债和股东权益总计	28,916	27,668	29,625	32,089	34,894	净利率	14.6%	9.9%	13.5%	14.1%	14.7%
						ROE	24.2%	13.1%	20.3%	21.5%	22.7%
						ROIC	19.2%	10.4%	16.4%	17.5%	18.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	52.1%	49.8%	48.8%	48.7%	48.5%
净利润	3,168	1,718	2,877	3,348	3,858	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	377	392	488	292	263	流动比率	1.74	1.86	1.97	1.99	2.01
财务费用	18	28	37	39	42	速动比率	0.94	1.10	1.13	1.12	1.11
投资损失	(71)	(9)	(15)	(15)	(15)	营运能力					
营运资金变动	(508)	(250)	(1,608)	(758)	(929)	应收账款周转率	28.4	19.4	19.0	18.2	18.1
其它	478	953	1,064	332	302	存货周转率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.3
经营活动现金流	3,462	2,830	2,843	3,238	3,520	总资产周转率	0.8	0.6	0.8	0.8	0.8
资本支出	(436)	373	(190)	(190)	(190)	每股指标(元)					
长期投资	1,275	(29)	0	0	0	每股收益	0.74	0.41	0.68	0.78	0.90
其他	(1,110)	(784)	(526)	15	15	每股经营现金流	3.16	0.66	0.66	0.75	0.81
投资活动现金流	(271)	(440)	(716)	(175)	(175)	每股净资产	3.15	3.17	3.48	3.78	4.13
债权融资	(744)	58	(117)	0	0	估值比率					
股权融资	(4,123)	2,905	0	0	0	市盈率	9.0	16.1	9.9	8.6	7.4
其他	1,664	(4,639)	(637)	(1,777)	(1,998)	市净率	2.1	2.1	1.9	1.8	1.6
筹资活动现金流	(3,203)	(1,676)	(754)	(1,777)	(1,998)	EV/EBITDA	4.2	7.1	4.4	4.0	3.5
汇率变动影响	4	(9)	-0	-0	-0	EV/EBIT	4.6	8.3	5.0	4.3	3.7
现金净增加额	(8)	704	1,373	1,286	1,347						

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