

高基数下仍有稳健增长，高分红进一步回馈股东

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 2021 年前三季度公司营业收入 39.99 亿元，同比增长 22.77%，归母净利润 4.91 亿元，同比增长 35.54%，扣非后归母净利润同比增长 33.87%，其中 21Q3 营业收入和归母净利润分别增长 8.97% 和 6.96%，受疫情和去年同期高基数影响（20Q3 收入与归母净利润分别增长 12% 与 29%），三季度收入和盈利增速有所放缓。公司同时公告三季报拟每股现金分红 0.6 元。
- 前三季度公司综合毛利率同比下降 1.01pct，主要由于会计准则调整后运输费用计入营业成本预计美国家具业务受运费上涨影响；期间费用率同比下降 1.24pct；净利润率为 12.33%，同比增加 1.03pct。前三季度公司经营活动净现金流同比下降 34.2%，季度末公司应收账款较年初增加 4.37%，存货较年初增加 16.19%，一方面为四季度旺季备货，一方面公司在今年缩短采购生产周期，均衡淡旺季产能。
- 鉴于公司当前稳健的经营状况和良好的发展前景，为回报股东，公司第一次在三季报现金分红，参考现价当前股息率近 5%，考虑年报分红，公司股息率有继续上升空间，体现了公司对经营质量与中长期稳健增长的信心，股价对绝对收益资金吸引力进一步提升。
- 针对家纺消费升级的大趋势，公司一方面通过爆款品类拉动品牌影响力，一方面加大扶持加盟与直营，稳固行业第一的地位。线上流量去中心化的过程中，公司在直播转型较早完善布局，抖音等新兴平台家纺类目 GMV 居前，今年天猫双十一预售中罗莱与 LOVO 在品类中排名前列，双十一与 21Q4 公司收入增速仍然值得期待。中长期看公司线下持续开店、线上主品牌不断提升盈利能力+LOVO 品牌做大规模，公司市占率有望进一步提升。

财务预测与投资建议

- 根据三季报，我们小幅上调公司未来 3 年收入预测，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.87 元、1.01 元和 1.16 元（原预测为 0.85 元、0.99 元和 1.13 元），参考可比公司估值，给予公司 2021 年 17 倍的估值，对应目标价 14.79 元，维持公司“增持”评级。

风险提示：疫情可能的反复及国内经济下滑带来的零售风险，新品牌培育低于预期的风险

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,860	4,911	5,784	6,510	7,247
同比增长(%)	1.0%	1.0%	17.8%	12.5%	11.3%
营业利润(百万元)	602	695	883	1,033	1,180
同比增长(%)	1.3%	15.4%	27.1%	17.0%	14.3%
归属母公司净利润(百万元)	546	585	728	850	969
同比增长(%)	2.2%	7.1%	24.5%	16.7%	14.0%
每股收益(元)	0.65	0.70	0.87	1.01	1.16
毛利率(%)	43.9%	43.2%	43.6%	43.9%	44.3%
净利率(%)	11.2%	11.9%	12.6%	13.1%	13.4%
净资产收益率(%)	13.8%	13.9%	16.4%	17.9%	19.1%
市盈率	19.9	18.5	14.9	12.8	11.2
市净率	2.6	2.5	2.4	2.2	2.1

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10月25日)	12.93 元
目标价格	14.79 元
52周最高价/最低价	15.75/10.53 元
总股本/流通A股(万股)	83,900/82,177
A股市值(百万元)	10,848
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021年10月26日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	5.9	8.57	9.67	7.91
相对表现	3.06	0.55	14.03	3.04
沪深300	2.84	8.02	-4.36	4.87



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

证券分析师

朱炎

021-63325888*6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521070006

相关报告

中报业绩快速增长，股权激励推动公司未来稳步提升： 2021-08-23

内生变革+行业复苏，21年增长势能有望延续： 2021-04-28

续

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。

根据三季报，我们小幅上调公司未来 3 年收入预测，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.87 元、1.01 元和 1.16 元（原预测为 0.85 元、0.99 元和 1.13 元），参考可比公司估值，给予公司 2021 年 17 倍的估值，对应目标价 14.79 元，维持公司“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截止 2021 年 10 月 25 日）

公司名称	公司代码	每股收益				市盈率			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
梦洁股份	002397	0.06	0.07	0.09	0.12	67	59	42	35
富安娜	002327	0.62	0.75	0.88	1.03	14	11	10	8
水星家纺	603365	1.03	1.35	1.57	1.78	15	11	10	9
森马服饰	002563	0.30	0.58	0.70	0.82	25	13	11	9
尚品宅配	300616	0.51	2.15	2.65	3.07	86	20	17	14
南极电商	002127	0.48	0.46	0.59	0.73	15	16	12	10
波司登	3998.HK	0.16	0.20	0.25	0.30	19	26	21	17
调整后平均							17	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	1,836	1,697	2,024	2,278	2,537	营业收入	4,860	4,911	5,784	6,510	7,247
应收票据及应收账款	511	529	1,272	1,562	1,884	营业成本	2,729	2,790	3,262	3,650	4,038
预付账款	39	48	58	65	72	营业税金及附加	33	40	48	54	60
存货	1,227	1,143	1,468	1,752	2,100	营业费用	1,021	938	1,082	1,211	1,341
其他	149	560	591	598	605	管理费用及研发费用	424	421	496	555	614
流动资产合计	3,761	3,977	5,413	6,256	7,198	财务费用	(39)	(61)	(52)	(55)	(54)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	109	115	93	84	85
固定资产	352	868	880	867	840	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	60	114	72	51	40	投资净收益	18	2	5	8	8
无形资产	292	269	255	241	227	其他	0	26	22	14	8
其他	904	607	166	141	128	营业利润	602	695	883	1,033	1,180
非流动资产合计	1,609	1,858	1,373	1,300	1,235	营业外收入	83	23	20	20	20
资产总计	5,371	5,835	6,786	7,556	8,433	营业外支出	7	13	12	12	12
短期借款	24	92	630	959	1,364	利润总额	678	705	891	1,041	1,188
应付票据及应付账款	524	668	816	913	1,009	所得税	119	112	147	172	196
其他	551	675	703	724	745	净利润	559	593	744	869	992
流动负债合计	1,099	1,435	2,149	2,596	3,119	少数股东损益	13	8	16	19	23
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	546	585	728	850	969
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.65	0.70	0.87	1.01	1.16
其他	85	86	0	0	0						
非流动负债合计	85	86	0	0	0						
负债合计	1,183	1,522	2,149	2,596	3,119						
少数股东权益	83	25	41	60	83	主要财务比率					
股本	831	828	839	839	839						
资本公积	749	783	855	855	855	成长能力					
留存收益	2,498	2,670	2,902	3,206	3,538	营业收入	1.0%	1.0%	17.8%	12.5%	11.3%
其他	26	7	0	0	0	营业利润	1.3%	15.4%	27.1%	17.0%	14.3%
股东权益合计	4,187	4,313	4,637	4,960	5,314	归属于母公司净利润	2.2%	7.1%	24.5%	16.7%	14.0%
负债和股东权益总计	5,371	5,835	6,786	7,556	8,433	获利能力					
						毛利率	43.9%	43.2%	43.6%	43.9%	44.3%
						净利率	11.2%	11.9%	12.6%	13.1%	13.4%
						ROE	13.8%	13.9%	16.4%	17.9%	19.1%
						ROIC	11.4%	12.4%	14.4%	14.6%	14.9%
						偿债能力					
						资产负债率	22.0%	26.1%	31.7%	34.4%	37.0%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	3.42	2.77	2.52	2.41	2.31
						速动比率	2.25	1.93	1.78	1.67	1.57
						营运能力					
						应收账款周转率	9.3	9.0	9.3	8.5	7.7
						存货周转率	2.0	2.2	2.3	2.1	1.9
						总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
						每股指标(元)					
						每股收益	0.65	0.70	0.87	1.01	1.16
						每股经营现金流	0.92	1.03	0.21	0.52	0.55
						每股净资产	4.89	5.11	5.48	5.84	6.24
						估值比率					
						市盈率	19.9	18.5	14.9	12.8	11.2
						市净率	2.6	2.5	2.4	2.2	2.1
						EV/EBITDA	13.9	12.6	9.5	8.2	7.2
						EV/EBIT	15.7	13.9	10.6	9.0	7.8

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