

Q3 盈利能力略有波动，库存一体化助力效率全面提升



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 公司发布 21Q3 季报，实现营业收入 19.9 亿，同比增长 17.1%，实现归母净利润 3.2 亿，同比增长 15.5%。单 Q3 实现收入 6.8 亿，同比增长 13.8%，Q3 收入与 Q2 环比持平，实现归母净利润 1.1 亿，同比增长 0.1%。
- 受直营大促和所得税率等多重因素影响，公司 Q3 盈利能力略有下滑。拆解来看：1) 公司 Q3 毛利率为 53.03%，同比下滑 1.89 pct，我们判断主要由于直营渠道 Q3 提前大促所致，往年主要在 Q4 进行。2) 21Q3 有效税率为 27.4%，同比大幅上升 12.7 pct，主要由于公司实施库存一体化，导致所得税资产计提增长所致，预计未来季度将逐步恢复正常，库存一体化完成后将子公司库存统一合并至总部，线下渠道经验效率将全面提升。
- 分季度销售收入来看，21Q1-Q3 分别实现收入 6.3 亿、6.8 亿和 6.8 亿，同比分别增长 22.8%、15.54%和 13.77%，增速逐季下滑但仍然属稳健。Q3 分渠道来看，直营渠道同比增长 15%，加盟渠道增长 8%，电商渠道增长 16%，团购增长 3%，家居增长 51%，Q3 虽然受到疫情+洪水影响，公司表现仍然向好。
- 公司产品设计鲜明，精细化运营能力强，与竞争对手较为形成明显的差异化运营定位。另外值得重点一提的是，在线上渠道方面，公司近年在维持双位数以上收入增速的前提下，盈利能力持续提升，体现公司出色的产品力和运营能力。而线上渠道方面公司长期积累的直营基础也优于多数同行。
- 投资角度而言，公司 ROE 长期维持在 15%的高位，2018-2020 年的股利支付率也始终维持在 80%的水平，体现公司对股东回报的重视。

财务预测与投资建议

- 根据三季报，考虑到递延所得税的短期影响，我们小幅上调公司的有效税率，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.73、0.86 和 0.98 元（原 0.75、0.87 和 1.00 元），参考可比公司估值，给予公司 2021 年 14 倍的估值，对应目标价 10.22 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 疫情反复对线下零售的影响、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	3,308	3,751	4,218
同比增长(%)	-4.4%	3.1%	15.1%	13.4%	12.5%
营业利润(百万元)	595	599	724	843	965
同比增长(%)	-5.0%	0.5%	21.0%	16.4%	14.4%
归属母公司净利润(百万元)	507	516	605	711	811
同比增长(%)	-6.7%	1.9%	17.1%	17.5%	14.2%
每股收益(元)	0.61	0.62	0.73	0.86	0.98
毛利率(%)	52.0%	53.9%	54.5%	54.6%	54.7%
净利率(%)	18.2%	18.0%	18.3%	18.9%	19.2%
净资产收益率(%)	14.2%	14.5%	16.5%	18.2%	19.3%
市盈率	13.3	13.0	11.1	9.5	8.3
市净率	1.9	1.9	1.8	1.7	1.5

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 29 日)	8.12 元
目标价格	10.22 元
52 周最高价/最低价	8.97/6.65 元
总股本/流通 A 股(万股)	82,946/48,691
A 股市值(百万元)	6,735
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021 年 11 月 01 日

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-3.91	-1.82	11.69	6.19
相对表现	-1.02	-5.08	13.94	0.92
沪深 300	-2.89	3.26	-2.25	5.27



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

电商快速增长 整体经营质量优良：	2021-08-27
年报业绩略低于预期，电商盈利质量明显提升	2021-04-28

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，考虑到递延所得税的短期影响，我们小幅上调公司的有效税率，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.73、0.86 和 0.98 元（原 0.75、0.87 和 1.00 元），参考可比公司估值，给予公司 2021 年 14 倍的估值，对应目标价 10.22 元，维持“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截止 2021 年 10 月 29 日）

公司名称	公司代码	每股收益				市盈率			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
九牧王	601566	0.64	0.44	0.63	0.71	22	32	22	20
罗莱生活	002293	0.70	0.85	0.99	1.14	19	15	13	11
七匹狼	002029	0.28	0.35	0.43	0.45	20	16	13	12
森马服饰	002563	0.30	0.59	0.70	0.82	25	13	11	9
海澜之家	600398	0.41	0.67	0.79	0.90	16	10	8	7
水星家纺	603365	1.03	1.36	1.60	1.84	15	11	10	8
调整后平均							14	12	10

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	958	1,173	1,396	营业收入	2,789	2,874	3,308	3,751	4,218
应收票据及应收账款	214	223	258	293	329	营业成本	1,339	1,325	1,506	1,705	1,912
预付账款	37	31	43	49	55	营业税金及附加	30	29	33	37	42
存货	830	757	934	1,057	1,185	营业费用	725	763	867	968	1,080
其他	811	1,001	1,016	1,023	1,030	管理费用及研发费用	179	194	230	253	276
流动资产合计	2,636	2,470	3,209	3,594	3,995	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	6	4	5
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	营业利润	595	599	724	843	965
非流动资产合计	2,067	2,010	1,493	1,461	1,456	营业外收入	9	18	15	15	15
资产总计	4,702	4,480	4,702	5,055	5,451	营业外支出	2	2	2	2	2
短期借款	50	50	50	50	50	利润总额	602	614	737	856	978
应付票据及应付账款	556	420	497	563	631	所得税	95	97	133	146	166
其他	502	406	387	388	401	净利润	507	516	605	711	811
流动负债合计	1,108	876	934	1,000	1,082	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	507	516	605	711	811
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.61	0.62	0.73	0.86	0.98
其他	30	25	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	30	25	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	1,138	901	934	1,000	1,082	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	-4.4%	3.1%	15.1%	13.4%	12.5%
股本	843	851	828	828	828	营业利润	-5.0%	0.5%	21.0%	16.4%	14.4%
资本公积	2	(81)	(48)	(48)	(48)	归属于母公司净利润	-6.7%	1.9%	17.1%	17.5%	14.2%
留存收益	2,719	2,808	2,987	3,275	3,589	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	52.0%	53.9%	54.5%	54.6%	54.7%
股东权益合计	3,564	3,579	3,768	4,055	4,369	净利率	18.2%	18.0%	18.3%	18.9%	19.2%
负债和股东权益总计	4,702	4,480	4,702	5,055	5,451	ROE	14.2%	14.5%	16.5%	18.2%	19.3%
现金流量表						ROIC	13.7%	13.9%	15.9%	17.6%	18.7%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	507	516	605	711	811	资产负债率	24.2%	20.1%	19.9%	19.8%	19.8%
折旧摊销	87	89	92	82	56	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	2	(2)	(2)	(1)	(3)	流动比率	2.38	2.82	3.43	3.59	3.69
投资损失	(54)	(47)	(50)	(52)	(52)	速动比率	1.62	1.95	2.43	2.53	2.59
营运资金变动	1,438	(158)	(186)	(108)	(101)	营运能力					
其它	(1,115)	268	455	4	5	应收账款周转率	9.0	12.4	12.9	12.8	12.8
经营活动现金流	864	666	914	635	716	存货周转率	1.6	1.7	1.8	1.7	1.7
资本支出	(192)	(6)	(50)	(50)	(50)	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
长期投资	225	0	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(212)	(121)	50	52	52	每股收益	0.61	0.62	0.73	0.86	0.98
投资活动现金流	(179)	(128)	0	2	2	每股经营现金流	1.02	0.78	1.10	0.77	0.86
债权融资	(1)	0	0	0	0	每股净资产	4.30	4.32	4.54	4.89	5.27
股权融资	(135)	(75)	10	0	0	估值比率					
其他	(487)	(611)	(424)	(422)	(495)	市盈率	13.3	13.0	11.1	9.5	8.3
筹资活动现金流	(623)	(685)	(414)	(422)	(495)	市净率	1.9	1.9	1.8	1.7	1.5
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	7.4	7.4	6.2	5.5	5.0
现金净增加额	61	(147)	500	215	223	EV/EBIT	8.5	8.5	7.0	6.0	5.3

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