

相关研究

《Q3 短期盈利承压, 期待改革逐步显效》2023.10

盈利能力改善, 业绩拐点值得期待

2024年1月12日

事件: 公司发布业绩预告, 2023年实现收入78亿元、同降9%, 实现归母净利润4.15亿元、同增约125%, 实现扣非净利2.75亿元、同比增加3.02亿元。据此测算2023Q4公司实现收入约25.8亿元、同增8%, 归母净利润2.06亿元、同增542%, 扣非净利1.40亿元、同比扭亏, 公司收入恢复同比增长, 业绩拐点逐步显现。

点评:

- **23Q4 收入同比恢复增长, 盈利水平提升明显。**2023年前三季度受线下门店持续优化、线上严控销售折扣等影响, 公司收入同比持续下滑, 2023Q4公司产品风格优化后竞争力提升, 且22Q4收入基数较低, 公司收入出现拐点。2023年公司推进组织变革、提升经营质量、严控产品折扣, 毛利率同增约6PCT, 经营费用率同降9%, 盈利能力显著修复。
- **困境反转有望来临, 基本面预计持续改善。**公司不断提升运营质量, 困境反转逐步兑现。一方面2024年公司有望恢复净开店, 借助经销商资源拓展线下渠道, 且注重新开门店质量, 提高拓店成功率。另一方面公司管理团队、组织架构调整到位, 注重提升产品竞争力, 2024年新产品将继续升级面料, 改善设计水平, 有望获得更多年轻消费群体认可。
- **盈利预测与投资建议:**由于2023Q4公司库存清理影响利润表现, 我们下调公司2023-2025年归母净利润预测为4.15/6.06/6.88亿元, 目前股价(24年1月11日)对应24年15.25倍PE。我们认为公司业绩改善趋势明显, 行业集中度较低、未来成长空间较大, 且董事长定增彰显对公司发展信心, 目前估值处于较低水平, 维持“买入”评级。
- **风险因素:**消费复苏低于预期、行业竞争加剧、定增项目进展不达预期等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	10,921	8,602	7,824	8,653	9,712
增长率 YoY %	16.3%	-21.2%	-9.0%	10.6%	12.2%
归属母公司净利润(百万元)	677	185	415	606	688
增长率 YoY%	-5.0%	-72.7%	124.9%	45.8%	13.5%
毛利率%	52.9%	48.2%	54.4%	54.4%	54.4%
净资产收益率ROE%	15.9%	4.5%	9.3%	12.0%	12.0%
EPS(摊薄)(元)	1.43	0.39	0.88	1.28	1.45
市盈率 P/E(倍)	13.63	49.97	22.22	15.25	13.43
市净率 P/B(倍)	2.16	2.23	2.07	1.82	1.61

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2024年1月11日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	7,133	5,688	5,803	7,035	7,721	
货币资金	1,148	1,089	1,855	2,357	2,811	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	632	530	527	655	714	
预付账款	261	160	178	197	221	
存货	2,540	2,125	1,462	2,013	2,159	
其他	2,552	1,786	1,780	1,813	1,816	
非流动资产	3,062	2,863	2,893	2,942	2,999	
长期股权投资	9	9	9	9	9	
固定资产	1,360	1,321	1,264	1,223	1,181	
无形资产	176	169	194	209	224	
其他	1,517	1,364	1,426	1,501	1,585	
资产总计	10,194	8,551	8,696	9,976	10,720	
流动负债	4,656	3,229	3,062	3,738	3,795	
短期借款	198	0	67	157	227	
应付票据	387	268	228	320	294	
应付账款	2,081	1,362	1,215	1,633	1,562	
其他	1,991	1,599	1,552	1,627	1,712	
非流动负债	1,268	1,168	1,168	1,168	1,168	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	1,268	1,168	1,168	1,168	1,168	
负债合计	5,924	4,398	4,230	4,906	4,964	
少数股东权益	2	11	10	8	7	
归属母公司	4,268	4,143	4,456	5,061	5,749	
负债和股东权益	10,194	8,551	8,696	9,976	10,720	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	10,921	8,602	7,824	8,653	9,712	
同比	16.3%	-21.2%	-9.0%	10.6%	12.2%	
归属母公司净利润	677	185	415	606	688	
同比	-5.0%	-72.7%	124.9%	45.8%	13.5%	
毛利率(%)	52.9%	48.2%	54.4%	54.4%	54.4%	
ROE%	15.9%	4.5%	9.3%	12.0%	12.0%	
EPS(摊薄)(元)	1.43	0.39	0.88	1.28	1.45	
P/E	13.63	49.97	22.22	15.25	13.43	
P/B	2.16	2.23	2.07	1.82	1.61	
EV/EBITDA	8.05	8.75	7.20	6.56	5.46	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	10,921	8,602	7,824	8,653	9,712	
营业成本	5,140	4,454	3,569	3,944	4,424	
营业税金及附加	59	59	47	52	58	
销售费用	3,949	3,166	2,816	3,115	3,496	
管理费用	709	626	610	649	699	
研发费用	152	118	180	199	223	
财务费用	68	69	45	43	87	
减值损失合	-120	-120	-180	-70	-60	
投资净收益	38	40	39	43	49	
其他	225	226	141	182	203	
营业利润	988	257	557	806	915	
营业外收支	-38	5	-4	0	0	
利润总额	949	262	553	806	915	
所得税	273	77	138	201	229	
净利润	677	184	415	604	686	
少数股东损	-1	0	-1	-1	-1	
归属母公司	677	185	415	605	687	
EBITDA	1,725	1,039	1,007	1,043	1,182	
EPS(当年)(元)	1.44	0.39	0.88	1.28	1.45	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1,300	399	1,077	685	666	
净利润	677	184	415	604	686	
折旧摊销	718	753	204	186	188	
财务费用	62	66	77	81	85	
投资损失	-38	-40	-39	-43	-49	
营运资金变	-255	-623	207	-203	-294	
其它	137	59	215	61	51	
投资活动现	-484	595	-200	-193	-197	
资本支出	-329	-244	-180	-166	-166	
长期投资	-194	798	0	0	0	
其他	39	41	-20	-27	-31	
筹资活动现	-293	-1,031	-112	9	-15	
吸收投资	0	11	-31	0	0	
借款	1,027	0	67	90	70	
支付利息或股息	-389	-292	-147	-81	-85	
现金流净增	523	-37	766	502	454	

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，八年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。