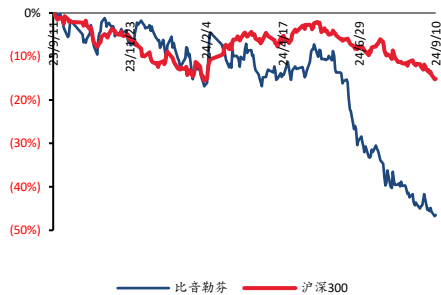


2024H1 财报点评：加盟&电商驱动增长，营运持续提质

走势比较



股票数据

总股本/流通股(亿股)	5.71/5.71
总市值/流通(亿元)	99.36/99.36
12个月内最高/最低价(元)	34.48/17

相关研究报告

证券分析师：郭彬

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190519090001

研究助理：龚书慧

E-MAIL: gongsh@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190122070007

事件：公司近期公布 2024 年中报。24H1 收入 19.36 亿元/同比+15%，归母净利润 4.79 亿元/同比+15.25%，扣非归母净利润 4.59 亿元/同比+20.52%。单 Q2 收入 6.68 亿元/同比+10.49%，归母净利润 1.17 亿元/同比+1.74%，扣非归母净利润 1.08 亿元/同比+16.34%，Q2 非经常性损益同减 60%至 883 万，主要系政府补助及理财产品收益减少。上半年在整体消费环境偏弱叠加高基影响下，公司收入和利润均创同期新高，在逆势中展现出经营韧性。

加盟渠道调整后大幅增长，电商维持快速增长，各渠道毛利率均有提升。1)分渠道：24H1 线上/直营/加盟收入分别同比+34.6%/+2.4%/+56.5%，分别占比 6%/66%/27%；毛利率分别同比+1.5/+1.2/+14.9pct 至 81.4%/71.9%/77.6%，加盟渠道大幅增长主要系 23 年主动帮助加盟商处理库存而减少订单、为 24 年增长奠定良好基础，24 年轻装上阵。2)门店&店效：截至 24H1 直营/加盟门店分别较 23 年底净增加 2/6 家至 609/654 家，上半年继续保持净开店，根据我们计算，24H1 直营门店店效 210 万元/yoy-2.9%，加盟单店出货额 79 万元/yoy+47%。

品牌力产品力向上驱动毛利率提升，费用率小幅增加，净利率稳中有升，存货优化，经营质量保持优异。1)毛利率：24H1 毛利率同比+0.7pct 至 77.9%，其中 Q1/2 毛利率分别同比+0.3/+1.6pct 至 76.0%/81.3%。2)费用率：24H1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.25/+0.51/+0.12/-0.35pct 至 38.95%/7.8%/3.25%/-1.27%，其中销售费用率小幅增加主要系新开门店带来的员工薪酬、门店运营费用增加，以及线上业务快速增长带来的电商运营费用增加。3)净利率：24H1 归母净利率同比+0.05pct 至 24.75%，扣非归母净利率同比+1.1pct 至 23.7%，盈利能力稳中有升。4)经营质量：24H1 末存货同比+11%至 7.6 亿元，存货周转天数同比-27 天/环比-37 天至 309 天，应收/应付周转天数基本保持稳定，经营活动现金流净额 5.3 亿元，净现比为 1:1，现金流充沛。

盈利预测与投资建议：公司作为高端运动时尚服饰龙头，**短期来看**，上半年在国内消费偏弱和高基下仍实现稳健增长，经营质量优质，盈利能力稳中有升，展现出公司的经营韧性和卓越的品牌力。**中长期来看**，公司多品牌定位多元细分赛道，主品牌的成功运营展现公司在高端品牌的运营能力，随着多品牌矩阵逐步搭建，未来成长空间广阔。我们预计公司 2024/25/26 年归母净利润分别为 10.8/12.6/14.6 亿元，对应 PE 分别为 9/8/7 倍，考虑到公司整体优质的品牌资产和管理层卓越的运营能力，我们认为公司当前处于低估值区间，安全边际较强，具备配置价值，给予“买入”评级。

风险提示：国内消费复苏不及预期，渠道拓展不及预期，市场竞争激烈，新品牌拓展不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3536	4095	4705	5373
营业收入增长率(%)	22.6%	15.8%	14.9%	14.2%
归母净利（百万元）	911	1079	1257	1459
净利润增长率(%)	25.2%	18.5%	16.5%	16.1%
摊薄每股收益（元）	1.60	1.89	2.20	2.56
市盈率（PE）	19.81	9.21	7.90	6.81

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,160	2,187	3,083	3,812
应收和预付款项	362	393	466	517
存货	708	904	874	1,175
其他流动资产	1,097	1,101	1,125	1,131
流动资产合计	4,327	4,584	5,548	6,635
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	581	674	750	811
在建工程	3	43	18	6
无形资产开发支出	1,077	1,072	1,067	1,062
长期待摊费用	127	127	127	127
其他非流动资产	4,940	5,297	6,360	7,547
资产总计	6,728	7,212	8,322	9,554
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	260	285	333	371
长期借款	0	0	0	0
其他负债	1,570	1,657	1,780	1,915
负债合计	1,830	1,941	2,113	2,286
股本	571	571	571	571
资本公积	894	894	894	894
留存收益	3,400	3,773	4,710	5,770
归母公司股东权益	4,897	5,270	6,207	7,267
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	4,898	5,271	6,208	7,268
负债和股东权益	6,728	7,212	8,322	9,554

现金流量表 (百万)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	1,296	1,163	1,561	1,478
投资性现金流	-1,124	-431	-345	-349
融资性现金流	-255	-706	-320	-400
现金增加额	-88	26	896	729

利润表 (百万)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,536	4,095	4,705	5,373
营业成本	756	883	1,011	1,152
营业税金及附加	33	37	42	48
销售费用	1,312	1,507	1,736	1,988
管理费用	277	303	343	387
财务费用	-28	-48	-48	-68
资产减值损失	-61	-80	-80	-80
投资收益	20	33	47	54
公允价值变动	2	0	0	0
营业利润	1,063	1,257	1,464	1,700
其他非经营损益	-4	-3	-2	-3
利润总额	1,059	1,255	1,462	1,697
所得税	148	176	205	238
净利润	911	1,079	1,257	1,459
少数股东损益	-0	0	0	0
归母股东净利润	911	1,079	1,257	1,459

预测指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	78.6%	78.4%	78.5%	78.6%
销售净利率	25.8%	26.3%	26.7%	27.2%
销售收入增长率	22.6%	15.8%	14.9%	14.2%
EBIT 增长率	25.7%	26.4%	15.0%	14.3%
净利润增长率	25.2%	18.5%	16.5%	16.1%
ROE	18.6%	20.5%	20.3%	20.1%
ROA	13.5%	15.0%	15.1%	15.3%
ROIC	16.2%	19.1%	18.9%	18.6%
EPS (X)	1.60	1.89	2.20	2.56
PE (X)	19.81	9.21	7.90	6.81
PB (X)	3.69	1.89	1.60	1.37
PS (X)	5.12	2.43	2.11	1.85
EV/EBITDA (X)	11.81	5.44	4.27	3.41

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。