

业绩低于预期，销售费用率拖累盈利能力

核心观点

- 公司发布 24Q3 季报，前三季度实现营业收入 35.36 亿，同比下降 3.59%，实现归母净利润 4.15 亿，同比下降 25.2%，单 Q3 来看，公司收入和归母净利润分别同比下降 11.7% 和 51.7%。受可选消费整体低迷的影响，公司季报低于市场预期。
- 根据中报披露，24H1 报喜鸟、哈吉斯和宝鸟收入分别同比增长 -3.7%、0.2% 和 -2.3%，我们推测 24Q3 受消费疲弱、天气等因素影响，上述三品牌预计实现负增长。24H1 乐飞叶收入同比增长 32.2%，我们推测受益于户外市场的相对高景气，24Q3 预计延续该增长势头。
- 截至 24Q3，公司存货周转天数为 288 天，同比增加 29 天；2024 前三季度公司经营现金流为 1.4 亿，去年同期为 4.32 亿，同比大幅下降。
- **销售费用率明显增加，拖累整体盈利能力。**24Q3 公司毛利率同比增长 0.1pct 至 62.9%，我们推测与折扣控制、业务结构变化有关。费用率方面，24Q3 销售费用率同比大幅增长 6.8pct 至 42.3%，我们推测与收入放缓带来的经营负杠杆有关，24Q3 管理和研发费用率同比下降 0.6pct 和 0.2pct。24Q3 公司归母净利率同比下降 5.6pct 至 6.7%。
- 受制于终端销售疲弱，公司三季度业绩有所承压。但我们预计公司将继续推进哈吉斯的店铺优化和拓展，10 月及后续月份有望逐步改善，同时我们也看好其线上业务发展，期待双十一表现。主品牌销售受今年婚庆需求下降（无春年）影响较大，未来伴随品牌年轻化和时尚化推进仍值得期待。未来在政策助力之下若零售环境改善，公司净利率修复有较好空间。

盈利预测与投资建议

- 根据三季报，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.36、0.43 和 0.5 元（原 0.46、0.54 和 0.61 元），参考可比公司，给予 2024 年 14 倍 PE 估值，对应目标价 5.04 元，维持“买入”评级。

风险提示：品牌拓展和新开店不及预期、行业竞争加剧、终端消费需求减弱等。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,313	5,254	5,158	5,527	6,007
同比增长(%)	-3.1%	21.8%	-1.8%	7.1%	8.7%
营业利润(百万元)	604	890	681	816	946
同比增长(%)	-3.5%	47.4%	-23.5%	19.9%	15.8%
归属母公司净利润(百万元)	459	698	522	625	723
同比增长(%)	-1.2%	52.1%	-25.1%	19.7%	15.6%
每股收益(元)	0.31	0.48	0.36	0.43	0.50
毛利率(%)	62.7%	64.7%	65.2%	65.1%	64.6%
净利率(%)	10.6%	13.3%	10.1%	11.3%	12.0%
净资产收益率(%)	11.3%	16.9%	11.8%	13.4%	14.3%
市盈率	12.9	8.4	11.3	9.4	8.2
市净率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

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。

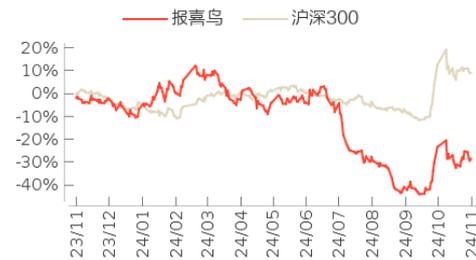
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024年10月31日）	4.08 元
目标价格	5.04 元
52 周最高价/最低价	6.51/3.12 元
总股本/流通 A 股（万股）	145,933/117,977
A 股市值（百万元）	5,954
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2024 年 11 月 01 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0	-6.85	-1.25	-28.68
相对表现%	0.96	-3.69	-14.29	-37.6
沪深 300%	-0.96	-3.16	13.04	8.92



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044

相关报告

短期业绩增长承压，仍看好哈吉斯中长期成长性	2024-08-19
多品牌矩阵成型，盈利能力和质量均表现优良	2024-04-13
业绩符合预期，延续高质量增长	2023-10-26

根据三季报，我们调整盈利预测（下调了收入和毛利率、上调了费用率），预计公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.36、0.43 和 0.5 元（原 0.46、0.54 和 0.61 元），参考可比公司，给予 2024 年 14 倍 PE 估值，对应目标价 5.04 元，维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2024 年 10 月 31 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
森马服饰	002563	6.05	0.42	0.46	0.52	0.58	15	13	12	10
比音勒芬	002832	19.63	1.60	1.86	2.18	2.54	12	11	9	8
太平鸟	603877	13.13	0.89	0.77	0.95	1.13	15	17	14	12
罗莱生活	002293	7.15	0.69	0.55	0.68	0.77	10	13	11	9
九牧王	601566	8.18	0.33	0.41	0.56	0.65	25	20	15	13
调整后平均								14	12	10

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示： 品牌拓展和新开店不及预期、行业竞争加剧、终端消费需求减弱等。

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,443	1,891	2,042	2,321	2,583	营业收入	4,313	5,254	5,158	5,527	6,007
应收票据、账款及款项融资	619	661	649	695	756	营业成本	1,607	1,854	1,797	1,931	2,126
预付账款	47	52	51	54	59	销售费用	1,711	2,031	2,166	2,266	2,391
存货	1,179	1,151	1,116	1,199	1,320	管理费用	279	370	377	398	433
其他	380	804	802	811	822	研发费用	83	109	108	111	120
流动资产合计	3,667	4,559	4,660	5,080	5,540	财务费用	(33)	(50)	(43)	(50)	(67)
长期股权投资	237	234	234	234	234	资产、信用减值损失	147	128	141	111	111
固定资产	418	466	555	612	663	公允价值变动收益	(19)	(9)	(9)	(9)	(9)
在建工程	141	458	458	458	458	投资净收益	13	22	15	15	15
无形资产	224	236	268	296	320	其他	90	66	63	50	46
其他	1,304	1,102	1,035	985	985	营业利润	604	890	681	816	946
非流动资产合计	2,323	2,496	2,549	2,584	2,659	营业外收入	14	15	15	15	15
资产总计	5,990	7,055	7,209	7,664	8,198	营业外支出	11	6	6	6	6
短期借款	278	549	549	549	549	利润总额	607	899	689	825	954
应付票据及应付账款	530	670	649	698	768	所得税	131	170	144	172	199
其他	1,024	1,257	1,251	1,277	1,311	净利润	476	729	546	653	755
流动负债合计	1,832	2,477	2,449	2,524	2,629	少数股东损益	17	31	23	28	32
长期借款	46	47	47	47	47	归属于母公司净利润	459	698	522	625	723
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.31	0.48	0.36	0.43	0.50
其他	64	61	61	61	61						
非流动负债合计	110	108	108	108	108	主要财务比率					
负债合计	1,942	2,585	2,557	2,632	2,737		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	114	129	152	180	212	成长能力					
实收资本(或股本)	1,459	1,459	1,459	1,459	1,459	营业收入	-3.1%	21.8%	-1.8%	7.1%	8.7%
资本公积	769	770	770	770	770	营业利润	-3.5%	47.4%	-23.5%	19.9%	15.8%
留存收益	1,706	2,112	2,270	2,623	3,020	归属于母公司净利润	-1.2%	52.1%	-25.1%	19.7%	15.6%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,049	4,470	4,651	5,032	5,462	毛利率	62.7%	64.7%	65.2%	65.1%	64.6%
负债和股东权益总计	5,990	7,055	7,209	7,664	8,198	净利率	10.6%	13.3%	10.1%	11.3%	12.0%
						ROE	11.3%	16.9%	11.8%	13.4%	14.3%
						ROIC	10.1%	14.2%	9.5%	10.9%	11.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	32.4%	36.6%	35.5%	34.3%	33.4%
净利润	476	729	546	653	755	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	103	108	122	115	75	流动比率	2.00	1.84	1.90	2.01	2.11
财务费用	(33)	(50)	(43)	(50)	(67)	速动比率	1.30	1.34	1.41	1.50	1.56
投资损失	(13)	(22)	(15)	(15)	(15)	营运能力					
营运资金变动	(256)	252	26	(75)	(104)	应收账款周转率	7.3	8.4	8.0	8.4	8.4
其它	239	136	(18)	16	20	存货周转率	1.3	1.5	1.5	1.5	1.6
经营活动现金流	515	1,154	617	645	664	总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.8
资本支出	(103)	(423)	(150)	(150)	(150)	每股指标(元)					
长期投资	95	218	0	0	0	每股收益	0.31	0.48	0.36	0.43	0.50
其他	(481)	(459)	6	6	6	每股经营现金流	0.35	0.79	0.42	0.44	0.46
投资活动现金流	(488)	(665)	(144)	(144)	(144)	每股净资产	2.70	2.97	3.08	3.32	3.60
债权融资	45	65	0	0	0	估值比率					
股权融资	1	1	0	0	0	市盈率	12.9	8.4	11.3	9.4	8.2
其他	(578)	(147)	(322)	(222)	(259)	市净率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
筹资活动现金流	(532)	(82)	(322)	(222)	(259)	EV/EBITDA	5.7	4.0	5.0	4.3	4.0
汇率变动影响	2	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	6.7	4.5	6.0	5.0	4.4
现金净增加额	(503)	408	151	279	261						

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

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

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。