

Q3 业绩承压，期待新业务逐步发力

核心观点

- 公司发布 24Q3 季报，前三季度实现收入 152.6 亿，同比下降 1.99%，实现归母净利润 19.1 亿，同比下降 22.2%，其中 24Q3 收入和归母净利润分别同比下降 11.01% 和 64.9%，低于市场预期。
- 分品牌来看，24Q3 海澜之家和团购收入分别同比下降 26.6% 和 37.1%，主品牌下降推测主要受到线下客流减少拖累，此外加盟渠道的调整预计也有一定影响。其他品牌收入同比大幅增长 109.7%，主要系 2024 年 4 月末斯搏兹品牌管理（上海）有限公司新纳入公司合并报表范围（公司持股 51%），同期基数较低所致。
- 分渠道来看，24Q3 线上和线下收入同比增长 39.7% 和 -25.9%；分门店类型来看，24Q3 直营店、加盟店及其他收入分别下降 2.4% 和 14.2%。
- 24Q3 公司存货周转天数为 346 天，同比增加 71 天，推测主要受提前备货、斯搏兹业务并表、以及三季度主品牌销售不畅等因素影响，24Q3 经营活动现金流净额为 -19.7 亿，去年同期为 -3.24 亿。
- 盈利能力方面，24Q3 毛利率同比下降 1.1pct 至 42.8%，费用率方面，24Q3 销售、管理和研发费用率分别同比增长 5.8pct、0.3pct 和 1pct，24Q3 财务费用为 -0.47 亿，去年同期为 0.19 亿，推测主要系可转债转股后利息支出下降所致。
- 受消费环境影响，公司短期业绩面临压力，期待后续政策提振之下大众消费的复苏。另一方面，公司的电商业务、斯搏兹品牌管理业务（FCC 运动业务+京东奥莱）以及海外业务均有不错的增长势头。特别是京东奥莱业务以线上+线下并举的方式同时拓展（9 月开出第一家线下飞马水城店），作为一个完全新增的亮点，未来具备较大的期待空间。

盈利预测与投资建议

- 根据三季报，我们调整盈利预测，预计 2024-2026 年每股收益分别为 0.48、0.56 和 0.65 元（原 0.59、0.67 和 0.74 元），参考可比公司，给予 2024 年 13 倍 PE 估值，对应目标价 6.24 元，维持“买入”评级。

风险提示：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)	18,562	21,528	20,806	23,047	24,913
同比增长(%)	-8.1%	16.0%	-3.4%	10.8%	8.1%
营业利润(百万元)	2,806	3,611	2,948	3,421	3,980
同比增长(%)	-13.7%	28.7%	-18.4%	16.1%	16.3%
归属母公司净利润(百万元)	2,155	2,952	2,316	2,681	3,112
同比增长(%)	-13.5%	37.0%	-21.6%	15.8%	16.1%
每股收益(元)	0.45	0.61	0.48	0.56	0.65
毛利率(%)	42.9%	44.5%	44.2%	44.8%	45.1%
净利率(%)	11.6%	13.7%	11.1%	11.6%	12.5%
净资产收益率(%)	14.6%	19.3%	13.7%	14.9%	16.8%
市盈率	12.7	9.3	11.8	10.2	8.8
市净率	1.9	1.7	1.5	1.5	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。

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 11 月 01 日）	5.61 元
目标价格	6.24 元
52 周最高价/最低价	9.19/5.15 元
总股本/流通 A 股（万股）	480,277/480,277
A 股市值（百万元）	26,944
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2024 年 11 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-10.38	-25.99	-8.41	-16.07
相对表现%	-8.7	-22.81	-22.18	-25
沪深 300%	-1.68	-3.18	13.77	8.93



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

24Q2 线下零售承压，高分红政策延续	2024-08-21
分红超预期，电商业务持续提速	2024-05-06
营收增长基本符合预期，处置男生女生股权增厚利润	2023-11-01

根据三季报，我们调整盈利预测（下调了收入和毛利率，上调了销售费用率），预计 2024-2026 年每股收益分别为 0.48、0.56 和 0.65 元（原 0.59、0.67 和 0.74 元），参考可比公司，给予 2024 年 13 倍 PE 估值，对应目标价 6.24 元，维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2024 年 11 月 1 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
报喜鸟	002154	3.95	0.48	0.43	0.49	0.56	8	9	8	7
伟星股份	002003	13.02	0.48	0.60	0.69	0.79	27	22	19	17
富安娜	002327	8.37	0.68	0.66	0.71	0.76	12	13	12	11
地素时尚	603587	11.28	1.03	0.82	0.92	0.99	11	14	12	11
比音勒芬	002832	18.94	1.60	1.78	2.07	2.39	12	11	9	8
安踏体育	02020	77.12	3.62	4.78	4.91	5.51	21	16	16	14
森马服饰	002563	5.97	0.42	0.45	0.51	0.57	14	13	12	10
调整后平均								13	12	11

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示： 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	12,505	11,901	13,365	13,629	14,161	营业收入	18,562	21,528	20,806	23,047	24,913
应收票据、账款及款项融资	1,149	1,040	1,907	2,342	2,532	营业成本	10,600	11,954	11,609	12,723	13,667
预付账款	564	230	223	247	267	销售费用	3,425	4,353	4,827	5,347	5,630
存货	9,455	9,337	8,707	9,542	10,251	管理费用	922	963	915	968	997
其他	890	2,496	2,483	2,524	2,558	研发费用	194	200	194	214	232
流动资产合计	24,563	25,005	26,684	28,284	29,768	财务费用	(23)	47	(168)	(163)	(142)
长期股权投资	0	194	194	194	194	资产、信用减值损失	521	457	505	455	455
固定资产	3,131	2,943	2,918	2,889	2,856	公允价值变动收益	(19)	(3)	5	5	5
在建工程	8	74	74	74	74	投资净收益	(0)	186	140	50	50
无形资产	908	688	691	690	686	其他	(98)	(126)	(121)	(136)	(149)
其他	4,138	4,809	4,565	4,510	4,510	营业利润	2,806	3,611	2,948	3,421	3,980
非流动资产合计	8,185	8,708	8,442	8,357	8,320	营业外收入	122	30	50	50	50
资产总计	32,749	33,713	35,126	36,641	38,088	营业外支出	31	17	20	20	20
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	2,897	3,624	2,978	3,451	4,010
应付票据及应付账款	9,536	10,085	9,794	10,733	11,530	所得税	835	705	655	759	882
其他	4,649	6,683	6,657	6,740	6,809	净利润	2,062	2,918	2,323	2,692	3,128
流动负债合计	14,186	16,768	16,450	17,473	18,339	少数股东损益	(93)	(34)	7	11	16
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2,155	2,952	2,316	2,681	3,112
应付债券	2,777	0	0	0	0	每股收益(元)	0.45	0.61	0.48	0.56	0.65
其他	1,264	907	907	907	907						
非流动负债合计	4,041	907	907	907	907	主要财务比率					
负债合计	18,227	17,675	17,357	18,380	19,246		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	(79)	(12)	(5)	6	21	成长能力					
实收资本(或股本)	995	1,056	1,478	1,478	1,478	营业收入	-8.1%	16.0%	-3.4%	10.8%	8.1%
资本公积	563	941	520	520	520	营业利润	-13.7%	28.7%	-18.4%	16.1%	16.3%
留存收益	12,655	13,709	15,433	15,914	16,479	归属于母公司净利润	-13.5%	37.0%	-21.6%	15.8%	16.1%
其他	388	344	344	344	344	获利能力					
股东权益合计	14,522	16,038	17,769	18,261	18,842	毛利率	42.9%	44.5%	44.2%	44.8%	45.1%
负债和股东权益总计	32,749	33,713	35,126	36,641	38,088	净利率	11.6%	13.7%	11.1%	11.6%	12.5%
						ROE	14.6%	19.3%	13.7%	14.9%	16.8%
						ROIC	10.9%	15.8%	10.7%	11.9%	13.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	55.7%	52.4%	49.4%	50.2%	50.5%
净利润	2,062	2,918	2,323	2,692	3,128	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	604	518	416	235	187	流动比率	1.73	1.49	1.62	1.62	1.62
财务费用	(23)	47	(168)	(163)	(142)	速动比率	1.00	0.90	1.06	1.04	1.03
投资损失	0	(186)	(140)	(50)	(50)	营运能力					
营运资金变动	(80)	811	(491)	(370)	(134)	应收账款周转率	17.2	20.2	14.5	11.0	10.4
其它	576	1,122	(48)	52	43	存货周转率	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
经营活动现金流	3,137	5,230	1,893	2,395	3,032	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
资本支出	66	117	(150)	(150)	(150)	每股指标(元)					
长期投资	14	(238)	0	0	0	每股收益	0.45	0.61	0.48	0.56	0.65
其他	(623)	(656)	145	55	55	每股经营现金流	3.15	4.95	1.28	1.62	2.05
投资活动现金流	(543)	(777)	(5)	(95)	(95)	每股净资产	3.04	3.34	3.70	3.80	3.92
债权融资	199	(205)	0	0	0	估值比率					
股权融资	(350)	439	0	0	0	市盈率	12.7	9.3	11.8	10.2	8.8
其他	(2,828)	(3,432)	(424)	(2,037)	(2,405)	市净率	1.9	1.7	1.5	1.5	1.5
筹资活动现金流	(2,979)	(3,198)	(424)	(2,037)	(2,405)	EV/EBITDA	5.1	4.1	5.4	4.9	4.3
汇率变动影响	6	(6)	-0	-0	-0	EV/EBIT	6.2	4.7	6.2	5.3	4.5
现金净增加额	(379)	1,250	1,464	264	532						

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。