

投资评级 优于大市 维持

23 年国内业务恢复良好，商誉减值拖累短期业绩表现

股票数据

02月01日收盘价(元)	7.55
52周股价波动(元)	7.55-14.59
总股本/流通A股(百万股)	369/369
总市值/流通市值(百万元)	2787/2787

相关研究

 《预计23H1业绩高增，国内业务修复显著》
 2023.07.24

 《拟与Nobis设立合营企业，拓展高端羽绒服品类》
 2023.06.06

 《23Q1业绩展现韧性，发布股权激励展现业绩信心》
 2023.05.09

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-15.3	-21.8	-33.4
相对涨幅(%)	-9.0	-13.7	-23.1

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- 23Q4 归母净利润预计超 21 年同期。**公司预计 23 年实现归母净利润 1-1.3 亿元，同比增长 388.95%-535.64%，23 年扣非归母净利润 0.76-1.06 亿元，同比增长 1428-2032%。如不考虑商誉减值计提的影响，23 年预计实现归母净利润 2-2.3 亿元，同比增长 877.91%-1024.60%；23Q4 实现归母净利润 0.64-0.94 亿元，已超 21 年同期水平（0.60 亿元）。
- 零售环境边际修复，积极扩张策略体现经营杠杆。**判断归母净利润预增主因：①23 年收入预增 20-25%（较 21 年：22-27%），旗下所有品牌均实现增长，Self-Portrait、Laurèl 及 IRO Paris 国内市场表现突出。②渠道扩张，线下：截至 23 年底预计门店数达 651 家，其中直营店 503 家，较年初净增约 43 家；线上：多品牌多平台发展策略，线上收入良好增长。③着眼长期、积极扩张，推动收入连续良好增长，23 年新开门店销售提升、费用率优化，预计国内业务利润可恢复至 21 年水平。
- 外需疲弱，谨慎性计提商誉减值准备。**公司 23 年拟针对此前受让前海上海林及子公司受让唐利国际股权形成的商誉计提减值准备约 0.9-1 亿元，主因欧美外需疲弱，IRO Paris 海外经营业绩受到较大冲击、未达全年预期，且欧美宏观经济压力较大，盈利能力未来可能有所下降。我们认为公司基于谨慎性原则的计提较为充分地前置了宏观环境可能带来的经营风险，短期拖累表现业绩，长期有望轻装上阵。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司 2023/2024 年归母净利润 1.25 亿元/3.09 亿元，给予公司 2024 年 PE 估值区间 12-15X，对应合理价值区间 10.04-12.55 元/股，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**零售环境恢复不及预期，开店速度不及预期，国际环境变化影响境外业务。

分析师：盛开

Tel:(021)23154510

Email:sk11787@haitong.com

证书:S0850519100002

分析师：梁希

Tel:(021)23185621

Email:lx11040@haitong.com

证书:S0850516070002

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2363	2395	2965	3482	4025
(+/-)YoY(%)	20.4%	1.4%	23.8%	17.4%	15.6%
净利润(百万元)	304	20	125	309	368
(+/-)YoY(%)	-31.7%	-93.3%	510.2%	147.5%	19.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.82	0.06	0.34	0.84	1.00
毛利率(%)	67.0%	63.8%	66.4%	67.5%	67.9%
净资产收益率(%)	10.7%	0.7%	4.3%	9.7%	10.4%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE (X)			
			2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
603587.SH	地素时尚	58	689	385	556	652	8.4	15.1	10.4	8.9
603518.SH	锦泓集团	34	224	71	285	363	15.2	47.7	12.0	9.4
003016.SZ	欣贺股份	30	287	129	186	219	10.3	22.9	15.9	13.5
均值							11.3	28.6	12.8	10.6

注：收盘价为 2024 年 2 月 1 日价格，归母净利润为 wind 一致预期。
资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	2395	2965	3482	4025
每股收益	0.06	0.34	0.84	1.00	营业成本	867	995	1130	1291
每股净资产	7.45	7.77	8.61	9.61	毛利率%	63.8%	66.4%	67.5%	67.9%
每股经营现金流	0.85	0.64	0.33	1.45	营业税金及附加	15	18	22	25
每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	1135	1399	1608	1859
P/E	136.25	22.33	9.02	7.56	营业费用率%	47.4%	47.2%	46.2%	46.2%
P/B	1.01	0.97	0.88	0.79	管理费用	224	271	284	328
P/S	1.16	0.94	0.80	0.69	管理费用率%	9.3%	9.1%	8.1%	8.1%
EV/EBITDA	9.18	12.23	7.94	5.79	EBIT	81	230	381	456
股息率%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	34	-9	-16	-20
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.4%	-0.3%	-0.5%	-0.5%
毛利率	63.8%	66.4%	67.5%	67.9%	资产减值损失	-34	-100	0	0
净利润率	0.9%	4.2%	8.9%	9.2%	投资收益	43	47	62	72
净资产收益率	0.7%	4.3%	9.7%	10.4%	营业利润	81	186	460	548
资产回报率	0.5%	2.6%	6.2%	6.3%	营业外收支	11	0	0	0
投资回报率	1.4%	5.2%	7.8%	8.4%	利润总额	92	186	460	548
盈利增长 (%)					EBITDA	387	313	464	539
营业收入增长率	1.4%	23.8%	17.4%	15.6%	所得税	37	30	74	88
EBIT 增长率	-72.2%	183.6%	66.1%	19.6%	有效所得税率%	39.7%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润增长率	-93.3%	510.2%	147.5%	19.3%	少数股东损益	35	31	77	92
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	20	125	309	368
资产负债率	34.0%	36.5%	31.2%	33.7%					
流动比率	2.20	2.19	2.94	2.71	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.13	1.26	1.67	1.73	货币资金	518	749	886	1449
现金比率	0.65	0.71	1.02	1.13	应收账款及应收票据	290	445	418	579
经营效率指标					存货	775	875	999	1142
应收账款周转天数	44.59	44.59	44.59	44.59	其它流动资产	174	239	244	294
存货周转天数	305.62	298.61	298.61	298.61	流动资产合计	1757	2309	2547	3464
总资产周转率	0.54	0.65	0.72	0.75	长期股权投资	448	448	448	448
固定资产周转率	13.07	17.05	22.55	29.96	固定资产	183	164	144	124
					在建工程	1	0	0	0
					无形资产	627	609	590	571
					非流动资产合计	2586	2442	2399	2355
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	4343	4751	4946	5819
净利润	20	125	309	368	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	35	31	77	92	应付票据及应付账款	212	314	42	365
非现金支出	348	183	83	83	预收账款	0	119	139	161
非经营收益	-6	-41	-56	-65	其它流动负债	586	623	684	752
营运资金变动	-84	-63	-293	59	流动负债合计	799	1057	865	1278
经营活动现金流	314	236	121	537	长期借款	102	102	102	102
资产	-119	0	0	0	其它长期负债	578	578	578	578
投资	1	-39	-39	-39	非流动负债合计	680	680	680	680
其他	61	47	62	72	负债总计	1479	1736	1545	1958
投资活动现金流	-57	8	23	33	实收资本	369	369	369	369
债权募资	-210	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2751	2869	3178	3547
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	114	145	223	315
其他	-347	-13	-7	-7	负债和所有者权益合计	4343	4751	4946	5819
融资活动现金流	-557	-13	-7	-7					
现金净流量	-293	231	137	563					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 01 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

盛开 纺织服装行业
梁希 纺织服装行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 歌力思,361 度,华利集团,伟星股份,李宁,滔搏,开润股份,新秀丽,波司登,宝胜国际,安踏体育,酷特智能,盛泰集团,特步国际

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。