

19 年表现平稳，今年经营面临疫情负面冲击

核心观点

- 19 年公司营业收入同比增长 3.02%，净利润同比增长 0.29%，扣非后净利润同比增长 9.24%，期间费用率的上升以及采用新金融工具准则后投资收益的减少，使得盈利增速低于收入增长。第四季度单季公司营业收入同比减少 1.64%，净利润增长 13.41%，收入增速环比有所放缓（暖冬影响销售及线上增速放缓），毛利率环比上升显著。公司拟每 10 股派现金红利 1 元。
- 受益增值税率下调和部分代理转直营等因素，全年公司综合毛利率同比提升 4.29pct，期间费用率同比上升 4.31pct，其中销售费用率同比上升 5.32pct（主要是广告宣传费、平台服务费、终端管理费用等支出增加以及部分代理转直营），管理研发费用率同比上升 0.4pct。
- 整体运营质量较为稳健。年末公司应收账款较年初减少 1.51%，存货较年初增长 7.00%。全年公司经营活动现金流净额同比增长 7.54%，计提资产减值损失 3.34 亿元，同比增加 4.7%。
- 受疫情影响，短期公司销售面临较大压力，一季度公司预告亏损 3700-4800 万元，收入大幅减少的情况下，期间费用支出的刚性与持有的交易性金融资产公允价值变动是一季度出现亏损的主要原因。二季度随着线下门店与电商物流的陆续复工，预计销售与盈利环比将有所改善。
- PB 低，账面资金充沛，市值安全边际相对较高。公司目前 39 亿左右的总市值，对应 19 年底账面净现金 23 亿左右，同时还有 4 亿其他权益工具投资和不少潜在升值的商铺资产，市值安全边际相对很高。但未来公司股价的弹性更多来自销售恢复后盈利增长带来的弹性。

财务预测与投资建议

- 根据年报，考虑疫情影响，我们下调公司未来 3 年收入预测，上调期间费用率预测，预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.35 元、0.40 元与 0.45 元（原预测 20-21 年每股收益为 0.48 元与 0.53），参考可比公司平均估值，给予公司 2020 年 16 倍 PE 估值，对应目标价 5.6 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 疫情反复及宏观经济减速对终端零售的影响，交易性金融资产公允价值波动对短期报表的影响以及新品牌培育带来的不确定性等。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,517	3,623	3,332	3,607	3,890
同比增长(%)	14.0%	3.0%	-8.0%	8.3%	7.8%
营业利润(百万元)	463	421	324	377	427
同比增长(%)	17.5%	-9.2%	-23.0%	16.4%	13.2%
归属母公司净利润(百万元)	346	347	262	303	342
同比增长(%)	9.4%	0.3%	-24.6%	15.9%	12.9%
每股收益(元)	0.46	0.46	0.35	0.40	0.45
毛利率(%)	42.6%	46.9%	46.1%	46.0%	45.9%
净利率(%)	9.8%	9.6%	7.9%	8.4%	8.8%
净资产收益率(%)	6.2%	5.9%	4.3%	4.8%	5.2%
市盈率	11.3	11.3	15.0	12.9	11.4
市净率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6

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，



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2020年04月17日)	5.18 元
目标价格	5.6 元
52 周最高价/最低价	7.76/5.07 元
总股本/流通 A 股(万股)	75,567/73,495
A 股市值(百万元)	3,914
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2020 年 04 月 20 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.52	-1.71	-13.38	-33.25
相对表现	-3.39	-5.21	-5.79	-27.19
沪深 300	1.87	3.50	-7.59	-6.06



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

证券分析师

赵越峰

021-63325888*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

证券分析师

张维益

021-63325888-7535

zhangweiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517120002

联系人

朱炎

021-63325888-6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

销售平淡，费用刚性和投资收益减少拖累盈利： 2019-10-27

费用拖累盈利表现 Q2 收入增速有所提升： 2019-08-24

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。

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声明。

根据年报，考虑疫情影响，我们下调公司未来 3 年收入预测，上调期间费用率预测，预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.35 元、0.40 元与 0.45 元(原预测 20-21 年每股收益为 0.48 元与 0.53)，参考可比公司平均估值，给予公司 2020 年 16 倍 PE 估值，对应目标价 5.6 元，维持“增持”评级。

图 1：可比公司列表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率		
			2020/4/17	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E
探路者	300005	3.56	0.13	0.07	0.15	28.05	52.43	23.61
森马服饰	002563	7.47	0.57	0.59	0.70	13.02	12.62	10.62
太平鸟	603877	15.03	1.15	1.21	1.42	13.09	12.42	10.59
南极电商	002127	13.87	0.49	0.63	0.79	28.23	22.19	17.51
九牧王	601566	10.41	0.96	1.01	1.08	10.84	10.31	9.64
海澜之家	600398	6.41	0.80	0.81	0.92	8.01	7.88	6.96
金发拉比	002762	5.13	0.13	0.22	0.24	38.54	23.67	21.67
调整后平均						18.65	16.24	14.01

数据来源：Wind、东方证券研究所

图 2：盈利预测变动表

核心假设及盈利预测变动分析表						
人民币百万元（标注除外）						
	2020E	调整前 2021E	2022E	2020E	调整后 2021E	2022E
分产品盈利预测						
加盟						
销售收入	1,545	1,671		1,237	1,325	1,419
变动幅度				-19.9%	-20.7%	
毛利率	51.00%	60.00%		54.00%	54.00%	54.00%
变动幅度				3.0%	-6.0%	
直营						
销售收入	672	727		546	585	627
变动幅度				-18.7%	-19.5%	
毛利率	64.00%	64.00%		65.5%	65.5%	65.5%
变动幅度				1.5%	1.5%	
网购						
销售收入	1,573	1,730		1,418	1,560	1,700
变动幅度				-9.8%	-9.8%	
毛利率	33.00%	33.00%		35.00%	35.00%	35.00%
变动幅度				2.0%	2.0%	
其他						
销售收入	126	132		131	138	144
变动幅度				4.3%	4.3%	
毛利率	1.00%	1.00%		10.91%	10.91%	10.91%
变动幅度				9.9%	9.9%	
销售收入合计	3,916	4,260		3,332	3,607	3,890
变动幅度				-14.9%	-15.3%	
综合毛利率	43.89%	43.85%		46.11%	46.01%	45.95%
变动幅度				2.2%	2.2%	

主要财务数据变动分析表						
人民币百万元（标注除外）						
	2020E	调整前 2021E	2022E	2020E	调整后 2021E	2022E
营业收入	3,916	4,260		3,332	3,607	3,890
变动幅度				-14.9%	-15.3%	
营业利润	487	539		324	377	427
变动幅度				-33.5%	-30.0%	
归属母公司净利润	363	401		262	303	342
变动幅度				-27.9%	-24.4%	
每股收益（元）	0.48	0.53		0.35	0.40	0.45
变动幅度				-27.9%	-24.4%	
销售费用率	19.10%	18.95%		22.50%	22.30%	22.10%
变动幅度				3.4%	3.4%	
管理费用率	8.96%	9.03%		8.50%	8.30%	8.10%
变动幅度				-0.5%	-0.7%	
毛利率(%)	43.89%	43.85%		46.11%	46.01%	45.95%
变动幅度				2.2%	2.2%	
净利率(%)	8.90%	9.04%		7.86%	8.41%	8.80%
变动幅度				-1.0%	-0.6%	

数据来源：东方证券研究所

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,422	1,068	2,587	2,778	2,955	营业收入	3,517	3,623	3,332	3,607	3,890
应收票据及应收账款	522	457	483	559	642	营业成本	2,019	1,924	1,796	1,948	2,103
预付账款	54	44	43	54	62	营业税金及附加	26	28	26	28	31
存货	965	1,032	1,114	1,266	1,367	营业费用	595	769	750	804	860
其他	2,863	2,644	2,658	2,697	2,742	管理费用及研发费用	311	335	334	354	374
流动资产合计	5,826	5,244	6,886	7,355	7,767	财务费用	(23)	(39)	(42)	(39)	(37)
长期股权投资	580	539	539	539	539	资产减值损失	319	351	260	250	248
固定资产	318	323	347	375	405	公允价值变动收益	0	31	0	0	0
在建工程	0	5	7	14	17	投资净收益	154	111	90	90	90
无形资产	337	365	348	330	313	其他	40	24	25	25	25
其他	1,530	2,755	1,129	1,035	1,035	营业利润	463	421	324	377	427
非流动资产合计	2,766	3,987	2,370	2,293	2,308	营业外收入	13	14	15	15	15
资产总计	8,592	9,231	9,255	9,648	10,075	营业外支出	11	3	5	5	5
短期借款	555	1,029	1,030	1,030	1,030	利润总额	466	431	334	387	437
应付票据及应付账款	1,267	1,157	1,088	1,180	1,274	所得税	101	78	67	77	87
其他	897	899	888	936	988	净利润	365	353	267	310	349
流动负债合计	2,719	3,084	3,006	3,147	3,292	少数股东损益	18	6	5	6	7
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	346	347	262	303	342
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.46	0.46	0.35	0.40	0.45
其他	70	89	0	0	0						
非流动负债合计	70	89	0	0	0						
负债合计	2,789	3,174	3,006	3,147	3,292						
少数股东权益	76	59	64	71	78						
股本	756	756	756	756	756	主要财务比率					
资本公积	1,884	1,884	1,884	1,884	1,884		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	3,060	3,366	3,552	3,798	4,073	成长能力					
其他	28	(7)	(7)	(7)	(7)	营业收入	14.0%	3.0%	-8.0%	8.3%	7.8%
股东权益合计	5,803	6,057	6,249	6,501	6,784	营业利润	17.5%	-9.2%	-23.0%	16.4%	13.2%
负债和股东权益总计	8,592	9,231	9,255	9,648	10,075	归属于母公司净利润	9.4%	0.3%	-24.6%	15.9%	12.9%
						获利能力					
						毛利率	42.6%	46.9%	46.1%	46.0%	45.9%
						净利率	9.8%	9.6%	7.9%	8.4%	8.8%
						ROE	6.2%	5.9%	4.3%	4.8%	5.2%
						ROIC	5.4%	4.7%	3.1%	3.6%	4.1%
						偿债能力					
						资产负债率	32.5%	34.4%	32.5%	32.6%	32.7%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.14	1.70	2.29	2.34	2.36
						速动比率	1.60	1.20	1.67	1.64	1.60
						营运能力					
						应收账款周转率	9.1	7.8	6.9	6.6	6.1
						存货周转率	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
						总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
						每股指标(元)					
						每股收益	0.46	0.46	0.35	0.40	0.45
						每股经营现金流	0.40	0.43	1.99	0.23	0.23
						每股净资产	7.58	7.94	8.18	8.51	8.87
						估值比率					
						市盈率	11.3	11.3	15.0	12.9	11.4
						市净率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
						EV/EBITDA	1.7	1.6	2.2	2.0	2.2
						EV/EBIT	2.2	2.5	3.4	2.8	2.4

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

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

