

## 经营业绩持续快速增长，国际化战略稳步推进

### 核心观点

- 公司 2023 年实现营业收入 35.4 亿，同比增长 22.6%，实现归母净利润 9.11 亿，同比增长 25.2%。24Q1 公司的收入和归母净利润分别同比增长 17.6%和 20.4%，超市场预期。公司拟分红 5.7 亿，分红率为 62.7%，同比大幅提升。
- 分渠道来看，2023 年线上、直营、加盟渠道收入分别同比增长 16%、35%和-2%，毛利率分别同比增长 7.2pct、1pct 和-0.7pct。线下渠道来看，截至 2023 年底，直营和加盟门店分别净开 28 家和 36 家门店，合计净开 64 家，我们预计 2024 年公司净开店有望提速。
- **运营质量明显改善。**截至 2023 年底，公司存货周转天数为 346 天，同比大幅下降 42 天，营业周期为 375 天，同比也大幅下降 46 天，表明公司运营效率正在提升。2023 年经营活动现金流净额为 12.96 亿，超越当年净利润，同比去年也有大幅改善（2022 年同期为 9.42 亿元）。
- **国际化战略稳步推进，品牌矩阵搭建进行时。**2023 年 4 月，公司完成收购 CERRUTI 1881 和 KENT CURWEN 品牌的全球商标所有权。此后，公司在法国巴黎重新组建两品牌总部，成立巴黎研发中心，打造产品设计研发及品牌运营国际团队。2023 年 9 月 6 日，公司正式官宣 Daniel Kearns 为首席创意官，负责两品牌的男女装成衣、高级定制、皮具、配饰和生活方式系列，其中 KENT CURWEN 品牌新品 2024 年秋冬将率先亮相，值得期待。
- 24Q1 在品牌服饰行业整体承压背景下，公司继续领跑行业增长，实属难能可贵。作为国内高端时尚运动服饰品牌和国际奢侈品牌的运营商，结合其差异化的品牌定位，在 A 股市场较为稀缺。根据 wind 数据，公司 2019-2022 年 ROE（加权）维持在 20%左右的高水平，销售净利率也从 2020 年起稳步提升，2023 年已创历史新高；另一方面，在市场较为关注的存货、分红等指标方面，2023 年也已明显提升。此外，公司的国际化和多品牌矩阵也在稳步推进，我们看好公司中长期成长性。

### 盈利预测与投资建议

- 根据年报和一季报，我们调整盈利预测并引入 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年每股收益分别为 1.99、2.42 和 2.91 元（原 24-25 年 2.06 和 2.46 元），参考可比公司，给予 2024 年 19 倍 PE 估值，对应目标价 37.81 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，新品牌收购整合低于预期等。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,885	3,536	4,311	5,102	5,948
同比增长(%)	6.1%	22.6%	21.9%	18.3%	16.6%
营业利润(百万元)	855	1,063	1,327	1,610	1,931
同比增长(%)	15.9%	24.2%	24.9%	21.3%	19.9%
归属母公司净利润(百万元)	728	911	1,138	1,382	1,658
同比增长(%)	16.5%	25.2%	25.0%	21.4%	20.0%
每股收益(元)	1.27	1.60	1.99	2.42	2.91
毛利率(%)	77.4%	78.6%	78.8%	78.9%	78.9%
净利率(%)	25.2%	25.8%	26.4%	27.1%	27.9%
净资产收益率(%)	19.7%	20.2%	22.0%	23.2%	23.6%
市盈率	23.3	18.6	14.9	12.3	10.2
市净率	4.1	3.5	3.1	2.6	2.2

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04月26日）	29.7 元
目标价格	37.81 元
52 周最高价/最低价	37.64/27.34 元
总股本/流通 A 股（万股）	57,071/38,942
A 股市值（百万元）	16,950
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2024 年 04 月 29 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.13	2.1	-0.5	-9.4
相对表现%	-1.07	0.96	-8.01	0.07
沪深 300%	1.2	1.14	7.51	-9.47



### 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

根据年报和一季报，我们调整盈利预测并引入 2026 年盈利预测（下调了 24-25 年的收入和管理费用率，上调了毛利率和销售费用率），预计 2024-2026 年每股收益分别为 1.99、2.42 和 2.91 元（原 24-25 年 2.06 和 2.46 元），参考可比公司，给予 2024 年 19 倍 PE 估值，对应目标价 37.81 元，维持“买入”评级

表 1：行业可比公司估值（截至 2024 年 4 月 26 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
报喜鸟	002154	5.55	0.31	0.48	0.56	0.65	18	12	10	9
安踏体育	02020	83.30	2.68	3.61	4.50	4.85	31	23	19	17
李宁	02331	19.53	1.57	1.23	1.33	1.51	12	16	15	13
NIKE	NKE US	94.12	3.2	3.7	4.0	4.5	29	26	24	21
LULULEMON	LULU US	364.70	6.7	12.8	14.1	16.0	55	29	26	23
调整后平均								22	19	17

数据来源：wind, bloomberg, 东方证券研究所，注：nike 和 lululemon 的单位是美元

**风险提示：**行业竞争加剧、终端消费需求减弱，新品牌收购整合低于预期等。

**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	1,145	2,160	2,752	3,737	4,848	营业收入	2,885	3,536	4,311	5,102	5,948
应收票据、账款及款项融资	253	324	395	468	545	营业成本	652	756	913	1,078	1,253
预付账款	28	38	46	55	64	销售费用	1,036	1,312	1,574	1,837	2,106
存货	746	708	854	1,009	1,172	管理费用	196	277	336	393	452
其他	1,953	1,097	1,117	1,137	1,158	研发费用	100	124	151	179	209
<b>流动资产合计</b>	<b>4,124</b>	<b>4,327</b>	<b>5,165</b>	<b>6,404</b>	<b>7,787</b>	财务费用	(8)	(28)	(27)	(39)	(55)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	97	69	55	55	55
固定资产	462	581	563	541	517	公允价值变动收益	5	2	2	2	2
在建工程	70	3	2	1	0	投资净收益	39	20	25	25	25
无形资产	129	1,077	1,032	987	943	其他	(0)	16	(9)	(16)	(24)
其他	794	739	660	602	602	<b>营业利润</b>	<b>855</b>	<b>1,063</b>	<b>1,327</b>	<b>1,610</b>	<b>1,931</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,455</b>	<b>2,400</b>	<b>2,256</b>	<b>2,131</b>	<b>2,061</b>	营业外收入	3	3	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>5,579</b>	<b>6,728</b>	<b>7,421</b>	<b>8,535</b>	<b>9,849</b>	营业外支出	3	7	7	7	7
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>856</b>	<b>1,059</b>	<b>1,323</b>	<b>1,606</b>	<b>1,927</b>
应付票据及应付账款	231	260	314	370	430	所得税	128	148	185	225	269
其他	1,034	1,287	1,359	1,433	1,512	<b>净利润</b>	<b>728</b>	<b>911</b>	<b>1,138</b>	<b>1,382</b>	<b>1,658</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,266</b>	<b>1,546</b>	<b>1,673</b>	<b>1,803</b>	<b>1,942</b>	少数股东损益	0	(0)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>728</b>	<b>911</b>	<b>1,138</b>	<b>1,382</b>	<b>1,658</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.27	1.60	1.99	2.42	2.91
其他	182	284	284	284	284						
<b>非流动负债合计</b>	<b>182</b>	<b>284</b>	<b>284</b>	<b>284</b>	<b>284</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,447</b>	<b>1,830</b>	<b>1,956</b>	<b>2,087</b>	<b>2,226</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	1	1	1	1	1	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	571	571	571	571	571	营业收入	6.1%	22.6%	21.9%	18.3%	16.6%
资本公积	894	894	894	894	894	营业利润	15.9%	24.2%	24.9%	21.3%	19.9%
留存收益	2,624	3,400	3,967	4,950	6,125	归属于母公司净利润	16.5%	25.2%	25.0%	21.4%	20.0%
其他	41	33	33	33	33	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,131</b>	<b>4,898</b>	<b>5,465</b>	<b>6,449</b>	<b>7,623</b>	毛利率	77.4%	78.6%	78.8%	78.9%	78.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,579</b>	<b>6,728</b>	<b>7,421</b>	<b>8,535</b>	<b>9,849</b>	净利率	25.2%	25.8%	26.4%	27.1%	27.9%
						ROE	19.7%	20.2%	22.0%	23.2%	23.6%
						ROIC	17.9%	18.9%	20.7%	21.9%	22.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	25.9%	27.2%	26.4%	24.4%	22.6%
净利润	728	911	1,138	1,382	1,658	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	112	155	164	155	100	流动比率	3.26	2.80	3.09	3.55	4.01
财务费用	(8)	(28)	(27)	(39)	(55)	速动比率	2.55	2.26	2.48	2.89	3.30
投资损失	(39)	(20)	(25)	(25)	(25)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	466	515	(146)	(152)	(162)	应收账款周转率	10.8	12.3	12.0	11.8	11.7
其它	(316)	(237)	35	26	28	存货周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>942</b>	<b>1,296</b>	<b>1,139</b>	<b>1,346</b>	<b>1,544</b>	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
资本支出	(178)	(1,052)	(30)	(30)	(30)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	1.27	1.60	1.99	2.42	2.91
其他	(505)	(73)	27	27	27	每股经营现金流	1.65	2.27	2.00	2.36	2.70
<b>投资活动现金流</b>	<b>(683)</b>	<b>(1,124)</b>	<b>(3)</b>	<b>(3)</b>	<b>(3)</b>	每股净资产	7.24	8.58	9.57	11.30	13.35
债权融资	(280)	10	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	313	0	0	0	0	市盈率	23.3	18.6	14.9	12.3	10.2
其他	(252)	(266)	(544)	(360)	(429)	市净率	4.1	3.5	3.1	2.6	2.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(218)</b>	<b>(255)</b>	<b>(544)</b>	<b>(360)</b>	<b>(429)</b>	EV/EBITDA	14.3	11.6	9.4	8.0	7.0
汇率变动影响	0	(5)	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.2	13.3	10.6	8.7	7.3
<b>现金净增加额</b>	<b>41</b>	<b>(88)</b>	<b>592</b>	<b>984</b>	<b>1,112</b>						

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](http://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。