

23 年业绩承压，期待后续战略改革后的效果

核心观点

- 公司发布 2023 年报，实现营业收入 65.98 亿，同比下滑 7.2%，实现净利润 5 亿，同比增长 5.9%，扣非盈利同比下降 41.82%。其中 23Q4 收入和净利润分别下滑 14.04% 和 33.3%。整体业绩低于市场最初预期。
- 分区域来看，23 年公司内外部受到多重因素挑战。1) 国外业务：2023 年收入同比下降 12.9%，主要由于加公司海外业务前期聚焦短期利润、缺乏必要品牌投入，叠加海外人口出生率下降、高通胀等外部因素导致；2) 国内业务：2023 年收入同比下降 5.2%，一方面由于公司因尚处调整过程中，渠道转型仍待加速，产品力仍待加强，品牌投放效果短期内还未显现；另一方面，公司在价格管控方面仍有不足，未来将通过科学化价格体系、合理化经销政策、制度化价控执行、系统化价控查漏，加强价格协同，带动业务全渠道增长。
- 分渠道来看，线下承压，线上兴趣电商表现亮眼。公司线下业务承压，主要体现在商超渠道受行业闭店潮影响，百货渠道主动降低社会库存等；而线上兴趣电商业务保持快速增长，佰草集在天猫平台、玉泽在抖音平台的 GMV 显著增长。未来公司将聚焦提升内容营销能力，进一步加速兴趣电商发展，提升投放效率。
- 分品类来看，护肤、个护家清、母婴和合作品牌 2023 年收入分别同比增长 1%、-4.9%、-13.4% 和 -37%，其中合作品牌下滑幅度较大，主要由于片仔癀适应法规改稿全面升级包装于第四季度产品下架，同时公司也收缩了 CHD 代理业务。
- 公司从去年下半年开始启动战略调整，目前正处于组织机构由职能制向事业部制切换的过程中。报告期公司对中高层团队进行了优化，引入了销售管理、数字化运营方面的外部优秀人才：新招及置换 346 人，平均年龄约 30 岁，其中经理级以上人员 79 人。此外，公司持续优化系统与流程，基于 2,087 位员工的问卷反馈，圈定 28 个流程进行优化，员工共创优化方案，并对结果进行跟踪调研，提升工作效率和员工满意度。我们期待后续公司的改革红利逐步释放。

盈利预测与投资建议

- 根据年报，我们调整盈利预测并引入 2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.90、1.03 和 1.17 元（原 2024-2025 年为 0.99 和 1.24 元），DCF 目标估值 23.79 元，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、新品拓展不及预期、海外业务低于预期等。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,106	6,598	7,295	8,048	8,801
同比增长(%)	-7.1%	-7.2%	10.6%	10.3%	9.4%
营业利润(百万元)	544	556	701	802	912
同比增长(%)	-27.8%	2.3%	26.1%	14.4%	13.6%
归属母公司净利润(百万元)	472	500	607	694	788
同比增长(%)	-27.3%	5.9%	21.3%	14.4%	13.6%
每股收益(元)	0.70	0.74	0.90	1.03	1.17
毛利率(%)	57.1%	59.0%	60.6%	60.8%	61.1%
净利率(%)	6.6%	7.6%	8.3%	8.6%	9.0%
净资产收益率(%)	6.6%	6.7%	7.6%	8.1%	8.6%
市盈率	27.6	26.0	21.4	18.8	16.5
市净率	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

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 增持（维持）

股价（2024 年 03 月 18 日）	18.85 元
目标价格	23.79 元
52 周最高价/最低价	30.87/15.61 元
总股本/流通 A 股（万股）	67,622/67,319
A 股市值（百万元）	12,747
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2024 年 03 月 18 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.16	0	-10.96	-35.23
相对表现%	-0.24	-7.09	-19.19	-26.26
沪深 300%	0.4	7.09	8.23	-8.97



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

三季度业绩承压 期待组织架构优化的后期效果	2023-10-29
海外业务承压，期待未来改善	2023-08-31
2022 年经营承压，23Q1 盈利表现超预期	2023-04-27

根据年报，我们调整盈利预测并引入 2026 年盈利预测（下调了 2024-2025 年的收入、2025 年毛利率，上调了 2024-2025 年销售费用率、管理费用率和 2024 年毛利率），预计公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.90、1.03 和 1.17 元（原 2024-2025 年为 0.99 和 1.24 元），DCF 目标估值 23.79 元，维持“增持”评级。

表 1：目标价敏感性分析

		永续增长率 $G_n(\%)$				
		-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
WACC(%)	6.74%	26.83	28.34	30.38	33.27	37.72
	7.24%	25.42	26.68	28.33	30.62	33.98
	7.74%	24.18	25.23	26.59	28.43	31.03
	8.24%	23.08	23.96	25.09	26.58	28.64
	8.74%	22.09	22.84	23.79	25.01	26.66
	9.24%	21.20	21.85	22.64	23.66	25.00
	9.74%	20.40	20.95	21.63	22.48	23.58
	10.24%	19.67	20.15	20.72	21.44	22.36
	10.74%	19.00	19.42	19.91	20.53	21.29

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：估值参数假设

假设科目	结果	假设科目	结果
所得税税率 T	25%	债务比率 $D/(D+E)$	10%
永续增长率 $G_n(\%)$	1%	权益比率 $E/(D+E)$	90%
无风险利率 R_f	2.34%	债务利率 r_d	3.95%
无杠杆影响的 β 系数	0.9	WACC	8.74%
市场收益率 R_m	9.56%		
股权投资成本 (K_e)	9.38%		

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：行业竞争加剧、新品拓展不及预期、海外业务低于预期等。

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	1,685	940	1,592	2,264	2,887	营业收入	7,106	6,598	7,295	8,048	8,801
应收票据、账款及款项融资	1,324	1,172	1,296	1,430	1,564	营业成本	3,048	2,707	2,872	3,151	3,427
预付账款	72	83	91	101	110	营业税金及附加	48	46	51	56	61
存货	929	777	824	904	983	销售费用	2,652	2,770	2,940	3,227	3,512
其他	2,544	2,610	2,615	2,620	2,625	管理费用及研发费用	788	763	836	903	988
流动资产合计	6,555	5,582	6,419	7,319	8,169	财务费用	(11)	5	21	14	8
长期股权投资	415	388	388	388	388	资产、信用减值损失	47	64	64	64	64
固定资产	863	824	688	550	413	公允价值变动收益	(103)	111	50	50	50
在建工程	28	21	22	23	25	投资净收益	43	85	60	60	60
无形资产	790	800	760	720	680	其他	70	116	80	60	60
其他	3,619	4,116	4,101	4,086	4,081	营业利润	544	556	701	802	912
非流动资产合计	5,715	6,148	5,959	5,767	5,586	营业外收入	7	13	10	10	10
资产总计	12,269	11,730	12,378	13,086	13,755	营业外支出	2	6	6	6	6
短期借款	5	47	47	47	47	利润总额	549	563	705	807	916
应付票据及应付账款	915	751	797	874	951	所得税	77	63	99	113	128
其他	2,613	2,051	2,062	2,074	2,087	净利润	472	500	607	694	788
流动负债合计	3,533	2,848	2,906	2,995	3,084	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	751	502	502	502	502	归属于母公司净利润	472	500	607	694	788
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.70	0.74	0.90	1.03	1.17
其他	736	690	690	690	690	主要财务比率					
非流动负债合计	1,487	1,191	1,191	1,191	1,191		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	5,020	4,040	4,097	4,187	4,276	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	-7.1%	-7.2%	10.6%	10.3%	9.4%
实收资本（或股本）	679	676	676	676	676	营业利润	-27.8%	2.3%	26.1%	14.4%	13.6%
资本公积	908	876	876	984	984	归属于母公司净利润	-27.3%	5.9%	21.3%	14.4%	13.6%
留存收益	5,761	6,122	6,728	7,240	7,820	获利能力					
其他	(99)	16	0	0	0	毛利率	57.1%	59.0%	60.6%	60.8%	61.1%
股东权益合计	7,249	7,690	8,281	8,900	9,480	净利率	6.6%	7.6%	8.3%	8.6%	9.0%
负债和股东权益总计	12,269	11,730	12,378	13,086	13,755	ROE	6.6%	6.7%	7.6%	8.1%	8.6%
现金流量表						ROIC	5.6%	5.9%	7.1%	7.5%	7.9%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	472	500	607	694	788	资产负债率	40.9%	34.4%	33.1%	32.0%	31.1%
折旧摊销	259	180	193	193	182	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(11)	5	21	14	8	流动比率	1.86	1.96	2.21	2.44	2.65
投资损失	(43)	(85)	(60)	(60)	(60)	速动比率	1.55	1.69	1.93	2.14	2.33
营运资金变动	(226)	160	(127)	(138)	(139)	营运能力					
其它	213	(656)	(68)	(50)	(50)	应收账款周转率	5.6	5.3	5.9	5.9	5.9
经营活动现金流	665	103	565	652	730	存货周转率	2.9	2.9	3.6	3.6	3.6
资本支出	(117)	(48)	(1)	(1)	(1)	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
长期投资	74	27	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(113)	(340)	110	110	110	每股收益	0.70	0.74	0.90	1.03	1.17
投资活动现金流	(155)	(361)	109	109	109	每股经营现金流	0.98	0.15	0.84	0.96	1.08
债权融资	96	(419)	0	0	0	每股净资产	10.72	11.37	12.25	13.16	14.02
股权融资	46	(35)	0	107	0	估值比率					
其他	(526)	(46)	(21)	(196)	(216)	市盈率	27.6	26.0	21.4	18.8	16.5
筹资活动现金流	(384)	(499)	(21)	(89)	(216)	市净率	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
汇率变动影响	(38)	10	-0	-0	-0	EV/EBITDA	12.2	13.0	10.6	9.6	8.8
现金净增加额	88	(747)	653	672	622	EV/EBIT	18.1	17.2	13.4	11.8	10.5

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。