

高分红、高经营韧性的家纺龙头

核心观点

- 公司发布 2022 年报/一季报，2022 年实现收入和归母净利润 30.8 亿和 5.3 亿，同比分别-3.1%和-2.2%。22Q4 收入和利润分别同比-7.8%和-9.8%，在外部不利背景下，公司经营业绩承受住了挑战。2023Q1 公司实现收入和归母净利润 6.2 亿和 1.1 亿，同比分别-7.6%和+5.3%，业绩端已呈现回暖态势。公司年报拟 10 派 6 元，保持了高分红的特色。
- **加盟渠道实现正增长。**1) 分渠道来看，2022 年公司线上/直营/加盟/团购渠道分别实现收入 12.8/7.3/8.3/1.4 亿元，同比分别-3.2%/-4.7%/+1.6%/-22.1%；线下净开店来看，直营净开 1 家至 471 家门店（新开 33 家、关闭 32 家），加盟净减 56 家至 999 家（新开 94 家、关闭 150 家）；线上看，天猫/京东/唯品会分别实现收入 3.8/4.4/1.8 亿元，分别占电商渠道的 30%/34.7%/13.7%。2) 分产品看，分产品看，套件/被芯/枕芯/其他类分别实现收入 12.1/12.0/2.3/4.4 亿元，同比分别下滑 3.9%/2.5%/2.3%/3.3%。
- **毛利率有所提升，净利率继续保持稳定且较高水平。**1) 毛利率：2022 年公司毛利率为 53.1%，同比+0.96pct，其中线上/直营/加盟毛利率分别为 46.3%/66.5%/52.7%，同比分别提升 0.12/1.25/2.62pct。2) 销售/管理/研发费用率分别为 25.6%/4.04%/3.57%，同比分别-2.53/-0.77/+1.18pct，公司广告宣传费较上年下降 1827 万元，同时公司重视研发，研发费用率提升。3) 净利率：全年公司净利率 17.33%，同比提升 0.16pct。4) 存货：2022 年末公司存货 7.6 亿元，同比-6.46%，存货周转天数 196 天，同比提升 10 天。
- 23 年开始公司线下将继续提升门店单店效率，同时通过超品店等形式不断丰富聚到结构，线上公司将继续保持高质量的运营水平，同时进一步深化新零售的体系发展。考虑到公司“鲜明的品牌差异化定位+较高的直营占比+精细化的运营能力”，我们认为在未来行业竞争中具备长跑胜出的能力，同时抗系统风险的韧性也更强。

盈利预测与投资建议

- 我们调整 2023-2024 年并引入 2025 年盈利预测，预计 23-25 年每股收益为 0.72/0.80/0.90 元（原 2023-2024 年为 0.79 和 0.91 元），参照可比公司，给予 2023 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 10.76 元，维持“增持”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

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,179	3,080	3,333	3,676	4,057
同比增长(%)	10.6%	-3.1%	8.2%	10.3%	10.4%
营业利润(百万元)	642	623	695	781	874
同比增长(%)	7.2%	-2.8%	11.5%	12.4%	11.8%
归属母公司净利润(百万元)	546	534	595	667	744
同比增长(%)	5.7%	-2.2%	11.5%	12.0%	11.5%
每股收益(元)	0.66	0.64	0.72	0.80	0.90
毛利率(%)	52.1%	53.1%	53.5%	53.8%	54.0%
净利率(%)	17.2%	17.3%	17.9%	18.1%	18.3%
净资产收益率(%)	15.0%	14.3%	14.6%	14.9%	15.9%
市盈率	12.5	12.8	11.5	10.2	9.2
市净率	1.8	1.8	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声明。

投资评级

增持（维持）

股价（2023年04月21日）	8.23 元
目标价格	10.76 元
52 周最高价/最低价	8.69/6.41 元
总股本/流通 A 股（万股）	82,946/48,430
A 股市值（百万元）	6,826
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2023 年 04 月 23 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	4.84	3.01	10.93	13.48
相对表现	6.29	1.75	14.49	12.56
沪深 300	-1.45	1.26	-3.56	0.92



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
杨妍	yangyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523030001

相关报告

经营稳健性优于同行，期待行业复苏后的业绩弹性	2022-10-30
疫情下整体韧性较强，经营质量持续提升	2022-08-23
电商渠道高质量发展，22Q1 体现增长韧性	2022-04-24

我们调整 2023-2024 年并引入 2025 年盈利预测（主要调整了收入、毛利率），预计 23-25 年每股收益为 0.72/0.80/0.90 元（原 2023-2024 年为 0.79 和 0.91 元），参照可比公司，给予 2023 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 10.76 元，维持“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2023 年 4 月 21 日）

公司名称	公司代码	股价	每股收益				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
九牧王	601566	9.73	0.34	-0.16	0.44	0.61	28.74	-62.37	21.98	15.99
罗莱生活	002293	12.85	0.85	0.68	0.87	1.01	15.13	18.82	14.70	12.70
七匹狼	002029	5.64	0.31	0.20	0.35	0.42	18.43	28.28	16.33	13.36
森马服饰	002563	5.83	0.55	0.24	0.38	0.48	10.57	24.66	15.23	12.19
水星家纺	603365	13.35	1.45	1.18	1.42	1.68	9.23	11.35	9.38	7.93
调整后平均								18	15	13

数据来源：wind，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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	422	495	1,002	1,052	1,104	营业收入	3,179	3,080	3,333	3,676	4,057
应收票据、账款及款项融资	198	256	277	306	338	营业成本	1,522	1,444	1,549	1,698	1,865
预付账款	27	13	15	16	18	营业税金及附加	33	31	34	37	41
存货	812	760	815	893	981	销售费用	734	789	827	908	998
其他	908	1,347	1,351	1,356	1,361	管理费用及研发费用	229	234	248	273	302
流动资产合计	2,368	2,871	3,459	3,623	3,802	财务费用	9	(8)	(3)	(6)	(6)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	10	11	9	9	9
固定资产	1,097	1,216	1,259	1,297	1,331	公允价值变动收益	(41)	(80)	(50)	(50)	(50)
在建工程	209	3	3	3	3	投资净收益	39	84	50	50	50
无形资产	104	99	143	186	226	其他	2	41	25	25	25
其他	936	485	446	429	429	营业利润	642	623	695	781	874
非流动资产合计	2,345	1,802	1,852	1,915	1,989	营业外收入	39	25	25	25	25
资产总计	4,713	4,673	5,311	5,539	5,790	营业外支出	3	3	3	3	3
短期借款	1	0	0	0	0	利润总额	678	645	717	803	896
应付票据及应付账款	409	323	346	379	417	所得税	132	112	122	137	152
其他	440	464	467	471	476	净利润	546	534	595	667	744
流动负债合计	850	787	813	851	892	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	546	534	595	667	744
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.66	0.64	0.72	0.80	0.90
其他	163	117	117	117	117						
非流动负债合计	163	117	117	117	117						
负债合计	1,013	904	930	968	1,009						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
实收资本(或股本)	828	828	828	828	828						
资本公积	(0)	31	48	48	48						
留存收益	2,872	2,910	3,505	3,696	3,906						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	3,700	3,769	4,380	4,571	4,781						
负债和股东权益总计	4,713	4,673	5,311	5,539	5,790						

现金流量表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	546	534	595	667	744
折旧摊销	83	73	102	86	76
财务费用	9	(8)	(3)	(6)	(6)
投资损失	(39)	(84)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(104)	(330)	(55)	(76)	(85)
其它	279	526	48	50	50
经营活动现金流	775	710	637	671	728
资本支出	21	70	(150)	(150)	(150)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	(148)	(64)	0	0	0
投资活动现金流	(127)	6	(150)	(150)	(150)
债权融资	101	(10)	0	0	0
股权融资	57	31	16	0	0
其他	(818)	(634)	3	(470)	(527)
筹资活动现金流	(660)	(613)	19	(470)	(527)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	(12)	104	507	51	52

主要财务比率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	10.6%	-3.1%	8.2%	10.3%	10.4%
营业利润	7.2%	-2.8%	11.5%	12.4%	11.8%
归属于母公司净利润	5.7%	-2.2%	11.5%	12.0%	11.5%
获利能力					
毛利率	52.1%	53.1%	53.5%	53.8%	54.0%
净利率	17.2%	17.3%	17.9%	18.1%	18.3%
ROE	15.0%	14.3%	14.6%	14.9%	15.9%
ROIC	14.1%	13.3%	13.8%	14.1%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	21.5%	19.3%	17.5%	17.5%	17.4%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.78	3.65	4.25	4.26	4.26
速动比率	1.82	2.68	3.25	3.21	3.16
营运能力					
应收账款周转率	15.2	13.6	12.5	12.6	12.6
存货周转率	1.9	1.8	2.0	2.0	2.0
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
每股指标(元)					
每股收益	0.66	0.64	0.72	0.80	0.90
每股经营现金流	0.94	0.86	0.77	0.81	0.88
每股净资产	4.46	4.54	5.28	5.51	5.76
估值比率					
市盈率	12.5	12.8	11.5	10.2	9.2
市净率	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.4	7.9	6.9	6.3	5.8
EV/EBIT	8.4	8.9	7.9	7.0	6.3

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

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。