

2022 年门店逆势扩张，股权激励推出彰显信心

核心观点

- 公司发布 2022 年报+23Q1 季报，公司 2022 年实现营业收入 23.9 亿 (+1.4%)，归母净利润 0.2 亿 (-93.3%)；其中 22Q4 收入-5.92%，归母净利润亏损 0.61 亿元。公司 23Q1 实现收入 6.7 亿元 (+6.0%)，归母净利润 0.47 亿元 (+0.4%)。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 0.17 元(含税)。
- **2022 年公司逆势拓店，SP 引领增长。**1) 主品牌：2022 实现收入 8.9 亿，同比下降 12.2%。毛利率同比减少 5.1pcts 至 67.1%，门店净开 21 家至 297 家，其中直营/加盟分别净开 21/0 家。线上表现优异，同比增长超过 68%2) IRO：实现收入 6.6 亿，同比增长 11.6%，毛利率同比减少 6.6pcts 至 58.7%，门店净开 17 家至 97 家，其中直营/加盟分别净开 15/2 家。3) EdHardy 及 EdHardyX：实现收入 3 亿，同比下降 2.6%，门店净关 5 家至 101 家，其中直营/加盟分别净开 14/-19 家。4) LAUREL 和 SP：实现收入 2.4/2.8 亿，分别同比增长-1.8%/58.8%，毛利率分别为 71.7%/82.5%。
- **23Q1 盈利能力小幅提升，LAUREL 和 SP 表现抢眼。**1) 主品牌/IRO/ EdHardy 及 EdHardyX / LAUREL/SP 分别同比分别-9.4%/+3.5%/-4.1%/+26.4%/76.3%。2) 23Q1 公司毛利率同比提升 3.26pct 至 65.5%，销售/管理/研发费用率分别同比+3.4/-0.3/+0.0pct，净利率为 9.5% (+0.4pct)。
- **公司发布新一期股权激励计划，彰显发展信心。**4 月 28 日公司发布新的股权激励计划：1) 授予数量及价格：11.04 元/股，数量为 1340 万股 (占总股数的 3.63%)；2) 激励对象：管理人员、核心业务 (技术) 人员合计 490 人，占 2022 年末公司员工总数的 15.8%；3) 业绩考核目标：本次股票激励计划完全行权业绩考核目标为 2023 年/2024 年净利润分别不低于 3 亿元/4 亿元 (剔除激励费用后)。我们认为本次股票激励计划提出了较为积极的增长目标，覆盖人员范围广，有利于充分调动员工积极性，也彰显了公司中期发展的信心。

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 0.81/1.09/1.38 元 (原 2023-2024 年为 0.95 和 1.22 元)，参照可比公司，给予 2023 年 18 倍 PE 估值，对应目标价 14.58 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)	2,363	2,395	2,875	3,344	3,819
同比增长(%)	20.4%	1.4%	20.1%	16.3%	14.2%
营业利润(百万元)	343	81	378	509	650
同比增长(%)	-35.0%	-76.3%	364.2%	34.9%	27.7%
归属母公司净利润(百万元)	304	20	300	402	511
同比增长(%)	-31.7%	-93.3%	1367.7%	33.9%	27.1%
每股收益 (元)	0.82	0.06	0.81	1.09	1.38
毛利率(%)	67.0%	63.8%	67.8%	68.6%	69.2%
净利率(%)	12.9%	0.9%	10.4%	12.0%	13.4%
净资产收益率(%)	12.1%	0.7%	10.3%	12.3%	14.2%
市盈率	14.7	218.2	14.9	11.1	8.7
市净率	1.6	1.6	1.4	1.3	1.2

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

投资评级	增持 (维持)
股价 (2023年04月28日)	12.09 元
目标价格	14.58 元
52 周最高价/最低价	12.09/8.01 元
总股本/流通 A 股 (万股)	36,909/36,909
A 股市值 (百万元)	4,462
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2023 年 05 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	9.22	11.62	16.93	24.48
相对表现	9.31	10.88	20.58	21.73
沪深 300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



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

疫情影响短期业绩，线上渠道表现较好	2022-09-01
疫情影响 22 年短期承压，多品牌助力未来业绩稳健增长	2022-05-01
主品牌表现有所波动，成长品牌继续向好	2021-11-04

我们调整 2023-2024 年并引入 2025 年盈利预测（根据最新年报、一季报下调了收入、上调了毛利率），预计 23-25 年每股收益为 0.81/1.09/1.38 元（原 2023-2024 年为 0.95 和 1.22 元），参照可比公司，给予 2023 年 18 倍 PE 估值，对应目标价 14.58 元，维持“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2023 年 4 月 28 日）

公司名称	公司代码	价格	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
朗姿股份	002612	27.31	0.39	0.04	0.38	0.58	69.7	752.3	71.3	47.4
地素时尚	603587	15.87	1.43	0.80	1.32	1.57	11.1	19.9	12.0	10.1
比音勒芬	002832	36.04	1.09	1.27	1.68	2.08	32.9	28.3	21.4	17.3
太平鸟	603877	22.52	1.42	0.39	1.41	1.70	15.8	58.1	16.0	13.2
罗莱生活	002293	12.75	0.85	0.68	0.87	1.00	15.0	18.7	14.7	12.7
稳健医疗	300888	60.74	2.91	3.87	4.09	4.70	20.9	15.7	14.8	12.9
特步国际	01368	8.02	0.34	0.35	0.44	0.55	23.3	22.9	18.3	14.7
安踏体育	02020	85.26	2.73	2.68	3.34	4.03	31.3	31.8	25.5	21.2
调整后平均								30	18	15

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：行业竞争加剧、终端消费需求减弱等

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	835	518	753	895	1,095	营业收入	2,363	2,395	2,875	3,344	3,819
应收票据、账款及款项融资	304	290	348	405	462	营业成本	779	867	927	1,051	1,175
预付账款	36	16	20	23	26	营业税金及附加	15	15	18	21	24
存货	696	775	829	940	1,052	销售费用	961	1,135	1,256	1,425	1,589
其他	191	157	177	196	215	管理费用及研发费用	248	276	293	337	381
流动资产合计	2,062	1,757	2,126	2,458	2,850	财务费用	(3)	34	8	6	5
长期股权投资	401	448	448	448	448	资产、信用减值损失	88	43	29	29	29
固定资产	183	183	262	332	393	公允价值变动收益	(1)	(8)	(8)	(8)	(8)
在建工程	5	1	2	2	2	投资净收益	54	43	20	20	20
无形资产	629	627	657	685	711	其他	15	21	21	21	21
其他	1,228	1,327	1,255	1,215	1,215	营业利润	343	81	378	509	650
非流动资产合计	2,446	2,586	2,623	2,682	2,769	营业外收入	66	15	15	15	15
资产总计	4,508	4,343	4,749	5,140	5,619	营业外支出	7	4	4	4	4
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	402	92	388	520	661
应付票据及应付账款	190	212	227	257	288	所得税	70	37	62	83	106
其他	767	586	600	614	627	净利润	333	56	326	437	555
流动负债合计	957	799	827	871	915	少数股东损益	29	35	26	35	44
长期借款	121	102	102	102	102	归属于母公司净利润	304	20	300	402	511
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.82	0.06	0.81	1.09	1.38
其他	498	578	578	578	578						
非流动负债合计	619	680	680	680	680	主要财务比率					
负债合计	1,576	1,479	1,507	1,551	1,595		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	101	114	140	175	220	成长能力					
实收资本(或股本)	369	369	369	369	369	营业收入	20.4%	1.4%	20.1%	16.3%	14.2%
资本公积	750	713	765	765	765	营业利润	-35.0%	-76.3%	364.2%	34.9%	27.7%
留存收益	1,821	1,749	2,049	2,361	2,751	归属于母公司净利润	-31.7%	-93.3%	1367.7%	33.9%	27.1%
其他	(108)	(81)	(81)	(81)	(81)	获利能力					
股东权益合计	2,932	2,865	3,242	3,589	4,024	毛利率	67.0%	63.8%	67.8%	68.6%	69.2%
负债和股东权益总计	4,508	4,343	4,749	5,140	5,619	净利率	12.9%	0.9%	10.4%	12.0%	13.4%
						ROE	12.1%	0.7%	10.3%	12.3%	14.2%
						ROIC	9.0%	2.1%	9.6%	11.6%	13.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	35.0%	34.0%	31.7%	30.2%	28.4%
净利润	333	56	326	437	555	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	73	120	114	91	63	流动比率	2.15	2.20	2.57	2.82	3.11
财务费用	(3)	34	8	6	5	速动比率	0.99	1.23	1.57	1.74	1.96
投资损失	(54)	(43)	(20)	(20)	(20)	营运能力					
营运资金变动	(140)	363	(106)	(146)	(147)	应收账款周转率	7.9	8.1	9.0	8.9	8.8
其它	92	(215)	8	8	8	存货周转率	0.8	0.9	1.2	1.2	1.2
经营活动现金流	300	314	330	377	464	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
资本支出	(67)	(45)	(150)	(150)	(150)	每股指标(元)					
长期投资	(25)	(41)	0	0	0	每股收益	0.82	0.06	0.81	1.09	1.38
其他	(268)	30	12	12	12	每股经营现金流	0.81	0.85	0.89	1.02	1.26
投资活动现金流	(359)	(57)	(139)	(139)	(139)	每股净资产	7.67	7.45	8.40	9.25	10.31
债权融资	38	(172)	0	0	0	估值比率					
股权融资	477	(36)	51	0	0	市盈率	14.7	218.2	14.9	11.1	8.7
其他	(439)	(348)	(8)	(96)	(125)	市净率	1.6	1.6	1.4	1.3	1.2
筹资活动现金流	75	(557)	43	(96)	(125)	EV/EBITDA	9.3	16.3	7.7	6.3	5.3
汇率变动影响	(16)	7	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.3	33.1	9.9	7.4	5.8
现金净增加额	1	(293)	234	142	200						

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。