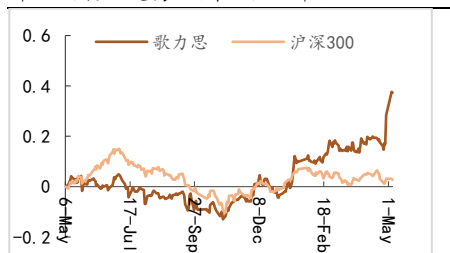


评级： 买入

陈梦
首席分析师
SAC 执证编号：S0110521070002
chenmeng@sczq.com.cn
电话：010-81152649

郭琦
研究助理
guoqi@sczq.com.cn
电话：010-81152647

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	12.92
一年内最高/最低价（元）	13.28/8.01
市盈率（当前）	231.10
市净率（当前）	1.68
总股本（亿股）	3.69
总市值（亿元）	47.69

资料来源：聚源数据

相关研究

核心观点

- **事件：**公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年实现营收 24 亿元，同比+1.4%；实现归母净利润 2045 万元，同比-93.3%。23Q1 实现营收 6.7 亿元，同比+6%；实现归母净利润 4728 万元，同比+0.4%。

点评：

- **2022 年逆势开店，IRO 及 S-P 品牌增速亮眼。分品牌看，2022 年 Ellassay/Laurel/EdHardy/IRO/Self-Portrait 品牌分别实现收入 8.9/2.4/3/6.6 /2.8 亿元，同比分别-12.2%/-1.8%/-2.6%/+11.6%/+58.8%。主品牌及 Laurel 线上分别同增 68%/57%，部分弥补线下疫情影响；Ed 品牌在抖音延续较好表现，收入平稳；SP 品牌延续高增。从门店数量看，五大品牌分别净开 21/10/14/15/20 家直营店，逆势开店为消费复苏打基础。单季度看，23Q1 五大品牌收入分别-9.4%/+26.4%/-4.1%/+3.5%/+76.3%。歌力思品牌直营表现预计好于加盟；ED 副线抖音渠道收缩致使收入小幅下滑；IRO 国内维持高增，海外消费环境不佳拖累整体表现；Laurel 及 S-P 增速亮眼。**
- **2022 年净利率承压，23Q1 盈利能力改善。**2022 年公司毛利率-3.2pcts 至 63.8%，主要由于 IRO 毛利率下降（国际供应链时效变慢、物流成本大幅上升）及电商收入占比提升。销售/管理/研发/财务费用率分别同比+6.7/+1.3/-0.2/+1.6pcts 至 47.4%/9.3%/2.2%/1.4%，销售费率上升主因门店运营受冲击但费用为刚性，积极拓店产生较高门店投入。受递延所得税资产影响，所得税率同增 22pcts。综合影响下，净利率-11.8pcts 至 2.3%。23Q1 毛利率+3.3%；期间费率+4.2pcts；净利率+0.4pct 至 9.5%。
- **线上及直营渠道表现亮眼，股权激励彰显信心。分渠道看，2022 年直营（含线上）/加盟/线上收入同比分别+7.6%/-19%/+29%。直营/加盟门店分别净+80/-17 家。23Q1 直营/加盟/线上收入同比分别+16%/-26%/-5%，门店扩张及电商增长带动直营收入稳健增长；加盟渠道受退货影响收入下滑。公司同步发布股权激励计划，激励对象包括管理人员及核心业务人员 490 人，业绩考核目标为 23/24 年净利润分别不低于 3/4 亿元。**
- **投资建议：**公司费用端改善带动盈利能力提升，股权激励目标彰显发展信心，首次覆盖，给予“买入”评级。公司成长期品牌增势亮眼，逆势开店为消费复苏打下基础，我们预计公司 23/24/25 年归母净利润为 3/4/5 亿元，对应当前市值 PE 为 16/12/10 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**消费复苏不及预期，门店拓展不及预期，存货清理不及预期。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收（亿元）	23.95	28.89	34.67	40.06
同比增速（%）	1.4%	20.6%	20.0%	15.5%
归母净利润（亿元）	0.21	2.97	4.03	4.98
同比增速（%）	-93.3%	1351.7%	35.9%	23.5%
EPS（元/股）	0.06	0.80	1.09	1.35
PE（倍）	233	16	12	10

资料来源：Wind，首創證券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,757	2,250	2,727	3,149	经营活动现金流	314	221	232	411
现金	518	863	1,062	1,275	净利润	20	297	403	498
应收账款	290	396	467	522	折旧摊销	126	117	119	125
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	29	-17	-18	-19
预付账款	16	33	37	41	投资损失	-43	-42	-45	-49
存货	775	772	918	1,047	营运资金变动	124	-209	-380	-260
其他	158	186	243	264	其它	22	42	108	60
非流动资产	2,586	2,595	2,639	2,671	投资活动现金流	-57	-126	-162	-157
长期投资	448	448	448	448	资本支出	-121	-83	-116	-117
固定资产	183	187	190	192	长期投资	-46	0	0	0
无形资产	627	560	524	484	其他	110	-43	-46	-40
其他	1,266	1,308	1,355	1,395	筹资活动现金流	-557	249	129	-42
资产总计	4,343	4,845	5,366	5,820	短期借款	-172	0	0	0
流动负债	798	896	1,005	1,108	长期借款	-172	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-266	383	475	285
应付账款	212	222	257	292	现金净增加额	-299	345	199	212
其他	155	155	155	155					
非流动负债	680	680	680	680	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	102	102	102	102	成长能力				
其他	578	578	578	578	营业收入	1.4%	20.6%	20.0%	15.5%
负债合计	1,478	1,576	1,685	1,788	营业利润	-76.3%	378.7%	36.7%	23.6%
少数股东权益	114	147	192	247	归属母公司净利润	-93.3%	1351.7%	35.9%	23.5%
归属母公司股东权益	2,751	3,122	3,489	3,785	获利能力				
负债和股东权益	4,343	4,845	5,366	5,820	毛利率	63.8%	67.3%	68.9%	69.7%
					净利率	2.3%	11.4%	12.9%	13.8%
					ROE	0.7%	9.1%	11.0%	12.4%
					ROIC	4.6%	12.3%	14.5%	16.0%
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
营业收入	2,395	2,889	3,467	4,006	资产负债率	34.0%	32.5%	31.4%	30.7%
营业成本	867	945	1,077	1,212	净负债比率	31.2%	27.3%	24.3%	22.2%
营业税金及附加	15	19	23	26	流动比率	2.2	2.5	2.7	2.8
营业费用	1,135	1,254	1,494	1,718	速动比率	1.2	1.6	1.8	1.9
研发费用	52	64	76	88	营运能力				
管理费用	224	248	295	336	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
财务费用	34	-17	-18	-19	应收账款周转率	8.1	8.4	8.0	8.1
资产减值损失	-34	-36	-36	-38	应付账款周转率	4.3	4.3	4.5	4.4
公允价值变动收益	-8	-3	-3	-3	每股指标(元)				
投资净收益	43	45	48	52	每股收益	0.06	0.80	1.09	1.35
营业利润	81	389	532	658	每股经营现金	0.85	0.60	0.63	1.12
营业外收入	15	18	16	16	每股净资产	7.45	8.46	9.45	10.25
营业外支出	4	5	5	5	估值比率				
利润总额	92	402	543	669	P/E	233	16	12	10
所得税	36	72	95	116	P/B	2	2	1	1
净利润	56	330	448	553					
少数股东损益	35	33	45	55					
归属母公司净利润	21	297	403	498					
EBITDA	253	502	645	775					
EPS (元)	0.06	0.80	1.09	1.35					

分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2021年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

郭琦，纺织服装行业研究助理，美国波士顿大学金融数学硕士，2021年6月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级 买入 增持 中性 减持	相对沪深300指数涨幅15%以上 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级 看好 中性 看淡	行业超越整体市场表现 行业与整体市场表现基本持平 行业弱于整体市场表现