

某服装企业（600398.SH）

第三季度收入下滑 11%，费用率提升盈利承压

核心观点

第三季度收入下滑 11%，销售费用率提升，盈利承压。某服装企业是国内大众男装龙头品牌公司。2024 年以来服装零售整体承压、三季度消费需求愈加疲软，第三季度收入同比-11.0%至 38.9 亿元；毛利率同比-1.1 个百分点至 42.8%；除销售费用率外其他费用率较为稳定，销售费用率同比+5.8 个百分点至 24.8%，销售费用同比+16.0%至 9.6 亿元，预计一方面因主品牌直营占比提升，另一方面与 X 企业并表后加速业务发展和推广有关。非经项目中，去年同期因处置男生女生品牌股权确认投资收益 1.6 亿元，投资净收益占收入比例今年同比下滑 3.7 个百分点。在毛利率下滑、销售费用率大幅提升、以及投资收益高基数影响下，净利润下滑明显，第三季度归母净利润同比-64.9%至 2.7 亿元，归母净利率同比-9.1 个百分点至 8.4%。

存货大幅增长，存货周转效率下降，预计主要受 X 企业并表影响。三季度末，公司存货金额同比+53.5%、环比+29.1%至 123.3 亿元，预计主要与 X 企业并表后进货增加有关，此外也受到三季度销售压力，以及主品牌为秋冬换季、双十一大促、春节提前备货的影响。存货周转天数同比+71 天至 346 天。应收、应付周转天数分别同比-2/+58 天至 20/298 天。

第三季度主品牌线下承压，电商及其他品牌表现优异。1) 分品牌看，第三季度某服装企业/团购/其他品牌收入分别-27%/-37%/+110%，其中主品牌和团购业务收入增长承压，四季度预计环比将有所好转；其他品牌收入快速增长主要来自 X 企业并表贡献。2) 分渠道看，直营/加盟收入分别-2%/-14%，若剔除电商，直营、加盟线下门店预计收入下滑幅度更大。线下整体-26%，电商增长 40%。从门店数量看，由于加盟门店主要为街边店，面临更大客流下滑压力，主品牌三季度直营、加盟门店分别净+65/-101 家；其他品牌直营、加盟门店分别净+31/177 家，预计主要为 X 企业的阿迪 FCC 门店。3) X 企业：X 企业主营授权代理阿迪达斯等一线国际运动品牌鞋服国内的拓展和零售业务，上海持有 X 企业 51% 股权，于二季度完成并表。X 企业目前核心业务主要包括阿迪 FCC 项目以及京东奥莱项目，未来增长可期。

风险提示：线下消费持续疲软、品牌形象受损、渠道拓展不及预期。

投资建议：主品牌短期承压，X 企业未来增长可期，关注高分红优质男装龙头投资机遇。基于四季度及明年消费复苏趋势仍然较弱，我们下调盈利预测，预计 2024~2026 年归母净利润分别为 24.0/27.6/30.0 亿元（前值为 28.5/32.7/36.2 亿元），同比-18.8%/+15.3%/+8.6%。基于盈利预测下调，下调目标价至 6.5-7.0 元（前值为 7.7-8.3 元），对应 2024 年 13-14x PE，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,562	21,528	21,021	22,776	24,601
(+/-%)	-8.1%	16.0%	-2.4%	8.3%	8.0%
净利润(百万元)	2155	2952	2397	2764	3002
(+/-%)	-13.5%	37.0%	-18.8%	15.3%	8.6%
每股收益(元)	0.50	0.67	0.50	0.58	0.63
EBIT Margin	19.3%	19.2%	15.5%	16.8%	16.8%
净资产收益率(ROE)	14.8%	18.4%	14.7%	16.7%	17.8%
市盈率(PE)	11.3	8.4	11.3	9.8	9.0
EV/EBITDA	9.1	7.9	12.7	11.3	10.8
市净率(PB)	1.7	1.5	1.7	1.6	1.6

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：xxx

0755-81xxx 1

S0980XX0040004

证券分析师：xxx

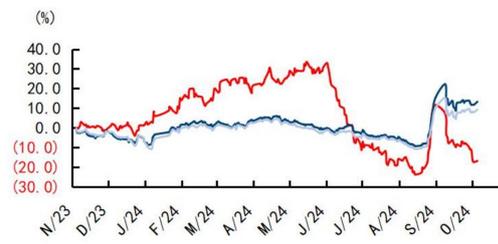
010-88005xxx 6

S098XX23070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	6.50 - 7.00 元
收盘价	5.65 元
总市值/流通市值	27136/27136 百万元
52 周最高价/最低价	10.04/5.15 元
近 3 个月日均成交额	363.96 百万元

市场走势



相关研究报告

- 《某服装企业（600398.SH）-上半年收入增长 1.5%，中期分红率 67.5%》——2024-08-21
- 《某服装企业（600398.SH）-第一季度净利润增长 10%，电商表现亮眼》——2024-05-04
- 《某服装企业（600398.SH）-第三季度净利润增长 63%，电商表现亮眼》——2023-11-01
- 《某服装企业（600398.SH）-二季度归母净利润增长 58%，库存健康度较高》——2023-09-01
- 《某服装企业（600398.SH）-2023 年一季度净利润增长 11%，库存周转改善》——2023-04-29

图1: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)

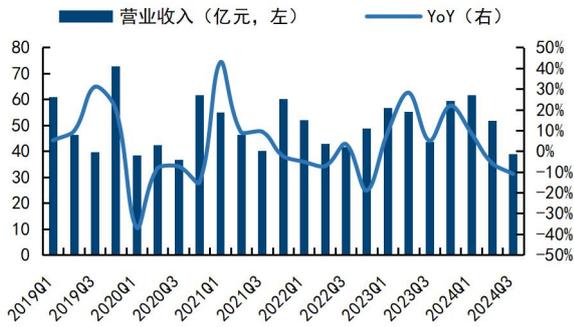


图2: 公司季度归母净利润和增长 (亿元, %)



图3: 公司季度利润率

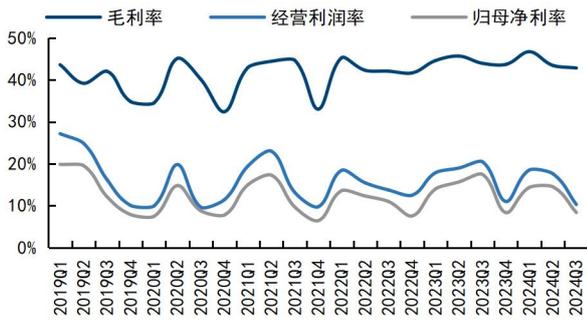


图4: 公司季度费用率

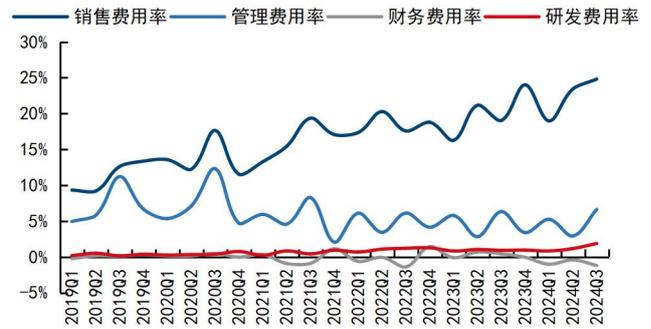


图5: 公司营运资金周转 (天)

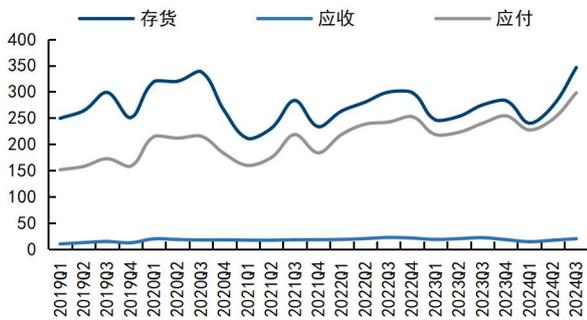
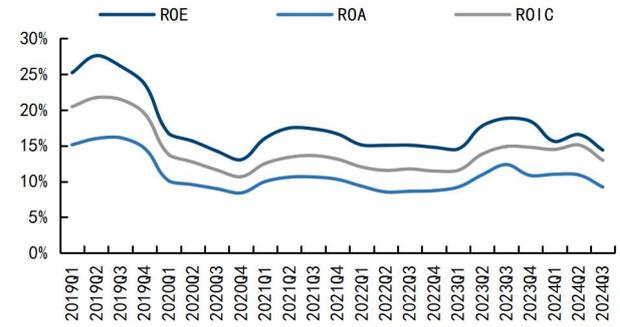


图6: 公司 ROE/ROA/ROIC



盈利预测调整说明

预计 2024-2026 年归母净利润分别为 24.0/27.6/30.0 亿元（前值为 28.5/32.7/36.2 亿元），同比-18.8%/+15.3%/+8.6%，盈利预测下调的主要原因说明：1) 收入端受今年宏观消费环境疲软影响，线下客流量减少，尤其公司以街边店为主的加盟渠道占比较大，受客流下滑影响较多，三季度消费环境进一步变差。2) 受固定成本费用支出刚性、占比提升影响，尤其销售费用开支较大，导致费用率上升、利润率下降。具体调整细节如下：

1、收入：预计 2024-2026 年收入分别为 210.2/227.8/246.0 亿元（前值为 220.2/247.7/275.3 亿元），同比-2.4%/+8.3%/+8.0%。

2、毛利率：预计 2024-2026 年毛利率分别为 44.4%/44.6%/44.6%（前值为 44.6%/45.0%/45.3%）。下调毛利率主要基于渠道结构变化，毛利率较低的线上渠道增速较快、收入占比提升。

3、销售费用率：预计 2024-2026 年销售费用率分别为 22.6%/21.5%/21.5%（前值为 21.5%/21.2%/21.6%）。主要对 2024 年销售费用率进行上调，由于直营占比提升，以及收入下调后刚性费用占比提升。

4、归母净利率：主要受毛利率下调、销售费用率上调影响，预计 2024-2026 年归母净利率分别为 11.4%/12.1%/12.2%（前值为 12.9%/13.2%/13.2%）。

图7: 盈利预测假设拆分

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2
收入金额	18,562	21,528	21,021	22,776	24,601	11,199	10,329	11,370	9,651
- 及其他	15,658	18,474	17,946	19,453	21,053	9,709	8,765	9,824	8,123
- 直营	2,483	3,734	3,666	3,888	4,020	1,960	1,773	1,919	1,747
- 加盟及其他	10,318	11,482	9,556	9,424	9,326	6,244	5,238	5,692	3,864
- 线上	2,856	3,258	4,724	6,142	7,708	1,505	1,753	2,212	2,512
- 品牌	2,247	2,281	2,178	2,287	2,356	1,093	1,188	1,086	1,092
收入YoY	-8.1%	16.0%	-2.4%	8.3%	8.0%	17.7%	14.2%	1.5%	-6.6%
- 及其他	-8.8%	18.0%	-2.9%	8.4%	8.2%	16.9%	19.2%	1.2%	-7.3%
- 直营	19.3%	50.4%	-1.8%	6.0%	3.4%	57.6%	43.1%	-2.1%	-1.5%
- 加盟及其他	-16.6%	11.3%	-16.8%	-1.4%	-1.0%	9.7%	13.3%	-8.8%	-26.2%
- 线上	4.8%	14.1%	45.0%	30.0%	25.5%	9.9%	17.9%	47.0%	43.3%
- 品牌	-0.6%	1.5%	-4.5%	5.0%	3.0%	24.6%	-13.3%	-0.7%	-8.0%
毛利率	42.9%	44.5%	44.4%	44.6%	44.6%	45.1%	43.8%	45.2%	43.4%
- 及其他品牌	43.5%	45.7%	46.4%	46.8%	47.0%	46.4%	45.0%	47.3%	45.4%
- 直营	68.4%	65.7%	66.2%	66.3%	66.3%	65.4%	66.1%	66.6%	65.8%
- 加盟及其他	38.4%	38.6%	38.6%	38.6%	38.6%	39.8%	37.1%	40.0%	36.5%
- 线上	39.9%	48.2%	47.0%	47.0%	47.0%	49.1%	47.4%	49.3%	44.9%
- 品牌	48.6%	46.8%	44.0%	44.0%	44.1%	44.8%	48.7%	43.6%	44.4%
费用率	19.4%	21.4%	23.3%	22.2%	22.2%	19.9%	23.0%	21.2%	25.7%
- 销售费用	18.5%	20.2%	22.6%	21.5%	21.5%	18.7%	21.9%	21.0%	24.5%
- 管理费用	5.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.3%	4.6%	4.2%	4.9%
- 研发费用	1.0%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	0.9%	0.9%	1.0%	1.5%
- 财务费用	-0.1%	0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	0.3%	0.1%	-0.7%	-0.2%
- 其他经营收益占比	-2.7%	-1.2%	-1.2%	-1.6%	-1.6%	-1.9%	-0.4%	-1.2%	-1.2%
- 资产减值损失比率	-2.7%	-2.1%	-2.0%	-1.9%	-1.9%	-2.2%	-2.0%	-2.5%	-1.4%
- 投资收益比率	0.0%	0.9%	0.7%	0.2%	0.2%	0.1%	1.7%	1.1%	0.2%
- 所得税率	28.8%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%	19.4%	19.5%	20.3%	19.4%
归母净利润合计	2,155	2,952	2,397	2,764	3,002	1,679	1,273	1,636	760
YOY	-13.5%	37.0%	-18.8%	15.3%	8.6%	31.6%	44.7%	-2.5%	-40.3%
净利润率	11.6%	13.7%	11.4%	12.1%	12.2%	15.0%	12.3%	14.4%	7.9%

投资建议：主品牌短期承压 可期，关注高分红优质男装龙头投资机遇

来增长

上半年公司在去年较高基数上保持稳健的收入增长和盈利水平，第三季度行业环境进一步变差、公司收入出现低双位数下滑，主要受主品牌线下下滑影响。展望未来，公司的购物中心和电商渠道仍有较大的增长潜力，同时表后，阿迪 FCC 和京东奥莱项目有望快速发展，增厚公司收入和利润。公司现金流充裕、分红率高，长期拥有良好的现金回报。基于四季度及明年消费复苏趋势仍然较弱，我们下调盈利预测，预计 2024~2026 年归母净利润分别为 24.0/27.6/30.0 亿元（前值为 28.5/32.7/36.2 亿元），同比-18.8%/+15.3%/+8.6%。基于盈利预测下调，下调目标价至 6.5-7.0 元（前值为 7.7-8.3 元），对应 2024 年 13-14x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,562	21,528	21,021	22,776	24,601
(+/-%)	-8.1%	16.0%	-2.4%	8.3%	8.0%
净利润(百万元)	2155	2952	2397	2764	3002
(+/-%)	-13.5%	37.0%	-18.8%	15.3%	8.6%
每股收益(元)	0.50	0.67	0.50	0.58	0.63
EBIT Margin	19.3%	19.2%	15.5%	16.8%	16.8%
净资产收益率 (ROE)	14.8%	18.4%	14.7%	16.7%	17.8%
市盈率(PE)	11.3	8.4	11.3	9.8	9.0
EV/EBITDA	9.1	7.9	12.7	11.3	10.8
市净率(PB)	1.7	1.5	1.7	1.6	1.6

表2: 可比公司估值

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS			PE			g	PEG
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
	优于大市	5.6	0.67	0.50	0.58	8.4	11.2	9.7	16.0%	0.70
	优于大市	4.0	0.48	0.39	0.43	8.2	10.1	9.2	10.3%	0.99
	优于大市	18.9	1.60	1.62	1.80	11.8	11.7	10.5	11.1%	1.05

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	12505	11901	13933	15168	16555	营业收入	18562	21528	21021	22776	24601
应收款项	1616	1398	1365	1479	1598	营业成本	10600	11954	11694	12629	13629
存货净额	9455	9337	9759	10542	11378	营业税金及附加	131	150	126	135	145
其他流动资产	825	568	555	601	650	销售费用	3425	4353	4751	4897	5289
流动资产合计	24563	25005	27413	29590	31981	管理费用	931	1034	1226	1323	1424
固定资产	3140	3017	2342	2032	1680	财务费用	(23)	47	(105)	(118)	(128)
无形资产及其他	908	688	661	633	606	投资收益	(0)	186	147	46	49
投资性房地产	4138	4809	4809	4809	4809	资产减值及公允价值变动	(603)	(548)	(425)	(438)	(469)
长期股权投资	0	194	194	194	194	其他收入	(89)	(17)	49	51	53
资产总计	32749	33713	35419	37258	39270	营业利润	2806	3611	3101	3569	3876
短期借款及交易性金融负债	655	3312	3234	3504	3785	营业外净收支	91	13	0	0	0
应付款项	9536	10085	10541	11386	12290	利润总额	2897	3624	3101	3569	3876
其他流动负债	3995	3371	4298	4585	4949	所得税费用	835	705	620	714	775
流动负债合计	14186	16768	18073	19475	21023	少数股东损益	(93)	(34)	84	91	98
长期借款及应付债券	2777	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2155	2952	2397	2764	3002
其他长期负债	1264	907	1060	1212	1365						
长期负债合计	4041	907	1060	1212	1365	现金流量表 (百万元)					
负债合计	18227	17675	19133	20687	22388	净利润	2155	2952	2397	2764	3002
少数股东权益	(79)	(12)	(4)	6	15	资产减值准备	(47)	(69)	298	(107)	(121)
股东权益	14601	16050	16289	16566	16866	折旧摊销	1120	1232	380	406	432
负债和股东权益总计	32749	33713	35419	37258	39270	公允价值变动损失	603	548	425	438	469
						财务费用	(23)	47	(105)	(118)	(128)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(296)	(579)	1457	235	297
每股收益	0.50	0.67	0.50	0.58	0.63	其它	50	57	(289)	116	130
每股红利	0.52	0.43	0.45	0.52	0.56	经营活动现金流	3585	4141	4667	3852	4209
每股净资产	3.38	3.66	3.39	3.45	3.51	资本开支	0	(394)	(400)	(400)	(400)
ROIC	14%	19%	17%	23%	26%	其它投资现金流	15	(1638)	0	0	0
ROE	15%	18%	15%	17%	18%	投资活动现金流	15	(2226)	(400)	(400)	(400)
毛利率	43%	44%	44%	45%	45%	权益性融资	6	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	19%	15%	17%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	25%	17%	19%	19%	支付股利、利息	(2232)	(1896)	(2157)	(2487)	(2702)
收入增长	-8%	16%	-2%	8%	8%	其它融资现金流	595	1272	(78)	270	281
净利润增长率	-13%	37%	-19%	15%	9%	融资活动现金流	(3862)	(2519)	(2235)	(2217)	(2421)
资产负债率	55%	52%	54%	56%	57%	现金净变动	(262)	(604)	2032	1234	1388
息率	9.0%	7.7%	8.7%	10.0%	10.9%	货币资金的期初余额	12768	12505	11901	13933	15168
P/E	11.3	8.4	11.3	9.8	9.0	货币资金的期末余额	12505	11901	13933	15168	16555
P/B	1.7	1.5	1.7	1.6	1.6	企业自由现金流	3375	3589	4039	3296	3642
EV/EBITDA	9.1	7.9	12.7	11.3	10.8	权益自由现金流	3970	4862	4001	3616	3978