

相关研究

《疫情下短期业绩承压, 品牌定位持续优化》2022.07
 《业绩显著改善, 静待龙头长期成长》2021.09
 《疫情影响业绩表现, 盈利能力持续提升》2021.10
 《盈利能力改善, 未来增长可期》2022.03

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

业绩符合预期, 静待需求改善

2023年4月4日

事件: 2022年公司实现营业收入133.31亿元, 同降13.54%; 归母净利润6.37亿元, 同降57.15%; 扣非净利润4.97亿元, 同降63.26%, EPS为0.24元。每10股派息2.00元(含税)。公司业绩表现符合预期。2022Q4公司实现营业收入、归母净利润43.89亿元、3.66亿元, 同降18.71%、32.76%, 受国内疫情扩散影响, 公司收入同比下滑, 计提存货减值导致利润下降幅度较大。

点评:

- **疫情影响下收入同比下滑, 线上收入增长韧性较强。** 拆分来看, 1) 2022年公司休闲服饰实现收入42.82亿元, 同降14.83%, 主要由于新冠肺炎疫情影响; 期末休闲服饰门店数量为2751家、面积62.53万平方米, 同降2.55%、4.23%, 受疫情影响公司优化门店, 线下收入同比减少。2) 2022年公司童装收入89.33亿元, 同降13.04%, 期末门店数量5389家、面积91.61万平方米, 同降6.18%、4.33%, 公司童装业务同样受疫情影响较大。分渠道来看, 2022年公司直营、加盟、联营、线上实现收入11.53亿元、52.69亿元、3.39亿元、64.54亿元, 同增-17.65%、-22.74%、-45.48%、-0.06%, 公司线下门店收缩, 线上收入在疫情干扰下保持稳定。
- **疫情影响下毛利率下降、费用率提升, 库存去化效果显现。** 1) 2022年毛利率同降1.28PCT至41.30%, 主要由于疫情影响下促销力度加大, 休闲服饰、童装毛利率为39.98%、41.88%, 同降0.15PCT、1.86PCT; 22Q4毛利率同增1.57PCT至43.10%。2) 2022年公司销售、管理、研发、财务费用率同增2.54PCT、0.40PCT、0.16PCT、0.26PCT至24.47%、4.42%、2.22%、-0.41%, 公司收入同比下滑、费用相对刚性, 期间费用率同比有所提升。3) 2022年底公司存货为38.47亿元、同降4.40%, 1年以内存货占比为70%, 库龄结构较为健康, 库存消化效果逐步显现。
- **疫情影响逐步修复, 头部品牌有望受益于集中度提升。** 2022年受疫情、经济增速下行等影响, 服装需求相对较差, 中小品牌抗风险能力较差、逐步退出市场。2023年疫情政策调整后服装消费逐步修复, 公司旗下拥有巴拉巴拉、森马品牌, 有望受益于行业需求改善、收入恢复增长。森马品牌联合外部咨询公司强化商品研发, 推进产品经理制组织变革, 深化柔性供应能力, 有望提升市场份额; 巴拉巴拉品牌强化产品创新, 优化线下渠道效率, 围绕“品牌引领、产品领先、效率驱动”推动品牌不断升级。
- **盈利预测与投资评级:** 我们调整公司2023-24年EPS预测为0.38/0.54元(原值为0.37/0.52元), 新增25年EPS预测为0.66目前股价对应23年15.55倍PE。长期来看, 公司持续提升精细化运营能力, 在产品创新、品牌运营、供应链管理、数字化升级等方面不断升级, 防疫政

策调整后业绩有望迎来拐点，业绩增长空间较大，维持“买入”评级。

- **风险因素：**疫情影响超预期风险，市场竞争加剧风险，存货减值风险等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	15,420	13,331	15,047	16,997	19,424
增长率 YoY %	1.4%	-13.5%	12.9%	13.0%	14.3%
归属母公司净利润 (百万元)	1,486	637	1,025	1,467	1,765
增长率 YoY%	84.5%	-57.1%	61.0%	43.1%	20.3%
毛利率%	42.6%	41.3%	41.1%	40.9%	42.1%
净资产收益率 ROE%	12.7%	5.8%	8.6%	11.0%	11.6%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.24	0.38	0.54	0.66
市盈率 P/E(倍)	10.73	25.04	15.55	10.87	9.03
市净率 P/B(倍)	1.37	1.46	1.34	1.19	1.05

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年4月3日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	15,087	13,670	15,164	17,459	19,875	
货币资金	4,973	6,369	7,831	10,143	11,585	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,452	1,263	1,855	1,878	2,140	
预付账款	201	161	188	219	248	
存货	4,024	3,847	3,252	3,166	3,842	
其他	4,438	2,029	2,039	2,053	2,059	
非流动资产	4,691	4,601	4,599	4,572	4,428	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	1,948	1,811	1,688	1,537	1,312	
无形资产	431	390	400	421	435	
其他	2,312	2,401	2,511	2,614	2,681	
资产总计	19,778	18,271	19,763	22,031	24,303	
流动负债	7,749	7,156	7,625	8,428	8,935	
短期借款	0	0	0	7	7	
应付票据	3,082	3,631	3,760	4,051	4,078	
应付账款	2,872	1,744	1,952	2,233	2,394	
其他	1,795	1,781	1,913	2,138	2,456	
非流动负债	345	221	221	221	221	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	345	221	221	221	221	
负债合计	8,094	7,377	7,846	8,649	9,156	
少数股东权益	20	-7	-9	-12	-12	
归属母公司	11,663	10,901	11,926	13,393	15,159	
负债和股东权益	19,778	18,271	19,763	22,031	24,303	
重要财务指标	单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	15,420	13,331	15,047	16,997	19,424	
同比	1.4%	-13.5%	12.9%	13.0%	14.3%	
归属母公司净利润	1,486	637	1,025	1,467	1,765	
同比	84.5%	-57.1%	61.0%	43.1%	20.3%	
毛利率(%)	42.6%	41.3%	41.1%	40.9%	42.1%	
ROE%	12.7%	5.8%	8.6%	11.0%	11.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.24	0.38	0.54	0.66	
P/E	10.73	25.04	15.55	10.87	9.03	
P/B	1.37	1.46	1.34	1.19	1.05	
EV/EBITDA	7.08	6.39	4.86	2.66	1.85	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	15,420	13,331	15,047	16,997	19,424	
营业成本	8,853	7,825	8,870	10,043	11,255	
营业税金及附加	122	63	120	68	78	
销售费用	3,381	3,262	3,702	4,079	4,565	
管理费用	621	590	782	748	874	
研发费用	317	295	376	357	427	
财务费用	-103	-54	-118	-147	-193	
减值损失合计	-333	-541	82	-54	-100	
投资净收益	74	12	60	68	136	
其他	-40	51	85	93	78	
营业利润	1,929	871	1,542	1,956	2,532	
营业外收支	-7	-8	-80	-4	-10	
利润总额	1,922	864	1,462	1,952	2,522	
所得税	438	254	439	488	757	
净利润	1,485	610	1,023	1,464	1,765	
少数股东损益	-2	-27	-2	-3	0	
归属母公司净利润	1,486	637	1,025	1,467	1,765	
EBITDA	2,312	1,272	1,441	1,958	2,518	
EPS(当年)(元)	0.55	0.24	0.38	0.54	0.66	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	2,076	1,176	1,815	2,571	1,547	
净利润	1,485	610	1,023	1,464	1,765	
折旧摊销	505	528	194	196	196	
财务费用	94	85	9	9	10	
投资损失	-74	-12	-60	-68	-136	
营运资金变	-306	-546	661	919	-417	
其它	371	511	-12	50	129	
投资活动现金流	-482	1,867	-345	-256	-95	
资本支出	-189	-111	-395	-311	-214	
长期投资	-312	1,971	-5	-6	-8	
其他	20	8	55	61	127	
筹资活动现金流	-1,672	-1,646	-9	-3	-10	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	110	157	0	7	0	
支付利息或股息	-1,349	-1,348	-9	-9	-10	
现金流净增加额	-74	1,396	1,461	2,312	1,442	

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	Caijing@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。