

2018年08月29日

起步股份 (603557.SH)

公司快报

业绩增长稳健，童鞋龙头成长空间广阔

事件

8月27日，公司发布2018年半年报。报告期内，公司实现营业收入6.14亿元，较上年同期增加7.08%；归属于上市公司股东的净利润1.09亿元，较上年同期增加7.89%。EPS为0.23元。

其中第二季度公司营业收入3.48亿元，同比增长9.50%，实现归母净利润0.78亿元，同比增长7.39%。

投资要点

◆ **童鞋业务内生增长助力营收，上半年公司业绩增速稳健：**上半年，公司营收、净利分别增长7.08%与7.89%，分季度看，Q1、Q2分别实现营收增长4.06%、9.50%以及净利增长9.15%、7.39%，公司整体增速保持稳健。我们认为，公司上半年的稳健增长，源于占营收约68%的童鞋业务凭借龙头优势，在门店缓慢扩张的情况下实现了10.47%的营收同比增长，内生增长推动公司营收上行。

盈利能力方面，公司上半年主品牌毛利率提升带动整体毛利率较去年同期增长0.72pct至36.36%，销售费用率微增0.03pct至10.32%，研发费用及咨询中介费用增加推动管理费用提升0.44pct至7.50%，财务费用率减少0.05pct至0.30%，存货跌价增多使资产减值损失占营收同比增长0.62pct至1.19%，最终公司销售净利率微增0.11pct至17.81%。

存货方面，公司存货控制良好。上半年存货较去年末增长4.14%，占营收比例约为营收的22.50%，占比较去年同期略增1.40pct。整体来看，公司存货状况良好，2014年至今库存清理起效，整体存货占营收低于同行业典型公司水平。

◆ **渠道扩张稳健，二季度主品牌及主要渠道增速回升：**上半年，公司共有门店2412家，较去年同期增加1.73%，较去年末增加0.67%，整体门店扩张速度较为稳健。其中公司经销商占据绝大部分比例，上半年，公司共有经销商2395家，约占门店总数的99.3%。**分品牌看**，上半年，占公司营收约91%的主品牌ABC KIDS实现营收5.51亿元，同比增长3.60%，其中前两季度营收分别下降1.25%、上升7.61%，二季度增速有所回升。其他品牌仍在较快发育，上半年营收增长35.87%至0.57亿元。**分渠道看**，上半年，营收占比约90%的经销渠道实现5.70%的同比增速，其中一二季度分别增长1.40%与9.26%，二季度增速明显回升。另有占比约10%的直营渠道实现12.26%的营收增速。

◆ **童装童鞋市场分散，公司有望凭借龙头地位取得优势：**据Euromonitor Passport，2017年中国童鞋、童装市场零售额分别达531.65亿元、1795.93亿元，而2020年上述市场规模有望达668亿元、2168亿元，年复合增速分别为7.9%、6.5%。2017年，公司ABS KIDS品牌占据童鞋市场3.8%的份额，占据市场龙头地位，同时该品牌占据童装市场0.6%的份额，居于市场第七位。目前来看，国内童鞋、童装市场前十大品牌份额分别为20.7%与11.3%，整体市场份额仍然较为分散，公司成长空间仍然广阔，并有望凭借龙头地位，在市场集中度提升的过程中取得市场优势，实现

纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级

增持-B(首次)

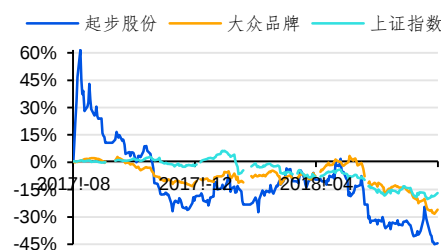
股价(2018-08-28)

11.23元

交易数据

总市值(百万元)	5,277.87
流通市值(百万元)	2,458.27
总股本(百万股)	469.98
流通股本(百万股)	218.90
12个月价格区间	10.49/31.75元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.15	-30.05	-22.79
绝对收益	-18.48	-41.62	-39.4

分析师

王冯

SAC执业证书编号：S0910516120001

wangfeng@huajinsec.cn

021-20377089

报告联系人

吴雨舟

wuyuzhou@huajinsec.cn

021-20377061

相关报告

稳健增长。

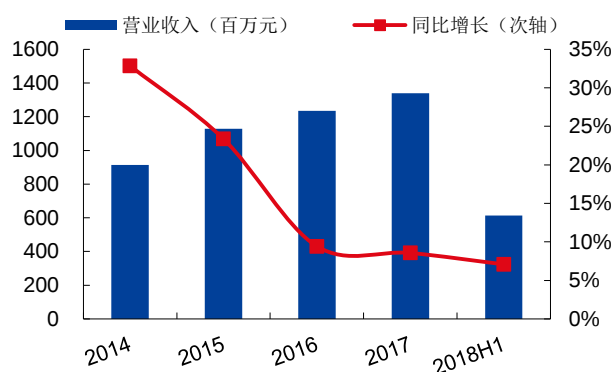
- ◆ **投资建议：**起步股份是我国知名童装集团，旗下 ABC KIDS 占据我国童鞋第一、童装第七的市场地位，二季度公司主品牌及主要渠道营收增速回升，未来有望凭借龙头地位取得稳健增长。我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.46、0.53 和 0.59 元。净资产收益率分别为 14.1%、14.4%和 14.4%。目前股价约为公司 2018 年 EPS 对应 24 倍，短期内公司小非解禁使股价承压，长期关注公司业绩状况，给予“增持-B”建议。
- ◆ **风险提示：**我国出生人口不及预期；线上流量成本提升，公司线上渠道或受到冲击；近期二股东拟 6 个月内减持不超总股本的 6%。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	1,233.8	1,339.5	1,433.3	1,590.9	1,750.0
同比增长(%)	9.4%	8.6%	7.0%	11.0%	10.0%
营业利润(百万元)	197.0	205.4	236.3	269.1	301.7
同比增长(%)	9.1%	4.3%	15.1%	13.9%	12.1%
净利润(百万元)	175.7	194.4	218.2	247.8	275.6
同比增长(%)	16.6%	10.7%	12.2%	13.6%	11.2%
每股收益(元)	0.37	0.41	0.46	0.53	0.59
PE	30.0	27.1	24.2	21.3	19.1
PB	5.5	3.8	3.4	3.1	2.8

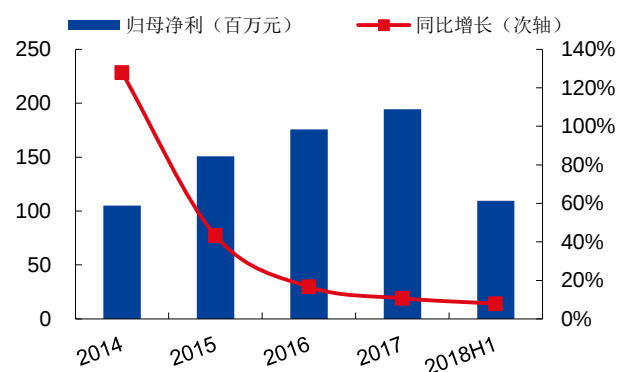
数据来源：贝格数据，华金证券研究所

图 1：公司营业收入及其增长



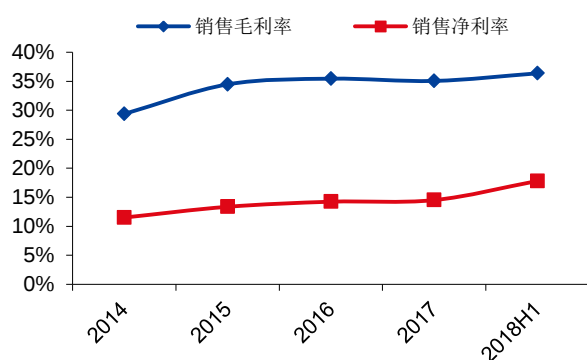
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利及其增长



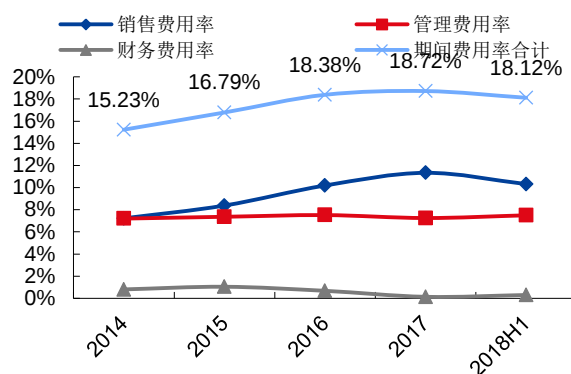
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司毛利率净利率情况



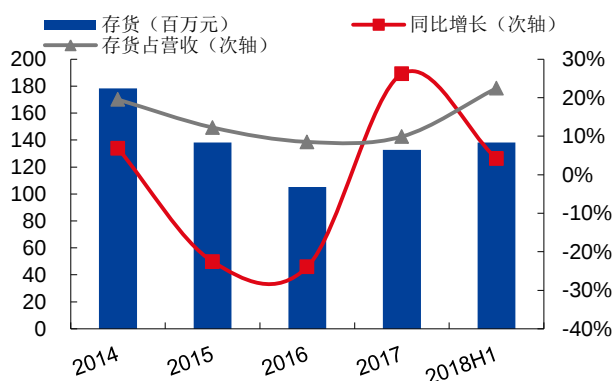
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司期间费用情况



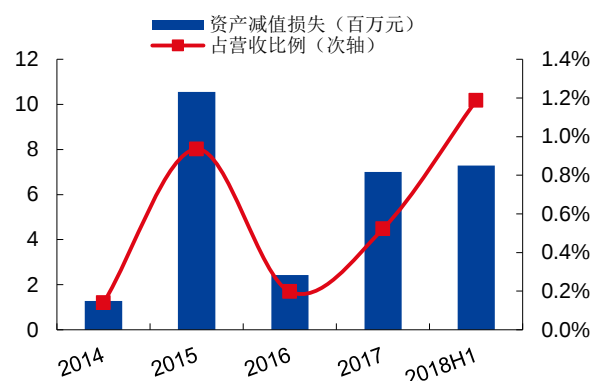
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：公司存货及其占营收情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：公司资产减值及其占营收情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,233.8	1,339.5	1,433.3	1,590.9	1,750.0	年增长率					
减:营业成本	796.6	870.0	912.1	1,007.0	1,102.5	营业收入增长率	9.4%	8.6%	7.0%	11.0%	10.0%
营业税费	13.1	14.0	12.9	14.3	15.8	营业利润增长率	9.1%	4.3%	15.1%	13.9%	12.1%
销售费用	125.7	151.8	157.7	175.0	192.5	净利润增长率	16.6%	10.7%	12.2%	13.6%	11.2%
管理费用	92.7	97.1	107.5	119.3	131.3	EBITDA 增长率	12.2%	-1.8%	19.7%	13.8%	12.4%
财务费用	8.4	1.8	1.8	0.8	0.8	EBIT 增长率	6.8%	-2.4%	18.7%	13.4%	12.0%
资产减值损失	2.4	7.0	10.0	10.5	11.0	NOPLAT 增长率	9.9%	1.4%	13.4%	14.2%	12.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.6%	35.9%	7.7%	7.9%	5.4%
投资和汇兑收益	2.1	1.0	5.0	5.3	5.5	净资产增长率	22.2%	44.5%	10.9%	11.2%	11.2%
营业利润	197.0	205.4	236.3	269.1	301.7	盈利能力					
加:营业外净收支	18.8	32.3	33.9	35.6	37.4	毛利率	35.4%	35.1%	36.4%	36.7%	37.0%
利润总额	215.8	237.7	270.2	304.7	339.1	营业利润率	16.0%	15.3%	16.5%	16.9%	17.2%
减:所得税	40.2	43.3	52.0	56.9	63.5	净利润率	14.2%	14.5%	15.2%	15.6%	15.8%
净利润	175.7	194.4	218.2	247.8	275.6	EBITDA/营业收入	18.9%	17.1%	19.1%	19.6%	20.0%
						EBIT/营业收入	16.6%	15.0%	16.6%	17.0%	17.3%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	22.8%	19.1%	16.7%	16.1%	15.4%
货币资金	278.5	449.3	471.2	560.0	689.7	负债权益比	29.6%	23.7%	20.0%	19.2%	18.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.94	4.06	4.60	4.80	5.06
应收帐款	343.2	411.3	385.0	500.8	476.6	速动比率	2.56	3.65	4.09	4.33	4.69
应收票据	47.2	93.5	97.9	89.9	118.2	利息保障倍数	24.57	112.27	135.28	319.84	402.62
预付帐款	30.5	17.5	63.6	13.5	67.6	营运能力					
存货	105.2	132.7	156.1	151.6	124.1	固定资产周转天数	117	104	101	101	101
其他流动资产	11.6	205.3	215.6	226.4	237.7	流动营业资本周转天数	109	121	152	145	138
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	257	286	339	332	335
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	99	101	100	100	101
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	36	32	36	35	28
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	385	401	451	443	444
固定资产	395.6	379.0	425.7	468.5	509.5	投资资本周转天数	215	232	259	252	244
在建工程	6.5	0.6	2.4	1.0	0.4	费用率					
无形资产	28.9	29.1	33.8	32.5	31.1	销售费用率	10.2%	11.3%	11.0%	11.0%	11.0%
其他非流动资产	6.7	10.3	9.9	10.4	10.9	管理费用率	7.5%	7.3%	7.5%	7.5%	7.5%
资产总额	1,253.9	1,728.7	1,861.3	2,054.6	2,265.8	财务费用率	0.7%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
短期债务	48.1	54.5	-	-	-	三费/营业收入	18.4%	18.7%	18.6%	18.6%	18.5%
应付帐款	83.2	119.0	112.2	137.8	131.9	投资回报率					
应付票据	108.3	107.0	146.3	140.3	157.3	ROE	18.2%	13.9%	14.1%	14.4%	14.4%
其他流动负债	37.8	41.9	43.4	43.0	49.8	ROA	14.0%	11.2%	11.7%	12.1%	12.2%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	22.5%	23.2%	19.4%	20.5%	21.3%
其他非流动负债	9.1	8.6	9.0	9.4	9.9	分红指标					
负债总额	286.4	330.9	310.9	330.6	348.9	DPS(元)	-	0.06	0.14	0.16	0.18
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	14.5%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	423.0	470.0	470.0	470.0	470.0	股息收益率	0.0%	0.5%	1.2%	1.4%	1.6%
留存收益	544.5	927.8	1,080.5	1,253.9	1,446.9						
股东权益	967.5	1,397.7	1,550.5	1,723.9	1,916.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	175.7	194.4	218.2	247.8	275.6	EPS(元)	0.37	0.41	0.46	0.53	0.59
加:折旧和摊销	27.6	28.7	35.8	41.6	47.6	BVPS(元)	2.06	2.97	3.30	3.67	4.08
资产减值准备	2.4	7.0	-	-	-	PE(X)	30.0	27.1	24.2	21.3	19.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.5	3.8	3.4	3.1	2.8
财务费用	9.6	4.7	1.8	0.8	0.8	P/FCF	50.0	-86.0	60.7	32.3	24.8
投资损失	-2.1	-1.0	-5.0	-5.3	-5.5	P/S	4.3	3.9	3.7	3.3	3.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	19.4	21.3	17.5	15.1	13.1
营运资金的变动	-48.4	-293.3	-23.2	-44.6	-24.2	CAGR(%)	12.1%	12.3%	13.1%	12.1%	12.3%
经营活动产生现金流量	99.7	136.8	227.6	240.3	294.3	PEG	2.5	2.2	1.8	1.8	1.6
投资活动产生现金流量	122.5	-211.7	-84.0	-76.4	-81.1	ROIC/WACC	2.1	2.2	1.8	2.0	2.0
融资活动产生现金流量	-99.4	241.2	-121.7	-75.2	-83.4						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn