

相关研究

《业绩拐点显现, 服饰龙头再起航》2021.02

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

Q4 收入环比改善, 业绩拐点确立

2021年2月26日

事件: 公司发布业绩快报, 2020年实现收入151.67亿元, 同降21.56%, 归母净利8.02亿元, 同降48.21%, EPS为0.30元。公司业绩超预期, 利润拐点确认。

点评:

- **20Q4 收入增速环比改善, 净利同比大增。**分季度来看, 20Q4 公司收入为57.17亿元、同降5.90%, 净利5.87亿元、同增142.29%, 增速较前三季度显著改善。剔除Kidlizz并表影响, 我们估计20Q4公司收入高个位数增长, 利润总额同增约50%, 冷冬催化、疫情影响改善下终端销售回暖明显, 估计童装收入同增约15%, 休闲装收入下滑约10%, 公司门店数量同降约10%, 电商、同店驱动收入保持增长。
- **21Q1 业绩预计持续恢复, 全年表现值得期待。**21Q1 受疫情改善、基数低、冷冬催化等影响, 我们估计公司收入同增20%+, 净利表现显著改善。全年来看巴拉巴拉童装行业龙头优势凸显, 线下有望恢复开店, 线上收入增速同比提升, 带动整体收入增长; 休闲装森马品牌收入有望恢复增长, 渠道结构进一步优化, 品牌变革持续投入。
- **童装巩固领先优势, 休闲装持续优化调整。**公司以童装业务为主, 估计2020年童装收入占比为65%, 净利占比更高。2019年巴拉巴拉在童装行业市占率约为7%, 规模显著优于竞争对手, 未来公司在设计、营销、渠道等方面持续发力, 强化产品竞争力, 有望享受童装行业发展红利、保持稳健增长。休闲装方面公司持续优化调整, 新管理团队到位后加大产品研发设计投入, 契合年轻消费群体, 推动森马品牌收入改善。
- **盈利预测与投资评级:** 由于公司盈利恢复超预期, 我们上调2021-22年EPS为0.60/0.76元(原值为0.58/0.73元), 目前股价对应21年15倍PE。公司估值处于较低水平, 短期业绩拐点显现, 未来成长确定性较强, 行业优势地位凸显, 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 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 15,719 | 19,337 | 15,167 | 16,969 | 19,399 |
| 增长率 YoY % | 30.7% | 23.0% | -21.6% | 11.9% | 14.3% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,694 | 1,549 | 802 | 1,626 | 2,049 |
| 增长率 YoY% | 48.8% | -8.5% | -48.2% | 102.8% | 26.0% |
| 毛利率% | 39.8% | 42.5% | 41.0% | 40.1% | 40.5% |
| 净资产收益率ROE% | 15.2% | 13.2% | 6.4% | 11.5% | 12.6% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.63 | 0.57 | 0.30 | 0.60 | 0.76 |
| 市盈率 P/E(倍) | 14.70 | 16.07 | 31.05 | 15.31 | 12.15 |
| 市净率 P/B(倍) | 2.23 | 2.12 | 1.98 | 1.75 | 1.53 |

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2021年2月26日收盘价

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 流动资产 | 11,241 | 11,314 | 11,798 | 13,634 | 15,866 | |
| 货币资金 | 2,435 | 2,548 | 4,727 | 5,709 | 7,340 | |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 应收账款 | 1,953 | 1,973 | 1,662 | 1,860 | 2,020 | |
| 预付账款 | 203 | 247 | 182 | 217 | 246 | |
| 存货 | 4,417 | 4,109 | 3,431 | 4,035 | 4,424 | |
| 其他 | 2,233 | 2,437 | 1,795 | 1,813 | 1,837 | |
| 非流动资产 | 5,327 | 5,307 | 5,152 | 5,447 | 5,692 | |
| 长期股权投资 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 固定资产 | 1,986 | 2,237 | 2,382 | 2,527 | 2,672 | |
| 无形资产 | 787 | 723 | 523 | 573 | 623 | |
| 其他 | 2,551 | 2,347 | 2,247 | 2,347 | 2,397 | |
| 资产总计 | 16,568 | 16,621 | 16,950 | 19,081 | 21,558 | |
| 流动负债 | 4,410 | 3,997 | 3,536 | 4,054 | 4,500 | |
| 短期借款 | 175 | 267 | 267 | 267 | 267 | |
| 应付票据 | 432 | 462 | 441 | 501 | 569 | |
| 应付账款 | 2,626 | 2,209 | 1,961 | 2,226 | 2,528 | |
| 其他 | 1,177 | 1,059 | 867 | 1,060 | 1,136 | |
| 非流动负债 | 965 | 829 | 829 | 829 | 829 | |
| 长期借款 | 157 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他 | 808 | 829 | 829 | 829 | 829 | |
| 负债合计 | 5,375 | 4,826 | 4,365 | 4,883 | 5,329 | |
| 少数股东权益 | 47 | 30 | 23 | 10 | -8 | |
| 归属母公司 | 11,146 | 11,765 | 12,561 | 14,188 | 16,237 | |
| 负债和股东权益 | 16,568 | 16,621 | 16,950 | 19,081 | 21,558 | |

| 重要财务指标 | | 单位:百万元 | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 营业总收入 | 15,719 | 19,337 | 15,167 | 16,969 | 19,399 | |
| 同比 | 30.7% | 23.0% | -21.6% | 11.9% | 14.3% | |
| 归属母公司净利润 | 1,694 | 1,549 | 802 | 1,626 | 2,049 | |
| 同比 | 48.8% | -8.5% | -48.2% | 102.8% | 26.0% | |
| 毛利率(%) | 39.8% | 42.5% | 41.0% | 40.1% | 40.5% | |
| ROE% | 15.2% | 13.2% | 6.4% | 11.5% | 12.6% | |
| EPS(摊薄)(元) | 0.63 | 0.57 | 0.30 | 0.60 | 0.76 | |
| P/E | 14.70 | 16.07 | 31.05 | 15.31 | 12.15 | |
| P/B | 2.23 | 2.12 | 1.98 | 1.75 | 1.53 | |
| EV/EBITDA | 7.79 | 7.62 | 11.77 | 7.83 | 5.78 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 营业总收入 | 15,71 | 19,337 | 15,167 | 16,969 | 19,399 | |
| 营业成本 | 9,466 | 11,113 | 8,946 | 10,158 | 11,533 | |
| 营业税金及 | 111 | 127 | 102 | 114 | 130 | |
| 销售费用 | 2,570 | 4,055 | 3,792 | 3,479 | 3,880 | |
| 管理费用 | 522 | 1,029 | 637 | 594 | 582 | |
| 研发费用 | 364 | 414 | 303 | 339 | 388 | |
| 财务费用 | -76 | -123 | -37 | -59 | -69 | |
| 减值损失合 | 867 | -619 | -510 | -280 | -330 | |
| 投资净收益 | 127 | 50 | 91 | 102 | 116 | |
| 其他 | -1,675 | 1 | 91 | 51 | 58 | |
| 营业利润 | 2,080 | 2,152 | 1,096 | 2,217 | 2,800 | |
| 营业外收支 | 188 | -23 | -16 | -16 | -16 | |
| 利润总额 | 2,268 | 2,129 | 1,081 | 2,201 | 2,784 | |
| 所得税 | 587 | 595 | 285 | 589 | 752 | |
| 净利润 | 1,682 | 1,534 | 796 | 1,613 | 2,031 | |
| 少数股东损 | -12 | -16 | -6 | -14 | -18 | |
| 归属母公司 | 1,694 | 1,549 | 802 | 1,626 | 2,049 | |
| EBITDA | 2,930 | 2,971 | 1,737 | 2,485 | 3,086 | |
| EPS(当 | 0.63 | 0.57 | 0.30 | 0.60 | 0.76 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 经营活动现金流 | 955 | 1,677 | 1,323 | 1,459 | 2,094 | |
| 净利润 | 1,682 | 1,534 | 796 | 1,613 | 2,031 | |
| 折旧摊销 | 244 | 373 | 350 | 200 | 200 | |
| 财务费用 | 33 | 12 | 13 | 13 | 13 | |
| 投资损失 | -127 | -50 | -91 | -102 | -116 | |
| 营运资金变 | -1,639 | -832 | -271 | -561 | -380 | |
| 其它 | 762 | 640 | 526 | 296 | 346 | |
| 投资活动现 | 791 | -560 | 875 | -464 | -449 | |
| 资本支出 | -471 | -342 | -316 | -566 | -566 | |
| 长期投资 | 1,823 | -250 | 1,000 | 0 | 0 | |
| 其他 | -561 | 32 | 191 | 102 | 116 | |
| 筹资活动现 | -785 | -849 | -18 | -13 | -13 | |
| 吸收投资 | 119 | 0 | -1 | 0 | 0 | |
| 借款 | -11 | -65 | 0 | 0 | 0 | |
| 支付利息或 | -682 | -965 | -13 | -13 | -13 | |
| 现金流净增 | 952 | 281 | 2,180 | 981 | 1,631 | |

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，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。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|------|-----|-------------|--|
| 销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北 | 卞双 | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com |
| 华北 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北 | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com |
| 华北 | 欧亚菲 | 18618428080 | ouyafei@cindasc.com |
| 华北 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华东总监 | 王莉本 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华南总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南 | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com |
| 华南 | 闫娜 | 13229465369 | yanna@cindasc.com |
| 华南 | 焦扬 | 13032111629 | jiaoyang@cindasc.com |
| 华南 | 江开雯 | 18927445300 | jiangkaiwen@cindasc.com |
| 华南 | 曹曼茜 | 18693761361 | caomanqian@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。