

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。