

相关研究

《业绩拐点显现, 服饰龙头再起航》2021.02

《Q4 收入环比改善, 业绩拐点确立》2021.02

疫情拖累业绩表现, 轻装上阵成长可期

2021年4月12日

事件: 公司 2020 年实现收入 152.05 亿元, 同降 21.37%, 归母净利 8.06 亿元, 同降 48.00%, 扣非净利 7.57 亿元, 同降 49.01%, EPS 为 0.30 元。每 10 股分红 2.5 元 (含税)。受疫情影响公司业绩下滑, 盈利拐点显现。

点评:

- **20Q4 收入增速环比改善, 净利同比显著增长。**分季度来看, 20Q4 公司收入为 57.55 亿元、同降 5.28%, 净利 5.90 亿元、同增 143.61%, 较前三季度收入降幅显著收窄、业绩同比恢复增长。剔除 Kidlizz 并表影响, 我们估计 20Q4 公司收入实现高个位数增长, 利润总额同增约 50%, 业绩拐点显现, 冷冬催化、疫情影响改善下终端销售回暖, 估计童装收入同增约 15%, 休闲装收入下滑约 10%, 在门店数量同比减少背景下电商、同店驱动收入保持增长。
- **疫情+关店影响休闲装收入, 童装收入表现较好。**分业务来看, 2020 年公司休闲装、童装实现收入 49.56 亿元、101.32 亿元, 同增-24.26%、-19.99%。1) 受肺炎疫情影响, 2020 年公司休闲装收入同比下滑, 此外公司休闲装业务优化渠道结构、关闭低效门店, 2020 年底共有门店 3091 家, 同比减少 17.92%。2) 2020 年 9 月公司剥离亏损资产 Kidlizz 品牌, 剔除品牌剥离影响童装收入 90.38 亿元, 同降 6.77%, 主要受疫情影响线下收入表现, 巴拉巴拉品牌行业优势地位明显, 渠道结构较为健康, 收入表现相对较好, 20 年末公司童装门店 5634 家、同降 2.69%, 较 20 年 6 月底净开店 62 家, 渠道优化有望结束。
- **线下渠道受疫情影响较大, 童装驱动线上收入增长。**分渠道来看: 1) 2020 年公司线下直营、加盟、联营收入为 19.97 亿元、66.57 亿元、6.27 亿元, 同增-33.31%、-36.78%、79.09%。公司受疫情影响线下客流下降、门店结构优化、剥离 Kidlizz 品牌导致直营、加盟收入同比下滑幅度较大, 联营收入, 2020 年末直营、加盟、联营门店数为 681 家、7693 家、351 家, 同比增长-48.02%、-11.34%、30.00%。2) 2020 年公司线上收入为 58.09 亿元、同增 8.89%, 其中休闲装线上收入估计同比下滑、公司强化线上盈利能力, 童装线上头部效应扩大、积极布局直播等新业务, 收入保持较快增长。
- **毛利率同比下降、费用率提升, 库存周转加快、库龄较为健康。**1) 2020 年公司毛利率为 40.34%, 同降 2.19PCT, 其中休闲装、童装毛利率为 35.88%、42.44%, 同增 0.28PCT、-3.62PCT。公司注重渠道盈利能力, 休闲装毛利率同比增长, 童装剥离 Kidlizz 导致毛利率同比下降。2) 2020 年公司销售、管理、研发、财务费用率为 22.03%、5.42%、1.92%、-0.50%, 同增 1.06PCT、0.10PCT、-0.22PCT、0.13PCT。疫情影响下公司销售、管理费用率有所提升。3) 2020 年底公司存货 25.01 亿元, 同比减少 37.62%, 存货周转天数 131 天, 同比减少 7 天, 主要由于出售 Kidlizz 且加强存货管理, 强化柔性化供应链运营能力。2020 年底公司库龄 1 年以内、1-2 年、2 年以上存货占比为 77.47%、19.72%、

2.81%，疫情发生后公司合理规划库存采购、积极通过电商、奥莱、新零售等去库存，库龄结构较为健康。

- **休闲装持续优化调整，童装升级巩固优势地位。**1) 休闲装方面公司更新品牌价值关键词“快节奏、高效、随时奔跑”，通过达人种草、KOC、线下 workshop 互动等多种营销模式强化年轻人群的品牌影响力，并强化功能性面料研发优化商品结构，扩充消费群体。2021 年休闲装线下渠道调整有望结束，线上加强投入，疫情影响改善后收入有望恢复增长。2) 童装方面，巴拉巴拉在 logo、产品、营销、门店形象等方面升级，与迪士尼、敦煌博物馆、梵高博物馆等 IP 合作，强化品牌影响力，马卡乐、Cocotree、迷你巴拉等其他童装品牌同样通过多种营销方式提升品牌知名度。公司童装业务优势明显，2021 年线上线下渠道拓展持续，疫情影响改善后收入增长有望提速。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持 2021-22 年 EPS 预测为 0.60/0.76 元，预测 2023 年 EPS 为 0.90 元，目前股价对应 21 年 16.87 倍 PE。公司估值处于较低水平，短期业绩拐点显现，疫情改善后头部品牌有望进一步扩张市场份额，补库存预期下业绩有望超预期，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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	19,337	15,205	16,871	19,454	22,294
增长率 YoY %	23.0%	-21.4%	11.0%	15.3%	14.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,549	806	1,623	2,063	2,423
增长率 YoY%	-8.5%	-48.0%	101.5%	27.1%	17.4%
毛利率%	42.5%	40.3%	40.4%	40.8%	41.1%
净资产收益率ROE%	13.2%	7.0%	12.4%	13.6%	13.8%
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.30	0.60	0.76	0.90
市盈率 P/E(倍)	17.18	33.55	16.87	13.27	11.30
市净率 P/B(倍)	2.26	2.36	2.09	1.81	1.56

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 4 月 12 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	11,314	12,751	13,356	15,599	18,381	
货币资金	2,548	5,047	5,179	6,219	7,854	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,973	1,392	1,618	1,972	2,321	
预付账款	247	176	211	241	269	
存货	4,109	2,501	3,303	4,105	4,858	
其他	2,437	3,634	3,045	3,062	3,080	
非流动资产	5,307	4,419	4,264	4,559	4,804	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	2,237	2,142	2,287	2,432	2,577	
无形资产	723	462	262	312	362	
其他	2,347	1,815	1,715	1,815	1,865	
资产总计	16,621	17,170	17,620	20,158	23,185	
流动负债	3,997	4,958	3,802	4,300	4,934	
短期借款	267	0	0	0	0	
应付票据	462	1,962	495	568	648	
应付账款	2,209	2,036	2,202	2,526	2,879	
其他	1,059	960	1,105	1,205	1,407	
非流动负债	829	711	711	711	711	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	829	711	711	711	711	
负债合计	4,826	5,669	4,514	5,011	5,645	
少数股东权益	30	28	11	-13	-42	
归属母公司	11,765	11,473	13,096	15,159	17,582	
负债和股东权益	16,621	17,170	17,620	20,158	23,185	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	19,337	15,205	16,871	19,454	22,294	
同比	23.0%	-21.4%	11.0%	15.3%	14.6%	
归属母公司净利润	1,549	806	1,623	2,063	2,423	
同比	-8.5%	-48.0%	101.5%	27.1%	17.4%	
毛利率(%)	42.5%	40.3%	40.4%	40.8%	41.1%	
ROE%	13.2%	7.0%	12.4%	13.6%	13.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.30	0.60	0.76	0.90	
P/E	17.18	33.55	16.87	13.27	11.30	
P/B	2.26	2.36	2.09	1.81	1.56	
EV/EBITDA	8.20	11.69	8.65	6.94	5.52	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	19,33	15,205	16,871	19,454	22,294	
营业成本	11,113	9,071	10,047	11,526	13,134	
营业税金及	127	136	101	117	134	
销售费用	4,055	3,349	3,458	3,891	4,459	
管理费用	1,029	824	709	681	780	
研发费用	414	292	337	389	446	
财务费用	-123	-77	-75	-77	-87	
减值损失合	-619	-525	-230	-280	-330	
投资净收益	50	68	101	117	134	
其他	1	-48	51	58	67	
营业利润	2,152	1,105	2,215	2,822	3,299	
营业外收支	-23	-17	-17	-17	-17	
利润总额	2,129	1,088	2,198	2,805	3,283	
所得税	595	294	592	766	889	
净利润	1,534	794	1,606	2,040	2,394	
少数股东损	-16	-11	-17	-24	-29	
归属母公司	1,549	806	1,623	2,063	2,423	
EBITDA	2,971	1,882	2,568	3,050	3,542	
EPS(当	0.57	0.30	0.60	0.76	0.90	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1,677	4,457	-753	1,490	2,068	
净利润	1,534	794	1,606	2,040	2,394	
折旧摊销	373	349	350	200	200	
财务费用	12	53	0	0	0	
投资损失	-50	-68	-101	-117	-134	
营运资金变	-832	2,613	-2,854	-930	-739	
其它	640	716	247	297	347	
投资活动现	-560	-647	885	-450	-433	
资本支出	-342	-128	-317	-567	-567	
长期投资	-250	-518	1,000	0	0	
其他	32	-1	201	117	134	
筹资活动现	-849	-1,304	0	0	0	
吸收投资	0	2	0	0	0	
借款	-65	-38	0	0	0	
支付利息或	-965	-1,222	0	0	0	
现金流净增	281	2,500	132	1,040	1,635	
加额						

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
全国销售总监	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
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@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。