

相关研究

《疫情拐点有望显现,越南布局造就
针织运动服饰龙头》2020.09

《业绩边际改善,疫情影响拐点值得
期待》2020.10

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

商誉减值影响净利,疫情影响逐步改善

2021年4月24日

事件: 公司发布2020年年报及2021年一季报,2020年实现收入15.82亿元、同降11.12%,归母净利-5.28亿元、2019年为2.73亿元,扣非净利-5.47亿元、2019年为2.30亿元,EPS为-1.31元。公司净利亏损主要由于受疫情影响、俏尔婷婷计提商誉减值5.54亿元。2021Q1公司实现收入4.14亿元、同增11.26%,归母净利4737.77元、同降13.49%,扣非净利4722.22元、同增4.79%。21Q1疫情影响改善、客户订单恢复,收入同比恢复增长,政府补助减少导致公司净利同比下滑。

点评:

- **20年运动棉袜收入增长稳定,无缝服饰收入下滑,20Q4收入表现改善。** 1)分产品来看,2020年公司针织休闲棉袜、针织运动棉袜、无缝休闲服饰、无缝运动服饰实现收入1.81亿元、8.79亿元、1.49亿元、3.30亿元,同增-33.69%、5.74%、-20.79%、-27.09%。公司休闲棉袜客户优化调整、收入同比下滑,运动品牌客户棉袜订单稳定增长。公司无缝服饰客户结构较为集中,疫情影响下客户订单流失、新客户拓展难度较大,收入下滑幅度较大。2)分季度来看,2020Q1-Q4公司收入同增-7.79%、-15.91%、-12.90%、-7.80%,20Q4疫情对收入影响改善,21Q1收入恢复增长。
- **20年毛利率同比下降、费用率增长、经营现金流减少。** 1)2020年毛利率同降9.09PCT至20.10%,其中针织休闲棉袜、针织运动棉袜、无缝休闲服饰、无缝运动服饰毛利率为20.95%、22.87%、8.73%、16.76%,同增-4.94PCT、-5.17PCT、-23.25PCT、-16.36PCT,疫情影响下公司收入减少、成本刚性导致毛利率下滑,无缝服饰下降幅度较大。21Q1公司毛利率同增2.13PCT至26.60%。2)2020年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率为3.15%、9.78%、1.62%、2.91%,同增0.03PCT、2.59PCT、1.46PCT、0.34PCT,公司收入下降、费用率同比增长。21Q1公司费用率同比有所提升。3)2020年公司经营活动现金流净额同降26.05%至2.59亿元,主要受收入下降影响,21Q1经营活动现金流净额同降56.27%至3231.15万元,主要由于材料款支付增加。
- **疫情影响下游客户订单,俏尔婷婷计提大额减值。** 2020年受疫情影响,下游客户减少订单,从行业来看,2020年我国出口袜品127.8亿双、同降16%,出口金额44.7亿美元、同降17%,2020年出口无缝服饰53.3亿件、同降15%,出口金额113亿美元、同降8%。2020年公司积极拓展棉袜客户,推进越南清化基地投产,关闭杭州工厂,优化棉袜产能布局。2020年俏尔婷婷无缝服饰订单流失,且越南新建产能因为疫情难以正常验厂,导致收入下滑幅度较大、计提大额商誉减值。
- **疫情影响逐步改善,轻装上阵增长值得期待。** 2021年全球疫情有所改善,品牌商终端销售恢复,下游订单有望迎来改善,公司积极拓展客户,筹建欧洲办事处,并加强与国内运动品牌、线上品牌合作。产能方面,

公司继续推进海外产能布局，2021 年推进越南清化棉袜工厂扩建，计划全年实现棉袜产量 8000 多万双、越南棉袜产量达 2 亿双，国内建设贵州棉袜及辅料项目，预计 2021 年中期投产。无缝服饰公司加快贵州鼎盛生产基地扩建，2021 年新增年产能 1200 万件无缝针织运动服饰项目，计划新增 96 台编织机投产。

- **盈利预测与投资评级：**我们维持 2021-22 年 EPS 预测为 0.65/0.81 元，预测 2023 年 EPS 为 0.99 元，目前股价对应 21 年 13 倍 PE，估值处于较低水平。我们看好公司持续扩张越南产能，打造棉袜、无缝服饰制造双龙头，疫情影响改善后业绩修复弹性较大，维持“买入”评级。
- **风险因素：**疫情影响超预期、汇率大幅波动、新客户拓展低于预期等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,780	1,582	2,001	2,416	2,862
增长率 YoY %	12.9%	-11.1%	26.4%	20.7%	18.5%
归属母公司净利润(百万元)	273	-528	271	337	410
增长率 YoY%	32.4%	-293.1%	151.3%	24.7%	21.6%
毛利率%	29.2%	20.1%	28.1%	28.4%	28.6%
净资产收益率ROE%	9.0%	-22.1%	10.2%	11.3%	12.1%
EPS(摊薄)(元)	0.66	-1.27	0.65	0.81	0.99
市盈率 P/E(倍)	16.38	—	13.31	10.68	8.78
市净率 P/B(倍)	1.47	1.40	1.36	1.20	1.06

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 4 月 23 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	1,180	1,344	1,535	1,780	2,093	
货币资金	312	534	549	645	813	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	311	316	399	482	571	
预付账款	9	12	11	14	17	
存货	458	430	512	569	616	
其他	90	52	64	69	75	
非流动资产	2,583	1,989	2,116	2,297	2,456	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	1,359	1,480	1,550	1,662	1,778	
无形资产	234	263	271	289	302	
其他	989	246	296	346	376	
资产总计	3,763	3,333	3,652	4,077	4,549	
流动负债	705	742	790	879	942	
短期借款	390	419	419	419	419	
应付票据	64	60	70	83	99	
应付账款	137	116	154	180	207	
其他	114	147	147	197	217	
非流动负债	9	206	206	206	206	
长期借款	0	201	201	201	201	
其他	9	5	5	5	5	
负债合计	714	948	997	1,085	1,148	
少数股东权益	0	0	-1	-2	-3	
归属母公司	3,049	2,385	2,656	2,993	3,403	
负债和股东权益	3,763	3,333	3,652	4,077	4,549	

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	1,780	1,582	2,001	2,416	2,862	
同比	12.9%	-11.1%	26.4%	20.7%	18.5%	
归属母公司净利润	273	-528	271	337	410	
同比	32.4%	-	151.3%	24.7%	21.6%	
毛利率(%)	29.2%	20.1%	28.1%	28.4%	28.6%	
ROE%	9.0%	-22.1%	10.2%	11.3%	12.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.66	-1.27	0.65	0.81	0.99	
P/E	16.38	—	13.31	10.68	8.78	
P/B	1.47	1.40	1.36	1.20	1.06	
EV/EBITDA	12.15	17.09	9.96	8.14	6.75	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,780	1,582	2,001	2,416	2,862	
营业成本	1,261	1,264	1,439	1,731	2,044	
营业税金及	15	14	20	24	29	
销售费用	55	50	60	72	86	
管理费用	151	155	144	174	206	
研发费用	50	46	60	72	86	
财务费用	3	26	23	22	20	
减值损失合	-3	-563	-3	-3	-3	
投资净收益	-3	3	4	5	6	
其他	63	33	43	51	60	
营业利润	302	-499	300	374	454	
营业外收支	-3	-10	0	0	0	
利润总额	299	-509	300	374	454	
所得税	27	19	30	37	45	
净利润	272	-528	270	336	409	
少数股东损	-1	0	-1	-1	-1	
归属母公司	273	-528	271	337	410	
EBITDA	375	200	369	439	505	
EPS(当	0.66	-1.27	0.65	0.81	0.99	

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	351	259	266	406	452	
净利润	272	-528	270	336	409	
折旧摊销	127	147	91	97	94	
财务费用	12	26	37	37	37	
投资损失	3	-3	-4	-5	-6	
营运资金变	-64	53	-130	-62	-85	
其它	0	565	3	3	3	
投资活动现	-232	-35	-214	-273	-247	
资本支出	-356	-111	-218	-278	-253	
长期投资	36	20	0	0	0	
其他	89	56	4	5	6	
筹资活动现	-201	-96	-37	-37	-37	
吸收投资	1	0	0	0	0	
借款	-49	234	0	0	0	
支付利息或	-39	-156	-37	-37	-37	
现金流净增	-63	57	15	96	168	
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	wangyupei@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	曹蔓茜	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。