

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

《商誉减值影响净利,疫情影响逐步
改善》2021.4

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

业绩改善初显, 回购彰显信心

2021年8月13日

事件: 公司发布 2021 年中报, 2021H1 实现收入 9.12 亿元、同增 25.10%, 实现归母净利 1.08 亿元、同增 96.40%, EPS 为 0.28 元。2021Q2 公司实现收入 4.97 亿元、同增 39.54%, 归母净利 6080 万元、同增 19134.44%, 下游需求持续修复, 低基数影响下业绩弹性较大。

点评:

- **棉袜产品供不应求, 无缝业务收入增速有提升空间。** 1) 2021H1 公司棉袜收入同增 27.6%至 6.74 亿元, 国内疫情有效控制, 全球消费有所复苏, 公司下游需求持续旺盛, 棉袜产品供不应求, 公司对客户结构进行优化, 调整价格敏感度较高的客户订单, 并上调产品价格缓解上游涨价影响。2) 2021H1 公司无缝业务收入同增 18.6%至 2.37 亿元, 收入恢复增长, 但由于大客户 DELTA 订单下降幅度较大导致收入增速较低, 公司积极拓展新客户, 维护老客户, 推动订单增长。
- **2021H1 毛利率恢复、管理费用率下降、经营现金流减少。** 1) 2021H1 毛利率同增 6.58PCT 至 27.75%, 疫情影响减弱、公司收入增长恢复正常, 盈利能力恢复历史平均水平。2) 2021H1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率为 3.32%、6.86%、1.38%、2.89%, 同增 0.05PCT、-1.31PCT、1.14PCT、0.02PCT, 公司销售、管理人员增加且薪资提升, 贷款利息支出及汇兑损失增加导致财务费用率提升。3) 2021H1 公司经营活动现金流净额同降 94.15%至 817.62 万元, 主要由于原材料价格上涨、公司增加库存备货, 且出货销售受海运影响。
- **订单持续恢复, 公司扩充贵州产能。** 2020 年受疫情影响, 公司订单减少、产能拓展放缓, 2021 年下游需求恢复增长, 公司积极拓展新客户, 其中无缝业务与 HM、李宁及以色列 TEFRON、IKAR 等新客户合作, 目前 TEFRON 已开始下单, IKAR 预计 2021 年三季度末开始生产。公司棉袜业务在贵州规划新增加 1000 台袜机, 其中 2021 年三季度投产 440 台, 无缝业务扩建贵州产能规模, 2021H1 新增 50 台无缝针织机, 越南产能开机率提升至 7 成、生产逐步正常。
- **运营能力不断提升, 回购彰显管理层信心。** 公司注重研发投入, 组建欧洲、日本公司, 招聘海外高端人才提升设计研发能力。公司积极优化无缝服饰 ERP 系统, 在贵州、越南清化工厂上线 ERP, 强化工厂精细化管理能力。2021 年 6 月公司计划以自有资金回购公司股份 1~2 亿元用于减少注册资本, 截止 2021 年 7 月底已累积回购 223.13 万股, 占总股本的 0.57%, 回购金额为 1993.71 万元, 回购计划尚未完成。持续回购彰显管理层对未来发展信心。
- **盈利预测与投资评级:** 由于公司推出股权激励短期增加费用且股票回购注销减少股本, 我们调整 2021-23 年 EPS 预测为 0.63/0.81/1.03 元(原值为 0.65/0.81/0.99 元), 目前股价对应 21 年 14 倍 PE, 估值处于较低水平。我们看好疫情控制后公司业绩持续修复, 下半年盈利能力有望

进一步提升，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	247	319	404
增长率 YoY%	32.4%	-293.1%	146.8%	29.2%	26.6%
毛利率%	29.2%	20.1%	28.1%	28.4%	28.6%
净资产收益率ROE%	9.0%	-22.1%	9.5%	10.9%	12.1%
EPS(摊薄)(元)	0.70	-1.34	0.63	0.81	1.03
市盈率 P/E(倍)	15.46	—	13.85	10.72	8.47
市净率 P/B(倍)	1.39	1.32	1.31	1.17	1.03

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年8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	1,180	1,344	1,489	1,715	2,022	
货币资金	312	534	503	580	742	
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	3,605	4,012	4,478	
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	-1	-3	
归属母公司	3,049	2,385	2,609	2,928	3,332	
负债和股东权益	3,763	3,333	3,605	4,012	4,478	

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	247	319	404	
同比	32.4%	-	146.8%	29.2%	26.6%	
毛利率(%)	29.2%	20.1%	28.1%	28.4%	28.6%	
ROE%	9.0%	-22.1%	9.5%	10.9%	12.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.70	-1.34	0.63	0.81	1.03	
P/E	15.46	—	13.85	10.72	8.47	
P/B	1.39	1.32	1.31	1.17	1.03	
EV/EBITDA	12.15	17.09	10.33	8.24	6.61	

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	170	193	212	
研发费用	50	46	60	72	86	
财务费用	3	26	23	23	21	
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	274	354	448	
营业外收支	-3	-10	0	0	0	
利润总额	299	-509	274	354	448	
所得税	27	19	27	35	45	
净利润	272	-528	246	318	403	
少数股东损	-1	0	-1	-1	-1	
归属母公司	273	-528	247	319	404	
EBITDA	375	200	343	420	500	
EPS(当	0.70	-1.34	0.63	0.81	1.03	

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	243	388	446	
净利润	272	-528	246	318	403	
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	-60	-37	-37	
吸收投资	1	0	-23	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	-32	78	162	
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	liuchexu@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@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	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@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	wangyufe@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

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。