

相关研究

《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》2021.04

《收入恢复快速增长, 盈利能力显著

提升》2021.05

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

业绩显著改善, 静待龙头长期成长

2021年9月1日

事件: 公司发布 2021 年中报, 实现收入 65.16 亿元, 同增 13.65%, 归母净利润 6.65 亿元, 同增 2980.24%, 扣非净利 6.13 亿元, 同增 1219.34%, EPS 为 0.25 元。2021Q2 公司收入 32.06 亿元, 同增 7.01%, 归母净利润 3.13 亿元, 同增 7499.66%, 扣非净利 2.78 亿元, 同增 1061.42%。疫情影响持续改善、亏损业务剥离, 公司盈利能力显著修复。

点评:

- **休闲装恢复较快增长, 童装表现持续亮眼。** 1) 2021H1 公司休闲服饰收入 23.48 亿元、同增 28.71%, 期末门店 3128 家、较年初增加 1.20%, 公司受疫情影响改善, 产品持续升级, 收入同比快速增长; 2) 2021H1 公司儿童服饰收入 41.08 亿元、同增 6.88%, 期末门店 5605 家、较年初下降 1.50%, 主要由于 Kidiliz 品牌剥离影响, 可比口径下公司童装收入同增约 36%, 业务复苏力度较强, 收入表现持续亮眼。3) 分渠道来看, 21H1 公司线上、直营、加盟、联营收入为 26.92 亿元、6.78 亿元、27.62 亿元、3.24 亿元, 同增 24.01%、-21.04%、9.23%、196.30%, 剔除 Kidiliz 影响公司直营、加盟收入同增 21.51%、25.53%。
- **毛利率同比增长、费用率下降, 库存同比减少。** 1) 2021H1 公司毛利率同增 0.92PCT 至 44.18%, 其中休闲服饰、儿童服饰毛利率为 43.55%、44.48%, 同增 8.54PCT、-2.53PCT, 疫情影响改善、折扣率提升推动毛利率增长, 剥离高毛利率 Kidiliz 导致童装毛利率下降。2) 2021H1 公司销售、管理、研发、财务费用率为 21.54%、4.18%、1.84%、-1.12%, 同增-5.87PCT、-3.13PCT、-0.30PCT、-0.13PCT。公司剥离 Kidiliz 品牌减少费用、收入恢复增长, 规模效应下费用率均显著改善。3) 2021 年 6 月底公司存货 27.11 亿元, 同比减少 31.48%, 21H1 存货周转率为 1.40, 同比增加 0.35。公司 2020 年以前、2020 年季节、2021 年季节货品库存占比为 10%、32%、58%, 库龄结构较为健康。
- **休闲装提升品牌影响力, 童装强化龙头优势。** 1) 休闲装方面, 公司与知名咨询公司合作完成消费者调研, 继续加大品牌全域营销投入, 加强年轻群体影响力, 联合头部供应链打造功能休闲服心智, 并通过柔性供应链提升终端运营效率, 实现线上线下整合采购。2) 童装方面, 巴拉巴拉品牌获得天猫母婴亲子超级品牌营销奖, 加强线上、会员营销投入, 重视直播电商渠道, 2021H1 抖音直播 GMV 突破 2 亿、同比增长 12 倍, 在线下开设快闪店模式, 提升品牌影响力。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2021-2023 年归母净利润预测为 16.24/20.63/24.26 亿元, 目前股价对应 21 年 19.4 倍 PE, 估值相对于业绩增速处于较低水平。公司不断提升品牌影响力, 有望进一步扩张市场份额, 童装领先优势明显、长期成长空间较大, 休闲装有望保持增长, 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	16,874	19,465	22,317
增长率 YoY %	23.0%	-21.4%	11.0%	15.4%	14.6%
归属母公司净利润 (百万元)	1,549	806	1,624	2,063	2,426
增长率 YoY%	-8.5%	-48.0%	101.5%	27.1%	17.6%
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)	0.58	0.30	0.60	0.77	0.90
市盈率 P/E(倍)	17.16	33.51	19.43	15.29	13.00
市净率 P/B(倍)	2.26	2.35	2.41	2.08	1.79

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年8月31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	13,354	15,598	18,386	
货币资金	2,548	5,047	5,176	6,215	7,852	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,973	1,392	1,618	1,973	2,323	
预付账款	247	176	211	241	269	
存货	4,109	2,501	3,304	4,108	4,862	
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	17,618	20,157	23,190	
流动负债	3,997	4,958	3,803	4,303	4,938	
短期借款	267	0	0	0	0	
应付票据	462	1,962	496	569	648	
应付账款	2,209	2,036	2,203	2,528	2,881	
其他	1,059	960	1,105	1,206	1,409	
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	5,014	5,650	
少数股东权益	30	28	11	-13	-42	
归属母公司	11,765	11,473	13,093	15,156	17,582	
负债和股东权益	16,621	17,170	17,618	20,157	23,190	

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	16,874	19,465	22,317	
同比	23.0%	-21.4%	11.0%	15.4%	14.6%	
归属母公司净利润	1,549	806	1,624	2,063	2,426	
同比	-8.5%	-48.0%	101.5%	27.1%	17.6%	
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)	0.58	0.30	0.60	0.77	0.90	
P/E	17.16	33.51	19.43	15.29	13.00	
P/B	2.26	2.35	2.41	2.08	1.79	
EV/EBITDA	8.20	11.69	10.27	8.30	6.69	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	19,337	15,205	16,874	19,465	22,317	
营业成本	11,113	9,071	10,049	11,533	13,147	
营业税金及	127	136	101	117	134	
销售费用	4,055	3,349	3,459	3,893	4,463	
管理费用	1,029	824	709	681	781	
研发费用	414	292	337	389	446	
财务费用	-123	-77	-75	-75	-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	2,216	2,822	3,303	
营业外收支	-23	-17	-17	-17	-17	
利润总额	2,129	1,088	2,199	2,805	3,287	
所得税	595	294	592	766	890	
净利润	1,534	794	1,607	2,040	2,397	
少数股东损	-16	-11	-17	-24	-29	
归属母公司	1,549	806	1,624	2,063	2,426	
EBITDA	2,971	1,882	2,568	3,052	3,545	
EPS(当	0.58	0.30	0.60	0.77	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	1,489	2,069	
净利润	1,534	794	1,607	2,040	2,397	
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	-2,855	-931	-740	
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	1,039	1,637	
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
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@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。