

相关研究

《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

《业绩显著改善, 静待龙头长期成长》2021.09

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

疫情影响业绩表现, 盈利能力持续提升

2021年10月31日

事件: 公司公告 2021 年前三季度实现收入 100.21 亿元、同增 6.04%, 实现归母净利 9.43 亿元, 同增 336.64%, 扣非净利 8.75 亿元、同增 602.21%, EPS 为 0.35 元。其中 2021Q3 公司实现收入 35.04 亿元、同降 5.69%, 实现扣非净利 2.78 亿元、同增 42.85%, 扣非净利 2.62 亿元、同增 45.97%。受区域性疫情反复、服装消费环境低迷影响, 21Q3 公司收入同比下滑, 毛利率提升、销售费用率下降推动净利保持增长。

点评:

- **21Q3 收入表现受疫情反复、服装消费低迷影响。** 1) 2021 年前三季度成人装实现收入约 34 亿元, 同比增长 17.3%, 公司深耕服装主业, 升级品牌形象, 21Q3 受疫情影响反复、服装消费环境低迷等影响, 收入增速有所下降; 2) 2021 年前三季度公司儿童服饰实现收入 65.38 亿, 同比增长 1%, 剔除法国 Kidiliz 剥离等影响可比增速为 23%, 公司童装行业优势地位明显, 业务复苏力度较强, 但 2021Q3 同样受疫情反复影响收入增速有所下滑。
- **毛利率同比增长、费用率下降, 冬装备货增加。** 1) 2021 年前三季度公司毛利率同增 1.27PCT 至 43.15%, 可比口径 42.83%, 增长 3.38PCT, 成人提高 2.95PCT, 儿童 3PCT。线上 1.94, 直营 4.62, 加盟 3.28。疫情影响同比改善、折扣率提升推动毛利率增长, 其中 2021Q3 毛利率同增 1.48PCT 至 41.24%。2) 2021 年前三季度公司销售、管理、研发、财务费用率为 21.25%、4.32%、2.11%、-0.94%, 同增-5.17PCT、-1.17PCT、0.07PCT、-0.35PCT。公司收入保持增长、剥离 Kidiliz 品牌减少费用, 期间费用率同比下降。3) 2021 年 9 月底公司存货 40.23 亿元, 同比增加 23.93%, 主要由于冬季服装备货增加, 21 年前三季度存货周转率为 1.75, 同比增加 0.26。
- **休闲装优化品牌定位, 童装积极拓展新渠道。** 1) 休闲装方面, 公司继续加大品牌营销投入, 2021 年 9 月在茶卡盐湖开展时装秀, 强化品牌舒适、时尚、功能性、科技感特征, 推出爆款羽绒服、防水服装等产品。2) 童装方面, 巴拉巴拉品牌积极拓展新渠道, 联合抖音超品日实现全渠道声量超过 9.8 亿人次, 官方直播间累计观看超过 4000 万人次。公司携手知名设计师推出系列产品, 品牌形象、影响力不断提升, 推动长期收入增长。
- **盈利预测与投资评级:** 由于 21Q3 业绩表现低于预期, 我们下调公司 2021-2023 年 EPS 预测为 0.56/0.69/0.86 元 (原值为 0.60/0.77/0.90 元), 目前股价对应 21 年 13.41 倍 PE, 目前估值已处于较低水平。公司不断强化品牌竞争力, 未来疫情影响有望逐步控制, 公司收入增速有望进一步提升, 长期来看服装行业格局分散、龙头成长空间巨大, 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	15,839	17,868	20,517
增长率 YoY %	23.0%	-21.4%	4.2%	12.8%	14.8%
归属母公司净利润 (百万元)	1,549	806	1,506	1,853	2,326
增长率 YoY%	-8.5%	-48.0%	87.0%	23.0%	25.5%
毛利率%	42.5%	40.3%	40.9%	41.3%	41.8%
净资产收益率ROE%	13.2%	7.0%	11.6%	12.5%	13.6%
EPS(摊薄)(元)	0.58	0.30	0.56	0.69	0.86
市盈率 P/E(倍)	17.16	33.51	13.41	10.90	8.69
市净率 P/B(倍)	2.26	2.35	1.56	1.36	1.18

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 10 月 29 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	12,985	14,890	17,520	
货币资金	2,548	5,047	5,152	6,076	7,657	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,973	1,392	1,519	1,811	2,136	
预付账款	247	176	197	219	244	
存货	4,109	2,501	3,079	3,733	4,414	
其他	2,437	3,634	3,039	3,051	3,068	
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	17,250	19,449	22,324	
流动负债	3,997	4,958	3,550	3,918	4,494	
短期借款	267	0	0	0	0	
应付票据	462	1,962	462	517	589	
应付账款	2,209	2,036	2,053	2,297	2,616	
其他	1,059	960	1,036	1,104	1,290	
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	4,262	4,630	5,205	
少数股东权益	30	28	12	-9	-37	
归属母公司	11,765	11,473	12,976	14,829	17,155	
负债和股东权益	16,621	17,170	17,250	19,449	22,324	

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	15,839	17,868	20,517	
同比	23.0%	-21.4%	4.2%	12.8%	14.8%	
归属母公司净利润	1,549	806	1,506	1,853	2,326	
同比	-8.5%	-48.0%	87.0%	23.0%	25.5%	
毛利率(%)	42.5%	40.3%	40.9%	41.3%	41.8%	
ROE%	13.2%	7.0%	11.6%	12.5%	13.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.58	0.30	0.56	0.69	0.86	
P/E	17.16	33.51	13.41	10.90	8.69	
P/B	2.26	2.35	1.56	1.36	1.18	
EV/EBITDA	8.20	11.69	6.23	5.08	3.66	

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	15,839	17,868	20,517	
营业成本	11,113	9,071	9,366	10,481	11,934	
营业税金及	127	136	95	107	123	
销售费用	4,055	3,349	3,326	3,663	4,103	
管理费用	1,029	824	665	679	718	
研发费用	414	292	317	357	410	
财务费用	-123	-77	-75	-75	-86	
减值损失合	-619	-525	-230	-280	-330	
投资净收益	50	68	95	107	123	
其他	1	-48	48	54	62	
营业利润	2,152	1,105	2,057	2,536	3,168	
营业外收支	-23	-17	-17	-17	-17	
利润总额	2,129	1,088	2,040	2,520	3,152	
所得税	595	294	550	688	853	
净利润	1,534	794	1,491	1,832	2,298	
少数股东损	-16	-11	-16	-21	-28	
归属母公司	1,549	806	1,506	1,853	2,326	
EBITDA	2,971	1,882	2,419	2,781	3,428	
EPS(当	0.58	0.30	0.56	0.69	0.86	

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	-770	1,383	2,025	
净利润	1,534	794	1,491	1,832	2,298	
折旧摊销	373	349	350	200	200	
财务费用	12	53	0	0	0	
投资损失	-50	-68	-95	-107	-123	
营运资金变	-832	2,613	-2,763	-838	-697	
其它	640	716	247	297	347	
投资活动现	-560	-647	878	-459	-444	
资本支出	-342	-128	-317	-567	-567	
长期投资	-250	-518	1,000	0	0	
其他	32	-1	195	107	123	
筹资活动现	-849	-1,304	-4	0	0	
吸收投资	0	2	-4	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	105	924	1,582	
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	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@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	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	wangyufe@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	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。