

2022年08月25日

## 中高端童装领军品牌，疫情影响业绩承压

中性（首次）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,186	1,081	1,168	1,319
同比	-6%	-9%	8%	13%
归属母公司净利润（百万元）	-3	-5	6	40
同比	94%	-70%	217%	556%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	-0.01	-0.02	0.03	0.19
P/E（现价&最新股本摊薄）	-	-	302.39	46.06

### 投资要点

- **中高端童装领军品牌，22H1 疫情导致业绩压力较大。**安奈儿品牌创立于 1996 年，2017 年于深交所挂牌上市，定位中高端童装市场，是国内领先知名童装品牌。21 年国内童装市占率 0.71%、本土品牌中仅次于巴拉巴拉 (7.1%)、安踏 (1.61%) 和小猪班纳 (0.74%)。12-14 年公司业绩表现较好、收入/净利 CAGR 为 20%/42%；15-19 年收入 CAGR12%、由于渠道结构调整（提升低毛利电商渠道占比、增加直营比例）导致净利端波动较大；20 年以来受到疫情扰动、净利持续处于亏损状态，趋势上 20 年大幅下滑、21 年复苏，22H1 再度受到疫情影响。22H1 营收/净利同比分别-21.01%/-290.58%、毛利率同比-7.7pct（折扣率降低）、期间费用率+9.1pct。
- **童装覆盖全年龄段儿童，渠道直营为主、线上增速较为靓丽。**1) 分产品看，覆盖 0-12 岁全年龄段童装，分为大童 (4-12 岁) 及小童 (0-3 岁)，17-21 年收入 CAGR 分别为-1%/24%，公司以大童产品起家、大童收入占比较高、17-21 年稳定为 70%以上。12 年公司开始拓展小童产品线，小童品类近年来增速较为靓丽 (17-20 年收入增速达 39%，20 年起疫情影响下略回落)，17-21 年收入占比提升 11pct 至 28%。22H1 大童/小童收入同比分别-20.91%/-20.79%、占比分别为 80.42%/19.21%，主要受到疫情影响。2) 分渠道看，直营为主、线上渠道增长势头较好。从直营/加盟角度看，17-21 年收入 CAGR 分别为 5%/-3%，12-21 年直营收入占比提升 24pct 至 85%。22H1 直营/经销渠道收入同比分别-20%/-28%、占比分别为 89.2%/10.4%，截至 22H1 年末直营/加盟门店分别为 842/292 家；从线上/线下角度看，17-21 年收入 CAGR 分别为 9%/1%，近年来线上业务增长势头较好，收入占比由 12 年的 5% 提升至 21 年 36%，22H1 线上/线下收入同比分别+8.2%/-30.5%、占比分别为 33.5%/66.5%。
- **毛利率下滑、费用率上升，存货周转放缓。**1) 毛利率：12-21 年公司毛利率维持在 50%以上，16 年起毛利率呈现波动式下滑，主因低毛利线上渠道占比提升、折扣率降低所致。22H1 同比-7.65pct 至 53.22%，其中线上/直营/加盟分别同比+5.9pct/-5.7pct/-22.7pct，毛利率下滑主因产品折扣率降低、线上销售占比提升 (22H1 线上毛利率较线下低 24.5pct) 所致。2) 期间费用率：由于租金、人员等费用刚性，20 年起费用率持续提升。22H1 同比+9.1pct 至 65.23%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+5.7%+2.9%+0.7%-0.3pct。3) 净利率：毛利率及费用率传导下，22H1 归母净利率同比-25.0pct 至-17.64%，除毛利率降低、费用率上升外，还受到计提 0.41 亿元存货减值拖累。4) 存货：近年疫情影响下存货周转放缓，截至 22H1 存货 3.05 亿元/yoY+6.06%，存货周转天数 260 天，较 21H1 增加 41 天，主因终端销售受到疫情影响。
- **盈利预测与投资评级：**公司为国内知名童装品牌，近两年线下业务疫情影响下业绩承压，公司线上电商渠道改革成效初显，22H1 直播电商业务实现翻倍增长。21 年 11 月公司发布股票期权激励计划，22-23 年行权条件为营业收入或归母净利润同比增速不低于 15%、同时附有更高目标增速 20%，有利于绑定员工和公司利益、促公司长期持续良性发展。22 年 8 月公司拟设立合资公司研发抗病毒抗菌功能性儿童服饰，同时与清华大学高端院建立联合研究中心，持续为产品进行技术创新赋能。考虑疫情影响，我们预计 22-24 年归母净利润为-0.05/0.06/0.4 亿元，EPS 分别为-0.02/0.03/0.19 元/股，对应 23-24 年 PE 302/46X，首次覆盖给予“中性”评级。
- **风险提示：**疫情影响导致终端消费持续疲软、库存积压、竞争加剧等。

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

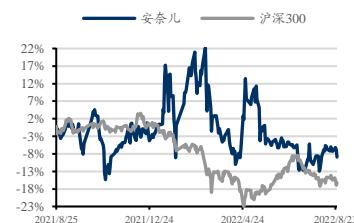
lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	8.59
一年最低/最高价	7.99/11.52
市净率(倍)	1.70
流通 A 股市值(百万元)	1,047.20
总市值(百万元)	1,821.78

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.04
资产负债率(% ,LF)	25.95
总股本(百万股)	212.08
流通 A 股(百万股)	121.91

### 相关研究

## 安奈儿三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1,324</b>	<b>1,321</b>	<b>1,440</b>	<b>1,494</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,186</b>	<b>1,081</b>	<b>1,168</b>	<b>1,319</b>
货币资金及交易性金融资产	836	897	920	958	营业成本(含金融类)	513	511	534	586
经营性应收款项	56	75	62	87	税金及附加	9	9	9	11
存货	357	300	371	393	销售费用	578	476	526	580
合同资产	0	0	0	0	管理费用	75	59	67	73
其他流动资产	75	50	88	56	研发费用	35	25	29	26
<b>非流动资产</b>	<b>295</b>	<b>268</b>	<b>250</b>	<b>234</b>	<b>财务费用</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期股权投资	1	1	1	1	加:其他收益	15	22	12	13
固定资产及使用权资产	230	201	181	165	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	14	16	18	18	减值损失	-4	-32	-5	-5
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	18	18	18	18	<b>营业利润</b>	<b>-3</b>	<b>-9</b>	<b>10</b>	<b>51</b>
其他非流动资产	31	31	31	31	<b>营业外净收支</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>-2</b>	<b>2</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,619</b>	<b>1,589</b>	<b>1,690</b>	<b>1,728</b>	<b>利润总额</b>	<b>4</b>	<b>-7</b>	<b>8</b>	<b>53</b>
<b>流动负债</b>	<b>386</b>	<b>362</b>	<b>457</b>	<b>455</b>	<b>减:所得税</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>2</b>	<b>13</b>
短期借款及一年内到期的非流动负债	96	126	156	170	<b>净利润</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>6</b>	<b>40</b>
经营性应付款项	209	156	215	193	<b>减:少数股东损益</b>	0	0	0	0
合同负债	22	14	20	21	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>6</b>	<b>40</b>
其他流动负债	59	65	66	71					
非流动负债	78	78	78	78	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.01	-0.02	0.03	0.19
长期借款	0	0	0	0	EBIT	-14	23	15	56
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	51	66	47	83
租赁负债	72	72	72	72					
其他非流动负债	7	7	7	7					
<b>负债合计</b>	<b>465</b>	<b>440</b>	<b>535</b>	<b>534</b>	毛利率(%)	56.70	52.74	54.29	55.53
归属母公司股东权益	1,154	1,149	1,155	1,194	归母净利率(%)	-0.26	-0.48	0.52	3.00
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,154</b>	<b>1,149</b>	<b>1,155</b>	<b>1,194</b>	收入增长率(%)	-5.67	-8.79	8.05	12.85
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,619</b>	<b>1,589</b>	<b>1,690</b>	<b>1,728</b>	归母净利润增长率(%)	93.53	-69.66	217.21	556.48

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	41	44	9	35	每股净资产(元)	6.80	5.42	5.45	5.63
投资活动现金流	-13	-14	-17	-10	最新发行在外股份(百万股)	212	212	212	212
筹资活动现金流	253	30	30	13	ROIC(%)	-0.92	1.30	0.83	2.97
现金净增加额	281	61	23	39	ROE-摊薄(%)	-0.26	-0.45	0.52	3.31
折旧和摊销	64	42	32	27	资产负债率(%)	28.71	27.70	31.66	30.88
资本开支	-14	-14	-17	-10	P/E(现价&最新股本摊薄)	-	-	302.39	46.06
营运资本变动	-30	-23	-36	-35	P/B(现价)	1.26	1.59	1.58	1.53

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>