

汲肖飞 纺服行业首席分析师

执业编号: S1500520080003

邮箱: jixiaofei@cindasc.com

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

新品牌新品类高效孵化, Q2 业绩持续向好

2023年8月31日

事件: 公司 2023H1 实现收入 27.73 亿元、同增 26.39%, 归母净利 1.50 亿元、同增 24.72%, 扣非归母净利 1.42 亿元、同增 20.57%, EPS 为 0.42 元。2023Q2 公司实现收入 15.29 亿元、同增 29.46%, 归母净利 9838.35 万元、同增 20.94%, 扣非归母净利 9662.81 万元, 同增 17.14%。2023H1 海外通胀高企、消费者移步线上, 公司以全链路数字化能力为基, 推动不同品牌的孵化成长及新品类新品牌的高效布局, 收入、业绩逐步向好。

点评:

- **规模化赋能服饰收入高增, 非服饰品类持续精简聚焦。** 1) 分品类看, 2023H1 公司物流服务、商品销售业务实现收入 5342.27 万元、27.08 亿元, 同增-28.07%、同增 27.93%。其中, 服装配饰方面, 公司深耕底层基础能力, 对新品牌、新品类高度复用, 实现规模化赋能, 带动 2023H1 服装配饰业务实现收入 19.54 亿元、同增 35.49%; 23H1 非服装配饰产品库存消化接近尾声, 公司加强核心品类聚焦, 带动非服饰配件业务收入同增 11.77%至 7.54 亿元。2) 分渠道看, 公司持续贯彻全球化、全渠道覆盖策略, 根据品牌发展阶段进行渠道布局, 2023H1 公司第三方平台实现收入 25.75 亿元、同增 26.72%, 其中亚马逊平台实现收入 24.39 亿元, 同增 25.67%, 占主营业务收入 88.32%; 自营渠道实现收入 9028.06 万元、同增 15.49%。
- **盈利能力持续优化, 尾程费用提升、推广力度加大抬升销售费用。** 1) 2023H1 公司毛利率为 69.20%, 同增 4.10PCT, 其中服饰配件、非服饰配件品类毛利率分别同增 3.45PCT、-1.11PCT 至 77.23%、51.16%。2) 2023H1 公司销售、管理、研发、财务费用率为 59.16%、2.11%、1.11%、-0.25%, 同增 5.24PCT、-0.51PCT、0.30PCT、0.03PCT, 其中 Amazon 尾程物流费用提升及品牌推广费上升导致销售费用率有所增加。3) 2023H1 公司经营活动现金流量同比增加 123.66%至 3.57 亿元, 主要由销售收款增加及运营效率提升所致。
- **行业生态逐步修复, 智能化精细化运营助力品牌高效孵化。** 我们认为 2023H1 行业生态逐步修复, 亚马逊“封号潮”影响逐渐消退, 海运周期降低、价格由高点逐步回落。公司以技术驱动, 基于全链路数字化和高效供应能力提高运行效率。产品设计环节, 公司通过精准挖掘消费者需求赋能产品研发, 通过搭建超 16000 款版型数据库, 有效提升设计效率、产品质量及消费者满意度。运营环节, 公司运用大数据技术优化供应链运转效率, 包括借助内外部数据指导采购行为、依托自主研发的 WMS 系统实现仓储、物流效率最大化。品牌孵化环节, 公司以数据驱动的销售运营能力为精细化、自动化赋能, 形成可复制的品牌经验。公司将持续致力于产品创新、技术进步, 构筑长期竞争力。
- **盈利预测:** 我们看好公司作为跨境电商龙头, 品牌化发展战略长期成长空间广阔, 以技术驱动业务发展, 打造坚实供应链管理优势及品类延伸能力, 业务发展优质高效。我们预计 2023-25 年归母净利为

4.18/5.64/7.78 亿元，同增 125.7%/34.9%/38.0%。公司竞争优势明显，短期业绩快速增长、长期发展空间较大，建议重点关注。

➤ **风险因素：**国际贸易风险、跨国经营风险、海运费价格波动风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5,565	4,909	6,568	8,578	11,267
增长率 YoY %	5.9%	-11.8%	33.8%	30.6%	31.3%
归属母公司净利润 (百万元)	348	185	418	564	778
增长率 YoY%	-22.9%	-46.8%	125.7%	34.9%	38.0%
毛利率%	62.8%	65.6%	67.5%	68.7%	69.7%
净资产收益率 ROE%	27.5%	12.7%	16.1%	17.8%	19.8%
EPS(摊薄)(元)	0.87	0.46	1.04	1.41	1.94
市盈率 P/E(倍)	42.47	79.76	35.34	26.19	18.98
市净率 P/B(倍)	11.67	10.15	5.69	4.67	3.75

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1,579	1,733	3,202	4,051	4,810	
货币资金	400	723	1,769	2,526	2,924	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	155	266	416	492	722	
预付账款	39	39	49	58	82	
存货	892	605	820	818	890	
其他	92	100	149	156	192	
非流动资产	664	628	572	486	363	
长期股权投资	3	4	4	4	4	
固定资产(合)	32	36	80	113	113	
无形资产	2	1	1	2	4	
其他	627	587	487	367	242	
资产总计	2,243	2,361	3,774	4,537	5,173	
流动负债	475	435	649	775	603	
短期借款	0	18	28	58	88	
应付票据	0	19	28	39	52	
应付账款	232	163	253	283	381	
其他	243	236	340	395	82	
非流动负债	502	471	531	605	635	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	502	471	531	605	635	
负债合计	977	906	1,180	1,379	1,238	
少数股东权益	0	0	-1	-2	-2	
归属母公司	1,266	1,455	2,596	3,159	3,937	
负债和股东权益	2,243	2,361	3,774	4,537	5,173	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	5,565	4,909	6,568	8,578	11,267	
同比(%)	5.9%	-11.8%	33.8%	30.6%	31.3%	
归属母公司净利润	348	185	418	564	778	
同比(%)	-22.9%	-46.8%	125.7%	34.9%	38.0%	
毛利率(%)	62.8%	65.6%	67.5%	68.7%	69.7%	
ROE%	27.5%	12.7%	16.1%	17.8%	19.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.87	0.46	1.04	1.41	1.94	
P/E	42.47	79.76	35.34	26.19	18.98	
P/B	11.67	10.15	5.69	4.67	3.75	
EV/EBITDA	0.27	-0.63	24.23	16.24	11.21	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	5,565	4,909	6,568	8,578	11,267	
营业成本	2,071	1,688	2,137	2,681	3,417	
营业税金及附加	5	8	11	17	23	
销售费用	2,809	2,758	3,744	4,890	6,422	
管理费用	144	140	184	244	320	
研发费用	36	48	53	86	113	
财务费用	42	-8	-13	-13	-19	
减值损失合计	-70	-79	-10	-15	-25	
投资净收益	4	0	0	0	0	
其他	16	16	38	34	-11	
营业利润	407	214	481	692	955	
营业外收支	1	-3	10	-30	-40	
利润总额	407	211	491	662	915	
所得税	60	26	74	99	137	
净利润	348	185	417	563	778	
少数股东损益	0	0	-1	-1	0	
归属母公司	348	185	418	564	778	
EBITDA	539	326	561	796	1,124	
EPS(当年)(元)	0.97	0.51	1.04	1.41	1.94	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	253	418	354	792	474	
净利润	348	185	417	563	778	
折旧摊销	94	125	127	143	151	
财务费用	25	-32	23	28	32	
投资损失	-4	0	0	0	0	
营运资金变	-289	72	-195	29	-562	
其它	79	68	-18	29	76	
投资活动现金流	-85	-46	-78	-111	-104	
资本支出	-88	-36	-78	-111	-104	
长期投资	0	-10	0	0	0	
其他	3	-1	0	0	0	
筹资活动现金流	-110	-63	770	76	28	
吸收投资	0	0	723	0	0	
借款	6	18	10	30	30	
支付利息或股息	0	0	-23	-28	-32	
现金流净增加额	52	320	1,046	757	398	

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，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。

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成分不曾与，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。