

中信证券研究部



冯重光
首席纺织分析师
S1010519040006



郑一鸣
纺织分析师
S1010519120002

核心观点

起步股份为儿童鞋服领域龙头，具备丰富婴童产业经验和资源。伴随快手头部直播电商团队辛选入股后，公司有望在新零售领域加强布局，未来或携手搭建婴童产业新零售平台，成长可期。考虑到疫情影响，我们预测公司 2020-22 年 EPS 为 0.24/0.37/0.39 元，现价对应 PE 为 59/38/36 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **国内童装与童鞋市场头部品牌，两大业务齐头并进。**公司是国内童鞋童装头部企业，旗下主要有“ABC KIDS”品牌。公司童鞋/童装在国内市场份额分别达 3.5%/0.5%，排名第四/十二。19 年收入/净利润分别为 15.2/1.4 亿元，同比+8.91%/-21.3%。

■ **经销渠道为主，定位二三线城市。**公司产品主要定位中端市场，面向 3-13 岁儿童，提供全季节各类儿童服饰产品。2019 年公司童鞋收入占比约 55%，童装约 35%。19 年公司线上收入占比约 5%，线下渠道占比 95%。年末公司线下拥有门店数量达 2403 家，其中市县和乡镇门店占比在 70%以上。加盟为主要收入来源，贡献线下近 99%收入。

■ **辛选入股起步股份，4.32 亿元获 10%股权。**9 月 16 日，公司公告称，控股股东香港起步将 10%股权转让给辛选投资与张晓双（辛选联合创始人），合计 4.32 亿元。股权交易完成后，辛巴系将成为公司第二大股东。

■ **辛选具备丰富新零售经验，双方未来有望产生强协同。**1) 辛选为快手顶级直播电商团队，2019 年辛巴个人 GMV 超 130 亿元。团队具有多个头部快手号，流量大且带货能力强，合计粉丝数超 1.87 亿。同时，辛选还拥有很强的供应链管理能力和合作超过 2000 个品牌，并拥有自主供应链。2) 双方联手后有望产生强协同。公司可借辛选资源及经验加速自有品牌新零售渠道的发展。辛选团队亦可借入股起步，切入婴童赛道，并迈入资本市场。另外，双方或共建母婴+儿童产业平台，深度布局产业新零售，为品牌提供从供应链到终端零售全方面的支持，改变行业生态。

■ **风险因素：**渠道拓展不及预期、存货积压减值风险、合作推进不及预期、短期股价涨幅较高，利润释放需要周期等。

■ **投资建议：**起步股份为婴童鞋服领域头部企业之一，具备丰富婴童产业经验和资源。随着快手头部直播电商团队辛选入股后，公司有望在新零售领域加强布局，未来或携手搭建婴童产业新零售平台，成长可期。考虑到疫情影响，我们预测公司 2020-22 年 EPS 为 0.24/0.37/0.39 元，现价对应 PE 为 59/38/36 倍。考虑到公司背靠快手一哥辛巴，具备较强稀缺性，参考可比公司估值情况，暂给予目标价 17 元，首次覆盖给予“买入”评级。

起步股份	603557
评级	买入（首次）
当前价	13.98 元
目标价	17 元
总股本	472 百万股
流通股本	470 百万股
52 周最高/最低价	13.98/7.91 元
近 1 月绝对涨幅	41.50%
近 6 月绝对涨幅	35.99%
近 12 月绝对涨幅	77.41%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,398.77	1,523.40	1,294.46	1,588.90	1,779.86
营业收入增长率	4%	9%	-15%	23%	12%
净利润(百万元)	180.71	142.53	112.43	172.45	185.20
净利润增长率	-7%	-21%	-21%	53%	7%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.38	0.30	0.24	0.37	0.39
毛利率%	36%	33%	34%	35%	35%
净资产收益率 ROE%	11.65%	8.51%	7.04%	10.08%	10.39%
每股净资产(元)	3.27	3.53	3.37	3.61	3.76
PE	37	47	59	38	36
PB	4	4	4	4	4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 21 日收盘价

目录

公司概况：专注主业，童鞋与童装齐头并进	1
财务分析：收入稳步增长，业绩仍在调整	1
经营概况：专注中端童装童鞋，重点布局二三线城市	4
产品：专注中端童装童鞋市场，市占率领先	4
渠道：渠道布局二三线城市，线上渠道进展较慢	6
供应链：部分童鞋自主生产，外协产量快速提升	7
辛选入股强强联合，加强新零售合作布局	8
辛选团队具备丰富的电商新零售经验	8
辛选入股，加强新零售合作布局	10
风险因素	11
盈利预测及估值	11

插图目录

图 1: 起步股份原有股权架构（股权转让前）	1
图 2: 起步股份营业收入（亿元）及同比增速(%).....	2
图 3: 起步股份净利润（亿元）及同比增速(%).....	2
图 4: 起步股份三大主要产品毛利率(%).....	2
图 5: 起步股份期间费用率（%）情况.....	2
图 6: 起步股份直营与加盟渠道毛利率(%)	3
图 7: 起步股份线上与线下销售毛利率(%)	3
图 8: 起步股份存货周转率与应收账款周转率	3
图 9: 起步股份资产、负债（亿元）与资产负债率(%)	3
图 10: 2016-2019 年公司现金流情况（亿元）	4
图 11: 公司拥有定位在中端市场的品牌 ABC Kids	4
图 12: 公司主营收入拆分，童鞋和童装为公司主要产品（亿元）	4
图 13: 起步股份的业务模式	5
图 14: 公司童鞋销售收入（亿元）与同比增速(%).....	5
图 15: 公司童鞋销量（万双）与平均单价（元/双）	5
图 16: 公司童装销售收入（亿元）与同比增速(%).....	6
图 17: 公司童装销量（万件）与平均单价（元/件）	6
图 18: 公司线下销售与线上销售收入占比	7
图 19: 线下渠道中，公司加盟店与直营店销售收入占比	7
图 20: 公司加盟店与直营店数量变化.....	7
图 21: 线下渠道，公司加盟店与直营店店效对比（万元）	7
图 22: 公司主要产品自产与外协产量情况（万双或万件）	8
图 23: 本次股权交易完成后，起步股份股权架构.....	8
图 24: 快手直播带货榜（2020 年 8 月）	10
图 25: 辛选合作部分品牌.....	10
图 26: 辛巴带货品类分布(2020 年 8 月)	11
图 27: 辛巴带货价格段分布（2020 年 8 月）	11

表格目录

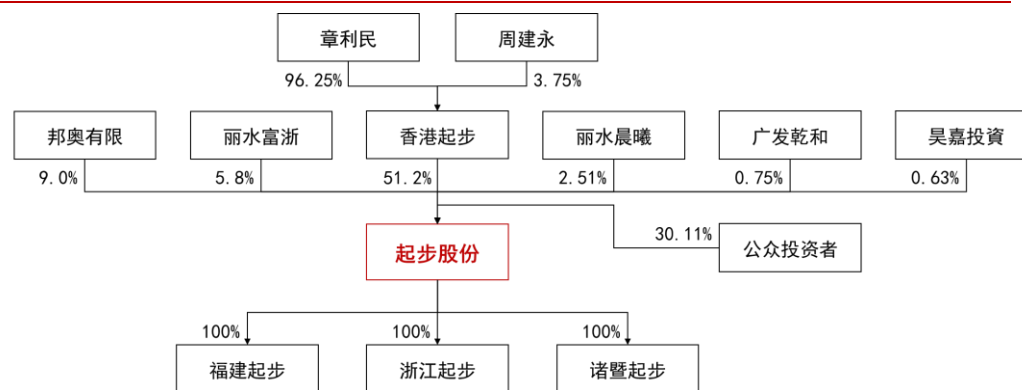
表 1: 公司主要管理层情况	1
表 2: 辛选销售成绩	9
表 3: 辛选团队旗下大主播	9
表 4: 可比公司估值情况.....	11

公司概况：专注主业，童鞋与童装齐头并进

童鞋与童装两大业务齐头并进。公司成立于 2009 年，成立以来始终专注于童鞋、童装和配饰等的设计、生产和销售等。公司主要品牌为“ABC KIDS”，定位中端市场，布局二三线城市，面向 3-13 岁儿童，提供全季节各类儿童服饰及鞋类产品。

股权结构清晰，股权转让前实控人持股 49.28%。截至 2020 年 9 月 16 日，在本次股权转让前，公司股权结构清晰，公司实际控制人章利民对公司持股 49.28%，通过 BVI 控制香港起步，进而对公司实现控股。

图 1：起步股份原有股权架构（股权转让前）



资料来源：起步股份公告，中信证券研究部

公司管理层深耕行业多年，经验丰富。公司创始人章利民有近二十年服装鞋履从业经验，曾担任金象皇鞋业董事长，并曾就职于天豪儿童用品公司。总经理周建永曾于天豪儿童用品公司任总经理一职。董秘吴建军在财务领域有丰富工作经验，曾任波导销售湖南大区财务总监，安踏公司财务副总监。管理层均有服装行业相关经验。

表 1：公司主要管理层情况

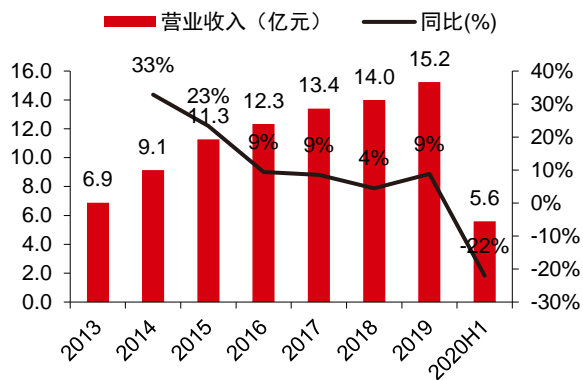
姓名	年龄	性别	主要背景
章利民	49	男	现任公司董事长。拥有近二十年服装鞋履从业经验，曾任金象皇鞋业董事长、天豪儿童用品公司执行董事等职。
周建永	47	男	本科学历，现任公司董事、总经理。曾任晋江鼎力鞋业监事、天豪儿童用品公司总经理等职。
吴建军	47	男	本科学历。现任公司副总经理、董秘。曾任恒达石墨财务经理，波导销售湖南大区财务总监，安踏公司财务副总监等职。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

财务分析：收入稳步增长，业绩仍在调整

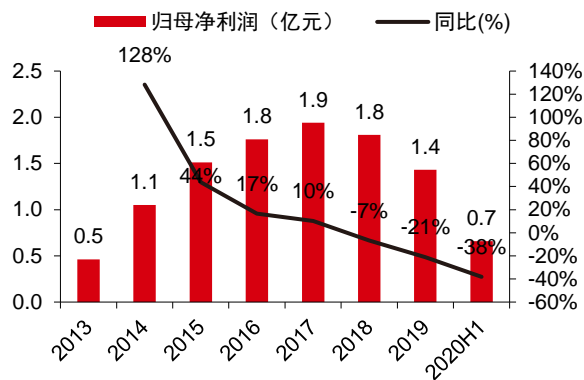
近年来公司收入稳步增长，利润有所下滑。公司近年来收入实现稳步增长，2019 年公司实现营业收入 15.23 亿元，近 5 年 CAGR 为 11%；利润近年来有所下滑，2019 年公司实现净利润 1.43 亿元/-21%，近 5 年 CAGR 为 6%。

图 2：起步股份营业收入（亿元）及同比增速(%)



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：起步股份净利润（亿元）及同比增速(%)

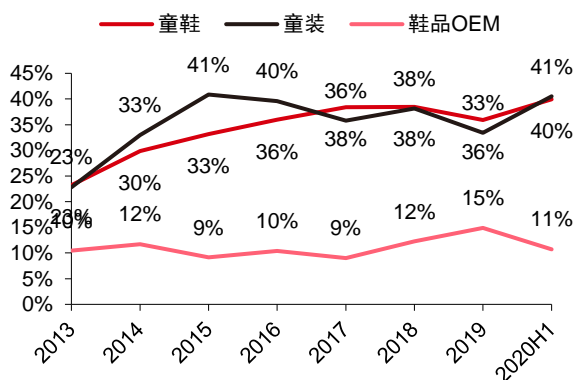


资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司各渠道毛利率均有下降。2019 年公司毛利率为 33%，近年来连续下滑。分产品看，2019 年公司童鞋业务毛利率为 36%，童装业务毛利率为 33%，两者均在近年有小幅下降。鞋品 OEM 服务毛利率较低，2019 年实现毛利率 15%，连续三年实现增长。**分渠道看**，公司 2019 年直营（包括线上）毛利率为 41%，加盟毛利率为 32%；线上销售毛利率为 37%，线下销售毛利率为 33%。各渠道毛利率均有所下滑。

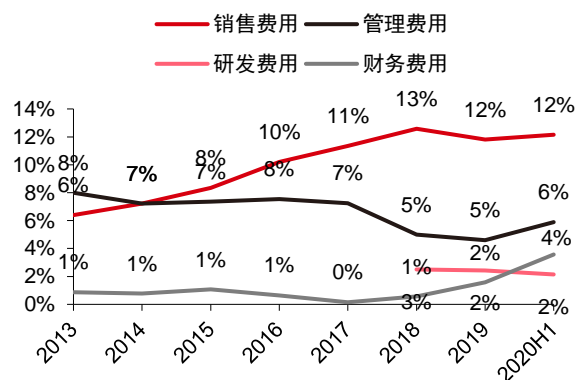
近年来期间费用率有所上升，销售费用率上升较快。公司近年来期间费用率有所上升，2019 年公司期间费用率达 20%。分拆来看，销售费用率上升较快，2019 年公司销售费用率为 12%，主要系公司直营店数量增加以及线上渠道的拓展所致；管理费用率不断优化，2019 年管理费用率为 5%，近年来连续下降；财务费用率近年来逐步上升，2019 年公司财务费用率为 2%，主要原因为公司短期借款等负债比例上升。

图 4：起步股份三大主要产品毛利率(%)



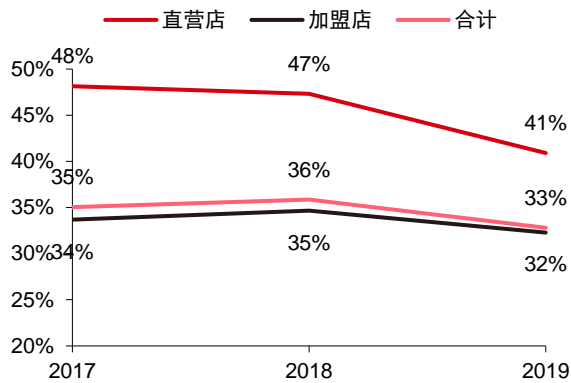
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：起步股份期间费用率情况 (%)



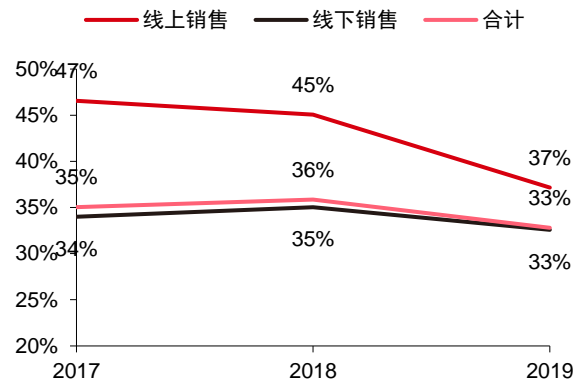
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 6: 起步股份直营与加盟渠道毛利率(%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 7: 起步股份线上与线下销售毛利率(%)

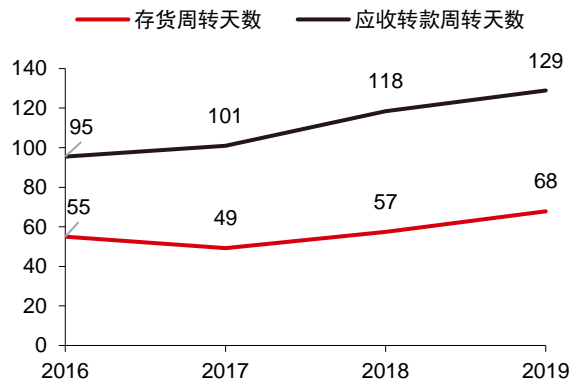


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

存货与应收账款周转天数有所上升。公司近年来经营效率指标有所下滑, 自 2017 年起, 存货周转天数与应收账款周转天数接连上升。2019 年公司存货周转天数为 68 天, 应收账款周转天数为 129 天。存货压力及来自经销商账期的压力均有升高。

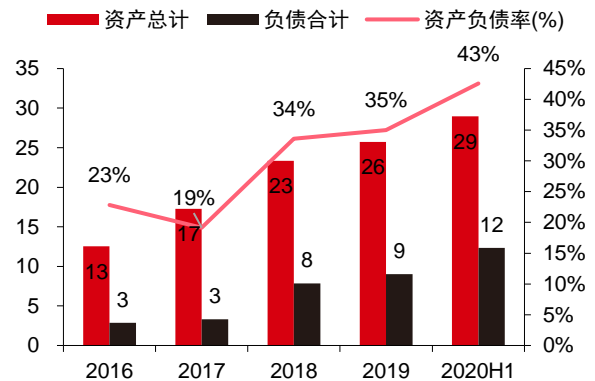
公司资产负债率整体逐步上升。截至 2019 年末, 公司资产负债率为 35%, 连续三年负债率逐步上升, 主要原因是公司短期借款与应付票据等流动负债有所增加导致。

图 8: 起步股份存货周转率与应收账款周转率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

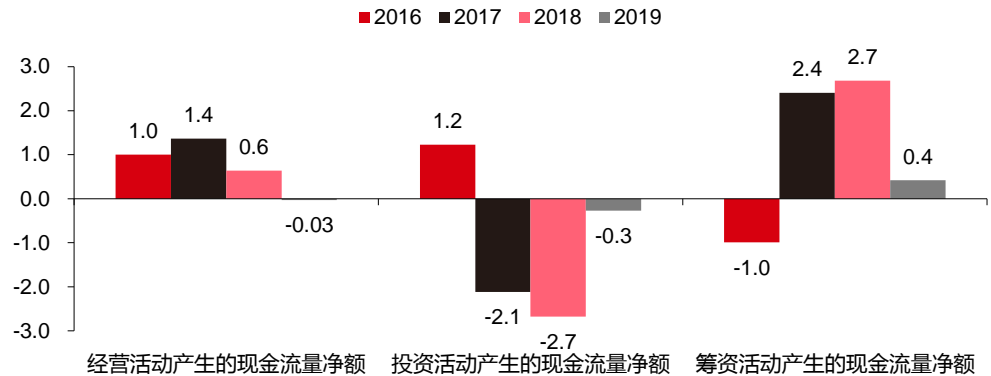
图 9: 起步股份资产、负债 (亿元) 与资产负债率(%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

公司现金流受存货及账期影响压力渐显。2019 公司现金流净额为 0.1 亿元, 近年来有所下降。经营活动现金流净额有所下滑: 2019 公司经营活动现金流净额为-0.03 亿元, 4 年来首次转负, 主要系净利润下滑, 同时存货及应收账款压力加大所致。

图 10：2016-2019 年公司现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

经营概况：专注中端童装童鞋，重点布局二三线城市

产品：专注中端童装童鞋市场，市占率领先

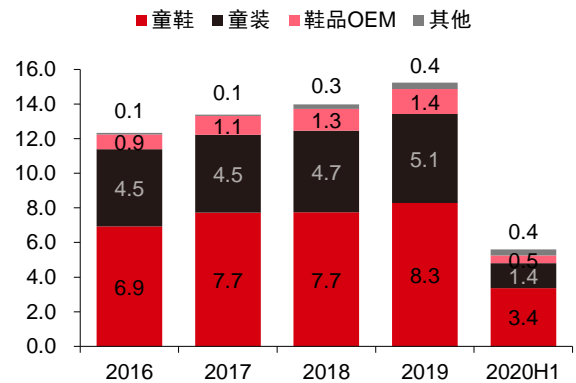
定位中端市场，童鞋童装相互促进。公司旗下“ABC KIDS”为国内知名的儿童服饰品牌，童装产品包括 T 恤、裤类、毛衫、裙类、外套、羽绒服等；童鞋产品包括运动鞋、皮鞋、布鞋等，丰富的产品线可以为消费者提供儿童服饰一站式、全品类的购物服务。此外，公司还对外承接了部分成人鞋品的 OEM 业务，主要客户为外贸公司。童鞋为公司主要收入业务，约占公司总收入近 6 成。

图 11：公司拥有定位在中端市场的品牌 ABC Kids



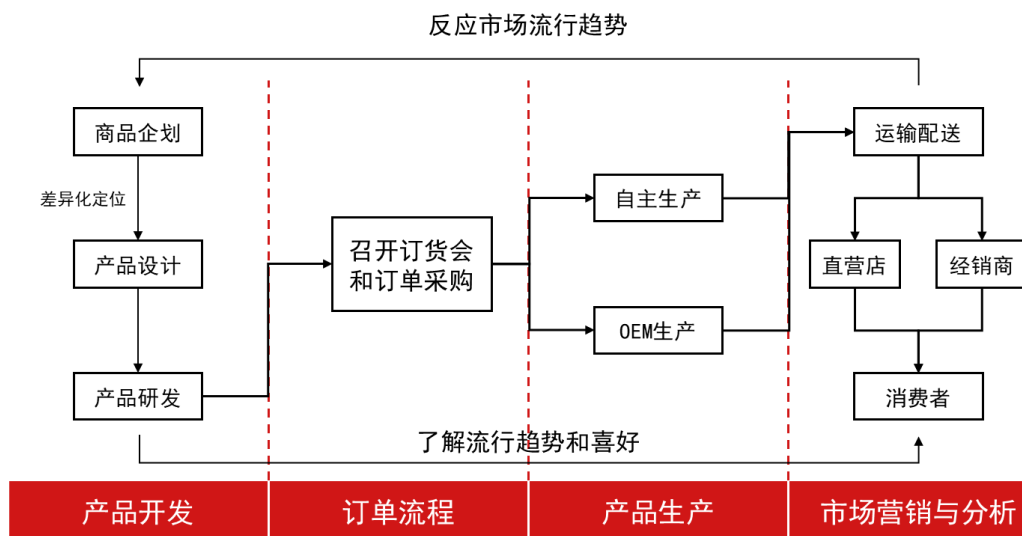
资料来源：公司公告

图 12：公司主营收入拆分，童鞋和童装为公司主要产品（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

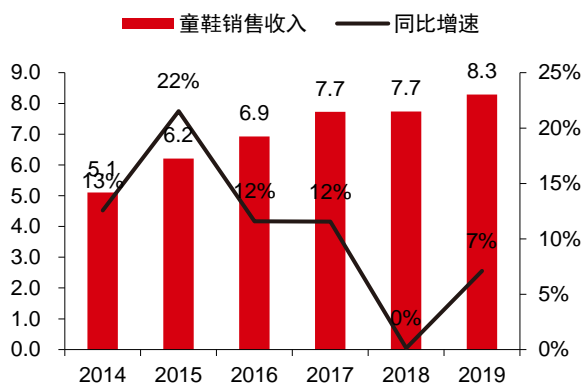
图 13：起步股份的业务模式



资料来源：起步股份年报，中信证券研究部

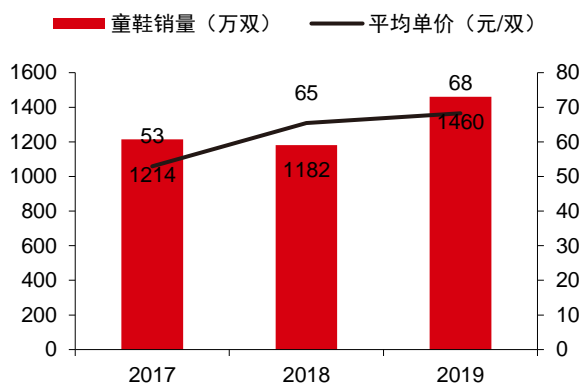
童鞋：市场份额排名领先，国内排名第四。公司 2019 年童鞋收入达 8.29 亿元，同比增长 7.1%。根据 Euromonitor 数据，公司 2019 年中国童鞋市场占有率达 3.5%，国内排名第四。增长主要由于公司近年来销量与单价的提升所致，2019 年公司童鞋销量达 1460 万双，平均销售单价为 68.3 元/双。

图 14：公司童鞋销售收入（亿元）与同比增速(%)



资料来源：公司公告，中信证券研究部

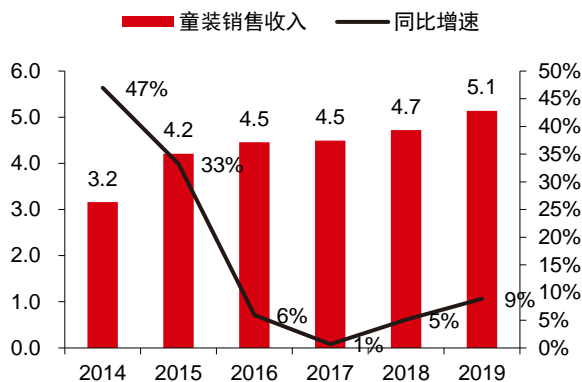
图 15：公司童鞋销量（万双）与平均单价（元/双）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

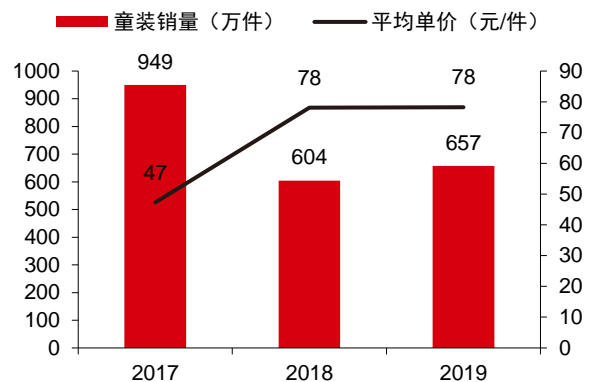
童装：提价带动收入触底提升。公司 2019 年童装收入达 5.14 亿元，同比增长 8.9%。根据 Euromonitor 数据，公司 2019 年中国童鞋市场占有率达 0.5%，国内排名第十二。公司近年来童装销售收入触底回升，平均单价提升至 78 元/件后，销量企稳回升，使童装业务收入进一步回升。

图 16：公司童装销售收入（亿元）与同比增速(%)



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 17：公司童装销量（万件）与平均单价（元/件）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

渠道：渠道布局二三线城市，线上渠道进展较慢

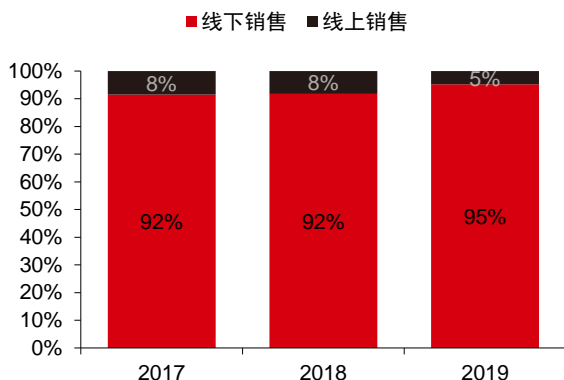
线下销售为公司主要渠道，17-19年线下占比超90%。目前公司销售仍以线下渠道为主，2019年，公司线下渠道销售占比达95%，线上销售占比仅5%。

线上渠道营收快速增长，但占比有所下滑。分渠道看，公司与天猫、京东商城等电商平台建立合作，采取与线下店铺差异化的产品战略，线上渠道营收稳步增长，但线上收入占比在近年来有所下滑，营收占比由2017年的8%下滑至2019年的5%，主要系2019年取消了部分代运营服务商。

线下渠道重点布局二三线城市，市县乡镇门店占比超70%。截至2019年底，公司拥有一级经销商30个，单店加盟经销商198个，其中合作年限3年以上占比超60%；终端门店数量达2403家，其中市县和乡镇门店占比在70%以上。

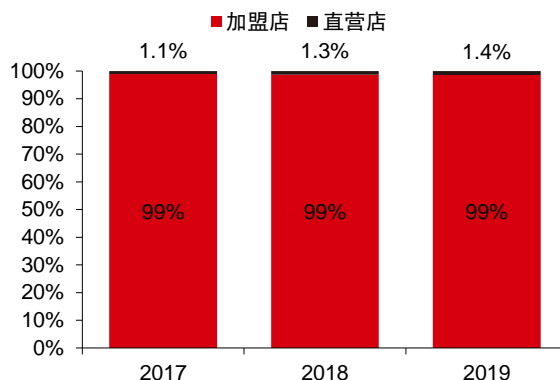
加盟店仍为公司主要收入来源，直营店收入占比较小。近三年公司加盟店销售占比均在99%左右，直营店销售占比由2017年的1.1%小幅上升至2019年的1.4%。收入仍主要由加盟店贡献。

图 18：公司线下销售与线上销售收入占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

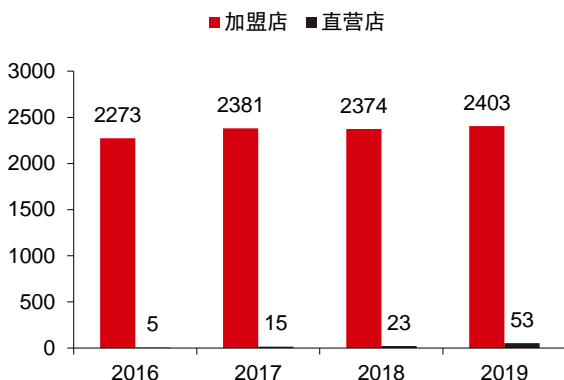
图 19：线下渠道中，公司加盟店与直营店销售收入占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

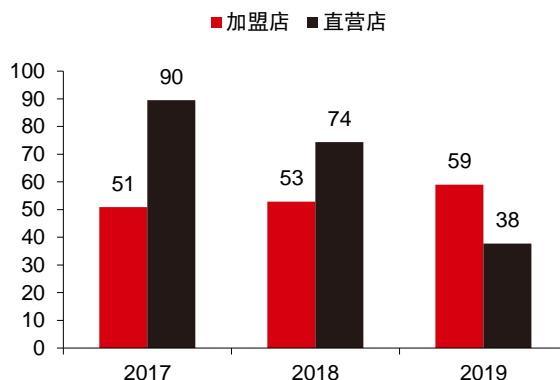
门店扩张速度缓慢，店效有待释放。线下直营店公司拓展速度放缓，截至 2019 年末，公司拥有直营店 53 家，加盟店 2403 家。店效上，公司加盟店店效逐步上升，由 2017 年的 51 万元上升至 2019 年的 59 万元，直营店店效有所下滑，截至 2019 年底，直营店店效为 38 万元。

图 20：公司加盟店与直营店数量变化



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 21：线下渠道，公司加盟店与直营店店效对比（万元）



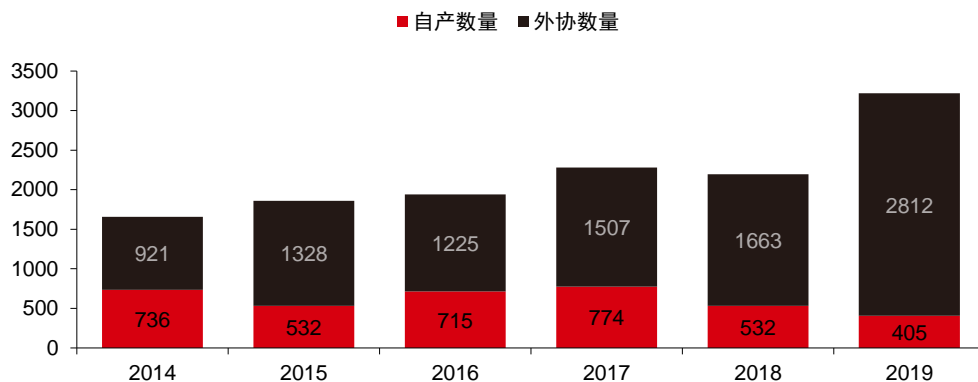
资料来源：公司公告，中信证券研究部

供应链：部分童鞋自主生产，外协产量快速提升

童鞋童装主要产品由外协生产，部分童鞋自主生产。公司主要童装与童鞋产品均由外协生产，仅部分童鞋产品依托公司在福建、浙江等地产业链优势由公司自行生产。截至 2016 年底，公司拥有鞋类生产线 10 条，产能为 800 万双。

近年来，公司自产数量占比逐步下降，外协产量快速提升。自 2016 年公司福建生产基地竣工投产后，公司近年来童装童鞋自产数量逐步降低，自产数量快速由 2017 年顶点的 774 万双/件下降到 2019 年的 405 万双/件，占比由 34% 下降至 13%，下滑明显。

图 22：公司主要产品自产与外协产量情况（万双或万件）

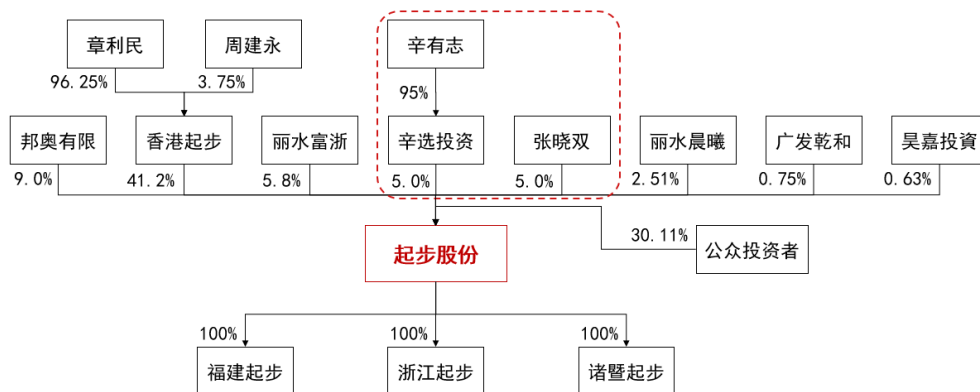


资料来源：公司公告，中信证券研究部

辛选入股强强联合，加强新零售合作布局

辛选入股起步股份，4.32 亿元获 10% 股权。9 月 16 日，公司公告称，控股股东香港起步将 10% 股权转让给辛选投资与张晓双，转让价格为 9.16 元/股，合计 4.32 亿元。辛选投资实控人为快手头部主播辛有志，张晓双为辛选投资联合创始人、辛选供应链负责人。股权交易完成后，辛巴系将持股公司 10% 股份，成为公司第二大股东。

图 23：本次股权交易完成后，起步股份股权架构



资料来源：起步股份公告，中信证券研究部

辛选团队具备丰富的电商新零售经验

辛选为快手顶级直播电商团队，2019 年 GMV 超 130 亿元。辛选成立于 2017 年，由辛有志创办，致力于建设“严选”供应链系统，通过直播电商营销方式，聚焦商品的极致性价比。2019 年辛巴个人 GMV 超 130 亿元，为快手平台顶级直播电商主播之一，频频创下直播销售额纪录。

表 2：辛选销售成绩

时间	事件
2019.7.4	携手郭富城 5 秒带货 5.5 万单
2019.7.17	泰国严选之旅带货总额 1.8 亿
2019.8.18	“8·18” 演唱会 90 分钟带货 1.3 亿
2019.9.30	海宁皮草专场带货 1.6 亿
2019.10.20	韩国踢馆带货 2.6 亿
2019.11.11	双十一大促带货 23 亿
2019.12.12	韩国专场带货 6.7 亿
2020.3.8	3.8 女王节带货 4.6 亿
2020.3.18	3.18 蛋蛋专场带货 3 亿
2020.4.1	4.1 毕业献礼带货 4.8 亿
2020.4.18	时大漂亮单场带货突破 5.2 亿
2020.5.31	猫妹妹美食专场带货 3.5 亿

资料来源：辛选官网，中信证券研究部

团队有多个头部快手号，流量大且带货能力强。1) 辛选团队旗下有辛有志、初瑞雪、蛋蛋小盆友、猫妹妹等多个头部快手主播账号，合计粉丝数超 1.87 亿。其中，辛有志在快手上拥有粉丝 5900 万+，为快手粉丝数最多的主播。2) 旗下主播均有很强的带货能力。辛有志本身为快手最大的直播带货主播，2019 年“双十一”个人 GMV 突破 20 亿元。同时，旗下各主播带货能力亦不俗。根据壁虎看看数据，2020 年 8 月，快手直播带货榜单前四名均来自辛选团队。

表 3：辛选团队旗下大主播

姓名	ID	粉丝数	主要成绩
辛有志	188888880	5904.1 万+	辛选创始人
初瑞雪	chubaobao	2861.3 万+	快手电器类带货达人榜第一名、2019 年近三年直播 GMV 3 亿
蛋蛋小盆友	danshenzaici	1760.1 万+	19 年近两月服装美妆直播 GMV5.5 亿
鹿	Luge2912	753 万+	19 年近两月服装美妆直播 GMV 3 亿
赵梦澈	Zhaomengche01	1104.9 万+	19 年近两月服装美妆直播 GMV 8000 万+
猫妹妹	maomei527	3255.1 万+	快手食品类带货达人榜第一名、19 年近四场食品专场直播 GMV 1.3 亿
时大漂亮	SS19908888	1262.1 万+	拥有“中国最美艳男模”称号的男人、国内外各大奢侈品品牌挚友
1987 小琴	J17775888888	454.7 万+	专注女性搭配、推荐高性价比优质女装
安若溪	An77777737	847.9 万+	
小白胖宝宝	5875841	544.9 万+	宝妈独立女性生活分享

资料来源：快手，中信证券研究部

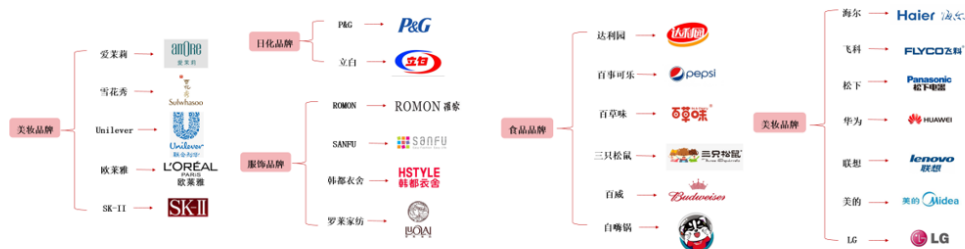
图 24：快手直播带货榜（2020 年 8 月）

排名	达人	带货类目	开播场次	人气峰值	总销量	销售额
1	辛有志 辛巴 818 5861.85万 粉丝	服饰 鞋靴 钟表	8场	10万+	915.78万	¥11.83亿
2	蛋蛋小盆友23号家纺家居 1759.95万 粉丝	服饰 鞋靴 箱包	9场	10万+	455.92万	¥4.19亿
3	时大漂亮 超级品牌选品官 1263.02万 粉丝	服饰 玩具 美妆护肤	5场	10万+	183.68万	¥3.13亿
4	猫妹妹 22号农民丰收 3262.97万 粉丝	运动用品 玩具 厨房小电	14场	10万+	468.50万	¥1.93亿
5	陈先生9月23日粉丝回馈 1401.13万 粉丝	服饰 鞋靴 箱包	7场	10万+	466.05万	¥1.81亿

资料来源：壁虎看看，中信证券研究部

辛选合作品牌丰富，且具有强大的供应链管理能力和供应链体系。辛选区别于一般直播电商机构的地方在于其强大的供应链体系。辛选与头部品牌合作密切，拥有 2000 家以上深度合作伙 伴，SKU 数超过 5 万个。同时辛选还拥有自主的生产线，对生产过程进行统一管理，在追 求品质的同时，通过标准化的管理以及规模化生产降低成本。而一般的机构无法拥有像辛 选这样大的流量支撑供应链的规模化生产。

图 25：辛选合作部分品牌



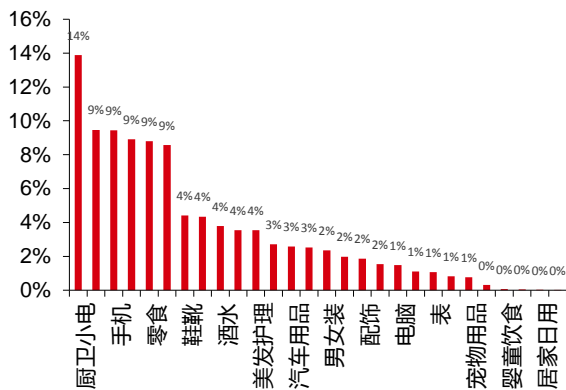
资料来源：辛选官网，中信证券研究部

辛选入股，加强新零售合作布局

公司有望加速自有品牌新零售渠道的发展。1) 公司近年来一直在尝试拓展线上、新零售等渠道，但进展缓慢。2019 年取消电商渠道代运营，2020 年初阿里国际签订“浙江大区 SKA 项目合作”，均体现出公司渴望做好线上的决心。2) 此次辛选入股，公司一方面可借助辛选强大的直播电商渠道推广自有品牌（价格带及人群相似），同时也有望通过辛选团队丰富的电商新零售经验加强自有新零售渠道的发展，加速公司目前门店的直播、社群新零售改造。

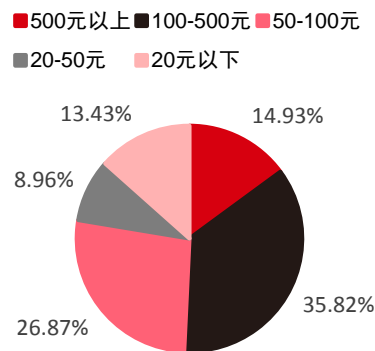
辛选团队亦可借入股起步，切入婴童赛道，并迈入资本市场。辛巴带货品类丰富，但在婴童领域涉足有限。本次入股起步，可望借助起步在童鞋及童装领域丰富的经验和资源切入婴童赛道，拓宽自身品类。同时，这也是辛选团队首次于资本市场的公开操作，未来有望通过资本赋能，逐渐壮大自身业务。

图 26：辛巴带货品类分布(2020 年 8 月)



资料来源：壁虎看看，中信证券研究部

图 27：辛巴带货价格段分布 (2020 年 8 月)



资料来源：壁虎看看，中信证券研究部

双方或共建母婴+儿童产业平台，深度布局产业新零售。此次辛选入股更深层次的目的或在于与公司共建“母婴+儿童”产业平台，为品牌提供从供应链到终端零售全方面的支持。起步具备丰富的婴童产业经验和资源，可在产业方面提供较大支持。而辛选团队则具备强大的供应链管理以及零售营销能力，并且已于 9 月份在广州开设首家辛选直播基地。未来，双方的强强联手以及深度绑定有望推动产业平台的建立，改变行业生态。

风险因素

渠道拓展不及预期、存货积压减值风险、合作推进不及预期、短期股价涨幅较高，利润释放需要周期等。

盈利预测及估值

起步股份为婴童鞋服领域头部企业之一，具备丰富婴童产业经验和资源。随快手头部直播电商团队辛选入股后，公司有望在新零售领域加强布局，未来或携手搭建婴童产业新零售平台，成长可期。考虑到疫情影响，我们预测公司 2020-22 年 EPS 为 0.24/0.37/0.39 元，现价对应 PE 为 59/38/36 倍。考虑到公司背靠快手一哥辛巴，具备较强稀缺性，参考可比公司估值情况，暂给予目标价 17 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值情况

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
星期六	19.69	0.24	0.47	0.75	82.0	41.9	26.3
天下秀	19.20	0.15	0.22	0.33	128.0	87.3	58.2

壹网壹创	134.58	1.52	2.32	3.25	88.5	58.0	41.4
梦洁股份	5.48	0.11	0.10	0.13	49.8	54.8	42.2
平均					91.2	63.7	42.3

资料来源: wind, 中信证券研究部预测 除星期六、壹网壹创为中信证券研究部预测外, 其余为 wind 一致预期, 收盘价截至 2020 年 9 月 21 日。

表 5: 公司盈利预测简表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,398.77	1,523.40	1,294.46	1,588.90	1,779.86
营业收入增长率	4%	9%	-15%	23%	12%
净利润(百万元)	180.71	142.53	112.43	172.45	185.20
净利润增长率	-7%	-21%	-21%	53%	7%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.38	0.30	0.24	0.37	0.39
毛利率%	36%	33%	34%	35%	35%
净资产收益率 ROE%	11.65%	8.51%	7.04%	10.08%	10.39%
每股净资产 (元)	3.27	3.53	3.37	3.61	3.76
PE	37	47	59	38	36
PB	4	4	4	4	4

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2020 年 9 月 21 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,399	1,523	1,294	1,589	1,780
营业成本	901	1,027	849	1,039	1,161
毛利率	35.60%	32.60%	34.38%	34.59%	34.78%
营业税金及附加	13	14	13	15	17
销售费用	176	180	186	215	240
营业费用率	12.58%	11.78%	14.40%	13.50%	13.50%
管理费用	70	70	75	75	84
管理费用率	5.00%	4.61%	5.80%	4.70%	4.70%
财务费用	8	24	37	33	39
财务费用率	0.60%	1.56%	2.84%	2.11%	2.20%
投资收益	9	10	7	9	9
营业利润	194	160	113	189	207
营业利润率	13.85%	10.53%	8.70%	11.90%	11.62%
营业外收入	29	18	27	25	23
营业外支出	0	3	1	1	2
利润总额	223	176	138	213	228
所得税	42	34	26	41	44
所得税率	18.99%	19.54%	18.91%	19.15%	19.20%
少数股东损益	(0)	(1)	(0)	(1)	(1)
归属于母公司股东的净利润	181	143	112	172	185
净利率	12.92%	9.36%	8.69%	10.85%	10.41%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	223	176	138	213	228
所得税支出	-42	-34	-26	-41	-44
折旧和摊销	30	37	37	41	46
营运资金的变化	-168	-216	5	-151	-149
其他经营现金流	21	34	28	24	34
经营现金流合计	64	-3	181	86	116
资本支出	-64	-54	-50	-50	-50
投资收益	9	10	7	9	9
其他投资现金流	-213	16	-26	-35	-46
投资现金流合计	-268	-27	-69	-76	-88
发行股票	19	0	0	0	0
负债变化	642	1,070	549	31	62
股息支出	-28	-19	-190	-59	-113
其他融资现金流	-365	-1,010	-37	-33	-39
融资现金流合计	268	42	323	-62	-90
现金及现金等价物净增加额	64	11	435	-51	-61

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	515	552	986	935	874
存货	155	232	190	215	254
应收账款	511	580	492	596	674
其他流动资产	334	526	409	450	517
流动资产	1,515	1,889	2,077	2,198	2,319
固定资产	395	357	371	379	384
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	35	108	108	108	108
其他长期资产	391	220	246	281	327
非流动资产	820	685	724	768	818
资产总计	2,335	2,574	2,801	2,965	3,138
短期借款	342	306	311	318	356
应付账款	87	168	127	142	174
其他流动负债	347	291	86	93	99
流动负债	776	765	524	552	629
长期借款	0	24	48	72	96
其他长期负债	8	112	632	632	632
非流动性负债	8	136	680	704	728
负债合计	784	900	1,204	1,256	1,357
股本	470	474	474	474	474
资本公积	539	553	553	553	553
归属于母公司所有者权益合计	1,551	1,675	1,597	1,711	1,783
少数股东权益	0	-1	-1	-2	-2
股东权益合计	1,551	1,674	1,596	1,709	1,781
负债股东权益总计	2,335	2,574	2,801	2,965	3,138

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	33.58%	34.98%	43.00%	42.36%	43.24%
营业利润增长率	18.99%	19.54%	18.91%	19.15%	19.20%
净利润增长率	10.40%	133.09%	52.67%	65.39%	83.71%
毛利率	33.58%	34.98%	43.00%	42.36%	43.24%
EBITDA Margin	18.99%	19.54%	18.91%	19.15%	19.20%
净利率	10.40%	133.09%	52.67%	65.39%	83.71%
净资产收益率	33.58%	34.98%	43.00%	42.36%	43.24%
总资产收益率	18.99%	19.54%	18.91%	19.15%	19.20%
资产负债率	33.58%	34.98%	43.00%	42.36%	43.24%
所得税率	18.99%	19.54%	18.91%	19.15%	19.20%
股利支付率	10.40%	133.09%	52.67%	65.39%	83.71%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融行为管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。