

证券研究报告

公司研究——季报点评

起步股份（603557.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2020.10.8

汲肖飞 纺服轻工行业首席分析师
执业编号：S1500520080003
邮箱：jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理
邮箱：liyanyuan1@cindasc.com

相关研究

《辛选入股直播铺路，母婴产业升级起步》2020.10

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

Q3 收入降幅收窄，直播电商蓄势待发

2020年10月31日

事件：公司公告2020年三季报，20年前三季度实现收入8.90亿元、同降16.13%，归母净利9048.65万元、同降40.12%，扣非净利5504.83万元、同降56.13%，EPS为0.19元。20Q3公司实现收入3.30亿元、同降3.75%，归母净利2439.52万元、同降44.89%。受新冠肺炎疫情影响，公司净利下滑幅度相对较大，20Q3公司收入表现环比改善明显。

点评：

- **疫情拖累线下销售，Q3收入环比改善。**1)分业务来看，2020年前三季度公司ABC KIDS、其他业务收入为7.60亿元、1.20亿元，同增-17.61%、-6.83%，受新冠肺炎疫情影响公司线下门店客流量减少，收入同比下滑。分渠道来看，2020年前三季度公司线上、线下收入为4290.43万元、8.38亿元，同增-15.67%、-16.31%，线上收入下滑主要由于20Q1受疫情影响、公司线上收入同比下滑50.11%，20Q2-Q3线上收入同比恢复增长。2)2020Q3公司ABC KIDS、其他业务收入为2.61亿元、6529.91万元，同增-11.43%、56.26%，ABC KIDS收入表现较20H1改善，其中线上、线下收入为1444.54万元、2.47亿元，同增3.30%、-12.01%，疫情影响减弱，线上拓展直播电商渠道、收入恢复增长，线下渠道收入降幅收窄；其他业务收入增长主要由于防疫用品生产增加。
- **20年前三季度毛利率、费用率同增，计提减值损失影响利润表现。**1)20年前三季度公司毛利率同增0.66PCT至36.52%，其中ABC KIDS、其他业务毛利率同增0.98PCT、3.41PCT至40.86%、15.93%，线上、线下渠道毛利率同增-6.71PCT、7.07PCT至37.27%、36.60%。20Q3公司毛利率同降0.57PCT至35.38%，主要由于其他业务毛利率同降1.07PCT且毛利率较低、收入占比提升。2)20年前三季度公司销售、管理、财务、研发费用率同增3.18PCT、0.68PCT、1.51PCT、0.01PCT至13.36%、8.13%、3.32%、2.19%，公司销售费用率增加主要由于20Q3公司与央视等头部媒体合作推广、费用投入增加。3)20年前三季度公司资产减值损失、信用减值损失为2272.06万元、1184.96万元，同增158.73%、93.58%，主要由于存货、应收账款计提损失增加。期间费用率提升、计提资产减值损失增加导致公司净利降幅高于收入。
- **辛选入股过户完成，直播带货蓄势待发。**2020年9月公司公告控股股东香港起步向辛选投资、张晓双转让公司5%、5%的股权，公司将与快手主播辛有志团队在母婴产业展开深度合作。2020年10月28日公司公告股权转让完成过户，双方利益进一步绑定。目前辛巴团队主播已开始通过直播电商大力推广ABC KIDS品牌，10月7日快手主播“蛋蛋小朋友”完成首场直播带货，共销售ABC KIDS品牌11个SKU、销售额超过5240万元。2020年电商双十一销售旺季来临，公司借助直播电商渠道有望加速线上销售，推动整体收入显著增长。

- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司直播电商业绩弹性较大, 我们上调公司 2020-2022 年 EPS 为 0.28/0.45/0.57 元 (原值为 0.24/0.37/0.52 元), 目前股价对应 2020-22 年 56/34/27 倍 PE。我们看好公司与快手头部主播合作业绩弹性大, 母婴行业空间广阔, 公司打造高性价比品牌具有较大发展空间, 维持 “买入” 评级。
- **风险因素:** 肺炎疫情风险、辛有志团队合作不达预期、过度依赖头部主播风险、库存减值风险等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,399	1,523	1,537	2,535	3,283
增长率 YoY %	4.4%	8.9%	0.9%	64.9%	29.5%
归属母公司净利润(百万元)	181	143	130	213	268
增长率 YoY%	-7.1%	-21.1%	-8.9%	63.7%	26.2%
毛利率%	35.6%	32.6%	33.9%	33.8%	34.2%
净资产收益率 ROE%	11.7%	8.5%	6.7%	9.8%	11.0%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.30	0.28	0.45	0.57
市盈率 P/E(倍)	40.27	51.06	56.04	34.24	27.13
市净率 P/B(倍)	4.69	4.35	3.73	3.37	3.00

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2020 年 10 月 30 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,515	1,889	1,987	2,524	3,003
货币资金	515	552	467	483	698
应收票据	85	115	106	173	232
应收账款	511	580	758	972	989
预付账款	58	89	88	146	188
存货	155	232	334	460	533
其他	191	321	234	290	362
非流动资产	820	685	872	955	1,054
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	395	357	476	509	547
无形资产	35	108	144	182	231
其他	391	220	252	264	277
资产总计	2,335	2,574	2,860	3,479	4,057
流动负债	776	765	764	1,100	1,295
短期借款	342	306	306	306	306
应付票据	145	192	190	313	403
应付账款	87	168	130	217	303
其他	202	100	139	265	283
非流动负债	8	136	136	136	136
长期借款	0	24	24	24	24
其他	8	112	112	112	112
负债合计	784	900	900	1,236	1,431
少数股东权益	0	-1	11	81	196
归属母公司股东权益	1,551	1,675	1,949	2,162	2,430
负债和股东权益	2,335	2,574	2,860	3,479	4,057

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,399	1,523	1,537	2,535	3,283
同比(%)	4.4%	8.9%	0.9%	64.9%	29.5%
归属母公司净利润	181	143	130	213	268
同比(%)	-7.1%	-21.1%	-8.9%	63.7%	26.2%
毛利率(%)	35.6%	32.6%	33.9%	33.8%	34.2%
ROE%	11.7%	8.5%	6.7%	9.8%	11.0%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.30	0.28	0.45	0.57
P/E	40.27	51.06	56.04	34.24	27.13
P/B	4.69	4.35	3.73	3.37	3.00
EV/EBITDA	30.10	30.88	31.15	19.09	14.25

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,399	1,523	1,537	2,535	3,283
营业成本	901	1,027	1,016	1,678	2,161
营业税金及附加	13	14	15	24	31
销售费用	176	180	215	304	394
管理费用	70	70	73	122	155
研发费用	35	37	38	62	80
财务费用	8	24	19	20	20
减值损失合计	21	-20	-20	-20	-20
投资净收益	9	10	7	15	19
其他	-33	-1	7	12	16
营业利润	194	160	156	333	456
营业外收支	29	16	18	18	18
利润总额	223	176	174	351	474
所得税	42	34	33	67	91
净利润	180	142	141	283	383
少数股东损益	0	-1	11	71	115
归属母公司净利润	181	143	130	213	268
EBITDA	235	233	241	393	511
EPS(当年)(元)	0.38	0.30	0.28	0.45	0.57

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	64	-3	19	139	353
净利润	180	142	141	283	383
折旧摊销	30	37	61	48	50
财务费用	13	28	26	26	26
投资损失	-9	-13	-7	-15	-19
营运资金变动	-167	-216	-203	-204	-89
其它	17	19	2	2	2
投资活动现金流	-268	-27	-223	-97	-112
资本支出	-64	-54	-180	-83	-101
长期投资	-213	22	-50	-30	-30
其他	9	4	7	15	19
筹资活动现金流	268	42	119	-26	-26
吸收投资	19	0	15	0	0
借款	287	86	0	0	0
支付利息或股息	-38	-40	-26	-26	-26
现金流净增加额	64	11	-85	16	215

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16/17/19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，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

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
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@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。