

电商较快增长，发布女性运动内衣新品牌“彳亍”

事件

公司发布 2022 年半年报：22H1 营收 17.0 亿元/-1.9%，归母净利润 1.51 亿元/-40.9%，扣非归母净利润 1.21 亿元/-44.7%；经营活动现金流净额 3.51 亿元/-19.2%，EPS（基本）为 0.38 元/-45.7%，ROE（加权）为 3.39%/-3.51PCT。

单季度来看，22Q2 营收 7.66 亿元/-8.5%，归母净利润 0.21 亿元/-83.6%，扣非归母净利润-0.04 亿元/-104.1%；经营活动现金流净额 1.93 亿元/-26.2%，EPS（基本）为 0.05 元/-84.4%。

简评

线下渠道受疫情拖累同比下滑，电商渠道表现亮眼。公司线下渠道以直营为主，受疫情影响线下客流等，22H1 公司直营、经销分别实现收入 9.83、0.77 亿元，同比变动-11.6%、-19.4%，毛利率分别为 75.9%、67.2%，同比变动+0.7、+0.1PCT。电商渠道方面公司持续推进在天猫、唯品会、抖音等第三方平台的布局，升级官网架构并于上半年实现快速增长，22H1 公司电商渠道收入 5.56 亿元，同比增长 21.2%，毛利率 57.6%/-0.4PCT。

分品牌看，1) 爱慕、爱慕先生、爱慕儿童于疫情下保持稳健发展态势，上半年分别实现收入 7.65、3.09、2.03 亿元，同比增长 3.9%、-2.5%、-4.1%，毛利率 70.3%、76.8%、70.1%，同比变动 -1.2、-0.3、-1.3PCT；2) 爱美丽处于渠道优化、产品打磨期，高端品牌兰卡文受疫情影响较大，22H1 爱美丽、兰卡文分别收入 1.09、0.68 亿元，同比下降 25.8%、15.2%，毛利率 63.4%、79.9%，同比下降 1.1、1.6PCT。3) 其他品牌上半年收入 2.33 亿元，同比增长 2.5%，毛利率 38.8%/-2.4PCT。

继续精简线下门店，升级焕新店铺助力品牌势能提升。截至 22H1 末，公司终端门店数 1985 个，较 21 年末减少 63 个，较 20 年末减少 171 家。其中直营终端 1572 个，较 21 年末减少 64 个，较 21 年末减少 153 家。公司旗下品牌持续完善新店铺形象，其中爱慕品牌新形象已覆盖 80 家终端店铺并取得积极市场反馈，爱美丽完成 8 家重点渠道形象升级，爱慕儿童推出 2.0 升级形象并完成 15 个重点渠道形象升级，LA CLOVER 于 22 年 6 月推出 4.0 新形象打造高端内衣形象标杆。

推出乎兮、彳亍等新生品牌完善细分品类布局，多元化营销助力品牌升级。公司于 2018 年和 2021 年相继推出新生品牌乎兮、彳亍，分别主打平价健康贴身服饰、专业运动 BRA，完善公司在

爱慕股份 (603511)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 执证编号：S1440519030001

SFC 中央编号：BOT812

发布日期：2022 年 08 月 29 日

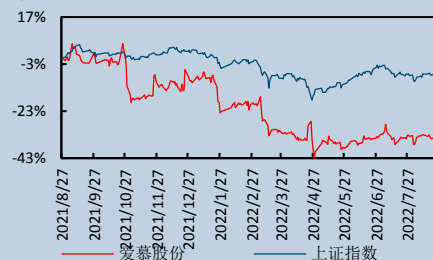
当前股价：16.32 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-4.78/-3.53	0.8/-2.82	-38.91/-31.33
12 月最高/最低价 (元)			28.83/15.06
总股本 (万股)			40,001.0
流通 A 股 (万股)			5,443.78
总市值 (亿元)			65.28
流通市值 (亿元)			8.88
近 3 月日均成交量 (万股)			113.31
主要股东			
张荣明			40.83%

股价表现



相关研究报告

21.09.01	【中信建投轻工纺服及教育】爱慕股份 (603511): 高端内衣龙头，新起点、再出发
21.08.31	【中信建投轻工纺服及教育】爱慕股份 (603511): 线下渠道快速恢复，盈利能力有所提升

贴身服饰细分品类上的布局。22H1 公司围绕农历新年、母亲节、体育课等题材推出“不亦乐乎”、“听见心声”、“跑起来，像微风吹过”等一系列品牌营销活动，强化公司高端贴身服饰用品品牌形象。

电商收入占比提升致使毛利率下降，叠加销售费用率增长，净利率同比下降 5.5PCT 至 8.9%。22H1 公司毛利率为 66.9%/-2.3pct，毛利率下降主要来自电商渠道收入占比上升（22H1 占比 32.7%/+6.2PCT），销售、管理、财务、研发费用率为 46.6%、7.3%、0.1%、3.3%，同比变动+4.5、+0.2、-0.3、+0.5PCT，毛利率下行叠加销售费用率增长，22H1 公司净利率下降 5.8PCT 至 8.9%。22Q2 公司毛利率 63.2%/-4.0PCT，净利率 2.7%/-12.5PCT。

盈利预测：预计公司 2022-24 年营收分别为 34.6、38.6、42.5 亿元，分别变动-1.7%、11.4%、10.2%；归母净利润分别为 2.55、3.08、3.50 亿元，分别变动-25.9%、20.5%、13.6%；对应 PE 分别为 26、21、19 倍。维持“买入”评级。

风险提示：消费疲软、内衣行业竞争加剧

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,510.67	3,446.92	3,781.08	4,312.27	4,835.52
现金	225.35	787.98	1,157.51	1,509.60	1,861.11
应收票据及应收账款合计	183.72	178.35	192.93	214.99	236.81
其他应收款	90.67	87.16	91.87	102.38	112.77
预付账款	44.58	41.56	43.46	48.43	53.35
存货	944.19	1,275.41	1,230.49	1,359.40	1,481.44
其他流动资产	1,022.17	1,076.46	1,064.80	1,077.48	1,090.03
非流动资产	1,428.00	1,654.04	1,442.70	1,227.38	1,057.19
长期投资	33.00	33.43	36.86	40.29	43.72
固定资产	728.18	913.80	792.12	666.45	536.78
无形资产	112.25	110.95	92.45	73.96	55.47
其他非流动资产	554.56	595.87	521.27	446.68	421.21
资产总计	3,938.67	5,100.96	5,223.78	5,539.65	5,892.70
流动负债	467.93	627.13	539.32	596.46	651.36
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	89.69	147.80	129.52	143.09	155.93
其他流动负债	378.24	479.33	409.80	453.37	495.43
非流动负债	16.42	94.66	74.59	55.27	37.65
长期借款	0.00	79.83	59.76	40.44	22.81
其他非流动负债	16.42	14.83	14.83	14.83	14.83
负债合计	484.35	721.79	613.91	651.73	689.01
少数股东权益	7.23	8.02	7.95	7.87	7.78
股本	360.00	400.01	400.01	400.01	400.01
资本公积	1,643.52	2,364.76	2,364.76	2,364.76	2,364.76
留存收益	1,443.57	1,606.39	1,837.15	2,115.28	2,431.15
归属母公司股东权益	3,447.08	4,371.15	4,601.92	4,880.05	5,195.91
负债和股东权益	3,938.67	5,100.96	5,223.78	5,539.65	5,892.70

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	738.22	326.62	375.25	359.94	359.55
净利润	443.95	345.56	255.40	307.82	349.59
折旧摊销	171.93	356.38	214.77	218.76	173.62
财务费用	3.14	10.67	-0.02	-2.24	-4.36
投资损失	-59.90	-42.78	-47.94	-47.94	-47.94
营运资金变动	175.38	-377.21	-52.43	-121.96	-116.84
其他经营现金流	3.73	34.01	5.48	5.51	5.48
投资活动现金流	-701.45	-169.69	39.03	39.00	39.03
资本支出	202.84	163.21	0.00	0.00	0.00
长期投资	22.76	8.65	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-927.05	-341.55	39.03	39.00	39.03
筹资活动现金流	-41.62	395.90	-44.75	-46.85	-47.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	79.83	-20.07	-19.32	-17.62
其他筹资现金流	-41.62	316.08	-24.68	-27.53	-29.44
现金净增加额	-5.01	552.60	369.54	352.09	351.51

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,362.23	3,518.83	3,460.19	3,855.72	4,247.21
营业成本	1,110.80	1,141.73	1,178.48	1,301.93	1,418.82
营业税金及附加	40.52	34.70	37.95	42.28	46.58
销售费用	1,409.25	1,594.68	1,591.69	1,773.63	1,953.72
管理费用	263.89	254.47	271.63	289.18	318.54
研发费用	109.34	115.30	114.88	123.38	135.91
财务费用	3.14	10.67	-0.02	-2.24	-4.36
资产减值损失	-10.02	-28.44	-19.11	-21.29	-23.45
信用减值损失	-12.94	-7.70	-8.93	-9.95	-10.96
其他收益	15.72	14.07	13.24	13.24	13.24
公允价值变动收益	36.06	-1.26	0.00	0.00	0.00
投资净收益	59.90	42.78	47.94	47.94	47.94
资产处置收益	0.07	0.06	0.14	0.14	0.14
营业利润	514.09	386.78	298.87	357.62	404.91
营业外收入	3.25	2.02	2.21	2.49	2.24
营业外支出	13.65	2.21	13.45	13.45	13.45
利润总额	503.69	386.60	287.63	346.66	393.70
所得税	59.73	41.03	32.23	38.85	44.12
净利润	443.95	345.56	255.40	307.82	349.59
少数股东损益	-0.46	0.79	-0.07	-0.08	-0.09
归属母公司净利润	444.41	344.77	255.47	307.90	349.68
EBITDA	678.75	753.64	502.38	563.18	562.96
EPS (元)	1.11	0.86	0.64	0.77	0.87

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	1.33	4.66	-1.67	11.43	10.15
营业利润(%)	28.72	-24.76	-22.73	19.66	13.22
归属于母公司净利润(%)	32.66	-22.42	-25.90	20.52	13.57
获利能力					
毛利率(%)	66.96	67.55	65.94	66.23	66.59
净利率(%)	13.22	9.80	7.38	7.99	8.23
ROE(%)	12.89	7.89	5.55	6.31	6.73
ROIC(%)	16.57	15.36	9.38	11.83	13.60
偿债能力					
资产负债率(%)	12.30	14.15	11.75	11.76	11.69
净负债比率(%)	-6.52	-16.17	-23.81	-30.06	-35.33
流动比率	5.37	5.50	7.01	7.23	7.42
速动比率	3.01	3.20	4.44	4.66	4.86
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.69	0.66	0.70	0.72
应收账款周转率	18.30	19.73	17.93	17.93	17.93
应付账款周转率	12.38	7.72	9.10	9.10	9.10
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.11	0.86	0.64	0.77	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.85	0.82	0.94	0.90	0.90
每股净资产(最新摊薄)	8.62	10.93	11.50	12.20	12.99
估值比率					
P/E	14.69	18.93	25.55	21.20	18.67
P/B	1.89	1.49	1.42	1.34	1.26
EV/EBITDA	7.96	10.56	9.16	7.59	7.00

资料来源: 公司财报、中信建投预测

分析师介绍

叶乐: 中信建投轻工纺服及教育行业首席分析师, 毕业于复旦大学金融硕士专业, 2016 年加入中信建投证券研究发展部, 2019 年“水晶球”中小市值入围, 2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名。目前专注于运动服饰、美护、家居、造纸包装、教育、新型烟草等消费服务产业研究。联系方式: 18521081258, yele@csc.com.cn

研究助理

袁旭东 18800232680 yuanxudong@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk