

# 疫情部分影响 FY2020, 期待新财年业绩更大弹性

## 核心观点

本次疫情对 FY2020 的业绩有一定影响, 但考虑到公司在库存和现金流等方面表现良好, 因此我们认为整体影响相对可控:

- **收入端: 全年增速将面临下调。**疫情导致春节后销售停摆, 尤其是公司 1 月最后一周和 2-3 月销售受到较大冲击, 主业羽绒服业务(收入占比约 78%) 受到影响较大, 粗略估计一季度受影响期间销售占正常全年 10%左右。女装业务(占比约 8%) 全年低于预期, 预计年报下滑在中报基础上进一步扩大。贴牌加工业务(占比约 14%) 因订单已在 19 年已经完成, 预计全年增速与我们预期的 20%左右较为一致。
- **利润端: 盈利增速预计将低于收入增速。**受益于产品升级和终端良好的折扣管理, 全年毛利率预计同比仍维持上升态势, 但“收入端一季度的下滑+期间费用的刚性”将导致期间费用率明显上升, 营业外支出将额外增加约 6,000 万(主要系疫情期间的捐赠物资, 会有部分税收减免), 我们预计 FY2020 公司净利率同比会有所下滑。
- **库存可控:**采用拉式补货(每年 6-7 次)降低风险, 库存水平可控, 公司有望采取库存回购、门店促销等手段帮助减少经销商库存;
- **现金流健康:**公司始终贯彻审慎的财务政策, 此外 2019 年底发行的可转债也进一步改善了财务结构, 整体现金流情况良好。

我们对公司 FY2021 保持乐观: (1) 品牌转型卓有成效, 叠加 FY2020 的低基数和春节时间段的差异, 预计收入端表现有望超预期 (2) 产品持续提价+加强费用管控, 期待净利润表现。新财年公司产品仍未稳步提价, 同时将严控品牌推广费用, 预计净利率同比将明显会上升。

## 财务预测与投资建议

- 我们下调公司未来三年盈利预测, 预计 FY2020-2022 年的每股收益分别为 0.10、0.13 和 0.18 元(原 0.13、0.16 和 0.19 元), 参考可比公司平均估值, 给予公司 FY2021 财年 23 倍 PE, 对应目标价为 3.26 港币(2.99 元人民币), 维持公司“买入”评级。

**风险提示:** 新冠肺炎疫情的影响、经济减速、天气波动、人口代际切换带来时尚变迁风险、创始人团队在战略和管理等方面的可能波动。

### 公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,881	10,383	12,309	14,967	17,384
同比增长	30.3%	16.9%	18.5%	21.6%	16.2%
营业利润(百万元)	888	1,394	1,575	2,054	2,718
同比增长	55.1%	57.0%	12.9%	30.5%	32.3%
归属母公司净利润(百万元)	615	981	1,094	1,443	1,910
同比增长	57.1%	59.4%	11.5%	32.0%	32.3%
每股收益(元)	0.06	0.09	0.10	0.13	0.18
毛利率	46.4%	53.1%	54.8%	55.2%	56.1%
净利率	6.9%	9.5%	8.9%	9.6%	11.0%
净资产收益率	6.6%	10.1%	10.5%	12.4%	14.3%
市盈率(倍)	47.4	29.7	26.7	20.2	15.3
市净率(倍)	3.0	2.9	2.7	2.4	2.0

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算, 1 港币=0.88 人民币

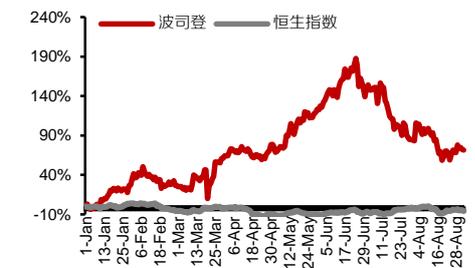


东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年2月24日)	2.46 港币
目标价格	3.26 港币
52 周最高价/最低价	4.4/1.5 港币
总股本/流通 H 股(百万股)	10,851
H 股市值(百万元港币)	29,406
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2020年2月24日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	2.0	-9.7	-28.2	71.6
相对表现	3.8	-7.3	-30.5	77.3
恒生指数	-1.8	-2.4	2.4	-5.7



资料来源: WIND、东方证券研究所

### 证券分析师

施红梅

021-63325888\*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860511010001

赵越峰

021-63325888\*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860513060001

张维益

021-63325888-7535

zhangweiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860517120002

### 联系人

朱炎

021-63325888-6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

### 相关报告

暖冬不利背景下公司零售仍实现快速增长	2020-01-07
中报业绩亮眼, 全年业绩高速增长值得期待	2019-12-04

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 财务预测与投资建议

我们下调公司未来三年盈利预测，预计 FY2020-2022 年的每股收益分别为 0.10、0.13 和 0.18 元（原 0.13、0.16 和 0.19 元），参考可比公司平均估值，给予公司 FY2021 财年（实际运营为 2020 年 4 月至 2021 年 3 月）23 倍 PE，对应目标价为 3.26 港币（2.99 元人民币），维持公司“买入”评级。

**表 1：行业可比公司估值（港币）**

公司名称	公司代码	每股收益				市盈率			
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
李宁	2331.HK	0.35	0.66	0.78	1.01	41.3	35.8	30.1	23.3
安踏体育	2020.HK	1.81	2.24	2.98	3.74	37.1	31.8	23.9	19.0
Canada Goose	GOOS US Equity		8.39	10.68	14.57	26.8	28.5	22.4	16.4
Moncler	MONRF US Equity		12.40	14.03	15.03	27.4	26.1	23.1	21.5
申洲国际	2313.HK	3.59	3.85	4.59	5.48	30.5	28.1	23.6	19.8
宝胜国际	3813.HK	0.12	0.17	0.22	0.27	16.3	13.5	10.6	8.5
<b>简单平均</b>							<b>29</b>	<b>23</b>	<b>19</b>

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所，Canada Goose 的 2019E 选取的是 FY2020 年的数据（实际运营为 2019 年 4 月至 2020 年 3 月），1 港币=0.88 人民币

**风险提示：**新冠肺炎疫情的影响、经济减速、天气波动、人口代际切换带来时尚变迁风险、创始人团队在战略和管理等方面的可能波动。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,794	1,754	3,249	4,219	5,729	营业收入	8,881	10,383	12,309	14,967	17,384
应收账款	1,675	2,134	2,530	3,076	3,572	营业成本	4,762	4,870	5,565	6,712	7,631
预付账款	344	0	12	15	17	营业税金及附加	0	0	0	0	0
存货	1,455	1,931	1,670	1,879	1,984	营业费用	2,452	3,440	4,370	5,253	5,980
其他	5,690	5,319	5,319	5,319	5,319	管理费用	630	729	837	1,003	1,130
<b>流动资产合计</b>	<b>10,959</b>	<b>11,138</b>	<b>12,779</b>	<b>14,508</b>	<b>16,622</b>	财务费用	35	(24)	3	(15)	(34)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	165	43	50	50	50
固定资产	885	1,024	1,007	984	955	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	602	549	531	512	494	其他	51	69	91	91	91
其他	1,997	2,372	2,111	2,138	2,124	<b>营业利润</b>	<b>888</b>	<b>1,394</b>	<b>1,575</b>	<b>2,054</b>	<b>2,718</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,485</b>	<b>3,945</b>	<b>3,648</b>	<b>3,634</b>	<b>3,574</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>14,443</b>	<b>15,083</b>	<b>16,427</b>	<b>18,142</b>	<b>20,196</b>	营业外支出	0	0	60	0	0
短期借款	2,338	1,628	1,628	1,628	1,628	<b>利润总额</b>	<b>888</b>	<b>1,394</b>	<b>1,515</b>	<b>2,054</b>	<b>2,718</b>
应付账款	1,773	2,703	2,783	2,958	3,052	所得税	249	389	394	575	761
其他	226	465	620	682	680	<b>净利润</b>	<b>640</b>	<b>1,006</b>	<b>1,121</b>	<b>1,479</b>	<b>1,957</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4,337</b>	<b>4,796</b>	<b>5,030</b>	<b>5,268</b>	<b>5,360</b>	少数股东损益	24	24	27	36	47
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>615</b>	<b>981</b>	<b>1,094</b>	<b>1,443</b>	<b>1,910</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.06	0.09	0.10	0.13	0.18
其他	323	178	210	203	197						
<b>非流动负债合计</b>	<b>323</b>	<b>178</b>	<b>210</b>	<b>203</b>	<b>197</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>4,660</b>	<b>4,974</b>	<b>5,240</b>	<b>5,471</b>	<b>5,557</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	187	210	237	272	320	成长能力					
股本	0.803	0.800	0.800	0.800	0.800	营业收入	30.3%	16.9%	18.5%	21.6%	16.2%
资本公积	1,957	1,533	1,533	1,533	1,533	营业利润	55.1%	57.0%	12.9%	30.5%	32.3%
留存收益	7,470	8,125	9,219	10,663	12,572	归属于母公司净利润	57.1%	59.4%	11.5%	32.0%	32.3%
其他	168	240	198	202	213	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>9,783</b>	<b>10,109</b>	<b>11,187</b>	<b>12,671</b>	<b>14,639</b>	毛利率	46.4%	53.1%	54.8%	55.2%	56.1%
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,443</b>	<b>15,083</b>	<b>16,427</b>	<b>18,142</b>	<b>20,196</b>	净利率	6.9%	9.5%	8.9%	9.6%	11.0%
						ROE	6.6%	10.1%	10.5%	12.4%	14.3%
						ROIC	5.4%	8.3%	9.5%	10.8%	12.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	32.3%	33.0%	31.9%	30.2%	27.5%
净利润	640	1,006	1,121	1,479	1,957	净负债率	5.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	177	157	131	137	143	流动比率	2.53	2.32	2.54	2.75	3.10
财务费用	35	(24)	3	(15)	(34)	速动比率	2.17	1.90	2.18	2.37	2.70
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(958)	908	13	(587)	(554)	应收账款周转率	5.2	5.1	4.9	5.0	4.9
其它	1,139	(537)	(363)	12	36	存货周转率	3.1	2.7	2.9	3.5	3.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,033</b>	<b>1,509</b>	<b>905</b>	<b>1,026</b>	<b>1,548</b>	总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
资本支出	(418)	(242)	(71)	(72)	(71)	每股指标(元)					
长期投资	3	(314)	207	0	0	每股收益	0.06	0.09	0.10	0.13	0.18
其他	(1,449)	302	457	0	0	每股经营现金流	0.10	0.14	0.08	0.10	0.14
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,864)</b>	<b>(253)</b>	<b>593</b>	<b>(72)</b>	<b>(71)</b>	每股净资产	0.89	0.92	1.01	1.15	1.33
债权融资	(50)	(101)	0	0	0	估值比率					
股权融资	(0)	(424)	0	0	0	市盈率	47.4	29.7	26.7	20.2	15.3
其他	(133)	(831)	(3)	15	34	市净率	3.0	2.9	2.7	2.4	2.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(183)</b>	<b>(1,356)</b>	<b>(3)</b>	<b>15</b>	<b>34</b>	EV/EBITDA	24.1	17.3	15.5	12.2	9.4
汇率变动影响	(26)	60	0	0	0	EV/EBIT	28.7	19.3	16.8	13.0	9.9
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,041)</b>	<b>(40)</b>	<b>1,495</b>	<b>970</b>	<b>1,511</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

