

波司登 (03998.HK) FY2021 中期业绩点评

强推 (维持)

目标价: 4.25 港元

当前价: 3.40 港元

直营&电商表现亮眼, 业绩表现超预期**事项:**

- ❖ 公司发布 2021 财年中期业绩,截至 2020 年 9 月 30 日,公司实现营业收入 46.61 亿元, 同增 5.1%; 归母净利润 4.89 亿元, 同增 41.8%。

评论:

- ❖ **持续聚焦下品牌羽绒服业务亮眼, 业绩表现超预期。**公司持续聚焦主航道、主品牌, FY2021H1 公司品牌羽绒服/贴牌加工管理/女装/多元化服装四大业务分别实现收入 29.89/12.29/4.12/0.31 亿元, 同增 18.0%/-8.9%/-18.5%/-35.6%。在品牌升级、供应链优化以及数字化新零售运营下, 品牌羽绒服业务表现亮眼, 收入占比提升 7.0pcts 至 64.1%。具体分品牌看, 波司登/雪中飞/冰洁分别实现收入 27.26/1.03/1.09 亿元, 同增 19.7%/5.2%/2.1%。主品牌波司登通过产品创新、精准开发、细分场景定位持续提升品牌形象, 消费者群体持续扩张, 行业领先地位持续强化。贴牌加工业务受疫情影响, 收入有所下滑; 多元化业务中校服业务同增 72.2%, 发展态势良好。
- ❖ **直营渠道逆市拓店, 线上渠道快速发展, 库存去化见效明显。**具体从羽绒服渠道来看, 品牌羽绒服自营渠道疫情期间优化升级, 线下自营门店经营效率提升, FY2021H1 收入同增 144.3%至 11.09 亿元, 占比提升 19.2pcts 至 37.1%, 批发收入 18.28 亿元, 占比下滑 18.8pcts 至 61.2%。从渠道数量来看, 疫情影响下门店减少 202 家至 4664 家, 内部结构持续优化升级, 波司登作为线下门店主要发力品牌, 自营门店净增 41 家至 1665 家, 加盟门店减少 72 家至 2115 家。公司积极布局核心商圈, 全面优化门店形象和产品陈列, 提升导购能力配合品牌持续升级, 同店效率有所提升。线上渠道方面, 新零售战略下电商渠道持续发力, 微信公众号粉丝、会员双增下客户粘性进一步提升。FY2021H1 线上收入达 5.4 亿元, 同增 76.4%, 双十一期间品牌羽绒服线上同增 35%, 本财年截至双十一线上同增 45%。得益于拉式补货、CDC 支撑及优质快反的模式, 公司加盟渠道首单订货比例进一步降至 30%以内, 随着优质快反模式持续深化, 库存水平有望持续优秀。
- ❖ **毛利率稳步提升, 品牌、渠道持续升级下盈利向好。**公司整体毛利率提升 4.3pcts 至 47.8%, 主要得益于直营业务比例进一步提升, 原辅材料费用成本下降和折扣的良好控制。具体分业务看, 品牌羽绒服毛利率提升 3.5pcts 至 56.4%。同时, 在新冠疫情对海外冲击的不利背景下 OEM 业务毛利率仍提升 3.8pcts 至 18.1%。在直营渠道建设加强、股权激励费用等因素影响下, 分销开支和行政开支收入占比均有所提升, 净利率提升 2.4pcts 至 10.5%, 随着渠道、产品结构的持续优化, 盈利优势有望维持。
- ❖ **发展战略清晰可持续, 长期看好逻辑不改。**公司持续聚焦羽绒服主业, 定位“全球热销羽绒服专家”, 未来短期内公司将通过供应链和渠道优化巩固战果, 长期有望通过品牌持续升级进一步提升市场份额。考虑到冷冬、春节晚等外部利好因素, 以及公司在羽绒服行业品牌、渠道和管理上的竞争优势, 我们略上调公司盈利预测, 将 2021-2023 财年归母净利润预测由 14.1/17.4/21.0 上调为 15.0/18.4/21.5 亿元, EPS 分别为 0.14/0.17/0.20 元, 对应当前股价 PE 分别为 21/17/15 倍, 维持 4.25 港币/股目标价, 对应 2021 财年估值 26 倍, 维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示:** 疫情冲击终端销售; 品牌升级效果不及预期。

主要财务指标

	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
主营收入(百万)	12,191	14,135	16,629	19,179
同比增速(%)	17.4%	16.0%	17.6%	15.3%
归母净利润(百万)	1,203	1,500	1,838	2,146
同比增速(%)	22.6%	24.7%	22.6%	16.7%
每股盈利(元)	0.11	0.14	0.17	0.20
市盈率(倍)	26.0	20.7	16.9	14.5
市净率(倍)	3.1	2.9	2.7	2.5

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2020 年 11 月 30 日收盘价

华创证券研究所**证券分析师: 郭庆龙**

电话: 010-63214658

邮箱: guoqinglong@hcyjs.com

执业编号: S0360518100001

证券分析师: 陈梦

电话: 010-66500831

邮箱: chenmeng1@hcyjs.com

执业编号: S0360518110002

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
现金及现金等价物	3,639	3,487	3,317	3,068
应收款项合计	2,264	2,686	3,409	4,028
存货	2,726	2,808	3,124	3,559
其他流动资产	414	636	831	1,151
流动资产合计	12,470	13,116	13,837	15,070
固定资产净值	1,390	1,612	1,810	2,017
权益性投资	0	0	0	0
其他长期投资	420	319	369	419
商誉及无形资产	2,437	2,574	2,860	3,134
土地使用权	0	0	0	0
其他非流动资产	662	600	650	700
非流动资产合计	4,909	5,105	5,689	6,269
资产合计	17,379	18,221	19,526	21,339
应交税金	561	431	401	371
短期借贷及长期借贷当期到期部分	818	918	1,018	1,118
其他流动负债	1,481	1,685	1,889	2,118
流动负债合计	4,690	4,907	5,344	5,980
长期借贷	1,671	1,771	1,871	1,971
其他非流动负债	615	650	600	550
非流动负债合计	2,286	2,421	2,471	2,521
负债合计	6,976	7,327	7,814	8,501
归属母公司所有者权益	10,214	10,714	11,532	12,638
少数股东权益	189	180	180	199
所有者权益合计	10,403	10,894	11,712	12,837
负债和股东权益	17,379	18,221	19,526	21,339

现金流量表

单位：百万元	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
经营活动现金流	1,233	1,622	1,706	2,118
净利润	1,203	1,500	1,838	2,146
折旧和摊销	349	413	487	491
营运资本变动	(472)	(513)	(879)	(810)
其他非现金调整	153	223	260	291
投资活动现金流	612	-647	-1,108	-1,105
资本支出	-714	-810	-1,008	-1,005
长期投资减少	73	101	-50	-50
少数股东权益增加	0	0	0	0
其他长期资产的减少(增加)	1,253	62	-50	-50
融资活动现金流	-8	-1,127	-768	-1,262
投资收益	0	-5	-4	-3
股利分配	-858	-1,050	-1,287	-1,502
普通股增加	314	680	818	1,125
其他融资活动产生的现金流	536	-753	-296	-882

量净额

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业总收入	12,217	14,162	16,654	19,202
主营业务收入	12,191	14,135	16,629	19,179
其他营业收入	27	27	25	23
营业总支出	10,681	12,167	14,157	16,260
营业成本	5,482	6,240	7,266	8,473
营业开支	5,199	5,927	6,891	7,787
营业利润	1,537	1,995	2,497	2,942
净利息支出	-2	64	93	106
权益性投资损益	0	-5	-4	-3
其他非经营性损益	-65	-65	-65	-65
非经常项目前利润	1,474	1,862	2,335	2,769
非经常项目损益	126	126	126	126
除税前利润	1,600	1,988	2,461	2,895
所得税	405	497	623	730
少数股东损益	-8	-9	0	19
持续经营净利润	1,203	1,500	1,838	2,146
非持续经营净利润	0	0	0	0
净利润	1,203	1,500	1,838	2,146
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	1,203	1,500	1,838	2,146
EPS (摊薄)	0.11	0.14	0.17	0.20

主要财务比率

	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
成长能力				
营业收入增长率	17.4%	16.0%	17.6%	15.3%
归属普通股股东净利润增长率	22.6%	24.7%	22.6%	16.7%
获利能力				
毛利率	55.0%	55.9%	56.3%	55.8%
净利率	9.9%	10.6%	11.1%	11.2%
ROE	12.0%	14.3%	16.5%	17.8%
ROA	7.4%	8.4%	9.7%	10.5%
偿债能力				
资产负债率	40.1%	40.2%	40.0%	39.8%
流动比率	265.9%	267.3%	259.0%	252.0%
速动比率	207.7%	210.1%	200.5%	192.5%
每股指标 (元)				
每股收益	0.11	0.14	0.17	0.20
每股经营现金流	0.11	0.15	0.16	0.20
每股净资产	0.94	0.99	1.07	1.17
估值比率				
P/E	26.0	20.7	16.9	14.5
P/B	3.1	2.9	2.7	2.5

轻工纺服组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：田晨曦

伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王文杰

日本庆应义塾大学经济学硕士。2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500