

【广发纺服&海外】波司登 (03998.HK)

公司公告 21/22 财年上半年业绩, 保持稳健高速增长

核心观点:

- **公司公告 2021/22 财年上半年业绩。**公司 2021/22 财年上半年收入 53.90 亿元, 同比增长 15.6%, 归母净利润 6.39 亿元, 同比增长 31.4%。保持稳健高速增长。每股收益 0.0595 元。中期派息每股 0.045 港元。
- **品牌羽绒服业务营收保持快速增长。**分业务, 公司 2021/22 财年上半年品牌羽绒服业务收入 34.73 亿元, 同比增长 16.2%, 贴牌加工业务收入 14.28 亿元, 同比增长 16.2%, 女装业务收入 4.16 亿元, 同比增长 1.0%, 多元化服装业务收入 0.72 亿元, 同比增长 129.4%。另外品牌羽绒服业务线上销售收入 6.61 亿元, 同比增长 35.0%。
- **毛利率提升, 分销开支收入占比提升。**公司 2021/22 财年上半年毛利率 50.5%, 较上年提升 2.7 个百分点。其中品牌羽绒服业务毛利率 61.1%, 较上年提升 4.7 个百分点。贴牌业务毛利率 19.1%, 较上年提升 1.0 个百分点。女装业务毛利率 73.6%, 较上年持平。多元化业务毛利率 28.3%, 较上年下降 21.1 个百分点。分销开支的费销比 29.9%, 较上年提升 4.0 个百分点, 行政开支的费销比 8.4%, 较上年持平。
- **存货周转天数略增, 应收账款周转天数下降, 应付账款周转天数下降。**公司存货周转天数 212 天, 较上年增加 12 天, 主要由于 2022 年春节提前, 稳定供应链需要, 应对原材料成本上升, 提前储备。公司应收账款周转天数 76 天, 较上年减少 22 天, 主要由于公司加大回款催收力度。公司应付账款周转天数 247 天, 较上年增加 59 天, 主要由于公司加强供应链金融的使用, 另外存货采购增加。
- **盈利预测与投资建议: 预计公司 21/22-23/24 财年 EPS 为 0.20、0.25、0.32 元/股。**现价对应 21/22 财年 PE23 倍, 参考可比公司, 给予公司 21/22 财年 27 倍 PE, 合理价值 6.60 港元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 汇率波动风险; 商誉减值风险; 经营风险。

(本文如无特殊说明, 货币单位均为人民币, 人民币对港元采用 1:1.22)

盈利预测:

人民币	2019/20A	2020/21A	2021/22 E	2022/23E	2023/24E
营业收入 (百万元)	12,190.54	13,516.51	16,466.70	20,034.24	24,292.05
增长率 (%)	17.4%	10.9%	21.8%	21.7%	21.3%
EBITDA (百万元)	1,937.44	2,520.31	3,596.83	4,366.95	5,276.11
归母净利润 (百万元)	1,203.18	1,709.57	2,157.82	2,727.93	3,406.24
增长率 (%)	22.6%	42.1%	26.2%	26.4%	24.9%
EPS (元/股)	0.11	0.16	0.20	0.25	0.32
市盈率 (P/E)	19.54	20.10	22.82	18.05	14.46
ROE (%)	11.78	15.44	18.59	22.20	25.92
EV/EBITDA	11.06	13.45	13.43	10.85	8.77

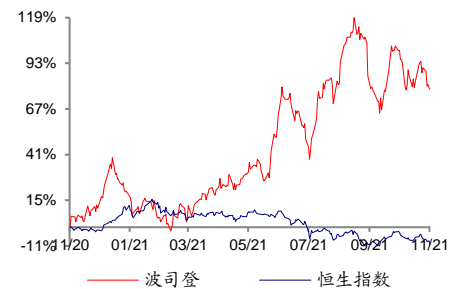
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	5.58 港元
合理价值	6.60 港元
前次评级	买入
报告日期	2021-11-29

相对市场表现



分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650

mihanjie@gf.com.cn

相关研究:

- 【广发海外&纺服】波司登 (03998.HK): 双十一销售超预期, 看好公司 2021/22 财年业绩 2021-11-14
- 【广发纺服&海外】波司登 (03998.HK): 20/21 财年业绩超预期, 开启新三年征程 2021-06-28
- 【广发纺服&海外】波司登 (03998.HK): 2020/2021 财年起超预期, 看好公司持续快速增长 2021-04-12

一、公司公告 21/22 财年上半年业绩，保持稳健高速增长

公司 2021/22 财年上半年收入 53.90 亿元，同比增长 15.6%，归母净利润 6.39 亿元，同比增长 31.4%。归母净利润同比增长超预期。每股收益 0.0595 元。中期派息每股 0.045 港元。

图1：公司收入及增长

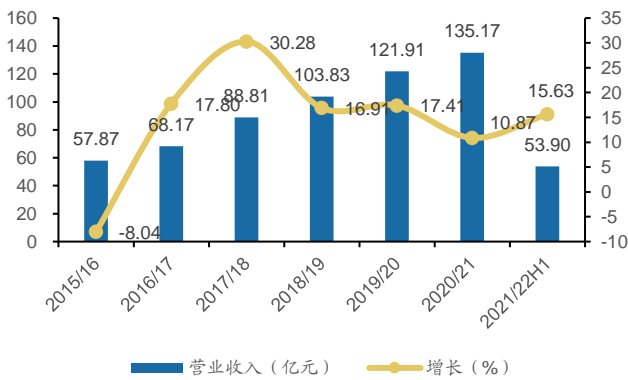
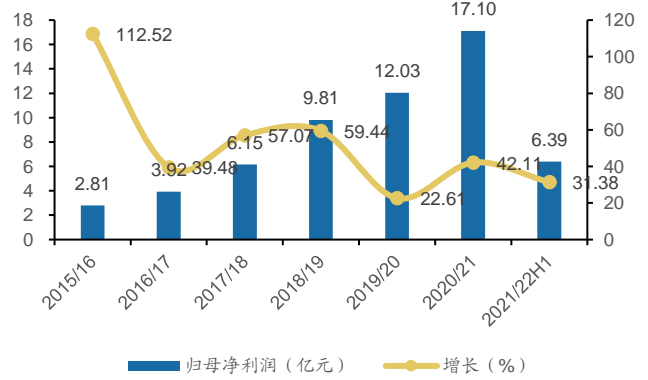


图2：公司归母净利润及增长



数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

注：右轴是增长 (%)

数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

注：右轴是增长 (%)

分业务，品牌羽绒服业务收入 34.73 亿元，同比增长 16.2%，贴牌加工业务收入 14.28 亿元，同比增长 16.2%，女装业务收入 4.16 亿元，同比增长 1.0%，多元化服装业务收入 0.72 亿元，同比增长 129.4%。其中，品牌羽绒服业务收入快速增长主要来自自主品牌波司登贡献，贴牌加工业务发展良性，核心客户订单量保持稳定增长，女装业务各品牌之间有所分化，多元化业务中男装、内衣居家占比持续下降，校服业务取得大幅增长。

图3：品牌羽绒服业务收入及增长

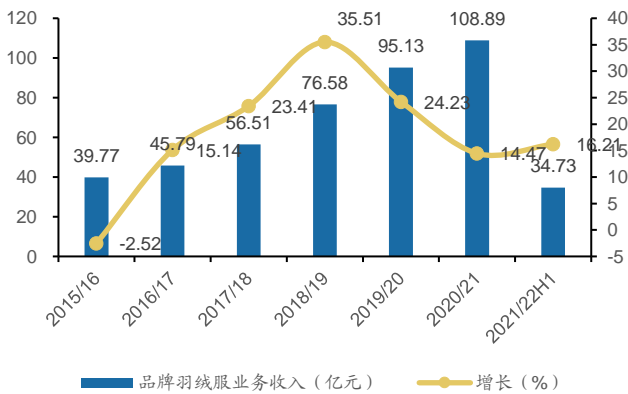
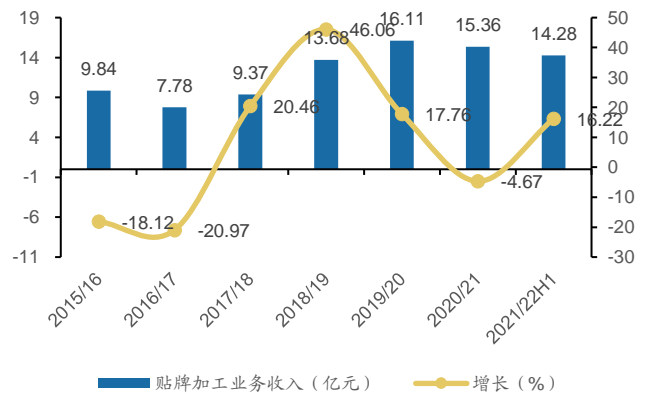


图4：贴牌加工业务收入及增长



数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

注：右轴是增长 (%)

数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

注：右轴是增长 (%)

图5: 女装业务收入及增长

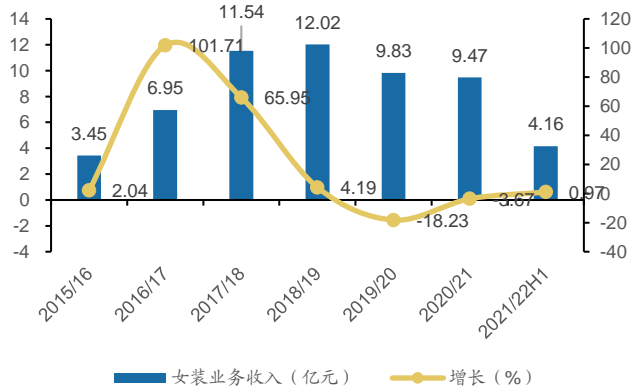
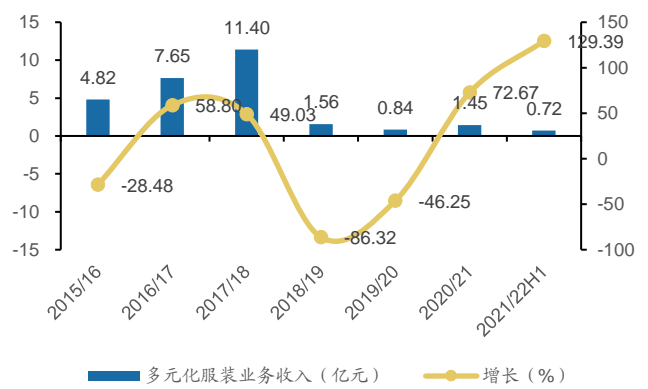


图6: 多元化服装业务收入及增长



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

注: 右轴是增长 (%)

数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

注: 右轴是增长 (%)

品牌羽绒服按品牌分, 波司登主品牌收入32.46亿元, 同比增长19.1%, 雪中飞收入1.12亿元, 同比增长9.5%, 冰洁收入0.28亿元, 同比下降74.1%。冰洁收入下降主要由于大力收缩线下代理渠道, 转型发展线上渠道。按销售类别分, 自营收入11.48亿元, 同比增长3.5%, 批发收入22.39亿元, 同比增长22.5%。零售网络方面, 波司登主品牌店数3654家, 净减32家(直营门店净增21家, 批发门店净减53家), 雪中飞297家, 净减10家(直营门店净减6家, 批发门店净减4家), 冰洁50家, 净减107家(直营门店净减13家, 批发门店净减94家), 主要由于公司持续优化渠道质量, 提升渠道效率, 调整渠道的结构性布局, 关注15个一线及新一线城市, 同时关小店, 开大店。另外品牌羽绒服业务线上销售收入6.61亿元, 同比增长35.0%, 收入占比19.0%(上年同期16.4%)。

图7: 波司登和雪中飞收入及增速

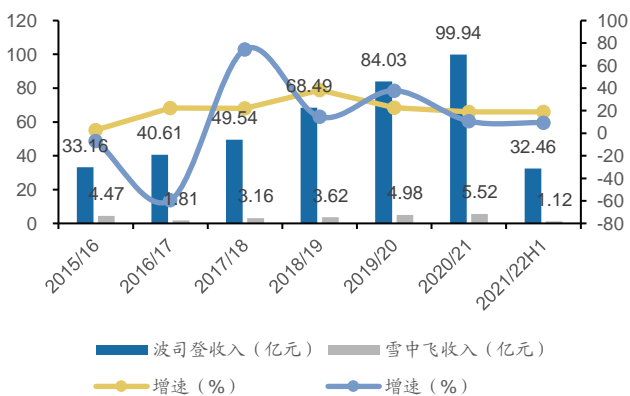
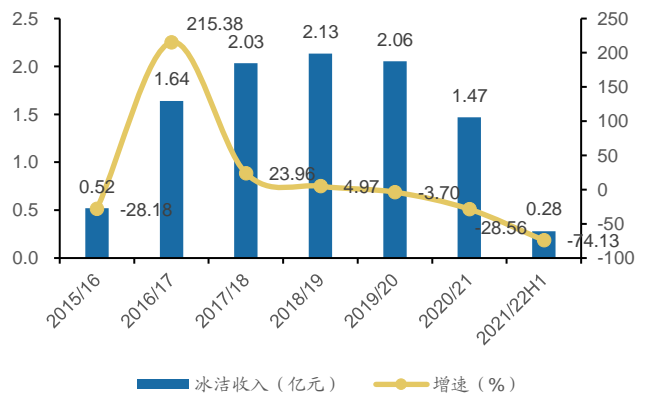


图8: 冰洁收入及增速



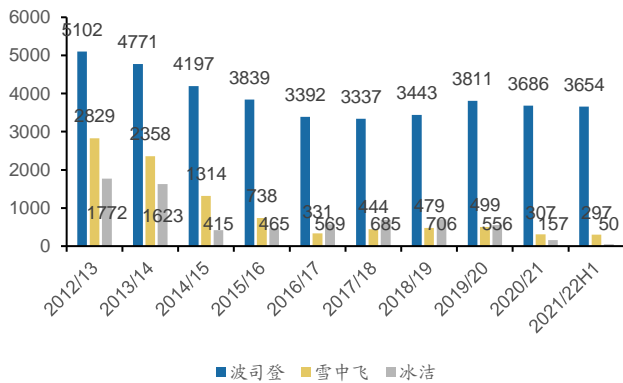
数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

注: 右轴是增速 (%)

数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

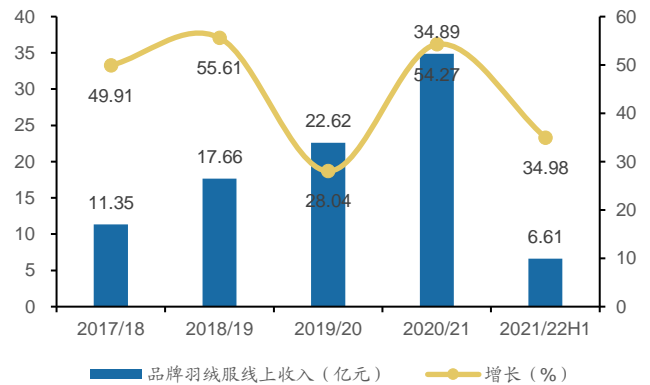
注: 右轴是增长 (%)

图9: 波司登、雪中飞、冰洁店数 (单位: 个)



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

图10: 品牌羽绒服线上收入及增长

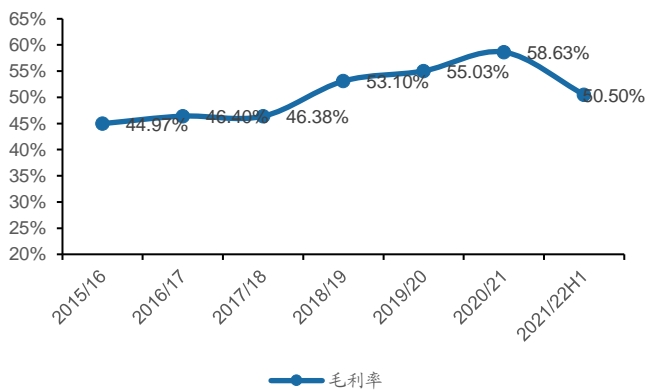


数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

注: 右轴是增速 (%)

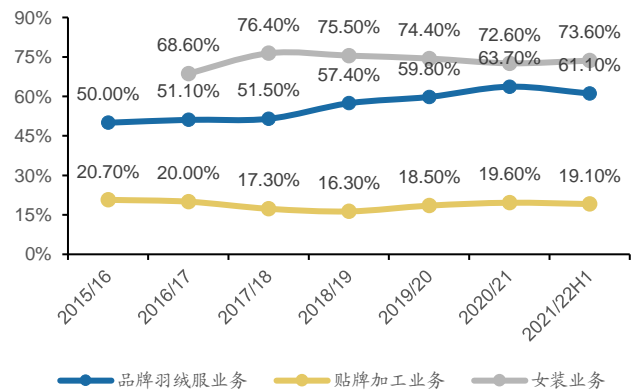
毛利率方面, 公司整体毛利率50.5%, 较上年提升2.7个百分点。其中品牌羽绒服业务毛利率61.1%, 较上年提升4.7个百分点, 主要由于品牌不断升级, 新品、中高价位产品的占比提升, 及终端对折扣更加有效的管控。贴牌业务毛利率19.1%, 较上年提升1.0个百分点, 主要由于严控成本及费用。女装业务毛利率73.6%, 较上年持平。多元化业务毛利率28.3%, 较上年下降21.1个百分点, 主要由于校服业务取得大幅增长, 校服业务受集中招标采购影响, 毛利率低于男装、内衣居家。

图11: 公司毛利率



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

图12: 公司分业务毛利率



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

营运开支收入占比方面, 公司分销开支的费销比29.9%, 较上年提升4.0个百分点, 主要由于2022年春节提前, 因此公司营销投入、广告投入有所前置。公司行政开支的费销比8.4%, 较上年持平。

图13: 公司分销开支的费销比

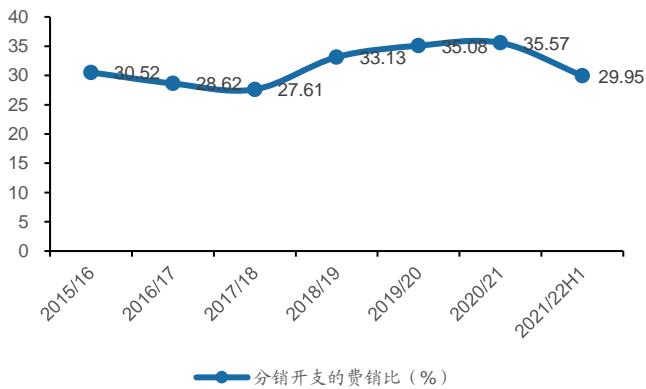
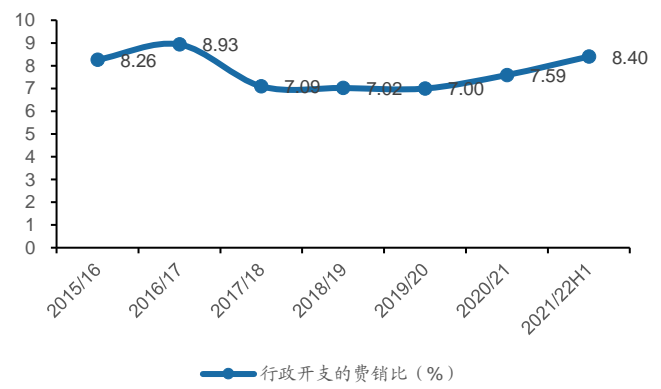


图14: 公司行政开支的费销比



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

营运指标及现金、现金流方面, 存货周转天数212天, 较上年增加12天, 主要由于2022年春节提前, 基于疫情防控及稳定供应链的需要, 公司采购及订单生产安排较上年提前, 另外考虑到原材料成本有上升趋势, 公司提前储备部分原材料。应收账款周转天数76天, 较上年减少22天, 主要由于公司加大回款催收力度, 同时采取了优化信用政策及鼓励客户积极付款等政策措施。应付账款周转天数247天, 较上年增加59天, 主要由于公司加强供应链金融的使用, 另外存货采购增加。现金总值71.21亿元, 剔除银行贷款和可转债(有息负债), 净现金值44.96亿元, 较上年35.23亿元, 增加9.73亿元。经营活动产生的现金净额-12.24亿元, 上年为-6.90亿元, 主要由于今年生产相对比较提前, 而销售回款主要集中在下半财年。

图15: 公司存货周转天数(单位: 天)

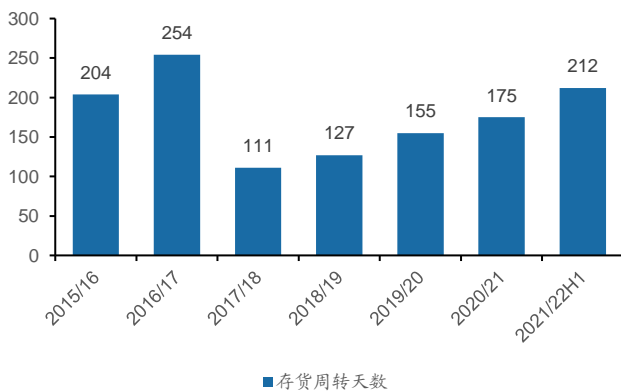


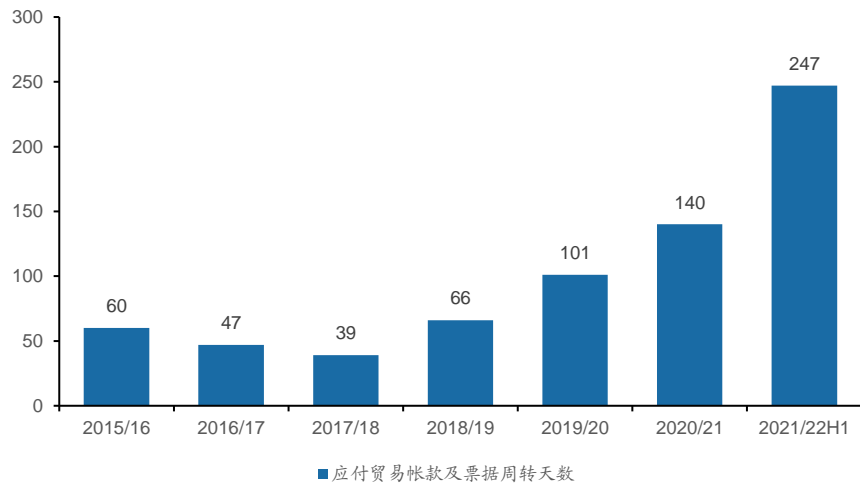
图16: 公司应收贸易帐款及票据周转天数(单位: 天)



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

图 17: 公司应付贸易帐款及票据周转天数 (单位: 天)



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

二、我们看好公司 2021/22 财年下半年业绩继续保持高速增长

首先, 公司双十一销售超预期, 根据公司自愿性公告, 双十一期间, 品牌羽绒服业务线上零售额较2020/21财年同比增长50%以上, 其中核心品牌波司登线上零售额较2020/21财年同比增长45%以上, 而下半年品牌羽绒服业务收入中, 线上业务占比高, 以2020/21财年下半年为例, 公司品牌羽绒服业务收入中, 线上业务占比为37.96%。其次, 公司中高价位产品占比不断提升, 双十一均价1800元以上的波司登产品占比从上年的5%提升至30%。第三, 公司首创风衣羽绒服全新品类, 1个月销售额将近一个亿。第四, 公司强强联合超人气偶像, 引爆销量和热度, 今年11月官宣肖战为品牌代言人。最后, 根据中国气象局发布的今冬气候预测显示, 今年冬季影响我国的冷空气活动频繁, 势力偏强, 中东部地区气温总体以偏冷为主, 冷冬有望进一步刺激公司品牌羽绒服销售。

三、盈利预测和投资建议

我们预计公司21/22-23/24财年EPS为0.20、0.25、0.32元/股。现价对应21/22财年PE23倍, 参考可比公司, 给予公司21/22财年27倍PE, 合理价值6.60港元/股, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司平均估值

公司	代码	最新价格 (港元)	每股收益 (港元)					市盈率			
			2021/11/26	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
安踏体育	02020.HK	126.10	2.28	3.52	4.52	5.65	55.30	35.78	27.88	22.31	
李宁	02331.HK	86.30	0.82	1.69	2.10	2.63	104.95	50.96	41.12	32.76	
滔搏	06110.HK	9.00	0.54	0.61	0.71	0.82	16.81	14.70	12.61	10.99	
申洲国际	02313.HK	155.10	4.04	4.51	5.56	6.53	38.39	34.40	27.89	23.74	
中国利郎	01234.HK	4.34	0.55	0.72	0.81	0.91	7.85	6.03	5.37	4.74	
	最大值						104.95	50.96	41.12	32.76	
	最小值						7.85	6.03	5.37	4.74	
	平均数						44.66	28.37	22.97	18.91	
	调整后平均						36.84	28.30	22.79	19.02	

数据来源: wind; 广发证券发展研究中心

注: 每股收益为 wind 一致预期

四、风险提示

(一) 汇率波动的风险

公司有若干现金及银行存货以港元或美元计值, 如果港元、美元汇率发生重大波动, 会对公司造成重大影响。

(二) 商誉减值的风险

公司品牌女装业务如果现金产生单位表现不加, 根据使用贴现现金流量预测方法的评估, 可收回金额低于帐面值, 则存在需要确认减值亏损的风险。

(三) 经营的风险

如果年内天气状况不佳, 公司设计遭遇竞争对手剽窃并以较低价格快速复制, 包括公司无法开发迎合市场需求的新设计, 无法维持有效的分销网络, 无法制造足够产品以满足季节销售以及无法将库存控制在合理水平, 都会影响公司的财务业绩。

资产负债表

单位：百万元

至 3 月 31 日	19/20A	20/21A	21/22E	22/23E	23/24E
流动资产	12,470	12,877	14,486	16,088	18,170
货币资金	4,207	2,078	3,099	3,794	4,802
应收及预付	2,264	2,201	2,574	2,901	3,291
存货	2,726	2,646	2,860	3,441	4,125
其他流动资产	3,273	5,952	5,952	5,952	5,952
非流动资产	4,909	6,080	5,502	5,357	5,192
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,390	1,762	1,861	1,956	2,031
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	1,654	1,572	1,332	1,092	853
其他长期资产	1,864	2,746	2,309	2,309	2,309
资产总计	17,379	18,956	19,987	21,445	23,362
流动负债	4,690	5,442	5,984	6,767	7,842
短期借款	818	671	841	631	531
应付及预收	3,241	4,012	4,373	5,261	6,308
其他流动负债	631	759	769	875	1,003
非流动负债	2,286	2,263	2,219	2,219	2,219
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,286	2,263	2,219	2,219	2,219
负债合计	6,976	7,706	8,203	8,986	10,061
股本	10,214	11,069	11,609	12,291	13,142
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	10,214	11,069	11,609	12,291	13,142
少数股东权益	189	182	176	168	159
负债和股东权益	17,379	18,956	19,987	21,445	23,362

利润表

单位：百万元

至 3 月 31 日	19/20A	20/21A	21/22E	22/23E	23/24E
营业收入	12,191	13,517	16,467	20,034	24,292
营业成本	-5482	-5592	-6736	-8102	-9715
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	-4276	-4807	-5857	-7126	-8641
管理费用	-853	-1026	-1161	-1382	-1676
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-192	-196	-106	-104	-94
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,388	1,895	2,607	3,319	4,167
营业外收支	212	347	223	259	301
利润总额	1,600	2,242	2,830	3,578	4,467
所得税	-405	-537	-678	-857	-1,070
净利润	1,195	1,705	2,152	2,721	3,397
少数股东损益	-8	-5	-6	-7	-9
归属母公司净利润	1,203	1,710	2,158	2,728	3,406
EBITDA	1,937	2,520	3,597	4,367	5,276
EPS (元)	0.11	0.16	0.20	0.25	0.32

现金流量表

单位：百万元

至 3 月 31 日	19/20A	20/21A	21/22E	22/23E	23/24E
经营活动现金流	1,168	3,828	2,359	3,284	3,967
净利润	998	2,509	2,152	2,721	3,397
折旧摊销	716	954	713	743	780
营运资金变动	-483	425	-304	63	70
其它	-63	-60	-202	-243	-281
投资活动现金流	614	-3,863	-148	-437	-398
资本支出	12,239	9,444	-777	-720	-730
投资变动	-11,751	-13,459	388	0	0
其他	127	153	241	283	332
筹资活动现金流	564	-1,138	-1,622	-1,941	-2,461
银行借款	-862	-107	-110	0	0
股权融资	282	-6	0	0	0
其他	1,144	-1,026	-1,512	-1,941	-2,461
现金净增加额	2,346	-1,172	589	906	1,108
期初现金余额	1,754	3,639	1,771	2,531	3,226
期末现金余额	3,639	1,771	2,531	3,226	4,234

主要财务比率

至 3 月 31 日	19/20A	20/21A	21/22E	22/23E	23/24E
成长能力					
营业收入增长	17.40%	10.88%	21.83%	21.67%	21.25%
营业利润增长	17.42%	36.55%	37.59%	27.30%	25.54%
归母净利润增长	22.61%	42.09%	26.22%	26.42%	24.87%
获利能力					
毛利率	55.03%	58.63%	59.10%	59.56%	60.01%
净利率	9.87%	12.65%	13.10%	13.62%	14.02%
ROE	11.78%	15.44%	18.59%	22.20%	25.92%
ROIC	30.62%	30.02%	36.95%	47.46%	60.46%
偿债能力					
资产负债率	40.14%	40.65%	41.04%	41.90%	43.06%
净负债比率	-32.58%	-12.51%	-19.16%	-25.39%	-32.11%
流动比率	2.66	2.37	2.42	2.38	2.32
速动比率	2.08	1.88	1.94	1.87	1.79
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.73	0.83	0.95	1.07
应收账款周转率	10.77	12.86	10.78	10.78	10.78
存货周转率	2.32	2.05	2.32	2.32	2.32
每股指标 (元)					
每股收益	0.11	0.16	0.20	0.25	0.32
每股经营现金流	0.11	0.35	0.22	0.31	0.37
每股净资产	0.95	1.03	1.08	1.14	1.22
估值比率					
P/E	19.54	20.10	22.82	18.05	14.46
P/B	2.30	3.10	4.24	4.01	3.75
EV/EBITDA	11.06	13.45	13.43	10.85	8.77

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：研究助理，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。