

波司登 (3998.HK)

羽绒服龙头新征程

羽绒服龙头，聚焦主业。作为蝉联了23年销量冠军的本土羽绒服品牌龙头，公司2018财年收入和净利润规模已达89亿和6.15亿元。在经历了贴牌加工、品牌确立、四季化探索+零售转型后，公司提出了“品牌革新+聚焦主业”的全新战略，削减男装及家居业务、聚焦羽绒服业务（波司登/雪中飞/冰洁现门店3337/444/685家），除此保留了投资管理的女装（收入比重13%）及利用产能的贴牌业务（收入比重11%）。

消费需求变化驱动行业格局变迁，海外品牌以及四季化时尚服饰品牌的介入助推行业规模增长。羽绒服的消费需求从重功能性转向时尚属性兼顾，在这一过程中，以Moncler为首的海外高端品牌、四季化时尚品牌以及高性价比的大众休闲品牌入侵，分散传统羽绒服的原有市场份额的同时扩大羽绒服行业规模。根据测算2017年行业规模729亿元，预计未来五年CAGR约8%。传统羽绒服品牌唯有求变革新，在保留原有消费者的基础上发展时尚化产品。借助加拿大鹅和Moncler的成功经验，历史积淀高品质基因是品牌护城河，产品时尚化是发展必经路。

国民品牌深入人心，全面升级运营提升。2013年以来公司与行业共同经历了品牌厮杀、库存堆积等一系列问题，FY2013-15公司羽绒服业务经历了-15%/-33%/-3%的收入负增长，目前渐进尾声，全面升级后企业步入新周期。FY2017分别获得15%/23%的增速。①业务端：策略性简化多品牌，专心发展主品牌。②产品端：联手海外知名设计师打造联名款、推出功能性服饰系列，如高端户外、Gore-tex等备受欢迎；巧用网红综艺/时尚走秀加深品牌新形象。③渠道端：精简门店后对现有店铺分批替换或升级，强化品牌年轻化形象。④运营端：订货首次比例下降，后续拉式补单配合快反模式，精准销售保障售罄率。

投资策略。公司是国民羽绒服第一品牌，经前期清库存、减渠道后公司已内生改善，随着品牌年轻化转型、产品力持续提升、快反模式建立，后续收入增长及盈利能力有望显著提高。综合预计FY2018/19~2020/21净利润8.9/11.76/14.56亿元，对应PE分别为22/17/14倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济增速放缓消费；主品牌复苏不达预期；暖冬影响终端销售情况。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6817	8,881	10,249	12,686	15,442
增长率 yoy (%)	17.8	30.3	15.4	23.8	21.7
归母净利润（百万元）	391.8	615	890	1,176	1,456
增长率 yoy (%)	39.5	57.1	44.7	32.0	23.8
EPS 最新摊薄（元/股）	0.04	0.06	0.08	0.11	0.14
净资产收益率 (%)	3.9	6.5	8.4	10.4	11.9
P/E (倍)	16.3	9.9	22.3	16.9	13.6
P/B (倍)	2.1	0.6	1.9	1.8	1.6

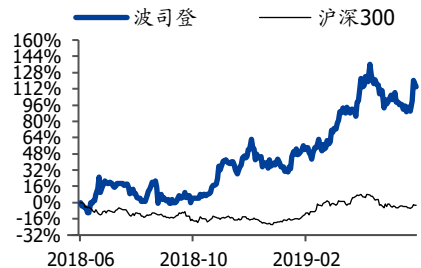
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（首次）

股票信息

行业	纺织服装
前次评级	
最新收盘价	2.11
总市值(百万元)	16,605.70
总股本(百万股)	7,870.00
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	167.34

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

研究助理 杨莹

邮箱：yangying1@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	10483	10959	11738	13068	14391
现金	2835	1794	2801	3386	3960
应收账款	606	980	881	1606	1202
其他应收款	1206	1039	1551	1655	2248
预付账款	2958	4785	3872	3029	3450
存货	1437	1455	1728	2486	2627
其他流动资产	1441	905	905	905	905
非流动资产	3636	3485	3339	3154	2937
长期投资	183	179	127	54	-41
固定投资	819	885	867	831	785
无形资产	1481	1897	1821	1745	1670
其他非流动资产	1153	523	523	523	523
资产总计	14118	14443	15076	16222	17329
流动负债	4383	4337	4467	4770	4885
短期借款	2985	2338	2815	2883	2755
应付账款	495	523	616	749	913
其他流动负债	903	1476	1035	1138	1217
非流动负债	380	323	285	330	313
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	380	323	285	330	313
负债合计	4763	4660	4752	5100	5198
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	1957	1957	1957	1957	1957
资本公积	7218	7638	8009	8466	8857
留存收益	9176	9596	10165	10984	12000
归属母公司股东收益	179	187	159	137	131
负债和股东权益	14118	14443	15076	16222	17329

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	1109	1033	1029	937	1219
净利润	392	615	863	1154	1449
折旧摊销	174	195	199	211	217
财务费用	-23	-25	87	80	61
投资损失	19	0	0	0	0
营运资金变动	557	120	-120	-508	-508
其他经营现金流	-10	127	0	0	0
投资活动净现金流	-1577	-1864	-53	-27	-1
资本支出	-62	0	-181	-176	-171
长期投资	-1115	-1900	52	73	94
其他投资现金流	-400	36	76	76	76
筹资活动净现金流	266	-183	31	-324	-645
短期借款	0	0	390	-12	-188
长期借款	820	-522	0	0	0
普通股增加	-2	0	0	0	0
资本公积增加	0	-198	0	0	0
其他筹资现金流	-553	537	-359	-312	-457
现金净增加额	-202	-1014	1007	586	574

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6817	8881	10249	12686	15442
营业成本	3653	4762	5124	6279	7644
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	1951	2452	3029	3711	4478
管理费用	609	630	851	1053	1282
财务费用	-23	-25	87	80	61
资产减值损失	121	120	69	93	110
公允价值变动收益	-98	-57	0	0	0
投资净收益	-19	0	0	0	0
营业利润	509	1000	1158	1563	1978
营业外收入	64	-112	40	40	35
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	573	888	1198	1603	2013
所得税	204	249	335	449	564
净利润	369	640	863	1154	1449
少数股东收益	-23	24	-28	-22	-7
归属母公司净利润	392	615	890	1176	1456
EBITDA	724	1059	1484	1894	2291
EPS (元/股)	0.04	0.06	0.08	0.11	0.14

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	17.8	30.3	15.4	23.8	21.7
营业利润 (%)	12.6	96.6	15.8	35.0	26.5
归属母公司净利润 (%)	39.5	57.1	44.7	32.0	23.8
盈利能力					
毛利率 (%)	46.4	46.4	50.0	50.5	50.5
净利率 (%)	5.7	6.9	8.7	9.3	9.4
ROE (%)	3.9	6.5	8.4	10.4	11.9
ROIC (%)	2.8	5.1	7.0	8.5	9.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.7	32.3	31.5	31.4	30.0
净负债比率 (%)	20.6	29.3	18.9	15.4	10.2
流动比率	2.4	2.5	2.6	2.7	2.9
速动比率	2.1	2.2	2.2	2.2	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	9.5	11.2	11.0	10.2	11.0
应付账款周转率	7.9	9.4	9.0	9.2	9.2
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.04	0.06	0.08	0.11	0.14
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.10	0.10	0.10	0.09	0.11
每股净资产 (最新摊薄)	0.87	0.91	0.97	1.04	1.13
估值指标 (倍)					
P/E	16.3	9.9	22.3	16.9	13.6
P/B	2.1	0.6	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.8	6.7	13.7	10.5	8.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

引言.....	5
波司登：羽绒龙头，聚焦主业.....	6
聚焦主航道，收缩多元化.....	6
自产为主，直营+经销双轮驱动.....	7
家族集团，股权结构稳固.....	8
消费需求分化驱动行业格局变迁.....	9
消费者选择分化推动行业格局变迁.....	9
海外高端品牌及全品类品牌介入，助推行业空间增长.....	11
国际经验：时尚化是必经之旅，四季销售波动难以规避.....	12
国民老牌如何焕发新生？.....	17
聚焦主航道，收缩多元化.....	17
收缩渠道&反季促销，内生改善.....	18
持续专业&创新产品&优质营销，打造羽绒新印象.....	19
快速反应，因销定产，管理优化.....	22
股权激励，调动高管积极性.....	22
财务分析.....	23
毛利率呈增长趋势，费用率短期面临上升压力.....	23
周转改善，运营健康.....	24
盈利预测与投资建议.....	25
盈利预测.....	25
估值评级.....	27
投资建议.....	27
风险提示.....	28

图表目录

图表 1： 公司股价与估值变化.....	5
图表 2： 波司登集团发展史.....	6
图表 3： 公司旗下各品牌简介.....	7
图表 4： FY2017/18 各项业务收入占比.....	7
图表 5： FY2018/19H1 各项业务收入占比.....	7
图表 6： FY2007/08~FY2017/18 羽绒服经销/直营店数.....	8
图表 7： FY2007/08~FY2017/18 羽绒服寄售/专卖店数.....	8
图表 8： 公司股权结构.....	9
图表 9： FY2007/08~FY2017/18 雪中飞销售收入及同比情况.....	10
图表 10： FY2007/08~FY2017/18 冰洁销售收入及同比情况.....	10
图表 11： 羽绒服品牌三大参与者.....	10
图表 12： 羽绒服行业规模测算假设因素拆分.....	11
图表 13： 中国 2008~2017 年羽绒服产量.....	11
图表 14： 羽绒服 2010-2017 年销售单价及同比涨幅（%）.....	12
图表 15： 羽绒服行业测算过程.....	12
图表 16： 加拿大鹅百度搜索指数.....	13
图表 17： 加拿大鹅的品牌影响力.....	13
图表 18： 加拿大鹅 FY2015~FY2018 营业收入与净利率情况（亿人民币）.....	14
图表 19： 加拿大鹅 FY2015~FY2018 净利率与毛利率情况.....	14

图表 20: 加拿大鹅 2016~2018 季度销量情况.....	14
图表 21: Moncler 悠久的历史积淀.....	15
图表 22: Moncler 的先锋设计.....	15
图表 23: MonclerFY2011~FY2017 营业收入与净利率情况 (亿人民币)	16
图表 24: MonclerFY2011~FY2017 净利率与毛利率情况.....	16
图表 25: Moncler2013~2018 季度销量情况.....	16
图表 26: 加拿大鹅、Moncler、波司登发经营模式对比.....	17
图表 27: 波司登品牌直营店店效及增速.....	18
图表 28: FY2008/09~FY2017/18 波司登门店情况 (家)	19
图表 29: FY2008/09~FY2017/18 羽绒服全年/淡季销售情况及增速.....	19
图表 30: FY2008/09~FY2017/18 公司营业收入及存货情况.....	19
图表 31: 波司登迪士尼系列羽绒服.....	20
图表 32: 波司登迪士尼系列店铺形象.....	20
图表 33: 波司登极寒系列羽绒服.....	21
图表 34: 波司登与 Moncler 前男装首席联名设计款.....	21
图表 35: 波司登 x 《翻滚吧地球》.....	21
图表 36: 波司登 x 《中国有嘻哈》.....	21
图表 37: 波司登 x 纽约时装周.....	22
图表 38: 安妮海瑟薇身着波司登出席纽约时装周.....	22
图表 39: 公司股权激励计划归属期制度表.....	23
图表 40: 波司登利润率水平 (%)	24
图表 41: 波司登三费水平 (%)	24
图表 42: 波司登各块业务毛利率水平.....	24
图表 43: 波司登存货周转天数情况.....	24
图表 44: 波司登应收账款周转天数情况.....	24
图表 45: 波司登收入预测 (百万元)	26
图表 46: WACC 假设和计算.....	27
图表 47: 绝对估值敏感性分析.....	27
图表 48: 同行可比公司估值对比.....	27

引言

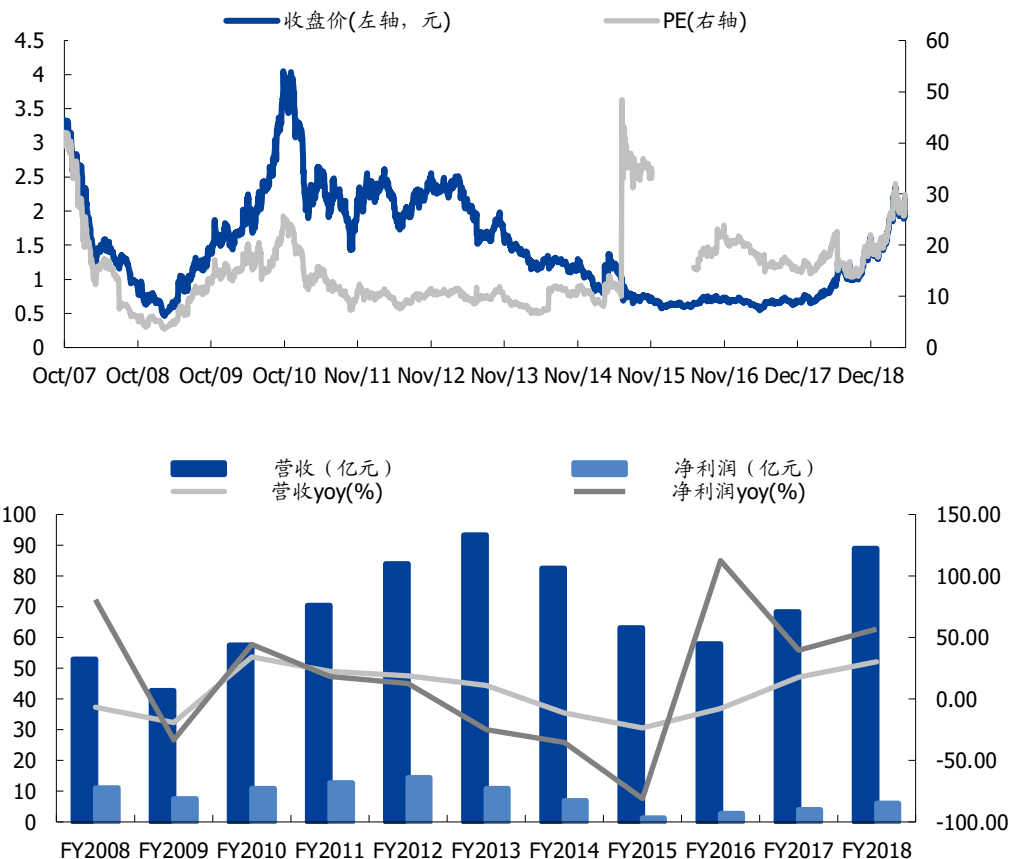
波司登自创立以来连续 23 年全国羽绒服销量第一，是实至名归的羽绒服龙头。20 世纪初期波司登在奠定羽绒服品牌名声的基础上扩展四季化服饰，营收近百亿规模。然 2012 年起受整体行业环境影响，连续三年对渠道、库存的调整导致营收下滑，至 2015 年公司重见起色，营收稳步提升。

FY2017/18 (2017.3.31~2018.3.31) 取得了理想的经营业绩，收入同增 30.3%至 88.8 亿，净利润同增 57%至 6.15 亿元。2018 年波司登重新规划战略目标——聚焦主航道，聚焦主品牌、收缩多元化。从渠道端、产品端、营销端重塑品牌，根据我们判断波司登品牌销售增速 35%+。与之相应的公司股价从 2018 年初 (FY2017 财年截止 2018 年 3 月 31 日) 的 0.7 元/股左右上涨至目前的 2 元/股左右的水平。

2019 年 5 月公司公告：1) 母公司向上市公司提供的生产及加工服务范围由羽绒服产品扩大至羽绒服相关材料；2) 因羽绒服销售超预期增长，故重新修订 FY2020 年应付母公司费用上限，并延期两年 (2020/2021/2022 费用上限为 17.7/24.7/32.7 亿元)。此公告彰显了公司对羽绒服生产链的持续深化以及对未来羽绒服业务的信心。

2019 年随着品牌复苏，产品设计创新、营销宣传、终端门店优化升级多项措施下，销售有望持续提升。对于中长期，我们认为公司分品类提价策略、渠道升级、产品创新方面的突破有助于带动公司后续规模性的增长。

图表 1: 公司股价与估值变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

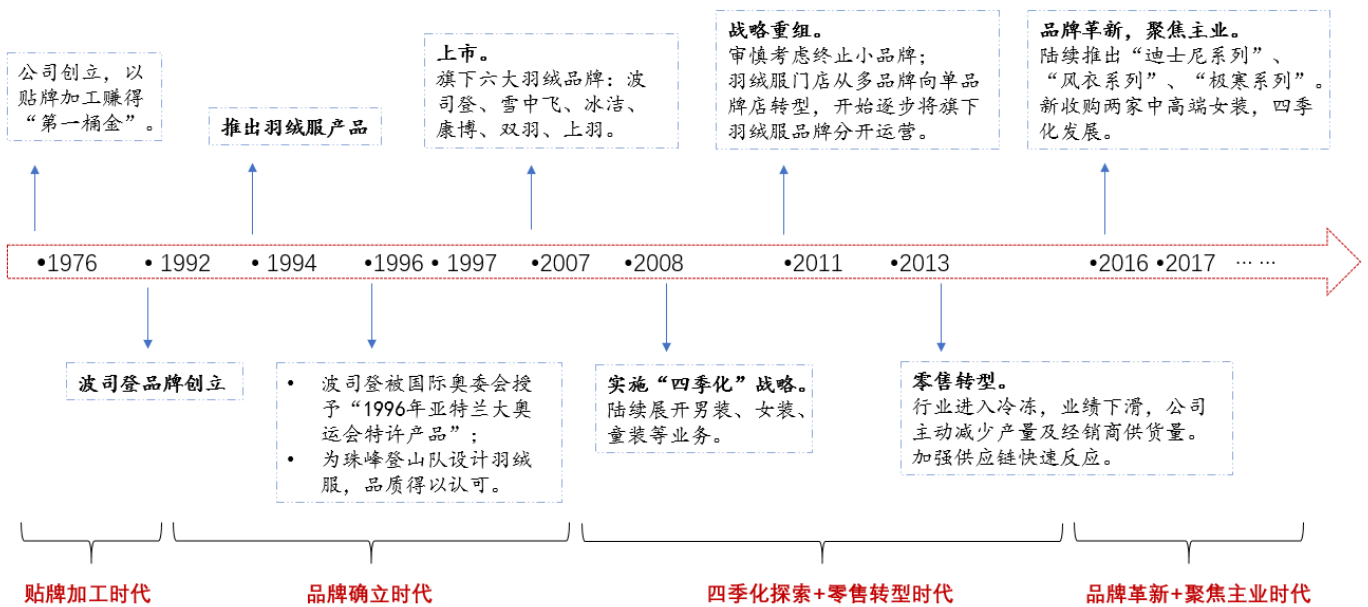
波司登：羽绒龙头，聚焦主业

聚焦主航道，收缩多元化

公司始于1976年，波司登品牌创立于1992年，2007年赴港上市，是以羽绒服研发、生产、销售为主营业务，同时涉及四季化服饰的服装集团，连续23年蝉联中国羽绒服销量第一。2018年公司“聚焦主航道，收缩多元化”，将发展重心放在波司登羽绒服上，淡化波司登男装以及波司登家居，强化“波司登=羽绒服”的品牌认知。

纵观集团发展史，可大致划分为四个阶段：①贴牌加工时代（1976-1991）：通过羽绒服贴牌加工业务为后续发展奠定基础。②品牌确立时代（1992-2007）：在同行只注重保暖性能时波司登兼顾质量与设计，产品热销品牌打响。随后通过“登珠峰闯南北极”等一系列活动名声确立。③四季化探索+零售转型时代（2008-2015）：在羽绒服龙头地位确立后开始收购多品牌布局四季化服饰。13年行业面临品牌厮杀、库存积压等问题，公司精简多品牌、降低渠道数、优化供应链，实现零售转型。④品牌革新+聚焦主业时代（2016-至今）：升级产品与店铺形象，更新消费者固有品牌老化的认知，致力于成为“全球热销的羽绒服专家”。

图表2：波司登集团发展史



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

目前公司主要经营四大业务：品牌羽绒服业务、贴牌加工业务以及女装、多元化业务。其中，羽绒服板块有波司登、雪中飞、冰洁三大品牌，定位中至高端、年龄层广覆盖，收入占比约65%；非羽绒服业务有男装、女装及家居服业务，旨在实现四季化销售，贡献收入占比26%；贴牌加工业务为利用淡季闲置产能为海外知名品牌加工生产，收入占比近11%。

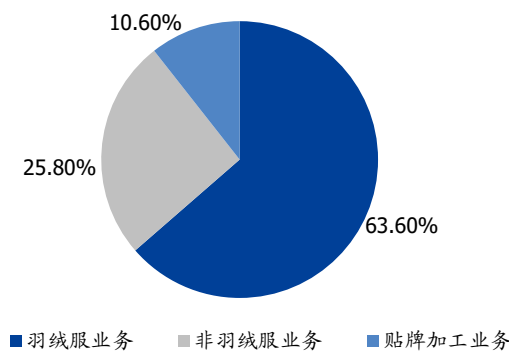
公司羽绒服销售业务季节差异明显，故半年报与年报营收波动与结构差异较大。FY2017/18公司实现营收88.90亿元，同增30.26%；净利6.15亿元，同增57.07%。FY2018/19H1公司实现营收34.44亿元，同增16.22%；净利2.51亿元，同增43.93%。

图表 3: 公司旗下各品牌简介

	来源	定位	店数	FY17/18 营收(亿)	yoy	战略规划	
羽绒服	波司登	创立于 1992 年	中高端	3337	49.54	22%	聚焦主品牌“波司登”
	雪中飞	创立于 1997 年	中端	444	3.15	75%	
	冰洁	创立于 2001 年	中端	685	2.03	24%	
非羽绒服	杰西	2011 年收购 70% 股权	中高端	203	3.89	20%	缩减该部分业务, 并实行换标行动
	邦宝	2016 年收购 70% 股权	中高端	186	3.75	26%	
	柯利亚诺	2017 年收购 100% 股权	中高端	57	1.76		
	柯罗芭		中高端	66	2.05		
	波司登男装	收购于 2009 年(四季化战略的开始)		282	5.03		
	波司登家居	2016/17 年集团将波司登内衣业务转为自主经营		95	5.61		

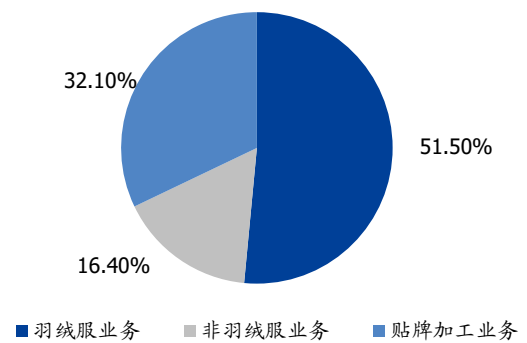
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: FY2017/18 各项业务收入占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: FY2018/19H1 各项业务收入占比



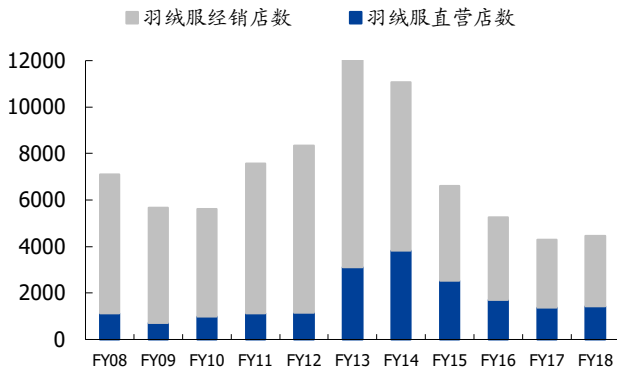
资料来源: wind, 国盛证券研究所

自产为主, 直营+经销双轮驱动

羽绒服自产为主, 工艺得到海外认可。公司深耕羽绒服 43 年, 拥有德国防绒针、先进缝制设备等, 每一件羽绒服都经过 62 位工艺师, 150 道工序制造而成, 专业且高质。拥有 840 万件羽绒服产能, 足以满足畅销季货品供应, 淡季多为海外知名品牌代工。

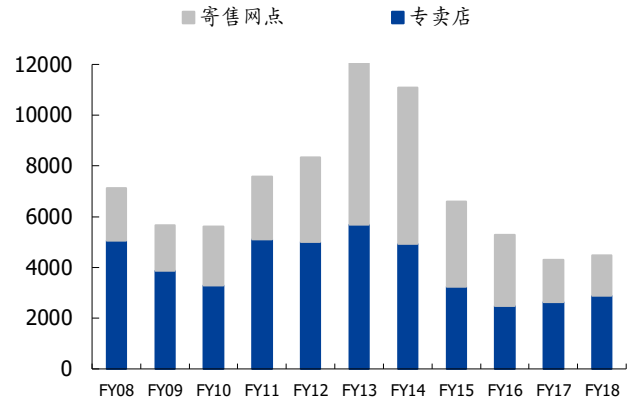
直营经销双轮驱动, 街边专卖店及百货店是主要业态。截至 FY2017/18, 羽绒服品牌波司登/雪中飞/冰洁分别拥有 3337/444/685 家门店, 经销店数占比分别为 64%/56%/95%, 共贡献羽绒服业务收入 38%。街边专卖店和百货专柜是主要形式。

图表 6: FY2007/08~FY2017/18 羽绒服经销/直营店数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: FY2007/08~FY2017/18 羽绒服寄售/专卖店数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所。注: 寄售网点即百货店/专柜

公司采取一级经销模式, 经销商即根据经销商能力制定年度销售目标, 允许一定比例退货, 以保证经销商的积极性。各区域设立区域销售公司兼管直营店和经销商, 公司统一门店形象、货品陈列以及售价折扣, 为消费者呈现统一的购物体验并有效维护品牌形象。

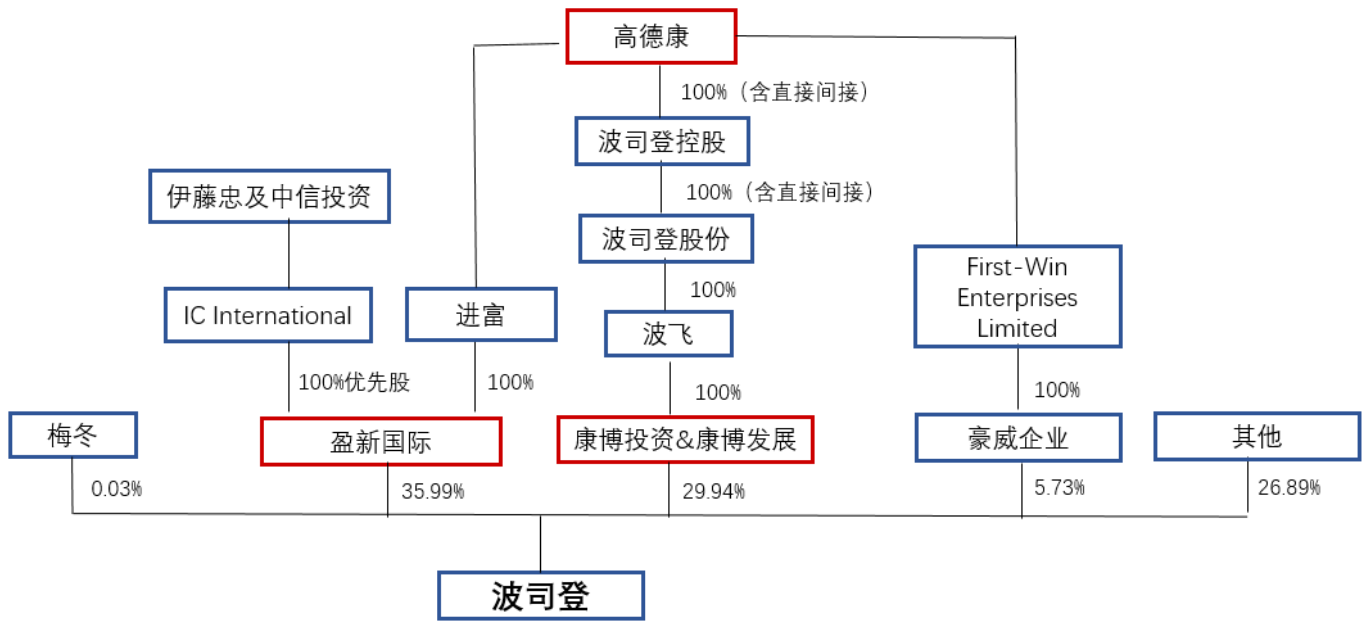
自 2016 年起电商业务发展迅速。目前主要通过天猫、唯品会等大型电商平台进行销售。FY2017/18 公司线上销售收入达 20.1 亿元, 同增 86.7%, 其中品牌羽绒服贡献收入 11.35 亿元, 占该板块收入 20.1%。2018 年双十一波司登位列“天猫服饰鞋包行业交易额 TOP10 排名”第二, 销售额突破 5.6 亿元, 全渠道销售额突破 7.4 亿元, 同增 73.2%。双十二全渠道销售额达 5.1 亿元, 同增 150%。

家族集团, 股权结构稳固

截至 FY2017/18 年报披露, 公司实际控制人高德康及其妻子梅冬合计持有公司 71.69% 的股权。其中, 通过盈新国际、康博投资和康博发展、豪威企业有限公司间接持有公司 35.99%、29.94%、5.73% 的股权。持股集中, 股权结构稳定。

为公司全球化领先发展, 战略性引入日本伊藤忠企业。2016 年 1 月, 公司董事长高德康控股的盈新国际向 IC International Company Limited (伊藤忠与中信投资合资设立) 发行 300 亿日元优先股以获得 240 亿日元贷款; 同年 9 月, 盈新国际以 0.93 港元/股的价格增发 18.35 亿股将其贷款资本化。截至目前, 盈新国际的普通股由董事长高德康全部持有。

图表 8: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

消费需求分化驱动行业格局变迁

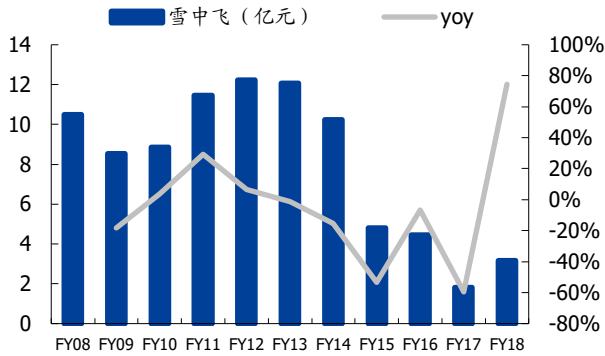
消费者选择分化推动行业格局变迁

行业发展初期, 专业羽绒服企业是市场主要参与者。羽绒服在中国的兴起与普及有四十余载, 80 年代产品新兴, 热销导致行业扩张过快, 市场混乱叠加暖冬因素导致行业不景气接踵而来, 企业面临大面积库存滞销和亏损淘汰。而优质公司历经突围, 从研发、质量、设计、销售等几方面大力改变, 迎合当时消费者对“高品质、高性价比”的消费需求, 成为行业领军企业。根据波司登年报披露, 2006~2013 年集团市占率稳居 35%~40%。

消费心理转变推动行业格局重新洗牌。随着居民生活物质丰裕对于羽绒服强功能性的需求不如之前强烈, 叠加以 CanadaGoose、Moncler 品牌为首的海外品牌入侵推动羽绒服单品衍生出时尚属性。从而消费者的购买需求分化为“功能性驱动”和“时尚化驱动”, 推动行业竞争格局发生变化。1、在时尚需求驱动下有两类主要参与者: 其一是以 Moncler、加拿大鹅为首的高端羽绒服时尚品牌; 其二是在冬款中增加羽绒服系列的众多时尚休闲的四季化品牌, 如 Only、JNBY、VeroModa 等。2、在功能需求驱动下, 这块市场被主打“款式简单、高性价比”的大众休闲品牌占据, 如海澜之家, 优衣库等。海澜之家从 2014 年开始销售羽绒服, 羽绒服收入从 14 年 10.82 亿元上升至 2017 年 21.82 亿元, CAGR3 为 26%。

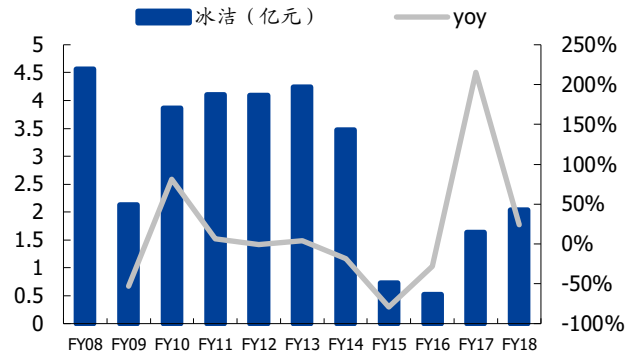
在这一轮变迁中, 素来以“高品质、低附加值”著称的老字号羽绒服专业品牌受到挤压。传统羽绒服企业(如江西鸭鸭、北京伊里兰、雪中飞、冰洁等)从销售渠道、宣传营销以及产品创新等方面表现稍逊色, 导致市场份额被部分侵蚀。以雪中飞与冰洁为例, 2012 年起, 在行业预冷以及外来品牌突围的压力下销售额迅速下降, 从 FY2012/13 年销售收入 12.08 亿元/4.25 亿元下降至 FY2016/17 年 1.81 亿元/1.64 亿元, 累计下降幅度高达 85%/61%。

图表 9: FY2007/08~FY2017/18 雪中飞销售收入及同比情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: FY2007/08~FY2017/18 冰洁销售收入及同比情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

那么, 传统羽绒服品牌的出路在哪里? 维稳固有高性价比市场的同时积极开拓时尚领域, 顺应时代之变。以波司登为代表的老字号品牌在产品结构上有所调整, 保留高性价比的基本款系列, 以低价高质维护原有客群(即以功能需求为主导的客户); 同时签约海外知名设计师打造联名款等时尚中高端系列, 强势切入羽绒服时尚领域, 与 ONLY、JNBY 等四季化品牌抢夺市场份额。

综合上所述, 目前羽绒服市场可大致分为三大参与者: 1、海外高端时尚羽绒服品牌, 以 Moncler、加拿大鹅为首; 2、国内传统羽绒服品牌, 如波司登、雪中飞、雅鹿等; 3、羽绒服市场新兴入场者, 如优衣库、海澜之家、杰克琼斯、ONLY、江南布衣等。

图表 11: 羽绒服品牌三大参与者

主要参与者	品牌	定位	SKU	定价 (人民币)			热销产品
				最低	最高	热销款	
国际一线品牌	Moncler 加拿大鹅	高端时尚奢侈品	约 150	约 3500	约 1 万	约 8500	经典款
国内新晋入场者	优衣库	基本款、SKU 少、高性价比	63	199	1299	449	基础款轻薄羽绒服
	海澜之家		89	298	1398	298	
	其他快销品牌:						
	GXG	依托各自品牌定位、分别主打男士、女士、运动等细分市场	122	369	2815	899	韩版加厚短外套
	杰克琼斯		85	298	1398	400	基础款轻型羽绒服
	VeroModa		149	359	3299	1049	毛领长羽绒服
	ONLY		219	300	4999	900	加厚长羽绒服
	韩都衣舍	产品彰显时尚个性、SKU 多 (女装尤为明显)	137	357	1128	419	学生宽松羽绒服
	太平鸟		104	350	2299	700	短款面包羽绒服
	江南布衣		113	488	3690	798	Oversize 轻薄羽绒服
	安踏		97	229	2309	799	长款羽绒服
	李宁		113	198	1399	258	运动保暖背心
国内羽绒服传统企业	波司登	行业专家、面向大众	803	299	3999	299/1699	轻羽绒/极寒系列
	雪中飞	兼顾低端市场	288	119	2789	209	基础款
	冰洁		296	129	1699	179	基础款
	雅鹿	主打低端市场	808	129	2399	199	基础款

资料来源: 各品牌天猫官方旗舰店, 国盛证券研究所

海外高端品牌及全品类品牌介入，助推行业空间增长

产品属性：替换率较低

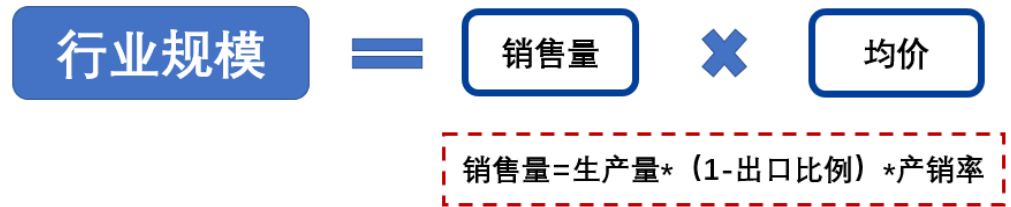
- **相对于其他服装品类，羽绒服的功能性略强于时尚性：**消费者购买羽绒服时倾向于率先考虑其保暖功能性而非潮流时尚性。考虑到羽绒服特殊制作工艺（智能充绒&防跑绒缝制工艺），款式可塑性及时尚创造性不强。
- **适穿期短、受气温影响大：**根据南北地区气温差异，羽绒服适用期1至4个月不等，整体低于其他服装品类使用频次。

基于此可推测羽绒服替换率不高，但在高纬度欧美时尚冲击下，加拿大鹅和 Moncler 引领起一波羽绒服时尚化的潮流，助推羽绒服消费。

空间测算：行业规模稳中有升

我们根据羽绒服生产量、出口量以及产品均价等影响因素对羽绒服行业的市场规模进行了测算。

图表 12: 羽绒服行业规模测算假设因素拆分



资料来源：国盛证券研究所整理

- **羽绒服生产量：**根据中国羽绒协会披露，2015/2016/2017 年全国羽绒服产量 3.36/3.33/2.86 亿件（呈下降趋势是由于环保趋严导致部分小厂关闭）。根据近几年 CAGR5 的趋势分析，我们假设未来几年羽绒服生产量按 **4%/3%** 的增速计算。

图表 13: 中国 2008~2017 年羽绒服产量

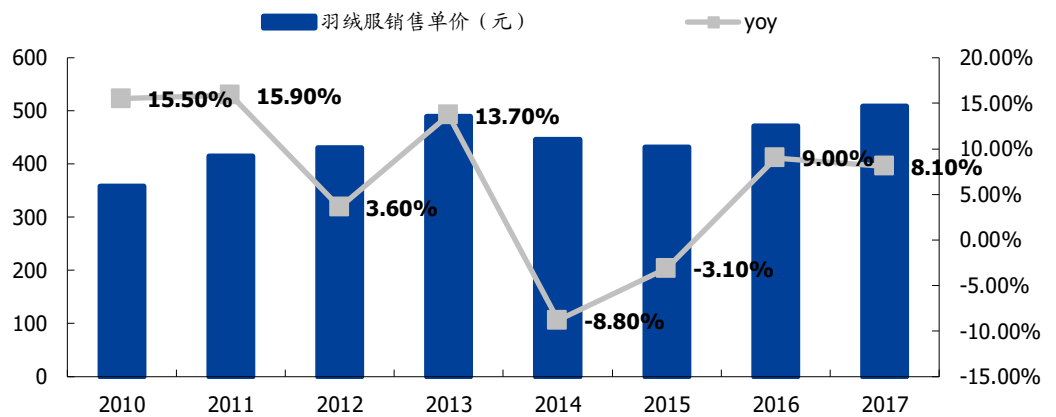
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
羽绒服年成产量（亿件）	2.05	2.52	2.69	2.63	2.97	2.97	3.35	3.50	3.37	2.86
yoy		23%	6%	-2%	13%	0%	13%	5%	-4%	-15%
CAGR5				3%	4%	8%	6%	5%	5%	-1%

资料来源：中羽协，国盛证券研究所

- **出口比例：**国家统计局数据表明，2017 年我国对外出口羽绒服 9041 万件，占羽绒服总产量的 31.6%。我们假设羽绒服出口比例相对稳定，按 **32%** 来计算。
- **产销率：**品牌服装企业的产销率 70%~85% 不等，假设羽绒服行业产销率按 75% 测算。
- **产品单价：**根据中国羽绒工业协会披露，2013~2015 年行业普遍清理库存，打折促销导致单价下降，但随着清库存接近尾声，行业进入提价周期，2016/2017 年羽绒服销售单价分别增长 9%/8%。考虑到消费升级影响下，居民消费更注重品质化、个

性化，中高端产品更受欢迎，我们假设近两年平均单价按7%的增速上涨，后续价格增速趋于平稳。

图表 14: 羽绒服 2010-2017 年销售单价及同比涨幅 (%)



资料来源: 中羽协, 国盛证券研究所整理

综上, 推算出 2017 年我国羽绒服行业空间 729 亿元, 到 2022 年复合增速约 8% 达到 1047 亿元。此外, 羽绒服当年销量容易受气温、时尚潮流等因素影响。暖冬会直接导致羽绒服销量下滑; 时尚舶来品有可能挤压羽绒服市场份额, 如之前火爆流行过的冲锋衣、面包服、派克装等。

图表 15: 羽绒服行业测算过程

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
出口量 (亿件)	2.86	2.97	3.09	3.19	3.28	3.38
产量增速		4%	4%	3%	3%	3%
出口比例	32%	32%	32%	32%	32%	32%
产销率	75%	75%	75%	75%	75%	75%
销售量 (亿件)	1.46	1.52	1.58	1.62	1.67	1.72
单价 (元)	500	535	572	584	596	607
单价增速		7%	7%	2%	2%	2%
行业空间 (亿)	729	812	903	949	997	1047

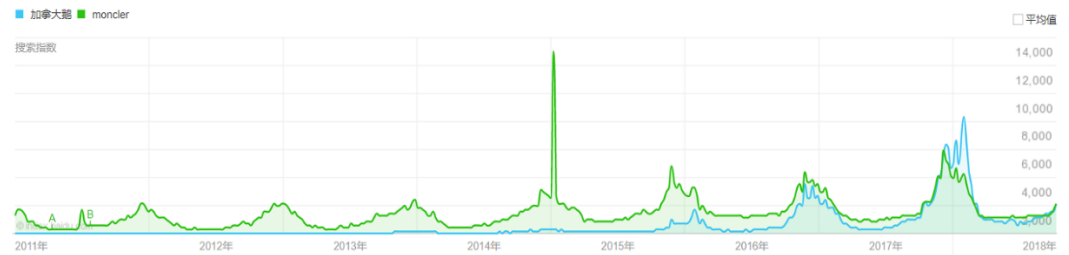
资料来源: 国盛证券研究所整理

国际经验: 时尚化是必经之旅, 四季销售波动难以规避

■ 加拿大鹅: 翘楚一跃成为时尚爆款

创立于 1957 年, 历经 60 年三代掌门人, 从一家专业小众羽绒服公司一跃成为国际时尚潮品, 游走于时尚界与专业界。根据百度搜索指数加拿大鹅的热度从 2015 年秋冬开始走高, 并于 2017 年超越羽绒奢侈品 Moncler。与产品火热相对应的是, 公司于 2017 年 3 月 16 日美股上市, 上市至今涨幅超越 1.5 倍。

图表 16: 加拿大鹅百度搜索指数



资料来源: 百度指数、国盛证券研究所

坚持加拿大制造，获得极好口碑。Dani 接任后，坚持加拿大鹅的核心竞争力之一就是加拿大制造，所以将原先的海外代工全部砍掉，这与当时许多服装品牌把生产线外迁以降低成本相反。1、优质的材料：填充采用优质白鸭绒，并保证“每一件羽绒服的填充都含有 Hutterite 成分”（Hutterite 是业界公认的最稀有最保暖的羽绒之一），用郊狼毛制作帽子边缘的一圈皮毛。2、严谨的技术：多款采用“ArcticTech”面料技术，能在极端环境下保持干爽温暖。

策略营销，将加拿大鹅的受众群体扩大，实现专业领域向时尚领域的突破。1、专业口碑树立。以极地考察科学家为切入口，提供保暖性最好的大衣，在有公众影响力的人物获取极高认可。2、拓展至户外活动以及年轻人群市场。比如通过户外电影拍摄组（《后天》、《国家宝藏》剧组）进入消费者视野、通过向知名夜店保安发放加拿大鹅直接接触潮流年轻一代等。3、利用明星流量，曝光率巨增。进军时尚界，通过影星、名人、商界政要的街拍提高品牌知名度。此外，熟悉群众消费者心里，产品从不打折并且多有提价，使加拿大鹅消费者有一种认同感与自豪感。

图表 17: 加拿大鹅的品牌影响力



南极科考队



《麦吉的计划》拍摄组



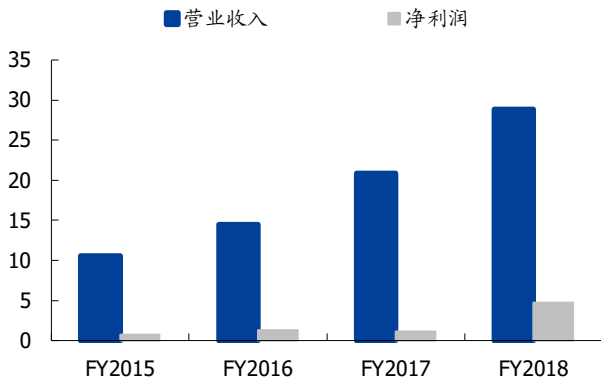
明星街拍

资料来源: 国盛证券研究所

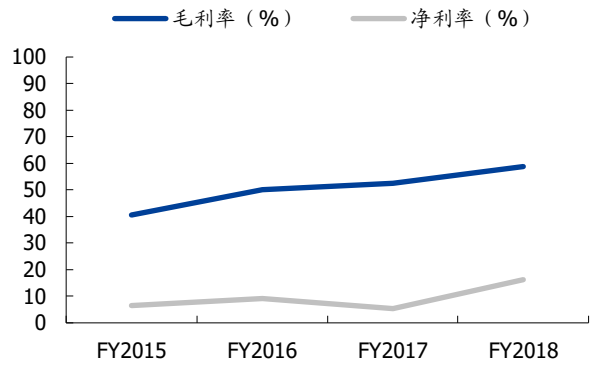
布局 DTC，进军全球。所谓 DTC (directtocustomer) 是指任何直接面对终端消费者的营销模式，高效全面把握前线需求。1、线下方面：2016 年以前一直以批发模式为主，2016 年在多伦多开设第一家实体店，随后又在英国、美国和日本开店，截止目前全球共有 7 家直营店。2、线上方面：2014 年开始做电商，2015 年在加拿大开设第一个自有电商网站，随后在英法等 9 国陆续开展线上业务。3、全球化布局：在加拿大与美国具有较大知名度，FY2018 两地营收 11.4/9.2 亿元，占比 39%/31%。欧洲以及日韩市场通过 DTC 模式渗透率逐渐提高，中国市场已经成熟，计划于 2018 年线上线下同时入驻。

近年来,公司业绩不断创新高,随着直营提升以及产品均价提高,盈利水平进一步提升。FY2015~FY2018 营收 CAGR 近 40%, 净利 CAGR 高达 88%。FY2018 收入同增 46%至 28.84 亿人民币, 直营渠道收入同增 121.3%, 净利润高达 4.69 亿元。但是产品销售季节性明显影响季度销售收入波动, Q3/Q4 销量远高于 Q1/Q2 销量, 2017 年 Q3/Q4 的销售收入占全年收入 84%。

图表 18: 加拿大鹅 FY2015~FY2018 营业收入与净利率情况 (亿人民币)



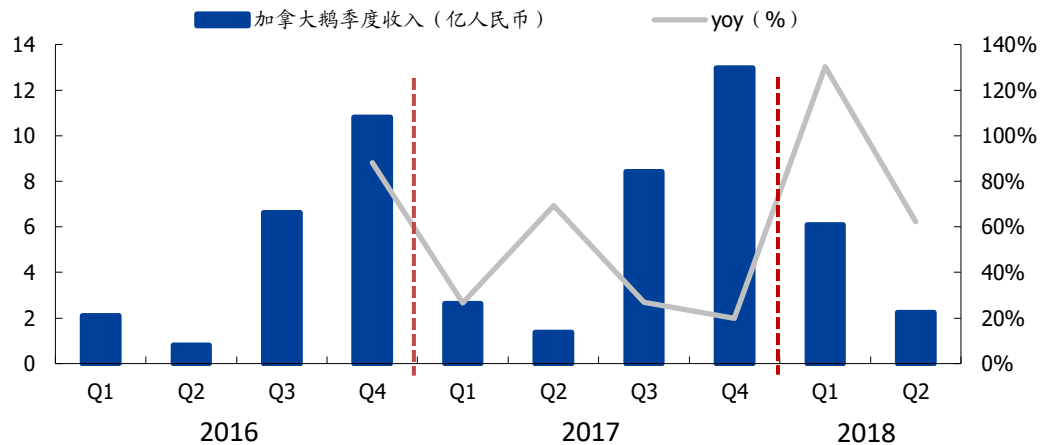
图表 19: 加拿大鹅 FY2015~FY2018 净利率与毛利率情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 20: 加拿大鹅 2016~2018 季度销量情况



资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所

■ Moncler: 成功转型为奢侈品牌

品牌创立于 1954 年,以帐篷、睡袋、羽绒服等专业户外产品为主,而后陆续成为法国探险队赞助商,伴其登上喜马拉雅上、喀喇昆仑山顶峰等,第十届冬奥会法国高山滑雪队的合作伙伴等。Moncler 的专业名声在这一时期奠定。但 90 年代随着更多品牌涉足户外运动领域,Moncler 受到挤压。2003 年被 RemoRuffini 收购时年营销额仅为几千万欧元。Remo 通过 Moncler 悠久历史结合产品设计,将 Moncler 打造成在全球拥有 201 家门店的国际奢侈品牌。

Moncler 不断制造新鲜度和稀缺感,从运动品牌一路走向奢侈品牌。 1、产品与公司形象革新阶段:彼时刚被收购的 Moncler 产品形象老旧,由于生产基地搬到马达加斯加的缘故导致品质下滑。Remo 提出革新不忘本的理念,首先对产品与公司形象整体提升,又将生产中心迁回意大利本部,最重要的是将 Moncler 移出运动服饰商店,进入不同的

消费渠道以扭转消费者心态。2、时尚度与品类拓展阶段：2006年公司推出 Moncler Gamme Rouge 女装系列，由知名设计师 Giambattista Valli 把控，随后推出 Moncler Gamme Bleu 男装系列以及 Moncler Grenoble 高级成衣系列。2007年开设第一家实体门店，标志着产品与品牌重塑成功。3、成功上市，不断深化阶段：2013年 Moncler 成功于米兰上市，获得全球知名度。公司不断为消费者制造新鲜感，不断与 Nicolas Ghesquiere、Junya Watanabe、Chitose Abe 等多位国际知名设计师合作推出联名款、胶囊系列。2017年11月宣布取消高端时装系列 Gamme Bleu 和 Gamme Rouge，因其出道十年，品牌理念过时。2018年推出新玩法——“Moncler Genius”计划，包括藤原浩、Pierpaolo Piccioli、Francesco Ragazzi 等在内的 8 位大师级创意设计师负责 Moncler 8 个系列，每月发布一个系列，为品牌注入活力。

紧跟客户需求，将奢侈品理念贯彻。1、高端消费者品味和需求决定产品需要更时尚独特同时实用舒适、具有科技感。Moncler 通过知名设计师联名款，在保持品牌 DNA 的前提下挖掘更多时尚空间；积极研发突破，推出 Longue Saison 系列等传递高密度材质更轻薄体验。2、奢侈品消费者心理渴望稀缺的尊贵体验，因而从 2016 年春夏系列开始对所有产品做了一个革命性的防伪系统，即 NFC 防伪芯片，可进行产品真实性识别。

图表 21: Moncler 悠久的历史积淀



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

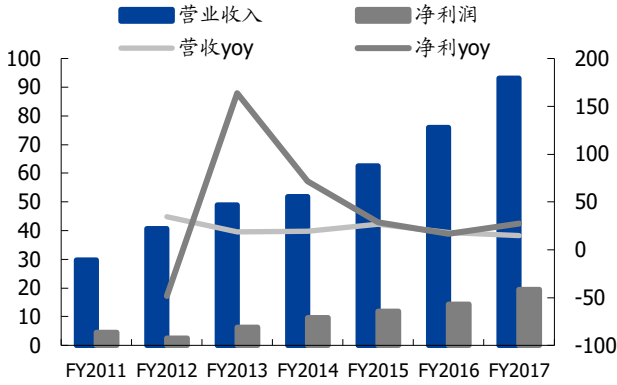
图表 22: Moncler 的先锋设计



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

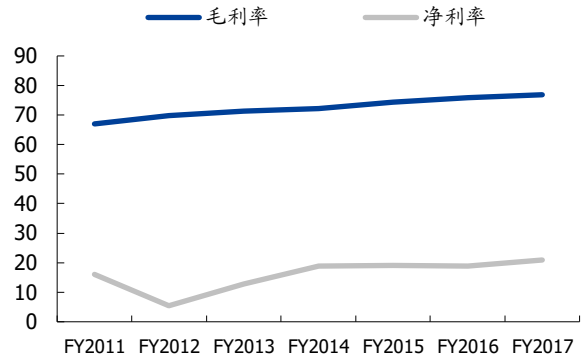
公司 2013 年上市后业绩连续保持双位增速。FY2011~FY2018 营收 CAGR21%，净利 CAGR23%。FY2017 收入同增 14.78%至 93.14 亿元，净利润同增 27.39 至 19.48 亿元。毛利水平较高并仍有上升趋势，从 2011 财年 67%提升至 2017 财年 77%。相较于加拿大鹅，Moncler 收入的季节波动相对较小，2017 年 Q1/Q2/Q3/Q4 的收入占比分别为 23%/11%/28%/38%。主要是由于 1、公司从 2006 年开始布局女装/男装等品牌，四季化产品的丰富平滑了羽绒服季节性销售；2、Moncler 的奢饰品定位使其受季节影响较小，即春夏季依旧在店铺上新并销售羽绒产品。

图表 23: MonclerFY11~FY17 营业收入与净利率情况 (亿人民币, %)



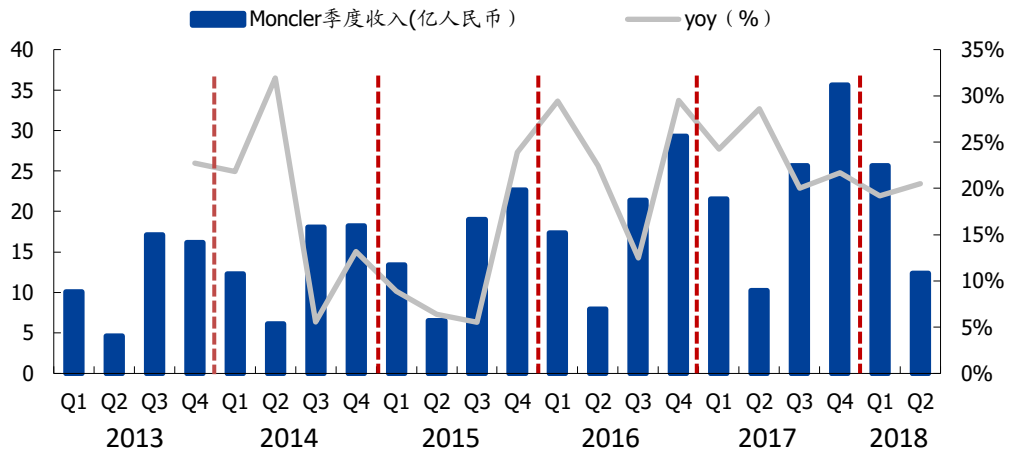
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 24: MonclerFY2011~FY2017 净利率与毛利率情况 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 25: Moncler2013~2018 季度销量情况



资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所

综合海外龙头品牌的发展,我们发现,在强功能性、空间较局限的细分服装行业中,龙头品牌得以超越发展主要基于以下两方面原因: 1) 高品质基因、历史积淀使品牌本身成为独一无二的无形资产; 2) 丰富服装场景, 切入时尚领域, 智慧创造市场。

图表 26: 加拿大鹅、Moncler、波司登发经营模式对比

	Moncler	CanadaGoose	波司登
成立时间	1954 年	1957 年	1976 年
历届掌门人	由登山运动员 Rene Ramillon 和 Andre Vincent 创立； 2003 年被 Remo Ruffini 收购	家族企业，三代掌门人 第一代：Sam Tick (1950s) 第二代：女婿 David Reiss (1970s) 第三代：外孙 Dani Reiss (1990s)	创始人高德康先生
历史故事	伴随法国探险队登上海拔 8470 米的马卡鲁峰，后续又出现在喜马拉雅山等； 冬奥会法国滑雪队的官方供应商	南极科考队的标配装备； 加拿大安大略省警察以及北极圈工作者热衷的超耐寒羽绒服	登珠峰、 勇闯南北极、 千禧年登泰山
品牌革新	悠久历史结合创新设计，打造国际奢侈品牌	第一次转型：David Reiss 发明充绒机，开发出 Expedition 派克装，奠定专业地位。 第二次转型：Dani Reiss 将品牌从专业领域引入时尚大众，成为当红潮品。	聚焦核心品牌，提高产品时尚度，与国际知名设计师推出联名款。
产品类型			羽绒服：基础款为主，延伸秋羽绒、极寒系列等。 四季化服饰：中高端女装及男装
产品价位	10000~20000 元	5000~12000 元	800~2500 元
销售模式	2007 年以前批发为主，2008 年开始布局零售，终端零售门店 200 余家，2018 年加强全渠道布局。	批发为主，2015 年加强零售渠道。直营门店全球 7 家，于全球 11 个国家开设电商网站。	直营经销并重，于 2016 年开始线上销售。
终端数量	全球终端零售 200 余家	全球直营门店 7 家门店，2200 余家营销网点	直营 1423 家门店，经销 3043 家
上市时间	2013 年	2017 年	2007 年
收入	FY201793.14 亿人民币	FY201828.84 亿人民币	FY201888.90 亿人民币
市值	79 亿欧元	5.47 亿美元	111 亿

资料来源：国盛证券研究所整理

国民老牌如何焕发新生？

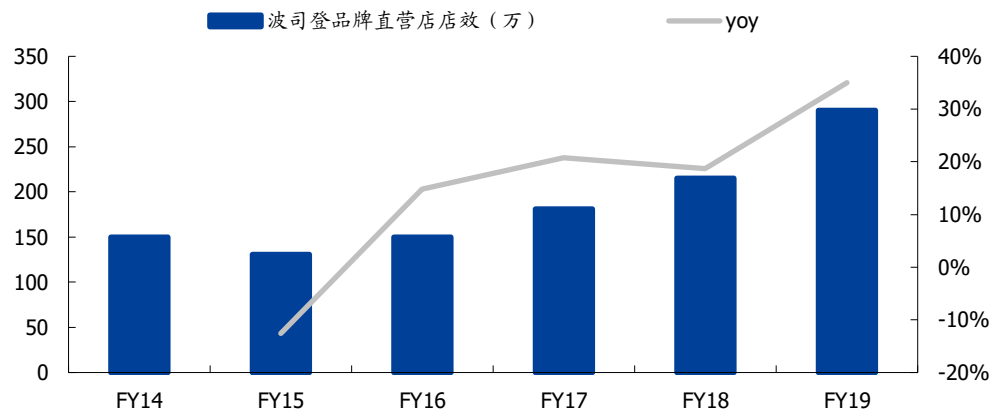
聚焦主航道，收缩多元化

提纲挈领，战略性削减业务线。根据分析消费者的购买心路，我们发现对于偏功能性的消费品（比如瑜伽服、慢跑鞋等），品类购买需求往往先出现，然后再根据印象中品牌选择购买，因而将品牌知名度做到该品类前列至关重要。波司登精简旗下业务线，将发展策略从“广而全”变为“深而精”。

- **羽绒服业务：**2017年康博品牌在存货清理完成后进行关闭，2018年起集中资源打造波司登主品牌，从产品深度、系列宽度进行突破；同时延续雪中飞、冰洁的中档羽绒服定位，形成羽绒服品牌矩阵。2017/18财年，波司登品牌销售增长22%，雪中飞增长74.5%，冰洁增长24%。
- **非羽绒服业务：**继续发展具潜力的女装市场，发掘协同效应。但考虑到“波司登”第一羽绒服联想品牌的打造，公司对波司登男装、波司登家居进行换标，并计划淡出主营业务范畴。

优化运营，初具成效。近年公司动作频频，大刀阔斧的优化渠道、增加产品时尚感，焕发新生。根据测算，波司登品牌单店销售情况自2014起上升明显，2018年逐步更新店铺形象、产品不断时尚化，销售靓丽。根据我们测算波司登品牌直营店同店增速超30%。

图表 27: 波司登品牌直营店店效及增速



资料来源: wind、国盛证券研究所测算

收缩渠道&反季促销，内生改善

从渠道调整角度来看，关店瘦身已告一段落，店铺升级是当下首要任务。2010~2012年羽绒服多品牌集合店逐步向单品牌店转型，其中寄售网点（即百货专柜）是主要形式。从2013年开始，销售预冷及渠道堆积等行业问题凸显，波司登率先关闭亏损低效店。考虑到百货渠道老化且专柜形式影响公司形象，专卖店形式利于终端数字化管理，所以寄售网点的调整幅度大于专卖店。截至目前，虽然公司现有门店销售质量有所保证，但部分老店形象仍需翻新，所以我们预计未来公司整体店铺数量不会出现较大变动，但其业态布局及店铺形象则会有较大升级。

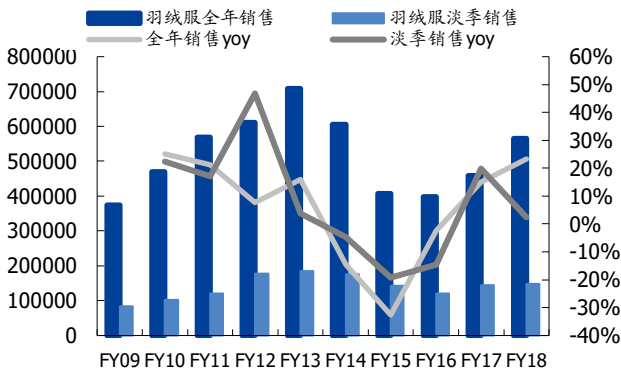
图表 28: FY2008/09~FY2017/18 波司登门店情况 (家)

	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
专卖店	3860	3296	5117	5013	5697	4926	3249	2475	2626	2881
变动		-564	1821	-104	684	-771	-1677	-774	151	255
寄售网点	1802	2324	2462	3331	6562	6150	3350	2796	1666	1585
变动		522	138	869	3231	-412	-2800	-554	-1130	-81
羽绒服总店数	5662	5620	7579	8344	12259	11076	6599	5271	4292	4466
变动		-42	1959	765	3915	-1183	-4477	-1328	-979	174

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

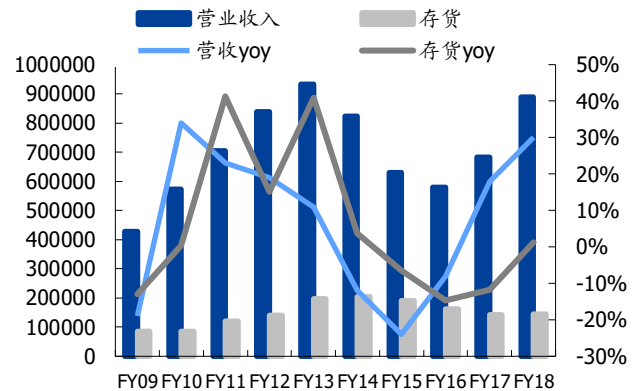
从库存角度来看, 公司采取“反季促销+主动降低新品产量+经销商订单管理”的策略, **FY2014/15~FY2016/17** 年公司库存下降 **CAGR20%**, 而营业收入上升 **CAGR24%**, 库存状态转良性。1、羽绒服销售主要集中在旺季 (下半财年, 即 10.1~3.31), 而公司利用淡季集中清理库存, FY2012/13~FY2015/16 淡季销售占比水平较高 (区间 29%~35%); 2、加强经销商管理, 降低 10%~20% 订单并每周充分沟通, 根据实际销售情况做滚动预测与分析; 3、主动降低 10%+ 新品生产, 以避免渠道累计积压风险。随着库存清理近尾声, 公司陆续推出新系列以丰富销售品类, FY2016/17 公司羽绒服淡季销售占比下降至 25% 左右。

图表 29: FY08/09~FY17/18 羽绒服全年/淡季销售情况及增速 (万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: FY08/09~FY17/18 公司营业收入及存货情况 (万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

经过前期渠道和库存的调整, 波司登品牌内生改善。此外, 公司制定“三年清零政策”从根本上控制库存, 即, 第一年通过精细化零售管理实现 75%+ 的售罄率, 剩余的存货在未来两年陆续卖掉, 以保证后续健康运营。

持续专业&创新产品&优质营销, 打造羽绒新印象

➤ 拥有专业的品牌形象:

早期, “波司登——登上世界最高峰” 的口号给波司登羽绒服打上专业烙印, 而后波司登凭借精益求精的工艺、先进的机器设备, 严格的审核标准使其产品优于同行公司, 并成为羽绒服制作专家。

羽绒科技: 精选羽绒供应商, 得到瑞士蓝标认证绒朵蓬松度 600+, 高于国家标准 30%。

制作工艺：波司登每一件羽绒服都经过 62 位工艺师、150 道工序，匠心制造。其工艺的重点在于充毛均匀且不易跑毛。公司根据抗寒级别采用智能填充，保暖更均匀；同时，采取德国防绒针、丝光防绒线，以 3 厘米 13 针精密缝制，使羽毛不易外飞。

严格测试：每一款羽绒服都通过 24 小时零下 30℃ 的极寒测试、15000-20000 次的摩擦测试、2 小时 100℃ 的沸水测试，专业有保证。

➤ **推出多元化产品系列：**

公司并不止步于强功能性的传统羽绒服，而是持续扩充更多品类以挖掘细分市场、不断提高产品时尚度以吸引更多潜在消费者。

2011 年首次提出“轻薄羽绒”概念，推出重量仅为 260 克的“秋羽绒”，适合寒意乍现的秋天及南方的冬天，一经上市便获追捧。

2016 年推出迪士尼系列，借助迪士尼卡通形象为波司登注入年轻、时尚的元素，同时根据迪士尼电影推出特别系列（例如 2017 年推出美女与野兽系列产品），成功为品牌制造话题热度并增加曝光率。

图表 31：波司登迪士尼系列羽绒服



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 32：波司登迪士尼系列店铺形象



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2017 年又扩充极寒系列以及风衣系列。其中极寒系列羽绒服优选含绒量 90%、蓬松度达 800 的白鹅绒，并采用高密高织抗寒面料，能抵御摄氏零下 30 度的极端天气。同时在时尚方面并不逊色，年度售罄率高达 90%。风衣系列则保暖与时尚修身兼顾，一改传统羽绒服固有臃肿印象。

2018 年先后推出了漫威系列、纽约时装周走秀款、PUFF 系列、三国设计师联名款等，注重吸引细分客群。同时在专业层面，增加高端户外系列，使用 Gore-Tex、配备生命探测仪等满足户外需求。明年波司登计划与更多海外知名设计师联手合作，推出滑雪系列以呼应冬奥会召开，从而以提高产品知名度、把握时尚潮流。

图表 33: 波司登极寒系列羽绒服



资料来源: 公司网站, 国盛证券研究所

图表 34: 波司登与 Moncler 前男装首席联名设计款



资料来源: 公司网站, 国盛证券研究所

对于羽绒服这类场景性强、功能性强的服饰，唯有不断丰富自身热点，在固有服装框架下衍生新系列，刺激消费者才是王道。

➤ 巧妙营销接轨新生代消费群体:

将产品植入热门网络综艺节目，迎合新时代消费者的生活习惯，效果颇佳。波司登巧妙植入《翻滚吧地球》(爱奇艺出品的旅游综艺节目)，主持人身穿波司登极寒羽绒服探索“中国冷极——鄂温克族”，体验气温零下 30℃ 生活。使产品与节目内容无缝结合，即突出了极寒系列羽绒服的专业保暖性也植入如耳机穿孔设计等极致细节设计，俘获人心；此外，还携手《中国有嘻哈》九强选手李大奔演绎神曲《潮级暖的波司登》，结合嘻哈元素挖掘品牌年轻属性，吸引不少年轻消费者。

图表 35: 波司登 x 《翻滚吧地球》



资料来源: 公司网站, 国盛证券研究所

图表 36: 波司登 x 《中国有嘻哈》



资料来源: 公司网站, 国盛证券研究所

借助纽约时装周，尽显品牌风采。2018 年波司登以中国山水布景开篇，走了场焕然一新的 show，巧用不规则造型、玩转明亮色彩、暗藏中国特色，充分展现出波司登的品牌底蕴及创新设计力，扭转消费者对波司登产品老化的认知。

图表 37: 波司登 x 纽约时装周



资料来源: 公司网站, 国盛证券研究所

图表 38: 安妮海瑟薇身着波司登出席纽约时装周



资料来源: 公司网站, 国盛证券研究所

快速反应, 因销定产, 管理优化

羽绒服行业特性决定其销售期短、二次销售难度大、生产工艺相对复杂, 因而对供应速度与质量的要求、终端产品数量及款式的把控要求更高。波司登自 2013 起着手加强供应链速度, 降低首单比例, 摸索至今, 已渐成熟。

订货会晚于行业平均, 首单轻比重, 后续精补单。 服装公司冬季订货会一般集中在 1-2 月, 以留充足时间备货, 并且订货会可确定大部分货品。波司登则在 3-6 月分别对轻薄秋款/传统款羽绒服召开订货会, 靠近上市时间助于充分掌控流行趋势等市场因素; 首单只确定 40%, 剩下 60%则在正季销售的过程中分 6 次有针对性的补单, 有效提高售罄率 (高达 80%) 并缓解经销商备货压力。

快反仅需 15 天, 强大供应链体系做支撑。 1、**终端反馈方面:** 热销期公司实时掌握直营门店及经销商零售数据及订货结构, 对于平销及滞销产品进行精简、热销款式深度销售。此外及时搜罗时尚潮流, 弥补当年“及时款”。补单款式锐减保证生产效率提升。2、**生产能力方面:** 公司自有 840 万件羽绒服产能, 并配备行业领先生产设备, 足以满足旺季补单需求。3、**物流配送方面:** 对位于常熟的总仓进行改造实现从存货入库到物流配送的智能化操作, 目前可实现南京、苏州、上海等地的门店货物直接配送。在此基础上又设立区域分仓 (目前除东三省及新疆以外实现全覆盖), 实现货品共享, 直接提高配送率。

战略引入阿里巴巴互联网技术, 不断强化运营优势。 2017 年集团作为业内第一家引入阿里巴巴互联网架构技术, 搭建私有云平台——波司登新零售管理平台。致力于整合消费者、门店、总部、供应商等板块的各类数据, 以推动羽绒服业务在 O2O 全渠道、货品智能分配、门店选址、优质快反等新零售业务的突破。

股权激励, 调动高管积极性

公司为调动员工积极性, 充分挖掘企业价值, 先后于 2016 年 8 月/2018 年 3 月向 66 位/55 位选定董事高管 (麦润权、芮劲松、黄巧莲等人) 授予 180,900,000/80,600,000 股奖励股份, 以授出日期前五个交易日的平均收盘价 50%成交 (即 0.33/0.34 港元), 禁售期为 12 个月。

图表 39: 公司股权激励计划归属期制度表

	归属期	将予归属奖励股份百分比
第一次股权激励 (2016-8-5)	180,900,000 股:	
	授出日首个周年日至其 24 个月期间的最后一个交易日	40%
	授出日 24 个月期的最后一个交易日至其 36 个月期间的最后一个交易日	30%
	授出日 36 个月期的最后一个交易日至其 48 个月期间的最后一个交易日	30%
第二次股权激励 (2018-3-5)	80,600,000 股中的 57,800,000 股:	
	授出日首个周年日至其 24 个月期间的最后一个交易日	40%
	授出日 24 个月期的最后一个交易日至其 36 个月期间的最后一个交易日	30%
	授出日 36 个月期的最后一个交易日至其 48 个月期间的最后一个交易日	30%
	80,600,000 股中的 22,800,000 股:	
	授出日首个周年日至其 24 个月期间的最后一个交易日	50%
	授出日 24 个月期的最后一个交易日至其 36 个月期间的最后一个交易日	50%
第三次股权激励 (2018-10-26)	授出 260,000,000 份购股权, 用以激励核心员工	
	授出日首个周年日至授出日起计十年期间的最后一个交易日	30%
	授出日第二个周年日至授出日起计十年期间的最后一个交易日	30%
	授出日第三个周年日至授出日起计十年期间的最后一个交易日	40%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

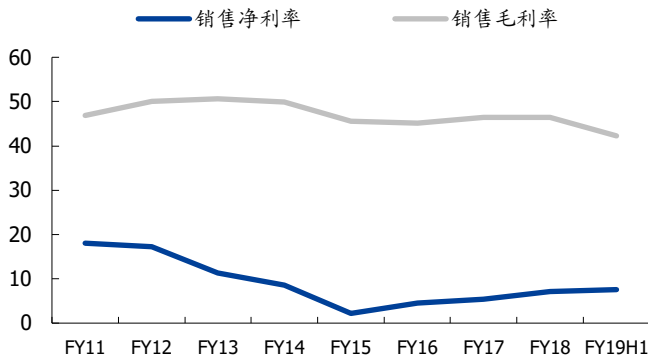
财务分析

毛利率呈增长趋势, 费用率短期面临上升压力

公司毛利率在 FY2013/14、FY2014/15 年下滑明显, 但 FY2016/17、FY2017/18 年已逐渐企稳回升。拆分来看, 羽绒服毛利率由于前几年打折清仓, 导致毛利率下降; 非羽绒服系列由于各品牌变动较大, 导致毛利率呈现波动。未来毛利率会得到提升, 主要系 1、羽绒服随着新款新系列的推出带动均价上涨; 2、波司登男装与家具业务剥离, 中高端女装业务毛利较高, 从而带动公司毛利水平呈上升之态。

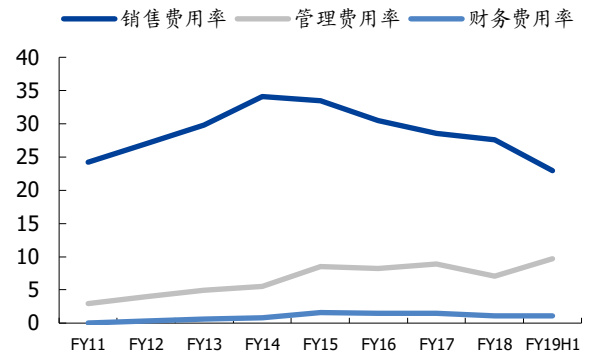
公司费用率从 FY2015/16 年逐年下降, 主要系终端店数缩减以及管理把控较好。但考虑到未来现有店铺将大幅度更新替换将导致销售费用率有所上升, 管理费用由于股权激励的影响也将面临上升压力。

图表 40: 波司登利润率水平 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 41: 波司登三费率水平 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 42: 波司登各块业务毛利率水平

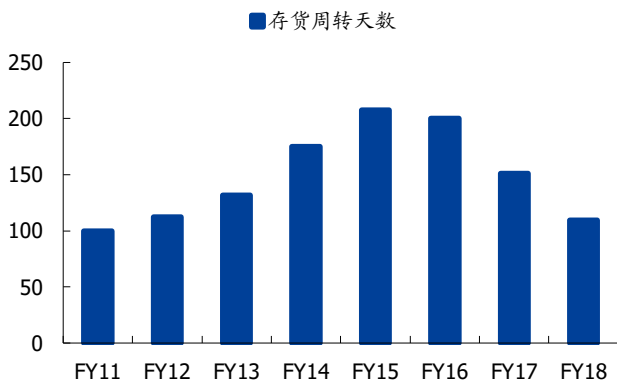
	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019H1
毛利率(%)	46.9	50.0	50.6	50.0	45.6	45.1	46.4	46.4	42.3
羽绒服类	50.4	54.7	55.5	54.4	53.4	50	51.1	51.5	50.6
非羽绒服类	52.7	49.3	45.7	49	48.9	50.7	45.7		
代加工类	16.7	19.5	20.9	21	16.6	20.7	20	17.3	17.7

资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

周转改善, 运营健康

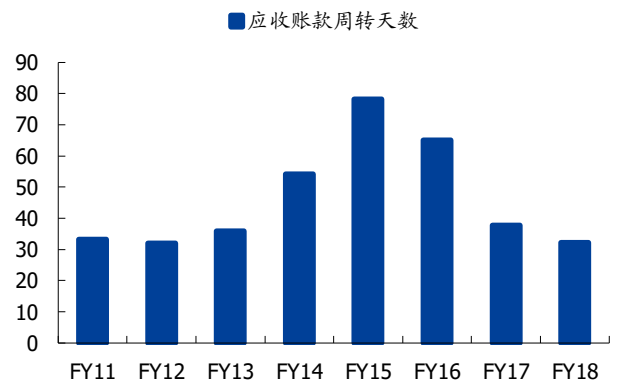
从存货周转天数/应收账款周转天数来看, FY2013/14~2015/16 年销售预冷, 渠道积货, 经销商回款较慢, 导致周转天数增加; FY2016/17 年至今清库存效果明显, 存货周转天数快速下降, 应收账款同步好转, 目前处于较健康情况。

图表 43: 波司登存货周转天数情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 44: 波司登应收账款周转天数情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

收入端：我们预计 FY2018/19~FY2020/21 公司营业收入分别为 102.5/126.8/154.4 亿元，同增 15.4%/23.8%/21.7%，分板块来看：

1) 羽绒服业务：公司计划未来三年升级替换波司登品牌 70%~80%的店铺，即每年更换 800~900 家门店，采取先开后关的策略。考虑到：1) 新店从店铺装修到位置选取（流量大且年轻化的街边店、新兴购物商场以及时尚百货）均能吸引更多客流；2) 丰富高端产品线使平均售价提升（预计 25%~30%左右）；3) 新店面积有所增加。从而判断 FY2018/19~2020/21 羽绒服收入增长 35%/28%/25%。

2) OEM 业务：根据半年报披露，受整体生产计划调整影响贴牌加工业务 FY18/19 增长 63.5%，预计下半年贴牌加工订单将有所减少。后续考虑到中美贸易摩擦的不稳定性，此业务有可能受影响。

3) 女装业务：集团下四大女装品牌均定位中高端女装，预计 FY2018/19~FY2020/21 年保持低单位数增长。

4) 多元化业务：公司计划剥离波司登男装以及家居，聚焦主品牌波司登羽绒服，所以 FY2017 已将此块业务的存货计提完毕并不再生产新产品。预计未来随着尾货清理逐渐完成剥离。

图表 45: 波司登收入预测 (百万元)

	FY17/18	FY18/19E	FY19/20E	FY20/21E
羽绒服业务线下				
波司登				
直营店铺数量(家)	1198	1168	1148	1128
直营报表端单店收入	2.15	2.90	3.83	4.98
同店水平		35%	30%	30%
直营收入	2576	3390	4332	5534
加盟店铺数量(家)	2139	2089	2039	2019
加盟报表端单店收入	0.65	0.86	1.07	1.28
加盟收入	1387	1788	2182	2592
品牌收入	3963	5179	6514	8126
YOY		30%	26%	25%
雪中飞				
品牌收入	252	308	352	402
YOY		22%	14.5%	14%
冰洁				
品牌收入	203	234	268	295
YOY		15%	15%	10%
羽绒服业务线上				
收入	1135	1930	2701	3512
YOY	50%	70%	40%	30%
羽绒服业务总收入				
YOY		35%	28%	25%
女装业务收入				
YOY		3.08%	3.89%	4.25%
多元化业务收入				
	1140	200	100	0
贴牌加工业务				
YOY		30%	25%	20%
波司登集团总收入				
YOY		15.4%	23.7%	21.7%

资料来源: 国盛证券研究所预测

毛利端: 考虑到羽绒服均价提升使得毛利率水平有所提升; 女装定位中高端至高端, 毛利率水平稳中有升; 剔除毛利水平相对较低的多元化业务, 最终影响综合毛利水平上升。综上, FY2018/19~FY2020/21 毛利率水平分别为 50%/50.5%/50.5%。

费用端: 1) 由于 FY2018/19~FY2020/21 公司陆续对 70%以上的店铺进行更新替换, 预期销售费用率水平较 FY2017/18 年有所提高, 后续逐渐回归正常水平, 预计 FY2018/19~FY2020/21 销售费用率为 29.5%/29.2%/29.0%; 2) 管理费用受股权激励费用影响略有上升, 预计 FY2018/19-FY2020/21 管理费用率分别为 8.3%/8.3%/8.3%。

综合考虑各板块业务情况, 预计 FY2018/19~FY2020/21 净利润分别为 8.90/11.76/14.56 亿元, 同增 45%/32%/24%。

估值评级

绝对估值：按照 DCF 估值法，假设永续增长率为 2%，WACC 为 7.71%，再针对加权平均资本成本和永续增长率，进行敏感性分析，得出估值区间 2.27—2.55 港元，对应 FY2019/20 年 PE 为 20~23 倍。

图表 46: WACC 假设和计算

无风险利率	4%	FCFF 预测期现值	2398.39
风险溢价	10%	FCFF 过渡期现值	2781.97
债务成本	4.4%	FCFF 永续价值现值	16904.66
税率	28%	企业价值	22085.02
股票 beta	0.85	非核心资产	3451.22
股权成本	9.1%	付息债务	3100.66
债权比例	23.54%	少数股东权益	159.10
WACC	7.71%	股权价值	22276.48
过渡期年数	3	总股数(百万)	10696.95
永续增长率	2%	每股价值(HKD)	2.40

资料来源：国盛证券研究所测算

图表 47: 绝对估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	永续增长率									
	1.20%	1.40%	1.60%	1.80%	2.00%	2.20%	2.40%	2.60%	2.80%	
5.70%	3.12	3.24	3.37	3.52	3.68	3.87	4.07	4.30	4.56	
6.20%	2.81	2.90	3.01	3.12	3.25	3.39	3.54	3.71	3.90	
6.70%	2.55	2.63	2.72	2.81	2.91	3.01	3.13	3.26	3.40	
7.20%	2.34	2.41	2.48	2.55	2.63	2.71	2.81	2.91	3.02	
7.70%	2.16	2.22	2.27	2.33	2.40	2.47	2.54	2.63	2.71	
8.20%	2.01	2.06	2.10	2.15	2.21	2.27	2.33	2.39	2.46	
8.70%	1.88	1.92	1.96	2.00	2.05	2.09	2.15	2.20	2.26	
9.20%	1.76	1.79	1.83	1.87	1.90	1.95	1.99	2.04	2.08	
9.70%	1.66	1.69	1.72	1.75	1.78	1.82	1.86	1.89	1.94	

资料来源：国盛证券研究所测算

相对估值：对比海外加拿大鹅与 Moncler 公司，2019 年 PE 分别为 27/23 倍。公司为国内羽绒服行业龙头企业，给予 2019 年估值区间 20~25 倍。

图表 48: 同行可比公司估值对比

	EPS			PE		
	FY2019	FY2020	FY2021	FY2019	FY2020	FY2021
加拿大鹅 (CAD)	1.30	1.70	2.13	27	22	17
Moncler (EUR)	1.47	1.57	1.75	23	22	20

资料来源：Bloomberg, 国盛证券研究所

投资建议

公司是国民羽绒服第一品牌，经前期清库存、减渠道后公司已内生改善，随着品牌年轻化转型、产品力持续提升、供应链效率不断提升，后续收入增长及盈利能力有望显著提高。综合预计 FY2018/19~2020/21 净利润 8.90/11.76/14.56 亿元，对应 PE 分别为 22/17/14 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

宏观经济增速放缓消费。宏观经济增速放缓下人均可支配收入下降，影响消费。
主品牌复苏不达预期。产品不符合消费者预期导致终端销售不佳，品牌复苏遇阻。
暖冬影响终端销售情况。羽绒服受气温影响较大，若恰遇暖冬则会影响其终端销售。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One5610层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com