

# 波司登 (03998.HK)

## 品牌红利释放，业绩超预期

公司收入/业绩分别同增 5.1%/41.8%。FY20/21H1 公司收入/归母净利润分别同增 5.1%/41.8%至 46.6/4.9 亿元。毛利率同增 4.3PCTs 至 47.8%，主要系：1) 产品结构优化，淡季销售次新品占比较多，零售折扣率相对良好；2) 主品牌销售单价提升；3) 羽绒服业务（尤其是直营渠道）占比提升。销售/管理费用率分别为 25.8%/8.3%，较上年分别+0.7/+0.8 PCTs，叠加去年同期女装业务存在商誉减值 4800 万，综合使得 FY20/21H1 净利率提升 2.4PCTs 至 10.5%。

**羽绒服主业强势增长，电商同增超 80%。**1) 羽绒服业务引领增长：羽绒服业务收入同增 18.0%至 29.9 亿元，占比提升 7.0PCTs 至 64.1%。**分渠道看**，电商业务表现亮眼，同比增长 86.2%至 4.9 亿元；直营/经销渠道（均包含线下与线上）分别同比+144.3%/-9.8%至 11.1/18.3 亿元。**分品牌看**，波司登品牌奠定增长基调，收入同增 19.7%至 27.3 亿元。雪中飞/冰洁收入分别同增 5.2%/2.1%至 1.0/1.1 亿元。2) OEM 业务订单受疫情影响，H1 收入同降 8.9%至 12.3 亿元，占比 26.4%。3) 女装业务收入同减 18.5%至 4.1 亿元，占比 8.8%。

**延续拉式补货优势+重视现金流管理，营运健康可控。**供应链端延续拉式补货的一贯优势（首次订货占比由疫情前 40%调低至 30%左右），由于业务所需备货旺季，存货周转天数上升 28.2 天至 197.1 天，应收账款周转天数较上年同期增加 12.4 天至 96.8 天。账上现金及等价物 17.2 亿元，疫情之下整体营运状态健康可控。

**电商业务有望发力，品牌红利释放带动盈利增长。**新的销售季节到来，产品端迭代出新，冷冬之际推出系列新品上市，融合运动、时尚多元推出时尚运动系列、城市运动系列、高缇耶设计师联名系列拉动销售。疫情期线上渠道持续发力，公司重视电商渠道，根据公司公告，“双十一”购物节活动期间公司销售业绩亮眼，期间羽绒服业务线上流水同比增长超 35%，其中波司登品牌线上流水同增超 25%。4 月 1 日至 11 月 11 日羽绒服业务线上流水同比增长超过 45%，其中波司登品牌线上流水同增超 35%。我们预计 FY20/21 公司羽绒服业务在量价带动下能够实现收入 20%左右增长（线上增速高于线下），同时我们也判断品牌红利的释放有望持续。作为提效的一年，我们预计 FY20/21 依然会进行渠道革新工作，但涉及数量相对较少，整体业绩增速高于收入增速。

**投资建议。**公司是国民羽绒服第一品牌，长期看随着品牌转型、渠道革新、快反模式的建立，后续收入增长及盈利能力有望持续提升。我们预计公司 FY20/21~22/23 归母净利润 15.0/18.3/21.6 亿元，对应 FY20/21PE 为 20 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情持续时间超过预期，宏观经济增速放缓；主品牌复苏不达预期；暖冬影响终端销售情况。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10383	12,191	13,854	16,090	18,512
增长率 yoy (%)	16.9	17.4	13.6	16.1	15.1
归母净利润(百万元)	981.3	1,203	1,499	1,830	2,164
增长率 yoy (%)	59.4	22.6	24.6	22.0	18.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.09	0.11	0.14	0.17	0.20
净资产收益率(%)	9.9	11.5	13.4	14.7	15.5
P/E(倍)	31.0	25.3	20.3	16.6	14.1
P/B(倍)	3.0	3.0	2.7	2.4	2.2

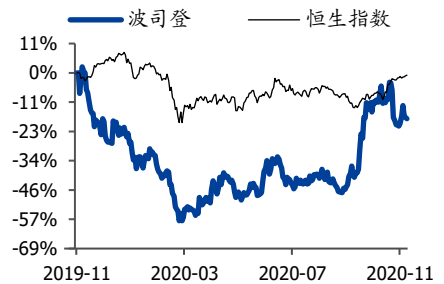
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入（维持）

#### 股票信息

行业	
前次评级	买入
最新收盘价	3.16
总市值(百万元)	24,869.20
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)	

#### 股价走势



#### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

#### 相关研究

- 《波司登 (03998.HK)：电商表现不俗，全年值得期待》2020-11-13
- 《波司登 (03998.HK)：收购物流园优化供应链，授予期权彰显信心》2020-10-24
- 《波司登 (03998.HK)：新品上市，羽绒服销售旺季到来》2020-10-08



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	11138	12470	11822	15449	16651	<b>营业收入</b>	10383	12191	13854	16090	18512
现金	1754	3639	4095	4643	7573	营业成本	4870	5482	6276	7208	8294
应收票据及应收账款	1035	1197	1320	1835	1531	研发费用等其他	1	1	1	1	1
其他应收款	1099	1068	1394	1465	1825	销售费用	3440	4276	4655	5358	6109
预付账款	0	0	0	0	0	管理费用	729	853	942	1094	1296
存货	1931	2726	1172	3666	1882	财务费用	-115	-1	-32	-21	-86
其他流动资产	5319	3841	3841	3841	3841	利息收入	180	193	116	131	183
<b>非流动资产</b>	3945	4909	4553	4142	3768	其他非经营性损益	-84	-67	0	0	0
长期投资	0	0	-108	-135	-169	投资净收益	0	-27	-9	-12	-16
固定资产	1024	1390	874	391	-57	<b>营业利润</b>	1358	1358	2005	2439	2884
无形资产	1800	1654	1601	1547	1494	其他收益及亏损	37	37	40	40	35
其他非流动资产	1121	1864	2186	2338	2499	营业外支出	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	15083	17379	16194	19031	19370	<b>利润总额</b>	1394	1600	2045	2479	2919
<b>流动负债</b>	4796	4690	3837	5283	3815	所得税	389	405	517	627	738
短期借款	1628	818	1942	1682	1517	<b>净利润</b>	1006	1195	1527	1852	2181
应付票据及应付账款	1216	1616	0	1567	236	少数股东损益	24	-8	28	22	17
其他流动负债	1952	2257	1895	2035	2062	<b>归属母公司净利润</b>	981	1203	1499	1830	2164
<b>非流动负债</b>	178	2286	929	1131	1449	EBITDA	1506	1776	2193	2639	3014
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.09	0.11	0.14	0.17	0.20
其他非流动负债	178	2286	929	1131	1449						
<b>负债合计</b>	4974	6976	4766	6414	5264						
少数股东权益	1	1	1	1	1						
股本	1957	1957	2147	2509	2951						
资本公积	7941	8256	9063	9869	10899						
留存收益	9899	10214	11210	12378	13850						
归属母公司股东权益	210	189	217	239	256						
<b>负债和股东权益</b>	15083	17379	16194	19031	19370						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1509	944	803	639	2700
净利润	981	1203	1527	1852	2181
折旧摊销	226	177	181	181	181
财务费用	-115	-1	-32	-21	-86
投资损失	0	27	9	12	16
营运资金变动	264	-436	-873	-1373	424
其他经营现金流	152	-25	-9	-12	-16
<b>投资活动现金流</b>	-5533	1701	166	218	178
资本支出	-79	108	335	302	267
长期投资	-5838	-162	108	27	34
其他投资现金流	385	1756	-277	-111	-123
<b>筹资活动现金流</b>	-1359	0	-513	-309	52
短期借款	0	0	1157	-239	-78
长期借款	-800	0	0	0	0
普通股增加	-3	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	190	362	442
其他筹资现金流	-556	0	-1859	-432	-312
<b>现金净增加额</b>	-5383	2645	456	548	2930

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.9	17.4	13.6	16.1	15.1
营业利润(%)	35.7	0.0	47.7	21.7	18.3
归属于母公司净利润(%)	59.4	22.6	24.6	22.0	18.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	53.1	55.0	54.7	55.2	55.2
净利率(%)	9.5	9.9	10.8	11.4	11.7
ROE(%)	9.9	11.5	13.4	14.7	15.5
ROIC(%)	7.9	9.0	10.7	12.1	12.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	33.0	40.1	29.4	33.7	27.2
净负债比率(%)	31.8	32.1	5.9	14.0	-16.4
流动比率	2.3	2.7	3.1	2.9	4.4
速动比率	1.9	2.1	2.8	2.2	3.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	10.3	10.9	11.0	10.2	11.0
应付账款周转率	5.6	3.9	9.0	9.2	9.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.11	0.14	0.17	0.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.09	0.07	0.06	0.25
每股净资产(最新摊薄)	0.94	0.97	1.06	1.17	1.31
<b>估值比率</b>					
P/E	30.2	24.7	19.8	16.2	13.7
P/B	2.9	2.2	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	0.2	-0.2	13.1	10.6	8.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 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中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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 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One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com