

2019年12月05日

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号: S0600517070001  
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号: S0600517050003  
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号: S0600519070002  
021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

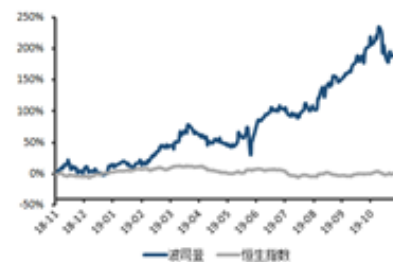
## 发行可转债优化资金结构，蓄势助力腾飞 买入（维持）

盈利预测预估值	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入(百万元)	10,384	13,163	15,831	18,485
同比(%)	16.92%	26.77%	20.27%	16.77%
净利润(百万元)	981	1,343	1,740	2,129
同比(%)	59.44%	36.90%	29.55%	22.33%
每股收益(元/股)	0.09	0.12	0.16	0.20
P/E(倍)	38.19	27.90	21.53	17.60

### 投资要点

- **波司登公告发行可转债，可转债总金额 2.75 亿美金（转股价 4.91 港币/股，比现价高 27.5%，照此计算可转股 4.385 亿股，占现有股本 4.05%、摊薄后 3.89%）。**
- **本次可转债发布主要用于置换此前海外计息负债，有利于公司节约财务成本增厚利润。**公司此次发行可转债主要用途为偿还此前短期借款同时补充公司流动运营资金。公司 FY18 计息负债 16.3 亿（均为外币借款），我们估计该部分综合成本大约为 4%+。公司此次可转债票面利率仅为 1% 叠加期权费用后将整体上增厚公司全年业绩。
- **此次可转债发行有望优化负债结构，释放国内资金流动性。**公司现有海外负债大多为一年期借款，在发行五年期可转债之后负债结构得到优化。同时此前海外借款大多为内保外贷形式展开，国内流动资金使用受限，此次发行可转债有望提升国内资金的使用效率。
- **公司季节性产品特性导致其上半年资金需求量较大，资金储备提升蓄力未来业务快速发展。**公司由于产品季节性特征较强导致每年上半年资金需求量较大在目前对未来业务发展增速预期较高、观察是否存在产业整合机会、同时维持较高的股东现金回报的综合考量下公司希望保持账上充足的现金储备（详情见下表）。
- **盈利预测及投资建议：**公司进入销售季节后营销节奏有条不紊，9月米兰时装周设计师系列发布会邀请名模 Kendal Jenner 走秀、Nicole Kidman 观秀，同时聘请“带货女王”杨幂成为设计师系列代言人、10月登峰造极高端系列发布会反响强烈、11月与爱马仕设计师高缇耶在上海隆重推出联名款羽绒服、并连续与包括 Tom Hiddleston、Scarlett Johansson 等大牌欧美演员合作实现产品露出，营销资源较去年同期更上层楼。本次双十一销售结构也体现出产品及品牌升级带来的销售高端化以及客群年轻化成果。此次发行可转债后公司负债结构进一步改善，现金储备增加有利于未来业务发展。我们维持 FY20/FY21/FY22 净利润 13.4 亿/17.4 亿/21.3 亿的业绩预期，同比增长 36.9%/29.6%/22.3%，对应 PE 27.9X/21.5X/17.6X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济环境、天气变化使终端零售需求不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(港元)	3.85
一年最低/最高价	1.28/4.50
市净率(倍)	3.85
港股流通市值(百万港元)	41689.46

### 基础数据

每股净资产(元)	0.90
资产负债率(%)	39.43
总股本(百万股)	10828.43
流通股本(百万股)	10828.43

### 相关研究

- 1、《波司登 (03998)：羽绒服龙头再超预期，国货崛起正当时》2019-11-29
- 2、《波司登 (03998)：双十一圆满收官，高端化、年轻化成为亮点》2019-11-13
- 3、《波司登 (03998)：波司登复盘：凤凰初振翅，熠熠耀其羽》2019-08-26

图 1：波司登账上现金及经营性现金流

(单位：亿元)	FY15	FY16H1	FY16	FY17H1	FY17	FY18H1	FY18	FY19H1	FY19	FY20H1
现金等价物+抵押存款+短期投资-计息负债	31.9	12.6	26.0	11.5	42.5	24.1	51.5	23.8	54.5	17.2
经营性现金流	3.9	-13.4	7.1	-11.3	11.1	-17.1	10.3	-18.9	15.1	

数据来源：WIND，东吴证券研究所

## 波司登三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E		FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
<b>流动资产</b>	<b>11,138.2</b>	<b>11,920.9</b>	<b>12,830.2</b>	<b>13,780.9</b>	<b>营业收入</b>	<b>10,383.5</b>	<b>13,162.9</b>	<b>15,831.0</b>	<b>18,485.5</b>
现金	1,754.3	1,910.8	2,492.0	2,286.7	营业成本	4,870.0	6,081.7	7,127.5	8,179.5
应收款项	1,035.0	1,386.6	1,475.4	2,112.9	销售费用	3,439.9	4,292.2	5,172.2	6,034.7
存货	1,931.1	2,444.2	2,683.5	3,201.0	管理费用	729.1	921.4	1,108.2	1,294.0
其他	6,417.7	6,179.3	6,179.3	6,180.3	其他	-26.2	-60.0	-60.0	-60.0
<b>非流动资产</b>	<b>3,944.6</b>	<b>3,625.6</b>	<b>3,596.4</b>	<b>3,559.8</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,370.8</b>	<b>1,927.6</b>	<b>2,483.1</b>	<b>3,037.4</b>
固定资产	1,023.7	1,033.7	1,069.5	1,098.0	财务费用	(23.7)	(25.7)	(39.3)	(41.4)
无形资产	1,800.3	1,702.0	1,643.2	1,584.3	应占联营公司损益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	285.4	285.4	280.0	274.6	<b>利润总额</b>	<b>1,394.5</b>	<b>1,953.3</b>	<b>2,522.4</b>	<b>3,078.8</b>
预付租金	51.3	28.0	27.3	26.6	所得税费用	388.9	586.0	756.7	923.6
其他	784.0	576.5	576.5	576.5	少数股东损益	24.2	23.9	25.3	26.0
<b>资产总计</b>	<b>15,082.7</b>	<b>15,546.4</b>	<b>16,426.6</b>	<b>17,340.8</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>981.3</b>	<b>1,343.4</b>	<b>1,740.4</b>	<b>2,129.1</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,795.9</b>	<b>4,837.4</b>	<b>5,423.6</b>	<b>5,963.6</b>	EBIT	1,344.6	1,867.6	2,423.1	2,977.4
短期借款	1,627.7	1,600.0	1,700.0	1,700.0	EBITDA	1,570.9	2,118.7	2,672.6	3,244.2
应付款项	2,699.7	3,233.7	3,720.0	4,260.0					
其他	468.5	3.6	3.6	3.6					
<b>非流动负债</b>	<b>178.0</b>	<b>380.0</b>	<b>380.0</b>	<b>380.0</b>					
其他	178.0	380.0	380.0	380.0					
<b>负债总计</b>	<b>4,973.8</b>	<b>5,217.4</b>	<b>5,803.6</b>	<b>6,343.6</b>					
少数股东权益	209.7	233.6	258.9	284.9					
归属母公司股东权益	9,899.2	10,095.5	10,364.1	10,712.2					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15,082.7</b>	<b>15,546.4</b>	<b>16,426.6</b>	<b>17,340.8</b>					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E		FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
经营活动现金流	1,509.4	1,707.1	2,596.5	2,394.3	每股收益(元)	0.09	0.12	0.16	0.20
投资活动现金流	-252.8	-863.6	-1,074.9	-1,381.3	每股净资产(元)	0.93	0.93	0.96	0.99
筹资活动现金流	-1,356.1	-686.9	-940.4	-1,218.3	发行在外股份(百万股)	10,697	10,828	10,828	10,828
现金净增加额	-99.5	156.5	581.2	-205.3	ROIC(%)	10.6%	14.3%	17.9%	21.2%
折旧与摊销	226.4	251.1	249.5	266.8	ROE(%)	10.1%	13.4%	17.0%	20.2%
资本开支	0.0	195.8	220.0	230.0	毛利率(%)	53.1%	53.8%	55.0%	55.8%
营运资本变动	249.9	-178.0	158.8	-615.3	EBIT Margin(%)	12.9%	14.2%	15.3%	16.1%
企业自由现金流	1,693.8	1,945.9	2,785.0	2,516.0	销售净利率(%)	9.5%	10.2%	11.0%	11.5%
					资产负债率(%)	32.98%	33.6%	35.3%	36.6%
					收入增长率(%)	16.9%	26.8%	20.3%	16.8%
					净利润增长率(%)	59.4%	36.9%	29.6%	22.3%
					P/E	38.19	27.90	21.53	17.60
					P/B	3.79	3.71	3.62	3.50
					EV/EBITDA	32.34	24.12	19.24	16.19

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所，汇率使用 1 港币=0.8976 人民币

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

