

波司登 (03998.HK) / 纺织服装
品牌势能持续提升，波司登业绩再创新高
评级：买入（维持）

市场价格：2.21

分析师：王雨丝

执业证书编号：S0740517060001

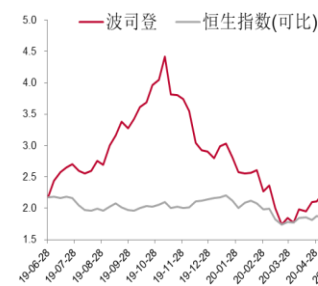
Email: wangys@r.qlzq.com.cn

研究助理：曾令仪

Email: zengly@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	107
流通股本(亿股)	107
市价(元)	2.21
市值(亿元)	236.15
流通市值(亿元)	236.15

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1. 波司登：短期冲击不改崛起之势，新财年业绩值得期待

公司盈利预测及估值

指标	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入(百万元)	10,387.04	12,217.35	14,057.54	16,468.80	18,897.83
增长率 yoy%	16.84%	17.62%	15.06%	17.15%	14.75%
净利润	981.31	1,203.18	1,438.19	1,909.33	2,208.85
增长率 yoy%	59.44%	22.61%	19.53%	32.76%	15.69%
每股收益(元)	0.09	0.11	0.13	0.18	0.21
每股现金流量	0.01	0.11	0.29	0.46	0.62
净资产收益率	0.10	0.12	0.14	0.17	0.19
P/E	24.15	19.70	16.48	12.41	10.73
PEG	0.41	0.87	0.84	0.38	0.68
P/B	2.39	2.32	2.22	2.07	1.95

备注：收盘价为 2020 年 6 月 28 日

投资要点

- 公司发布 2019/20 年财报，期内实现营收 121.91 亿元 (+17.4%)，实现归母净利润 12.03 亿元 (+22.6%)，扣非净利润 11.44 亿元 (+21.15%)。此外，公司全年派息 9 港仙/股，股息支付率为 73.3%。
- 品牌势能持续提升，羽绒服业务创新高。期内品牌羽绒服业务实现营收 95.1 亿元，占比 78.0% (占比提升 4.3PCTs)，同比+24.2%，主要得益于公司在品牌建设、渠道升级、数字化运营及新零售运营等多方面深度发展，带动收入大幅上升。毛利率方面，受益于高端产品占比的提升，同比+2.4PCTs 至 59.8%。
 - 分品牌看，主品牌波司登/雪中飞/冰洁分别实现营收 84.0/5.0/2.1 亿元，分别同比+22.7%/+37.8%/-3.7%；毛利率分别为 63.4%/40.8%/34.2%，分别同比+2.8/-8.9/+5.2PCT。主品牌波司登营收及毛利率均创新高，主要受产品结构持续升级的驱动。期内，波司登天猫旗舰店吊牌价为 1800 元以上的成交额占比同比+6PCTs 至 20%。此外，雪中飞表现亮眼，得益于其在千元以下的中低端市场取得突破，与主品牌形成差异化布局。
 - 分渠道看，自营/批发/其他营收分别同比+13.5%/41.0%/75.8%至 56.3/34.8/4.1 亿元。直营渠道受疫情影响，增长略低预期（春节后至 3 月 31 日销售收入约占全年 10%）。而批发业务因均于年前发货，未受疫情影响，因此营收实现大幅增长。从渠道数量看，期内新开上千家门店，而净开仅 238 家至 4866 家门店，主要因渠道结构持续改善，购物中心、时尚百货等核心区域占比提升。同时预计新开门店或将在今年发力，驱动营收持续增长。
 - 新零售方面，期内羽绒服线上渠道营收同比+28.0%至 22.6 亿元，占比达 23.8%，波司登天猫旗舰店新增会员近 200 万人，且 30 岁以下的年轻消费群占比提升。同时，公司注重新零售业务发展，已实现线上线下会员、数据、库存 O2O 一体化的梳理，超 100 家门店实现线上线下直播同步。FY2019/20 小程序离店销售超 7000 万元，且疫情高峰期小程序日活最高超 200 万人次。此外，公司与阿里巴巴合作，构建数据中台，以实现精准化及数字化营销。未来新零售业务或将成为业绩增长的重要驱动之一。
- OEM 竞争优势突出，保持较快发展。期内 OEM 业务实现营收 16.1 亿元，占比 13.2% (+0PCTs)，实现同比+17.8%的较快增长，主要得益于公司持续深化与核心客户的关系，提供 ODM 设计支持，使得核心客户合作业务规模持续增长。同时，公司通过对国内工厂进行智能化升级，优化生产流程来实现降本增效，期内 OEM 毛利率+2.2PCTs 至 18.5%。
- 受暖冬&疫情影响，女装业绩所有下滑。期内女装业务实现营收 9.8 亿元，占比 8.1% (-3.5PCTs)，同比-18.2%。同时，期内毛利率-1.1PCTs 至 74.4%。收入及盈利能力的下滑，主要受暖冬及新冠疫情影响。而自 2020 年 3 月后，女装业务开始逐步恢复销售，整体经营状况开始好转。

- **公司盈利能力持续提升。**公司整体毛利率同比+1.9PCTs 至 55.0%，主要得益于高毛利率的品牌羽绒服业务（59.8%）占营收比重提升（+4.3PCTs），以及其自身毛利率的提升（+2.4PCTs）。费用方面，分销开支占比+2.0PCTs 至 35.1%，是由于期内公司加强对羽绒服业务的品牌及渠道建设，以及期内人员增加导致工资支出上升所致。行政开支较为稳健，占比与去年持平（7.0%），考虑到疫情影响下商场及经销商周转放缓，其中新增坏账减值拨备 7160 万元。若剔除该本分影响，公司行政开支占比呈下降趋势。总体来看，公司归母净利率+0.4 PCTs 至 9.9%。
- **公司运营稳健，现金充裕。**运营方面，受疫情影响，公司存货周转天数同增+28 天至 155 天，若剔除该影响，预计存货周转天数约 131 天，同比保持稳健（18/19 财年位 127 天）。应收账款周转天数-2 天至 33 天，保持健康水平。此外，公司经营性现金流净额虽同比-18.3%至 12.3 亿元，但现金总值/净现金具有 74.8/49.9 亿元，可保障未来业务发展。
- **盈利预测与投资建议：**19/20 财年的超预期表现，反应了公司在产品/渠道/品牌/供应链方面提效显著，后续有望持续受益。公司近期发布的上市以来最大力度的股权激励计划，也彰显长期发展信心。新一财年公司坚持品牌升级战略不变，同时也将更注重新零售业务的发展，以抓住疫情及消费习惯变化带来的消费新趋势下的机遇。我们预计 2020/21、2021/22、2022/23 财年净利润为 14.4/19.1/22.1 亿元，分别同增 19.5%/32.8%/15.7%，对应 EPS 分别为 0.13/0.18/0.21 元，现价对应 2020/21 财年 PE16 倍，给予“买入”评级。
- **风险因素：**疫情反复风险及宏观经济不景气导致终端销售下滑；主品牌增长低于预期；新品牌门店扩张进展低于预期。

图表 1: 财务报表 (百万元)

损益表(人民币百万元)						资产负债表(人民币百万元)					
	FY2019	FY2020	FY2021(E)	FY2022(E)	FY2023(E)		FY2019	FY2020	FY2021(E)	FY2022(E)	FY2023(E)
营业总收入	10387	12217	14058	16469	18898	货币资金	1754	3639	5580	7377	9127
增长率	16.8%	17.6%	15.1%	17.2%	14.7%	应收帐款	2134	2264	2542	2978	3417
营业成本	-4870	-5482	-6345	-7302	-8323	存货	1931	2726	2173	2501	2850
%销售收入	46.9%	44.9%	45.1%	44.3%	44.0%	其他流动资产	5319	3841	3841	3841	3841
毛利	5517	6735	7713	9167	10575	流动资产	11138	12470	14135	16697	19236
%销售收入	53.1%	55.1%	54.9%	55.7%	56.0%	%总资产	73.8%	71.8%	80.3%	89.4%	97.6%
销售费用	-3440	-4276	-4751	-5402	-6198	固定资产	1024	1390	933	439	-89
%销售收入	33.1%	35.0%	33.8%	32.8%	32.8%	%总资产	6.8%	8.0%	5.3%	2.3%	-0.5%
管理费用	-729	-853	-1040	-1212	-1391	长期投资	0	0	0	0	0
%销售收入	7.0%	7.0%	7.4%	7.4%	7.4%	递延所得税资产	0	0	0	0	0
税息前利润(EBIT)	1,348	1,606	1,921	2,553	2,985	其他非流动资产	2921	3519	2533	1548	562
%销售收入	13.0%	13.1%	13.7%	15.5%	15.8%	非流动资产	3945	4909	3467	1987	473
财务费用	-65	-119	-86	-99	-113	%总资产	26.2%	28.2%	19.7%	10.6%	2.4%
%销售收入	0.6%	1.0%	0.6%	0.6%	0.6%	资产总计	15083	17379	17603	18684	19710
其他经营损益	158	119	119	119	119	短期借款	1628	818	818	818	818
营业利润	1441	1606	1954	2573	2991	应付账款	1818	2390	2138	2461	2805
营业利润率	13.9%	13.1%	13.9%	15.6%	15.8%	其他流动负债	1350	1482	1482	1482	1482
营业外收支	-47	-6	-6	-6	-6	流动负债	4796	4690	4438	4760	5105
税前利润率	13.4%	13.1%	13.9%	15.6%	15.8%	长期贷款	0	1671	1671	1671	1671
所得税	-389	-405	-518	-666	-784	其他长期负债	178	615	615	615	615
所得税率	27.9%	25.3%	26.6%	25.9%	26.3%	负债	4974	6976	6724	7046	7391
净利润	1006	1195	1430	1901	2201	普通股股东权益	9899	10214	10689	11448	12129
少数股东损益	-24	8	8	8	8	少数股东权益	210	189	189	189	189
归属母公司的净利润	981	1203	1438	1909	2209	负债股东权益合计	15083	17379	17603	18684	19710
净利率	9.4%	9.8%	10.2%	11.6%	11.7%						

现金流量表(人民币百万元)						比率分析(人民币百万元)					
	FY2019	FY2020	FY2021(E)	FY2022(E)	FY2023(E)		FY2019	FY2020	FY2021(E)	FY2022(E)	FY2023(E)
净利润	640	1006	1195	1430	1901	每股指标					
折旧摊销	195	226	606	644	662	每股收益(元)	0.09	0.11	0.13	0.18	0.21
其他非现金支出	256	-77	-215	0	0	每股净资产(元)	0.92	0.95	1.00	1.07	1.13
少数股东权益	0	0	0	0	0	每股经营现金流(元)	0.01	0.11	0.29	0.46	0.62
运营资金变动	-59	354	-353	23	-441	回报率					
经营活动现金流净额	1033	1509	1233	2097	2123	ROE	10.07%	11.75%	13.76%	17.25%	18.74%
资本开支	-117	-311	-373	-187	-168	ROA	7.24%	8.77%	8.77%	11.41%	12.43%
投资及其他	-1747	58	985	985	985	增长率					
投资活动现金流净额	-1864	-253	612	799	817	营业总收入增长率	16.84%	17.62%	15.06%	17.15%	14.75%
吸收投资	0	0	0	0	0	EBIT增长率	48.40%	17.83%	18.32%	31.08%	16.21%
负债净变化	-522	-800	861	0	0	净利润增长率	59.44%	22.61%	19.53%	32.76%	15.69%
支付股利利息	-198	-739	-859	-963	-1151	总资产增长率	4.43%	15.22%	1.29%	6.14%	5.49%
其他	537	183	-10	8	8	资产管理能力					
筹资活动现金流净额	-183	-1356	-8	-955	-1143	应收帐款周转天数	72.97	65.70	66.00	66.00	66.00
现金净流量	-1014	-99	1837	1941	1797	应付账款周转天数	100.89	140.11	123.00	123.00	123.00
						存货周转天数	126.89	155.04	125.00	125.00	125.00
						偿债能力					
						净负债 / 股东权益	-1.28%	-11.26%	-28.92%	-42.70%	-54.73%
						资产负债率	32.98%	40.14%	38.20%	37.71%	37.50%

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。		

分析师承诺：

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 1、 本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、 本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、 本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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，并仅限中国内地使用。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。