证券研究报告

港股纺织服装

买入 （维持）

目标价： 4.48 港元
现价： 3.85 港元

预期升幅： 16%

市场数据

日期	20191204
收盘价（港元）	3.85
总股本（亿股）	108.2
总市值（亿港元）	416.9
净资产（亿元）	9.67
总资产（亿元）	16.3
每股净资产（元）	0.09

数据来源：Wind

相关报告

波司登（3998.HK）_深度报告_《回归羽绒服主业务，协同拉动量价齐升》_20181209

海外消费研究

分析师：
张忆东
兴业证券经济与金融研究院
副院长
zhangyd@xyzq.com.cn
SFC：BIS749
SAC：S0190510110012

联系人：
王源
wangyuanyjs@xyzq.com.cn
SAC：S0190118060055

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

3998.HK 波司登 港股通（沪、深）

中期业绩超预期，新品持续拉动新增长

2019 年 12 月 5 日

主要财务指标

会计年度	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入(百万元)	10,384	12,758	15,367	18,398
同比增长(%)	22.9	20.5	19.7	17.2
归母净利润(百万元)	1,006	1,324	1,758	2,288
同比增长(%)	63.4	31.7	32.8	30.2
毛利率(%)	53.1	54.0	54.3	54.6
净利润率(%)	9.7	10.4	11.4	12.4
净资产收益率（%）	9.9	12.7	16.6	21.2
基本每股收益(元)	0.09	0.12	0.16	0.21

数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **持续聚焦主业与主品牌，FY20H1 营收同比增长 29%:**公司 2020 财年中期营收 44.4 亿元，同比+29%。公司持续聚焦主业羽绒服业务，主打“波司登”羽绒服品牌，且贴牌加工业务持续增长,羽绒服业务及 OEM 业务的 YoY 分别为 42.9%和 21.0%。同时，FY20H1 毛/净利润率为 43.5%/10.7%。公司的销售费用率较去年同期增长 2.2ppt，其他费用比率均有下降。销售费用率持续改善，毛/净利润率提升。

- **新产品系列发布，持续拉动业绩增长**：新品秀为“波司登 x 高缇耶”设计师联名系列，主题上主打元素为高缇耶设计理念中最经典的黑白撞色。联名款传承高缇耶虎纹、棋盘格等经典元素同时，承袭了波司登专业精湛的羽绒服科技和工艺。此次大秀，时尚顶流人士齐聚，共同见证里程碑式合作。据悉，这是中国服装品牌与国际殿堂级设计大师的首次深度合作。从产品设计制作、到秀场创意与彩排，均由高缇耶本人与波司登团队共同合作完成。北京时间 11 月 28 日，波司登 x 高缇耶设计师联名系列也已经在天猫旗舰店、和全球各实体门店同步上线。面对高定大师的设计与友好的价格，联名款受到消费者热捧，不少门店甚至出现了断色断码的情况。预计新产品将带来新的业绩增长。

- **我们的观点**：随着冬季的来临，波司登全面进入销售旺季，品牌将继续沿着公司的战略方针，稳扎稳打，努力取得良好的销售业绩。我们看好公司的科技研发技术与实力、高效供应链快反系统、全渠道发展优势壁垒，公司聚焦羽绒服主业务、协同发展 OEM、女装与童装业务、均衡发展国内销售市场以及对海外市场的探索，综合优势不断显现，市场份额有望不断提高。我们预计公司 FY2020 营收为 127.6 亿元，同比+20.5%；净利润为 13.2 亿元，同比+31.7%，维持目标价至 4.48 港元，维持“买入”评级。

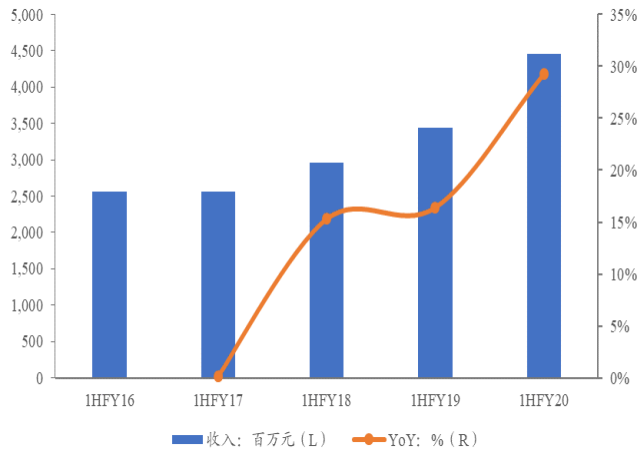
风险提示：消费者偏好变化风险，行业竞争加剧，业务推进不及预期，新开门店低于预期，品牌推广费用超出预期，渠道库存风险，商誉减值风险

报告正文

- **持续聚焦主业与主品牌，营收同比增长 29%**

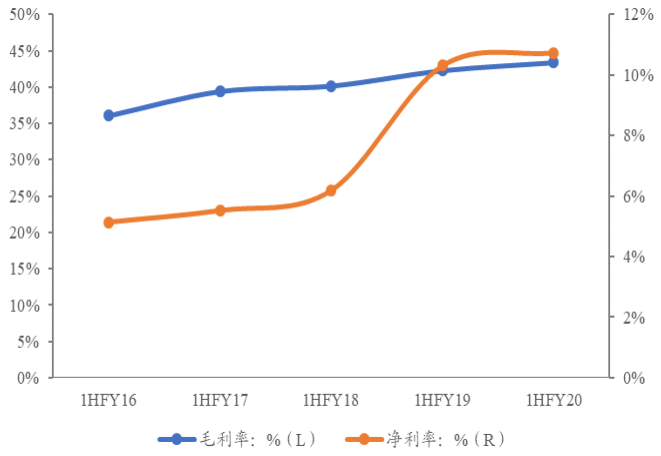
公司 2020 财年中期营收 44.4 亿元，同比+29%。公司持续聚焦主业羽绒服业务，主打“波司登”羽绒服品牌，且贴牌加工业务持续增长，羽绒服业务及 OEM 业务的 YoY 分别为 42.9%和 21.0%。同时，FY20H1 毛/净利润率为 43.5%/10.7%。销售费用率较去年同期增长 2.2ppt，其他费用比率均有下降。销售费用率持续改善，毛/净利润率提升。

图1、FY20H1 公司营收 44.36 亿元，YoY+29%



数据来源:公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、FY20H1 公司毛/净利润率（%）



数据来源:公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **新产品系列发布，持续拉动业绩增长**

新品秀为“波司登 x 高缇耶”设计师联名系列，主题上主打元素为高缇耶设计理念中最经典的黑白撞色。联名款传承高缇耶虎纹、棋盘格等经典元素同时，承袭了波司登专业精湛的羽绒服科技和工艺。此次大秀，时尚顶流人士齐聚，共同见证里程碑式合作。据悉，这是中国服装品牌与国际殿堂级设计大师的首次深度合作。从产品设计制作、到秀场创意与彩排，均由高缇耶本人与波司登团队共同合作完成。联名系列羽绒服不仅拥有高奢的设计和品质，价格也是非常友好。北京时间 11 月 28 日，波司登 x 高缇耶设计师联名系列也已经在天猫旗舰店、和全球各实体门店同步上线。面对高定大师的设计与友好的价格，联名款受到消费者热捧，不少门店甚至出现了断色断码的情况。预计新产品将带来新的业绩增长。

图3、时尚顶流人士齐聚，共同见证里程碑式合作

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、波司登高缇耶联名款（11 月 28 日 0 点发售）

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、波司登高缇耶联名款（11 月 28 日 0 点发售）

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

- **我们的观点**：随着冬季的来临，波司登全面进入销售旺季，品牌将继续沿着公司的战略方针，稳扎稳打，努力取得良好的销售业绩。我们看好公司的科技研发技术与实力、高效供应链快反系统、全渠道发展优势壁垒，公司聚焦羽绒服主业务、协同发展 OEM、女装与童装业务、均衡发展国内销售市场以及对海外市场的探索，综合优势不断显现，市场份额有望不断提高。我们预计公司 FY2020 营收为 127.6 亿元，同比+20.5%；净利润为 13.2 亿元，同比+31.7%，维持目标价至 4.48 港元，维持“买入”评级。

- **风险提示**：消费者偏好变化风险，行业竞争加剧,业务推进不及预期,新开门店低于预期,品牌推广费用超出预期，渠道库存风险，商誉减值风险

资产负债表 单位:百万元

会计年度	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
流动资产	**11,138**	**12,731**	**13,441**	**15,591**
现金及现金等价物	1,754	3,493	4,059	4,682
应收账款	1,035	2,773	1,955	3,706
存货	1,931	1,984	2,701	2,871
其他	6,418	4,481	4,725	4,332
非流动资产	**3,945**	**3,075**	**3,275**	**3,475**
固定资产	1,024	1,224	1,424	1,624
无形资产及商誉	1,800	1,800	1,800	1,800
预付租金	51	51	51	51
资产总计	**15,083**	**15,806**	**16,716**	**19,066**
流动负债	**4,796**	**5,173**	**5,889**	**8,084**
短期借款	1,628	2,110	2,927	5,322
应付账款	2,700	2,600	2,500	2,300
其他	468	0	0	1
非流动负债	**178**	**325**	**318**	**273**
长期借款	0	0	0	1
其他	178	325	318	272
负债合计	**4,974**	**5,498**	**6,207**	**8,358**
股本	0.8	0.8	0.8	0.8
储备	9,898	10,098	10,298	10,498
归母权益	9,899	10,099	10,299	10,499
股东权益合计	**10,109**	**10,309**	**10,509**	**10,709**
负债及权益合计	**15,083**	**15,806**	**16,716**	**19,066**

现金流量表 单位:百万元

会计年度	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
税前利润	1,395	1,839	2,442	3,178
折旧和摊销	205	225	235	230
营运资金的变动	1,185	1,524	1,968	2,493
经营活动产生现金流量	**1,507**	**3,183**	**1,752**	**4,772**
投资活动产生现金流量	**(1,269)**	**(1,194)**	**(1,040)**	**(9,900)**
融资活动产生现金流量	**(145)**	**(383)**	**(145)**	**5,751**
现金净变动	93	1,606	567	623
现金的期初余额	1,794	1,887	3,493	4,059
现金的期末余额	1,887	3,493	4,059	4,682

利润表 单位:百万元

会计年度	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入	**10,384**	**12,758**	**15,367**	**18,398**
营业成本	(4,870)	(5,873)	(7,027)	(8,357)
毛利	**5,514**	**6,885**	**8,340**	**10,041**
其他收入	**91**	**128**	**154**	**184**
销售及分销开支	(3,440)	(4,210)	(4,917)	(5,704)
行政开支	(729)	(919)	(1,076)	(1,288)
其他开支	(22)	(45)	(58)	(55)
税前利润	**1,395**	**1,839**	**2,442**	**3,178**
所得税开支	(389)	(515)	(684)	(890)
年度溢利润	**1,006**	**1,324**	**1,758**	**2,288**
少数股东损益	-	-	-	-
归属母公司净利润	**1,006**	**1,324**	**1,758**	**2,288**
EPS(元)	**0.09**	**0.12**	**0.16**	**0.21**

主要财务比率 单位:百万元

会计年度	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
成长性				
营业收入增长率	22.9%	20.5%	19.7%	17.2%
毛利润增长率	33.9%	24.9%	21.1%	20.4%
净利润增长率	63.4%	31.7%	32.8%	30.2%
盈利能力				
毛利率	53.1%	54.0%	54.3%	54.6%
净利率	9.7%	10.4%	11.4%	12.4%
ROE	9.9%	12.7%	16.6%	21.2%
偿债能力				
资产负债率	33.0%	34.8%	37.1%	43.8%
流动比率	2.3	2.5	2.3	1.9
营运能力				
资产周转率(次)	0.70	0.83	0.95	1.03
存货周转率(次)	2.49	2.51	2.52	2.48
每股资料				
每股收益(元)	0.09	0.12	0.16	0.21
每股净资产(元)	0.95	0.97	0.98	1.00
估值比率(倍)				
PE	41.9	31.8	23.9	18.4
PB	4.2	4.1	4.0	3.9

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、建发国际投资集团有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、羚邦集团有限公司、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。