

# 买入

# 淡季不淡，业绩超预期

**波司登 (3998. HK)**

2020-11-29 星期日

## 投资要点

目标价: **4.21 港元**  
 现价: 3.41 港元  
 预计升幅: 23.50%

### ➤ 羽绒服继续引领收入增长，利润超预期增长

公司收入增加 5.1% 至约人民币 46.611 亿元；毛利率提升 4.3 个百分点至 47.8%；经营溢利率提升 3.5 个百分点至 14.3%；公司权益股东应占溢利上升 41.8% 至约人民币 4.860 亿元。1、收入增长情况符合我们此前预期。品牌羽绒服业务依旧保持主导，占比由去年同期的 57.1% 提升至 64.1%，同比增长 18%。OEM 收入则同比下跌 8.9%，女装业务下跌 18.5%，也基本在预期波动范围之内。2、毛利率上升 4.3% 则超过我们的预期，主要系品牌羽绒服业务的毛利率增加 3.5% 所致，其中波司登品牌毛利率提升了 2.9%。3、得益于毛利率的提升以及公司良好的费用控制（销售、管理和财务费用分别提升 0.7/0.8/0.6PCT，幅度较小，体现强运营能力），权益股东应占溢利上升 41.8%，超出我们的预期。4、公司今年将着力打造“效率年”，力争以更低的成本，获取更好的品牌建设。我们认为，公司未来盈利的增长关键就在于是否可以强化品牌定位，抓住消费者心智，逐渐树立中高端品牌形象。

## 重要数据

日期	2020-11-27
收盘价 (港元)	3.41
总股本 (百万股)	10,734
总市值 (百万港元)	26,800
净资产 (百万元)	10,368
总资产 (百万元)	13,726
52 周高低 (港元)	3.91/1.50
每股净资产 (元)	0.95

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### ➤ 库存周转有所上升，全年预计保持平稳水平

库存方面，今年疫情后，原料价格下行，公司提前锁定了一些原材料的价格，备了一些货，所以原材料存货上涨，但整体存货绝对值下降。周转天数上升 28 天，主要是期初存货上升，但全年来看，预计全年周转天数不会上升。

## 主要股东

盈新国际投资有限公司 (35.73%)  
 康博投资有限公司 (29.32%)

## 相关报告

首发报告-20191230  
 更新报告-20200624

### ➤ 维持“买入”评级，给予目标价 4.21 港元

公司此次业绩淡季不淡，超出预期，盈利能力和费用管控力度较好，我们持续看好公司进一步提升品牌定位，优化渠道，提升量和价，推动业绩增长。我们仍看好公司长线的品牌成长。我们上调业绩预测，预计公司 FY2021/2022/2023 的 EPS 分别为 0.14/0.18/0.22 元，给予 FY2022 年 20 倍 PE，给予公司目标价至 4.21 港元，维持“买入”评级。

百万元人民币	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业额	10383.45	12190.54	14265.79	17037.01	20513.43
同比增长 (%)	16.92%	17.40%	17.02%	19.43%	20.41%
毛利率	53.10%	55.00%	55.99%	56.71%	57.39%
归母净利润	981.32	1203.18	1500.31	1886.55	2323.02
同比增长 (%)	59.44%	22.61%	24.69%	25.74%	23.14%
归母净利润率	9.45%	9.87%	10.52%	11.07%	11.32%
每股盈利	0.09	0.11	0.14	0.18	0.22
PE@3.41HKD	27.24	22.92	20.37	16.20	13.16

数据来源: wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 研究部

姓名: 高翔  
 SFC: BMV271  
 电话: 0755-21519155  
 Email: gaoxiang@gyzq.com.hk

## 报告正文

### 羽绒服继续引领收入增长，利润超预期增长

公司收入增加 5.1% 至约人民币 46.611 亿元；毛利率提升 4.3 个百分点至 47.8%；经营溢利率提升 3.5 个百分点至 14.3%；公司权益股东应占溢利上升 41.8% 至约人民币 4.860 亿元。董事会宣派中期股息每股普通股 3.5 港仙。

1、品牌羽绒服板块主导收入增长，符合预期。品牌羽绒服业务仍为集团的最大收入来源，录得收入约为人民币 29.887 亿元，占总收入的 64.1%，同比上升 18.0%，而 OEM、女装及多元化业务均不同程度的下降。贴牌加工管理业务录得收入约为人民币 12.287 亿元，占总收入的 26.4%，同比下降 8.9%；女装业务录得收入约为人民币 4.124 亿元，占总收入的 8.8%，同比下降 18.5%；多元化服装业务录得收入约为人民币 3130 万元，占总收入的 0.7%，同比下降 35.6%。

波司登品牌带动品牌羽绒服板块。品牌羽绒服的增长主要还是来自于波司登品牌，上升 19%，占比品牌羽绒服板块收入 91.2%；雪中飞和冰洁增长个位数，贡献相对较小。

自营大幅增长，同时减轻经销商压力。自营收入增长 144.3%，批发业务则下降 9.8%，主要为减轻经销商压力。同时，公司亦将订货首单比例由 40% 下调为 30%。

2、毛利率方面，上半财年提升主要由于：1) 自营增长幅度较大；2) 品牌升级，面临扩产的压力，往上做品牌，往下做产品，销售折扣控制的比较好；3) 成本控制好，原材料价格都在往下走。公司预计全年毛利率会比较稳健。

按板块来看，品牌羽绒服业务毛利率增加 3.5 个百分点至 56.4%，OEM 毛利率上升 3.8%。

4、得益于毛利率的提升以及公司良好的费用控制（销售、管理和财务费用分别提升 0.7/0.8/0.6PCT，幅度较小，体现强运营能力），权益股东应占溢利上升 41.8%，超出我们的预期。

表 1：我们对于公司未来各板块收入的预测

	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
<b>营业收入</b>	10383.45	12190.50	14265.79	17037.01	20513.43
yoy	16.92%	17.40%	17.02%	19.43%	20.41%
<b>品牌羽绒服</b>	7657.50	9512.70	11841.11	14648.69	18139.38
yoy	35.51%	24.23%	24.48%	23.71%	23.83%
收入占比	73.75%	78.35%	83.00%	85.98%	88.43%
<b>OEM</b>	1368.30	1611.30	1530.74	1607.27	1687.64
yoy	46.06%	17.76%	-5.00%	5.00%	5.00%

收入占比	13.18%	12.12%	10.73%	9.43%	8.23%
<b>女装</b>	1201.80	982.70	835.29	737.05	651.22
yoy	4.19%	-18.23%	-15.00%	-11.76%	-11.64%
收入占比	11.57%	8.36%	5.86%	4.33%	3.17%
<b>多元化</b>	155.90	83.80	58.66	44.00	35.20
yoy	-86.32%	-46.25%	-30.00%	-25.00%	-20.00%
收入占比	1.50%	1.17%	0.41%	0.26%	0.17%

资料来源：波司登公告、国元证券经纪（香港）整理

### 库存周转有所上升，全年预计保持平稳水平

库存方面，今年疫情后，原料价格下行，公司提前锁定了一些原材料的价格，备了一些货，所以原材料存货上涨，但整体存货绝对值下降。周转天数上升 28 天，主要是期初存货上升，但全年来看，预计全年周转天数不会上升。

### 坚持品牌打造，打造“效率年”

公司今年会继续推进品牌建设，力争“花更少的钱，获得更好的品牌传播效果”。管理层表示会打造品牌效率年，更加注重传播和推广内容，不再花大钱做广告。持续提升门店效率。我们认为，公司未来盈利的增长关键就在于是否可以强化品牌定位，抓住消费者心智，逐渐树立中高端品牌形象。

### 维持“买入”评级，调整目标价至 4.21 港元

公司此次业绩淡季不淡，超出预期，盈利能力和费用管控力度较好，我们持续看好公司进一步提升品牌定位，优化渠道，提升量和价，推动业绩增长。我们仍看好公司长线的品牌成长。预计公司 FY2021/2022/2023 的 EPS 分别为 0.14/0.18/0.22 元，给予 FY2022 年 20 倍 PE，给予公司目标价至 4.21 港元，维持“买入”评级。

## 财务报表摘要

### 资产负债表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	11138.16	12469.64	12503.36	14698.57	16501.67
现金	1754.27	3638.68	3350.59	3546.74	4255.42
应收账款	1954.93	2167.57	2425.18	2725.92	3282.15
应收关联方款项	178.84	96.82	98.76	100.74	102.75
存货	1931.13	2725.91	3070.26	3551.22	4108.78
其他	5318.99	3840.65	3558.55	4773.95	4752.57
<b>非流动资产</b>	3944.55	4909.12	4882.50	4717.96	4485.35
固定资产-物业、厂房及	1023.66	1390.40	1350.74	1186.01	950.92
预付租金	51.28	99.15	104.11	109.32	114.78
递延税项资产-非流动资	576.47	562.51	590.64	620.17	651.18
无形资产	99.67	99.33	98.34	97.35	99.33
其他	2193.47	2757.72	2738.68	2705.11	2669.14
<b>资产总计</b>	<b>15082.71</b>	<b>17378.75</b>	<b>17385.86</b>	<b>19416.53</b>	<b>20987.02</b>
<b>流动负债</b>	4795.86	4690.14	4752.14	5213.68	6069.31
短期借款	1627.72	817.84	736.06	822.30	899.92
应付账款	2699.66	3241.31	3139.39	3319.21	3933.62
应付关联方款项	3.64	4.83	5.07	5.33	5.59
应交税费	462.55	364.80	605.05	794.95	952.86
其他	2.29	261.36	266.57	271.90	277.32
<b>非流动负债</b>	177.96	2285.99	4124.48	4141.86	4159.82
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
递延税项负债-非流动	173.35	139.81	153.79	161.48	169.55
其他	4.61	0.00	1815.00	1815.00	1815.00
<b>负债合计</b>	<b>4973.82</b>	<b>6976.13</b>	<b>8876.62</b>	<b>9355.54</b>	<b>10229.14</b>
股本	0.80	0.81	0.81	0.81	0.81
储备	9898.40	10212.71	8315.54	9863.43	10556.39
少数股东权益	209.69	189.11	192.89	196.75	200.69
归属于母公司所有者权益	9899.20	10213.51	8316.35	9864.23	10557.20
<b>负债及权益合计</b>	<b>15082.71</b>	<b>17378.75</b>	<b>17385.86</b>	<b>19416.53</b>	<b>20987.02</b>

### 利润表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	10383.45	12190.54	14265.79	17037.01	20513.43
营业成本	(4869.94)	(5481.89)	(6278.77)	(7376.03)	(8741.38)
毛利	5513.51	6708.65	7987.02	9660.98	11772.05
销售费用	(3439.85)	(4276.44)	(5021.56)	(5962.95)	(7179.70)
管理费用	(729.07)	(852.96)	(998.61)	(1192.59)	(1435.94)
财务费用	(162.82)	(191.56)	(114.13)	(136.30)	(205.13)
折旧	(226.36)	(267.67)	(291.96)	(343.09)	0.00
商誉减值损失	(43.00)	(98.00)	(59.08)	(70.55)	(84.95)
<b>营业利润</b>	<b>1370.77</b>	<b>1598.68</b>	<b>1959.87</b>	<b>2507.57</b>	<b>3170.74</b>
财务收入/(费用)净额	23.71	1.23	97.94	80.01	15.50
<b>利润总额</b>	<b>1394.48</b>	<b>1599.91</b>	<b>2057.81</b>	<b>2587.59</b>	<b>3186.24</b>
所得税	(388.92)	(404.64)	(520.44)	(654.43)	(805.84)
净利润	1005.56	1195.28	1537.37	1933.16	2380.40
少数股东损益	24.24	(7.91)	37.06	46.60	57.38
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>981.32</b>	<b>1203.18</b>	<b>1500.31</b>	<b>1886.55</b>	<b>2323.02</b>
EPS (元)	0.09	0.11	0.14	0.18	0.22

### 现金流量表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1509.44	1110.27	1187.27	1767.68	2325.45
净利润	1005.56	1195.28	1537.37	1933.16	2380.40
折旧摊销	226.36	267.67	291.96	343.09	313.83
利息收入	(114.91)	(117.21)	(119.55)	(121.94)	(124.38)
资产减值损失	43.00	47.30	52.03	57.23	62.96
营运资金变动	264.45	(382.57)	(705.58)	(603.59)	(501.13)
其它	84.98	99.80	131.04	159.74	193.78
<b>投资活动现金流</b>	(252.78)	(304.99)	(346.69)	(390.32)	(436.52)
资本支出	(311.21)	(342.33)	(376.56)	(414.22)	(455.64)
其他投资	58.43	37.34	29.88	23.90	19.12
<b>筹资活动现金流</b>	(1356.13)	(527.92)	(1150.00)	(1200.00)	(1200.00)
借款变动	(799.96)	0.00	(200.00)	(300.00)	(300.00)
股利分配	(739.00)	(842.92)	(950.00)	(900.00)	(900.00)
其他	182.83	315.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(99.47)</b>	<b>277.36</b>	<b>(309.42)</b>	<b>177.36</b>	<b>688.93</b>
<b>现金期初金额</b>	1794.05	1754.27	3638.68	3350.59	3546.74
<b>现金期末金额</b>	1754.27	3638.68	3350.59	3546.74	4255.42

### 主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>年成长率</b>					
营业收入	16.92%	17.40%	17.02%	19.43%	20.41%
营业利润	48.45%	16.63%	22.59%	27.95%	26.45%
归母净利润	59.44%	22.61%	24.69%	25.74%	23.14%
<b>获利能力</b>					
毛利率	53.10%	55.0%	55.99%	56.71%	57.39%
净利率	9.68%	9.80%	10.78%	11.35%	11.60%
归母净利率	9.45%	9.87%	10.52%	11.07%	11.32%
ROE	9.95%	11.49%	18.07%	19.21%	22.13%
ROIC	8.42%	10.64%	15.84%	17.21%	20.32%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.98%	40.14%	51.06%	48.18%	48.74%
负债权益比	16.10%	7.86%	8.65%	8.17%	8.37%
流动比率	232.25%	265.87%	263.11%	281.92%	271.89%
速动比率	191.98%	207.75%	198.50%	213.81%	204.19%
<b>营运能力</b>					
存货周转率	2.88	2.35	2.17	2.23	2.28
应收账款周转率	10.03	10.19	5.88	6.25	6.25
应付账款周转率	1.80	1.69	2.00	2.22	2.22
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.09	0.11	0.14	0.18	0.22
每股经营现金	0.14	0.10	0.11	0.16	0.21
每股净资产	0.93	0.96	0.79	0.93	0.99
每股股利	0.03	0.08	0.11	0.13	0.16
<b>估值比率</b>					
PE	31.15	26.20	20.37	16.20	13.16
PB	3.11	3.01	3.68	3.11	2.91

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>