

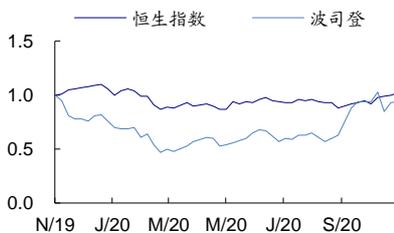
证券研究报告—动态报告

(HS) 非必需消费品

(HS) 纺织及服饰

波司登(03998)

2020年11月29日

一年该股与恒生指数走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	10,769
总市值/流通(百万 港元)	23,185
上证综指/深圳成指	3,408/13,691
12个月最高/最低(港元)	4.00/1.54

相关研究报告:

《2021年港股投资策略:全面牛市的下半场》——2020-11-25
 《纺织服装2021年投资策略:不破不立,后危机时代的投资机遇》——2020-11-25
 《宝胜国际-03813.HK-重大事件快评:库存去化良好,盈利有待回升》——2020-11-14
 《11月投资策略:旺季过后复苏明朗,坚守长期价值》——2020-11-12
 《申洲国际-02313.HK-重大事件快评:大股东配售2.5%旧股无碍基本面向好》——2020-11-11

证券分析师: 丁诗洁

电话: 0755-81981391
 E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040004

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

海外公司财报点评

库存去化见效,品牌价值保障盈利能力

● 淡季去库存取得成效,利润率逆势提升

上半财年,公司收入46.6亿元,+5.1%;归母净利润4.9亿元,+41.8%。主要产品羽绒服收入规模同增18%。在品牌升级,自营比例提升,折扣控制,原材料价格较低等综合因素促进下,毛利率提升2.3 p.p.至56.4%。公司平均存货周转天数200天,+28天,其中库存金额同比下降4%;应收周转天数为98天,+12天;应付账款周转天数为188天,+78天。分渠道看,线上/线下收入分别为5.4/41.2亿元,同比+76.5%/-0.2%,占比11.5%/88.5%,线上占比逐年提升。

● 羽绒服自营大幅增长,品牌价值保障盈利水平

公司主要产品羽绒服自营/经销收入为11.1/18.3亿元,同比+144.3%/-9.8%,占比分别为37.1%/61.2%。羽绒服线下网点数量有所收缩,专卖店增大自营比例,寄售网店收缩明显。线上保持出色增长,“双十一”羽绒服业务线上零售额同增35%以上,其中波司登线上零售额同增25%以上。4月初至“双十一”羽绒服业务累计线上零售额同增45%以上,其中波司登累计同增35%以上。

● 风险提示

1.经济与消费需求大幅下行; 2.季节性库存积压风险; 3.系统性风险。

● 投资建议: 看好品牌势能持续释放,维持“买入”评级

公司上半财年业绩超预期,实现了在保持品牌价值的前提下去化库存,长期稳健增长确定性增强。我们上调盈利预测,预计公司21-23财年净利润分别同增22.1%/23.5%/17.3%,EPS分别为0.14/0.17/0.2元,对应PE分别为21.5x/17.4x/14.8x,对应FY22PE21x-21.5x上调合理目标估值4.1-4.2港元,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入(百万元)	12,217	13,650	15,957	18,306
(+/-%)	17.6%	11.7%	16.9%	14.7%
净利润(百万元)	1,203	1,469	1,815	2,128
(+/-%)	22.6%	22.1%	23.5%	17.3%
摊薄每股收益(元)	0.11	0.14	0.17	0.20
EBIT Margin	12.7%	14.3%	15.1%	15.4%
净资产收益率(ROE)	11.8%	13.6%	15.7%	17.2%
市盈率(PE)	26.2	21.5	17.4	14.8
EV/EBITDA	21.7	18.0	14.8	13.0
市净率(PB)	3.1	2.9	2.7	2.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

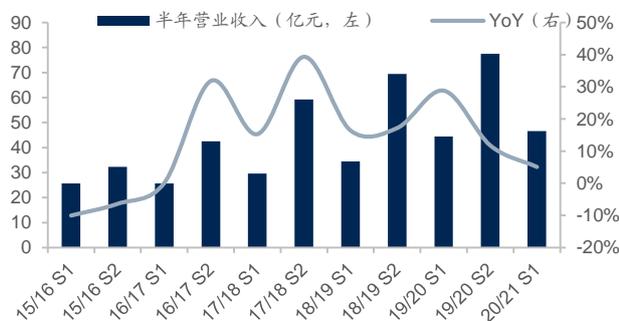
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

淡季去库存取得成效，利润率逆势提升

收入有所提升，利润增速亮眼。20/21 上半财年，公司收入 46.6 亿元，同增 5.1%；经营利润为 6.7 亿元，同增 39.5%；归母净利润 4.9 亿元，同增 41.8%。分产品看：

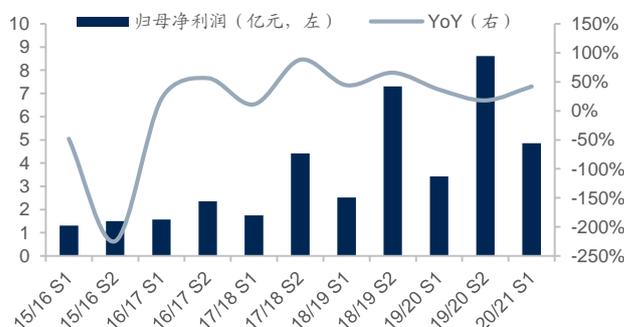
1. 品牌羽绒服业务收入 29.9 亿元，同增 18.0%，占比 64.1%；
2. 贴牌代工业务收入 2.2 亿元，同减 8.9%，占比 26.4%；
3. 女装业务收入 4.1 亿元，同减 18.5%，占比 8.8%；
4. 多元化业务收入 0.3 亿元，同减 35.6%，占比 0.7%。

图 1：15/16S1-20/21S1 公司营业收入与变化情况



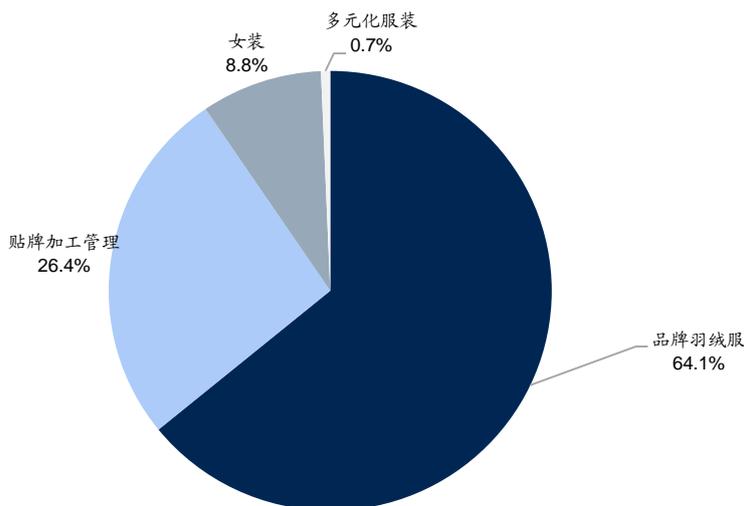
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：15/16S1-20/21S1 公司归母净利润与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：公司分产品营业收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

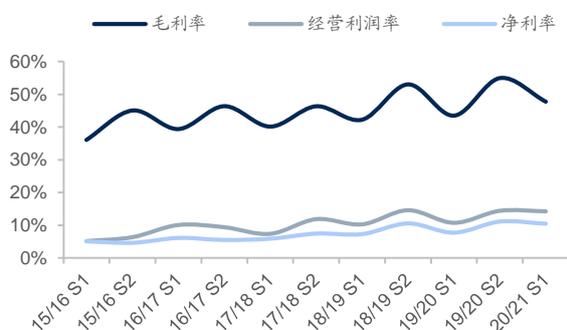
毛利率增长亮眼，销售费用率控制良好。20/21 上半财年，公司毛利率为 47.8%。

同比提升 4.3 p.p.; 经营利润率为 14.3%, 同比提升 3.5 p.p.; 净利率为 10.4%, 同比提升 2.7 p.p.。分产品来看:

1. 品牌羽绒服的毛利率为 56.4%，同比提升 3.5 p.p.，主要受益于自营占比上升，销售折扣控制良好，品牌升级等因素；
2. 贴牌代工业务的毛利率为 18.1%，同比提升 3.8 p.p.，主要受益于原材料价格较低，优选客户产品等因素；
3. 女装业务毛利率为 73.6%，同比下降 3.2p.p.；
4. 其他业务毛利率为 49.3%，同比提升 34.6 p.p.。

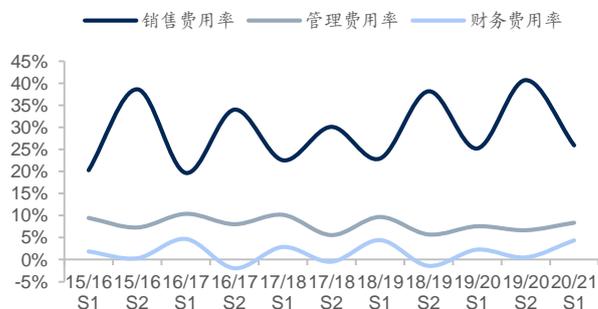
公司销售费用率为 25.9%，同增 0.71 p.p.，增长幅度小于毛利率提升幅度；管理费用为 8.4%，同增 0.8 p.p.；财务费用为 4.4%，同增 2.1 p.p.。

图 4: 15/16S1-20/21S1 公司利润率水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

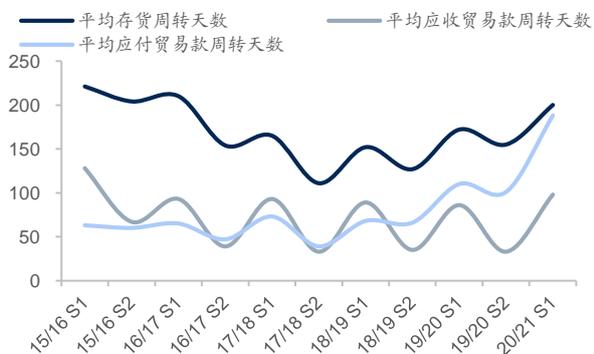
图 5: 15/16S1-20/21S1 公司费用率水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

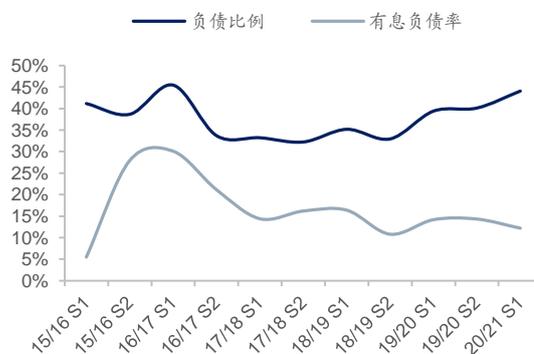
存货、应收、应付周转均放缓，而存货金额下降。20/21 上半财年，公司平均存货周转天数为 200 天，同增 28 天，主要是由于期初存货的增加，期末公司存货已下降至 26.0 亿元，比期初下降 4.4%；应付账款周转天数为 98 天，同增 12 天，应收账款周转天数为 188 天，同增 78 天。公司的负债率为 44.1%，同增 4.7 p.p.，主要是由于公司采用供应链金融、承兑汇票等支付上游供应商货款导致应付款增加所致；公司资产负债率约为 44%，有息负债率接近 12%。

图 6: 15/16S1-20/21S1 公司平均周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

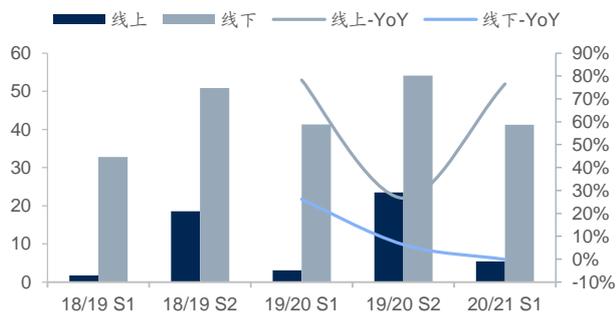
图 7: 15/16S1-20/21S1 公司负债水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

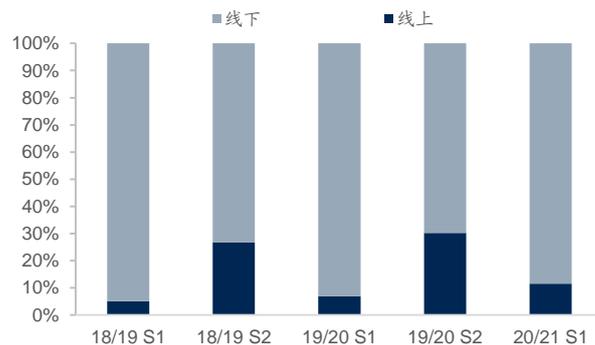
线上收入比例继续提升。上半财年，公司线上/线下收入分别为 5.4/41.2 亿元，分别同比+76.5%/-0.2%，分别占比 11.5%/88.5%，线上占比逐年提升。

图 8: 公司分渠道收入及同比变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 公司分渠道占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

线下方面, 公司关闭低效店、新开形象店, 网点数量有所缩减, 但羽绒服自营专卖店净增长。品牌羽绒服业务净关店 202 家, 其中直营专卖店/经销专卖店/直营寄售网点/经销寄售网点分别+51/-142/-32/-79 家。女装业务净关店 30 家, 其中直营专卖店/经销专卖店/直营寄售网点/经销寄售网点分别-5/持平/-19/-6 家。

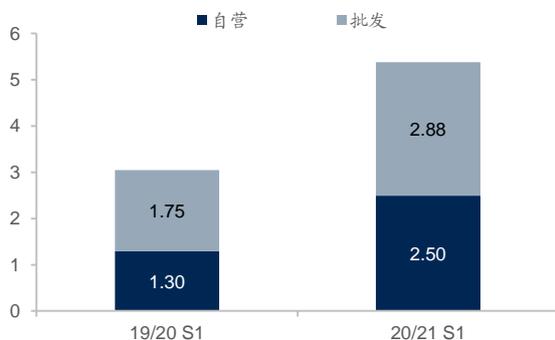
表 1: 19/20S2-20/21S1 分业务线下零售网络变化 (不包括多元化业务)

项目	羽绒服	变动	女装	变动	合计	变动
专卖店						
直营	1111	+51	13	-5	1124	+47
经销	2179	-142	29	-	2208	-142
合计	3290	-91	42	-5	3332	-96
寄售网点						
直营	769	-32	336	-19	1105	-51
经销	605	-79	91	-6	696	-85
合计	1374	-111	427	-25	1801	-136
总计	4664	-202	469	-30	5133	-232

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

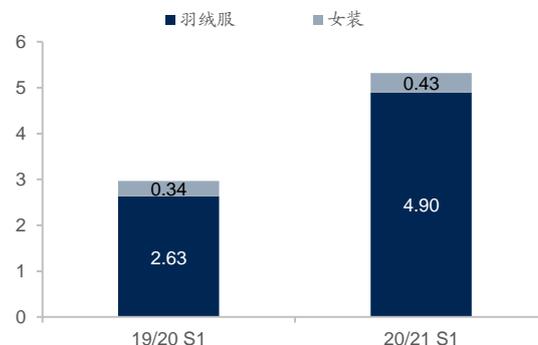
线上方面, 公司销售取得亮眼增长。分渠道看, 上半财年自营/批发收入分别为 2.5/2.9 亿元, 分别同增 92.5%/64.6%。分产品看, 品牌羽绒服/女装分别收入 4.9/0.4 亿元, 分别同增 86.2%/25.3%。

图 10: 公司线上分渠道收入



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 公司线上分产品收入

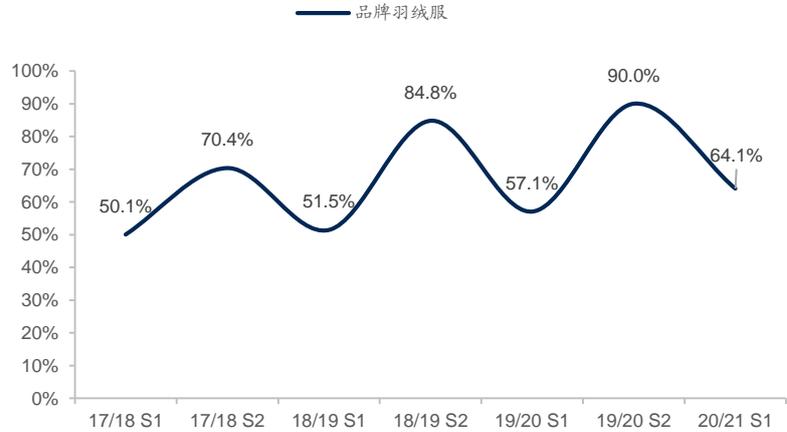


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

羽绒服自营大幅增长, 品牌价值保障盈利水平

近年来，公司聚焦主航道，羽绒服业务占比逐年提升。上半财年公司的品牌羽绒服收入占 64.1%，同比提升 7.0 p.p.。

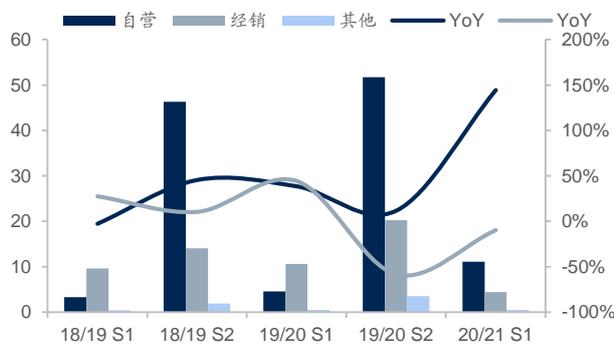
图 12: 羽绒服业务占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

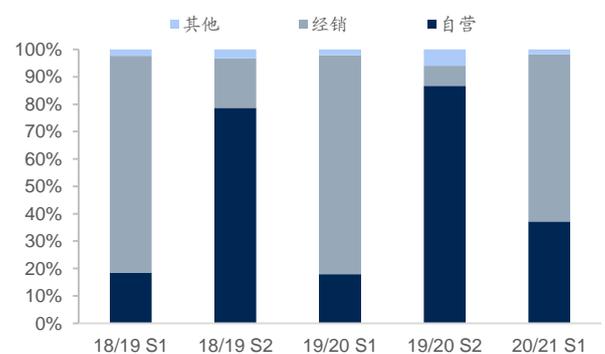
分模式来看，羽绒服自营收入大幅上升，经销收入有所下降。20/21 上半财年羽绒服自营收入为 11.1 亿元，同增 144.3%，主要由于公司加大自营门店比例，以及反季节去库存比例；经销收入为 18.3 亿元，同减 9.8%，主要由于公司帮助经销商应对疫情库存压力，将经销商首单订货的比例由 40% 下调至 30%。公司的自营/经销/其他收入分别占比 37.1%/61.2%/1.7%，分别同比+19.2 p.p./-18.9 p.p./-0.3 p.p.。

图 13: 羽绒服业务分渠道收入与增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 14: 羽绒服业务分渠道收入占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

分渠道看，羽绒服线下网点数量有所收缩，专卖店增大自营比例，寄售网店收缩明显。截至 9 月末，线下网点数量共 4664 家，净关店 202 家。分品牌来看，波司登/雪中飞/冰洁的店数分别减少 31/152/19 家。分业务模式看，专卖/寄售店分别减少 91/111 家。分渠道看，直营/经销分别+19/-221 家，其中专卖店直营增长 51 家。

表 2: 20/21S1 公司羽绒服业务分品牌分渠道门店数量变化

品牌	波司登		雪中飞		冰洁		合计	
	店数	变动	店数	变动	店数	变动	店数	变动
专卖店								
直营	1086	+60	6	-7	19	-2	1111	+51
经销	1823	-78	159	-32	197	-32	2179	-142
合计	2909	-18	165	-39	216	-34	3290	-91
寄售网点								
直营	579	-19	101	-81	89	+68	769	-32
经销	292	+6	81	-32	232	-53	605	-79
合计	871	-13	182	-113	321	+15	1374	-111
总计	3780	-31	347	-152	537	-19	4664	-202

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

羽绒服线上保持出色增长。线上方面, 公司在“双十一”取得优秀战绩。从零售端来看, “双十一”羽绒服业务线上零售额同增 35%以上, 其中波司登线上零售额同增 25%以上。4 月初至“双十一”羽绒服业务累计线上零售额同增 45%以上, 其中波司登累计同增 35%以上。

未来公司将持续聚焦羽绒服的主航道, 通过品销结合提升品牌力、精细化管理经营提高效益。具体来看:

1) 品牌羽绒服业务板块, 公司将进一步通过品牌建设和客户运营提升品牌力。品牌建设方面, 公司持续深挖波司登“大品牌、好品质、羽绒服代名词”的品牌资产, 通过传播、推广内容及品销结合加强增强品牌力, 未来有望进一步提升羽绒服产品的价格段。客户经营管理方面, 公司通过会员体系与消费者建立连接, 拓展年轻客群。20/21 上半财年实现新增企业微信好友达到 800 万, 微信公众号粉丝累计超过 550 万, 较上财年末增长超过 50%, 注册会员数达 1,965 万, 较上财年末增长超过 30%; 从消费结构看, 30 岁以下年轻消费者占比约为 20%, 较上财年末有明显增长。会员销售金额及会员复购销售金额分别占线下总销售金额的约 63.9%及 36.8%。除此之外, 天猫旗舰店实现新增会员约 90 万人, 会员总数约 275 万人, 粉丝超 735 万人, 30 岁以下的年轻新生消费群体占比稳步提升。

2) 贴牌代工板块, 公司将整合客户与生产资源, 有望提升综合效率。公司将均衡分布北美、欧洲和亚太地区的客户市场资源, 有效降低风险。此外, 公司持续布局东南亚的生产资源并提升现有工厂的自动化水平及技术能力, 提升综合效率。

投资建议: 看好品牌势能持续释放, 维持“买入”评级

公司上半财年业绩超预期, 实现了保持品牌价值的前提下去化库存, 长期稳健增长确定性增强。我们上调盈利预测, 预计公司 21-23 财年净利润分别同增 22.1%/23.5%/17.3%, EPS 分别为 0.14/0.17/0.20 元 (原为 0.13/0.15/0.18 元), 对应 PE 分别为 21.5x/17.4x/14.8x, 对应 FY22PE21x-21.5x 上调合理目标估值 4.1-4.2 港元, 维持“买入”评级。

表 3: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	FY2020	FY2021E	FY2022 E	FY2023 E
营业收入(百万元)	12,217	13,650	15,957	18,306
(+/-%)	17.6%	11.7%	16.9%	14.7%
净利润(百万元)	1203	1469	1815	2128
(+/-%)	22.6%	22.1%	23.5%	17.3%
每股收益(元)	0.11	0.14	0.17	0.20
EBIT Margin	12.7%	14.3%	15.1%	15.4%
净资产收益率 (ROE)	11.8%	13.6%	15.7%	17.2%
市盈率 (PE)	26.2	21.5	17.4	14.8
EV/EBITDA	21.7	18.0	14.8	13.0
市净率 (PB)	3.1	2.9	2.7	2.6

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

风险提示

- 1.经济与消费需求大幅下行;
- 2.季节性库存积压风险;
- 3.系统性风险。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

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准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。

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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。

3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032