

**中信证券研究部**

**冯重光**  
 首席纺织分析师  
 S1010519040006

**联系人：郑一鸣**
**核心观点**

**波司登作为中国羽绒服龙头，正在从改善品牌调性、提升供应链快反能力、加强电商运营、优化门店结构等角度全方位升级，并已被年轻、时尚消费群体接受，成为中高端羽绒服消费的主要选择，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 2.84 港元（对应 2020 财年 25 倍）。**

**■ 聚焦主航道：波司登重拾“全球热销的羽绒服专家”战略定位。**波司登历经三个发展阶段：1) 1976 年江苏省常熟市成立—2007 年港交所上市，波司登成为“中国羽绒服第一品牌”，市场份额曾高达 36%。2) 2007-2013 年，四季化、多元化尝试，效果不佳。2013 财年，核心品类羽绒服销售收入同比下滑 14.6%。3) 2014 年至今：品牌重塑期，回归主业为王。2015 年起清理库存、甩开包袱，目前已形成“品牌羽绒服业务、女装业务、贴牌加工管理业务”三大核心板块。2018/19 财年，波司登进一步提出“聚焦主航道，收缩多元化”的新战略，进一步聚焦“波司登”羽绒服主品牌。2018 财年实现营收 89 亿 (+30%)，净利润 6.15 亿 (+57%)。2019H 营收 34.4 亿 (+16%)，净利润 2.51 亿 (+44%)，其中波司登品牌占羽绒服业务营收的 88%，女装品类占非羽绒服业务的 95%。

**■ 战略落地：四大维度重塑波司登：提升供应链能力、打造时尚羽绒产品、传播品牌年轻形象、优化线上线下渠道。**1) **提升供应链能力：**波司登厚积薄发，数十年来积累了丰富的高端产品生产经验，与 Gore-tex、日本东丽 (Toray)、日本小松精练 (Komatsu Seiren) 等优质供应商广泛合作。流通环节采取“优货快反”策略，订货会产品仅投产 40% 左右，其余 60% 订单依据终端数据滚动下单生产，实现 14 天从订单到市场交付，库存仓已基本覆盖全国，快速配送直达门店。2) **打造时尚羽绒产品：**推出 GoreTex 高端户外系列、极寒系列，与 LV、纪梵希等知名国际设计师推出联名款，成功登上纽约时装周。2017 年，1800 元以上产品从 4.8% 提升到 24%，1000-1800 元的产品从 47.6% 上升至 63%，1000 元以下的产品从 47.5% 下降到 12.1%。预期未来 2-3 年，波司登主力价位将提升到 2000 元以上。3) **传播品牌年轻形象：**创新营销方式，与湖南卫视、分众传媒、微信、微博、小红书、抖音、知乎等合作，触及更多年轻消费者。4) **优化线上线下渠道：**聚焦核心平台，与天猫、唯品会深度合作，2018 年天猫双 11 波司登品牌成交 4.14 亿 (+98%)，天猫双 12 成交 3.3 亿 (+200%)，天猫年货节成交 1.51 亿 (+169%)，唯品会周年庆成交 1.3 亿 (+335%)。线下渠道层面，增加自营/专卖门店数量，缩减第三方/寄售门店，优化门店形象，并在核心城市开设旗舰店。2015-2018 年，公司整体门店数从 7682 家减少至 5365 家，波司登羽绒服单店销售额从 62 万元提升到 126 万元，店效 CAGR 达 27%。

**■ 风险因素：**气候变暖的风险；公司未能及时把握时尚潮流设计趋势的风险；原材料价格上涨的风险；行业竞争加剧的风险等。

**■ 盈利预测与估值评级。**我们预计 2019-2021 财年公司净利润分别为 8.44 亿/10.68 亿/13.14 亿元，对应 EPS 分别为 0.08/0.10/0.13 元，当前股价对应 2019-2021 财年 PE 估值分别为 19/15/12 倍。我们选取国内和国际优秀的服装公司加拿大鹅、安踏体育、MONCLER 和江南布衣进行估值对标，以上优秀公司当前股价对应 2019 财年 PE 均值均为 25.5 倍，波司登当前股价对应 2019 财年（即 2018 年 4 月-2019 年 3 月）19 倍、对应 2020 财年 15 倍（即 2019 年 4 月-2020 年 3 月），考虑到波司登财年结束时间早于其他公司，当前估值显著低于其他公司均值水平。波司登作为中国羽绒服龙头，正在从改善品牌调性、提升供应链快反能力、加强电商运营、优化门店结构等角度全方位升级，并已被年轻、时尚消费群体接受，成为中高端羽绒服消费的主要选择，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 2.84 港元（对应 2020 财年 25 倍）。

<b>波司登</b>	<b>03998</b>
<b>评级</b>	<b>买入（首次）</b>
当前价	1.73 港元
目标价	2.84 港元
总股本	10,697 百万股
港股流通股本	10,697 百万股
52 周最高/最低价	2.36/0.99 港元
近 1 月绝对涨幅	-13.07%
近 6 月绝对涨幅	24.46%
近 12 月绝对涨幅	105.64%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,882.29	8,946.41	10,088.78	11,792.64	13,886.87
营业收入增长率	17.78%	29.99%	12.77%	16.89%	17.76%
净利润(百万元)	391.84	615.48	843.98	1,067.82	1,314.37
净利润增长率	39.48%	57.07%	37.13%	26.52%	23.09%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.04	0.06	0.08	0.10	0.12
毛利率%	46.92%	46.78%	49.94%	50.94%	51.23%
净资产收益率 ROE%	4.27%	6.41%	8.53%	10.19%	11.75%
每股净资产(元)	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
PE	41.85	25.01	19.05	15.06	12.23
PB	1.8	1.6	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 6 月 24 日收盘价

## 目录

估值及投资评级.....	1
公司概况：历史悠久的“中国羽皇” .....	2
43 年激荡发展史：积累、扩张与重塑.....	2
再探波司登：数据视角下的发展之路 .....	4
多点发力的“二次创业”：波司登的阵痛重生 .....	6
供应链层面：生产为基，高效为体，数据为王.....	6
产品层面：技术、质量、时尚铁三角支撑产品全面升级 .....	9
品牌层面：创新营销方式，稳固品牌地位.....	12
渠道层面：线上深化，线下升级 .....	14
管理层面：股权激励吸引核心人才.....	18
中国羽绒服市场概览：增长潜力与品牌格局.....	18
强劲需求奠定市场增长潜力.....	18
中国羽绒服市场的品牌格局.....	20
“高端分流”与“四季延伸”：国际品牌重塑我国羽绒服市场竞争环境 .....	21
功能与时尚并举：加拿大鹅的发展之路 .....	23
波司登 VS 加拿大鹅：国产大牌的机遇所在 .....	25
风险因素 .....	27

## 插图目录

图 1: 波司登品牌矩阵 .....	2
图 2: 波司登上市以来股价波动 .....	2
图 3: 波司登羽绒服子品牌层级 .....	3
图 4: 波司登发展历程 .....	4
图 5: 波司登营收及增速表现 .....	4
图 6: 波司登营收结构 .....	5
图 7: 波司登毛利率变化趋势 .....	5
图 8: 波司登净利率变化趋势 .....	5
图 9: 波司登管理费用率变化趋势 .....	6
图 10: 波司登存货周转情况 .....	6
图 11: 水洗羽绒服加工流程 .....	7
图 12: 羽绒蓬松度差异 .....	7
图 13: 波司登存货情况 .....	8
图 14: 波司登存货周转天数 .....	9
图 15: 波司登制造工艺 .....	10
图 16: 波司登 2018 极寒系列 .....	11
图 17: 波司登 GoreTex 合作款 .....	11
图 18: 波司登纽约时装秀 .....	12
图 19: 波司登国际设计师联名款 .....	12
图 20: 波司登营收情况 .....	13
图 21 2019 财年 H1 羽绒服品牌分布 .....	13
图 22: 波司登羽绒服子品牌变化趋势 .....	13
图 23: 波司登品入选国家品牌计划发布会 .....	14
图 24: 波司登广告片《为了寒风中的你》 .....	14
图 25: 波司登品牌双 11 和双 12 排名情况 .....	15
图 26: 波司登天猫女装销售价位分布 .....	15
图 27: 波司登男装女装销售价位分布 .....	16
图 28: 波司登自营及第三方运营门店数量及占比 .....	16
图 29: 波司登羽绒服业务自营及第三方单店销售额 .....	16
图 30: 波司登羽绒服渠道单店销售额 .....	17
图 31: 波司登羽绒服业务渠道分布情况 .....	17
图 32: 波司登双十一线上销售业绩 .....	17
图 33: 波司登上海五角场快闪店 .....	18
图 34: 波司登羽绒服产品销售网点分布情况 .....	18
图 35: 波司登迪士尼主题店铺 .....	18
图 36: 波司登上海南京东路旗舰店 .....	18
图 37: 我国羽绒服产量 .....	19
图 38: 我国羽绒服市场规模 .....	19
图 39: 我国羽绒服市场品牌格局 .....	21
图 40: 加拿大鹅羽绒服 .....	22
图 41: 法国-意大利品牌 Moncler 羽绒服 .....	22
图 42: 优衣库羽绒服 .....	22
图 43: Zara 羽绒服 .....	22

图 44: TheNorthFace 羽绒服 .....	23
图 45: Adidas 羽绒服 .....	23
图 46: 加拿大鹅发展历程 .....	23
图 47: 加拿大鹅销售渠道 .....	24
图 48: 加拿大鹅毛利率情况 .....	24
图 49: 加拿大鹅净利率 .....	24
图 50: 波司登羽绒服与加拿大鹅毛利率对比 (2015-2019H1 财年) .....	26
图 51: 波司登羽绒服与加拿大鹅营销管理费用率对比 (2015-2019H1 财年) .....	26
图 52: 加拿大鹅明星“带货”效应 .....	27
图 53: 加拿大鹅“Cold Room”试衣间 .....	27

## 表格目录

表 1: 可比公司估值情况 .....	1
表 2: 羽绒服关键指标 .....	7
表 3: 主要国产羽绒服品牌对比 .....	10
表 4: 波司登产品线 .....	11
表 5: 波司登产品时尚化举措 .....	12
表 6: 公司整体网点结构 (2014-2018) .....	16
表 7: 部分国家 Jackets and Coats 人均消费数据对比 .....	19
表 8: 国产羽绒服十大品牌排行 .....	21
表 9: 波司登 Gore-Tex 户外高端系列与加拿大鹅系列比较 .....	25

## ■ 估值及投资评级

基于谨慎的原则，我们假设：

- 1) 2019-2021 财年公司羽绒服业务线上营收增速分别为 70%/50%/40%；
- 2) 门店数量总体稳中有升，自营门店、专卖店数量提升，第三方运营门店、寄售店数量稳中有降，2019-2021 财年自营羽绒服门店平均单店效率 15%/8%/8%的增幅；
- 3) 受益于产品价格区间不断提升，羽绒服产品毛利率逐年略有增长。

根据以上假设，我们预计 2019-2021 财年公司净利润分别为 8.44 亿/10.68 亿/13.14 亿元，对应 EPS 分别为 0.08/0.10/0.13 元，当前股价对应 2019-2021 财年 PE 估值分别为 19/15/12 倍。我们选取国内和国际优秀的服装公司加拿大鹅、安踏体育、MONCLER 和江南布衣进行估值对标，以上优秀公司当前股价对应 2019 财年 PE 均值为 25.5 倍，波司登当前股价对应 2019 财年（即 2018 年 4 月-2019 年 3 月）19 倍、对应 2020 财年 15 倍（即 2019 年 4 月-2020 年 3 月），考虑到波司登财年结束时间早于其他公司，当前估值显著低于其他公司均值水平。波司登作为中国羽绒服龙头，正在从改善品牌调性、提升供应链快反能力、加强电商运营、优化门店结构等角度全方位升级，并已被年轻、时尚消费群体接受，成为中高端羽绒服消费的主要选择，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 2.84 港元（对应 2020 财年 25 倍）。

表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	备注 (财年及货币单位)	收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
				2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E
3998.HK	波司登	财年截至 0331, 股价为港币, EPS 为人民币	1.7300	0.0367	0.0576	0.0783	0.1015	41.53	26.44	19.28	15.24
可比公司:											
GOOS.N	加拿大鹅	财年截至 0331, 股价和 EPS 均已调整为美元	37.0700	0.3279	0.6558	0.9539	1.2445	113.06	56.53	38.86	29.79
2020.HK	安踏体育	财年截至 1231, 股价为港币, EPS 为人民币	54.1500	1.1700	1.5300	<u>1.9000</u>	<u>2.3100</u>	40.73	31.15	25.08	20.63
MONC.MI	MONCLER	财年截至 1231, 股价和 EPS 均为欧元	37.3900	0.8600	1.1000	1.4400	1.5600	43.48	33.99	25.97	23.97
3306.HK	江南布衣	财年截至 0630, 股价为港币, EPS 为人民币	15.0400	0.7000	0.7900	1.1006	1.2973	18.91	16.75	12.03	10.20
均值								54.04	34.60	25.48	21.15

资料来源：Wind, Bloomberg, 中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 6 月 24 日收盘价，加拿大鹅为美国纽交所上市公司，MONCLER 为意大利米兰交易所上市公司，加拿大鹅、MONCLER 公司盈利预测为 Bloomberg 一致预期，安踏体育、江南布衣盈利预测为 Wind 一致预期。

## ■ 公司概况：历史悠久的“中国羽皇”

### 43 年激荡发展史：积累、扩张与重塑

波司登于 1976 年在江苏省常熟市成立，是一家以羽绒服为主的多品牌综合服装经营集团，自 1995 年来连续在我国羽绒服行业销量领先，拥有“中国羽皇”之称。目前，集团旗下的羽绒服品牌包括波司登、雪中飞和冰洁，非羽绒服品牌主要包括杰西女装、邦宝女装、柯利亚诺女装、柯罗芭女装及飒美特校服等。

图 1：波司登品牌矩阵



资料来源：中信证券研究部整理

回顾波司登 43 年发展史，可以大致分为三个阶段：波司登最初以羽绒服核心品类起家，逐渐向“四季化、多元化、国际化”扩展，最终又逐渐重拾核心品类的曲折上升之路。其上市以来股价的波动变化，也很好反映出这一故事链条。

图 2：波司登上市以来股价波动

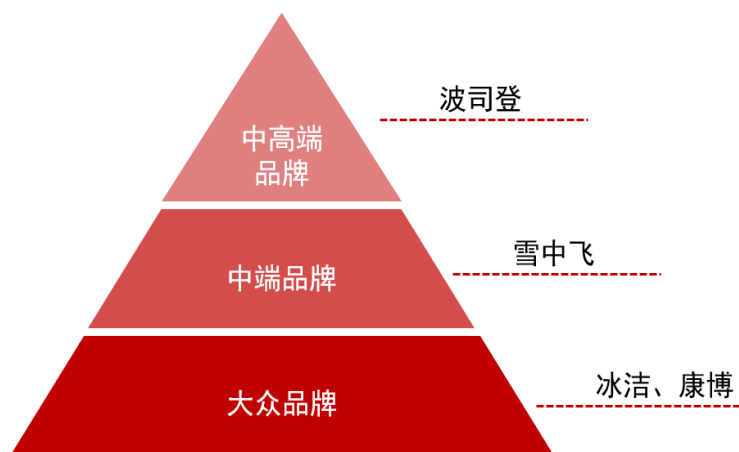


资料来源：Wind，中信证券研究部绘制



(1) **1976 年成立至 2007 年上市的“品牌积累期”**：波司登的前身为 1976 年创办的村办缝纫组，8 台缝纫机、11 位农民白手起家，凭借“以品质赢天下”的精神求得了生存。1992 年企业改制之前，公司以代工为主，并且初具规模。改制完成之后，公司分别于 1994 年、1997 年、2000 年、2001 年依次推出了“波司登”、“雪中飞”、“康博”、“冰洁”四大核心品牌，分别定位于不同市场和不同消费人群。该段时期为波司登品牌积淀的关键期：在物质匮乏的时代将羽绒服在我国消费市场普及化，成为“高品质羽绒服”的代名词；最早把时装化的设计理念引入羽绒服行业，变传统御寒衣物的“厚、肿、重”为“轻、美、薄”，引领我国防寒服饰的休闲化、时装化、运动化的消费潮流。自 1995 年来，波司登连续成为“中国羽绒服第一品牌”，截至 2007 年 3 月的年营收高达 56.33 亿元，“波司登”、“雪中飞”及“康博”在全国前 30 大羽绒服品牌中合计占据 36.1% 的市场份额。2007 年，波司登于港交所上市。上市带来的资本支持，帮助公司进入了下一阶段扩张发展的快车道。

图 3：波司登羽绒服子品牌层级



资料来源：中信证券研究部整理

(2) **2007 年至 2013 年的品牌扩张期**：上市最初的 5 年，为了突破核心产品的季节性属性，波司登树立了“四季化+多元化+国际化”的发展战略，定位于“世界知名综合服装品牌运营商”，意图将产品矩阵向非羽绒服类拓展。2008 年首次试水四季化专卖店后，波司登主要通过收购并购的方式先后拓展了男装、童装、女装品类，旗下拓展波司登男装、威德罗高级男装、叮当猫童装、邦宝女装等，并通过成立合资公司的方式本土化运营国外品牌，如与美国潮流品牌 Rocawear 合作等。此外，波司登还积极进行品牌输出，先后于伦敦、纽约开设旗舰店，拓展海外业务。然而，四面开花扩张并没有为波司登带来飞速增长，反而其核心羽绒服品类销售颓势渐显：2013 财年，营收首次出现下滑。一方面，核心品类羽绒服收入同比下滑 14.6%，羽绒服销售数量同比下滑 17%，品牌老化问题逐渐显现，库存问题开始积累；另一方面，波司登终端零售网络首次开始大幅收缩，羽绒服业务总点数减少 1,357 家，销售面积减少 6.7%。

(3) **2014 年至今的品牌重塑期**：从着手处理库存到重新聚焦主业，2014 年开始，波司登重新以“全球热销的羽绒服专家”的战略定位，试图回归主业为王的版图。2017 年，波司登剥离休闲品牌“摩高”，逐渐收缩多元化业务，重整女装业务板块，形成“品牌羽绒服业务、女装业务、贴牌加工管理业务”三大核心板块。2018/19 财年，波司登进

一步提出“聚焦主航道，收缩多元化”的新战略，在核心产品上持续提升产品品质、时尚程度和功能创新；在渠道上梳理现有渠道，提高渠道效率及渠道与品牌形象匹配度；在营销上借助多渠道整合营销，全面升级品牌形象，提升品牌层级及年轻化程度，并提升营销效率，以达到更广泛、精准触达消费者的效果。

图 4：波司登发展历程

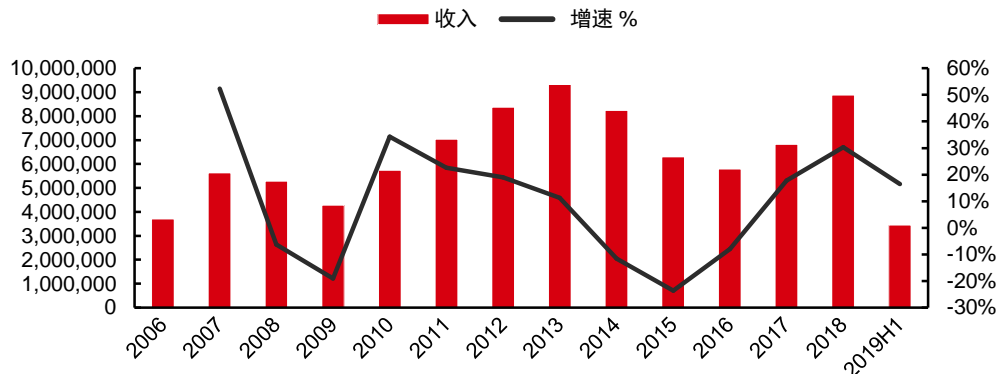


资料来源：公司年报，公司官网，中信证券研究部绘制

## 再探波司登：数据视角下的发展之路

**营收角度看波司登发展历程。**2013 财年，波司登的销售额达 93.24 亿元，抵达历史顶峰。随后的深度调整期销售额一路走低，直至 2017 年触底回升，重回 20%左右的增速。截至 2019 财年上半年（即 2018 年 3 月 1 日-2018 年 9 月 30 日期间），波司登销售额达 34.44 亿元，同比实现 16%的增长。根据公司的业绩报告，2019 财年前九个月，波司登核心品类表现强劲，核心品牌“波司登”累计零售金额同比获得 30%以上增幅，羽绒服业务项下其他品牌累计零售金额同比获得 20%以上增幅。

图 5：波司登营收及增速表现（单位：千元）



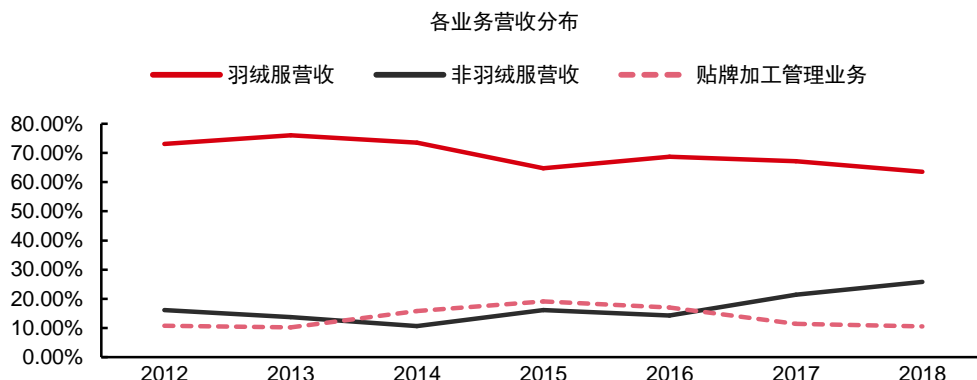
资料来源：公司公告，中信证券研究部

“重归主业”战略体现在聚焦核心品牌上。波司登“重归主业”的战略主要体现在对于子品牌的把控与聚焦。在非羽绒服的四季化品类中，波司登聚焦女装业务，精选杰西、邦宝、柯利亚诺、柯罗芭四大子品牌；在羽绒服品类中，波司登逐渐出清康博的存货，主要发展波司登、雪中飞、冰洁三大子品牌，并进一步明晰高端、中端、高性价比的差异化



定位，并以高端品牌波司登为发展核心。截至 2019 财年 H1，波司登品牌在公司羽绒服业务中的占比达 88%；非羽绒服业务中，女装品类占比超过 95%，波司登男装、波司登家居等业务逐渐收缩。

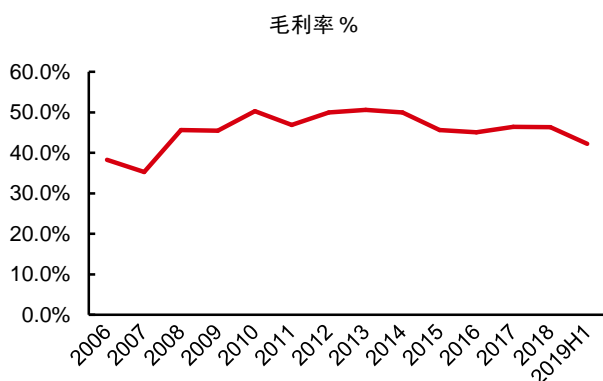
图 6：波司登营收结构



资料来源：公司年报，中信证券研究部

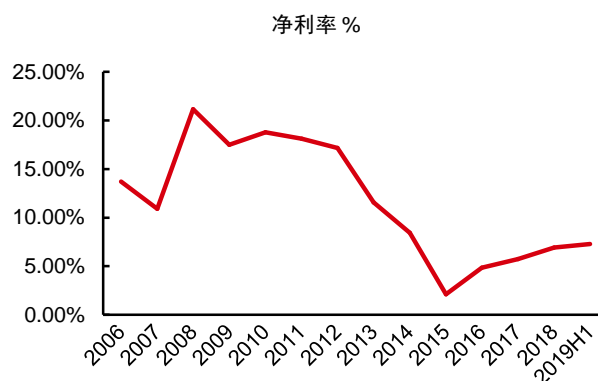
毛利率相对稳定，净利率受库存影响波动较大。2008-2015 年，公司净利率持续下滑，2015 年毛利率下滑 4.4 个 pcts 至 45.6%，净利率下滑 6.3 个 pcts 至 2.1%，达到历史低点。这与 2015 年的库存清理行动有关。2015 年，波司登的发展遇到了“内忧外困”：“外困”在于宏观经济整体影响消费情绪，内需增长乏力，服装行业产能过剩，海外品牌加快在我国市场的扩张；“内忧”在于，波司登过往的增长主要凭借快速开店和传统批发渠道，未能及时通过电商等新型零售模式贴近市场和消费者，并且产品的设计、品牌形象未能及时随消费者需求调整，由此品牌老化导致库存积压，存货周转天数上升至 207.8 天的历史高位。面对“内忧外困”的处境，为针对品牌转型计划提前布局，2015 财年，雪中飞和冰洁两大品牌仅推出少量新款，康博则集中清理库存，未推出新款式。库存清理行动一方面造成产品定价能力下降，体现在毛利率的回落；另一方面体现在管理费用率的提升，2015 年管理费用占营业收入的比重达 8.5%，较上一年提升 2.9 个 pcts。2015 年以后，公司盈利能力持续回升，截至 2019 财年 H1，波司登毛利率为 42.3%，净利率为 7.29%。

图 7：波司登毛利率变化趋势



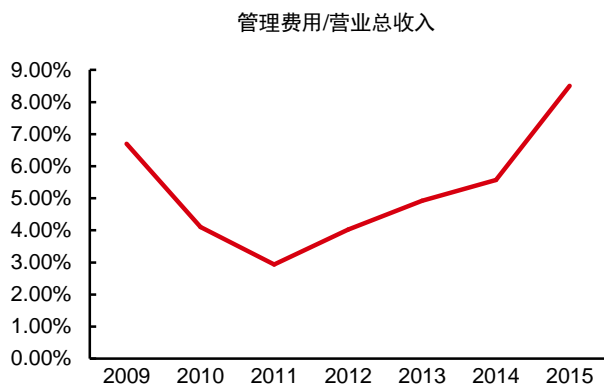
资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 8：波司登净利率变化趋势



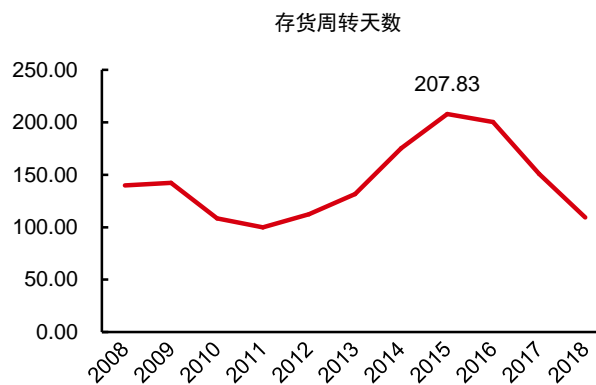
资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 9：波司登管理费用率变化趋势



资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 10：波司登存货周转情况



资料来源：公司年报，中信证券研究部

## ■ 多点发力的“二次创业”：波司登的阵痛重生

在经历了短暂阵痛之后，波司登重新出发，确立了“全球热销的羽绒服专家”战略定位，明确聚焦羽绒服主业，从供应链、品牌、产品、渠道四个层面，重塑消费者对于波司登“羽绒服专家”地位的认知。

### 供应链层面：生产为基，高效为体，数据为王

经历消化库存的阵痛期的波司登，开始进一步深耕供应链体系的建设，通过全供应链链条的信息化、灵活性建设，加强生产环节的生产力和控制力，提升公司对于终端市场迅速反应能力。

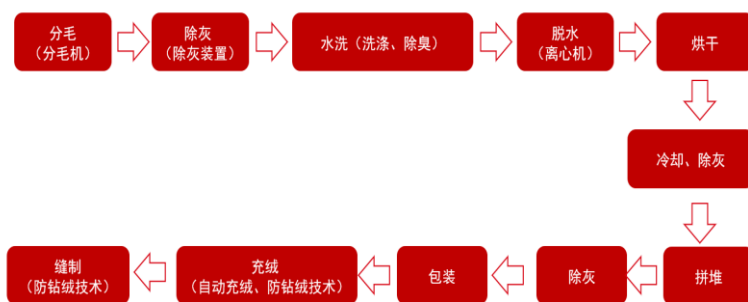
将波司登的整条产品供应链切分来看，我们划分为三个环节：上游生产、中游订单及物流、下游零售终端。波司登在供应链的三个环节，均通过经验与技术驱动，持续积累优势壁垒。

#### (1) 生产能力之基

羽绒服产品的“功能性”决定了生产能力对于羽绒服厂商的重要性。

相对于其他服装品类，羽绒服拥有其自身特性。(1) 生产环节：羽绒服不仅工艺流程复杂，而且在含绒量、绒子含量、蓬松度、充绒量偏差、耗氧量、残脂率、清洁度、气味和微生物等方面均受到 2011 年修订的 GB/T 14272-2011《羽绒服装》的规范，世界上其他国家也均对羽绒服生产提出相关的行业标准，如美国标签标准 USA-2000、欧盟标签标准 EN12934-1999 等。(2) 消费环节：单价较高、消费低频，消费者对于其保暖、防钻绒、耐磨、防水等性能拥有一定的要求。

图 11：水洗羽绒服加工流程



资料来源：中信证券研究部整理

表 2：羽绒服关键指标

羽绒服关键指标	释义	国家标准
含绒量	指绒子和绒丝在羽绒羽毛中的占比，含绒量越高，保暖效果越好	含绒量不低于 50%（国际标准：70%达标、80%抗寒级别、90%最优）
充绒量	指一件羽绒服填充的全部羽绒的重量，其稳定程度十分重要	成品的充绒量与明示值偏差不小于 -5%
绒子含量	指绒子在羽绒羽毛中的占比，绒子含量越高，保暖效果越好	根据含绒量不同而要求不同，80%含绒量的灰鸭绒绒子含量不低于 72%
蓬松度	羽绒品质的综合反映，蓬松度越高越好。市场上产品的蓬松度一般为 550、600、700、800、900 等几个档位	不同含绒量有一定差异，整体不低于 11.5cm（国际标准以一定条件下每 30 克羽绒所占体积立方英寸的数值为指标）
残脂率	羽绒上的油脂需通过洗涤、消毒加工处理，油脂过高会产生难闻的气味，油脂过低会使羽绒容易损伤	不高于 1.3%
防钻绒性	织物密度低，填充物的绒丝、羽丝、毛片含量多，导致容易钻出织物表面	防钻绒测试
气味及微生物(耗氧量)	微生物指标	当耗氧量不高于 10mg/100g 时，不考核微生物指标
面料属性	包括耐皂洗、耐水、耐摩擦等方面的要求	
羽绒来源	白鹅绒>灰鹅绒>白鸭绒>灰鸭绒；90 绒来自脖子部位，最为顶级；80 绒来源于胸口部位，较优；70 绒来源于翅膀，次之。	
绒朵大小	绒朵大小体现鸭、鹅培育的成熟度，绒朵越大越好	

资料来源：搜狐时尚等、中信证券研究部

图 12：羽绒蓬松度差异



资料来源：搜狐时尚，中信证券研究部

产品特性决定羽绒服品类在生产和品质控制上存在一定壁垒。波司登基于自主品牌与代工经验的双重积累，并结合自身对原材料、零配件供应商的良好合作和严格把控，是行业标准的主要制定者，在全供应链拥有巨大优势。

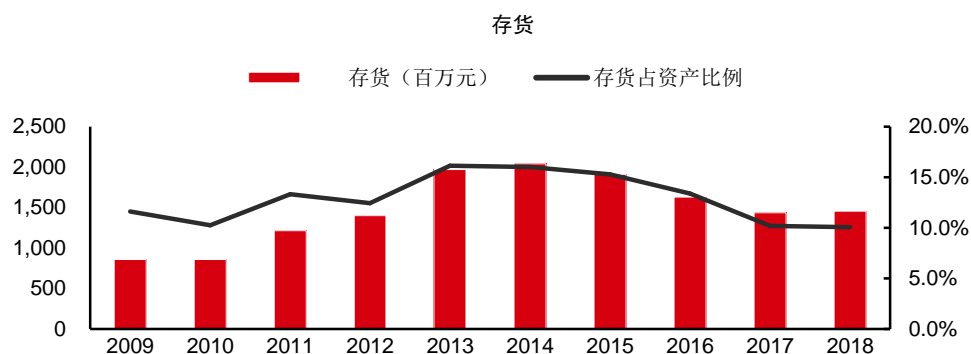
**生产经验方面，丰富的高端产品生产经验。**波司登历经 20 余年积累了丰富的大规模羽绒服生产的经验，曾为 GAP、BOSS、TheNorthFace、Columbia 等世界性品牌代工，有丰富的高端产品生产经验。除自有优质产能外，波司登还拥有 62% 的外协工厂补充产能，波司登非常注重品控体系建设，设定严格的准入标准，对外协工厂进行完善的培训、驻派品控人员等。

**原材料供应方面，品控前移，精选高端供应商。**波司登将供应链管理向前延伸至养殖环节，精选波兰、匈牙利、捷克、中国等产地的优质羽毛，关注养殖时长以保证羽绒品质；同时，对于面料、拉链等材料，波司登对品质进行严格把控，拉链仅接受日本拉链鼻祖 YKK 和国内首家拉链上市公司伟星 (002003.SZ) 两家供货，面料方面积极与世界广泛认可的“世界之布” Gore-tex、日本东丽 (Toray)、日本小松精练 (Komatsu Seiren) 等供应商合作，进一步保障成品羽绒服的性能。

## (2) 高效流通之体

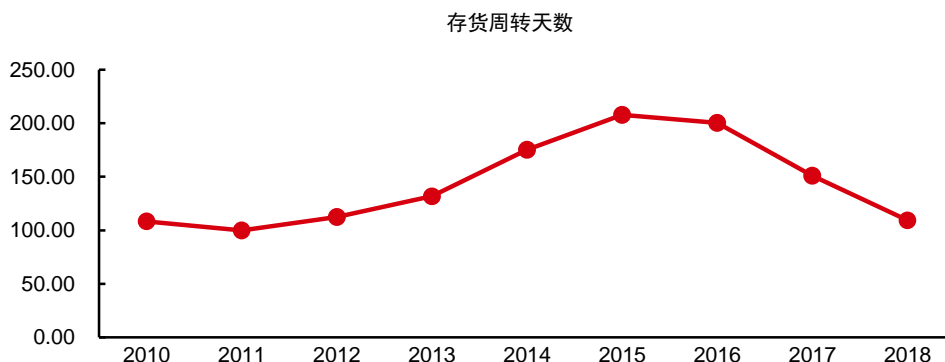
波司登深知库存管理和供应链快速反应的重要性。公司采用“拉式下单、拉式铺货、拉式生产”的方式，以尽可能减少库存：每周召开经营分析会议，基于对终端零售数据的分析，及时确定订单数量及制定产品滞销应对方案，实施货品三年清零的政策，以使得公司更加灵活地推出新品，引领时尚潮流。同时，针对热销爆款，公司提出“优货快反”的思路，订货会产品仅投产 40% 左右，其余 60% 订单则依据产品上市后的终端数据反映在 10 月-12 月期间滚动下单生产。目前，波司登已经可以实现 14 天从订单到市场交付的流程。灵活高效的供应链帮助公司大大优化了单品矩阵，提升了单品售罄率，进一步控制库存风险。从波司登的存货数据上看，其绝对值和在资产中占比的情况均有所好转，存货周转天数自 2015 年以后持续下降，反映出其供应链优化成效显著。

图 13：波司登存货情况



资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 14：波司登存货周转天数



资料来源：公司年报，中信证券研究部

针对供应链中游的物流配送环节，波司登一方面推动智能化，一方面提升覆盖率。波司登的所有存货生产入库、仓储、物流配送均可实现智能化操作，提高运转效率。目前，波司登拥有华东常熟总仓、华北雄安分仓、华中武汉分仓、西北西安分仓、西南成都分仓，2018 年度除东北、新疆外，基本实现全覆盖。

### (3) 终端数据反馈

波司登终端数据反馈可以形成两个闭环，一方面是销售数据闭环：波司登通过信息化建设，实现终端零售 POS 数据的实时传输，加强终端数据获取的及时性和准确性，从而有效为上游、中游的决策提供数据支持。2017 年，波司登作为服装行业内第一家引入阿里巴巴互联网构架技术，构建新零售管理私有云平台，以整合消费者、门店、零售公司、总部、供应商的会员、产品、销售、库存、工厂数据，为波司登在货品的智能配送、会员分析、门店选址、优货快反等新零售创新尝试提供支撑。另一方面，终端产品均设有唯一识别码，以形成品控反馈闭环，公司和消费者均可以通过识别码追根溯源，及时找到上游生产端的问题所在。

## 产品层面：技术、质量、时尚铁三角支撑产品全面升级

产品层面，波司登本轮战略调整中致力于品牌的整体升级和年轻化。反映在价格区间上，2017 年，1800 元以上的产品从 4.8% 提升到 24.1%，1000 元以下的产品从 47.5% 下降到 12.1%。1000-1800 元的产品从 47.6% 上升至 63%，主力价位区间明显提升。预期未来 2-3 年，波司登的主力价位将提升到 2000 元以上。反映在产品上，波司登从技术、质量、时尚层面雕琢产品，并持续推出面向 20-30 岁年轻主力消费群体推出产品，为品牌升级和年轻化战略提供支撑。

(1) 技术及质量：在我国国产品牌中，波司登属于较为注重产品功能性的品牌，在羽绒的来源和充绒参数、制作工艺的提升、面料的选取等产品技术及质量方面均较为突出。相较于市场上其他羽绒服品牌，以天猫线上销售渠道为代表，波司登旗下的三大品牌均较为注重产品技术参数的展示。可以看到，羽绒科技的专业性，一定程度为波司登溢价提供支撑。



图 15: 波司登制造工艺



资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

波司登拥有行业内全国首家国家级实验室, 开展科技项目 23 项, 获得高新技术产品认证 3 项, 获得各项专利 177 项, 如螺旋式除尘专利、缝制技术专利等关键性的羽绒服生产工艺。

表 3: 主要国产羽绒服品牌对比

品牌	价格下限	价格上限	羽绒来源及蓬松度	线上销售宣传点
波司登	399	3800	90%鸭绒、90%鹅绒, 600+~800+蓬松度	突出产品的面料、羽绒及制作工艺, 包含较为全面的参数
雪中飞	300	2500	90%鸭绒	突出产品细节展示, 包含羽绒服技术参数
冰洁	300	2500	90%鸭绒	突出产品细节展示, 包含羽绒服技术参数
艾莱依	400	1600	90%鸭绒	突出产品细节展示, 无技术及面料介绍
鸭鸭	200	900	90%鸭绒	突出产品细节展示, 高价位产品有面料防钻绒、保暖性能介绍
雅鹿	500	2000	85%-90%鸭绒, 640+蓬松度	突出产品细节展示, 包含羽绒服技术参数
雪伦	200	2300	90%鸭绒、90%鹅绒	突出产品细节展示, 仅高端价位款式包含技术及面料介绍 (锁绒、分格充绒、四层锁绒等)
杰奥	400	2000	90%鸭绒	突出产品细节展示, 仅高端价位款式包含羽绒服技术参数
坦博尔	200	1900	90%鸭绒	突出产品细节展示, 仅高端价位款式包含羽绒服技术参数

资料来源: 天猫平台、中信证券研究部

仔细梳理波司登当前的产品线, 按照价格段划分, 波司登品牌主要分为普通款、极寒系列和 GoreTex 户外高端系列。2017 年以来推出的“极寒”系列和 Gore-Tex 户外高端系列, 为波司登的产品升级构筑了较为坚实的基础, 基本达到了现有国产品牌未有涉足的价格区间。“极寒”系列采用高密高织的抗寒面料, 具有蓄热功能和防水、防风、透气功能, 可低于-30 度的极寒天气, 产品综合售罄率达 90%以上。2018 年, 波司登联手“世界之布”推出 Gore-Tex 高端户外系列, 兼具高品质与高工艺, 获得 Outside 年度户外装备大奖。

图 16: 波司登 2018 极寒系列



资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

图 17: 波司登 GoreTex 合作款



资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

可以看到, 波司登新推出的产品系列在羽绒来源、面料选取、蓬松度和充绒量指标的设定等方面, 都相较原产品更上一层楼, 技术和质量更加远超市场上其他品牌。

表 4: 波司登产品线

产品名称	价格区间	羽绒	面料	蓬松度	其他设计及工艺
GoreTex 高端户外系列	2700-3800	90%高品质鹅绒, 欧洲进口	Core Windstopper 防风透气薄膜面料、经过拨水表面层面料处理 (DWR)	800+	蓄热里布 (红外线内里)、防水拉链、RECCO 雪地搜救反射器; 日本缝制设备、丝光防绒线、3 厘米 13 针精密缝制技术、30 道杀菌流程
极寒系列	1200-2300	90%鹅绒, 源自波兰、匈牙利、杰克、中国, 100 天以上生态养殖圈胸腹之间上等大朵羽绒;	特力菲复膜面料 (4 级防水、耐磨)	600+	放钻绒 (分格充绒技术, 充绒精准至 0.01G); 德国防绒针、日本缝制设备、丝光防绒线、3 厘米 13 针精密缝制技术、30 道杀菌流程 (清洁度 600MM、0.6%残脂率)
普通款 (不同厚度选择: 轻薄-加厚)	500-2600	90%鸭绒, 源自波兰、匈牙利、捷克、中国	20D 尼丝纺、棉纺	600+	日本缝制设备、丝光防绒线、3 厘米 13 针精密缝制技术

资料来源: 天猫波司登旗舰店、中信证券研究部

(2) 时尚层面: 波司登逐渐走向年轻化的另一个原因, 在于其近年来逐渐以时尚因素脱胎换骨, 支撑产品转型。近年来, 波司登积极推进跨界合作、外部设计机构合作以及知名设计师联名等, 为其产品注入了新的活力。2017 年, 波司登推出与华特迪士尼公司跨界合作的商品; 2018 年, 波司登与来自 LV、纪梵希的知名国际设计师 Tim Coppens、Antonin Tron、Ennio Capasa 合作推出联名系列; 2018 年 9 月, 波司登成功登上纽约时装周。

表 5：波司登产品时尚化举措

产品系列	价格区间	羽绒来源	面料	蓬松度	其他工艺
设计师联名系列	1800-4000	90%鹅绒，源自波兰、匈牙利、捷克；	20D 油光面料	800+	防钻绒（分格充绒技术、四层锁绒工艺）、德国防绒针、日本缝制设备
漫威合作款	1600-2700（童装 1000 元上下）	90%鸭绒，源自波兰、匈牙利、捷克、中国	40D 尼龙四面弹覆膜、F5 面料（不掉色、不起球、不钻绒）	600+	防钻绒（分格充绒技术、双层锁边工艺）、德国防绒针、日本缝制设备
奔跑吧兄弟衍生品款	3900 元	90%鸭绒，	40D 尼龙四面弹覆网膜	600+	德国防绒针、日本缝制设备、丝光防绒线

资料来源：天猫波司登旗舰店、中信证券研究部

通过对比波司登的系列时尚款式与普通款式可以发现，在原材料、性能和工艺上时尚款式和普通款式类似，但价格区间相对普通款是却存在一定溢价。以时尚化举措打造爆款，同样成为波司登追求品牌升级的重要举措之一。

图 18：波司登纽约时装周



资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 19：波司登国际设计师联名款

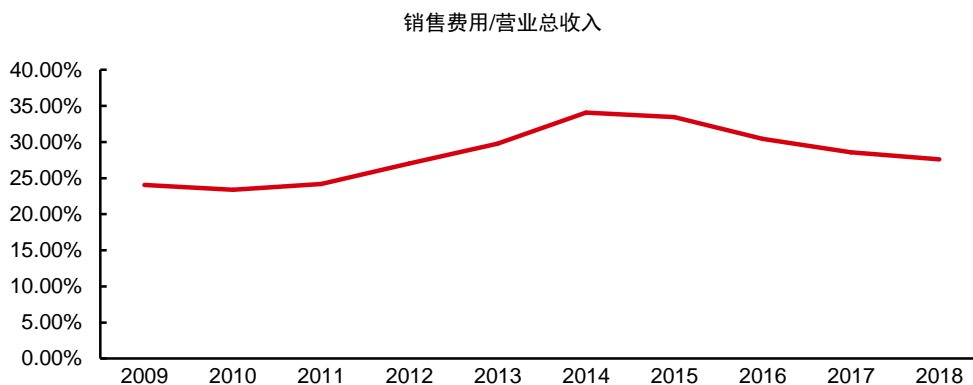


资料来源：公司官网，中信证券研究部

### 品牌层面：创新营销方式，稳固品牌地位

波司登在营销费用方面的投入始终占营收 20%以上。2018 财年，波司登营销费用达 24.5 亿元，占营收比重达 27.6%。

图 20: 波司登营收情况

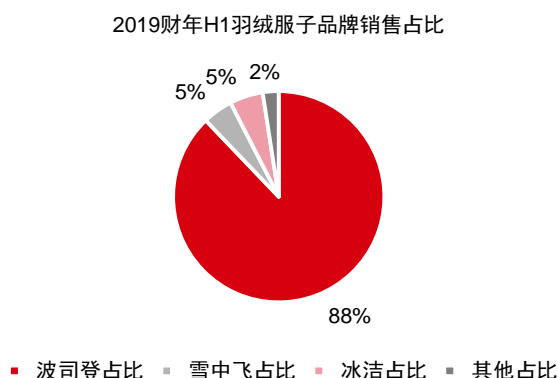


资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

上市之初, 在品牌建设与广告投放方面, 波司登采取“支撑+补充”策略, 以央视为支撑, 以其他媒体为补充, 60%广告投放集中在央视。随着媒体传播方式的发展、消费者时尚认知不断更新, 如何在年轻群体中建立品牌认知变得至关重要。波司登目前在品牌建设与产品营销层面, 可以概括为两大方向: 品牌升级和多渠道营销。

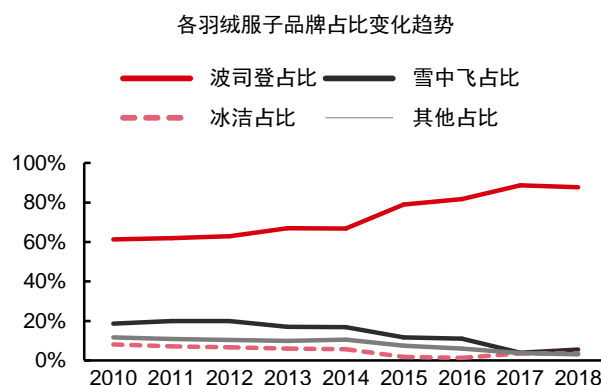
(1) 品牌升级: 波司登的转型意在提升自身品牌定位, 从而进入我国市场的国际品牌有效竞争。在产品矩阵中, 公司进一步完成现有子品牌的定位和梳理: 主品牌“波司登”定位为全国性中高端时代品牌, 将“雪中飞”定位为全国性中端品牌, 冰洁则瞄准二三线城市中 25-35 岁客户群体, 以此为基础向上布局高端羽绒服品牌。当前, “波司登”品牌的在公司所有子品牌中主打优势逐渐明显, 公司整体销售额向中高端产品聚拢。

图 21 2019 财年 H1 羽绒服品牌分布



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 22: 波司登羽绒服子品牌变化趋势



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

2018 年 7 月, 波司登作为我国唯一一个服装品牌入选“国家品牌计划”, 在专业品质上再次得到了印证。2018 年 8 月, 波司登与分众传媒正式签订战略合作协议, 波司登将在分众传媒实施亿元级投放。凭借分众的网络覆盖, 波司登的品牌投放将主要聚焦在商务人群的写字楼、中产阶级的公寓楼以及时尚人群的购物中心电影院三个消费场景, 意在触达具有一定消费能力的人群。



图 23：波司登入选国家品牌计划发布会



资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 24：波司登广告片《为了寒风中的你》



资料来源：公司官网，中信证券研究部

(2) 多渠道营销：目前，波司登十分注重其品牌触达消费者的多样化渠道，并且在新品发布的同时通过年轻化、现代化的方式配合，进行整合营销。配合 2016 年推出的迪士尼系列，波司登推出“产品系列推广店铺”，通过店铺整体包装，采用场景化营销的手段触达消费者，并通过网红探店、视频直播、微博发文分享等提升互动性和体验感。配合纽约时装周活动，波司登举办国际三大设计师发布会，配合 KOL 测评文章，评论达 9000+ 条，阅读量超过 1000 万。

为了提升品牌的年轻化程度，波司登的营销紧贴热点，如与《中国有嘻哈》九强选手跨界合作推出联名款、拍摄 MV《潮级暖的波司登》、冠名推出纪录片《翻滚吧！地球》等。此外，波司登着手以微信为载体进行泛会员管理，打造线上线下会员营销闭环，2017 年其会员总量超过 770 万。2018 年，波司登广告投入 5 亿元，通过中央人民广播电台、湖南卫视、分众传媒、微信、微博、小红书、抖音、知乎、今日头条等立体式的广告投入，更好地触达了年轻化消费者。

## 渠道层面：线上深化，线下升级

渠道结构方面，一直以来，波司登羽绒服的销售渠道主要通过自营及第三方经销商经营的专卖店和寄售网点。波司登的渠道建设有两大趋势：线上渠道优化与线下渠道升级。

### (1) 线上渠道优化

1. 组合布局，加强线上渠道战略合作。波司登与天猫建立超 V 合作关系，与唯品会建立战略合作关系，关闭小规模线上渠道、聚焦主流线上渠道。2018 财年，公司实现电商销售额 20.1 亿元，其中羽绒服品类线上销售额 11.35 亿，波司登主品牌电商增速约为 70% 左右，远高于其线下销售增速和其他服装品牌的线上销售增速。波司登准确把握大促节点，取得优异成绩：2018 年天猫双 11 全球狂欢节波司登品牌成交金额 4.14 亿 (+98%)，天猫双 12 年终盛典成交金额 3.3 亿 (+200%)，天猫年货节成交金额 1.51 亿 (+169%)，唯品会周年庆成交金额 1.3 亿 (+335%)。

2. 多种方式提升流量热度，品类排名大幅上升。波司登通过央视、湖南卫视等广告投入、结合线下品牌公关事件，并在核心城市开设旗舰店，线上线下互相导流，大幅提升波



司登品牌的关注度和线上的流量热度,2018 年会员数增长达 400 万。在双 11、双 12 的销售排名中,波司登排名大幅上升,超过大部分四季优秀品牌的销售额。双十一期间,女装品牌排名上升到第 4,男装品牌上升到第 8;双十二期间,男女装品牌排名均上升至第 2。

图 25: 波司登品牌双 11 和双 12 排名情况



资料来源: 天猫, 中信证券研究部

3. 产品不断升级,在中高价位区间优势显著。随着波司登产品升级,价格区间不断提升,从天猫销售的情况来看,波司登高端产品的占比在波司登产品结构中的占比、在行业高端产品的销售占比均明显提升。从 2017 年冬季(10 月-2 月)到 2018 年冬季(10 月-2 月),波司登女装 1800 元以上高端产品的销售额占比从 4.6%提升到 21.6%,波司登女装高端产品占行业比例从 7.6%提升到 36%;波司登男装 1800 元以上高端产品的销售额占比从 4.16%提升到 15.42%,波司登男装高端产品占行业比例从 16.4%提升到 38.8%。以 GoreTex 高端户外系列为例,线上售罄率达 90%以上。波司登高端产品在线上的优异表现,充分说明波司登重塑的产品形象、品牌定位已被年轻、时尚、高端消费群体所认同。

图 26: 波司登天猫女装销售价格位分布

价位段	2017年10月-2018年2月								2018年10月-2019年2月							
	女装羽绒行业				波司登女装				女装羽绒行业				波司登女装			
	销量件数	销量占比	销售金额	金额占比	销量件数	销量占比	销售金额	金额占比	销量件数	销量占比	销售金额	金额占比	销量件数	销量占比	销售金额	金额占比
0-1000元	1566.6万件	94.03%	67.45亿	82.28%	67.6万件	81.37%	3.21亿	59.53%	1469.7万件	90.25%	73.91亿	76.27%	66万件	65.67%	3.70亿	41.07%
1001-1800元	85.3万件	5.12%	11.24亿	13.71%	14.3万件	17.12%	1.94亿	35.90%	134.9万件	8.28%	17.57亿	18.14%	25.4万件	25.27%	3.36亿	37.29%
1800元以上	14.2万件	0.85%	3.29亿	4.01%	1.2万件	1.51%	0.25亿	4.57%	23.9万件	1.47%	5.4亿	5.59%	9.1万件	9.06%	1.95亿	21.64%
总计	1666.1万件	100.00%	81.98亿	100.00%	83.1万件	100.00%	5.40亿	100.00%	1628.5万件	100.00%	96.88亿	100.00%	100.5万件	100.00%	9.01亿	100.00%

资料来源: 天猫, 中信证券研究部

图 27：波司登男装女装销售价格分布

价位段	2017年10月-2018年2月								2018年10月-2019年2月							
	男装羽绒行业-2017				波司登男装-2017				男装羽绒行业-2018				波司登男装-2018			
	销量件数	销量占比	销售金额	金额占比	销量件数	销量占比	销售金额	金额占比	销量件数	销量占比	销售金额	金额占比	销量件数	销量占比	销售金额	金额占比
0-1000元	1763.1万件	97.29%	77.55亿	91.80%	76.9万件	88.09%	3.92亿	72.79%	1837.7万件	94.44%	83.44亿	84.58%	71.6万件	72.77%	4.04亿	50.09%
1001-1800元	43.2万件	2.38%	5.6亿	6.62%	9.3万件	10.65%	1.24亿	23.05%	94.2万件	4.84%	12亿	12.17%	21.1万件	21.44%	2.76亿	34.49%
1800元以上	5.9万件	0.33%	1.34亿	1.58%	1.1万件	1.26%	0.22亿	4.16%	13.8万件	0.72%	3.2亿	3.25%	5.7万件	5.79%	1.24亿	15.42%
总计	1812.2万件	100.00%	84.49亿	100.00%	87.3万件	100.00%	5.38亿	100.00%	1945.8万件	100.00%	98.66亿	100.00%	98.4万件	100.00%	8.04亿	100.00%

资料来源：天猫，中信证券研究部

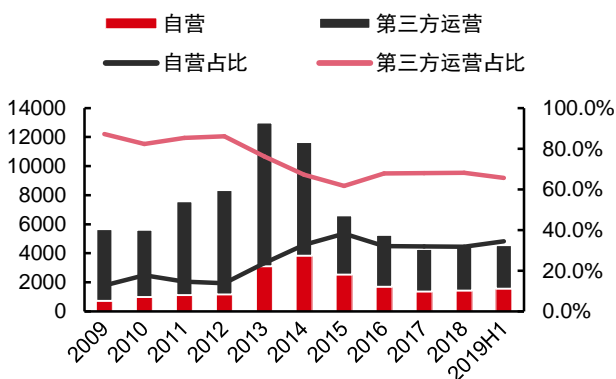
(2) 线下渠道升级：波司登持续进行线下网络的优化，总体数量减少但店铺质量大幅提升。选址方面，对于三四线城市新增拓展，对于小体量一二线城市持续加密，对于饱和市场则通过“开、关、转”优化结构，严控渠道与品牌定位的匹配性。同时，为了提升对于终端零售的把控力，在终端网点数量不断优化减少的同时，单店销售效率更高的自营网点的数量持续增加。可以看到，受益于自营网点比例的增加及自营网点的销售效率的提升，波司登羽绒服业务的单店销售效率提升已经初见成效，达到历史最优水平。

表 6：公司整体网点结构（2014-2018）

	2014	2015	2016	2017	2018
公司整体网点数量	12815	7682	6110	5070	5365
专卖店数量	5767	3671	2786	2913	3184
专卖店-自营	649	517	380	587	693
专卖店-第三方	5118	3154	2406	2326	2491
寄售店数量	7048	4011	3324	2157	2181
寄售店-自营	3624	2401	1663	1171	1267
寄售店-第三方	3424	1610	1661	986	914

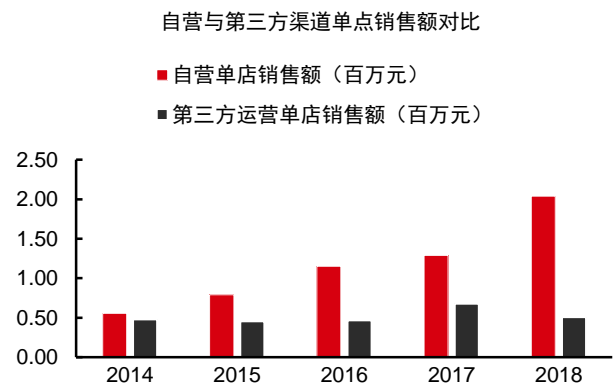
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 28：波司登自营及第三方运营门店数量及占比



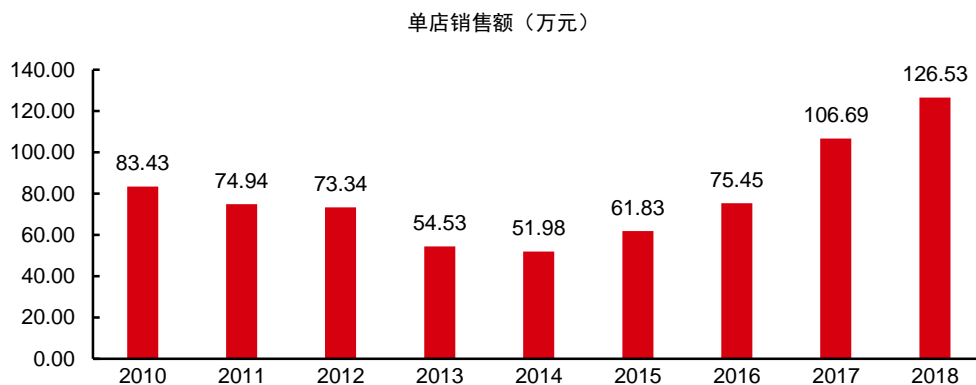
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 29：波司登羽绒服业务自营及第三方单店销售额



资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 30: 波司登羽绒服渠道单店销售额



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

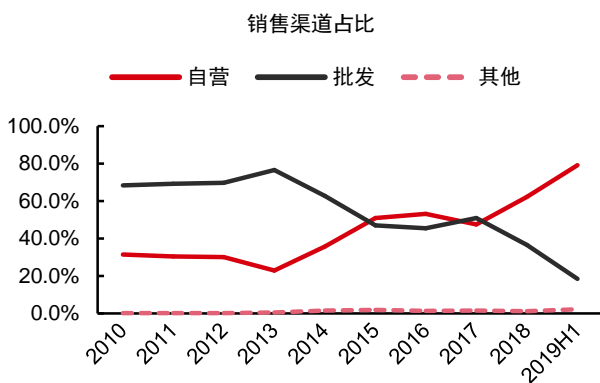
全新装修门店, 从视觉层面刷新消费者认知。波司登通过旗舰店建设、快闪店布局和主题店新品造势等手段, 从线下实体的视觉层面刷新消费者对于品牌的认知。

一方面, 波司登对标高端品牌, 深耕旗舰店建设, 位于伦敦、北京、上海、天津、成都等核心城市旗舰店更新升级后, 不仅帮助品牌树立良好形象, 还产生了可观的营收: 2018年10月上海南京东路旗舰店重新装修开张, 元旦三天销售额达1000万, 年度单店销售额过亿; 北京西单旗舰店元旦三天销售额500万, 年度单店销售额6000万, 超越历史同期最高水平; 10月下旬, 天津旗舰店开业三天销售额即达215万, 10月下旬至年底销售额达2500万; 11月, 成都旗舰店开业两天销售额达168万, 11月至年底销售额达3000万。

另一方面, 2018年冬季, 波司登快闪店登陆上海、苏州、石家庄、武汉等地, 并给予一定程度线下折扣, 向消费者呈现了时尚化的崭新品牌形象。上海五角场万达快闪店两个月销售额约1000万, 苏州中心快闪店一个月销售额300万。

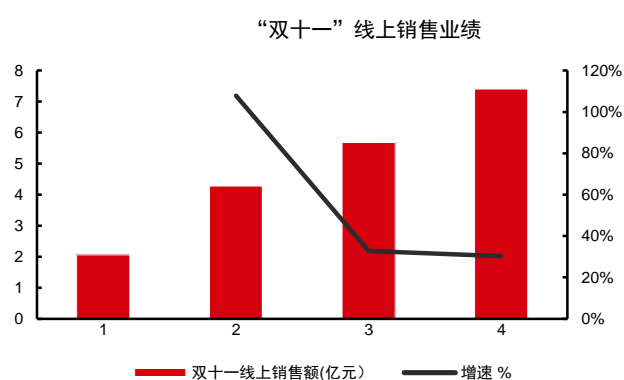
此外, 跟随合作系列新品的推出, 波司登配合线下主题店造势, 如2016年终端渠道搭配迪士尼合作款推出大量“场景化”布置的迪士尼主题店铺。

图 31: 波司登羽绒服业务渠道分布情况



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 32: 波司登双十一线上销售业绩



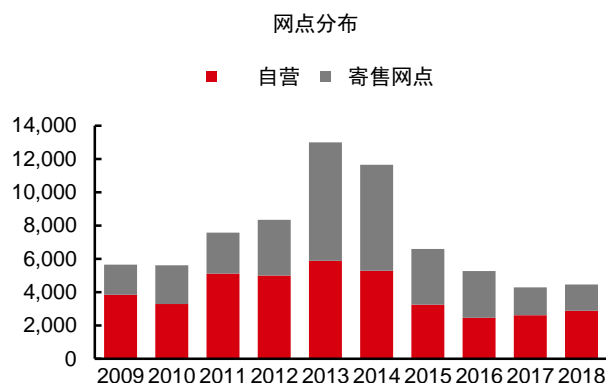
资料来源: 公司公告, 公司官网, 中信证券研究部

图 33: 波司登上海五角场快闪店



资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

图 34: 波司登羽绒服产品销售网点分布情况



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 35: 波司登迪士尼主题店铺



资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

图 36: 波司登上海南京东路旗舰店



资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

## 管理层面：股权激励吸引核心人才

2018 财年，波司登继续向公司管理层、技术骨干合计 55 人授予了奖励股份 8060 万股及购股权 8060 万股，占各公司已发行股份的比率约 0.75%。其中荣获股权激励的核心管理层为黄巧莲女士，为公司设计开发中心总经理，负责羽绒服流行趋势的专题研究并发布流行趋势以及高端羽绒服的产品设计，在时尚界拥有超过 20 年的经验。此次股权激励计划的设置，亦从侧面体现出公司的战略导向，即品牌的“时尚化”升级与重塑。

## 中国羽绒服市场概览：增长潜力与品牌格局

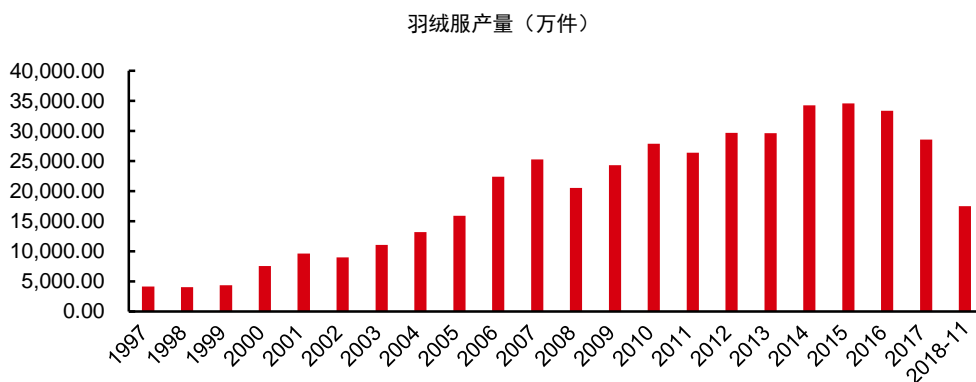
### 强劲需求奠定市场增长潜力

综合来看，我国羽绒服市场广阔，需求端受到普及率提升及消费升级驱动，供给端享受原材料资源优势。(1) 需求端：我国 14 亿人口基数奠定了需求的基础，同时，我国国土南北维度跨度较广，大部分位于北温带区域，因此大部分地区在冬季气温较低，存在对于羽绒服的日常需求。根据中国产业调研网的《中国羽绒行业发展监测分析与市场前景预

测报告（2016-2020 年）》，我国的羽绒服普及率不足 10%，远低于日本、欧美等国家的 30%-70%，仍是一个尚未充分挖掘的市场，需求端潜力巨大。（2）供给端：我国是羽绒产出大国，占到了世界羽绒供应的 60%-70%。

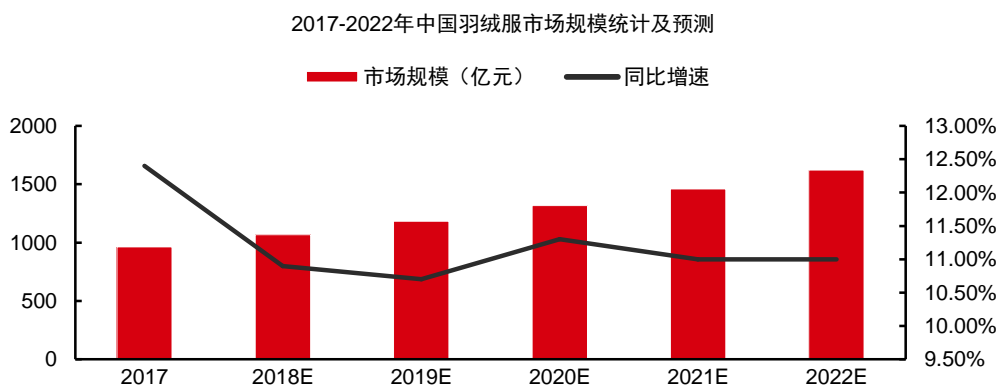
2018 年前 11 个月，我国羽绒服累计产量 1.75 亿件，处于历史高位。据中国服装协会羽绒专业委员会提供的数据显示，2017 年中国羽绒服市场规模为 963 亿，2018 年中国羽绒服市场规模将达 1068 亿，同比增长 10.86%。至 2022 年，中国羽绒服市场将达到 1621 亿，平均增长率 10%以上，高于服装行业整体增速。受到气候变化和需求波动，年份之间存在一定的波动性：比如，2007 年冬季我国南方的寒潮天气、2010 年初及 2015 年末我国北方的大范围强降雪天气，均造成了羽绒服产量的大幅增长。而 2001 年末至 2002 年初的大范围暖冬则也导致当年羽绒服产量的下滑。

图 37：我国羽绒服产量



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 38：我国羽绒服市场规模



资料来源：中国服装协会，中信证券研究部

表 7：部分国家 Jackets and Coats 人均消费数据对比（单位均为美元）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
中国，纬度区间，北纬 3 度 52 分—北纬 53 度 33 分														
人均消费	6.8	7.3	7.9	8.4	8.9	9.7	10.6	11.8	12.8	13.6	14.2	14.9	15.5	16.3
人均 GDP	1509	1753	2099	2695	3471	3838	4561	5634	6338	7078	7684	8069	8117	8827
日本，大致纬度区间：北纬 30 度到北纬 44 度														



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
人均消费	37.1	37.1	38.5	38.9	36.5	32.9	32.6	31.2	31.9	32.3	32.7	31.9	31.7	31.6
人均 GDP	37689	37218	35434	35275	39339	40855	44508	48168	48603	40454	38109	34568	38972	38430
韩国, 大致纬度区间: 北纬 34 度到 38 度														
人均消费	60.8	57.6	56.5	54.4	47.0	44.9	47.1	48.7	49.9	50.7	51.6	52.4	53.7	54.9
人均 GDP	15908	18640	20888	23061	20431	18292	22087	24080	24359	25890	27811	27105	27608	29743
法国, 大致纬度区间: 北纬 43 度到北纬 51 度														
人均消费	63.4	63.4	62.9	63.0	60.2	57.5	56.6	55.6	54.0	55.3	54.2	53.5	51.7	50.9
人均 GDP	33875	34880	36545	41601	45413	41631	40703	43810	40875	42593	43009	36613	36870	38484
美国, 大致纬度区间: 北纬 25 度到北纬 49 度														
人均消费	71.9	77.0	78.0	76.6	68.8	65.2	69.6	65.6	64.3	61.1	63.8	65.9	63.2	62.0
人均 GDP	41,648	44,044	46,231	47,902	48,311	47,028	48,396	49,811	51,541	53,046	54,976	56,753	57,860	59,880

资料来源: Euromonitor, WIND, 中信证券研究部

**御寒衣物消费模型: 与经济发展水平和气候密切相关。**我们选取中国、日本、韩国、法国和美国等国家作为案例, 综合考虑人均 GDP、所处纬度和御寒类衣物 Jackets and Coats 消费的相关关系, 得出以下结论: 1) 御寒类衣物消费与气候密切相关。日本和法国 2004-2017 年的人均 GDP 水平接近, 但法国纬度高于日本、平均气温相对较低, 人均御寒类衣物消费支出 50-60 美元, 高于日本人均 30-40 美元。2) 中国御寒类衣物消费远低于以上可比国家。2004-2017 年, 中国御寒类衣物人均消费从 6.8 美元增长到 16.3 美元, 随着人均 GDP 的增长而持续增长, 但仍显著低于日本、韩国、法国、美国等国家。3) 发达国家御寒衣物消费与人均 GDP 不再具有显著相关关系。日本、韩国、法国、美国人均御寒衣物消费与人均 GDP 变化并无明显的相关关系, 表明经济发展达到一定程度后, 御寒衣物需求得到满足, 相关消费市场达到瓶颈。

**中国御寒类衣物仍有较大成长空间。**考虑到中国领土南端至南沙群岛, 人口较为稀疏, 多数人口居住在北纬 20 度—53 度之间, 总体气候条件与美国类似, 和日本、韩国、法国纬度均存在重叠。考虑到目前人均 GDP 仍和以上国家存在巨大的差距, 预计随着经济增长, 人均御寒类衣物消费仍有巨大成长空间。而羽绒服是御寒类衣物中的最重要品类, 具备成长高确定性。

## 中国羽绒服市场的品牌格局

波司登曾在我国羽绒服市场中占据四成的份额, 但随着我国市场多元化和开放程度的提升, 国际品牌逐渐进入中国市场, 逐渐形成国产羽绒服品牌、快时尚品牌、运动休闲品牌和世界羽绒服奢侈品牌的品牌矩阵, 市场集中度趋于分散。以销售额计算, 2018 年波司登旗下各羽绒服品牌在我国羽绒服市场份额占比合计约 5%-6%, 排名领先。

图 39: 我国羽绒服市场品牌格局



资料来源: 各公司官网, 中信证券研究部

表 8: 国产羽绒服十大品牌排行

排名	1999-2007	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	波司登	波司登	波司登	波司登	波司登	波司登	波司登
2	雪中飞	雪中飞	雪中飞	雪中飞	雪中飞	雪中飞	鸭鸭
3	鸭鸭	鸭鸭	鸭鸭	鸭鸭	鸭鸭	鸭鸭	雪中飞
4	坦博尔	坦博尔	坦博尔	坦博尔	坦博尔	坦博尔	雅鹿
5	康博	雪伦	康博	雅鹿	雅鹿	雅鹿	雪伦
6	杰奥	杰奥	杰奥	杰奥	杰奥	康博	杰奥
7	雪伦	康博	艾莱依	雪伦	康博	杰奥	康博
8	雅鹿	雅鹿	雅鹿	康博	雪伦	雪伦	坦博尔
9	冰洁	冰洁	冰洁	冰洁	艾莱依	艾莱依	冰洁
10	艾莱依	大羽	大羽	艾莱依	冰洁	冰洁	大羽

资料来源: 中国品牌网、乐研研究、中信证券研究部

### “高端分流”与“四季延伸”: 国际品牌重塑我国羽绒服市场竞争环境

目前在国内市场, 波司登面临的竞争主要来自三个层面: (1) 以加拿大鹅、法国/意大利奢侈品牌 Moncler (创立于法国, 总部位于意大利) 为代表的国际高端羽绒服品牌, 以其产品的时尚性受到消费者热捧。两个品牌均十分看重中国市场, 2012 年 Moncler 就已在 中国开设官方旗舰店, 目前 Moncler 已经在北京, 上海, 深圳、成都、重庆等 11 个城市拥有专卖店。加拿大鹅开始中国业务较晚, 近两年正在加紧在中国落地的步伐: 2018 年开始, Canada Goose 在北京三里屯与香港 IFC 开设旗舰店, 并通过与天猫合作开展电商业务。(2) 以 Adidas、NIKE、安踏为代表的“四季化”休闲运动品牌的羽绒服产品, 以其运动属性受到消费者信任。以近年来发展迅猛的国产品牌安踏为例, 凭借其品牌知名度、消费者信任度和强大的线上线下渠道布局, 亦在羽绒服市场分一杯羹: 安踏定位年轻人喜爱的体育运动品牌, 旗下包括安踏、FILA 等子品牌, 安踏在全国拥有 10000+家门店, 羽绒服价位段涵盖 400 元-2000 元的区间, FILA 在全国拥有 1000+家门店, 羽绒服价位段涵盖 1000 元-4900 元区间。此外, 安踏线上渠道较为成熟, 2018 年双十一实现总销售额 11.32 亿元, 位列运动户外品类国产品牌第一。(3) 以优衣库、Zara、HM、Only 等为代表的“四季化”快时尚品牌进入羽绒服市场, 抢占羽绒服市场份额。

仔细分析这三个层面的竞争品牌，加拿大鹅、Moncler 目前价位段仍高于波司登，而“四季化”拓展的休闲运动及快时尚品牌的羽绒服产品与波司登价格重叠度较高：波司登的产品价位区间为 399 元-4000 元，加拿大鹅的价格区间大致为 8000-12000 元，Moncler 的价格区间大致为 4000 元-10000 元，休闲运动及快时尚品牌羽绒服的价格区间大致为 500 元-5000 元。

**加拿大鹅和 Moncler 实质帮助培育了市场。**加拿大鹅和 Moncler 让消费者意识到羽绒服的时尚性，也对羽绒服的功能性提出更高的要求，培育了高端羽绒服消费市场。另一方面，奢侈品牌羽绒服的定价也为波司登产品的议价能力提高了天花板。

图 40：加拿大鹅羽绒服



资料来源：天猫，京东，中信证券研究部

图 41：法国-意大利品牌 Moncler 羽绒服



资料来源：天猫，京东，中信证券研究部

图 42：优衣库羽绒服



资料来源：天猫，京东，中信证券研究部

图 43：Zara 羽绒服



资料来源：天猫，京东，中信证券研究部

图 44: TheNorthFace 羽绒服



资料来源: 天猫, 京东, 中信证券研究部

图 45: Adidas 羽绒服



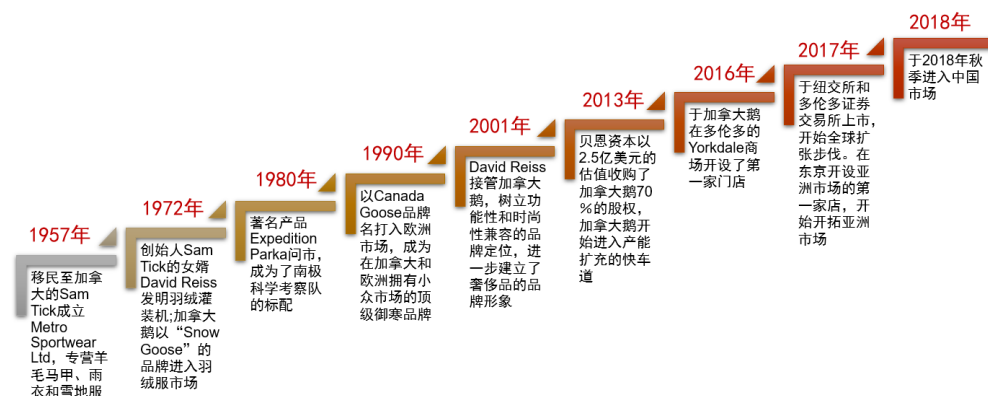
资料来源: 天猫, 京东, 中信证券研究部

## 功能与时尚并举：加拿大鹅的发展之路

Canada Goose 成立于 1957 年, 经过 60 余年的发展, 由专营羊毛马甲、雨衣、雪地服的制造商发展成为包含男装、女装、童装系列的世界性高端羽绒服品牌。在此后的很长时间里, Canada Goose 基本面向科考和户外探险市场, 上世纪 90 年代开始才逐渐进入大众消费者的视野, 树立了自身功能性与时尚性并举的奢侈品羽绒服地位。

在世界范围内的奢侈品牌纷纷将生产转入劳动力成本较低的发展中国家的趋势下, 加拿大鹅深谙羽绒服本质“功能性”和生产加工“专业性”对于羽绒服品类的重要性, 以“我们无与伦比的手工艺定义了什么是加拿大奢侈品”为口号, 加拿大鹅坚持加拿大“本土原产”。2013 年贝恩资本入股以来, 公司不断扩张其在加拿大的产能, 目前已拥有 5 个自有工厂和 34 个签约厂商。“Made in Canada”的战略成功塑造高质量工艺的品牌形象, 与羽绒服市场其他品牌形成差异化竞争。

图 46: 加拿大鹅发展历程

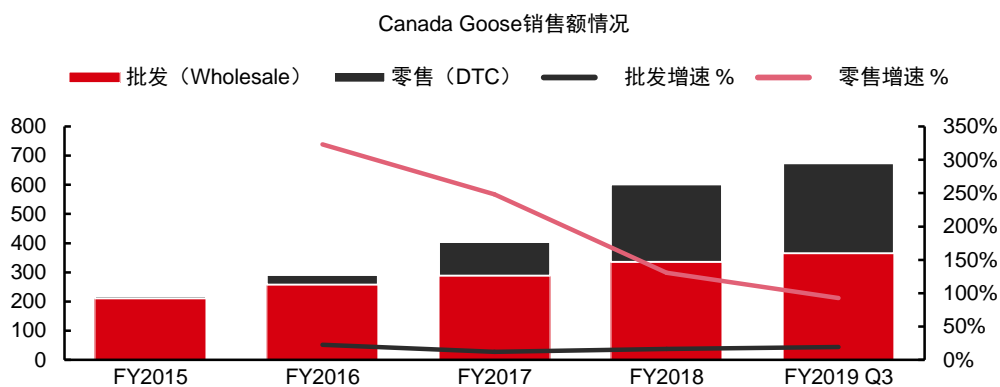


资料来源: 公司官网, 公司公告, 新浪财经, 中信证券研究部

2018 财年全年，加拿大鹅营收达 5.91 亿加元（合约 30 亿人民币），覆盖全球 38 个国家，拥有 2200 余个销售点，12 个线上销售渠道，7 家自营零售店。截至 2019 财年 Q3（2018 年 3 月-12 月），加拿大鹅实现营收 6.74 亿加元（合约 34 亿人民币），同比实现 45% 的高增长。

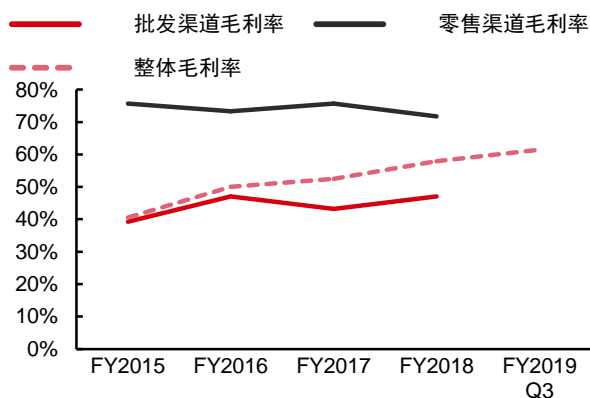
从销售渠道来看，2015 年开始，加拿大鹅逐步加强面向消费者的零售渠道，零售渠道销售额连年多倍增长，截至 2019 财年 Q3 已占据销售额的 46%。相比于批发渠道，加拿大鹅在零售渠道拥较强的议价能力，并且随着品牌形象的进一步稳固，零售渠道的主动权进一步提升。一直以来，零售渠道毛利率相较于批发渠道高 20+个百分点。受益于零售渠道的高速发展，公司整体毛利率有显著提升，盈利能力显著增强。截至 2019 财年 Q3，毛利率提升至 61.5%，净利率提升至 20%。

图 47：加拿大鹅销售渠道



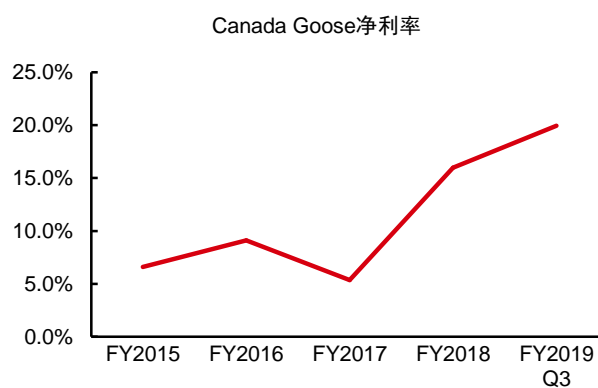
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 48：加拿大鹅毛利率情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 49：加拿大鹅净利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部



## ■ 波司登 VS 加拿大鹅：国产大牌的机遇所在

随着波司登羽绒服开始注重品牌时尚性和年轻化，虽然距离加拿大鹅高端奢侈品的价格定位尚有距离，但从功能上和外观上，波司登的高端户外系列已足以和加拿大鹅系列产品一决高下，这为波司登在高端产品竞争中带来巨大的机遇：

(1) 从羽绒来看，波司登含绒量和蓬松度性能高于加拿大鹅的产品。(2) 从面料来看，波司登户外高端系列与“世界之布”Gore-Tex 合作，而加拿大鹅选择杜邦的 Arctic Tech 面料，均具有较好的防风、防水和耐磨性。(3) 波司登的户外高端系列在拉链选取、充绒工艺等方面均有较为独到的设计和选取，加拿大鹅则在款型设计和帽兜的设计上有自身的独特调性。

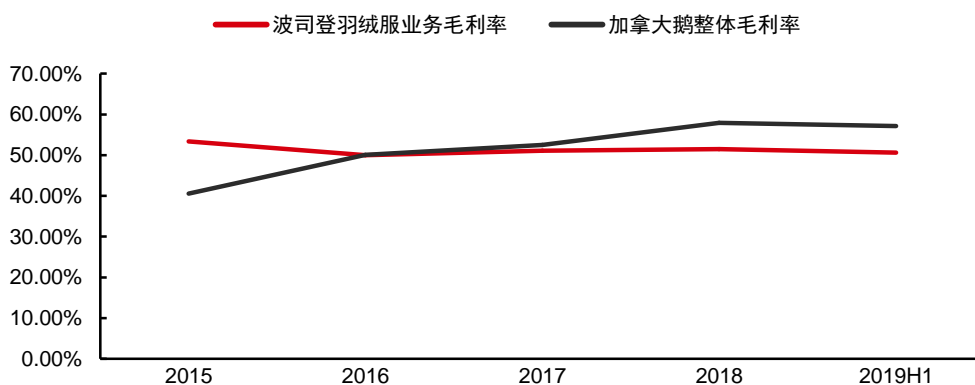
表 9：波司登 Gore-Tex 户外高端系列与加拿大鹅系列比较

	波司登 Gore-Tex 户外高端系列	加拿大鹅 Expedition	加拿大鹅 Chilliwack
价格	3999 元	9600 元	7400 元
羽绒来源	90%高品质白鹅绒，欧洲进口 5A 级羽绒	80%白鸭绒	80%白鸭绒，羽绒产地北美
蓬松度	800+	625+	625+
面料	Core Windstopper 防风透气薄膜面料、经过拨水表面层面料处理 (DWR)	Arctic Tech 面料技术 (抗水、抗风、保暖)、羊毛衬里、PTFE 薄膜	Arctic Tech 面料技术 (抗水、抗风、保暖)、羊毛衬里、PTFE 薄膜
其他性能	蓄热里布 (红外线内里)、YKK 防水拉链、RECCO 雪地搜救反射器、分格充绒、锁边工艺、零下 30 度极寒测试、8 级防风	最初为南极洲麦克默多科考站的科学家设计，极限抗寒级产品 (零下 30 度极寒测试)、YKK 普通拉链	最初为加拿大北部战后无人区飞行员设计，基础级保暖产品 (-20 度)、双向洞式兜帽 (强风环境)
评价	2019 年度户外装备大奖	加拿大鹅最受欢迎的款式之一	加拿大鹅最受欢迎的款式之一

资料来源：公司官网，天猫，中信证券研究部

加拿大鹅近年来毛利率提升较快，在 2016 年后超过波司登，波司登羽绒服业务毛利率整体平稳。从两者毛利率背后的驱动因素来看，加拿大鹅的毛利率提升主要受益于渠道结构的转变，零售渠道占比的提升助推了公司整体毛利率的上升，其本质是产品在零售渠道面向消费者的品牌议价能力；而波司登未来毛利率的提升，将主要受到产品升级战略以及品牌力提升的推动。从波司登的产品品质和目前品牌营销热度来看，波司登目前的产品和品牌有望充分支撑其产品高端化之路，未来毛利率仍有一定上升空间。

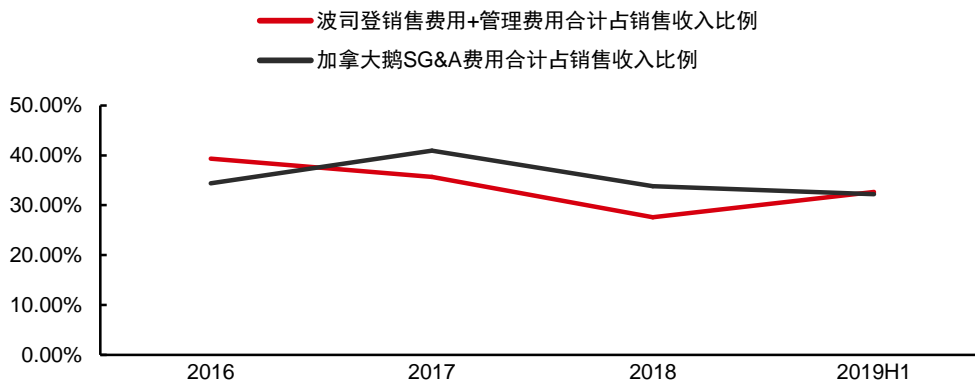
图 50: 波司登羽绒服与加拿大鹅毛利率对比 (2015-2019H1 财年)



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

从费用率方面来看, 加拿大鹅和波司登的营销及管理费用投入均较为稳定, 波司登的费用率略低于加拿大鹅。加拿大鹅在我国市场的火爆得益于近年来借助明星、名人、电影的曝光率, 一方面植入影视的幕前幕后: 如其多款派克大衣出现在《X 战警 2》《麦吉的计划》《海边的曼彻斯特》等电影中, 支持《幽灵党》等电影的拍摄等。另一方面, 马云、周冬雨、井柏然、郑爽等众多明星和名人的青睐也助推了加拿大鹅在中国的品牌知名度提升。加拿大鹅在营销中十分注重自身专业御寒性能的形象, 在加拿大鹅专卖店中零下 33 摄氏度试衣间“Cold Room”的设置, 让消费者亲身体验其产品的保暖性能。

图 51: 波司登羽绒服与加拿大鹅营销管理费率对比 (2015-2019H1 财年)



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 52: 加拿大鹅明星“带货”效应



资料来源: 搜狐时尚, 中信证券研究部

图 53: 加拿大鹅“Cold Room”试衣间



资料来源: 搜狐时尚, 中信证券研究部

比较来看, 波司登近年来在营销层面亮点颇多: 明星加持、年轻化渠道、赞助节目、联名合作等等。波司登作为国产品牌, 在营销层面逐渐深入到消费者日常生活的方方面面, 逐渐重建起“中国羽皇”的品牌和“二次创业”下时尚化、年轻化的品牌形象。

## ■ 风险因素

气候变暖的风险; 公司未能及时把握时尚潮流设计趋势的风险; 原材料价格上涨的风险; 行业竞争加剧的风险等。

## ■ 相关研究

安踏体育(02020.HK)跟踪点评—辨析看空三质疑, 2019 增长确定性仍在 (2019-06-02)

安踏体育 (02020.HK) 深度跟踪报告—安踏收购 Amer, 从优秀到卓越的起点 (2018-12-09)

**利润表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,882	8,946	10,089	11,793	13,887
营业成本	(3,653)	(4,762)	(5,051)	(5,785)	(6,773)
毛利率	46.92%	46.78%	49.94%	50.94%	51.23%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(1,951)	(2,452)	(2,875)	(3,361)	(3,958)
营业费用率	28.35%	27.40%	28.50%	28.50%	28.50%
管理费用	(609)	(630)	(807)	(967)	(1,139)
管理费用率	8.85%	7.04%	8.00%	8.20%	8.20%
财务费用	(68)	(35)	(66)	(64)	(53)
财务费用率	0.99%	0.39%	0.65%	0.54%	0.38%
投资收益	(19)	0	(2)	(7)	(3)
营业利润	582	903	1,218	1,539	1,892
营业利润率	8.45%	10.09%	12.08%	13.05%	13.62%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	(9)	(14)	(10)	(10)	(10)
利润总额	573	888	1,208	1,529	1,882
所得税	(204)	(249)	(338)	(428)	(527)
所得税率	35.57%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
少数股东损益	(23)	24	26	33	41
归属于母公司股东的净利润	392	615	844	1,068	1,314
净利率	5.69%	6.88%	8.37%	9.05%	9.46%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,835	1,794	2,522	2,948	3,472
存货	1,437	1,455	1,414	1,562	1,761
应收账款	1,890	2,020	2,220	2,594	3,055
其他流动资产	4,322	5,690	5,690	5,690	5,690
流动资产	10,483	10,959	11,846	12,795	13,978
固定资产	819	885	1,001	1,118	1,234
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	1,481	1,897	1,763	1,629	1,495
其他长期资产	1,336	703	703	703	703
非流动资产	3,636	3,485	3,467	3,449	3,431
资产总计	14,118	14,443	15,313	16,244	17,409
短期借款	2,985	2,338	2,884	2,941	3,020
应付账款	1,225	1,773	1,768	2,025	2,370
其他流动负债	173	226	226	226	226
流动负债	4,383	4,337	4,878	5,192	5,617
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	380	323	323	323	323
非流动性负债	380	323	323	323	323
负债合计	4,763	4,660	5,201	5,515	5,940
股本	9,176	9,596	9,898	10,482	11,182
其他	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	9,176	9,596	9,898	10,482	11,182
少数股东权益	179	187	213	246	287
股东权益合计	9,355	9,783	10,112	10,728	11,469
负债股东权益总计	14,118	14,443	15,313	16,244	17,409

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	573	888	1,208	1,529	1,882
所得税支出	-204	-249	-338	-428	-527
折旧和摊销	174	195	64	64	64
营运资金的变化	-557	-120	-164	-266	-314
其他经营现金流	1,123	318	137	141	126
经营现金流合计	1,109	1,033	907	1,040	1,231
资本支出	-62	-117	-116	-116	-116
投资收益	-19	0	-2	-7	-3
其他投资现金流	-400	152	0	0	0
投资现金流合计	-1,577	-1,864	-118	-123	-119
权益变动	0	0	100	100	100
负债变化	821	-523	546	57	79
股利支出	-290	-198	-641	-584	-714
其他融资现金流	-263	537	-66	-64	-53
融资现金流合计	266	-183	-61	-491	-588
现金及现金等价物净增加额	-188	-1,041	728	426	524

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	17.78%	29.99%	12.77%	16.89%	17.76%
营业利润增长率	41.57%	55.12%	35.00%	26.30%	22.94%
净利润增长率	39.48%	57.07%	37.13%	26.52%	23.09%
毛利率	46.92%	46.78%	49.94%	50.94%	51.23%
EBITDA Margin	4.27%	5.89%	4.99%	5.43%	5.75%
净利率	5.69%	6.88%	8.37%	9.05%	9.46%
净资产收益率	4.27%	6.41%	8.53%	10.19%	11.75%
总资产收益率	2.78%	4.26%	5.51%	6.57%	7.55%
资产负债率	34%	32%	34%	34%	34%
所得税率	35.57%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
股利支付率	27.28%	104.20%	69.19%	66.89%	80.09%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。