

买入 (维持)

3998.HK 波司登

港股通 (沪、深)

目标价: 4.48 港元

现价: 3.93 港元

羽绒服量价齐升, “双十一” 战绩亮眼

2019年11月14日

预期升幅: 13.8%

主要财务指标

市场数据

日期	20191114
收盘价(港元)	3.94
总股本(亿股)	108.2
总市值(亿港元)	426.3
净资产(亿元)	9.9
总资产(亿元)	15.1
每股净资产(元)	0.13

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

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

● “双十一” 波司登羽绒服表现亮眼, 相较天猫双十一交易额按年增长 26%。数据显示, 波司登天猫旗舰店 7 分钟销售破亿, 78 分钟超 18 年全天销售额, 24 小时内进店人数超 570 万, 客单价较去年同期增长约 20%。从消费者结构、产品结构及渠道结构来看均有较大变化: 首先, 从消费者结构来看: 消费人群呈年轻化趋势, 其中 18-34 岁购买人数同比提升 50%; 新会员数量增加, 且老会员粘性增强, 且双 11 期间新增会员 50 万人, 会员数提升 100%, 会员同比复购人数提升 93%; 高品质会员增长突出, 天猫 88VIP 购买人数同比提升 80%, 且一二线购买消费者同比提升 54%。其次, 从产品结构来看: 消费潮流和奢华人群购买人数提升, 奢华、潮流人群同比提升 70%; 设计师系列销售占比提升: 设计师系列销售同比增幅 1139%, 占比同比提升 684%。此外, 从渠道结构来看: 公司充分利用线上电商渠道打通销售, “双十一” 全天波司登单品牌全渠道销售额突破 10 亿元, 其中天猫旗舰店销售额 6.5 亿元, 同比增长 58%。O2O 订单占比提升, O2O 发货订单占比同比提升 77%。

● 销量及客单价并未受暖冬影响反而提升。本财年内, 公司先后推出售价 1000-1800 元的中端极寒系列产品及售价 5800-11800 元的高端登峰系列产品。从“双十一” 天猫数据来看, 高客单在店铺占比提升, 高客单商品 (1800 元以上) 销售额同比提升 147%, 占比同比提升 56%。亮眼的成绩单与集团成功的战略转型分不开。通过品牌重塑、产品创新、品质升级和渠道优化等多方面持续不断的提升, 波司登打造了符合消费者需求的产品。

● 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%; 净利润分别为 13.2 亿元, 同比+24.9%, 上调目标价至 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

- “双十一”波司登羽绒服表现亮眼，相较天猫双十一交易额按年增长26%。数据显示，波司登天猫旗舰店7分钟销售破亿，78分钟超18年全年销售额，24小时内进店人数超570万，客单价较去年同期增长约20%。

- 从消费者结构、产品结构及渠道结构来看均有较大变化：

首先，从消费者结构来看：消费人群呈年轻化趋势，其中18-34岁购买人数同比提升50%；新会员数量增加，且老会员粘性增强，且双11期间新增会员50万人，会员数提升100%，会员同比复购人数提升93%；高品质会员增长突出，天猫88VIP购买人数同比提升80%，且一二线购买消费者同比提升54%。

其次，从产品结构来看：消费潮流和奢华人群购买人数提升，奢华、潮流人群同比提升70%；设计师系列销售占比提升：设计师系列销售同比增幅1139%，占比同比提升684%。针对网上部分关于高端登峰系列产品下架的揣测，主要是因为两方面因素，第一，由于部分产品销售火爆，提前售罄；另外，根据公司的部署，由于限量版高端产品登峰系列并不参与天猫双十一打折活动，因此于双十一之前提前下架，并已于双十一结束后重新于天猫平台销售。

此外，从渠道结构来看：公司充分利用线上电商渠道打通销售，“双十一”全天波司登单品牌全渠道销售额突破10亿元，其中天猫旗舰店销售额6.5亿元，同比增长58%。O2O订单占比提升，O2O发货订单占比同比提升77%

- 销量及客单价并未受暖冬影响反而提升。本财年内，公司先后推出售价1000-1800元的中端极寒系列产品及售价5800-11800元的高端登峰系列产品。从“双十一”天猫数据来看，高客单在店铺占比提升，高客单商品（1800元以上）销售额同比提升147%，占比同比提升56%。亮眼的成绩单与集团成功的战略转型分不开。通过品牌重塑、产品创新、品质升级和渠道优化等多方面持续不断的提升，波司登打造了符合消费者需求的产品。

图1 男女装运动系列



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、设计师系列-米兰时装周款



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、设计师系列-杨幂代言



图 4、登峰系列 8848 款构造详解



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

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，公司聚焦羽绒服主营业务、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%；净利润分别为 13.2 亿元，同比+24.9%，上调目标价至 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

会计年度	单位:百万元			
	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

会计年度	单位:百万元			
	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

会计年度	单位:百万元			
	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
BPS(元)	0.09	0.12	0.16	0.21

会计年度	单位:百万元			
	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.xyjq.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、徽盟集团、日照裕廊股份有限公司、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。

除非另有说明，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。