

中信证券研究部



**冯重光**  
 首席纺织服装  
 分析师  
 S1010519040006

## 核心观点

我们近期对波司登上海和北京两地旗舰店进行走访调研，结果如下：**终端销售景气延续，新品系列丰富，时尚化、年轻化、国际化凸显，消费群体同样日趋年轻化，侧面验证公司整体经营靓丽。**

**上海南京东路旗舰店：新品销售火爆，业绩增势强劲。** 1) 门店简况：地理位置优越，客流量丰富，面积 2000 平米，单店销售过亿元。2) 产品组合：店内产品系列丰富，米兰、城市户外、泡芙、联名款、GoreTex 高端户外等系列，多种风格满足差异化需求。3) 门店销售额：2018 年门店销售额 1 亿元+，2019 年有望实现 1.2 亿元-1.4 亿元。4) 消费者画像：消费者年龄相较去年轻 5-10 岁，20 以下/20-30 岁客群占比提升。5) 库存管理：600+SKC，3000+SKU，售罄率 80%+，灵活的供应链管理推动销售高增。6) 折扣持续改善：今年折扣率 95 折，相比上年明显提高。

**北京西单旗舰店：品牌时尚年轻化，未来持续提价。** 1) 门店简况：波司登北京西单旗舰店地处西单大悦城商圈，流量优势明显，去年销售额 5500 万元，今年有望实现 7000 万-1 亿元。2) 门店销售额：上半年是销售淡季，销售额 1000 万元，11 月底至年前为销售旺季。3) 客单价持续提升：9 月以来客单价逐渐提升，预计从 9 月以前的 1000 元+客单价提升至 2000 元+，主因冬款价格高且新款无折扣。4) 连带率及转化率持续增长。5) 该店产品组合策略：在旺季逐步推出新品，未来计划上新的系列有“登峰造极”、“征服者”系列。6) 消费者画像：波司登定位国际一线轻奢品牌，顾客年龄年轻化，本店顾客中 25-40 岁占比高达 70%，品牌调性持续提升。

**以小见大，全年经营乐观，改善持续。** 从北上两地门店调研结果来看，波司登在整体消费放缓的背景下仍表现靓丽。公司渠道方面改善推进顺利，购物中心门店积极进驻，预计 2019 年底旗舰店数量将有望达到 22 家（目前 8 家），并且伴随产品丰富度提升仍有提价空间，未来增长确定性高。

**波司登举办全新“登峰系列”产品发布会，从设计、工艺、科技等方面挑战产品的功能极限。** 波司登全新登峰系列羽绒服选用北纬 43 度黄金羽绒带稀有鹅绒，95%含绒量与超 5A 级 1000 蓬松度，应用“世界之布”与航天级气凝胶保温材料，历经 489 道工序、217 次修改打磨，在设计、工艺、科技方面全面突破。

**2019 年双 11 波司登销售火爆，终端数据验证品牌高端化、时尚化、年轻化回归。** 1) 零售额：2019 年双 11 波司登全渠道零售额 10 亿元，同比增长 38%。天猫旗舰店零售额 6.5 亿元，同比增长 58%。2) 品牌羽绒服：2019 年双 11 波司登品牌羽绒服产品（雪中飞、冰洁等）全渠道零售额同比增长 49%，天猫旗舰店零售额同比增长 57.5%。3) 产品价格提升：2019 年双 11 波司登 1800 元以上的产品零售额同比增长 140%。4) 消费者年轻化：一二线城市顾客同比增长：2019 年双 11 波司登 18-34 岁群体购买人数同比增长 51%，一二线城市购买人数同比增长 54%。

**风险因素：**天气波动；未能及时把握时尚潮流趋势风险；原材料价格上涨的风险。

**投资建议：**维持 2020/2021/2022 财年 EPS 预测为 0.11/0.13/0.16 元，当前股价对应 2020/2021/2022 年 PE 为 31/27/22 倍，维持“买入”评级。考虑到目前已逐步进入到公司业务旺季，终端销售表现向好，建议积极配置以把握高成长机遇。

波司登	03998
评级	买入（维持）
当前价	3.87 港元
总股本	10,820 百万股
港股流通股本	10,820 百万股
52 周最高/最低价	4.42/1.28 港元
近 1 月绝对涨幅	7.20%
近 6 月绝对涨幅	96.82%
近 12 月绝对涨幅	203.89%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,946.41	10,474.26	11,792.64	13,886.87	16,871.31
营业收入增长率	29.99%	17.08%	12.59%	17.76%	21.49%
净利润(百万元)	615.48	981.32	1,197.57	1,441.15	1,737.01
净利润增长率	57.07%	59.44%	22.04%	20.34%	20.53%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.06	0.09	0.11	0.13	0.16
PE (x)	58	38	31	27	22

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 11 月 12 日收盘价，货币单位为人民币

## 目录

波司登上海旗舰店：管中窥豹，景气延续.....	1
产品巡礼：目前冬羽&秋羽陈列各半，米兰系列、城市户外、泡芙系列、高端户外销售火爆.....	1
核心数据透视门店运营：顾客年龄年轻化，折扣改善，提价延续.....	4
波司登北京旗舰店：品牌时尚年轻化，未来持续提价 .....	5
登峰系列：设计、工艺、科技全方位挑战极限 .....	7
波司登双 11：零售额破十亿，凸显品牌高端、时尚、年轻化 .....	11
风险因素 .....	11
投资建议 .....	11

## 插图目录

图 1: 波司登上海市南京东路旗舰店 .....	1
图 2: 波司登意大利米兰时装周“星空”系列 .....	2
图 3: 波司登上海南京东路旗舰店“星空”系列 .....	2
图 4: 杨幂代言波司登“城市户外”系列 .....	3
图 5: 杨幂代言波司登“泡芙”系列 .....	3
图 6: 波司登上海南京东路旗舰店“城市户外”系列 .....	3
图 7: 波司登上海南京东路旗舰店“泡芙”系列 .....	3
图 8: 波司登北京西单旗舰店 .....	5
图 9: 北京西单旗舰店漫威系列 IP 款 .....	6
图 10: 北京西单旗舰店米兰时装周“地表”系列 .....	6
图 11: 波司登“登峰系列”发布会现场 .....	7
图 12: 波司登“登峰系列”鹅绒的蓬松度 1000 .....	8
图 13: 波司登“登峰系列”含绒量 95%+ .....	8
图 14: 波司登“登峰系列”蜂巢立体充绒技术 .....	8
图 15: 波司登“登峰系列”采用“世界之布”GORE-TEX 面料 .....	8
图 16: 波司登“登峰系列”防水压胶剪裁工艺 .....	9
图 17: 波司登“登峰系列”“3 厘米 13 针”精密缝制技术 .....	9
图 18: 波司登“登峰系列”360°防风设计 .....	9
图 19: 波司登“登峰系列”Recco 生命探测仪技术 .....	9
图 20: “登峰”系列产品在全球旗舰店和线上同步进行发售 .....	10

## ■ 波司登上海旗舰店：管中窥豹，景气延续

**产品巡礼：目前冬羽&秋羽陈列各半，米兰系列、城市户外、泡芙系列、高端户外销售火爆**

**门店概括：**波司登南京东路旗舰店地理位置优越，客流量丰富，面积 2000 平米，单店销售超亿元。2019 年 10 月 25 日，我们在上海调研了波司登南京东路旗舰店（南京东路 463 号曼克顿广场 1-2 楼）。该店地处南京东路步行街核心地段，客流量优势显著，2018 年仅波司登单品牌就创造收入 1 亿元。该店共有两个楼层，一楼面积 800 平米，二楼面积 1200 平米，店铺总面积 2000 平米，门店年租金约 2500 万元。

图 1：波司登上海市南京东路旗舰店



资料来源：公司官网、中信证券研究部

**产品系列愈加丰富，多种风格满足差异化需求。**门店内的产品系列包括新上的“米兰”系列（包括“星空”、“极寒”、“地表”三个系列）、简约时尚的“城市户外”系列、颜色丰富的“泡芙”系列、与 IP 联名款的星战系列、漫威系列和迪士尼系列、“GoreTex”高端户外系列、秋季羽绒服系列及童装中的基础款和 IP 款系列。

**米兰时装周系列“星空”、“极寒”、“地表”销售火爆。**店面入口是“米兰系列”，产品是波司登在意大利米兰时装周大秀上的产品，主要包括“星空”系列、“极寒”系列、“地表”系列。

- 2019 年 9 月 24 日，波司登米兰时装周新品系列全国发售（仅旗舰店等主要门店有售），销售状况火爆。据店长介绍，米兰系列是当下门店销售最好的系列之一，价格带为 1699-3699 元之间，该店米兰系列销售占全国米兰系列销量的 1/6。
- “星空”系列设计灵感来源于意大利艺术家 Ottavio Fabbri 为波司登专门创作的油画“星空”，该系列采用了精致印花工艺，结合柔软面料完美呈现夜空、繁星、银河等元素。

- “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，可抵御零下 30 度的极寒天气。波司登“极寒”系列产品营收占全国比重的 20%-25% 左右。
- “地表”系列设计灵感来源于大自然绝美风光，取材于原生丛林；面料选择方面采用保暖透气的超细旦纤维压光印花面料，以此展现大自然原生风景。

图 2：波司登意大利米兰时装周“星空”系列



资料来源：波司登微信公众号、中信证券研究部

图 3：波司登上海南京东路旗舰店“星空”系列



资料来源：草根调研、中信证券研究部

**杨幂代言“城市户外”与“泡芙”系列，功能与时尚兼顾。**1) “城市户外”系列是由意大利设计师设计，颜色丰富、工装风格，定位时尚类货品，2018 年该店城市户外系列销售额占全店比例 7%-8%。2) 门店一楼中间是“泡芙”系列，颜色与“城市户外”系列一样鲜艳靓丽，更轻更暖，也是时尚与功能兼备的产品。3) 2019 年 10 月 25 日，杨幂正式成为波司登设计师系列代言人，主要代言波司登的“城市户外”系列和“泡芙”系列。

**星战系列、漫威系列、迪士尼系列 IP 联名款畅销。**门店右手边是 IP 联名款，“星球大战”系列科技感十足，兼具功能性；漫威系列有美国队长、黑豹等元素；迪士尼系列有米奇和米妮的联名款，2020 年是鼠年，米奇米妮 IP 联盟款话题性更强。

**“GoreTex”高端户外系列为波司登联手“世界之布”推出的产品，兼具高品质和高工艺，获得 Outside 年度户外装备大奖。**1) “GoreTex”系列价格在 2700-3800 元之间，采用 90% 高品质欧洲进口鹅绒，蓬松度高达 800+；面料采用 Core Windstopper 防风透气薄膜面料，经过拨水表面层面料处理（DWR）；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 道杀菌流程等技术和工艺。2) 该店“GoreTex”系列销售额占本店营收比重约 7%-8%，2018 年该系列售罄率高达 90%。

图 4：杨幂代言波司登“城市户外”系列



资料来源：公司官网、中信证券研究部

图 5：杨幂代言波司登“泡芙”系列



资料来源：公司官网、中信证券研究部

图 6：波司登上海南京东路旗舰店“城市户外”系列



资料来源：草根调研、中信证券研究部

图 7：波司登上海南京东路旗舰店“泡芙”系列



资料来源：草根调研、中信证券研究部

**二楼产品组合包括童装和秋季羽绒服。**1) 据调研数据，二楼童装销售额占本店销售额 7%，包括 IP 联名款和基础款。2) 二楼中间是秋季羽绒服基础款，都市休闲轻薄款更时尚，

经典款性价比很高、颜色丰富、年龄覆盖范围广、工艺领先。

## 核心数据透视门店运营：顾客年龄年轻化，折扣改善，提价延续

**门店经营情况回顾：销售过亿，未来增长乐观。**南京东路旗舰店 2019 财年（2018 年 4 月初-2019 年 3 月底）营收 1 亿元+，坪效 5 万元。我们预计，2020 财年有望实现收入 1.2+亿元，未来产品仍有一定提价空间。

- 2018 年仅波司登主品牌销售额 1 亿元+，2019 年目标 1.25 亿元-1.4 亿元。该店单日销售额 20 万元，元旦三天可以做到 1000 万元。2019 年 4 月-9 月数据来看，该店 2019 年销售额有望同比 2018 年翻倍。2019 年 10 月营业额单月同比增长 30%。营业额提升主要是因为产品价格提升，目前秋羽绒仍为销售主力，门店销售平均单价已经达到 1000 元，去年同期仅有 750 元。
- 门店销售额季节性明显，上半年营业额仅占全年的 15%，过年前 100 天营收占全年达到 70%。目前门店内产品陈列及销售秋羽冬羽各占一半，全年来看营收 80% 为冬季羽绒服。
- **店长激励计划完善。**公司今年设置优秀店长奖，全国筛选优秀店长，奖励一辆代步车，激励店长超额完成营业额。

**消费者画像：消费者年龄平均比去年年轻 5-10 岁，门店尝试向 30 岁以下甚至 20 岁以下客群拓展。**波司登产品向时尚化升级，顾客年龄结构也向年轻化拓展。与 2018 年相比，2019 年消费者年龄整体年轻 5-10 岁，目前门店主要针对的客户群体是 30-40 岁的顾客，正在尝试向 30 岁以下、甚至 20 岁以下的客群拓展。

**库存管理：600+SKC，3000+SKU，售罄率 80%+，售罄率高主因公司供应链灵活。**  
1) 门店库存 SKC 约为 600+，5 个尺码，对应 SKU 约为 3000+。2) 2018 年该门店全年售罄率约 80%，今年秋季约 80%与去年持平，冬季售罄率预计可达 85%，比四季品牌羽绒服产品的 60%左右售罄率高 20%-25%。门店售罄率较高主因供应链较灵活，波司登深知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。波司登目前已经可以实现 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。

**折扣力度：该门店今年折扣率 95 折，同比去年 85 折的折扣率折扣力度减小，主因波司登品牌转型升级。**1) 月度活动计划促进库存消化，尾货可能折扣在 7 折左右。每月的活动计划在执行中调整，较为灵活。2) 2019 年折扣很少，去年折扣率在 8.5 折左右，今年折扣率仅 9.5 折左右，主因波司登品牌升级转型。

**渠道拓展：拓展线上微商城 APP。**今年新拓微商城渠道，可直接注册成为波司登会员，为保持品牌力，线上渠道和线下渠道价格保持一致。

**以小见大，上海地区同比增长 30%，全年收入有望继续高增。**据最新渠道调研数据，上海地区目前为止，营收同比增长 30%+。我们预计，上海地区本财年收入有望增长 60%左右，其中同店有望增长 20%+。

持续重点开拓购物中心门店。从门店结构看，波斯登上海地区门店以直营为主，少量加盟门店设立在郊区。其中新开门店中 2/3 为购物中心店，已经在五角场万达、LCM、环球港、大悦城等优质商圈布局门店。此外，公司店铺调整积极推进，2018 年许多门店成功转化为购物中心门店。预计今年波司登上海直营门店将由目前的 40 家增加到 60 家。

## 波司登北京旗舰店：品牌时尚年轻化，未来持续提价

地处西单大悦城商圈，流量优势明显，去年销售额 5500 万元，今年目标 7000 万-1 亿元。2019 年 10 月 11 日，我们调研了波司登北京西单旗舰店，该旗舰店位于西单大悦城商圈，客流量优势明显。去年（2019 财年）实现销售额 5500 万元，今年目标销售额 7000 万元（+27.3%）-1 亿元（+82%）。

图 8：波司登北京西单旗舰店



资料来源：草根调研、中信证券研究部

上半年为销售淡季，销售额 1000 万元，11 月底至年前为销售旺季，旺季工作日销售额可达 70 万元+，周末高达 100 万-200 万元+。1) 2020 财年 H1（2019 年 4 月初-2019 年 9 月底）本店销售额 1000 万元（同比翻倍），其中 8 月及以前销售额 400 万元，9 月销售额 600 万元。2) 国庆黄金周销售火爆，10.3-10.7 该店日均销售额 19 万-20 万元左右。门店真正的旺季是从 11 月末到过年之前，预计工作日日均销售额 70 万元+，周末高达 100 万-200 万元+。

9 月以来客单价将逐渐提升，预计从 9 月以前的 1000 元+客单价提升至 2000 元+，主因冬款价格高且新款无折扣。1) 该店今年 9 月之前，由于夏季款和老款价格较低的原因，客单价约 1000 元+，国庆黄金周以来客单价上涨至 1500 元+，主因 9 月以来逐渐上新品。未来客单价预计增长至 2000 元，冬季主力款吊牌价格 2500 元，几乎没有折扣，而



老款的折扣一般在 8 折，此外新款的促销方式是赠送小礼品而不是打折，也能有效提升客单价。

**连带率及转化率均增长促进门店销售额快速增长。** 1) 2019 年 9 月上新款产品以来，连带率同比明显改善。2) 9 月上新以来，到店转化率约 40%，同比 2019 财年 30% 的转化率增长 10pcts。3) 购买商品的顾客中会员转化率 98%，绝大部分购买人群均转化为会员，会员会得到 20 元的代金券优惠，会员的复购率从之前的 25% 提升到了 32%。

图 9: 北京西单旗舰店漫威系列 IP 款



资料来源: 草根调研、中信证券研究部

图 10: 北京西单旗舰店米兰时装周“地表”系列



资料来源: 草根调研、中信证券研究部

**今年门店对产品组合的策略是在旺季逐步推出一系列新品，未来新的系列有“登峰造极”系列、“征服者”系列等。** 1) 去年新品系列较少，每个系列的 SKU 较多。今年的策略是多系列，但减少每个系列的 SKU，在旺季逐步推出各个系列，以保证顾客每隔 2~3 周来逛波司登均能发现新系列产品。2) 推出高端产品“登峰造极”系列，定价区间 7000 元-10000 元，该系列供登珠穆朗玛峰使用，蓬松度高达 1000D，针对户外滑雪的高端人群，全面对标加拿大鹅和 Moncler。

**波司登定位国际一线轻奢品牌，顾客年龄年轻化，品牌调性持续提升。** 1) 未来波司登每年都会有提价计划，与国际高端品牌设计师的合作会继续加强，持续提升品牌调性，全面对标国际知名品牌意大利鹅等。2) 顾客由意大利鹅转向波司登的趋势已经开始出现，波司登产品也更加时尚化和年轻化。本店顾客中 25-40 岁占比高达 70%，年轻人对波司登提价并不敏感，更加看重产品的设计和时尚性。

**门店管理与运营: 总部对各门店垂直管理，实时监控各门店库存，顺丰快递快速补货，总部会对各门店服务进行考核，预计 2019 年底将会有 14-15 家波司登旗舰店。**

- 波司登总部权限较大，店长权限很小。直营店的配货主要由总部决定，店长几乎

没有折扣权限，例如对于团购 200 件的客户，店长可能连 95 折也申请不到。

- **总部对直营店库存实时监控。**总部对直营门店库存进行实时管理，每一件羽绒服对应独立的二维码，总部通过统一的门店系统当天即可知道门店库存情况。
- **顺丰快递补货效率高。**总部通过实时监控门店库存情况，以天为单位补货，直营店补货最多 3 天即可到货，均采用顺丰快递。
- **总部对门店考核销售额和服务质量。**总部对于门店的考核一方面销售额是硬指标，另一方面也考核门店的服务，要求各门店建立从顾客进店到离店的一整套服务标准。公司会派神秘嘉宾暗访各门店，给各门店服务打分，90 分以下均为不合格。
- **波司登开店计划：**目前全国仅有 8 家旗舰店，到 2019 年底预计会开到 15 家左右。

## ■ 登峰系列：设计、工艺、科技全方位挑战极限

近期波司登举办全新“登峰系列”产品发布会，从设计、工艺、科技等方面挑战产品的功能极限。2019 年 10 月 30 日，波司登“登峰系列”发布会在上海 U+时尚艺术中心举办。波司登全新登峰系列羽绒服选用北纬 43 度黄金羽绒带稀有鹅绒，95%含绒量与超 5A 级 1000 蓬松度，应用“世界之布”与航天级气凝胶保温材料，历经 489 道工序、217 次修改打磨，在设计、工艺、科技方面全面突破。

图 11：波司登“登峰系列”发布会现场



资料来源：草根调研、中信证券研究部 注：拍摄时间为 2019 年 10 月 30 日，拍摄地点为上海 U+时尚艺术中心

“登峰”系列羽绒的性能均为行业内的最高配置。1) 取材：目前业内最好羽绒产自北纬

43°的“黄金羽绒带”，波司登“登峰”系列的羽绒填充物就来自于这一区域。2) **蓬松度**：波司登“登峰”系列鹅绒的蓬松度为 1000，超过加拿大鹅 625 的蓬松度和目前高级户外品牌 800+ 的蓬松度，为全世界范围内最高的蓬松度。3) **含绒量**：市面上的羽绒服产品一般为 70%-90%，而“登峰”系列的含绒量则高达 95%。

图 12：波司登“登峰系列”鹅绒的蓬松度 1000



资料来源：草根调研、中信证券研究部

图 13：波司登“登峰系列”含绒量 95%+



资料来源：草根调研、中信证券研究部

**蜂巢立体充绒技术确保均匀充绒，提升整体保暖功能。**不同于一般的羽绒填充方式，“登峰”系列在充绒工艺上，采取蜂巢立体充绒技术，确保整体均匀的充绒，整体保暖性很强。

**设计师精选“世界之布”GORE-TEX 面料，防雨、防风、透气性优良。**“登峰”系列的面料也加强了应对湿度、风力等方面的性能。设计师精选面料，俗称“第二层皮肤”的 GORE-TEX 面料。该面料的微孔能承受 28-45 米的水压不渗水，有效防雨，也能防止冷风的进入，做到“冷风吹不进，热气出得去”。

图 14：波司登“登峰系列”蜂巢立体充绒技术



资料来源：草根调研、中信证券研究部

图 15：波司登“登峰系列”采用“世界之布”GORE-TEX 面料



资料来源：草根调研、中信证券研究部

防水压胶剪裁工艺有效防止雨水从线缝中渗入。在裁剪上，针对“登峰”系列，设计师采用防水压胶工艺，使得服装浑然一体，有效防止雨水从线缝中渗入。

“3 厘米 13 针”精密缝制和 4 层结构防跑绒。“登峰”系列采用“3 厘米 13 针”的精密缝制和 4 层结构的锁绒技术，使产品在质量上很难跑绒。

图 16: 波司登“登峰系列”防水压胶剪裁工艺



资料来源: 草根调研、中信证券研究部

图 17: 波司登“登峰系列”“3 厘米 13 针”精密缝制技术



资料来源: 草根调研、中信证券研究部

四大技术形成 360°防风设计。FITGO-TECH 调节系统、颈部高立领、腕部可伸缩防风袖和腰部弹力防风褶，这些设计形成了 360°的防风设计。

三大科技增强安全性。1) Magic chain 魔术拉链，帽子在承压过度后会自动脱落，防止对人体直接损伤；2) 航天级气凝胶口袋，有效保护袋内器材，避免受到低温影响；3) Recco 生命探测仪，专业定位，便于搜查和营救。

图 18: 波司登“登峰系列”360°防风设计



资料来源: 草根调研、中信证券研究部

图 19: 波司登“登峰系列”Recco 生命探测仪技术



资料来源: 草根调研、中信证券研究部

产品由喜马拉雅山峰命名，致敬登山队勇攀高峰的精神。“登峰”系列的主设计师为意大利设计师 Pietro Ferragina，曾任职于 Armani、Versace、Prada 等知名世界品牌。1) **命名依据**：据其介绍，“登峰”系列是为致敬波司登和中国登山队不断挑战的攀登精神，以喜马拉雅山上的 10 座山峰进行命名，并以海拔高度定义 10 款产品。2) **颜色灵感**：来源于珠穆朗玛峰上的雪山、岩石和中国国旗，从同一色系中选出二十种颜色，经过细致和漫长的对比挑选出最合适的颜色。3) **版型设计**：为了更加贴合中国消费者的体型轮廓和增强身体包容性，版型设计在 18 个月中经过了 217 次修改。4) **致敬元素**：袖标以中国地图为原点向外辐射，不断延伸的 72 条线代表波司登温暖全世界的初心；帽子上致敬了中国登山队员攀登顶峰的身影；羽绒服内里的世界地图象征人类对大自然的探索精神。

“登峰”系列产品在全球旗舰店和线上同步进行发售，价位 5800-11800 元不等，提升品牌势能。登峰系列以喜马拉雅山上的 10 座山峰进行命名，并以海拔高度定义 10 款产品，价位 5800-11800 元不等。其中克拉底楚里峰款 5800 元、安纳布尔纳峰款 6800 元、特里苏尔峰款 7800 元、普莫里峰款 7800 元、梅鲁峰款 8800 元、卓奥友峰款 9800 元、珠穆朗玛峰款 11800 元。

图 20：“登峰”系列产品在全球旗舰店和线上同步进行发售



资料来源：草根调研、中信证券研究部

## ■ 波司登双 11：零售额破十亿，凸显品牌高端、时尚、年轻化

2019 年双 11 波司登销售火爆，终端数据验证品牌高端化、时尚化、年轻化回归。

1) **2019 双 11 零售额**：2019 年双 11 波司登全渠道零售额 10 亿元，同比增长 38%。天猫旗舰店零售额 6.5 亿元，同比增长 58%。天猫旗舰店在双 11 活动开始 7 分钟便实现销售额突破亿元，27 分钟突破 2 亿元，56 分钟突破 3 亿元，仅用时 78 分钟便突破 4.14 亿元销售额超越去年全年。

2) **品牌羽绒服**：2019 双 11 波司登品牌羽绒服产品（雪中飞、冰洁等）全渠道零售额同比增长 49%，天猫旗舰店零售额同比增长 57.5%。

3) **产品价格提升**：2019 双 11 波司登 1800 元以上的产品零售额同比增长 140%。

4) **消费者年轻化**：一二线城市顾客同比增长：2019 双 11 波司登 18-34 岁群体购买人数同比增长 51%，一二线城市购买人数同比增长 54%。

5) **客单价**：2019 双 11 波司登客单价同比增长 20%。

6) **客流量**：全天来看，天猫旗舰店进店人次超过 570 万人，实现销售额达到 6.5 亿元，同比增长 58%，成为天猫双最 11 欢迎出口品牌 TOP5。

## ■ 风险因素

天气波动；未能及时把握时尚潮流趋势风险；原材料价格上涨的风险。

## ■ 投资建议

维持 2020/2021/2022 财年 EPS 预测为 0.11/0.13/0.16 元，当前股价对应 2020/2021/2022 年 PE 为 31/27/22 倍，维持“买入”评级。考虑到目前已逐步进入到公司业务旺季，终端销售表现向好，建议积极配置以把握高成长机遇。

## ■ 相关研究

波司登 (03998.HK) 2019 财年业绩点评：业绩超预期，改革成效不断显现 (2019-06-27)

波司登 (03998.HK) 投资价值分析报告：厚积薄发、重拾青春的中国羽绒名片(2019-06-26)

体育产业周报 20191020—本周聚焦：足协退出中超公司，全面放权市场化运作（2019-10-20）

体育产业周报 20191015—本周聚焦：NBA 或失去价值超 40 亿美元的中国市场(2019-10-15)

体育产业周报 20190930—本周聚焦：2022 年冬奥会催化下的中国滑雪产业（2019-09-30）

体育产业周报 20190922—本周聚焦：全球最大的体育中介公司 IMG 即将上市（2019-9-22）

体育产业周报 20190917—本周聚焦：从 FIBA 篮球世界杯看体育大生意（2019-9-17）

体育产业系列报告之二—运动鞋服：空间广阔景气延续，格局渐晰奋楫者先（2019-09-27）

体育产业系列报告之一—体育产业：万亿级别消费蓝海，产业升级未来可期(2019-7-29)

**利润表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,946	10,474	11,793	13,887	16,871
营业成本	(4,762)	(4,870)	(5,615)	(6,770)	(7,835)
毛利率	46.78%	53.51%	52.39%	51.25%	53.56%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(2,452)	(3,440)	(3,354)	(3,912)	(4,511)
营业费用率	27.40%	32.84%	28.44%	28.17%	26.74%
管理费用	(630)	(729)	(965)	(1,126)	(1,298)
管理费用率	7.04%	6.96%	8.18%	8.11%	7.69%
财务费用	(35)	24	(29)	9	84
财务费用率	0.39%	-0.23%	0.25%	-0.07%	-0.50%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	903	1,416	1,830	2,088	3,311
营业利润率	10.09%	13.52%	15.52%	15.03%	19.63%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	(14)	(22)	(20)	(20)	(20)
利润总额	888	1,394	1,810	2,068	3,291
所得税	(249)	(389)	(575)	(582)	(1,501)
所得税率	-28.00%	-27.89%	-31.79%	-28.15%	-45.59%
少数股东损益	24	24	37	45	54
归属于母公司股东的净利润	615	981	1,198	1,441	1,737
净利率	6.88%	9.37%	10.16%	10.38%	10.30%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,794	1,754	3,783	3,432	4,028
存货	1,455	1,931	1,516	1,760	1,959
应收账款、预付账款、按金及其他应收款	2,020	2,134	2,589	3,020	3,483
其他流动资产	5,690	5,319	5,319	5,319	5,319
流动资产	10,959	11,138	13,207	13,531	14,788
物业、厂房及设备	885	1,024	885	885	885
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	1,897	1,800	1,704	1,607	1,511
其他长期资产	703	1,121	1,121	1,121	1,121
非流动资产	3,485	3,945	3,710	3,613	3,517
资产总计	14,443	15,083	16,917	17,144	18,305
短期借款	2,338	1,628	2,865	1,103	0
应付账款、应付票据和其他应付	1,773	2,703	1,965	2,370	2,742
其他流动负债	226	465	465	465	465
流动负债	4,337	4,796	5,295	3,937	3,207
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	323	178	178	178	178
非流动性负债	323	178	178	178	178
负债合计	4,660	4,974	5,473	4,115	3,385
股本及储备	9,596	9,899	11,197	12,738	14,575
其他	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	9,596	9,899	11,197	12,738	14,575
少数股东权益	187	210	247	291	345
股东权益合计	9,783	10,109	11,443	13,029	14,920
负债股东权益总计	14,443	15,083	16,917	17,144	18,305

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	888	1,394	1,810	2,068	3,291
所得税支出	-249	-389	-575	-582	-1,501
折旧和摊销	195	226	0	0	0
营运资金的变化	-120	741	-778	-271	-289
其他经营现金流	318	-1,973	1,918	-9	-84
经营现金流合计	1,033	0	2,375	1,206	1,418
资本支出	-117	-311	96	96	96
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	152	58	0	0	0
投资现金流合计	-1,864	-253	96	96	96
权益变动	0	-51	100	100	100
负债变化	-523	-1,511	1,237	-1,763	-1,103
股利支出	198	0	0	0	0
其他融资现金流	537	24	-29	9	84
融资现金流合计	-183	-1,537	1,308	-1,654	-918
现金及现金等价物净增加额	-1,041	-1,790	3,779	-352	596

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	29.99%	17.08%	12.59%	17.76%	21.49%
营业利润	55.12%	56.90%	29.23%	14.08%	58.61%
净利润	57.07%	59.44%	22.04%	20.34%	20.53%
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	46.78%	53.51%	52.39%	51.25%	53.56%
EBITDA Margin	5.89%	8.04%	5.03%	6.25%	1.90%
净利率	6.88%	9.37%	10.16%	10.38%	10.30%
<b>回报率 (%)</b>					
净资产收益率	6.41%	9.91%	10.70%	11.31%	11.92%
总资产收益率	4.26%	6.51%	7.08%	8.41%	9.49%
<b>其他 (%)</b>					
资产负债率	0.32	0.33	0.32	0.24	0.18
所得税率	-28.00%	-27.89%	-31.79%	-28.15%	-45.59%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

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；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 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 Dalamal 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，作为研究分析商的 INH000011113）；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）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.。如对本报告有任何疑问，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所载的任何内容而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。