

波司登 (03998)

证券研究报告

2020年11月28日

FY21H1 归母净利润同增 42%超预期, 直营+线上发力打造品牌效率年

事件: 公司公布 2020/21 财年中中期业绩, 收入稳健增长, 利润快速增长, 略超预期

公司发布 2020/21 财年中中期业绩 (2020/4/1—2020/9/30), 实现收入 46.61 亿元 (+5.1%), 实现归母净利润 4.91 亿元 (+41.8%), 业绩略超预期。

1) 羽绒服业务实现稳健增长, 自营渠道快速增长。上半财年公司羽绒服业务实现收入 29.89 亿元 (+18%), 收入占比达 64.1%, 仍然保持稳健增长。

分品牌来看: 主品牌波司登品牌实现收入 27.26 亿元 (+19.7%), 保持较快增长; 雪中飞实现收入 1.03 亿元 (+5.2%); 冰洁实现收入 1.09 亿元 (+2.1%); 其他品牌实现 5160 万元 (-1.4%)。

分渠道来看: 自营渠道 (线上+线下) 销售收入实现 11.09 亿元 (+144.3%), 占比提升 19.2pct 至 37.1%; 批发渠道销售收入实现 18.28 亿元 (-9.8%), 占比为 61.2%; 收入略有下降主要系公司批发渠道零售网店净减少 221 家, 同时由于疫情影响加盟商首单订货占比下降所致。

从渠道数量来看,截至 2020 年 9 月 30 日, 公司羽绒服业务门店数量 4664 家, 净减少 202 家; 其中自营门店净增 19 家至 1880 家, 占比 40.3%; 批发门店净减少 221 家至 2784 家, 占比 59.7%。从渠道结构来看, 公司门店有 26.9% 位于一二线城市, 73.1% 位于三线及以下城市。

公司羽绒服业务持续围绕“全球热销的羽绒服专家”的品牌定位, 持续进行品牌升级; 同时在渠道方面, 门店质量和效率持续提升, 精细化运营效果显著, 战京沪战略取得较好的成绩, 在新冠疫情背景下, 公司羽绒服主业仍然保持稳健增长。

2) 贴牌加工管理业务: 2020/21 财年中中期实现收入 12.29 亿元 (-8.9%), 收入略有下降主要系海外疫情影响, 品牌端需求有所下降, 部分客户批量取消或延迟订单, 影响公司业绩; 但公司通过措施控制成本和支出, 并积极拓展新客户资源, 贴牌加工业务毛利率上升 3.8pct。目前公司贴牌加工业务收入来自前五大客户的占比为 85.6%。

3) 女装业务: 2020/21 财年中中期实现收入 4.12 亿元 (-18.5%), 占比 8.8%。其中杰西、邦宝、柯利亚诺、柯罗芭分别实现收入 1.34 亿元 (-27.3%)、1.07 亿元 (-29.4%)、7860 万元 (+3%)、9260 万元 (-0.8%)。公司女装业务收入有所下降主要系疫情使得终端需求受到影响, 同时女装业务持续调整, 目前门店共 469 家 (-30 家)。

4) 多元化服装业务: 2020/21 财年中中期实现收入 3130 万元 (-35.6%)。

线上表现亮眼, 实现高速增长

2020/21 财年中中期, 公司全品牌线上业务实现收入 5.38 亿元 (+76.4%), 其中品牌羽绒服线上实现收入 4.90 亿元 (+86%), 占羽绒服业务的 16.4%; 女装业务线上实现 4260 万元 (+25.3%)。

毛利率: 上半财年实现毛利率 47.8% (+4.3pct), 提升明显。主要由于波司登品牌自营门店销售收入占比显著提升, 对品牌羽绒服业务板块毛利率提升帮助明显。**经营净利率:** FY2021H1 经营净利率为 14.3% (+3.5pct), 主要由于品牌羽绒服和贴牌加工管理业务的贡献。

维持“买入”评级。考虑到公司上半财年业绩略超预期, 下半财年进入冬装销售旺季, 我们略上调公司盈利预测。预计实现归母净利润 15.31/18.49/21.71 亿元 (原值 14.21/17.22/20.69 亿元); 预计 EPS 为 0.14/0.17/0.20 元, 对应 P/E 为 19.11/15.82/13.48 倍。

风险提示: 疫情反复造成终端消费疲软; 存货风险; 品牌转型不达预期。

投资评级

行业	非必需性消费/纺织及服饰
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	3.41 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	10,769.34
港股总市值(百万港元)	36,723.46
每股净资产(港元)	0.95
资产负债率(%)	44.08
一年内最高/最低(港元)	4.00/1.54

作者

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《波司登-公司点评: “双 11” 业绩表现靓丽, 全年线上渠道维持高增》 2020-11-13
- 《波司登-公司点评: 授出 1 亿股购股权加深绑定, 收购苏州波司登物流公司加快自有物流园建设》 2020-10-25
- 《波司登-公司点评: FY2020 业绩表现靓丽, 符合预期, 继续看好公司未来发展》 2020-07-03

1. 2020/21 财年中期业绩略超预期

公司公布 2020/21 财年中期业绩，收入稳健增长，利润快速增长，略超预期。2020/21 财年中中期业绩（2020/4/1—2020/9/30），实现收入 46.61 亿元（+5.1%），实现归母净利润 4.91 亿元（+41.8%）。

1.1. 羽绒服业务实现稳健增长，自营渠道快速增长

上半财年公司羽绒服业务实现收入 29.89 亿元（+18%），收入占比达 64.1%，仍然保持稳健增长。

分品牌来看：主品牌波司登品牌实现收入 27.26 亿元（+19.7%），保持较快增长；雪中飞实现收入 1.03 亿元（+5.2%）；冰洁实现收入 1.09 亿元（+2.1%）；其他品牌实现 5160 万元（-1.4%）。

表 1：公司 FY2021H1 各业务营业收入（亿元人民币）、总收入占比及同比变化 YOY

业务类别	FY2021H1 营收	YOY	营收占比	占比同比变化
品牌羽绒服业务	29.89	17.99%	64.12%	7.02pct
贴牌加工管理业务	12.29	-8.90%	26.36%	-4.04pct
女装业务	4.12	-18.48%	8.85%	-2.56pct
多元化服装业务	0.31	-35.60%	0.67%	-0.42pct
总营业收入	46.61	5.07%	100%	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分渠道来看：自营渠道（线上+线下）销售收入实现 11.09 亿元（+144.3%），占比提升 19.2pct 至 37.1%；自营渠道实现快速增长，主要系公司进行渠道优化和升级，关闭低效门店，在主流商圈新增自营形象大店，同时提升自营渠道的门店效率；同时线上电商渠道实现快速增长也拉动自营渠道的快速增长。

批发渠道销售收入实现 18.28 亿元（-9.8%），占比为 61.2%；收入略有下降主要系公司批发渠道零售网店净减少 221 家，同时由于疫情影响加盟商首单订货占比下降所致。

从渠道数量来看，截至 2020 年 9 月 30 日，公司羽绒服业务门店数量 4664 家，净减少 202 家；其中自营门店净增 19 家至 1880 家，占比 40.3%；批发门店净减少 221 家至 2784 家，占比 59.7%。从渠道结构来看，公司门店有 26.9%位于一二线城市，73.1%位于三线及以下城市。

表 2：羽绒服业务 FY2021H1 各渠道、经营方式营收（单位：人民币亿元）同比变化及营收占比情况

渠道分类	营业收入	YOY	营收占比
线上渠道	4.90	86.18%	16.39%
线下渠道	24.99	10.09%	83.61%
合计	29.89	-	-
直营渠道	11.09	144.3%	37.1%
经销渠道	18.28	-9.8%	61.2%
其他*	0.52	-0.9%	1.7%
合计	29.89	-	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司羽绒服业务持续围绕“全球热销的羽绒服专家”的品牌定位，持续进行品牌升级；同

时在渠道方面，门店质量和效率持续提升，精细化运营效果显著，战京沪战略取得较好的成绩，在新冠疫情背景下，公司羽绒服主业仍然保持稳健增长。

1) **品牌建设**：作为公司本财年重要策略之一，公司通过代言人明星大片、明星街拍、产品植入、KOLs 等对产品进行充分展示，在传播内容上与消费者产生共鸣；同时聚焦种草平台，进行充分引流，提升销售业绩。

2) **商品运营**：公司延续以往订货模式，直营门店单店订货，按照需求匹配产品；经销商门店在 18 年开始对于每年首次冬羽绒订货会比例进行管控。在本财年，公司订货会首次订单比例继续下降到不到 30%，其余订单根据旺季终端市场反馈和需求进行补单，即超过 70%的货品利用快反供应链支撑，大大提高公司的库存管理效率和终端产品的适销度。

3) **数字化运营**：本财年受疫情影响，公司加快数字化转型的步伐。在上半财年，公司与阿里云达成数智化转型时尚先锋战略合作，打通全渠道数据，为公司各个环节进行支持。

4) **新零售运营**：上半财年，公司利用企业微信建立沟通桥梁，2020/21 财年上半年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 1965 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 20%，成效显著。

图 1：2020 珠峰测量登山前线指挥部总指挥王勇身穿波司登羽绒服接受央视采访



资料来源：央视新闻，天风证券研究所

1.2. 贴牌加工管理业务受疫情影响收入略有下降

2020/21 财年中中期公司贴牌加工业务实现收入 12.29 亿元 (-8.9%)，收入略有下降主要系海外疫情影响，品牌端需求有所下降，部分客户批量取消或延迟订单，影响公司业绩；但公司通过措施控制成本和支出，并积极拓展新客户资源，贴牌加工业务毛利率上升 3.8pct。目前公司贴牌加工业务收入来自前五大客户的占比为 85.6%。

1.3. 女装业务受疫情影响需求受到影响

2020/21 财年中中期实现收入 4.12 亿元 (-18.5%)，占比 8.8%。其中杰西、邦宝、柯利亚诺、柯罗芭分别实现收入 1.34 亿元 (-27.3%)、1.07 亿元 (-29.4%)、7860 万元 (+3%)、9260 万元 (-0.8%)。公司女装业务收入有所下降主要系疫情使得终端需求受到影响，同时女装业务持续调整，目前门店共 469 家 (-30 家)。

1.4. 多元化服装业务

2020/21 财年中中期实现收入 3130 万元 (-35.6%)。公司坚持“聚焦主航道、收缩多元化”

战略不动摇，占比下降至 0.7%。

2. 线上表现亮眼，实现高速增长

2020/21 财年中中期，公司全品牌线上业务实现收入 5.38 亿元 (+76.4%)，其中品牌羽绒服线上实现收入 4.90 亿元 (+86%)，占羽绒服业务的 16.4%；女装业务线上实现 4260 万元 (+25.3%)。公司线上业务保持高速增长主要系：1) 线上奥莱渠道发力，唯品会和天猫奥莱店实现快速增长；2) 与阿里巴巴增强战略合作，利用数据中台为线上业务团队提供精准营销，提供效率；3) 注重线上品牌建设和新零售整合，维护会员和拓展。截至 2020 年 9 月 30 日，公司天猫旗舰店新增会员 90 万人，会员总数 275 万人，粉丝超 735 万人。

3. 盈利能力：毛净利率显著提升

毛利率：FY2021H1 实现毛利率 47.8% (+4.3pct)，呈稳步提升趋势。主要由于波司登品牌自营门店销售收入占比显著提升，对品牌羽绒服业务板块毛利率提升帮助明显。

其中：品牌羽绒服业务毛利率 56.4% (+3.5pct)，增长较快主要系公司自营渠道占比提升有关；贴牌加工管理毛利率提升 3.8pct，达到 18.1%，主要系公司精细化管理和运营促毛利率处提升；女装和多元化服装毛利率分别为 73.6% (-3.2pct)、49.3% (+34.6pct)。

分销开支：上半财年分销开支达 12.09 亿元 (+8.0%)，费用率达到 25.9% (+0.7pct)，主要由于集团在上半财年加强对品牌羽绒服业务的直营渠道建设，以及上半财年直营渠道销售雇员增加导致工资支出上升所致。

行政开支：上半财年行政开支达 3.90 亿元 (+16.2%)，主要由于期内新授出员工购股权产生的股份支付款项。行政开支费率为 8.4% (+0.8pct)。

经营净利率：上半财年经营净利率为 14.3% (+3.5pct)，主要由于品牌羽绒服和贴牌加工管理业务的贡献。

4. 营运能力：存货及应收账款周转天数有所提升

1) 存货：2020/21 财年上半年公司存货账面价值为 26.05 亿元 (-6.06%)，较 2019/20 财年截止 3 月 31 日减少 4.4%。其中原材料价值 6.57 亿元 (-41.91%)，在产品价值为 0.23 亿元 (+21.05%)，产正品价值为 19.25 亿元 (+18.61%)。存货周转天数为 200 天，较去年同期增加 28 天，主要系受到疫情影响，期初存货增多所致。

2) 应收账款：FY2021H1 公司应收账款及票据账面价值为 38.17 亿元 (22.07%)，净增加 6.90 亿元。其中尚处于约定期限应收账款达到 35.33 亿元，占应收账款比例达 92.56%，逾期 1 个月-3 个月应收账款达 1.09 亿元。应收账款周转天数为 98 天，较去年同期增加 12 天，主要系受疫情影响，集团加大对于经销商回款支持，适当延长回款周期所致。

5. 维持买入评级

维持“买入”评级。公司上半财年业绩略超预期，下半财年进入冬装销售旺季，略上调公司盈利预测。预计 FY2020-2022 年实现营收 144.91/172.23/199.94 亿元，同比增长 18.87%/18.85%/16.09%；预计实现归母净利润 15.31/18.49/21.71 亿元（原值 14.21/17.22/20.69 亿元）；预计 EPS 为 0.14/0.17/0.20 元（原值为 0.13/0.16/0.19 元），对应 P/E 为 19.11/15.82/13.48 倍。

6. 风险提示

疫情反复造成终端消费疲软；存货风险；品牌转型不达预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com