

重温波司登竞争优势和护城河

——对市场关心的三个问题的思考

核心观点

- **报告背景:** 作为一个以羽绒服为主营业务的公司,市场对公司的担心和分歧也常常高于四季化品牌。本文正是基于目前市场主流投资者对于波司登的三点主要担忧,进行深度分析和梳理,重温公司的主要竞争优势和护城河,重申我们对公司长期发展的信心。
- **担忧 1: 暖冬对销售的拖累。** 羽绒服行业的季节属性较强,销售旺季集中在 10 月到次年 2 月之间。我们认为,暖冬确实会对公司经营造成一定影响,但是影响在逐年减弱,主要体现在: 1) 近年来羽绒服时尚属性正在不断增强,而保暖属性逐步淡化; 2) 复盘历史,2016 年后暖冬常态化的背景下,公司业绩实现快速增长更多来源于内生改善,外部气温的影响在逐步下降。3) 主品牌市占率常年维持第一且逐年提升,显示出穿越天气周期的实力。
- **担忧 2: 季节属性强容易产生库存。** 依照传统的订货会模式,首批订货“赌”的成分较大,如果遇到极端天气或产品滞销,那产生库存的风险就大大增加。公司在 2017 年后的战略调整做了以下两点努力: 1) 强化供应链和数字赋能,从源头减少存货的产生。2) 针对往年库存灵活消化,严控折扣维护品牌形象。
- **担忧 3: 四季服装品牌的竞争。** 近年来越来越多的四季化品牌服饰公司加入羽绒服市场竞争,我们认为这不会对公司的竞争格局和增长势头造成根本性的冲击,主要原因如下: 1) 公司与四季化品牌更多属于错位竞争,目前波司登品牌在 1,500-5,000 元的羽绒服价格带,第一的位置不断稳固,几乎没有有效的竞争对手; 2) 兼顾专业性和时尚性,“波司登=羽绒服”的标签属性日益强化。公司四十多年聚焦羽绒服领域的深厚历史,叠加近年在研发设计、营销、智能制造等方面的全面发力,四季品牌在羽绒服品类上难以轻易撼动。

财务预测与投资建议

- 我们认为,公司有望继续依托“波司登”主品牌不断提升的势能,叠加明显超越同行和四季品牌的产品力和行业领先的供应链、物流和数字化体系,不断强化其羽绒服专家的标签。我们预计公司 FY21-23 年每股收益为 0.14 元、0.18 元和 0.23 元,参考可比公司平均估值,给予公司 FY22 年 21 倍 PE 估值,对应目标价 4.5 港币(3.8 元人民币),维持公司“买入”评级。

风险提示: 疫情反复、经济减速、天气波动、女装业务持续低于预期等

公司主要财务信息					
	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万元)	10,383	12,191	13,703	16,281	19,064
同比增长	16.9%	17.4%	12.4%	18.8%	17.1%
营业利润(百万元)	1,371	1,599	2,003	2,613	3,231
同比增长	48.4%	16.6%	25.3%	30.4%	23.6%
归属母公司净利润(百万元)	981	1,203	1,504	1,962	2,426
同比增长	59.4%	22.6%	25.0%	30.5%	23.6%
每股收益(元)	0.09	0.11	0.14	0.18	0.23
毛利率	53.1%	55.0%	57.4%	58.3%	58.8%
净利率	9.5%	9.9%	11.0%	12.1%	12.7%
净资产收益率	9.9%	11.7%	14.3%	18.2%	21.8%
市盈率(倍)	29.9	24.4	19.5	15.0	12.1
市净率(倍)	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

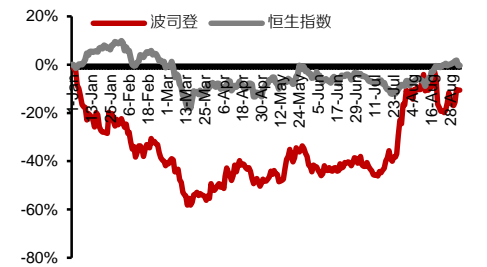


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年11月30日)	3.4 港币
目标价格	4.5 港币
52周最高价/最低价	3.8/1.6 港币
总股本/流通H股(万股)	1,076,934
H股市值(百万元港币)	36,616
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2020年12月01日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.3	-7.5	42.7	-13.7
相对表现	-1.4	-17.1	37.5	-13.2
恒生指数	1.8	9.6	5.2	-0.5



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860511010001

证券分析师

赵越峰

021-63325888*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860513060001

香港证监会牌照: BPU173

联系人

朱炎

021-63325888*6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

盈利能力显著提升, 业绩超预期:	2020-11-27
收购物流园+授予咨询公司期权, 助力公司	2020-10-27
长远发展:	
疫情背景下盈利能力超出市场预期, 未来中	2020-07-30
长期增长势头不减:	

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

引言	4
担忧 1: 暖冬对销售的拖累	4
1、羽绒服时尚属性不断增强, 保暖属性逐步淡化.....	4
2、2016 年后暖冬常态化下公司增长更多源于内生	5
3、主品牌市占率逐年提升, 彰显穿越天气周期的实力.....	7
担忧 2: 季节属性强较容易产生库存.....	7
1、强化供应链和数字赋能, 从源头减少存货的产生	8
2、针对已有库存灵活消化, 严控折扣维护品牌形象	9
担忧 3: 四季服装品牌的竞争	10
1、公司与四季化品牌更多属于错位竞争	10
2、兼顾专业性和时尚性, 波司登=“羽绒服”的标签属性日益强化.....	12
盈利预测与投资评级	15
风险提示.....	15

图表目录

图 1: 波司登天猫旗舰店销售额 (2019 年 3 月至 2020 年 2 月, 百万元)	4
图 2: 年轻人和新中产对于服饰选择上的新需求	5
图 3: Moncler Genius 系列传递羽绒服时尚理念	5
图 4: 波司登存货周转天数 (天)	8
图 5: 波司登集团智能配送中心	9
图 6: 华东配送中心展示	9
图 7: 波司登和传统羽绒服公司销售模式对比	10
图 8: 中国羽绒服市场分类	11
图 9: 市面主流羽绒服品牌价位区间 (2020 年 11 月底, 元)	11
图 10: 1998 年中国登山队登顶珠峰	13
图 11: 波司登登峰系列 8848 款	13
图 12: 波司登上海久光快闪店	13
图 13: 波司登聘请杨幂、陈伟霆作为设计师系列代言人	13
图 14: 波司登纽约时装周明星出席现场	14
图 15: 与波司登合作过的联名设计师	14
表 1: 北京地区平均最低气温 (摄氏度)	5
表 2: 广州地区平均最低气温 (摄氏度)	6
表 3: 上海地区平均最低气温 (摄氏度)	6
表 4: 销量中最高的羽绒服价位 (2020 年 11 月底, 元)	12
表 5: 国产羽绒服十大品牌排名 (1999-2017 年)	12

引言

作为本土品牌中少数真正实现凤凰涅槃的代表公司之一，波司登近三年在基本面和资本市场的靓丽表现引发了越来越多机构的关注。作为一个以羽绒服为主营业务的公司，市场对公司的担心和分歧也常常高于四季化品牌。本文正是基于目前市场主流投资者对于波司登的三点主要担忧，进行深度分析和梳理，重温公司的主要竞争优势和护城河，重申我们对公司长期发展的信心。

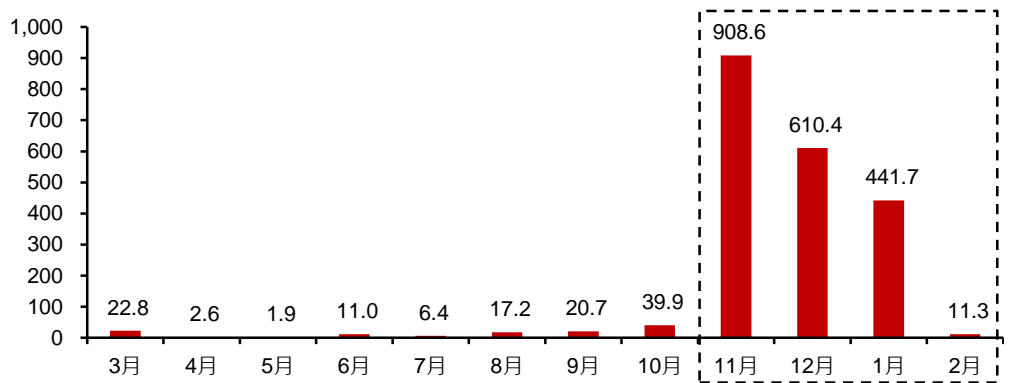
担忧 1：暖冬对销售的拖累

羽绒服行业的季节属性较强，销售旺季集中在 10 月到次年 2 月之间。一般来说，国内每年的 3-9 月为销售淡季，10 月到次年的 2 月为销售旺季。从波司登流水表现来看：

1) 整体流水（线上+线下）在旺季呈现逐月提升趋势：从草根调研的数据来看，4-9 月的零售额小于 10 月，4-10 月的零售额小于 11 月，12 月的零售额等于 10 月+11 月，1 月的零售额不低于 12 月。

2) 线上流水在旺季呈现前高后低趋势：双十一电商购物节对线上销售驱动较为明显，公司 11 月线上流水达到全年最高点，随后逐月下降，到次年 3 月重新进入销售淡季（2020 年 2 月由于疫情影响电商销售额较少）。2020 年，公司年双十一表现优异，羽绒服业务同比增长 35%+，其中波司登主品牌同比增长 25%+。

图 1：波司登天猫旗舰店销售额（2019 年 3 月至 2020 年 2 月，百万元）



数据来源：淘数据，东方证券研究所

我们认为，暖冬确实会对公司经营造成一定影响，但是影响在逐年淡化，主要体现在以下方面：

1、羽绒服时尚属性不断增强，保暖属性逐步淡化

宏观角度来看，年轻人、新中产等新兴消费阶层对服装的消费逐步从体感属性、实用属性过渡至颜值属性和社会属性，对服装的时尚性提出了更高要求。不仅在羽绒服品类，我们也观察到功能性较强的运动品类也出现了类似的情况，更注重时尚属性的 FILA 和中国李宁也在过去几年有非常好的表现。

具体到羽绒服品类来看，国际品牌包括 Moncler 和加拿大鹅打开了中高端羽绒服市场的天花板，改变了消费者的固有审美和偏好，除了保暖性能外，羽绒服的时尚性和美观性也已逐步成为消费者重

要的选择标准之一，Moncler、Canada Goose 等品牌的进入更是加速了这一进程。以 Moncler 为例，2018 年 11 月公司在墨西哥的 Artz Pedregal 购物中心内开店，而墨西哥大部分位于北美热带地区，日常生活中对羽绒服的需求并不大，表明消费者更看重 Moncler 的品牌所传递的时尚理念而非基础的功能性需求。波司登的产品也在逐步向年轻化、时尚化转型，并在过去两年取得了较好的成果。

图 2：年轻人和新中产对于服饰选择上的新需求



数据来源：第一财经商业数据中心，东方证券研究所

图 3：Moncler Genius 系列传递羽绒服时尚理念



数据来源：时装 LOFFICIEL 网，东方证券研究所

2、2016 年后暖冬常态化下公司增长更多源于内生

我们选取了上海、北京和广州三地，作为国内北方、华东和南方的代表城市，分析比较历史气温变化与公司业绩之间的关系。

北京和广州气温状况较为分明（太冷和太热），气温的边际变化对行业影响较小，因此分析意义不大。从北京地区来看，我们观察到 11 月气温已基本接近零度，12 月到 2 月的羽绒服销售旺季基本处于零度以下，对羽绒服的需求不会因为暖冬或冷冬影响出现大幅的变化。从广州地区来看，自 FY2016 以来，12 月-2 月后气温基本都在 10 度以上，对羽绒服的需求较小。

表 1：北京地区平均最低气温（摄氏度）

	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
10 月	9.4	8.4	8.5	9.2	9.1	9.5	8.5	6.8	8.1	7.0
11 月	2.2	-1.2	0.6	0.7	0.7	-0.7	-1.3	0.1	0.5	2.1
12 月	-5.4	-7.8	-4.7	-5.5	-3.9	-4.1	-5.2	-7.0	-5.8	
次年 1 月	-7.9	-8.0	-4.9	-4.9	-7.9	-5.5	-7.3	-6.8	-5.7	
次年 2 月	-5.8	-5.5	-4.2	-3.1	-3.8	-3.1	-5.8	-4.8	-3.7	

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：广州地区平均最低气温（摄氏度）

	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
10月	19.6	19.3	18.9	19.9	21.5	23.0	21.1	19.2	21.5	20.6
11月	17.4	15.9	15.7	17.0	18.8	16.5	16.1	17.2	16.0	19.7
12月	9.3	10.9	7.8	8.7	12.3	13.0	11.6	12.4	12.3	
次年1月	8.5	10.1	8.9	9.5	10.5	13.1	10.4	11.8	13.2	
次年2月	11.2	14.6	10.1	13.0	10.2	12.5	10.6	15.9	13.6	

数据来源：wind，东方证券研究所

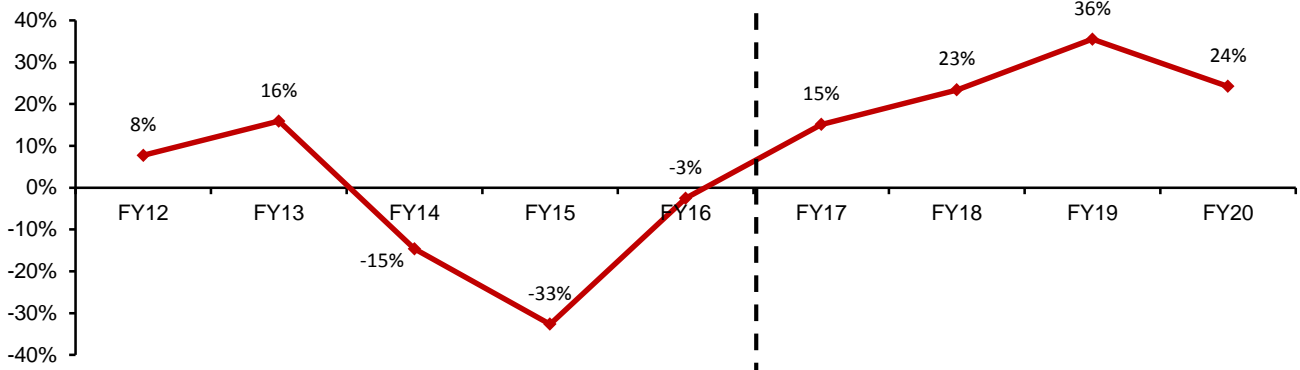
上海地区的气温情况对全国冷暖冬的判断具有较好的指导意义，也是波司登最重要的销售区域之一，从气温变化来看，FY17 后上海地区气温有明显的上升趋势，特别是 FY17 和 FY20 年，但是气温与公司业绩的关联度不大，具体来看：FY17-FY19，公司业绩在气温回暖背景下增速加速上行，尤其在 FY20 年明显的暖冬年份中，公司仍然实现了 24% 的增长（FY20 受疫情影响，若剔除我们预计增长至少能达到 30% 以上），另一方面在 FY14 和 FY15 的冷冬期间，公司业绩却出现了负增长。

因此我们认为，公司近年及未来羽绒服的业绩更多来源于内生的战略升级和运营改善，外部气温的影响在逐步下降。具体来看，FY17 年后业绩爆发的根本原因为公司当时明确了“聚焦主航道、聚焦主品牌、收缩多元化”的整体战略方针，专注羽绒服核心主业，并且在战略、渠道、品牌、供应链等方面坚定且卓有成效的改革，极大增强了公司的竞争力和在消费者中的认知度和品牌力。

表 3：上海地区平均最低气温（摄氏度）

	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
10月	17.1	17.4	17.9	17.7	17.3	19.4	17.5	16.3	17.7	16.4
11月	14.4	9.9	10.5	12.3	12.0	11.6	11.2	12.9	12.6	14.1
12月	4.7	3.9	4.2	3.3	5.5	7.2	5.1	6.4	6.9	
次年1月	2.7	2.6	4.5	3.9	2.5	4.9	2.8	4.3	5.8	
次年2月	2.9	4.2	4.4	4.8	4.1	4.5	3.1	5.4	6.9	

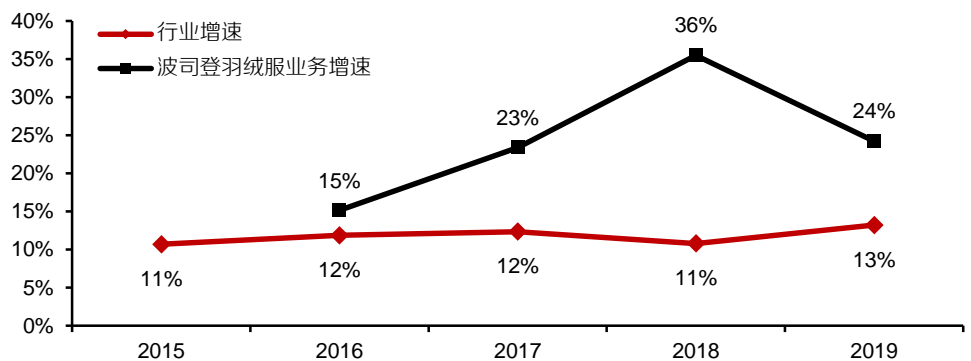
数据来源：wind，东方证券研究所，注：灰色部分代表 FY12-21 横向比较中，气温前三低的三月份

图 4：波司登羽绒服业务增速


数据来源：wind，东方证券研究所

3、主品牌市占率逐年提升，彰显穿越天气周期的实力

和其他季节服装相比，羽绒服的单价较高，购买频次和数量相对较低，因此消费者更偏好购买有品质保证的品牌产品。波司登深耕行业超过 40 年，品牌矩阵全面覆盖高中低端产品（波司登主品牌定位中高端、冰洁和雪中飞定位中低端），已成功在羽绒服品类中占领消费者心智。从行业数据来看，从 2016 年起（全国气温整体偏暖），波司登羽绒服业务增速就开始持续超越行业增速，表明波司登主品牌市占率逐年提升（雪中飞和冰洁贡献较小），**即使在 2019 年底华东地区暖冬叠加疫情的背景下，波司登依然大幅领先行业增速，挤压其他中小竞争对手份额，充分彰显了公司在外部不利条件下领先行业和同行的实力。**

图 5：波司登羽绒服业务增速持续超越行业增速


数据来源：公司年报，中国服装协会羽绒专业委员会，东方证券研究所

担忧 2：季节属性强较容易产生库存

如前所述，羽绒服属于季节性产品，销售旺季集中在 10 月至次年 2 月的几个月之间。依照传统的订货会模式，首批订货“赌”的成分较大，如果遇到极端天气或产品滞销，那产生库存的风险就大

大增加，从而经销商将被迫在淡季打折清理库存，这将对品牌形象造成严重伤害，并且会进一步对下一年的销售产生负面影响，形成恶性循环。这也是市场较为担心的一点。

波司登为了打破这一循环，在 2017 年后做了以下两点努力：

1、强化供应链和数字赋能，从源头减少存货的产生

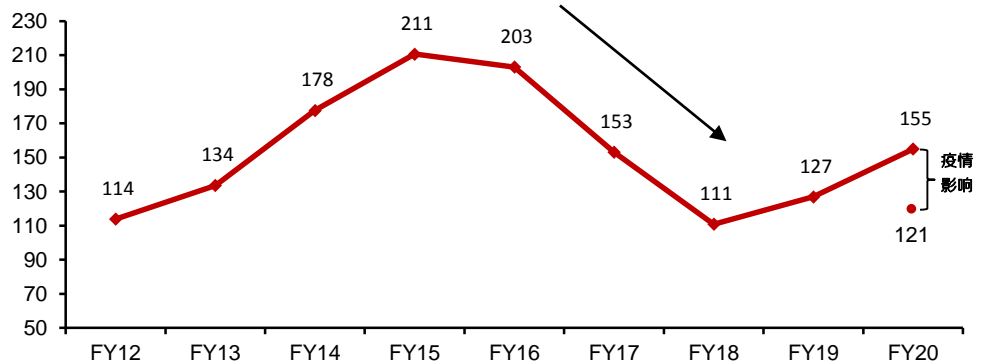
羽绒服行业供应链包括生产和物流配送两个主要组成部分，过去三年波司登有针对性地做出了较大投入，显著提升了供应链端的效率。

快反生产

2017 年起，波司登从以往各大区域综合下单，过渡至直营和批货订货分开下单，实施精细化管理。其中直营门店采取单店订货、按照单店的销售需求匹配单店首铺货品，后期按照销售反应拉式下单、拉式生产；加盟门店则对不同规模的经销商实行不同的返利模式和订货模式（大经销商实行自主订货总部引导模式，小经销商实行分公司配货模式），实现和经销商互利共赢，同步健康发展。**在此基础上，公司实施快反生产、拉式补货，首批订货只占 30%-40%，从根本上颠覆了羽绒服行业传统的订货模式。**每年 6-7 月的订货会中只锁定 30%-40% 的订单，剩余的 60%-70% 的订单将根据终端销售情况进行拉氏补货，**2019 年公司完成了 6 次补单，平均补单周期为 7-21 天**，同时公司总部会销售旺季定期进行销售预测，对订单情况进行动态调整，如果判断未来某段时期销售不乐观，在总量和部分款式上主动减少下单额（“熔断”机制），真正做到根据终端消费者偏好变化直接指导供应链生产。

此外在过去三年中，利用拉式补货模式，公司洞察到终端消费者对于高端、高价款的强烈需求，通过积极补货提升了公司整体的平均单价（2018 和 2019 年的提价幅度均在 20%+）。从财务指标来看，公司的库存周转天数在 FY16 财年后出现了明显的下降（FY20 年的短暂上升主要由于疫情的影响，大约 24 天左右，剔除后与 FY18 和 FY19 的水平接近）。

图 4：波司登存货周转天数（天）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

物流配送

公司对物流配送（智能配送中心 CDC）进行了大幅度升级，保证旺季的货品能快速送至门店进行销售。2018 年，公司通过设置“一个中央配送中心、分布式物流网络架构”，基本实现全国门店

的直接配送，截至 2019 年年底，近 80% 的订单都可以做到当日下单次日送达，其中最大的华东配送中心的自动化程度已达到 90%，日均处理能力可达到“入库 50 万件+出库 50 万件”。

除了上述基本职能外，CDC 还肩负数据管理的重要任务，基于市场变化有效配置商品资源，从而更迅速、更精准地响应消费者需求。目前波司登已实现线上线下、直营加盟一盘货，全国货品共享，CDC 的数据支持是生产端进行快反生产、拉式补货的重要依据。

2020 年公司加速物流资源整合，以 5.6 亿元收购苏州波司登物流园 100% 的股权。物流园土地总面积为 22.1 万平方米，建筑面积约为 19.2 万平方米。我们认为，该交易将有利于加速物流资源整合，加大一体化建设的持续升级改造，收购完成后，物流园将主要服务于公司核心业务板块（羽绒服和贴牌加工管理业务），方便集团未来更长远的自动化设备布局。

图 5：波司登集团智能配送中心



数据来源：波司登，东方证券研究所

图 6：华东配送中心展示



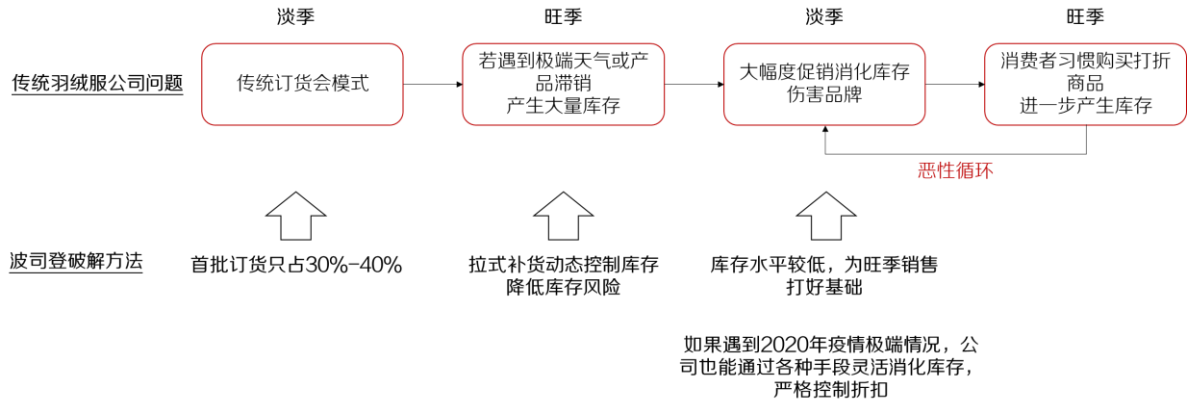
数据来源：波司登，东方证券研究所

2、针对已有库存灵活消化，严控折扣维护品牌形象

由于疫情不可抗因素，公司在 2020 年 2 月的线下销售停滞，由此在经销商和公司层面均产生较多库存，FY20 的库存周转天数同比上升 28 天至 155 天。根据草根调研，公司并未像 FY2014 年那样在淡季进行大量促销消化库存，而是采取了“老融新”等更加灵活的手段，有效对终端折扣进行控制，保护品牌形象，这从另一方面也表明公司的零售运营能力也在过去几年得到了长足的进步。具体做法为，针对 19 年遗留下来的次新款，采取老融新的方式消化，线上折扣控制在 8 折左右，线下控制在 7 折左右，而对于 18 年以前的库存，折扣会更低一些，控制在 5-6 折左右，大部分老款会放在双十一、双十二等促销节日消化。2020 年双十一后，公司的业务重心已从去库存转变至卖新款，库存已消化 50%+，我们预计本财年底，公司能超额完成全年 70% 的库存去化目标。

我们认为，公司在供应链端的升级，叠加淡季对库存的消化能力，有效打破了传统羽绒服公司由于库存问题而形成的恶性循环，减少了羽绒服生意“赌”的成分，增强了业绩的相对确定性。另一方面，这种模式的背后需要对供应链端做出大量投入和变革，中小品牌难以承受，因此公司护城河较深，竞争优势明显。

图 7：波司登和传统羽绒服公司销售模式对比



数据来源：东方证券研究所整理

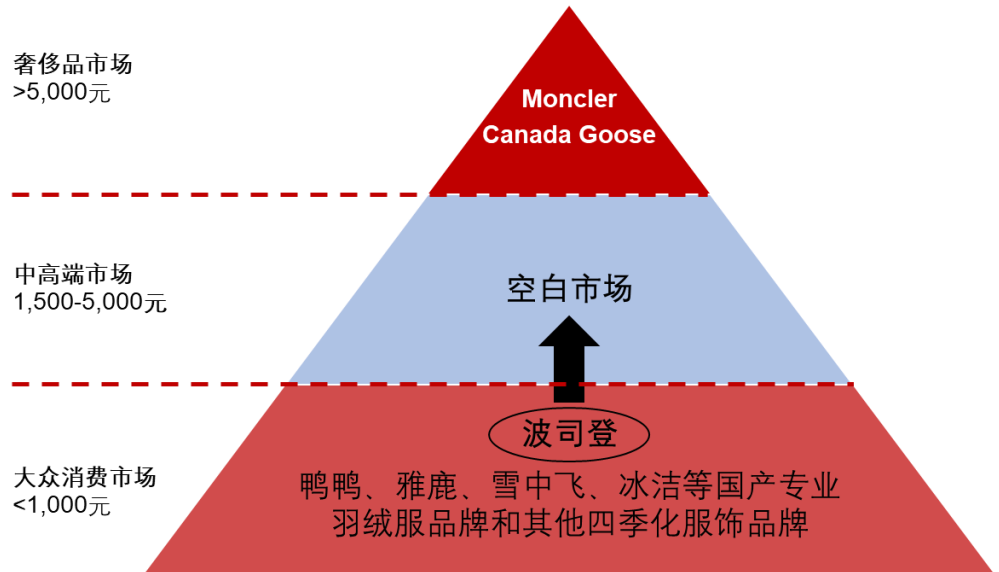
担忧 3：四季服装品牌的竞争

波司登过去两年的成功为国内服装企业树立了标杆，越来越多的四季化品牌服饰公司加入羽绒服行业的竞争，包括森马、海澜之家、优衣库等休闲服饰公司均加大了对羽绒服品类的投入。我们认为，四季化品牌不会对波司登的竞争格局和增长势头造成根本性的冲击，主要原因如下：

1、公司与四季化品牌更多属于错位竞争

2015 年后随着 Moncler 和 Canada Goose 进入中国，国内羽绒服行业的格局产生巨变，过去国内羽绒服行业的主战场长期集中在 1,500 元以下的价位段，竞争极其激烈，而两国外品牌的加入大幅拉升了羽绒服的售价，由此催生出价格段为 1,500-5,000 元的巨大市场空白。波司登敏锐地抓住了市场机会，迅速填补该空白，跳出 1,500 元以下的红海竞争。举例说明，2017 年公司推出了“极寒系列”产品，零售价为 1,899 元，但是售罄率却高达 90%。2019 年“双十一”1,800 元以上产品销售超过 40%，而 2018 年同期仅为 20% 左右。

图 8：中国羽绒服市场分类

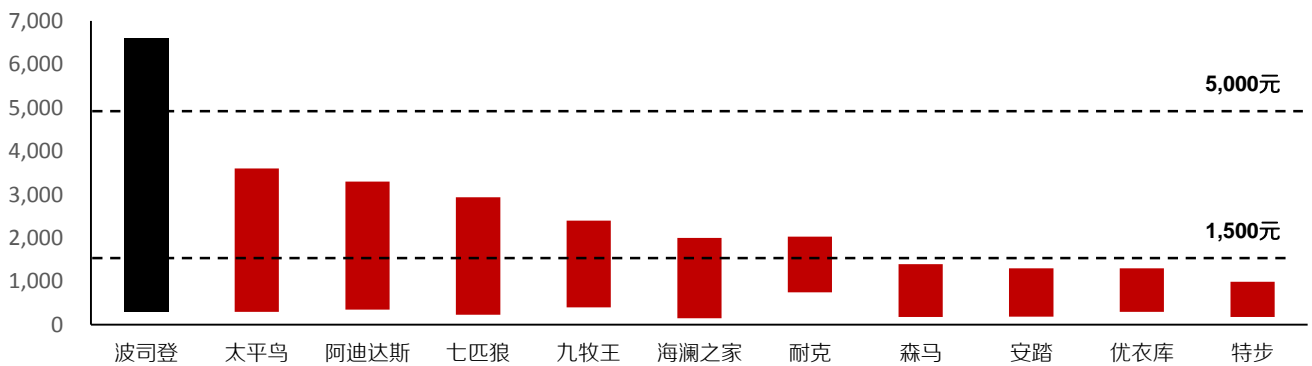


数据来源：东方证券研究所整理

从羽绒服销售价格位段来看，波司登的价位段最宽，根据天猫旗舰店数据，波司登羽绒服主流的销售价格段在 1,500 元以上，最贵的羽绒服售价高达 6,600 元，而四季化品牌方面，价格区间相对较窄，且大部分品牌的价格区间都集中在 1,500 元以下。

从销量最高的羽绒服价位来看（厚款），波司登畅销款价格大幅领先其他品牌。根据天猫旗舰店数据，波司登男士和女士羽绒服价位为 2,000 元左右，其他四季品牌除了耐克和阿迪之外，畅销款价位基本小于 1,000 元。波司登通过提价成功进入了中高端空白市场（1,500-5,000 元之间），与四季品牌以及外资两大品牌均实现了错位竞争。

图 9：市面主流羽绒服品牌价位区间（2020 年 11 月底，元）



数据来源：天猫旗舰店，东方证券研究所

表 4：销量中最高的羽绒服价位（2020 年 11 月底，元）

	波司登	太平鸟	阿迪	七匹狼	九牧王	海澜	耐克	森马	安踏	优衣库	特步
男士厚款羽绒服	1,799	899	1,499	559	729	458	1,049	399	489	699	379
女士厚款羽绒服	1,999	799	999				1,399	459	449	699	339

数据来源：天猫旗舰店，东方证券研究所，标黄表明价位在 1,000 元以上

2、兼顾专业性和时尚性，“波司登=羽绒服”的标签属性日益强化

波司登品牌底蕴深厚（40 多年历史），长期占据行业第一，品牌认知历久弥新。2017 年前，根据乐研研究的数据，本土羽绒服前十大品牌的市占率约为 40%-50%，其中公司羽绒服主品牌波司登自 1999 年起始终处于第一位，雪中飞长期稳定在第二或第三，冰洁长期稳定在第九或第十。每年排名榜单中的企业仅有小幅变动，竞争格局稳定。公司作为国内羽绒服第一龙头的地位几乎无人能撼动，多年的广告宣传和过硬的产品质量为波司登品牌积累了良好的口碑。

表 5：国产羽绒服十大品牌排名（1999-2017 年）

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

数据来源：乐研研究，东方证券研究所，公司原有康博品牌已拆分出上市公司体系

通过赞助中国登山队、南极科考队等活动，波司登产品的专业性和功能性深入人心。1998 年，波司登赞助中国登山队队员登上珠穆朗玛峰顶峰，并将“中国波司登登山队”队旗和刻有“波司登雄居中国第一，挑战世界名牌”的金属牌放到了峰顶。随后又赞助了中国科考队在南极和北极的科考活动，在极限环境下波司登的产品经受住了考验，收获了专业人士的口碑。2019 年，波司登发布登峰系列羽绒服，在羽绒服上采用了行业内的尖端科技，最高售价破万元，加深了消费者对于波司登羽绒服专业性上的认知。

图 10：1998 年中国登山队登顶珠峰



数据来源：波司登，东方证券研究所

图 11：波司登登峰系列 8848 款



数据来源：波司登，东方证券研究所

2017 年“聚焦主航道”整体战略提出并深化后，波司登的品牌势能已再上一个台阶，产品的时尚性和品牌的年轻化得到了市场的充分认可。我们认为，2017 年后的公司聚焦于品牌焕新和年轻化两方面，有效摆脱了原有品牌的老旧形象，成功吸引了年轻消费群体的青睐。具体做法为：

1) **产品设计层面**：公司积极寻求外部合作，接轨国际潮流，增强产品的时尚性，举例来看，2016 到 2018 年，公司分别与 Moncler 前男装首席设计师、Ralph Lauren 前设计总监、LV 和巴黎世家前设计师等合作推出联名款，2020 年 10 月公司发布高缇耶联名合作高定款；

2) **市场营销层面**：除了传统手段外（分众传媒户外投放等），公司主动通过综艺冠名、走秀等新兴方式与年轻消费者建立联系，近两年频频登陆纽约、伦敦时装周，增强品牌国际曝光度，提升品牌调性。代言人方面，同样在今年 10 月，公司聘请杨幂、陈伟霆作为波司登设计师系列代言人，与品牌年轻化形象相符。

总结来看，公司凭借良好的品牌基础，叠加 2017 年后持续加快的品牌投入，产品兼具功能性和时尚性，使得波司登羽绒服专家的定位更加深入人心。目前波司登已基本与羽绒服画上了等号，根据 Ipsos 数据显示，2019 年波司登品牌第一提及率达 66%，品牌认知度高达 97%。我们认为，四季化品牌的竞争难以动摇波司登在羽绒服领域长期积累的市场统治力。

图 12：波司登上海久光快闪店



数据来源：东方网，东方证券研究所

图 13：波司登聘请杨幂、陈伟霆作为设计师系列代言人



数据来源：微信公众号，东方证券研究所

图 14：波司登纽约时装周明星出席现场



数据来源：波司登，东方证券研究所

图 15：与波司登合作过的联名设计师



数据来源：网络图片，东方证券研究所

盈利预测与投资评级

综上所述我们认为，公司未来有望继续依托“波司登”主品牌不断提升的势能，叠加明显超越同行和四季品牌的产品力和行业领先的供应链、物流和数字化体系，不断强化其羽绒服专家的标签属性，再攀经营高峰。我们预计公司 FY2021-2023 年每股收益为 0.14 元、0.18 元和 0.23 元，参考可比公司平均估值，给予公司 FY2022 年 21 倍 PE 估值，对应目标价 4.5 港币（3.8 元人民币），维持公司“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（港币，截止 2020 年 11 月 30 日）

公司名称	公司代码	每股收益				市盈率			
		FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
安踏体育	2020.HK	2.3	2.3	3.4	4.3	54	47	31	25
Canada Goose	GOOS US Equity		3.8	9.0	11.2		72	31	24
Moncler	MONRF US Equity		7.5	11.1	13.3		51	34	29
申洲国际	2313.HK	3.9	4.2	5.0	5.8	33	32	27	23
宝胜国际	3813.HK	0.2	0.1	0.2	0.3	21	23	8	6
361 度	1361.HK	0.1	0.2	0.2	0.3	5	4	4	3
特步	1368.HK	0.3	0.2	0.3	0.4	13	15	10	8
平均							34	21	17

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所，1 港币=0.85 人民币

风险提示

（1）疫情反复

若疫情有所反复，将对消费信心造成打击，从而对公司业绩产生负面影响。

（2）经济减速

经济减速将导致人均可支配收入增速下滑，会对品牌服装等可选消费品的销售造成不利影响。

（3）天气波动

羽绒服具有御寒属性，虽然近年来暖冬影响在逐步减小，但是如果冬季气温对比往年提升幅度较大将导致消费者购买意愿下降。

（4）女装业务持续低于预期等

将产生商誉减值风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	单位:百万元	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
现金及其等价物	2,657	4,207	4,111	5,277	5,719	营业收入	10,383	12,191	13,703	16,281	19,064
贸易、票据及其他应收款项	1,035	1,197	1,848	1,136	2,359	营业成本	(4,870)	(5,482)	(5,843)	(6,784)	(7,849)
按金、预付款项及其它应收款项	920	971	1,161	1,372	1,594	毛利	5,514	6,709	7,861	9,497	11,216
存货	1,931	2,726	2,717	2,116	3,475	销售费用	(3,440)	(4,276)	(4,906)	(5,780)	(6,711)
其他	4,596	3,370	3,370	3,370	3,370	管理费用	(729)	(853)	(1,069)	(1,221)	(1,392)
流动资产合计	11,138	12,470	13,206	13,271	16,516	其他收入和开支	26	19	117	117	117
固定资产	1,024	1,390	1,650	1,947	2,279	其他收入	91	187	187	187	187
无形资产和商誉	1,800	1,654	1,547	1,439	1,331	有关商誉及其它无形资产的减值损失	(43)	(98)	0	0	0
投资性房地产	285	271	265	259	252	其它开支	(22)	(69)	(69)	(69)	(69)
有使用权资产	0	783	1,128	1,423	1,668	营业利润	1,371	1,599	2,003	2,613	3,231
其他	835	811	811	811	811	财务费用	24	1	29	38	47
非流动资产合计	3,945	4,909	5,399	5,877	6,340	财务收入	187	193	221	223	227
资产总计	15,083	17,379	18,605	19,148	22,856	财务支出	(163)	(192)	(192)	(186)	(180)
短期借款	1,628	818	380	0	1,754	除税前溢利	1,394	1,600	2,032	2,651	3,278
即期所得税负债	463	365	365	365	365	所得税	(389)	(405)	(528)	(689)	(852)
应付账款及其它应付款项	2,700	3,241	4,372	4,673	5,918	归属于母公司净利润	1,006	1,195	1,504	1,962	2,426
应付关联方款项	4	5	5	5	5	少数股东权益	24	(8)	0	0	0
租赁负债	0	261	383	488	574	每股收益 (元)	0.09	0.11	0.14	0.18	0.23
流动负债合计	4,796	4,690	5,505	5,531	8,616						
递延税项负债	173	140	140	140	140						
租赁 (非流动)	0	475	698	888	1,047						
可换股债券 (长期借款)	0	1,671	1,671	1,671	1,671						
非流动负债合计	178	2,286	2,509	2,699	2,857						
负债合计	4,974	6,976	8,014	8,230	11,473						
股本	1	1	1	1	1						
储备	9,898	10,213	10,401	10,728	11,193						
少数股东权益	210	189	189	189	189						
股东权益合计	10,109	10,403	10,591	10,918	11,383						
负债和股东权益总计	15,083	17,379	18,605	19,148	22,856						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E		FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
净利润	981	1,203	1,504	1,962	2,426	成长能力					
折旧摊销	224	606	498	613	740	营业收入	16.9%	17.4%	12.4%	18.8%	17.1%
财务费用	(24)	(1)	(29)	(38)	(47)	营业利润	48.4%	16.6%	25.3%	30.4%	23.6%
无形资产减值	43	98	60	60	60	归属于母公司净利润	59.4%	22.6%	25.0%	30.5%	23.6%
营运资金变动	(5)	(482)	298	1,403	(1,558)	获利能力					
其它	290	(192)	0	0	0	毛利率	53.1%	55.0%	57.4%	58.3%	58.8%
经营活动现金流	1,509	1,233	2,331	4,001	1,619	净利率	9.5%	9.9%	11.0%	12.1%	12.7%
资本支出	(428)	(1,425)	(1,048)	(1,151)	(1,263)	ROE	9.9%	11.7%	14.3%	18.2%	21.8%
其他金融资产变动	(4,624)	1,203	0	0	0	偿债能力					
衍生金融负债变动	2	(2)	0	0	0	资产负债率	33.0%	40.1%	43.1%	43.0%	50.2%
投资活动现金流	(253)	612	(1,048)	(1,151)	(1,263)	净负债率	-10.2%	-16.5%	-19.4%	-33.0%	-20.2%
可换股债券	0	1,931	0	0	0	流动比率	2.32	2.66	2.40	2.40	1.92
股息	(739)	(850)	(1,053)	(1,373)	(1,698)	速动比率	1.92	2.08	1.91	2.02	1.51
其他	(617)	(1,089)	(326)	(310)	1,784	营运能力					
筹资活动现金流	(1,356)	(8)	(1,379)	(1,683)	86	应收账款周转率	10.3	10.9	9.0	10.9	10.9
汇率变动影响						存货周转率	2.9	2.4	2.1	2.8	2.8
资料来源:东方证券研究所						总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
现金净增加额						每股指标 (元)					
						每股收益	0.09	0.11	0.14	0.18	0.23
						每股经营现金流	0.14	0.11	0.22	0.37	0.15
						每股净资产	0.94	0.97	0.98	1.01	1.06
						估值比率					
						市盈率	29.9	24.4	19.5	15.0	12.1
						市净率	3.48	3.37	3.29	3.21	3.10
						EV/EBITDA					
						EV/EBIT					

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn