

# 波司登 (03998)

## 暖冬环境下零售流水高增长巩固市场信心，波司登品牌升级红利持续释放

买入（维持）

2020年01月06日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈晨曦

执业证号：S0600517070001  
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003  
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002  
021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入（百万元）	10,384	13,163	15,831	18,485
同比（%）	16.92%	26.77%	20.27%	16.77%
净利润（百万元）	981	1,343	1,740	2,129
同比（%）	59.44%	36.90%	29.55%	22.33%
每股收益（元/股）	0.09	0.12	0.16	0.20
P/E（倍）	27.64	20.19	15.58	12.74

### 投资要点

■ **事件：**公司公告在 FY19/20 前九个月中（2019/4/1-2019/12/31）公司波司登品牌羽绒服业务累计零售金额增长超过 30%。同时品牌羽绒服业务下的其他品牌零售金额增长超过 40%。公司品牌羽绒服业务在线上、线下均表现出快速增长趋势。

■ **在 19 年入冬以来南方天气明显偏暖的情况下，波司登旗下的品牌羽绒服业务依旧保持了高速增长态势，充分显示出公司在品牌、产品、渠道、和零售运营上的全面升级，正在被消费者认可。**

公司的品牌重塑计划在 FY19/20 持续推进，9 月米兰时装周设计师系列发布会邀请名模 Kendall Jenner 走秀、Nicole Kidman 观秀，同时聘请“带货女王”杨幂成为设计师系列代言人、10 月登峰造极高端系列发布会反响强烈、11 月与爱马仕设计师高缇耶在上海隆重推出联名款羽绒服、并连续与包括 Tom Hiddleston、Scarlett Johansson 等大牌欧美演员合作实现产品露出，全方位提升品牌在消费者心目中的形象。

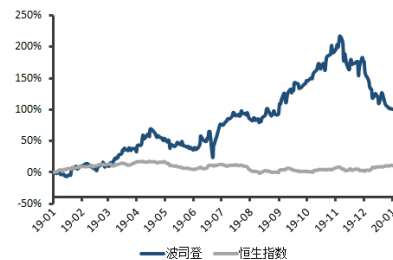
12 月 7 日作为第二届海南岛国际电影节活动之一的“极寒·巅峰上的时尚——波司登&国际时装大师联名秀”在海南三亚上演，波司登联合国际时尚设计师 Kenzo Takada(高田贤三)与 Ennio Capasa 设计的 40 款时尚羽绒服精彩亮相，同时在 12 月 23 日再度联合天猫启动超级品牌日活动。从双十一数据可以看到，波司登主品牌羽绒服消费客单价继续提升，同时年轻消费者的占比也迅速提升。

■ 公司于 12 月 20 日公布股份回购计划，将以从经营活动取得的可动用现金为回购行为提供资金，回购股份数量上限为 2019 年 8 月 26 日已发行股份数量的 10%，进一步表明公司对于自身业务发展前景的信心。

■ **盈利预测及投资建议：**在暖冬下，波司登逆势保持较高的收入增长，我们认为这体现出波司登品牌势能的提升，以及随着渠道与产品的持续升级，消费者对其认可度的持续提升。在这样的基础上，考虑到 2021 春节较晚，元旦与春节期间的销售旺季较 2020 年更长，服装行业有望迎来业绩大年，我们对波司登未来的业绩增长依旧抱有充足信心。我们维持 FY20/FY21/FY22 净利润 13.4 亿/17.4 亿/21.3 亿的业绩预期，同比增长 36.9%/29.6%/22.3%，对应 PE 20X/16X/13X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**经济环境、天气变化使终端零售需求不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(港元)	2.79
一年最低/最高价	1.24/4.46
市净率(倍)	2.78
港股流通市值(百万港元)	30268.25

### 基础数据

每股净资产(元)	0.90
资产负债率(%)	39.43
总股本(百万股)	10850.23
流通股本(百万股)	10850.23

### 相关研究

- 1、《波司登 (03998)：波司登公告回购彰显信心，品牌升级红利持续释放》2019-12-23
- 2、《波司登 (03998)：发行可转债优化资金结构，蓄势助力腾飞》2019-12-05
- 3、《波司登 (03998)：羽绒服龙头再超预期，国货崛起正当时》2019-11-29

波司登三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E		FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
<b>流动资产</b>	<b>11,138.2</b>	<b>11,920.9</b>	<b>12,830.2</b>	<b>13,780.9</b>	<b>营业收入</b>	<b>10,383.5</b>	<b>13,162.9</b>	<b>15,831.0</b>	<b>18,485.5</b>
现金	1,754.3	1,910.8	2,492.0	2,286.7	营业成本	4,870.0	6,081.7	7,127.5	8,179.5
应收款项	1,035.0	1,386.6	1,475.4	2,112.9	销售费用	3,439.9	4,292.2	5,172.2	6,034.7
存货	1,931.1	2,444.2	2,683.5	3,201.0	管理费用	729.1	921.4	1,108.2	1,294.0
其他	6,417.7	6,179.3	6,179.3	6,180.3	其他	-26.2	-60.0	-60.0	-60.0
<b>非流动资产</b>	<b>3,944.6</b>	<b>3,625.6</b>	<b>3,596.4</b>	<b>3,559.8</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,370.8</b>	<b>1,927.6</b>	<b>2,483.1</b>	<b>3,037.4</b>
固定资产	1,023.7	1,033.7	1,069.5	1,098.0	财务费用	(23.7)	(25.7)	(39.3)	(41.4)
无形资产	1,800.3	1,702.0	1,643.2	1,584.3	应占联营公司损益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	285.4	285.4	280.0	274.6	<b>利润总额</b>	<b>1,394.5</b>	<b>1,953.3</b>	<b>2,522.4</b>	<b>3,078.8</b>
预付租金	51.3	28.0	27.3	26.6	所得税费用	388.9	586.0	756.7	923.6
其他	784.0	576.5	576.5	576.5	少数股东损益	24.2	23.9	25.3	26.0
<b>资产总计</b>	<b>15,082.7</b>	<b>15,546.4</b>	<b>16,426.6</b>	<b>17,340.8</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>981.3</b>	<b>1,343.4</b>	<b>1,740.4</b>	<b>2,129.1</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,795.9</b>	<b>4,837.4</b>	<b>5,423.6</b>	<b>5,963.6</b>	EBIT	1,344.6	1,867.6	2,423.1	2,977.4
短期借款	1,627.7	1,600.0	1,700.0	1,700.0	EBITDA	1,570.9	2,118.7	2,672.6	3,244.2
应付款项	2,699.7	3,233.7	3,720.0	4,260.0					
其他	468.5	3.6	3.6	3.6					
<b>非流动负债</b>	<b>178.0</b>	<b>380.0</b>	<b>380.0</b>	<b>380.0</b>					
其他	178.0	380.0	380.0	380.0					
<b>负债总计</b>	<b>4,973.8</b>	<b>5,217.4</b>	<b>5,803.6</b>	<b>6,343.6</b>					
少数股东权益	209.7	233.6	258.9	284.9					
归属母公司股东权益	9,899.2	10,095.5	10,364.1	10,712.2					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15,082.7</b>	<b>15,546.4</b>	<b>16,426.6</b>	<b>17,340.8</b>					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E		FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
经营活动现金流	1,509.4	1,707.1	2,596.5	2,394.3	每股收益(元)	0.09	0.12	0.16	0.20
投资活动现金流	-252.8	-863.6	-1,074.9	-1,381.3	每股净资产(元)	0.93	0.93	0.96	0.99
筹资活动现金流	-1,356.1	-686.9	-940.4	-1,218.3	发行在外股份(百万股)	10,697	10,850	10,850	10,850
现金净增加额	-99.5	156.5	581.2	-205.3	ROIC(%)	10.6%	14.3%	17.9%	21.2%
折旧与摊销	226.4	251.1	249.5	266.8	ROE(%)	10.1%	13.4%	17.0%	20.2%
资本开支	0.0	195.8	220.0	230.0	毛利率(%)	53.1%	53.8%	55.0%	55.8%
营运资本变动	249.9	-178.0	158.8	-615.3	EBIT Margin(%)	12.9%	14.2%	15.3%	16.1%
企业自由现金流	1,693.8	1,945.9	2,785.0	2,516.0	销售净利率(%)	9.5%	10.2%	11.0%	11.5%
					资产负债率(%)	32.98%	33.6%	35.3%	36.6%
					收入增长率(%)	16.9%	26.8%	20.3%	16.8%
					净利润增长率(%)	59.4%	36.9%	29.6%	22.3%
					P/E	27.64	20.19	15.58	12.74
					P/B	2.74	2.69	2.62	2.53
					EV/EBITDA	25.75	19.24	15.36	13.00

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

