

波司登 (3998.HK) / 纺织服装
聚焦羽绒服品牌升级, 优化供应链内生弹性
评级: 买入 (首次覆盖)

市场价格: 1.08 (HKD)

分析师: 李俊松

香港执业证书编号: BEY885

执业证书编号: S0740518030001

Email: lijuns@r.qizq.com.cn

分析师: 赵坤

执业证书编号: S0740518030001

Email: zhaokun@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,816.60	8,880.79	10304.38	13636.82	18490.16
增长率 yoy%	17.79%	30.28%	16.03%	32.34%	35.59%
净利润	369.12	639.52	798.48	996.79	1,223.69
增长率 yoy%	40.98%	73.26%	29.18%	24.51%	22.52%
每股收益 (元)	0.03	0.06	0.07	0.09	0.11
每股现金流量	0.28	0.26	0.15	0.12	0.10
净资产收益率	0.04	0.07	0.08	0.09	0.10
P/E	16.22	10.71	12.28	9.84	8.02
PEG	0.41	0.19	0.42	0.40	0.36
P/B	1.05	1.01	0.93	0.85	0.78

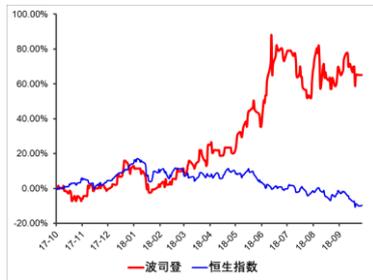
备注: 财年截止日期为当年3月31日

投资要点

- 羽绒业务内生改善, 单店营收持续回升:** 自2015年起, 公司销售网络的店铺/网点数量开始进入明显的下滑通道, 相较2013年的13009家, 已经缩减至2018财年的4466家, 这主要受益于公司在“零售网络”的持续优化: 一方面关闭大量低效店铺, 相反加快在购物中心、时尚百货、核心商圈的专卖店铺设; 另一方面, 对传统批发市场、大卖场、商超等渠道的标准化进行严控, 通过“开、关、转”对渠道品牌进行严格管理。我们在剔除了“羽绒服原材料、产品授权等其他收入”后, 对其单店营业额进行测算, 可以明显看到自2015财年, 单店营业额从51.2万上升至125.06万, CA GR为25%。未来预期公司羽绒服业务中高溢价产品的市场扩张明显落地, 且未来其主要受众及品牌设计的影响规模稳定增长。同时新旧销售网络的结构变化, 伴随品牌升级, 将继续稳定推行。
- 女装业务独立成长, 收购品牌丰富产品线:** 公司于2017年先后收购了“邦宝”、“柯利亚诺”、“柯罗芭”三个品牌。2017年、2018年两个财年, 公司女装业务营收规模分别为622、1153.5百万元, 同比增速分别为86.84%、85.54%。这其中主要来自于2017财年, 邦宝业务的并入, 以及2018财年, 柯利亚诺、柯罗芭业务的并入。相较2018财年, 因为收并购所带来的营收明显提升, 新财年的主要精力在实现各子品牌的区域业务协同, 明确在细分受众的产品定位。
- 贴牌业务突破产能瓶颈, 严格把控订单分包:** 2018年整体OEM订单需求旺盛, 公司预期将持续推进OEM的订单外包, 在波司登自有质控团队进行品质跟踪的前提下, 整体规模相较往年明显提升。
- 多元化业务品牌独立, 预期相对收缩规模:** 在2018年财年中, 波司登多元化服装业务共计营收1139.5百万元, 同比增速为36.03%。相对前值增速明显下滑的主要原因来自于“摩高业务”的剥离, 但是男装品牌业务和波司登家居业务分别达到了52.5%、201.2%, 部分抵消了业务剥离以及雪中飞户外业务终止所带来的消极影响。**未来短期多元化业务将进一步实现品牌独立化, 特别是在“聚焦羽绒服业务”的前提下, 进行战略收缩。但鉴于品牌运营期内, 男装、居家业务的成功经验, 在经过战略调整期后, 以“童装、校服、居家、男装”为矩阵的新多元化业务矩阵将重新起航。**
- 投资建议:** 作为战略聚焦羽绒服业务的第一个财年, 高溢价产品线的增量推动, 以及供应链管理的持续优化, 将为公司未来的盈利持续增长提供核心驱动。在未来预期上, 我们持续看好公司在“新设计”、“新品牌”战略方向上的持续落地, 预计2019-2021财年7.99亿元、9.97亿元、12.24亿元, 对应EPS为0.07、0.09、0.11元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示事件:** 1、由于消费分化加剧, 新产品线扩张不达预期; 2、成装及其他服装细分品类竞争加剧, 品牌独立化不达预期。3、对外贸易的强政策不确定性。

基本状况

总股本(百万股)	10682.56
流通股本(百万股)	10682.56
市价(港元)	1.08
市值(百万港元)	11537.16
流通市值(百万港元)	11537.16

股价与行业-市场走势对比

相关报告

内容目录

羽绒服品牌独占鳌头，推动品牌/产品持续创新	- 4 -
波司登 42 年稳健经营，新竞态谋求产品突破.....	- 4 -
创始人多年领航，国际资源战略联合	- 6 -
羽绒服市场库存去化明显，服装竞争品牌优势凸显.....	- 8 -
羽绒服市场存量竞争时代，跨“品类+品牌”竞争加剧.....	- 8 -
多品类品牌化布局，试水多产品线架构.....	- 9 -
羽绒服业务内生性改善，持续寻找边际机遇.....	- 11 -
羽绒服业务内生改善，单店营收持续回升.....	- 11 -
女装业务独立成长，收购品牌丰富产品线.....	- 13 -
多元化业务品牌独立，寻找行业边际机会	- 15 -
盈利预测及投资建议	- 16 -

图表目录

图表 1: “波司登” 42 年公司发展历程.....	- 5 -
图表 2: 波司登纽约时装周限量款系列.....	- 5 -
图表 3: 波司登董事及高级管理层.....	- 6 -
图表 4: 波司登公司股权结构.....	- 6 -
图表 5: 波司登/伊藤忠战略合作框架.....	- 7 -
图表 6: 2012-2018 1H 年中国羽绒服生产规模 (万件)	- 8 -
图表 7: 波司登集团多品类发展历程.....	- 9 -
图表 8: 2017-2018 年波司登业务营收结构.....	- 10 -
图表 9: 飒美特品牌服装设计.....	- 10 -
图表 10: 2014-2018 年羽绒服业务营收结构 (百万元)	- 11 -
图表 11: 2014-2018 年羽绒服业务营收结构增速 (%)	- 11 -
图表 12: 2013-2018 年羽绒服业务销售网络占比	- 12 -
图表 13: 2013-2018 年平均单店营业额 (万元)	- 12 -
图表 14: 2013-2018 年羽绒服业务销售网络营收及增速	- 12 -
图表 15: 羽绒服业务迪士尼系列.....	- 13 -
图表 16: “超级暖的波司登”品牌营销.....	- 13 -
图表 17: 2014-2018 年女装服业务营收结构 (百万元)	- 14 -
图表 18: 2017-2018 年女装服业务销售网络营收结构.....	- 14 -
图表 19: 2014-2018 年杰西品牌营收结构 (百万元)	- 14 -
图表 20: 2014-2018 年杰西品牌单店营收 (百万元)	- 14 -
图表 21: 2014-2018 年多元化服装营收结构 (百万元)	- 15 -
图表 22: 2014-2018 年家居业务营收结构 (百万元)	- 15 -

图表 23: 2018 年家居业务销售网络结构.....	- 15 -
图表 24: 2014-2018 年男装业务营收结构 (百万元)	- 16 -
图表 25: 2014-2018 年男装业务单店营收 (百万元)	- 16 -
图表 26: 波司登盈利预测及业务拆分.....	- 17 -
图表 27: 沪深市场“品牌服饰类”对比估值.....	- 17 -
图表 28: 港股通纺织服装对比估值.....	- 18 -
图表 29: 波司登财务报表预测	- 19 -

羽绒服品牌独占鳌头，推动品牌/产品持续创新

波司登 42 年稳健经营，新竞态谋求产品突破

- 波司登作为中国起步较早的羽绒服企业，从早起的商业经济试水，到品牌化的初步形成；从羽绒服功能性到时装化的引入；从国内市场向全球市场的扩张；这些都是在过去 42 年的稳健经营的基础上逐步实现的。**这期间既波司登迅速成长为羽绒服国内市场龙头，也在进入稳定增长长期后，通过横向并购和全球区域扩张，来谋求新的业绩增长点。**

- **创业成长期（1976-1995 年）：**波司登于 1976 年成立于江苏常熟，基于当时商品经济的改革前提，以及改革开放预期下，商品流转的加速，公司的成立其实正是中国市场经济改革的典型缩影。在经历了创始初期的基础产品加工后，公司在 1992-1999 年，先后完成了企业改制，并且初步完成了羽绒服的时装化引入。同时，随着在极寒科考项目中的活跃（南北极科考、登顶珠穆朗玛），初步完成了基于“羽绒服功能性”的品牌建设。
- **品牌成熟期（2000-2006 年）：**自 2000 年波司登被认证为“中国驰名商标”伊始，公司基于“质量”和“品牌”的良性互动产品战略开始逐步显现，2001 年，公司获得法国高质量科技产品证书；2002 年，公司羽绒服作为外交礼品赠与俄罗斯、芬兰等多国领导人。最终在 2006 年，波司登作为商业案例走进哈佛商学院。
- **双线扩张期（2007-2017 年）：**2007 年波司登获得服装行业首个“中国世界名牌”称号，同年在香港主板上市（HK: 03998）。**在品牌影响力方向上**，波司登先后在 2011 年在伦敦时尚街区开设旗舰店，在 2014 年在纽约曼哈顿联合广场开业，同时，2014 年亮相米兰世博会。**而在产品线方向上**，波司登秉承着“四季战略”，即实现从羽绒服冬季单品向服装全品类的转型。2016 年 1 月，获得全球领先贸易公司“伊藤忠商事株式会社”及“中信国际”的联合投资。同年，全部完成对女装品牌“邦宝”及“杰西”的全部收购。2017 年，波司登宣布在 3 月斥资 6.6 亿元收购拥有女装品牌柯利亚诺（Koreano）和柯罗芭（Klova）的欣悦服装 100% 已发行股份。
- **战略转型期：（2018 年-至今）：**所谓的战略转型，主要其余两方面，一是作为波司登传统优势的羽绒服业务，面对海外品牌的快速扩张，亟需对产品线进行二次升级（同时也面临着其他服饰企业的跨界布局）。二是刚刚脱身于“高库存”、“低竞价”的行业竞态，需要在“运营效率改善”和“品牌扩张升级”间实现平衡。

图表 1: “波司登” 42 年公司发展历程



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 品牌升级的立足点：**2018年9月11日，波司登在纽约时装周主场举办了主题为“牖”的新品发布会，这次发布会是“中国文化元素”和“街头风格”的一种尝试。从整体行业的竞态来看，除了面临着海外高端时尚品牌 Moncler 和 Canada Goose 的竞品压力，同时也面临着国内时尚羽绒品牌的快速崛起，以及优衣库等服饰企业的跨品类扩张压力。所以，波司登虽然面临着上下并进的竞争压力，但是其实真正面临的是一个共性的问题，即羽绒服饰的流行文化渐起，所带来市场份额重新分配。

图表 2: 波司登纽约时装周限量款系列



来源：公司官网，中泰证券研究所

创始人多年领航，国际资源战略联合

- **高德康先生多年领航：**高先生作为波司登公司董事长兼首席执行官，在创建之初至今，持续负责公司集团的长期发展战略。而高德康先生在纺织服装行业超过 40 年的从业经验，赋予公司基于稳健经营和成长转变的双重基因。高先生曾担任中国服装协会第六届理事会副会长（2013 年），中国服装协会第六届羽绒服及制品专业委员会主任委员（2015 年），中华全国工商联联合会纺织服装商业协会会长、中国纺织工业联合会第四届理事会特邀副会长、中国轻工业联合会第四届理事会（特邀）副会长（2016 年），全国工商联执委（2017 年）。

图表 3：波司登董事及高级管理层

黄巧莲（执行董事/副总裁）

为本公司董事兼副总裁及上海波司登服装设计开发中心有限公司（本公司的附属公司）总经理，二零零七年六月获任命为执行董事。黄女士负责设计本集团波司登品牌羽绒服产品，作品多次应邀赴韩国、加拿大、俄罗斯等国作展览。曾获当代名师勋章、中国十佳服装设计师、中国成衣流行趋势研究发布功勋设计师等荣誉称号。她于时装界拥有超过二十年经验。

梅冬（执行董事/执行总裁）

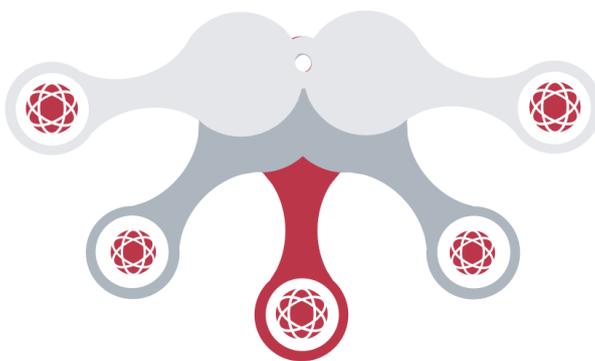
为本公司董事兼常务副总裁，二零零六年七月获任命为执行董事。梅女士负责本集团运营管理工作。她于羽绒服行业拥有超过十年经验，曾获得过全国「巾帼建功」标兵荣誉称号和全国劳动模范称号等多项奖项和荣誉。

麦润权（执行董事）

为本公司执行董事、公司秘书及本集团女装事业部总经理，负责本公司公司秘书事务及本集团旗下若干附属公司的董事及公司秘书。曾于 2008 年 7 月本集团担任首席财务官（直至 2017 年 6 月 25 日卸任）。

芮劲松（执行董事/高级副总裁）

为公司执行董事及高级副总裁及波司登羽绒服装有限公司（本公司附属公司）总经理，全面负责本集团主品牌波司登的经营管理业务，在品牌战略定位，核心竞争力打造及品牌经营管理方面获得实战经验。



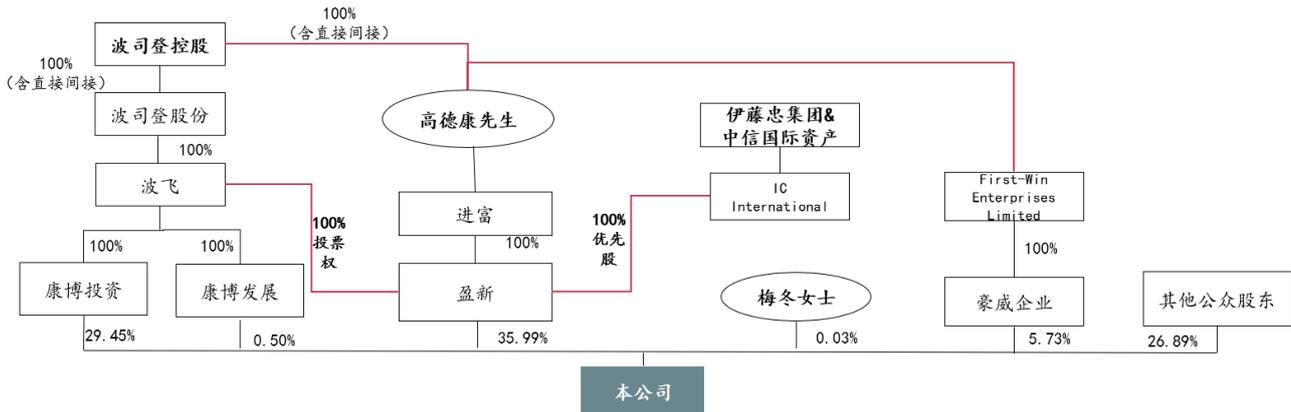
高德康（董事长/CEO）

高先生作为波司登公司董事长兼首席执行官，在创建之初至今，持续负责公司集团的长期发展战略。而高德康先生在纺织服装行业超过 40 年的从业经验，赋予公司基于稳健经营和成长转变的双重基因。高先生曾担任中国服装协会第六届理事会副会长（2013 年），中国服装协会第六届羽绒服及制品专业委员会主任委员（2015 年），中华全国工商联联合会纺织服装商业协会会长、中国纺织工业联合会第四届理事会特邀副会长、中国轻工业联合会第四届理事会（特邀）副会长（2016 年），全国工商联执委（2017 年）。

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **引入国际战投资源合作：**从公司的股权结构来看，高德康先生及梅冬女士夫妇通过波司登控股、进富公司、豪威（家族信托）直接及间接持有公司股票比例共计 71.69%。但是在盈新公司持有的 35.99% 比例的公司股票中，100% 的投票权由波飞公司持有，而 100% 无投票优先股由伊藤忠集团附属公司及中信国际资产公司联合设立的 ITC SPC（IC International Limited）持有。

图表 4：波司登公司股权结构



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 2015年4月24日，波司登发布公告，日本第三大贸易商行伊藤忠商事株式会社和中信集团旗下中信国际资产管理公司共同成立的ITC SPC，通过投资盈新公司间接认购波司登13.03亿股新股份（认购价1.19港元）。这次战略投资除了在资金层面为波司登提供了新的发展动力。同时，伊藤忠商事株式会社作为全球知名的贸易公司之一，归属于日本六大财团的劝银财团，有超过150年的历史。作为对波司登在全球市场开拓的助力是相对突出的。
- 2016年10月25日，波司登在延期股东特别大会上，通过了向盈新发行18.34亿新股的普通决议案，而本次决议案是为了对2016年1月份盈新向波司登提供的240亿日元贷款进行贷款资本化。本次贷款资本化，以每股0.93元配发18.35亿股新股。在后续的合作中，伊藤忠将通过多种方式与波司登实现战略合作。

图表5：波司登/伊藤忠战略合作框架



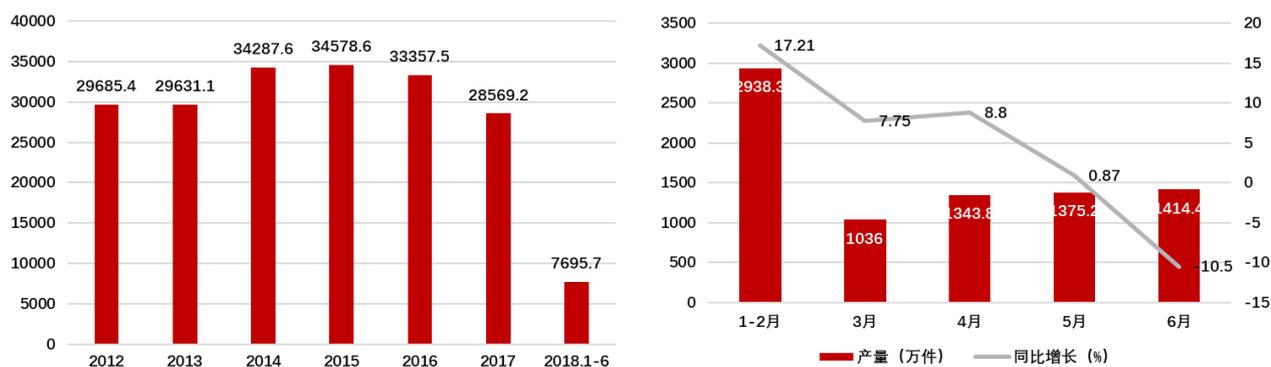
来源：公司公告、中泰证券研究所

羽绒市场库存去化明显，服装竞争品牌优势凸显

羽绒市场存量竞争时代，跨“品类+品牌”竞争加剧

- 根据中商产业研究公布的数据，2012-2017年全国羽绒服产量有增有减。其中2015年全国羽绒服产量最高，产量为34578.6万件。2017年相对最少，产量为28569.2万件。从羽绒行业整体的产量数据来看，并且结合国内羽绒企业的竞争策略，在经历了过去三年的“库存加速去化”后，低价格竞争策略所带来的边际效益正在逐渐弱化。并且结合，2018年1H的产量数据可以看到，每月产量同比增速均出现明显下滑，特别是5-6月的逆季节产量去化更加明显，一方面体现了“以单定销”的生产模式正在逐渐成熟（对应的响应式生产管理也易发成熟），另一方面体现了高库存低价格的生产销售策略也开始逐渐被各家厂商弱化。

图表 6: 2012-2018 1H 年中国羽绒服生产规模 (万件)



来源：中商产业数据，中泰证券研究所

- 从近两年的市场情况，羽绒服市场竞争格局的新变量还包括了：全品类服装品牌商的强势介入以及海外知名品牌在中国市场的加速扩张。前者对应的竞争对手主要包括：优衣库、GXG、杰克琼斯、ONLY、太平鸟等服装品牌，而後者的竞争对手则主要为 Moncler、Canada Goose。
- ✓ **跨品类竞争加剧**：我们通过对比 2017 年双十一活动期间的各品牌商的服装销售数据，可以明显看出，从销量上快时尚品牌的羽绒服销量远超运动品牌及传统羽绒服品牌，虽然因为产品定位的差异性以及单品价格存在的销量优势，对这一数据有着直接影响，但是从产品逻辑上证明了，这种跨品类竞争的加剧将持续存在。比如，快时尚品牌销量较高的品类主要集中在轻薄型产品，而运动品牌由于定价策略和功能性，整体销量较低。而波司登作为传统羽绒服品牌，仍占据细分榜首，相交同细分品牌的竞争优势仍旧十分突出。
- ✓ **海外高端品牌扩张竞争**：从产品策略上来讲，波司登在海外市场同 Canada Goose 以及 Moncler 在定价上差异化明显。其未来主要面临的竞品竞争主要是在前两者进入中国市场后对高端消费的渗透，而产生的对波司登未来产品线天花板的封锁。2018 年 5 月，“高端

羽绒服”Canada Goose 宣布要进入中国市场，开设直营店，9 月份其正式入驻天猫奢侈品频道。而 Moncler 早期于 2009 年首家旗舰店落户上海，目前在中国共计开设 34 家实体店，而 2011 年上线电商渠道后，目前全球销售额仍然较小，接近 8%左右。

- ✓ **波司登面临的竞态分析：**首先对于快时尚品牌的这种跨品类竞争主要集中在轻薄服饰和功能型服饰，其竞争优势主要集中在积累较久的品牌受众以及基于时尚性保暖搭配，短期还很难快速有效的渗透至羽绒服成衣品类。而高端羽绒服品牌的中国市场开拓，从 Moncler 的近 10 年在中国市场的表现来看，并未对波司登的主要产品线形成明显冲击，更多的竞争效应体现在未来在高端品牌的竞争上。

多品类品牌化布局，试水多产品线架构

- 公司自 2010 年起，提出了“四季化产品”战略，其主要目的是基于冬季羽绒服的核心业务，实现向全品类服装的延伸，进而提升整体的业务弹性。如今波司登旗下的服装品类业务主要包括：波司登男装（康博制衣、威德罗）、波司登女装（杰西、邦宝、柯利亚诺、柯罗芭）、波司登家居生活、校服定制业务（飒美特）。

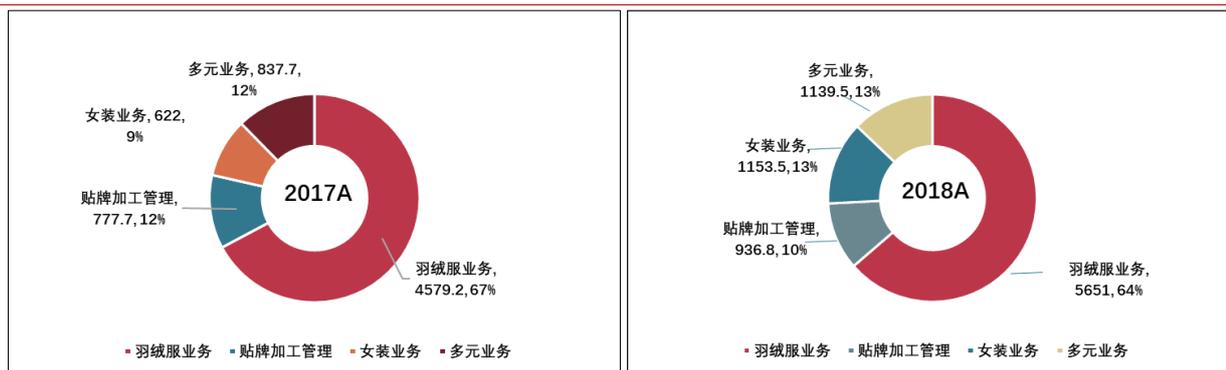
图表 7：波司登集团多品类发展历程



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **女装业务稳定增长：**在贯穿了 2010-2017 年的品牌扩张战略中，我们可以明显的看到，波司登经历了一个明显的试错过程，从最早在投资层面的女装业务（瑞奇）试水，到后续对休闲品牌（摩高）、童装品牌（叮当猫）的收购，以及对海外潮牌（洛卡薇尔）的代理经营，目前波司登在女装业务线的市场营收已经颇具规模。在公司公布的 2017/2018 财年财报中，女装业务同比增长 85.5%，同时在整体营收规模占比从 9.1%快速上升到 13.0%。

图表 8: 2017-2018 年波司登业务营收结构



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **多元化业务弹性提升:** 目前公司的多元化业务主要包括“波司登男装”和“波司登居家”，摩高品牌已于 2017 年出售，故后续不再计入营收。波司登居家的产品主要以内衣、居家服为主，其中波司登保暖内衣线上保暖内衣综合排名为第三位。波司登男装相较于前者具备更久的品牌运营经验和更广的渠道铺设网络，近年来公司一直通过标准化的店铺零售、品牌形象、物流配送来进一步提升其运营效率及品牌影响力，同时持续加强线上投入，目前已经成为天猫男装品类供应链快速响应标杆。2018 年基于集团未来对非羽绒业务的调整，将终止与经销商的合作，基于此种举措对于男装商誉以及客户关系收益所带来的影响，共计约 1.65 亿元已经全部计提。未来公司将陆续实现多元化业务的品牌独立性，实现同“波司登”羽绒服主品牌的相对独立。
- ✓ **校服业务 (飒美特):** 江苏飒美特服饰有限公司成立于 2015 年 12 月，由波司登集团与韩国校服定制品牌 SMART F&D 公司合资创办，旗下拥有校服定制品牌——飒美特，面向中国市场开展校服定制业务。目前公司业务主要以订单为导向，并且可根据学校历史、文化、校徽、校训等因素提供完全定制服务设计，目前已获得江苏、上海、浙江等众多学校订单。
- ✓ **童装业务:** 目前从公司最新披露的年报来看，波司登童装业务主要集中在线上运营，在 2017-2018 年近一年的运营后，波司登童装在天猫童装项目类位列 TOP30。未来将通过初期的成立合资公司以及选取优秀的国际童装品牌进行线上合作，在童装业务方向进行深入试水，并在相对成熟的条件下，进行线下店铺的拓展。

图表 9: 飒美特品牌服装设计



来源：飒美特官网、中泰证券研究所

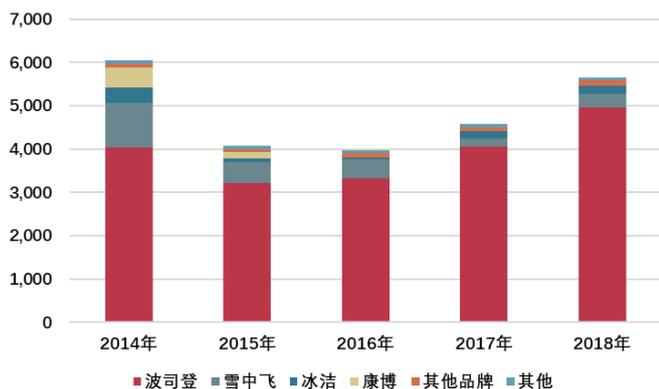
羽绒业务内生性改善，持续寻找边际机遇

羽绒业务内生改善，单店营收持续回升

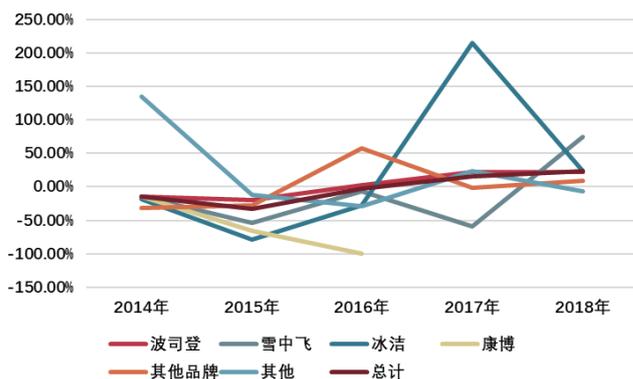
- 回顾波司登过往历史业绩，可以明显的看到 2015 年是其传统羽绒业务相对筑底的一年，相较 2015 财年总营收 40.8 亿，2016 财年 39.77 亿，2018 财年已经明显回升至 56.51 亿元，同比增速为 23.41%，由此可见羽绒服业务营收开始整体进入上升阶段。而与其形成鲜明对比的是自 2015 年起，公司销售网络的店铺/网点数量开始进入明显的下滑通道，相较 2013 年的 13009 家，已经缩减至 2018 财年的 4466 家，这主要受益于公司在“零售网络”的持续优化：一方面关闭大量低效店铺，相反加快在购物中心、时尚百货、核心商圈的专卖店铺设；另一方面，对传统批发市场、大卖场、商超等渠道的标准化进行严控，通过“开、关、转”对渠道品牌进行管理。我们在剔除了“羽绒服原材料、产品授权等其他收入”后，对其单店营业额进行测算，可以明显看到自 2015 财年，单店营业额从 51.2 万上升至 125.06 万，CAGR 为 25%。

图表 10: 2014-2018 年羽绒服业务营收结构 (百万元)

图表 11: 2014-2018 年羽绒服业务营收结构增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所



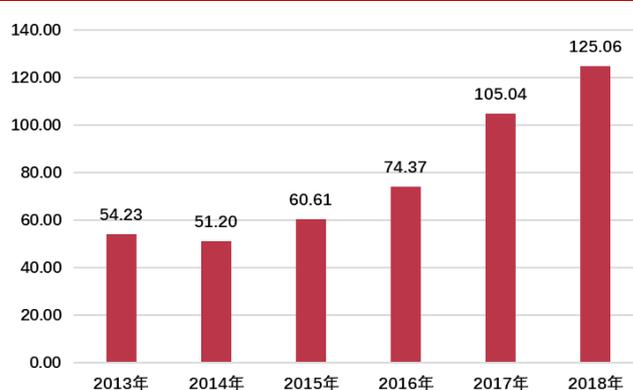
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 12: 2013-2018 年羽绒服业务销售网络占比



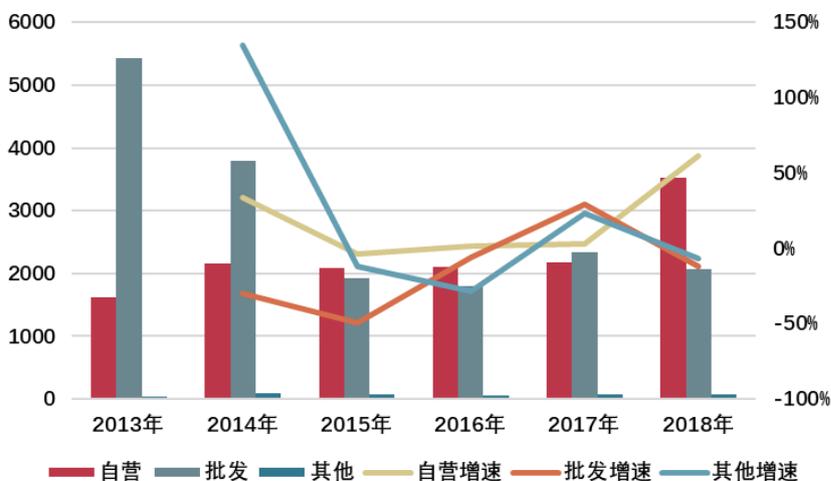
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 13: 2013-2018 年平均单店营业额 (万元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 14: 2013-2018 年羽绒服业务销售网络营收及增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所

 ➤ **库存订单管理:** 经过过往几年的库存去化, 目前羽绒服业务的库存保

持着正常健康水平，但是目前仍对部分销售区域实行“拉式铺货”，以最终实现货品“三年清零”。从 2018 财年，公司开始实行“直营/批发订货完全分离”，对于自营门店，实行单店订货，充分发挥单店需求导向，在实现成熟运营后，实行拉式下单生产。对于经销商实行分级返利以及差异订货。

- **物流信息管理：**目前公司订货只投产 40%左右期货，在进入 10-12 月份的市场需求旺季后，公司会根据终端数据反馈，实现 15 天内的快速供货，拉补 60%左右的市场需求订单。目前公司对位于常熟的“智能配送中心”进行改造，在实现南京、苏州、上海等地门店直接配送的基础上辐射全国，并且由区域分仓来替代零售库存，大幅降低库存成本。同时在 2017 年，公司同阿里巴巴合作，构建了服装行业内第一家私有云平-“波司登新零售管理云平台”，在平台下，公司将持续有效的整合从消费者数据、零售终端数据、供应商数据、库存数据等贯穿整个公司甚至行业层面的数据化网络，进而有效提升其自身的资源整合效率。
- **高端品牌化升级：**聚焦于产品竞争力的产品线升级，是波司登实现羽绒服业务品牌升级的核心逻辑，除了我们在上文所提到的关于直营门店的形象品牌标准化改造，波司登还加大了围绕功能性（极寒系列）、时尚性（风衣系列、迪士尼系列）的产品研发及营销投入。同时在广告投入上，采用了“体验营销”+“品牌营销”的双重模式，前者通过冠名并推出纪录片《翻滚吧！地球》，强化了产品的功能性，使得极寒系列产品年度综合售罄率高达 90%以上。而在 2017 年双十一期间推出的“中国有嘻哈”九强联名款，以及拍摄 MV《潮级暖的波司登》，均极大的提升了公司品牌潮流形象，在 2017 年双十一期间获得 5.68 亿营收。

图表 15：羽绒服业务迪士尼系列



来源：新浪网、中泰证券研究所

图表 16：“超级暖的波司登”品牌营销



来源：天猫旗舰店、中泰证券研究所

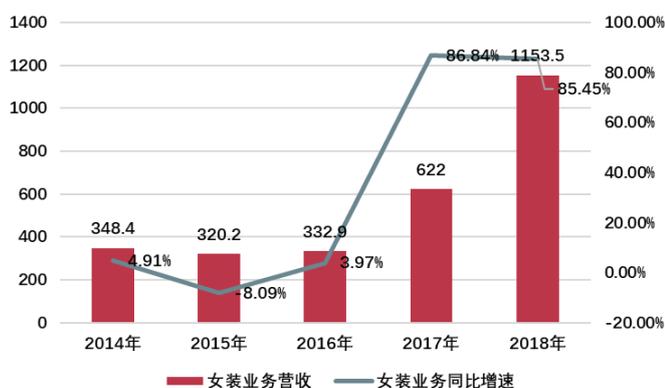
女装业务独立成长，收购品牌丰富产品线

- 公司当前的女装业务线最早起始于 2010 年对于女装服饰品牌“瑞奇”的投资，虽然该公司已于 2014 年终止。但是后续对于女装品牌的投资收购，如 2011 年收购的中高端女装品牌“杰西”已经成为了具备相对成熟的业

务线。同时考虑到女装品牌的受众差异化和定位，公司于 2017 年先后收购了“邦宝”、“柯利亚诺”、“柯罗芭”三个品牌。2017 年、2018 年两个财年，公司女装业务营收规模分别为 622、1153.5 百万元，同比增速分别为 86.84%、85.54%。这其中主要来自于 2017 财年，邦宝业务的并入，以及 2018 财年，柯利亚诺、柯罗芭业务的并入，而从长期来看，还需要结合单店营收的持续改善来进行观察。

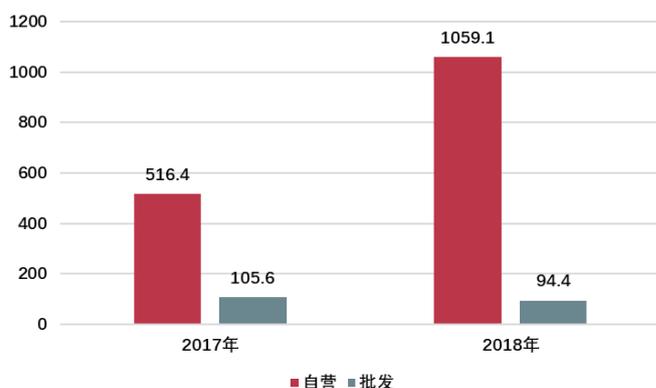
- 相较杰西品牌的“独立、自主”定位，以及所针对的 28-45 岁都市白领女性受众，公司新进收购的“柯利亚诺”和“柯罗芭”分别更具针对性，前者主要以“时尚、优雅”为风格，针对 25-35 岁的都市白领；后者主要以“简约、大方”为风格，针对 30-45 岁的知性女性。通过对比 2017 年，2018 年的销售网络店数来看，新品牌的并入主要集中在自营店，对于批发店铺公司目前正在进行进一步的压缩。

图表 17: 2014-2018 年女装服业务营收结构(百万元)



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 18: 2017-2018 年女装服业务销售网络营收结构



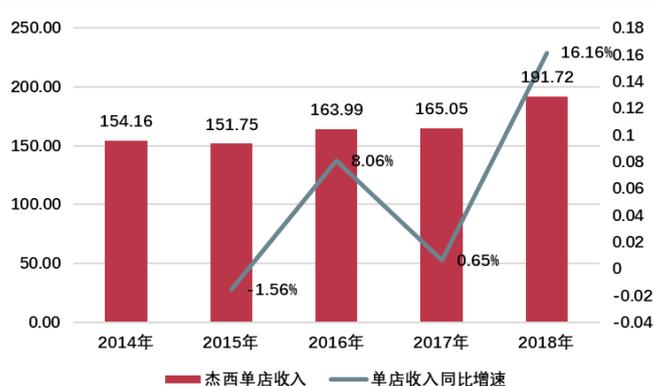
来源：公司公告、中泰证券研究所

- 杰西品牌单店盈利改善：作为女装业务线中最为成熟的品牌，杰西在 2015 年同样受益于内生性改善（提升自营店管理及坪效、加强新品研发、控制期货比率、多样化经销策略）。在 2018 财年，杰西品牌营收规模达到 389.2 百万元，同比增速 20.31%。具体到单店的品牌盈利性，我们可以明显看到在 2018 财年，杰西单店收入为 191.72 万元，同比增速为 16.16%，远超前值。

图表 19: 2014-2018 年杰西品牌营收结构(百万元)



图表 20: 2014-2018 年杰西品牌单店营收(百万元)



来源：公司公告、中泰证券研究所

来源：公司公告、中泰证券研究所

多元化业务品牌独立，寻找行业边际机会

- 公司的多元化服装业务主要包括男装业务、波司登家居业务，而原有的“摩高品牌”已于2017年出售。在2018年财年中，波司登多元化服装业务共计营收1139.5百万元，同比增速为36.03%。相对前值增速明显下滑的主要原因来自于“摩高业务”的剥离，但是男装品牌业务和波司登家居业务分别达到了52.5%、201.2%，部分抵消了业务剥离以及雪中飞户外业务终止所带来的消极影响。

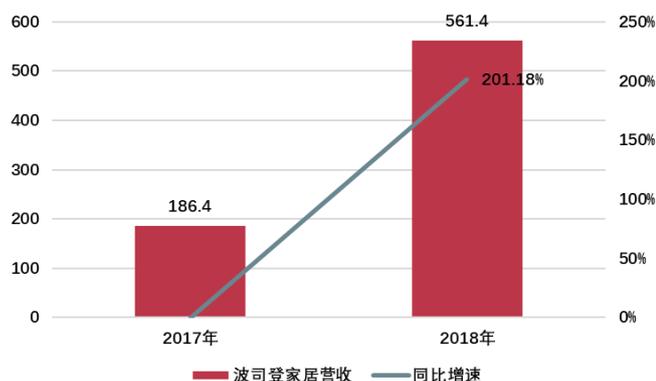
图表 21: 2014-2018 年多元化服装营收结构 (百万元)



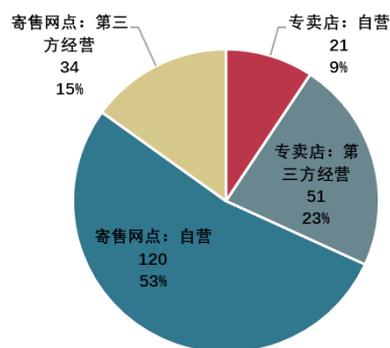
来源：公司公告、中泰证券研究所

- 波司登家居业务:** 家居业务自2017年正式运营以来，主要以保暖内衣和家居服为主，较强的发挥了波司登在保暖功能性方面积累的多年经验，至2018年波司登保暖内衣在线上保暖内衣的综合排名提升至TOP3。从销售网店的类型分布来看，目前主要以自营店为主，第三方加盟为辅，但是在加盟店的标准上设置了相对严格的条件。

图表 22: 2014-2018 年家居业务营收结构 (百万元)



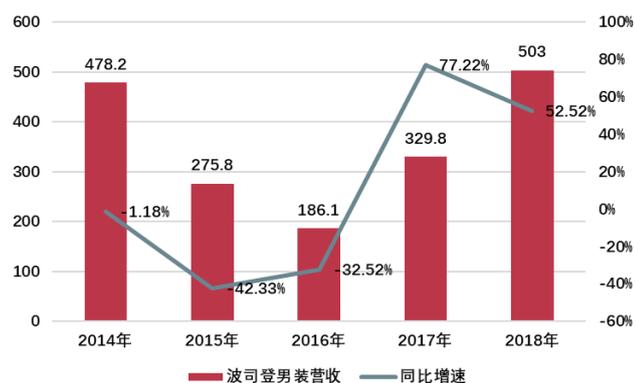
图表 23: 2018 年家居业务销售网络结构



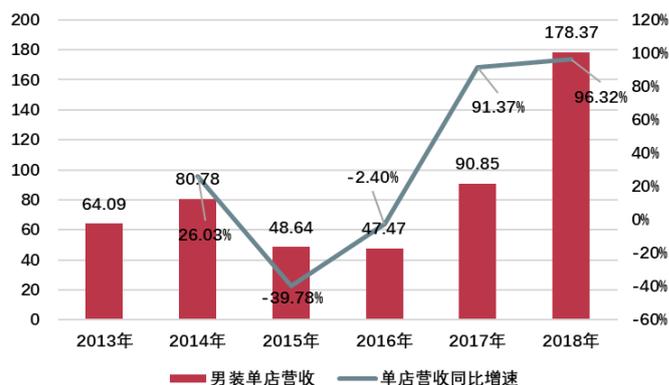
来源：公司公告、中泰证券研究所

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 波司登男装业务：**无论是从男装业务的整体营收，还是单店营收规模均自 2016 年拐点起，表现出相对明显的回升趋势。2018 财年，男装业务营收为 503 百万元，同比增速为 52.52%，单店营收为 178.37 万元，同比增速为 96.32%。从结构上来看，驱动其营收业务增长的主要因素来自于单店盈利性的改善。波司登男装近年来逐渐改革加盟商合作模式，将加盟商改革为灵活性和强控制力兼具的联营模式，同时通过标准化零售标准，整体加强了其运营效率。

图表 24：2014-2018 年男装业务营收结构（百万元）


来源：中泰证券研究所

图表 25：2014-2018 年男装业务单店营收（百万元）


来源：中泰证券研究所

盈利预测及投资建议

- 盈利预测：**对于未来的盈利状况，我们主要聚焦如下三点，1、羽绒服业务中高溢价产品的市场扩张明显落地，且未来其主要受众及品牌设计的影响规模稳定增长。2、新旧销售网络的结构变化，伴随品牌升级，稳定推行。3、女装业务形成全国性覆盖，并且在具体的产品细分上形成明晰的独立品牌效应
- 羽绒服业务：**聚焦品牌化，作为产品线增量的“极寒系列”、“漫威授权系列”等相对较高溢价的系列对整体营收贡献明显。销售网络

结构优化：公司在 2018 年度持续推进，基于选址优化、品牌升级的新店开设，同期也在关闭运营效率较低的旧门店，预期在经历年度销售旺季后，对整体营收贡献明显。

- **贴牌加工管理**：整体 OEM 订单需求旺盛，推进 OEM 的订单外包，在波司登自有质控团队进行品质跟踪的前提下，整体规模相较往年明显提升。
- **女装业务**：相较 2018 财年，因为收并购所带来的营收明显提升，新财年的主要精力在实现各子品牌的区域业务协同，明确在细分受众的产品定位，所以新财年预期增长维持个位数增长。
- **多元化业务**：由于在 2018 财年，传统男装业务的商誉减值计提，短期其仅维持现有渠道的独立运营，同时家居及童装业务未来亦实现品牌独立化，预期新财年将出现 70-80% 的业务下降。

图表 26：波司登盈利预测及业务拆分

分类项目（百万元）		2018A	2019E	2020E	2021E	盈利预测及条件假设
羽绒服业务	主要营业收入	5651.00	7346.30	9917.51	13884.51	聚焦品牌化 ：作为产品线增量的“极寒系列”、“极减授权系列”等相对较高溢价的系列对整体营收贡献明显。 销售网络结构优化 ：公司在 2018 年度持续推进，基于选址优化、品牌升级的新店开设，同期也在关闭运营效率较低的旧门店，预期在经历年度销售旺季后，对整体营收贡献明显。
	同比增速	23%	30%	35%	40%	
贴牌加工管理	主要营业收入	936.80	1405.20	1967.28	2557.46	整体 OEM 订单需求旺盛，推进 OEM 的订单外包，在波司登自有质控团队进行品质跟踪的前提下，整体规模相较往年明显提升。
	同比增速	20%	50%	40%	30%	
女装业务	主要营业收入	1153.50	1211.18	1392.85	1671.42	相较 2018 财年，因为收并购所带来的营收明显提升，新财年的主要精力在实现各子品牌的区域业务协同，明确在细分受众的产品定位，所以新财年预期增长维持个位数增长。
	同比增速	85%	5%	15%	20%	
多元业务	主要营业收入	1139.50	341.85	358.94	376.89	由于在 2018 财年，传统男装业务的商誉减值计提，短期其仅维持现有渠道的独立运营，同时家居及童装业务未来亦实现品牌独立化，预期新财年将出现 70-80% 的业务下降。
	同比增速	36%	-70%	5%	5%	
总计	主要营业收入	8880.80	10304.53	13636.58	18490.28	1、羽绒服业务中高溢价产品的市场扩张明显落地，且未来其主要受众及品牌设计的影响规模稳定增长。 2、新旧销售网络的结构变化，伴随品牌升级，稳定推行。 3、女装业务形成全国性覆盖，并且在具体的产品细分上形成明晰的独立品牌效应
	同比增速	30%	16%	32%	36%	

来源：中泰证券研究所

- **参考估值**：我们分别根据沪深市场“品牌服饰类”标的和港股通纺织服装标的进行估值对比，其中剔除部分严重亏损及业务集中度分散标的。综合考虑两市相对估值及未来公司盈利预期，以及资本市场的预期流动性，公司 2019 财年目标市值为 127.84 亿元，对应 PE 为 16 倍。
- **沪深市场部分**，我们选用 A 股 31 家上市公司作为参考，当前 TTM 市盈率平均值为 18.90，2018E 市场一致预期估值为 22.71。

图表 27：沪深市场“品牌服饰类”对比估值

证券代码	证券简称	总市值 亿元	自由流通市值 亿元	市盈率 PE(TTM)	预测PE(FY1) 倍	预测PE(FY2) 倍
002656.SZ	摩登大道	61.63	20.65	75.09	76.08	54.20
603555.SH	贵人鸟	38.03	8.41	61.55	52.11	50.08
002397.SZ	梦洁股份	33.14	9.68	45.37	25.39	19.40
300577.SZ	开润股份	67.81	19.98	43.23	35.23	24.23
002154.SZ	报喜鸟	34.74	26.14	36.22	34.08	24.21
603196.SH	日播时尚	26.50	6.82	34.72	25.56	21.54
002832.SZ	比音勒芬	50.01	19.29	22.87	19.83	14.66
002875.SZ	安奈儿	17.63	5.19	22.08	20.92	17.54
002867.SZ	周大生	141.88	26.73	20.82	18.94	15.56
002563.SZ	森马服饰	257.57	46.29	20.26	16.44	13.62
603608.SH	天创时尚	44.31	12.44	19.64	15.47	13.11
603557.SH	起步股份	36.94	9.69	18.25	16.94	14.87
603001.SH	奥康国际	39.50	14.70	18.00	14.77	13.45
600146.SH	商赢环球	34.35	13.79	17.95	8.55	6.64
603558.SH	健盛集团	30.39	11.14	17.17	14.23	11.16
603808.SH	歌力思	51.60	19.84	15.10	13.68	11.14
603877.SH	太平鸟	80.54	9.18	14.40	12.29	9.46
002293.SZ	罗莱生活	67.03	24.27	13.83	12.24	10.28
002612.SZ	朗姿股份	33.32	12.25	13.60	12.30	10.63
603839.SH	安正时尚	41.44	10.69	13.54	11.54	8.88
002029.SZ	七匹狼	44.28	26.15	13.44	12.30	10.70
601566.SH	九牧王	68.50	18.28	12.87	11.89	10.33
603365.SH	水星家纺	34.13	8.53	12.28	10.74	8.82
002327.SZ	富安娜	61.24	28.48	11.78	10.39	8.92
600398.SH	海澜之家	410.19	126.05	11.65	11.11	10.04
002503.SZ	搜于特	78.86	27.21	11.57	10.77	9.62
603157.SH	拉夏贝尔	43.76	13.37	11.10	8.85	8.09
603518.SH	维格娜丝	23.33	7.80	8.89	8.53	6.98
002291.SZ	星期六	16.16	7.48	-4.68	57.69	44.90
300005.SZ	探路者	27.45	17.62	-19.64	35.40	28.76
002269.SZ	美邦服饰	55.78	22.53	-26.95	69.81	46.84
平均值		66.19	20.34	18.90	22.71	18.02

来源: Wind、中泰证券研究所

- 香港市场部分, 我们选取港股纺织服装行业 24 家上市公司 (剔除经营状况不稳定等极端影响因素), 对应 18 年平均估值为 8.97 倍, 未来 12 个月一致预期估值均值为 13.44。

图表 28: 港股通纺织服装对比估值

证券代码	证券简称	总市值亿元	流通市值亿元	市盈率PE(TTM)倍	预测PE(未来12个月)倍
2313.HK	申洲国际	1,245.42	1,245.42	25.34	20.30
1086.HK	好孩子国际	45.87	45.87	24.45	10.04
2331.HK	李宁	149.63	149.63	21.22	15.89
2020.HK	安踏体育	840.37	840.37	19.78	15.62
2298.HK	都市丽人	74.66	74.66	18.13	14.44
3813.HK	宝胜国际	79.60	79.60	16.67	-
1368.HK	特步国际	93.29	93.29	16.63	11.73
1382.HK	互太纺织	112.39	112.39	15.11	11.42
3306.HK	江南布衣	70.45	70.45	14.47	10.88
3998.HK	波司登	111.10	111.10	14.46	9.25
0321.HK	德永佳集团	38.41	38.41	12.62	-
2232.HK	晶苑国际	139.50	139.50	11.87	8.91
0709.HK	佐丹奴国际	57.93	57.93	11.38	9.64
0551.HK	裕元集团	342.73	342.73	10.63	10.63
1234.HK	中国利郎	79.27	79.27	9.81	8.01
3818.HK	中国动向	70.63	70.63	7.94	8.07
6116.HK	拉夏贝尔	49.44	14.95	7.10	-
1361.HK	361度	39.08	39.08	6.96	6.32
2678.HK	天虹纺织	91.50	91.50	6.95	5.15
0787.HK	利标品牌	32.07	32.07	-0.45	-
0330.HK	思捷环球	38.12	38.12	-1.49	54.57
0494.HK	利丰	138.66	138.66	-3.15	6.83
0860.HK	力世纪	43.79	43.79	-16.13	-
1028.HK	千百度	11.42	11.42	-29.49	-
平均值		166.47	165.04	9.20	13.20

来源：Wind、中泰证券研究所

- **投资建议：**作为战略聚焦羽绒服业务的第一个财年，高溢价产品线的增量推动，以及供应链管理的持续优化，将为公司未来的盈利持续增长提供核心驱动。在未来预期上，我们持续看好公司在“新设计”、“新品牌”战略方向上的持续落地，预计 2019-2021 财年 7.99 亿元、9.97 亿元、12.24 亿元，对应 EPS 为 0.07、0.09、0.11 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示事件：**1、由于消费分化加剧，新产品线扩张不达预期；2、成装及其他服装细分品类竞争加剧，品牌独立化不达预期。3、对外贸易的强政策不确定性。

图表 29：波司登财务报表预测

利润表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5787.32	6816.60	8880.79	10304.38	13636.82	18490.16
营业成本	(6178.10)	(6653.39)	(4761.69)	(6191.63)	(7078.23)	(9590.70)
毛利	2609.22	3163.20	4119.10	5112.75	6558.59	8899.46
其他收入-经营	55.82	65.69	65.62	0.00	0.00	0.00
销售费用	(1766.18)	(1951.14)	(2451.50)	(1194.36)	(1091.05)	(6731.95)
管理费用	(477.73)	(608.81)	(630.18)	(772.83)	(1022.76)	(1386.76)
其他支出	(63.45)	(8.94)	(179.63)	0.00	0.00	0.00
营业利润	337.68	660.01	923.41	1145.18	1444.41	1780.36
财务收入/(费用)净额	54.29	(67.83)	(65.14)	35.00	25.00	20.00
除税前溢利	406.53	572.89	888.27	1180.18	1469.41	1800.36
所得税	(144.69)	(203.77)	(248.75)	(654.05)	(440.82)	(640.11)
净利润(含少数股东权益)	261.83	369.12	639.52	826.12	1028.59	1260.25
净利润(不含少数股东权益)	280.94	391.84	615.48	798.48	996.79	1223.69
少数股东损益	(9.11)	(22.72)	24.04	27.65	31.79	36.56

现金流量表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	261.83	369.12	639.52	826.12	1028.59	1260.25
所得税(收益)/费用	144.69	203.77	248.75	354.05	440.82	540.11
折旧/摊销	145.26	173.92	195.49	171.56	180.32	182.46
资产减值损失	79.00	0.00	165.36	0.00	0.00	0.00
其他	(64.89)	(8.51)	6.20	0.00	0.00	0.00
营运资本变动	350.49	557.12	120.35	(66.85)	(102.56)	(154.57)
经营活动产生现金流量净额	708.68	1109.24	1032.65	1284.89	1547.17	1828.25
可供出售金融资产变动	768.71	(351.73)	(894.42)	(825.81)	(357.32)	(359.18)
银行存款(增加)/减少-投资活动	(234.20)	236.60	(6.11)	0.00	0.00	0.00
投资收益	138.78	122.42	97.14	0.00	0.00	0.00
投资活动产生现金流量净额	629.02	(157.21)	(863.94)	(825.81)	(357.32)	(359.18)
筹资活动	(206.25)	(600.08)	537.21	0.00	0.00	0.00
负债调整	(174.23)	(645.77)	10.15	264.01	229.07	
已付股息-筹资活动	(61.98)	(289.56)	(97.97)	(255.74)	(18.41)	(90.12)
筹资活动产生现金流量净额	(819.12)	265.55	(83.18)	(245.58)	(64.40)	(161.06)
现金及现金等价物净增加额	518.58	(202.43)	(1014.47)	(84.28)	(117.67)	(217.86)
期初现金及现金等价物余额	2470.78	3023.42	2834.99	1794.05	1609.77	1292.10
汇率变动对现金的影响	34.06	13.99	(26.47)	0.00	0.00	0.00
期末现金及现金等价物余额	3023.42	2834.99	1794.05	1609.77	1292.10	1074.24

资产负债表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资产总计	12155.61	14118.40	14443.17	15187.75	16437.68	17910.29
非流动资产合计	2698.11	3635.77	3484.61	3397.92	3342.98	3299.14
固定资产-物业、厂房及设备	927.25	818.87	885.31	835.63	781.55	724.80
预付租金-非流动资产	37.38	30.13	54.10	40.54	41.59	45.41
无形资产和商誉	759.64	1480.82	1896.72	1896.72	1896.72	1896.72
投资性房地产	194.48	182.61	179.17	179.17	179.17	179.17
递延税项资产-非流动资产	451.59	416.67	469.32	445.86	443.95	453.04
流动资产合计	9457.50	10482.63	10958.56	11789.84	13094.71	14611.15
存货	1628.59	1436.50	1454.84	1370.30	1258.42	1106.72
贸易、票据及其他应收款项	1506.47	1189.39	1474.43	1679.44	1950.76	2318.63
应收关联方款项-流动资产	300.12	289.84	200.73	157.15	113.57	69.99
预付原材料及服务供应商款项	109.80	410.38	344.43	344.43	344.43	344.43
可供出售金融资产-流动资产	1258.48	2610.21	4513.85	5339.66	6696.98	8056.17
已抵押银行存款-流动资产	1127.53	1441.45	904.61	904.61	904.61	904.61
定期存款	503.10	266.50	271.61	271.61	271.61	271.61
货币资金	3023.42	2834.99	1794.05	1609.77	1292.10	1074.24
负债及股东权益总计	12155.62	14118.41	14443.16	15187.75	16437.68	17910.29
负债合计	4703.31	4763.18	4660.39	4547.87	4920.13	5208.69
流动负债合计	4550.88	4382.90	4337.36	4214.69	4322.94	4382.44
非流动负债合计	152.43	380.28	323.03	333.18	597.19	826.26
股东权益合计(含少数股东权益)	7452.31	9355.23	9782.77	10639.88	11517.55	12701.60
股东权益合计(不含少数股东权益)	7242.38	9175.74	9595.79	10425.27	11271.14	12418.62
少数股东权益	209.93	179.49	186.97	214.61	246.409	282.971

比率分析

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	0.45	0.46	0.46	0.50	0.48	0.48
三费/销售收入	0.38	0.39	0.35	0.38	0.37	0.38
EBIT/销售收入	0.06	0.10	0.10	0.11	0.11	0.10
销售净利率	0.05	0.50	0.15	0.14	0.16	0.16
BPS	0.02	0.03	0.06	0.08	0.10	0.12
BPS	0.70	0.87	0.91	0.99	1.08	1.19
ROE	0.04	0.04	0.07	0.08	0.09	0.10

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

分析师承诺:
负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1. 本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
2. 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, 同时在此承诺, 在执业过程中, 谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
3. 本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则, 并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
4. 本人承诺由本人出具的所有报告中的内容或观点, 不会直接或间接地收到任何形式的补偿, 并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议, 且仅限中国内地使用。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。