

年轻时尚化改造有力，看好旺季销售， 新期购股权计划彰显信心

事件

公司公告新一期核心员工购股权计划，拟授出 2.6 亿份购股权，占总股本 2.43%，认购价格为 1.07 港元。其中公司执行董事、高级副总裁、品牌事业部总经理芮劲松先生获授 8000 万股。本次购股权计划有效期为自 2018 年 10 月 26 日起十年，解锁安排为自授出首日后一年起按 30%、40%、40%分三年解锁。业绩考核期为 2019、2020、2021 三年，公司未披露具体业绩承诺。

简评

新品增加、减少促销提升 ASP，提价拉动淡季羽绒服收入

上半财年（截止 9 月 30 日）为羽绒服销售淡季，收入占比比较低，今年上半财年自有羽绒服收入双位数增长，主因提价拉动。主品牌波司登新品占比和价格双升，设计款提价较多，基础款提价略低。同时以往淡季均会大规模促销，今年为配合品牌升级改造，7/8 月份淡季减小了促销力度，亦拉升了均价水平。

渠道改造顺利，年轻时尚化改造提高旺季销售潜力

公司今年战略回归聚焦主业，在羽绒服细分领域的品牌力占据绝对优势，工艺水平亦处于世界前列。相比加拿大鹅等国际头部品牌，质量上的差距仅体现在用料上，主要由品牌定位人群的差异所决定。今年开始公司在做精渠道和提升产品时尚度、年轻化两个领域进行大刀阔斧的改革。渠道上，2018 财年末已经恢复净开店，羽绒服门店总共 4466 家，专卖店与自营店数量占比均有明显上升趋势，未来渠道战略仍重在结构调整，配合品牌升级，将在购物中心、时尚百货及核心商圈的专卖店等渠道上加快布局。今年门店改造计划进度顺利。

产品设计上，公司今年与国际时尚潮流品牌、设计师合作，大胆改进产品风格，并推出联名款，年轻化、时尚化收获消费者认知情况较好，品牌老化形象成功得到一定改善，利好销售。看好公司 Q4 旺季发力，改革效果得以彰显，10 月份前三季度销售环比显著提速，提价亦有助力，同时随着天气转冷，销量预计实现有力提升。尤其看好双十一电商助力，今年电商上新品大多是全新，风格与老品差异较大，年轻时尚化改善明显，以去年推出爆款“极寒系列”为代表（线上专供，价格远高于 ASP），

波司登 (03998)

维持

买入

史琨

shikun@csc.com.cn

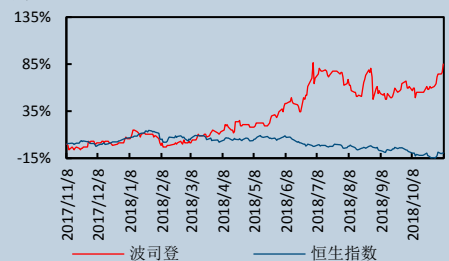
010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2018 年 11 月 08 日

当前股价：1.24 元

股价表现



相关研究报告

18.07.06

180706【中信建投纺织】波司登公司深度：42 年匠心，“羽”众不

市场认可度高，同时新增国际设计师联名系列、漫威系列等迎合年轻人喜好，转型潜力巨大。

投资建议：公司在国内羽绒服市占率连续 23 年蝉联首位，凭借波司登、雪中飞、冰洁三大子品牌深耕中高端与大众市场。品牌年轻化、时尚化改造力度大，且营销效果好，消费者认知程度高；线下门店恢复净开店，购物中心店及直营渠道持续加码。推出核心员工购股权计划绑定上下利益，彰显发展信心。我们预计公司 2019-2020 财年归母净利润为 8.10、10.36 亿元人民币，EPS 分别为 0.076、0.097 元/股，对应 PE 分别为 15、11 倍。看好其品牌力，供应链运营效率及绝对龙头规模优势带来的业绩确定性，维持“买入”评级。

风险因素：行业竞争加剧；羽绒新品推广不及预期；多元化业务整合不及预期；原材料价格上涨等。

表 1：波司登 2018-2020 财年主要财务指标及预测（公司财年报表日为 3 月 31 日）（单位：百万元）

利润表				现金流量表			
截至 3 月底	FY18	FY19E	FY20E	截至 3 月底	FY18	FY19E	FY20E
收入	8,881	10,235	12,711	息税前利润	863	1,272	1,622
销售成本	(4,762)	(5,082)	(6,289)	折旧与摊销	(195)	(204)	(229)
毛利	4,119	5,153	6,422	净利息费用/收益	(25)	(22)	(23)
销售及营销开支	(2,452)	(2,815)	(3,548)	所得税费用	(249)	(414)	(498)
行政开支	(630.2)	(901)	(1,080)	营运资本调整	938	(636)	(1,296)
其他收益及利得净额	(174.4)	(166)	(171)	其他	(299)	453	395
息税折旧摊销前利润	1,059	1,476	1,851	经营性现金流	1,033	449	(28)
折旧与摊销	195	204	229	资本开支	(575)	(500)	(500)
息税前利润	863	1,272	1,622	收购	(1,904)	1,720	829
净利息费用/收益	25	22	23	资产处置	-	-	-
非经常项目	-	0	0	其他	(1,420)	(966)	(1,011)
合资和附属公司	-	0	0	投资性现金流	(3,898)	254	(683)
除所得税前利润	888	1,250	1,599	运营效率			
所得税费用	(249)	(414)	(498)	股利	(120)	(119)	(203)
少数股东权益	(24)	(26)	(29)	发行股数	-	-	-
净利润	615	810	1,073	负债调整	(646)	(331)	1,136
经调整净利润	618	810	1,036	其他	273	273	447
基本每股盈利（港元）	0.06	0.08	0.10	融资性现金流	(493)	(177)	1,380
经调整基本每股盈利（港元）	0.06	0.08	0.10	现金调整	(3,359)	526	669
稀释后每股盈利（港元）	0.06	0.08	0.10	年初现金及现金等价物	2,835	1,794	2,320
经调整稀释后每股盈利（港元）	0.06	0.08	0.10	年末现金及现金等价物	(524)	2,320	2,989
每股股息（港元）	0.01	0.01	0.02	自由现金流	1,173	(74)	(479)
资产负债表				主要比率			
截至 3 月底	FY18	FY19E	FY20E	截至 3 月底	FY18	FY19E	FY20E
现金	1,794	2,320	2,989	营运比率			
短期投资	4,514	2,794	1,965	毛利润率(%)	46.4	50.3	50.5
应收账款	1,474	1,402	2,153	息税前利润率(%)	9.7	12.4	12.8
库存	1,455	1,504	1,856	息税折旧摊销前利润率(%)	11.9	14.4	14.6

其他流动资产	1,721	2,330	3,092	有效税率 (%)	28.0	33.1	31.1
流动资产总值	10,959	10,350	12,056	收入增长率 (%)	30.3	15.2	24.2
财产、厂房和设备	885	1,181	1,453	净利润增长率 (%)	57.1	31.5	32.5
无形资产	1,897	2,047	2,147	经调整净利润增长率 (%)	55.0	31.1	28.0
合资和附属公司	-	0	0	经调整基本每股盈利增长率 (%)	55.0	31.1	28.0
其他长期资产	703	1,311	1,875	每股股利增长率 (%)	(78.6)	31.5	28.0
非流动资产总值	3,485	4,539	5,475	流动资金比率			
资产总值	14,443	14,889	17,530	股本回报率 (%)	6.4	7.9	9.3
短期债务	2,338	2,007	3,143	资本回报率 (%)	8.5	11.6	13.7
应付账款	1,769	1,568	2,062	资产周转率 (x)	0.6	0.7	0.7
其他流动性负债	230	380	456	营运现金/息税前利润 (x)	1.2	0.4	(0.0)
流动性负债总值	4,337	3,955	5,661	折旧/资本开支 (x)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
长期债务	-	0	0	库存周转天数	110.5	108.0	108.0
递延税	218	362	435	应收账款周转天数	54.6	50.0	62.0
可转债	-	0	0	应付账款周转天数	114.0	112.7	120.0
其他长期债务	105	105	105	杠杆比率			
非流动性负债总值	323	467	541	净负债/权益 (%)	5.7	(3.1)	1.4
负债总值	4,660	4,423	6,201	净负债 / 折旧摊销息税前利润 (x)	0.5	(0.2)	0.1
股东资金	9,596	10,247	11,080	利息覆盖率 (x)	34.2	57.8	70.5
少数权益	187	213	243	流动比率 (x)	2.5	2.6	2.1
负债和权益总值	14,443	14,883	17,524	估值			
净现金/(负债)	(544)	313	(154)	市盈率 (x)	19.0	14.5	11.3
				市盈率(x) - 完全稀释经调整每股盈利	19.0	14.5	11.3
				企业价值倍数 (x)	11.8	7.9	6.5
				市帐率 (x)	1.2	1.1	1.0

资料来源: WIND, 中信建投证券股份有限公司

分析师介绍

史琨：CFA，金融学硕士，2017年7月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

报告贡献人

邱季 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

周博文 010-86451380 zhoubowen@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859