# 波司登（3998.HK）/纺织服装　　半年净利增速超预期，品牌化稳步落地可期

## 评级：买入（维持）

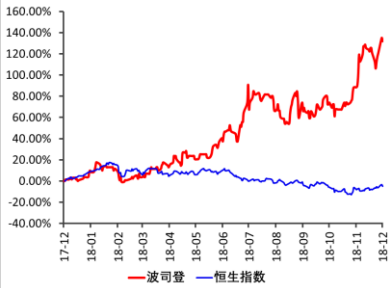
市场价格：1.44（HKD）

分析师：李俊松
香港执业证书编号：BEY885
执业证书编号：S0740518030001
Email：lijs@r.qlzq.com.cn
分析师：赵坤
执业证书编号：S0740518030001
Email：zhaokun@r.qlzq.com.cn

## 基本状况

| | |
|---|---|
| 总股本(百万股) | 10682.56 |
| 流通股本(百万股) | 10682.56 |
| 市价(元) | 1.44 |
| 市值(百万元) | 15383.00 |
| 流通市值(百万元) | 15383.00 |

## 股价与行业-市场走势对比




## 相关报告

1【中泰海外】波司登（3998.HK）深度研究报告— 聚焦羽绒服品牌升级，优化供应链内生弹性 20181022

## 公司盈利预测及估值（人民币）

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 6,816.60 | 8,880.79 | 10304.38 | 13636.8 | 18490.1 |
| 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 | 1223.69 |
| 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

- **公司于 2018 年 11 月 29 日发布半年度业绩公告，截止 2018 年 9 月 30 日，收入同比增加 16.4%至 34.44 亿元，毛利率提升 2.2 个百分点至 42.3%，羽绒服业务毛利率提升 7.9%至 50.6%，基本符合预期，净利润同比为 43.9%，为 2.51 亿元，中期股息为每股普通股 2.0 港仙。从整体来看，营收增速略高于我们预期，而净利润增速大幅超过前期预期。**

  - **新品牌战略亮点：产品品牌化创新，**公司加快产品研发创新，陆续推出泡芙轻暖系列、设计师系列、高端户外系列、知名 IP 合作系列等持续发力，并且除了在时尚化的持续创新，未来将通过同全球面料龙头 Gore-tex 战略合作，来提升产品功能性创新。**渠道品牌化升级，**公司除了对传统门店进行统一化品牌升级，也加强了同优秀一线 Shopping Mall 的合作，实现产品投放渠道的场景升级。**广告渠道多元化投放，**除了相对传统的电视媒介，公司亦加强了在新兴媒介的营销投放，如针对泡芙、极寒、设计师等系列的互联网宣传文案，分众传媒的楼宇投放等。结合两组数据，公司会员消费转化稳定增长，平均消费转化率达 62%，同时年轻化趋势明显，25 岁以下消费会员占比从 17/18 财年提升至 10%，我们认为公司整体的品牌化整合战略效果明显。

  - **供应链弹性亮点：“库存+订单”系统化管理，**公司在回归健康库存水平的基础上，通过延续直营/批发订货完全分离+拉式下单/生产，来保证合理库存/订货水平。**另外，由于实现了零售端和生产端的信息化贯通，配合公司现有的高效率 15 天优质快反供应，**打造了完全一体化的高弹性供应链系统。最终反映在存货周转天数上，可以清晰地看到已经从三年前的 200 天明显下降至 111 天，未来可以预期将始终保持在改合理周转区间。

- **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。在当前时点来看，公司品牌化战略落地稳定可期，短期维持前期判断，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，维持“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、成装等服装细分品类竞争加剧，品牌化不达预期。3、对外贸易的强政策不确定**

性。

## 图表1：波司登财务报表预测（人民币百万元）

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 | (3178.10) | (3653.39) | (4761.69) | (5191.63) | (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 | (766.18) | (951.14) | (1451.50) | (1194.36) | (1091.05) | (1731.95) |
| 管理费用 | (477.73) | (608.81) | (630.18) | (772.83) | (1022.76) | (1386.76) |
| 其他支出 | (83.45) | (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) | (35.14) | 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) | (354.05) | (440.82) | (540.11) |
| **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** | (19.11) | (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 | (1351.73) | (1894.42) | (825.81) | (1357.32) | (1359.18) |
| 银行存款(增加)/减少-投资活动 | (234.20) | 236.60 | (5.11) | 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 | (1577.21) | (1863.94) | (825.81) | (1357.32) | (1359.18) |
| 筹资活动 | (2206.25) | (660.08) | 537.21 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 负债调整 | | (1774.23) | (1645.77) | 10.15 | 264.01 | 229.07 |
| 已付股息-筹资活动 | (61.98) | (289.56) | (197.97) | (255.74) | (318.41) | (390.12) |
| **筹资活动产生现金流量净额** | (819.12) | 265.55 | (183.18) | (245.58) | (54.40) | (161.06) |
| 现金及现金等价物净增加额 | 518.58 | (202.43) | (1014.47) | (184.28) | (317.67) | (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 | 4,547.87 | 4,920.13 | 5,208.69 |
| 流动负债合计 | 4550.88 | 4382.90 | 4337.36 | 4,214.69 | 4,322.94 | 4,382.44 |
| 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 | 10,639.88 | 11,517.55 | 12,701.60 |
| 股东权益合计(不含少数股东权 | 7242.38 | 9175.74 | 9595.79 | 10,425.27 | 11,271.14 | 12,418.62 |
| 少数股东权益 | 209.93 | 179.49 | 186.97 | 214.616 | 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 |
| EPS | 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。