

3998.HK 波司登

港股通（沪/深）

买入（首次）

## 回归羽绒服主业，协同拉动量价齐升

2018年12月9日

## 市场数据

日期	20181207
收盘价(港元)	1.52
总股本(亿股)	106.8
总市值(亿港元)	162.4
净资产(亿元)	94.4
总资产(亿元)	144.4
每股净资产(元)	0.88

## 主要财务指标

会计年度	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业收入(百万元)	8,881	10,029	11,508	13,336
同比增长(%)	12.9	14.7	15.9	16.2
归母净利润(百万元)	616	851	1,055	1,293
同比增长(%)	57.1	38.2	24.1	22.5
毛利率(%)	46.4	53.7	54.4	54.6
净利润率(%)	6.9	8.5	9.2	9.7
净资产收益率(%)	6.5	8.2	9.1	10.5
基本每股收益(元)	0.06	0.08	0.10	0.12

## 相关报告

## 投资要点

- **首次覆盖给予买入评级，目标价 1.77 港元：**预计公司 FY2019/20/21 年实现收入 100.3/115.1/133.4 亿元，同比+14.7%/15.9%/16.2%，实现归属母公司净利润 8.51/10.55/12.93 亿元，同比+38.2%/24.1%/22.5%。我们看好公司的科技研发技术与实力、高效供应链快反系统、全渠道发展优势壁垒，公司聚焦羽绒服主营业务、协同发展 OEM、女装与童装业务、均衡发展国内销售市场以及对海外市场的探索，综合优势不断显现，市场份额有望不断提高。给予公司股票目标价 1.77 港元，对应 FY2019 PE 为 16.6x，目标价相比现价有 16.8% 的涨幅，首次覆盖给予“买入”评级。
- **回归羽绒服主营业务，从供应链库存、研发与设计、渠道结构三大方面重塑品牌自信。**首先，公司通过产、销、补系统高效动态监管库存状态，优化快反机制。通过全国 8 大分仓，建立物流仓储 EMW 系统。其次，功能性与时尚性并重。通过研发分隔充绒和防绒针技术，以及引入 GORE-TEX 面料提高产品质量和定位。并借助纽约时装周，聘请全球著名设计师，提升产品形象。此外，改善渠道结构，着力提高同店增长。未来公司将以发展购物中心大店为重点，通过 ASP 及客单价的提升，保持同店增速的高双位数增长。
- **加强 OEM、女装及童装业务的协同发展，促进企业长期稳定发展。**首先，从 OEM 业务看，公司与前五大客户关系牢固，其收入占 OEM80% 以上。其次，女装品牌扩充并稳定发力，短期企稳。第三，童装新赛道开启，并与日本 Petit main、韩国 HAPPYLAND 和 KAPPA KIDS 的品牌运营合作，长线发展值得期待。
- **成本控制及管理效率逐渐提升，派息比率较好。**从成本来看，公司羽绒原材料超过 60% 锁价策略利好公司毛利润率；从费用来看，销售与管理费用率保持持续稳定，FY2019H1 为 32.6%，低于 Canada Goose 和 Moncler。从派息比率来看，FY2018 高达 107%，远高于 Moncler(28%)；从股息率来看，公司股息率为 9.7%，远高于 Moncler(1.07%)

## 海外消费研究

分析师：

张忆东

兴业证券经济与金融研究院

副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人：

王源

wangyuanyjs@xyzq.com.cn

SAC: S0190118060055

**风险提示：消费者偏好变化风险，行业竞争加剧，业务推进不及预期，新开门店低于预期，品牌推广费用超出预期，渠道库存风险，商誉减值风险**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



**Buy**

(Initial)

**BOSIDENG**  
**(3998.HK)**

Stock Connect (SH/SZ)

Down Jackets—the Main Business Drive Price and Volume Improve

12/09/2018

## Textile and Apparel

## Key Data

Dec. 06, 2018

Closing Price (HKD)	1.52
Total Shares (Bn)	10.68
Market Cap(HKD/ Bn)	16.24
Net Assets (CNY/Bn)	9.44
Total Assets (CNY/Bn)	14.44
BVPS(CNY)	0.88

## Analyst

## Zhang Yidong

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: B15749

SAC: S0190510110012

## Contact

## Wang Yuan

wangyuanyjs@xyzq.com.cn

SAC: S0190118060055

## Key Financial Indicators

FY	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
Revenue (Mn/CNY)	8,881	10,029	11,508	13,336
YoY (%)	12.9	14.7	15.9	16.2
Net Profit (Mn/CNY)	616	851	1,055	1,293
YoY (%)	57.1	38.2	24.1	22.5
Gross Margin (%)	46.4	53.7	54.4	54.6
Net Profit Margin (%)	6.9	8.5	9.2	9.7
ROE (%)	6.5	8.2	9.1	10.5
EPS (CNY)	0.06	0.08	0.10	0.12

## Company Profile

Bosideng Group, founded in 1976, was listed on the main board of Hong Kong in 2007. It mainly operates the development and management of its own down jacket brands, including product research, design, development, raw material procurement, outsourcing production and marketing and sales. So far, the company has been to the largest down jackets manufacturer with the most advanced production equipment in China.

## Highlights

**Initiating coverage with a “Buy” rating and target price at HK\$1.77:** The company is expected to achieve revenue of 10.0/11.5/13.3 Bn CNY in FY2019/20/21, with YoY+14.7%/15.9%/16.2% respectively. The net profit attributed to parent company is 8.5/10.5/12.9 Bn CNY, with YoY+38.2%/24.1%/22.5% respectively. We are optimistic about the company's R&D in science and technology, efficient supply chain system, all channel development in building competitive advantage. The company has focused on its main down jackets business and synergistically developed OEM, women's & children's apparel. The balanced development of domestic sales market and the exploring of overseas markets strengthens its core advantage. The target price is set at HK\$ 1.77, corresponding PE 16.6x in FY2019. The TP is 16.8% higher than the current price. We initiate coverage with a “Buy” rating.

**Back to the main business of down jacket, rebuild brand confidence from three aspects: supply chain management, R&D investment, channel restructure:** Firstly, the company effectively supervises inventory through production, sales and replenishment systems to optimize its management. The company has set up the EMW system of logistics and warehousing. Secondly, the company has focused on the functionality and fashion, improving products' quality and positioning through the development of technology in separating fuzz and anti-fuzz needles and applying GORE-TEX fabrics. New York fashion show and hiring global famous designers assist the company improves its products image gradually. Besides, the company has improved its channel structure, focusing on improving same-store growth.

**Strengthen the coordinated development of OEM, women's wear and children's wear business, promoting the long-term and stable growth:** Firstly, as for OEM business, the company has a solid relationship with the top five customers with its revenue accounting for more than 80% of OEM. Secondly, women's clothing brands develop and expand stably. Third, a new track for children's clothing has been opened. The company has signed the contracts to cooperate with Petit Main, HAPPYLAND, and KAPPA KIDS. The long-term development is worth expecting.

**Efficiency in cost control and management is gradually improved, and the dividend ratio is relatively healthy:** With regard to raw material cost, the company's lock price strategy in down material is beneficial to its GP margin; as for expenses, SG&A expenses to revenue ratio continued to decline. The ratio in FY2019H1 was 32.6%, which is lower than Canada Goose and Moncler. The company's dividend payout ratio and dividend yield were 107% and 9.7% in FY2018, much higher than Moncler whose figures were 28% and 1.07% respectively.

**Potential risks: Customer preference risks, increasingly intensified competition in industry, Business improvement less than expected, Operation of new stores less than expected, Brand promotion costs more than expected, Inventory management risk, Goodwill impairments risk.**

## 目 录

1、波司登：畅销全球 72 国，中国的“羽皇” .....	- 6 -
1.1、公司简介：中国羽绒服领先企业 .....	- 6 -
1.2、发展阶段：在尝试中不断发展壮大 .....	- 7 -
1.3、股权结构：家族企业，大股东持股比例稳定 .....	- 9 -
2、我国羽绒服行业千亿规模，增长空间较大 .....	- 9 -
2.1、行业千亿规模且空间较大 .....	- 9 -
2.2、集中度较高，规模企业受益其中 .....	- 11 -
2.3、市场增长潜力较大，终端需求等待被唤醒 .....	- 13 -
3、聚焦羽绒服主业，加强各业务协同发展 .....	- 14 -
3.1、羽绒服主品牌是业绩增长的主要动力 .....	- 14 -
3.1.1、战略性剥离多元化业务，回归羽绒服主业 .....	- 14 -
3.1.2、营销活动宣传、产品设计开发与研发实力较好，助力品牌形象重 塑 .....	- 16 -
3.1.3、产、销、补动态管理，高效监控库存状态 .....	- 21 -
3.1.4、改善渠道结构，线上与线下全渠道发展 .....	- 22 -
3.2、稳健发展其他业务，扩大协同效应 .....	- 25 -
3.2.1、OEM 业务发展较好，且与大客户关系稳固 .....	- 25 -
3.2.2、女装业务品牌扩充基本完成，长期潜力稳健 .....	- 26 -
3.2.3、童装新赛道，看好长线发展 .....	- 30 -
4、财务分析：成本控制及管理效率逐渐提升，派息比率较好 .....	- 31 -
4.1、羽绒锁价策略利好公司毛利润率 .....	- 31 -
4.2、主要费用率成下降趋势，管理效率提升 .....	- 32 -
4.3、派息比率较好，股息率呈现上升趋势 .....	- 33 -
5、盈利预测及估值 .....	- 33 -
5.1、盈利预测 .....	- 33 -
5.2、估值及评级 .....	- 35 -
6、风险提示 .....	- 37 -
图 1、FY2019H1 公司营收 34 亿元及 YoY+16.4% .....	- 6 -
图 2、FY2019H1 公司归母净利润 2.5 亿元及 YoY+43.9% .....	- 6 -
图 3、公司四大业务及品牌 .....	- 7 -
图 4、FY2019H1 公司营业收入结构（%） .....	- 7 -
图 5、波司登 42 年历史沿革（1976-2018 年） .....	- 8 -
图 6、波司登股权结构（截至 2018 年 3 月 31 日） .....	- 9 -
图 7、2013-2025E 全球羽绒服市场规模（亿美元）及 CAGR（%） .....	- 10 -
图 8、2017-2022E 中国羽绒服市场规模（亿元人民币）及 YoY（%） .....	- 10 -
图 9、十大品牌的总市占率较为稳定 .....	- 11 -
图 10、羽绒服迭代过程 .....	- 12 -
图 12、2016 年我国羽绒服市场普及率不足 10% .....	- 13 -
图 13、FY2019H1 波司登男装、家居及其他业务合计收入为 0.26 亿元 .....	- 14 -
图 14、FY2019H1 公司羽绒服业务中波司登主品牌占羽绒服收入约 88% .....	- 15 -
图 15、FY2019H1 公司羽绒服业务各品牌拆分 .....	- 16 -
图 16、公司入选国家品牌计划 .....	- 17 -
图 17、“718”北京水立方时装秀 .....	- 17 -

图 18、三国联名设计师走秀 .....	- 17 -
图 19、纽约时装周出席的各位“大咖” .....	- 17 -
图 20、波司登羽绒服设计多维视图 .....	- 18 -
图 21、三位国际大牌设计师联名 .....	- 18 -
图 22、泡芙轻暖系列 .....	- 19 -
图 23、设计师系列 .....	- 19 -
图 24、高端户外系列 .....	- 19 -
图 25、知名 IP 合作系列 .....	- 19 -
图 26、羽绒服蓬松度概念 (FP 值) .....	- 20 -
图 27、波司登分隔充绒技术 .....	- 20 -
图 28、波司登防绒针技术 .....	- 20 -
图 29、波司登采用 GORE-TEX 防水面料 .....	- 20 -
图 30、波司登羽绒服-30 度极寒测试 .....	- 20 -
图 31、公司物流网络化: 在全国主要分八大物流区 .....	- 21 -
图 32、公司物流网络化: 在全国主要分八大物流区 .....	- 21 -
图 33、公司供应链及库存管理系统 .....	- 21 -
图 34、公司大数据及快反系统 .....	- 21 -
图 35、公司仓库机器人自动化管理 .....	- 22 -
图 36、公司仓库自动化系统 .....	- 22 -
图 37、对比波司登与 Canada Goose、Moncler 存货周转天数 (天) .....	- 22 -
图 38、FY2019H1 羽绒服线上营收 1.38 亿元及同比+73.3% .....	- 23 -
图 39、公司 FY2019H1 线上羽绒服收入占比为 7.8% .....	- 23 -
图 40、波司登门店外观 .....	- 23 -
图 41、波司登一代门店陈列 .....	- 23 -
图 42、Canada Goose 门店外观 .....	- 24 -
图 43、Canada Goose 门店陈列 .....	- 24 -
图 44、FY2019H1 羽绒服专卖店数目共 3020 家 .....	- 24 -
图 45、FY2019H1 羽绒服专卖店渠道结构 .....	- 24 -
图 46、FY2019H1 羽绒服零售网点数目共 1539 家 .....	- 25 -
图 47、FY2019H1 羽绒服零售网点渠道结构 .....	- 25 -
图 48、OEM 业务营收 (百万元) 及增速 (%) .....	- 25 -
图 49、OEM 业务毛利润 (百万元) 及增速 (%) .....	- 25 -
图 50、FY2019H1 公司 OEM 业务毛利润率约为 18% .....	- 26 -
图 51、公司 OEM 业务前五大客户的营收及增速 .....	- 26 -
图 52、公司 OEM 前五大客户的收入占比在 80% 以上 .....	- 26 -
图 53、全球女装市场规模趋于稳定 .....	- 27 -
图 54、中国女装市场规模未来五年 CAGR 达 4.3% .....	- 27 -
图 55、女装专卖店数目共 57 家 .....	- 28 -
图 56、女装专卖店自营与第三方经营门店细况 .....	- 28 -
图 57、女装零售网点数目共 470 家 .....	- 28 -
图 58、女装专卖店自营与第三方经营门店细况 .....	- 28 -
图 59、女装营业收入 (百万元) 及增速 (%) .....	- 29 -
图 60、女装毛利润 (百万元) 及毛利润率 (%) .....	- 29 -
图 61、FY2019H1 女装线上营收 330 万元及 YoY+22% .....	- 30 -
图 62、FY2019H1 线上女装收入占比为 6.2% .....	- 30 -
图 63、全球童装市场规模较平稳 (亿美元) .....	- 30 -
图 64、中国童装市场高速发展 (亿人民币) .....	- 30 -
图 65、羽绒原材料价格走势图 .....	- 32 -
图 66、波司登、Canada Goose、Moncler 销售及管理费用率 (%) 对比 .....	- 32 -
图 67、2011-2017 年波司登和 Moncler 派息比率 (%) .....	- 33 -

图 68、2011-2017 年波司登和 Moncler 股息率 (%)	- 33 -
图 69、FY2019-2021E 公司三大业务收入规模预测(亿元)	- 34 -
图 70、FY2019-2021E 预计公司毛利润率稳步提升	- 34 -
图 71、FY2019-2021E 预计公司毛利润将持续稳定上升	- 34 -
图 72、FY2019-2021E 预计公司主要费用率趋势 (%)	- 35 -
表 1、1999 年以来国产羽绒服十大品牌	- 11 -
表 2、知名羽绒服品牌转型时尚案例	- 12 -
表 3、公司旗下三大羽绒服品牌	- 15 -
表 4、公司各品牌羽绒服主要原材料一览表	- 15 -
表 5、波司登 GORE-TEX 系列羽绒服 (10 分制)	- 19 -
表 6、波司登近年来主要女装品牌收购	- 27 -
表 7、公司线上女装旗舰店一览	- 29 -
表 8、波司登童装合作品牌一览	- 31 -
表 9、公司盈利预测结果	- 35 -
表 10、WACC 计算过程	- 36 -
表 11、国内外主要羽绒服企业估值对比	- 36 -

## 报告正文

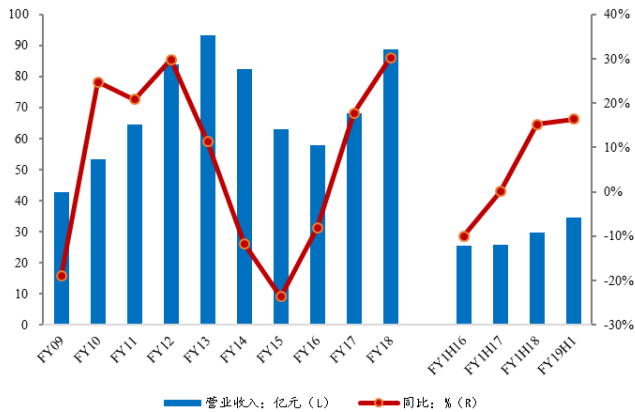
# 1、波司登：畅销全球 72 国，中国的“羽皇”

## 1.1、公司简介：中国羽绒服领先企业

波司登集团于 1976 年成立，于 2007 年在香港主板上市，主要运营自有羽绒服品牌的开发和管理，包括产品研究、设计、开发、原材料采购、外包生产及市场营销和销售，已发展成为全国最大、生产设备最为先进的品牌羽绒服生产商。

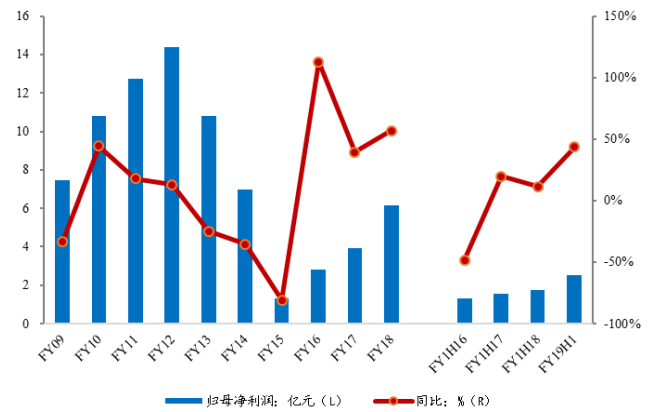
在历经 FY2010-FY2015 的蛰伏期后，公司整体业绩逐步修复。其营收和净利润自 FY2015 的 62.9 亿元和 1.3 亿元上升至 FY2018 的 88.8 亿元和 6.2 亿元，期间 CAGR 分别为 12.2% 和 68.3%。FY2019H1，公司营收为 34.4 亿元，同比增长 16.4%；归母净利润为 2.5 亿元，同比增长 43.9%。

图1、FY2019H1 公司营收 34 亿元及 YoY+16.4%



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、FY2019H1 公司归母净利润 2.5 亿元及 YoY+43.9%



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

### • 四大业务板块：羽绒服业务、OEM 业务、女装各业务和多元化业务

目前公司主要经营业务为羽绒服、女装、贴牌加工管理（OEM）和多元化业务。

**羽绒服业务：**在聚焦主品牌羽绒服业务的基础上，公司也积极实施多品牌发展策略。其中，波司登被全面重塑为中高端时代品牌，雪中飞和冰洁分别覆盖中端和注重高性价比的领域，以此来满足不同顾客群体的需求从而提升公司市场份额。FY2019H1 公司羽绒服销售总额为 17.7 亿元，占总收入 51.5%。

**OME 业务：**通过 OEM 业务渠道，波司登开拓国际市场从而实现向国际化品牌的发展，目前，公司已成为 COLUMBIA、NORTHFACE、TOMMY HILFIGER、ADIDAS 等国际著名品牌的合作伙伴。FY2019H1 公司 OEM 业务录得收入 11.1 亿元，占总体收入的 32.1%。

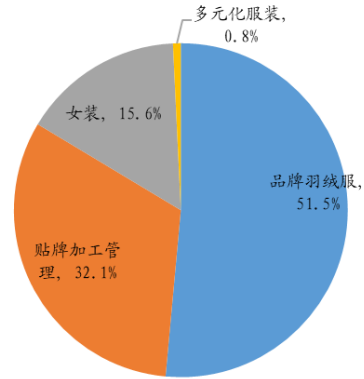
女装业务：近年来，波司登积极寻找和收购具有发展潜力以及声誉良好的非羽绒服女装品牌，目前旗下品牌主要包括杰西、邦宝、柯利亚诺和柯罗芭，FY2019H1 女装业务实现营收 5.4 亿元，占整体收入 15.6%，女装业务平台渐显规模。

多元化业务：公司多元化业务包括波司登男装、波司登家居以及童装业务。截至 FY2019H1 公司该部分业务占营收 0.8%。

图3、公司四大业务及品牌

羽绒服业务		OEM业务		女装业务		多元化业务	
品牌	商标	品牌	商标	品牌	商标	品牌	商标
波司登		COLUMBIA		杰西	JESSIE	波司登男装	
雪中飞		NORTHFACE		邦宝	BONBUBU	波司登家居	
冰洁		TOMMY HILFINGER		柯利亚诺	KOREANO	...	...
		ADIDAS		柯罗芭			

图4、FY2019H1 公司营业收入结构 (%)



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、发展阶段：在尝试中不断发展壮大

波司登集团拥有 42 年历史，从一个村级缝纫组成长为一家千亿营收的上市公司，其发展路径大致可分为如下四个阶段：

### • 1976-1993：初创企业，稳扎稳打

1976 年，江苏常熟诞生一个只有 8 台缝纫机的山泾村缝纫组，主要承接来自上海服装厂的配套加工订单，即为波司登的前身。1984 年，小作坊正式向贴牌生产转变，为天工服装厂加工秀士登牌羽绒服。1990 年，主营羽绒服业务的波司登公司正式成立。

### • 1994-2007：自有品牌，做大做强

1994 年，公司注册“波司登”商标，推出的波司登羽绒服定位中高端顾客群体，迈出打造品牌羽绒服的第一步。1995 年，公司卖出 68 万件羽绒服，连续 23 年市场份额领先，坐稳中国羽绒服市场的头把交椅。波司登于 1997 推出“雪中飞”品牌，专注高性价比的时尚羽绒服；于 2000 年和 2001 年先后推出“康博”和“冰洁”品牌，分别定位中低端男士和年轻时尚女士羽绒服市场。

1995 年波司登首次将时装设计理念引入羽绒服装行业，获得美国纽约博览会金

奖、俄罗斯圣彼得堡博览会金奖。

• **2008-2017: 二次创业，承压转型**

2007年之后，波司登进入高速发展期，旗下雪中飞、冰洁和康博品牌称霸中国羽绒服市场。同年，公司于香港联交所主板上市。2013年波司登营收突破90亿。

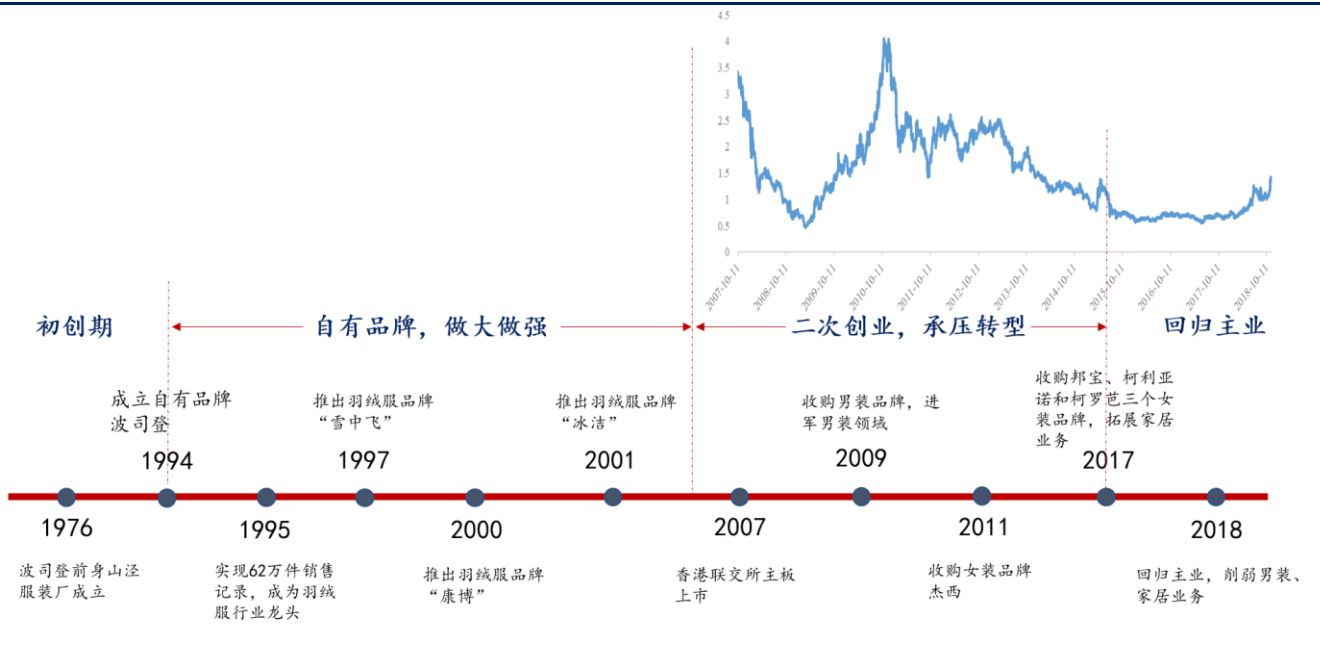
为摆脱羽绒服极强的季节依赖性，公司上市后积极发展四季化战略，拓宽产品领域。首间四季服装专卖店于2008年开业；2009年进入男装领域；2011年和2016年，公司先后收购杰西和邦宝女装；2017年收购柯利亚诺和柯罗芭。

陷于服装行业库存危机，羽绒服业务投入不足，公司业绩连续亏损。因此，波司登宣布前所未有的改革：更换品牌LOGO，重新聚焦羽绒服主业，砍掉男装和童装业务，对3000家门店的70%-80%进行洗牌，并重启伦敦旗舰店。这波战略调整在波司登内部被称为是聚焦羽绒服主业务的转型，即“四季化、多品牌化、国际化”的承压转型。

• **2018-至今: 聚焦主业，战略修正**

FY2018公司战略重新定位为“聚焦主航道，收缩多元化”，未来公司将回归主业，集中资源重塑波司登品牌，其他业务板块面临着全面整合与重新规划。

图5、波司登42年历史沿革（1976-2018年）



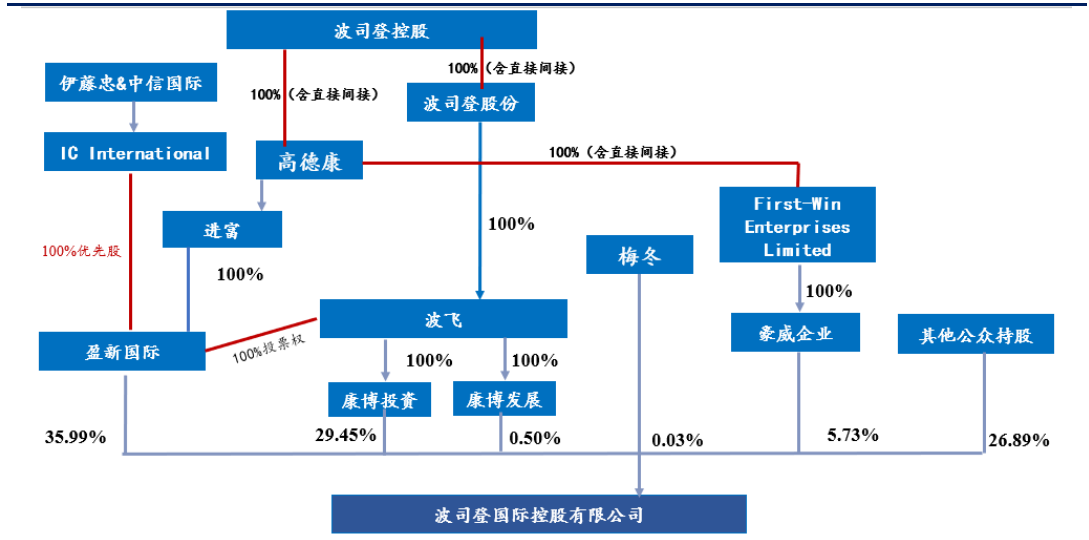
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理



### 1.3、股权结构：家族企业，大股东持股比例稳定

公司实际控制人处于绝对控股地位，公司股权结构稳定。截至 2018 年 3 月 31 日，公司控股股东与实际控制人为高德康、梅冬夫妇，股权结构及持股比例如下图所示。

图6、波司登股权结构（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

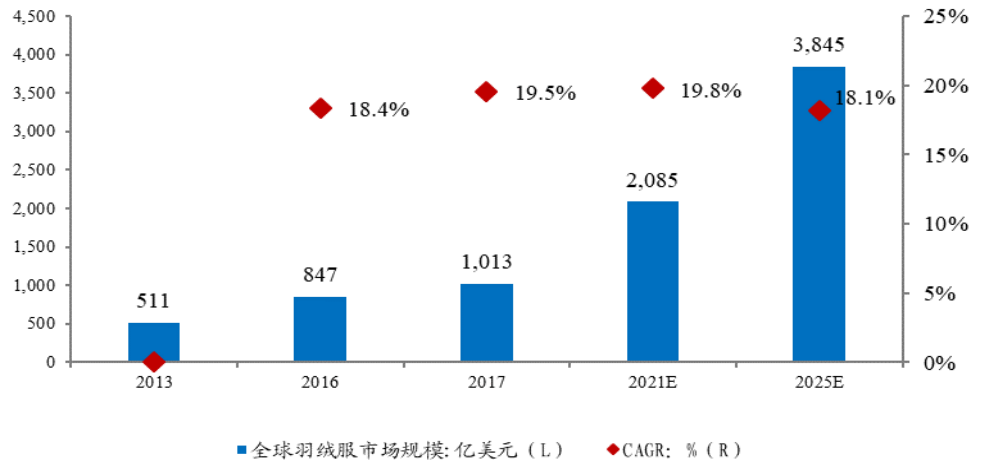
## 2、我国羽绒服行业千亿规模，增长空间较大

### 2.1、行业千亿规模且空间较大

- 全球羽绒服行业规模

据 Marketers MEDIA 预测，2021E 全球羽绒服市场规模约为 2,085 亿美元，2017-2021E CAGR 为 19.8%；2025E 市场规模将会增长到 3,845 亿美元，2017-2025E CAGR 为 18.1%。由于 Moncler 和 Canada Goose 为首的羽绒服品牌企业利用流量营销促使全球羽绒服行业迅速崛起，并带动羽绒服行业“天花板”的逐渐提高。

图7、2013-2025E 全球羽绒服市场规模（亿美元）及 CAGR（%）

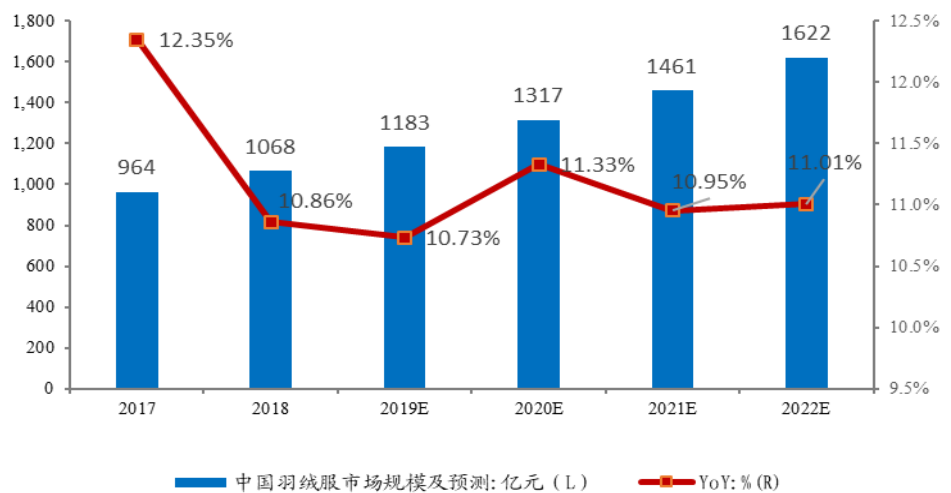


资料来源: Marketers MEDIA, 兴业证券经济与金融研究院整理

• 我国羽绒服行业规模

据中国服装协会数据统计, 2018 年我国羽绒服市场规模约为 1,068 亿元, 较去年同比增长 10% 以上。近年来由于中国服装消费市场庞大, 且市场规模逐渐扩大, 国外服装品牌企业纷纷进军中国。据行业信息中心统计, 2017 年我国成人服装该行业规模约为 11,444 亿元, 同比增长 6.4%; 而羽绒服行业规模为 963 亿元, 同比增长 12% 以上。

图8、2017-2022E 中国羽绒服市场规模（亿元人民币）及 YoY（%）



资料来源: 中国服装协会, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、集中度较高，规模企业受益其中

- 国内羽绒服市场集中度较高，CR10 近 42.2%

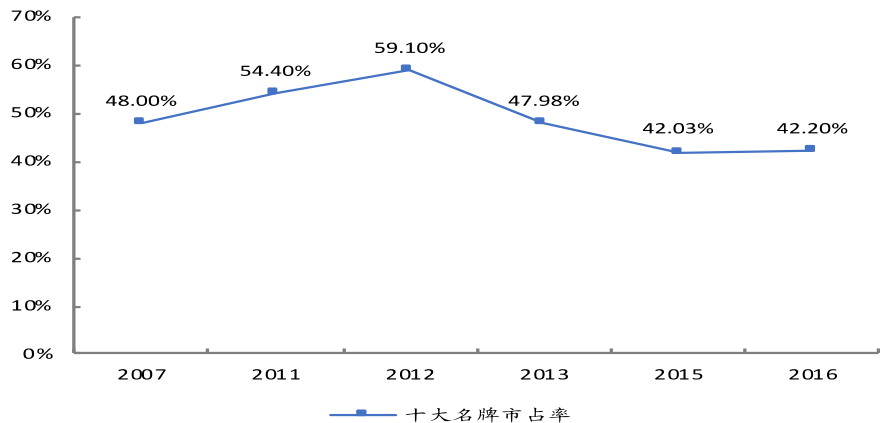
自 1999 年起，国内羽绒服市场形成了以知名品牌为主导的竞争局面，排名前 10 的国产羽绒服品牌合计市占率高达 42.2%，市场集中度较高。其中，十大羽绒服品牌中除雅鹿上升 4 个名次，其他国内品牌排名维稳，仅有小幅变动。

表 1、1999 年以来国产羽绒服十大品牌

排名	1999~2007	2011	2012	2013	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	雪伦	康博	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	康博	雪伦	康博	杰奥	康博
8	雅鹿	雅鹿	雅鹿	雅鹿	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

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、十大品牌的总市占率较为稳定

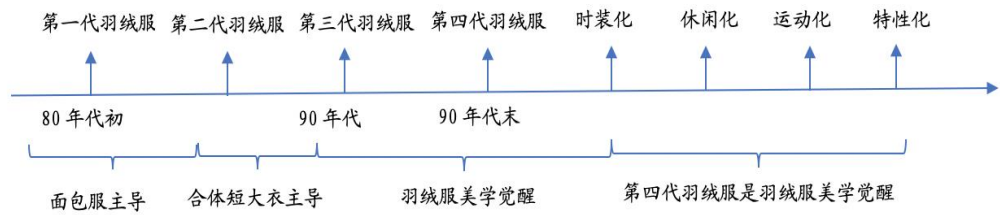


资料来源：《时尚羽绒服在中国白皮书》，兴业证券经济与金融研究院整理

- 消费者需求升级和新环保政策，龙头企业将受益

伴随羽绒服逾 30 年的发展，新一代年轻消费群体更加追求产品的设计多样性和时尚化，具有单一保暖性能的面包服难以再满足其需求，国产知名羽绒服品牌如波司登、冰洁、艾莱依利用自身产品研发和设计优势纷纷转型时尚路线。

图10、羽绒服迭代过程



资料来源：《时尚羽绒服在中国白皮书》，兴业证券经济与金融研究院整理

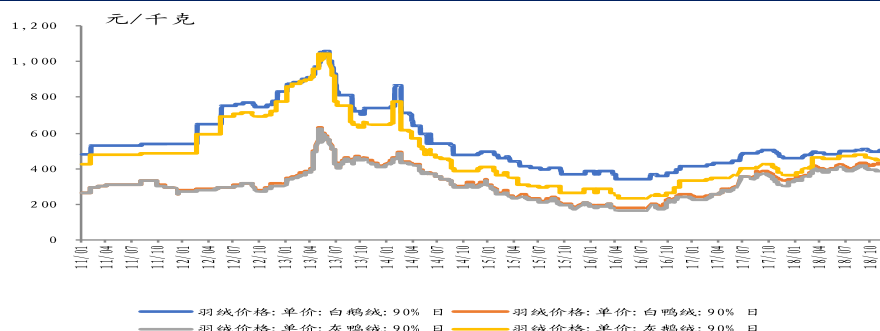
表 2、知名羽绒服品牌转型时尚案例

波司登时尚主题发布会	艾莱依巴黎时装周走秀	冰洁将“时尚”印入 logo
		

资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

环保政策趋严，行业洗牌，利好龙头企业发展。废水是处理羽绒和羽毛加工时产生的主要污染。2017 年以前，为支持产业发展，粗放式的地方管理政策诞生了许多不注重环保的羽绒加工厂商。2017 年中央环保力度加强，许多羽绒加工厂因此关停。“中国羽绒之乡”萧山新塘于 2018 年先后有 152 家羽绒加工企业停产。大量上游加工厂的关闭导致羽毛羽绒价格上涨。并且，2018 年，国家开征环保税，进一步加重加工产商的成本压力，影响下游羽绒服品牌商。尽管短期来看，上游成本压力不利于下游品牌商的发展。但远期来看，一些利微的羽绒服品牌商会退出行业，规模企业可借助机会加快转型，注重环境保护，扩大生产，具备技术优势的龙头企业收益。

图11、近年来羽绒价格呈上涨趋势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

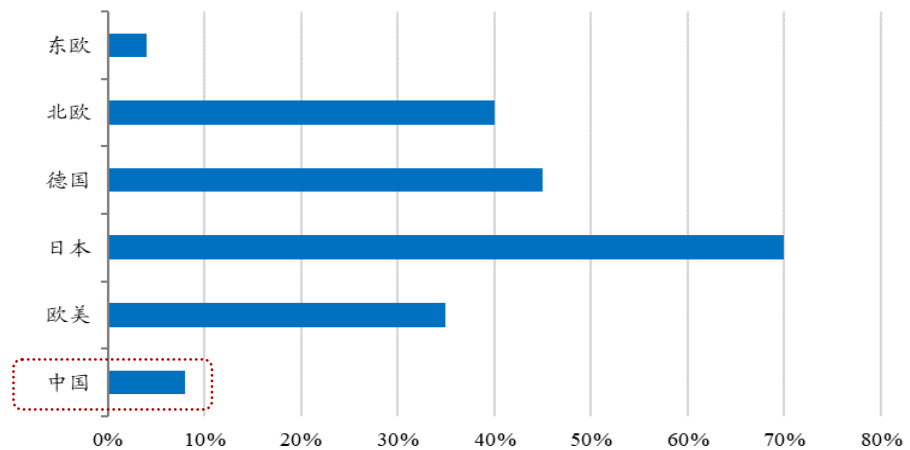
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

### 2.3、市场增长潜力较大，终端需求等待被唤醒

虽然羽绒服行业受到全球经济放缓的影响，但仍保持双方位数的增长。2013-2016年这四年中羽绒服行业规模 CAGR 约为 18.4%。未来几年内，羽绒服市场规模将进一步扩大，预计到 2021 年将达至 2,085 亿美元。而我国羽绒服普及率不足 10%，需求增量趋势存在。主要体现在刚性需求和时尚需求两方面：

**一方面，刚需拉动行业规模增长。**我国寒冷地区广布，但羽绒服普及率不足 10%。我国东北、西北以及西南部高原等寒冷地区面积广阔，居住人数虽没有东部沿海地区稠密，但居民人数仍较多。而相对同样寒冷地区分布交广的欧美及日本地区，其羽绒服普及率在 35%-70%；我国羽绒服的普及率很低，不足 10%。此外，由于我国人口基数较大，且居民生活水平提高较快，我国羽绒服普及率将会持续增长，这将带动我国羽绒服行业市场规模的进一步扩大。

图12、2016年我国羽绒服市场普及率不足10%



资料来源：行业信息中心，兴业证券经济与金融研究院整理

**另一方面，时尚需求日益旺盛，流量营销打破行业“天花板”。**首先，羽绒服是街头服饰和潮流文化发展的结果。与 Trendalytics 预测，2018-19 年将会有 3,090 亿美元的街头服饰行业在全球时尚奢侈品市场兴起。其次，羽绒服企业效仿奢侈品牌公司采用流量营销，即好莱坞明星私服代言等增加品牌曝光度，进而带来强大购买力。此外，羽绒服逐渐刷新消费者认知，具有较高警惕度，通过产品的设计和研发，不断引领消费者的时尚追求。

综上，根据行业信息预测，2019E-2022E 中国羽绒服行业规模年均增速约为 11%，增长率企稳，行业规模持续增大，成长性持续向好。

### 3、聚焦羽绒服主业，加强各业务协同发展

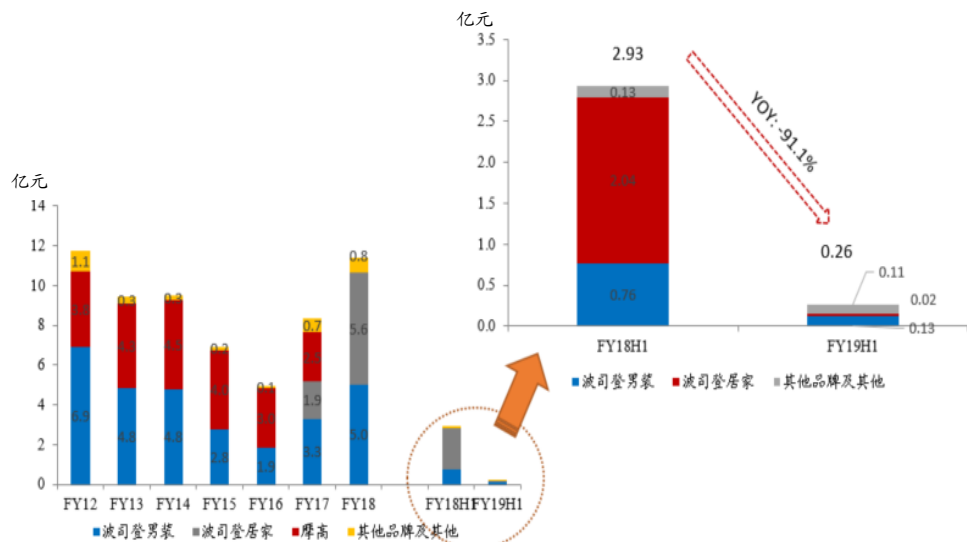
#### 3.1、羽绒服主品牌是业绩增长的主要动力

##### 3.1.1、战略性剥离多元化业务，回归羽绒服主业

- 主动选择削减男装及家居多元化服装业务

收缩多元化服装板块业务，其目的是希望未来将消费者市场聚焦更加集中，突出羽绒服乃至功能性服装产品的凝聚力，给予羽绒服业务的市场认知和品牌溢价。FY2019H1 公司多元化收入同比骤降 91.1% 至 0.26 亿元。同时，波司登男装门店数目由 FY2018 的 282 家收缩至 68 家（含男装专卖店及零售网点），波司登家居门店数目由 FY2018 的 167 家骤降至 FY2019H1 的 6 家。虽然近两年来波司登多元化业务发展较好，策略性得将多元化服装业务收缩。

图 13、FY2019H1 波司登男装、家居及其他业务合计收入为 0.26 亿元且 YoY -91.1%






资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

- 回归羽绒服主业，未来业绩的原动力

发展羽绒服主业，聚焦波司登主品牌。公司羽绒服业务品牌主要有：波司登、雪中飞、冰洁。三大主要羽绒服品牌的差异化可满足不同终端消费者的需求。此外，虽然三大羽绒服品牌具有价格差异，但主要原材料均是采用 90% 品质鸭绒或 90% 品质鹅绒。

表 3、公司旗下三大羽绒服品牌

品牌名称	图标示例	品牌定位	定价区间	运营模式
波司登		中高端以及注重时尚的消费群体，兼具商务风格	500 元 ~ 4000 元	线下主要是第三方经营的专卖店和自营的零售网点、线上天猫官方旗舰店
冰洁		高性价比的大众品牌，倡导个性化、时尚化和简约化风格	300 元 ~ 2000 元	批发模式和自营零售网点
雪中飞		中端品牌，凸显活力、时尚以及运动	100 元 ~ 1500 元	全国范围线下自有品牌服装专业零售商经营和线上天猫旗舰店

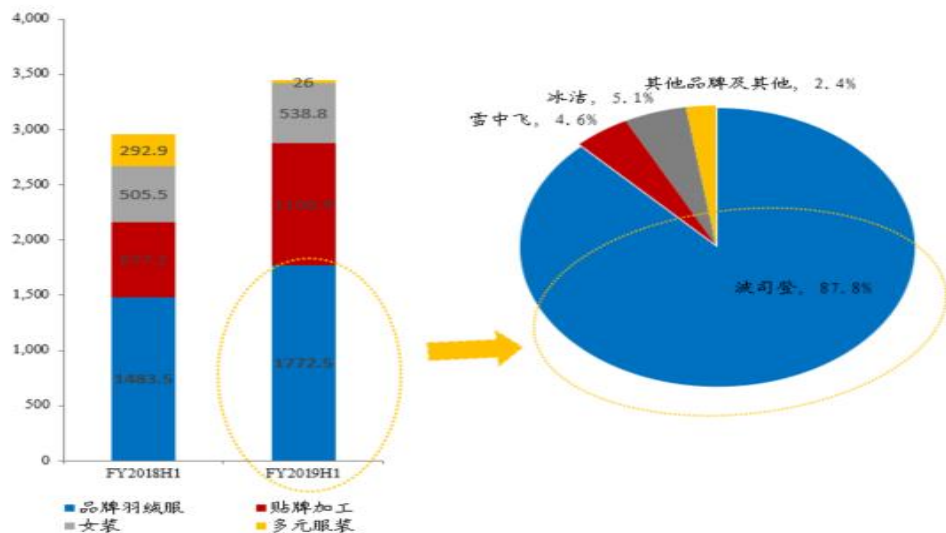
资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、公司各品牌羽绒服主要原材料一览表

品牌名称	价格区间	面料	羽绒类别
波司登	2000 ~ 4000 元	进口面料如日本特立菲复膜面膜、美国戈尔特斯面料，具备防水、透气和防风功能	90% 高品质鹅绒
	1500 ~ 2000 元	T8 覆膜面料	90% 鹅绒或 90% 鸭绒
	500 ~ 1500 元	锦纶和聚酯纤维	90% 鸭绒
冰洁	700 ~ 2000 元	大部分商品的里料和面料都是 100% 锦纶	90% 鸭绒
	300 ~ 700 元	大部分商品的里料和面料都是聚酯纤维	90% 鸭绒
雪中飞	1000 ~ 1500 元	锦纶和氨纶结合	90% 鸭绒
	100 ~ 1000 元	聚酯纤维	90% 鸭绒

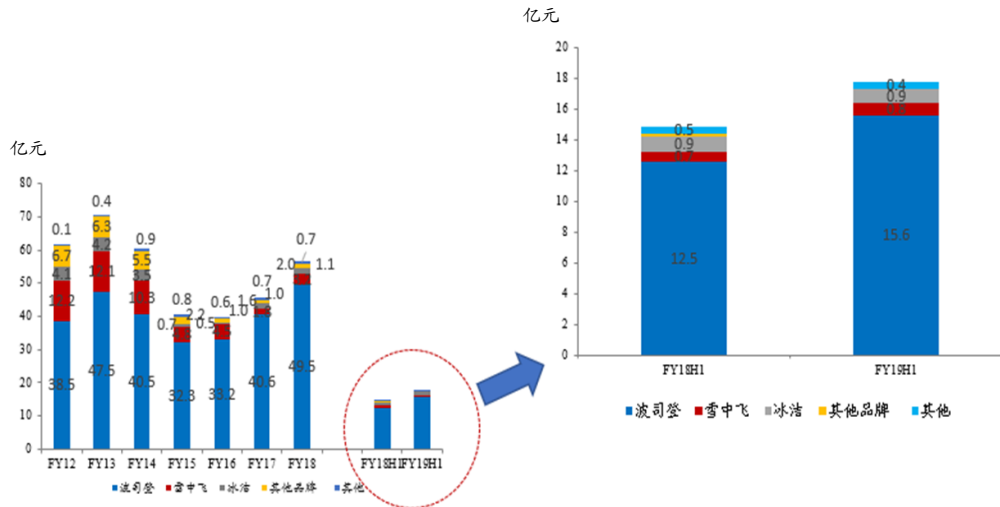
资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、FY2019H1 公司羽绒服业务中波司登主品牌占羽绒服收入约 88%



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、FY2019H1 公司羽绒服业务各品牌拆分 (亿元)



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.1.2、营销活动宣传、产品设计开发与研发实力较好，助力品牌形象重塑

- 规模性与日常性活动宣传，提升品牌形象，促进销量增长

**规模性活动促进品牌形象大力提升：**公司通过入选国家品牌计划、718 水立方时装秀、美国纽约时装秀、三国大咖设计师联名款等大型活动，大规模宣传提高品牌形象力和新生命力。

国家品牌计划宣布，波司登是唯一入选的服装品牌，并与其达成 3 年战略合作。此次波司登入选国家品牌计划，是对其专业品质、匠心精神和国际地位的肯定。从 1976 年创立至今，波司登专注羽绒服 42 年，畅销美国、法国、意大利等 72 国，赢得全球超 2 亿人次选择。

“718”北京水立方时装秀。通过此次大秀，公司向公众展现了全新的设计形象。作为 718 水立方发布会的重头戏，波司登携手意大利知名设计师法比奥在水立方上演精彩的羽绒服时装秀，展现了全新的产品形象。在产品层面，波司登强化拳头优势，携手国际一流供应商和设计师，在设计、原料、技术、工艺、性能等方面持续优化与创新。



图 16、公司入选国家品牌计划



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、“718”北京水立方时装秀



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

纽约时装秀一改公司在羽绒造型上传统形象。通过此次国际大秀，公司邀请到了国际巨星和名人前去观秀。连过去只青睐 Moncler 和 Canada Goose 品牌的好莱坞明星“精灵王子”奥兰多·复联“猩红女巫”伊丽莎白·奥尔森也穿起波司登联名系列，其粉丝效应带动销量，甚至在各大门店出现大排长龙的抢购潮。2018 年 9 月公司以包含中国水墨元素的服装在纽约时装周 T 台走秀，国际名人安妮·海瑟薇夫妇、“鹰眼”杰瑞米·雷纳、邓文迪、时尚达人 Olivia Palermo 都悉数到场，吸睛效果不言而喻。

图 18、三国联名设计师走秀



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

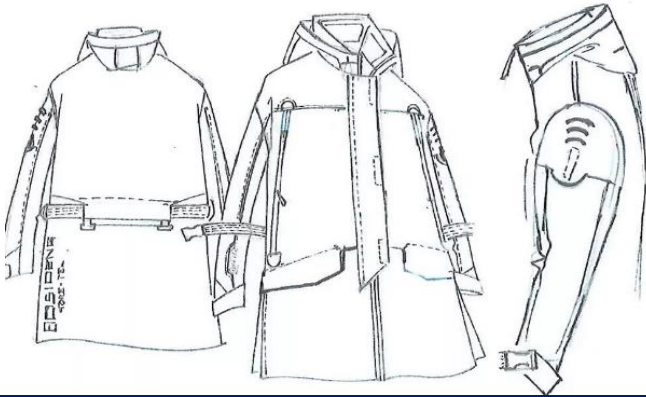
图 19、纽约时装周出席的各位“大咖”



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

三国著名设计师联名设计服装款式。公司与国际大牌设计师联名合作，粉丝效应带动销量增长。公司聘请国际三大著名设计师，即美国设计师 Tim Coppens（曾任拉夫劳伦（Ralph Lauren）设计总监、卡尔拉格斐（Karl Lagerfeld）创意总监）、法国设计师 Antonin Tron（曾是 LV、巴黎世家、Givenchy 等奢侈品牌的主设计师）、意大利设计师 Ennio Capasa（山本耀司门徒，Lady Gaga 等明星青睐的意大利设计师），合作联名款服装。通过全新的产品设计吸引更多消费者。

图 20、波司登羽绒服设计多维视图



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、三位国际大牌设计师联名



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

**日常性活动宣传，带动流量增长。**公司通过在 CCTV 广告投放以及自媒体广告宣传提升公众低品牌的认知。此外，借助明星及网红带货拉动销量不断增长。截至目前，最新最直接的反映是“双十一”期间，公司线上波司登羽绒服品牌销售收入超过 5.6 亿元，位于天猫服装鞋帽品牌总销量第二，淘宝女装品牌销量第四，有效促进了销量的增加。

#### • 推陈出新，开发新产品

**2018 年公司开发全新产品系列，主要包含四大主要系列：**泡芙情暖系列、设计师系列、高端户外系列、知名 IP 合作系列。四个产品系列分别针对不同消费者，采用不同面料及羽绒，并给予不同价格定位，对于公司扩大市占率，吸引更多消费者提供有利基础。

**泡芙轻暖系列。**这一系列从产品的面料比普通面料要轻薄 60%，其选用“绒子含量”高达 90% 的高蓬松度大朵白鹅绒，会使产品更轻、更保暖。同时结合当下国际流行元素，更加时尚。

**设计师系列：**与多名国际知名设计是进行合作，推出联名款，打造时尚先去与合理内涵洁具的羽绒服系列，具有个性的走秀款。

**高端户外系列：**采用全球顶级户外装备首选面料“世界之布” GORE-TEX 面料，更具有防风防水及透气性；此外，这一系列产品采用 800+ 高蓬松度且含绒量为 90% 的欧洲经济白鹅绒填充，极具保暖性。

**知名 IP 合作系列：**公司与漫威开启全新合作，推出“千禧一代”的漫威系列羽绒服，目的就是以往传统刻板形象进行颠覆性改造，预计会吸引更多漫威铁粉的关注，可帮助公司拓展性的消费人群。

图 22、泡芙轻暖系列



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、设计师系列



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、高端户外系列



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、知名 IP 合作系列



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

• 研发技术能力是核心壁垒

蓬松性、防水性、防风性、透气性、防跑绒、保暖性是衡量羽绒服产品品质的六个重要指标。同时，公司通过产品技术研发不断提高这六个方面的技术进步及羽绒服功能性的提高，目前其产品品质可与国外顶级羽绒服比肩。对比 Canada Goose Arctic-Tech，波司登 GORE-TEX 系列与不分伯仲。

表 5、波司登 GORE-TEX 系列羽绒服与加拿大鹅 Arctic-Tech 系列羽绒服对比(10 分制)

羽绒服品牌	蓬松度	防水性	防风性	透气性	防跑绒	保暖性	平均值	价格(元)
波司登	9	9	10	8	9	9	9	3799
Canada Goose	8	8	10	7	7	8	8	8200

资料来源：服装行业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

针对蓬松性，公司采购优质羽绒材料。使用 800+ 的极致蓬松度含绒量 90% 的欧洲进口白鸭绒及白鹅绒作为填充物。

针对保暖性，公司研发并申请绒量控制技术专利。公司研发分格充绒技术，并获得了绒量控制专利，能够适应不同环境温度。有效保障羽绒充绒量的重组。

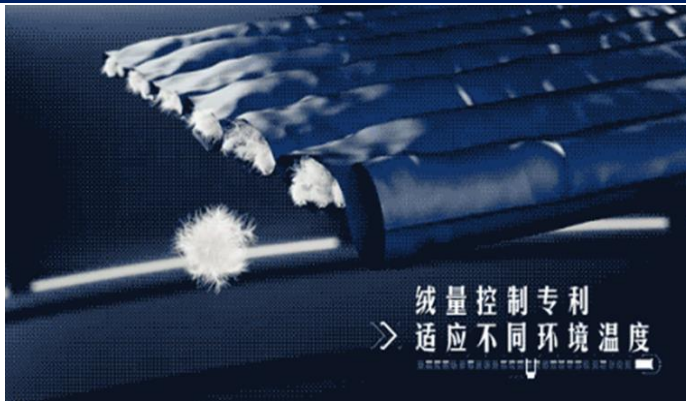
针对防跑绒，公司引进德国防绒针技术。防绒针每3厘米频率高达13针，有效锁住羽绒，防止其外跑。

图 26、羽绒服蓬松度概念（FP 值）



资料来源：行业信息中心，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、波司登分隔充绒技术



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、波司登防绒针技术



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

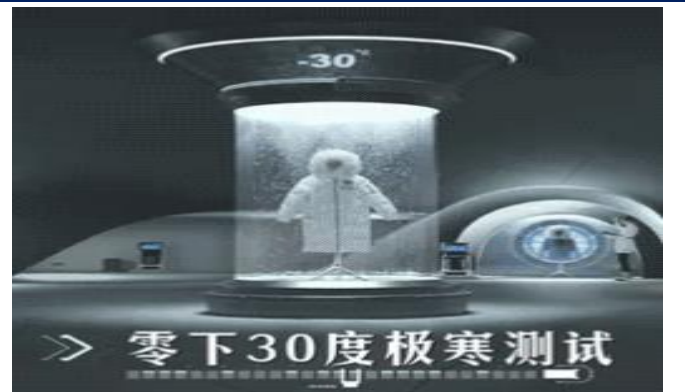
针对防水性、防风性和透气性，公司选用全球顶级户外装备首选的面料“世纪之布” GORE-TEX。简单的来说这种布料的小孔比水珠小，但是又比水蒸气分子大这就说明使用这种面料的羽绒服不仅可以防水、防风，还保证了透气的性能。

图 29、波司登采用 GORE-TEX 防水面料



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、波司登羽绒服-30 度极寒测试



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.1.3、产、销、补动态管理，高效监控库存状态

- 增强订单管理效率，提高对终端市场的快速反映机制

**产、销、补拉式动态管理。**公司通过智能化及大数据的供应链系统可以生产、销售及补货三大环节进行及时监控和管理。三个环节加总周期不到 1 个月，其中生产周期大概 5-20 天左右，从中央仓到终端门店调货大概需要 1-3 天时间。此外，公司的立库监控系统可以有效把控各种产品的销售情况，并将其反馈给生产部门，有效节约产能。

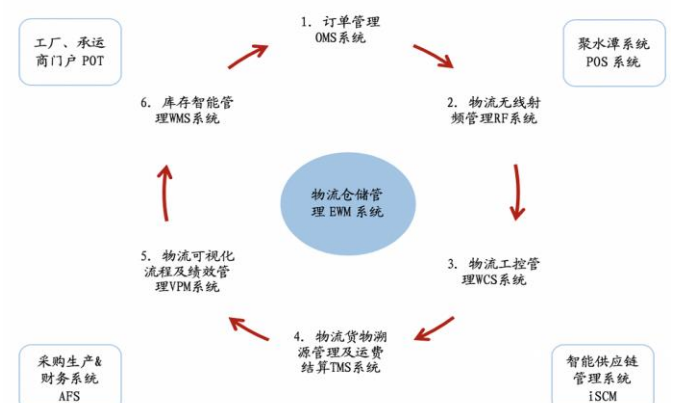
**库存管理采用“两步走”策略。**第一步，先从工厂到八大物流区，分别位于华东、华中、西南、西北、华北、华南、东北和新疆；第二步，再从物流区到达终端零售门店。分仓到终端门店仅需 1-3 天，有效提供了供应链的反映速度。

**物流仓储管理 EMW 系统。**公司通过六大系统进行管理，即订单管理 OMS 系统、物流无线射频管理 RF 系统、物流工控管理 WCS 系统、物流货物溯源管理及运费结算 TMS 系统、物流可视化流程及绩效管理 VPM 系统、库存管理 IIMS 系统，可有效将终端与存货之间的反映与需求联系起来。

图 31、公司物流网络化：在全国主要分八大物流区



图 32、公司物流网络化：在全国主要分八大物流区



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、公司供应链及库存管理系统

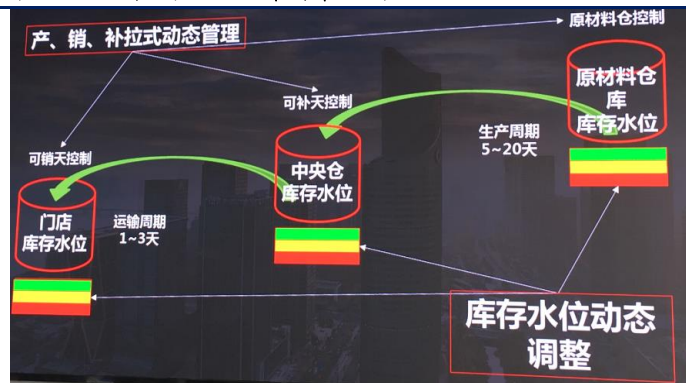


图 34、公司大数据及快反系统



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

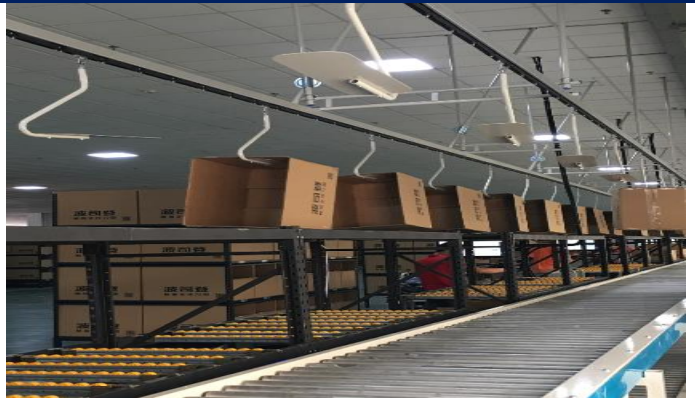
资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、公司仓库机器人自动化管理



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、公司仓库自动化系统

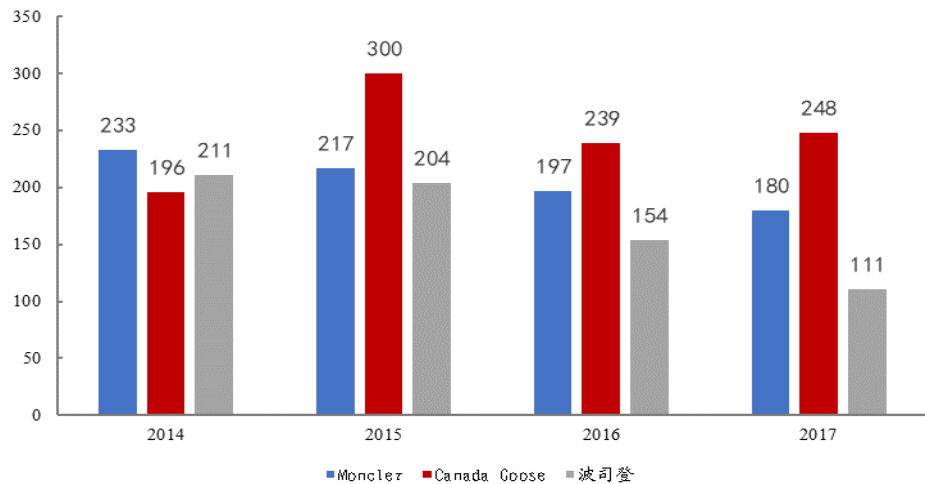


资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- 完成库存清理，且存货周转天数处于健康水平

公司已于 2017 年底完成对就有库存的清理。FY2018 公司存货周转天数下降至 111 天，低于同期的 Canada Goose 和 Moncler。

图 37、对比波司登与 Canada Goose、Moncler 存货周转天数（天）



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.1.4、改善渠道结构，线上与线下全渠道发展

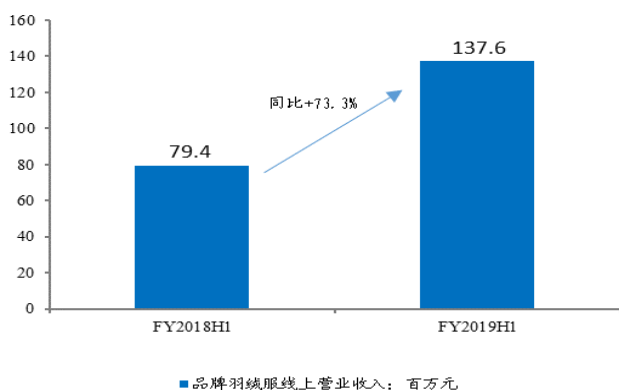
- 线上电商新渠道，开拓年轻消费人群

线上渠道收入增长较快。FY2019H1 公司线上收入为 1.38 亿元，同比+73.3%。今年公司对于线上渠道的主要规划是同款同价与折扣去库存两部分：一方面，销售线下同款同价新产品。新款及走秀款以及知名 IP 合作款将在线上销售，并支持线上预定；另一方面，线上折扣去库存。公司通过线上渠道以及折扣活动清理过季库存。我们预测，公司未来将继续扩大线上渠道功能，通过电商独立团队销售线

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

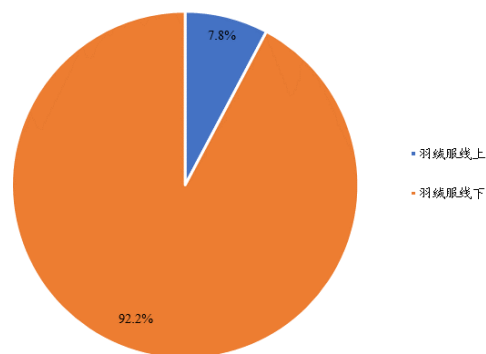
上特供款服装，增加线上活跃度与销量。另外，今年电商（天猫、淘宝、京东等）是以穿插各种节庆之间的折扣活动为主方向，进而拉动线上销售。同时，线上线下载实施同款同价策略，但线上以销售基本款服装股为主，不会以去库存、狂打折为主。

**图 38、FY2019H1 羽绒服线上营收 1.38 亿元及同比 +73.3%**



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

**图 39、公司 FY2019H1 线上羽绒服收入占比为 7.8%**



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

### • 线下门店注重“质+量”，优化门店结构

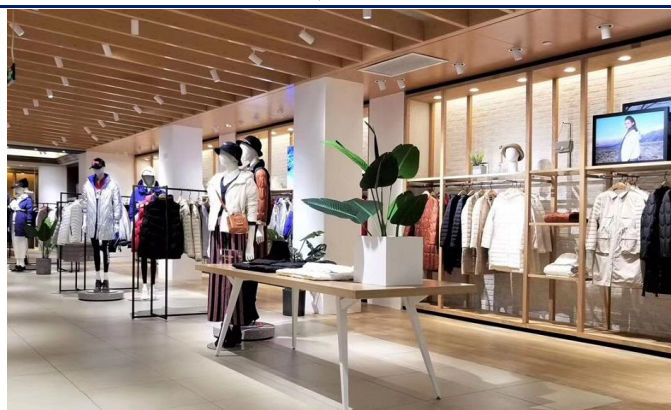
提升门店形象，打造体验式消费。对比 Canada Goose，波司登新一代门店形象可与其比肩，可以满足消费者对体验式服务的追逐。

**图 40、波司登门店外观**



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

**图 41、波司登一代门店陈列**



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、Canada Goose 门店外观



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

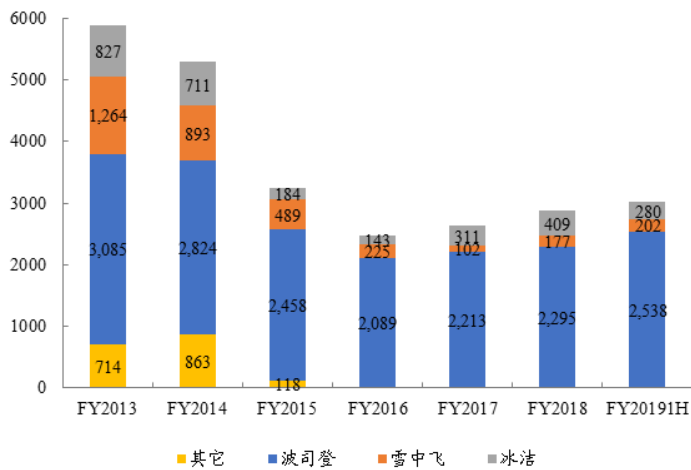
图 43、Canada Goose 门店陈列



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

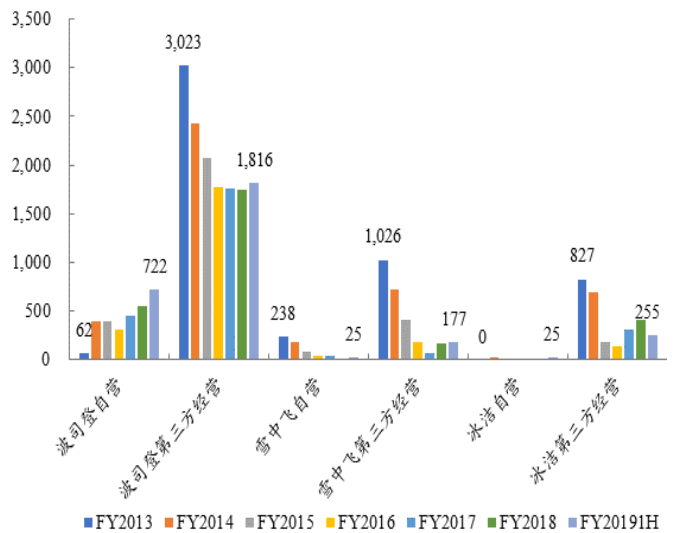
**优化门店质量，重塑渠道结构。**从线下门店模式来看，可以分为专门店和零售网点两大类，截至 FY2019H1 两类门店数量分别为 3020 家和 1539 家。从门店的开店位置主要有四类：购物中心、百货商场、街边和商卖超。我们估测 FY2019，公司位于购物中心的门店数目占比会有明显增加，我们预测，明年将从 45-50 家左右门店数目增长 4-5 倍；位于百货商场及独立门店的数目基本持平；位于大卖场的门店数目会略有下降。我们估测，三大品牌羽绒服总体门店数目不会有较大变动，主要以门店更新改造为主。

图 44、FY2019H1 羽绒服专卖店数目共 3020 家



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

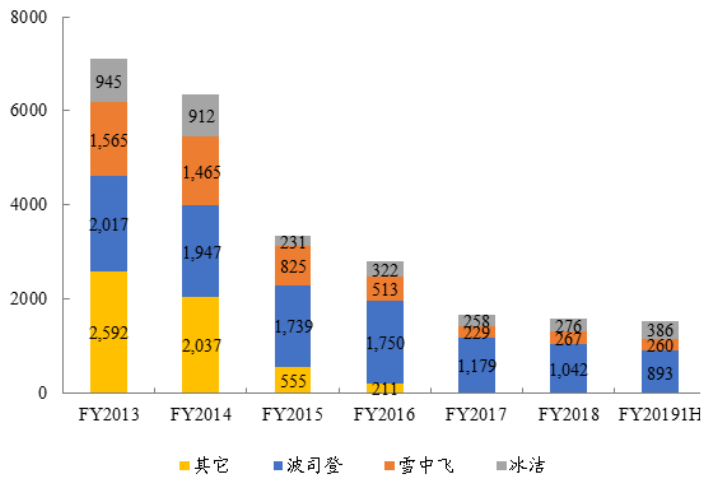
图 45、FY2019H1 羽绒服专卖店渠道结构(家)



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

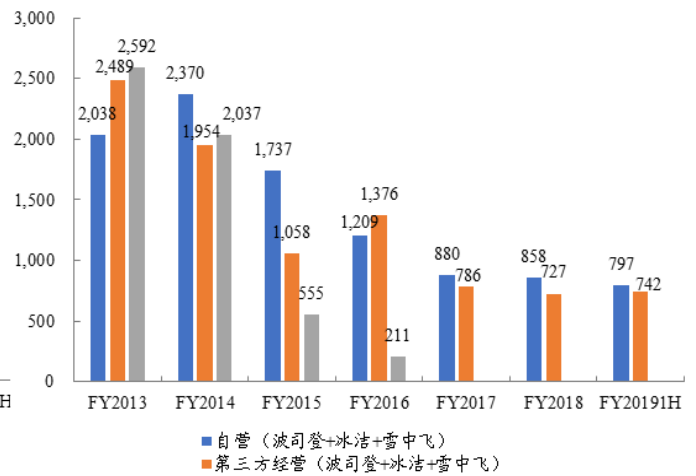


图 46、FY2019H1 羽绒服零售网点数目共 1539 家



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 47、FY2019H1 羽绒服零售网点渠道结构 (家)



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

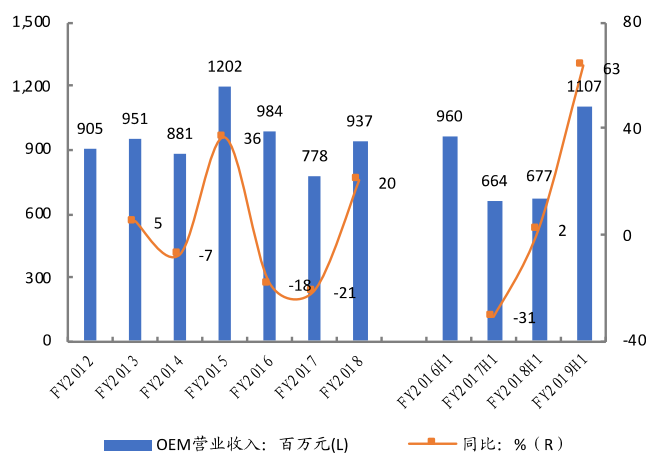
### 3.2、稳健发展其他业务，扩大协同效应

#### 3.2.1、OEM 业务发展较好，且与大客户关系稳固

- OEM 营收及利润基本情况

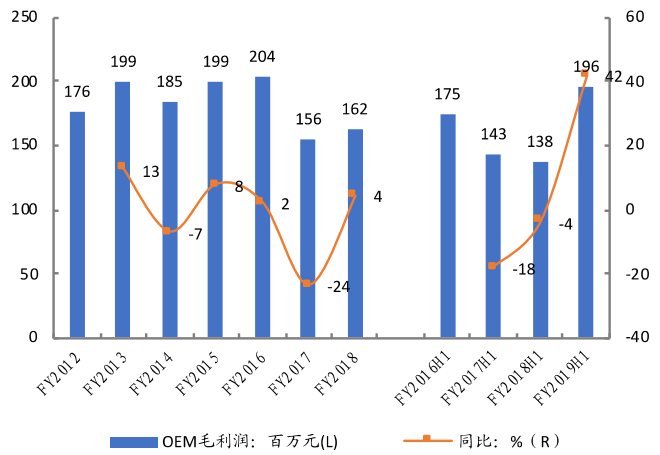
贴牌管理业务是公司主营业务之一。截止 FY2019H1，公司贴牌加工管理业务实现营收和毛利润分别为 1,101 百万元、196 百万元，同比增速高达 63.5%、41.8%。毛利率受人工成本上升影响，同比下降 3 个百分点至 17.7%。

图 48、OEM 业务营收 (百万元) 及增速 (%)



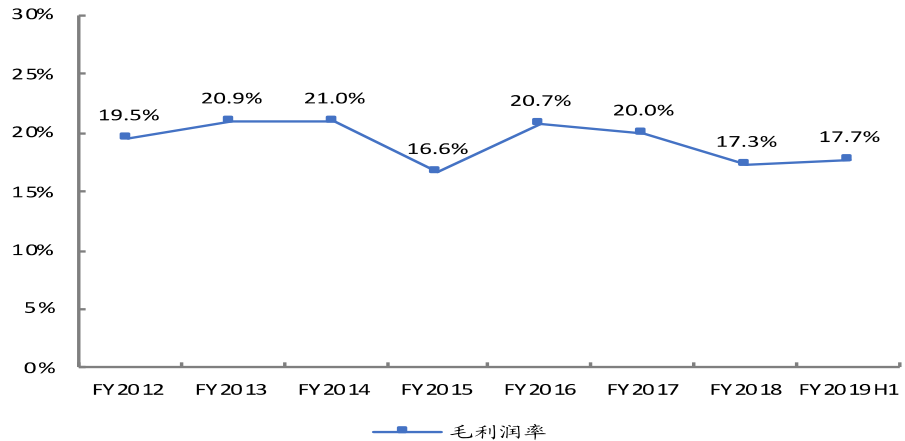
资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、OEM 业务毛利润 (百万元) 及增速 (%)



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 50、FY2019H1 公司 OME 业务毛利润率约为 18%

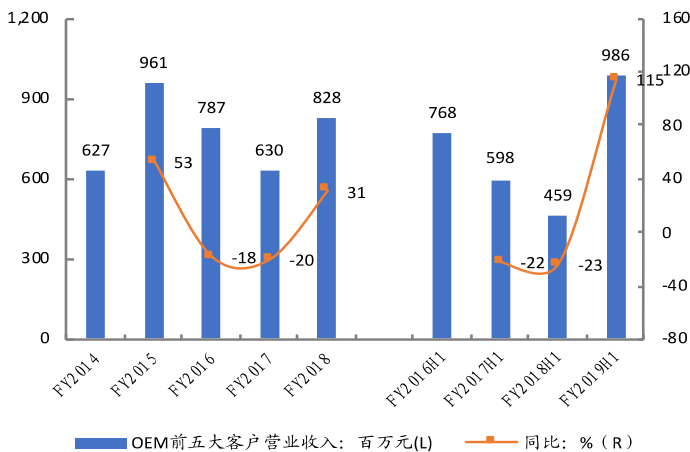


资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

● 核心客户合作持久，业务较稳定

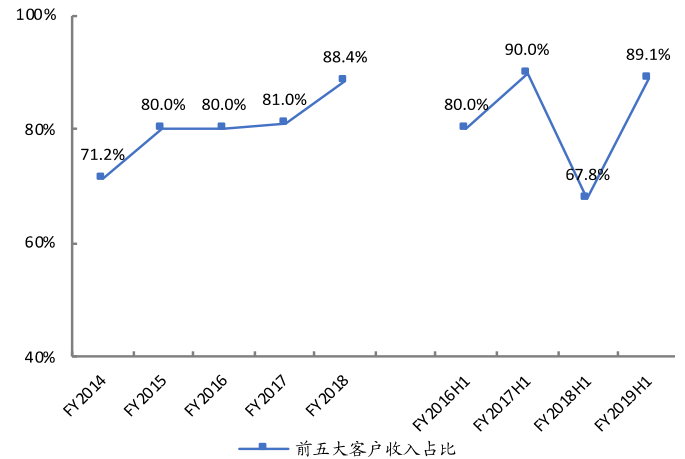
自 2017 年起，公司转变贴牌加工管理业务策略，将资源聚焦于目前的重点贴牌客户，与重点客户确定中长期战略合作规划，利用自身技术优势，协同客户开发新的品类，从而实现从简单的贴牌加工管理到原始设计制造的升级。截止 FY2019H1，来自 OEM 前五大客户的营业收入为 986 百万元，同比增幅达 115%，占贴牌加工管理业务的 89.1%。

图 51、公司 OEM 业务前五大客户的营收及增速



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、公司 OEM 前五大客户的收入占比在 80%以上



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.2、女装业务品牌扩充基本完成，长期潜力稳健

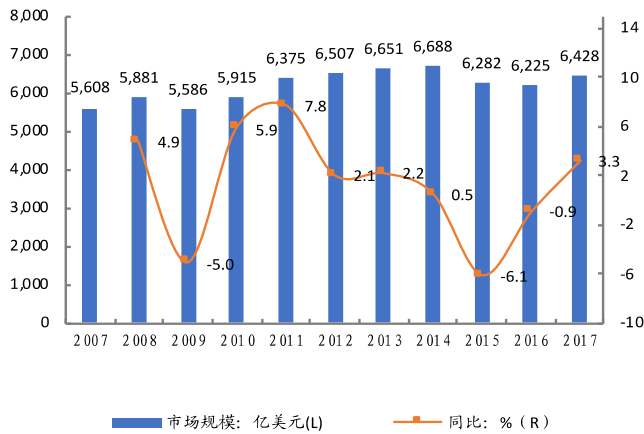
● 公司看好女装行业规模与潜力

自 2007 年起，全球女装市场趋于稳定，根据 Euromonitor 数据，2017 年全球女装市场规模为 6,428 亿美元，十年期间 CAGR 为 3.3%。聚焦中国女装市场，增速

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

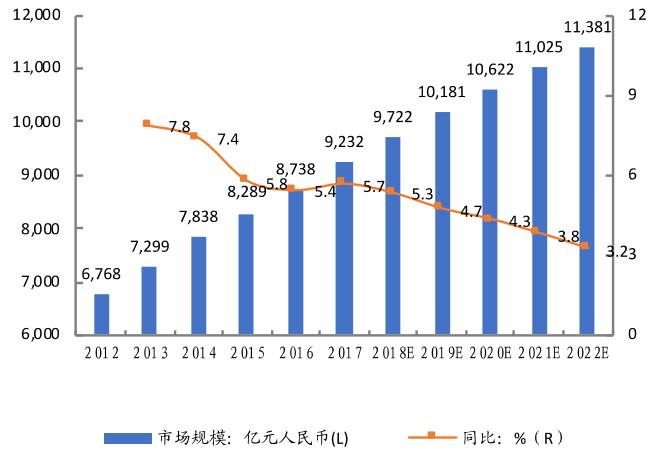
一直略高于全球女装市场增速，市场规模由 2012 年的 6,768 亿人民币增至 2017 年的 9,232 亿人民币，期间 CAGR 达 6.4%。未来五年，中国女装市场会以 CAGR 为 4.3% 继续增长，预计到 2022 年中国女装收入将达 11,381 亿元人民币。

图 53、全球女装市场规模趋于稳定



资料来源: Euromonitor, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 54、中国女装市场规模未来五年 CAGR 达 4.3%



资料来源: Euromonitor, 兴业证券经济与金融研究院整理

• 多品牌女装发力稳定

公司从 2011 年起积极布局非羽绒服女装市场，先后于 2011 年收购杰西女装、2016 年收购邦宝品牌，在 2017 年 4 月将柯利亚诺和柯罗芭收入囊中。其中，柯利亚诺定位较为年轻的 24~30 岁的中高端女性群体，均价在 2,000 元左右；邦宝和柯罗芭针对较为成熟的 35 岁左右的女性顾客，定价分别为 1,800 元和 2,000 元；杰西覆盖 28 岁至 45 岁的都市白领，定价更为亲民，为 1,200 元。

表 6、波司登近年来主要女装品牌收购

品牌名称	图标示例	收购时间	定位	定价	主要市场
杰西		2011 年 10 月	28~45 岁的都市白领，兼具职业和休闲风格	1200-1800 元	北京、上海以及广州等一二线城市
邦宝		2016 年 7 月	35 岁左右的女性，具有职业风格	1800-2000 元	北京、上海、深圳、广州、重庆等城市
柯利亚诺		2017 年 4 月	24~30 都市女性	2000-2500 元	天津等一、二线城市
柯罗芭		2017 年 4 月	30~40 岁成熟女性	2000-2500 元	北方为主

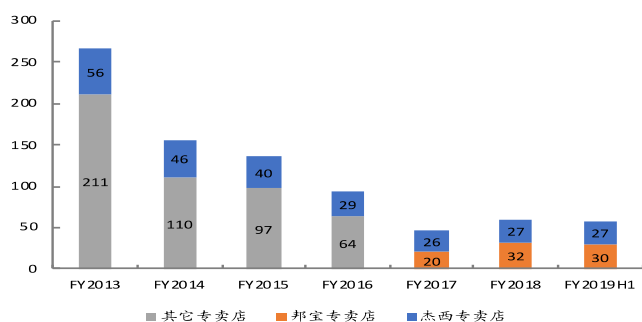
资料来源: 公开资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

公司非羽绒女装的销售渠道主要分为专卖店和零售网点。截止 FY2019H1, 公司拥有女装专卖店 57 家, 杰西和邦宝分别为 27 家和 30 家。其中, 第三方经营的门店

## 海外公司深度研究报告

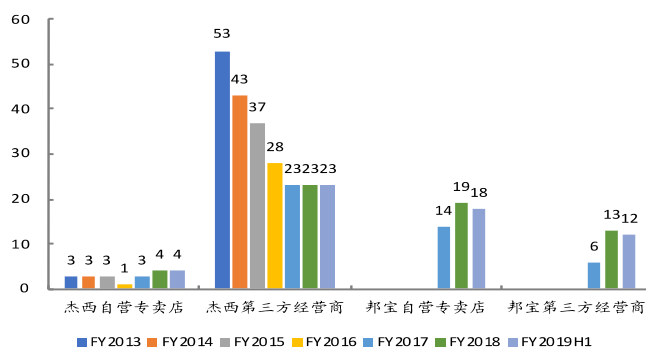
仍占大多数，杰西和邦宝分别有 23 家和 12 家。相较于专卖店，波司登零售网点增速迅猛，从 FY2013 的 198 间发展扩展至 FY2019H1 的 470 家，其中自营和第三方经营的零售网点分别为 104 家和 366 家。截止 FY2019H1，公司女装营收实现 539 百万元，同比增加 6.6%。期间毛利润为 410 百万元，毛利润率同比上升 3 个百分点至 76.1%。

图 55、女装专卖店数目共 57 家



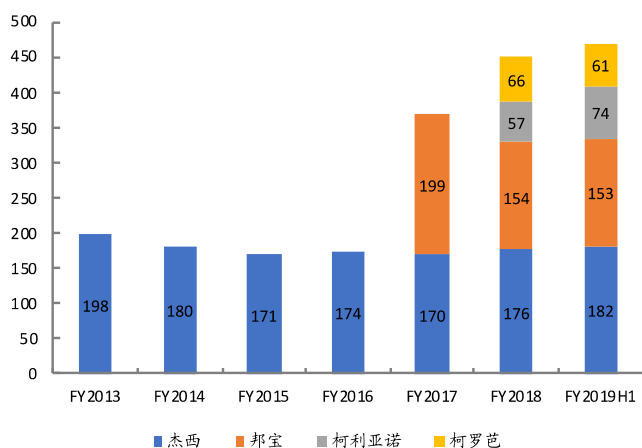
资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 56、女装专卖店自营与第三方经营门店细况



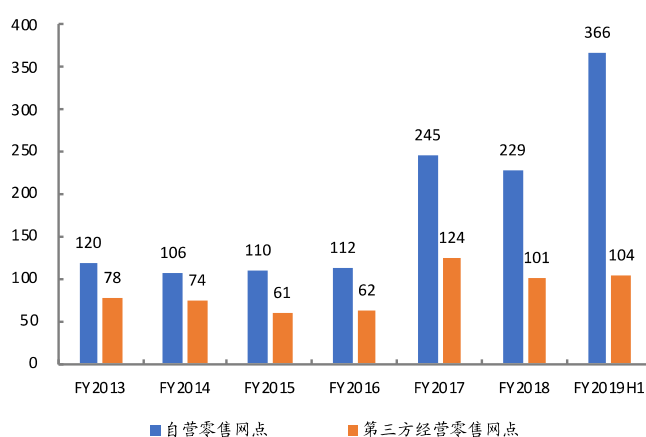
资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 57、女装零售网点数目共 470 家



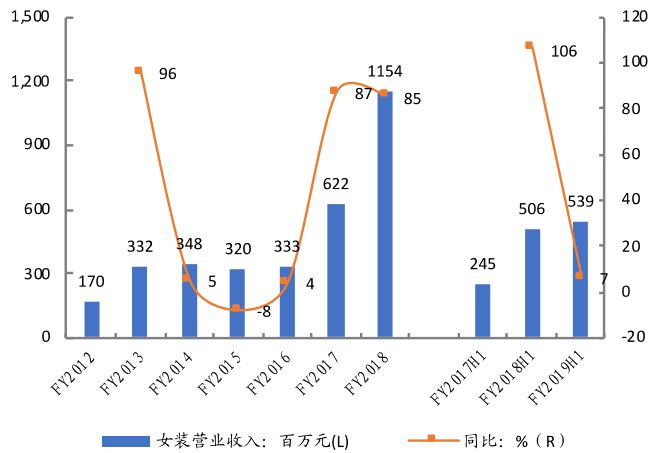
资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 58、女装专卖店自营与第三方经营门店细况

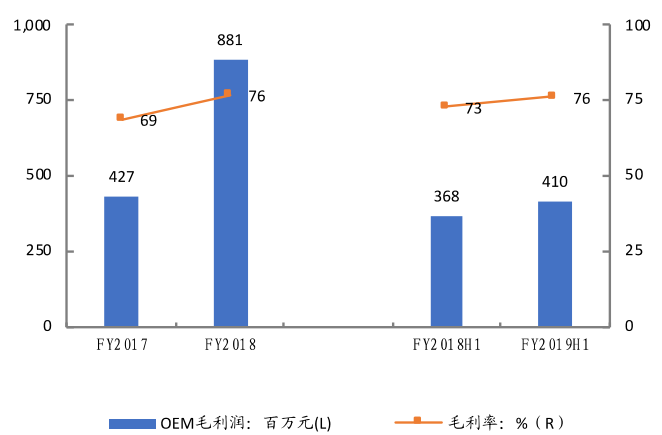


资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

## 海外公司深度研究报告

**图 59、女装营业收入（百万元）及增速（%）**


资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

**图 60、女装毛利润（百万元）及毛利率率（%）**


资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

### 线上渠道发展迅速

自 2011 年起，公司发力线上女装品牌宣传及销售。2011 年 11 月和 12 月，邦宝女装和杰西女装先后进驻天猫旗舰店。2018 年 4 月，首家柯利亚诺服装店在淘宝营业。FY2019H1，公司线上女装销售额达 33 百万元，同比上升 21.9%，占女装总收入的 6.2%。

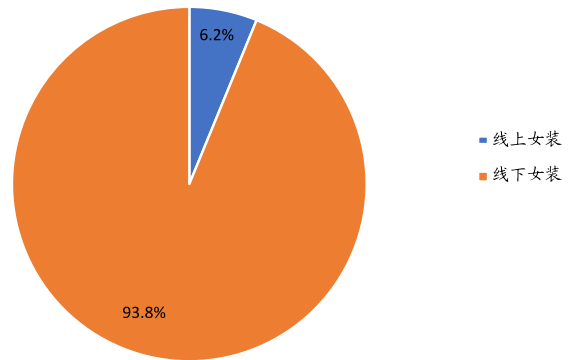
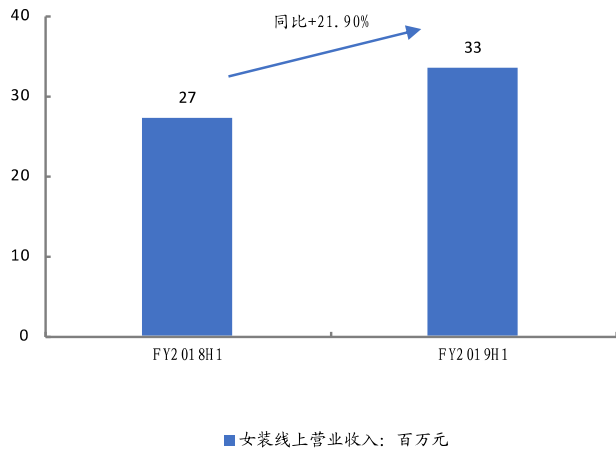
**表 7、公司线上女装旗舰店一览**

杰西旗舰店	邦宝旗舰店	柯利亚诺旗舰店
		

资料来源：天猫淘宝旗舰店官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 61、FY2019H1 女装线上营收 330 万元及 YoY+22%

图 62、FY2019H1 线上女装收入占比为 6.2%



资料来源: 公司中报, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司中报, 兴业证券经济与金融研究院整理

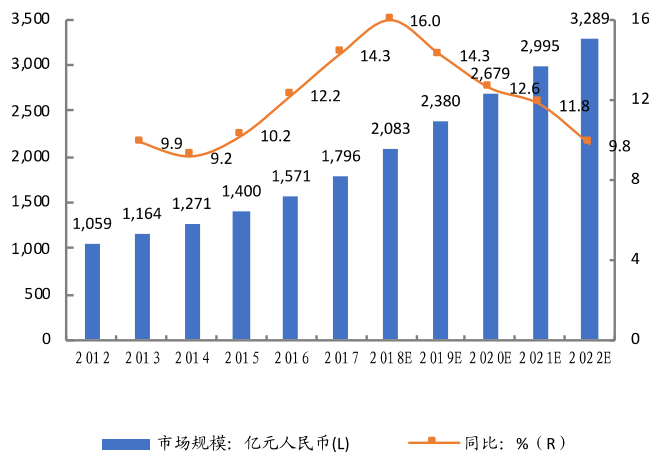
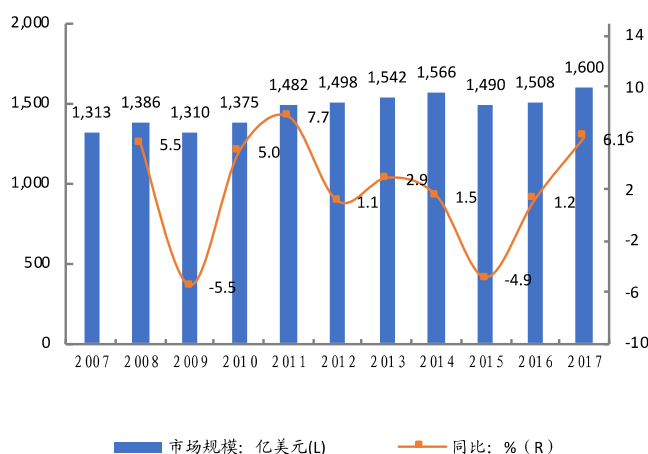
### 3.2.3、童装新赛道, 看好长线发展

- 公司看好童装市场未来良好的成长性

据 Euromonitor 数据统计, 全球童装的市场规模从 2007 年的 1,313 亿美元增至 2017 年的 1,600 亿美元, CAGR 为 2.0%。国内童装市场连续 5 年收入增速持续高于全球童装市场增速, 销售总额由 2012 年的 1,059 亿人民币上升至 2017 年的 1,796 亿人民币, 期间 CAGR 高达 11.1%。展望未来五年, 中国童装市场继续以 12.9% 的 CAGR 高速发展, 预计 2022 年中国童装收入达 3,289 亿人民币。

图 63、全球童装市场规模较平稳 (亿美元)

图 64、中国童装市场高速发展 (亿人民币)



资料来源: Euromonitor, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Euromonitor, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 公司童装未来发展趋势

近年来，公司积极开拓儿童市场，致力于发展以儿童服装服务为核心，儿童业务为辅的多品牌业务。截止 2018 年 9 月，公司已与日本 Petit main、韩国 HAPPYLAND 的签约合作。其中，公司开设了 1 间日本 Petit main 的第三方运营的零售店。展望未来，公司将先通过线上渠道为载体，逐步发展线下店铺，从而有助于将来全渠道融合发展，打造实体的儿童多品牌生活馆。

表 8、波司登童装合作品牌一览

日本 Petit main	韩国 HAPPYLAND	Kappa Kids
		

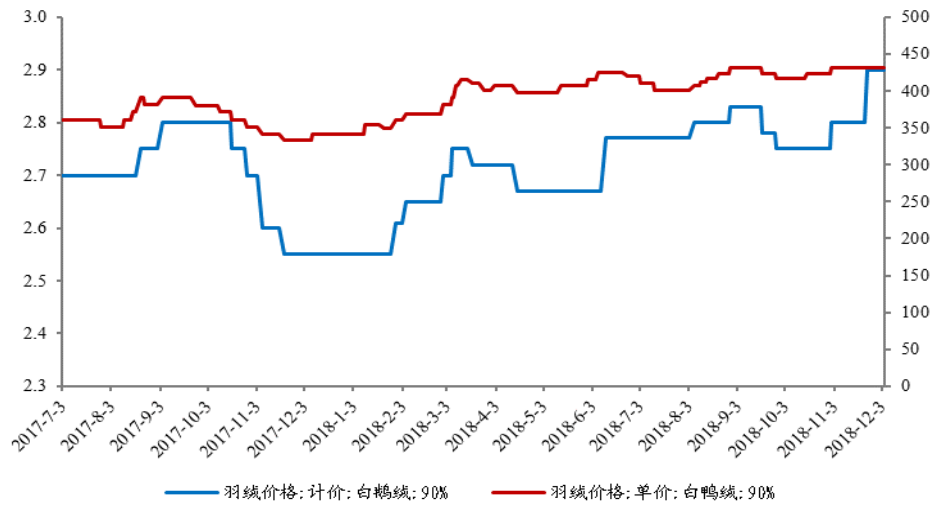
资料来源：百度图片库，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4、财务分析：成本控制及管理效率逐渐提升，派息比率较好

##### 4.1、羽绒锁价策略利好公司毛利润率

羽绒价格是公司成本价格波动的主要因素，但公司采取羽绒锁价策略，利好毛利润率。一方面，公司的主要成本为原材料成本和人工成本，分别占成本的 80% 和 20%。因此原材料价格是影响成本的主要部分。另一方，羽绒是影响公司原材料成本变动的主要因素。由于羽绒和面料是公司最主要的原材料，分别占原材料的 30% 和 20%。由于公司与面料供应商有长达 10 年以上的合作关系，且面料采购成本较平稳。因此，影响公司成本波动的主要原材料是羽绒。而公司对羽绒采购价格是 60% 以上的锁价策略。在鸭绒及鹅绒价格较低时，大量采购囤积原材料。由于公司于 2017 年底在羽绒价格较低时锁定大量原材料，利好公司今年的毛利润率。

图 65、羽绒原材料价格走势

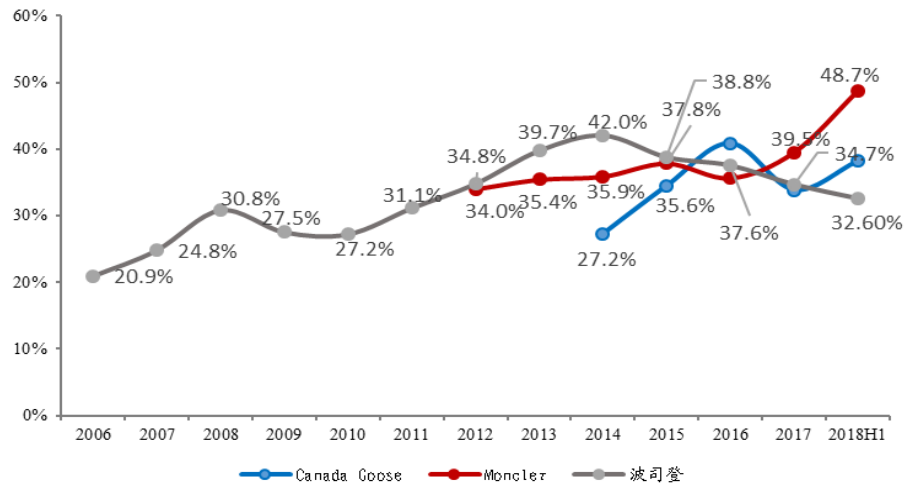


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4.2、主要费用率成下降趋势，管理效率提升

销售费用和行政费用是公司的两项主要费用，其费用率情况近年来呈现逐年下降的趋势，公司管理效率逐渐提高。FY2019H1 公司主要费用率为 32.6%，较 Canada Goose 和 Moncler，波司登处于有利位置。

图 66、波司登、Canada Goose、Moncler 销售及管理费用率 (%) 对比



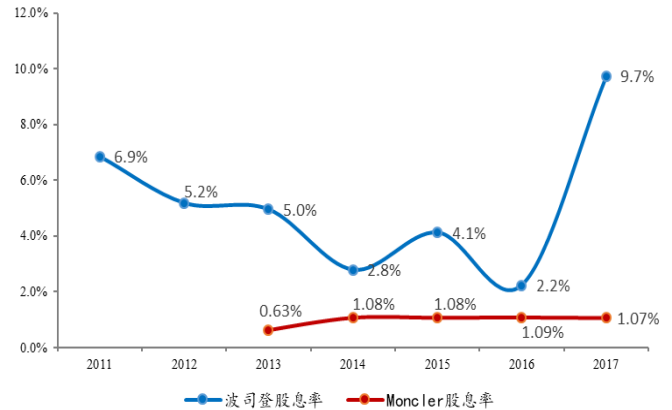
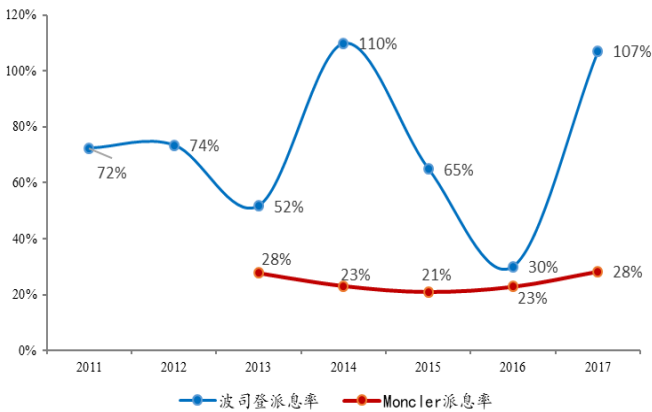
资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理



### 4.3、派息比率较好，股息率呈现上升趋势

从派息率来看，2017年波司登派息比率较高，为107%（含特别派息），其中由于FY2017-18年是公司上市十周年，分发特别派息约36%；Moncler略增，为28%。从股息率来看，2017年波司登股息率为9.7%，近年来呈上升趋势；Moncler为1.07%。

图 67、2011-2017 年波司登和 Moncler 派息比率 (%) 图 68、2011-2017 年波司登和 Moncler 股息率 (%)



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

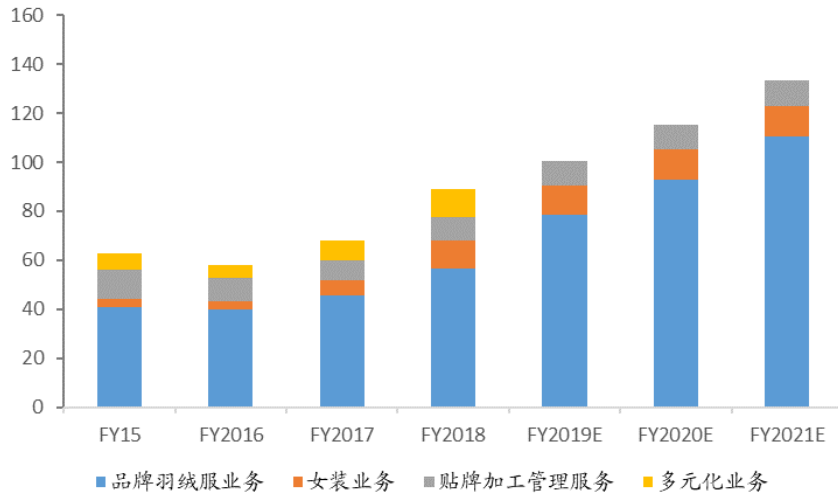
## 5、盈利预测及估值

### 5.1、盈利预测

#### ● 收入预测

通过将收入拆分为不同业务，即羽绒服业务、女装业务及 OEM 业务；并对公司三大业务的收入分别进一步进行预测。从各业务收入来看，公司由成立之初的羽绒服业务，发展目前集三大业务于一体的发展战略。我们认为，未来三年公司主要发力的业务及品牌为羽绒服业务中的波司登品牌，而其他业务（OEM 及女装）的收入将保持平稳。整体来看，FY2019-FY2021E 公司收入将呈现稳定上升的趋势。

图 69、FY2019-2021E 公司三大业务收入规模预测(亿元)

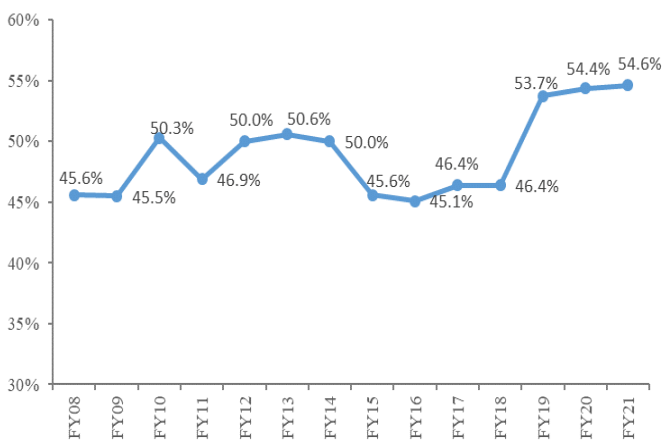


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

● 毛利率预测

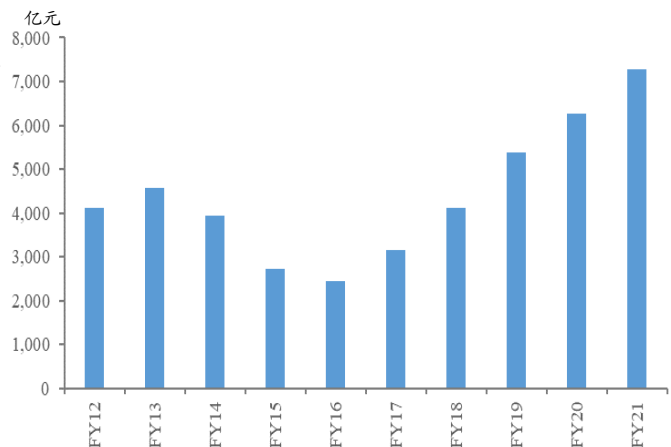
整体来看，公司的毛利润在 FY2014-2016 年出现下降趋势，并在 FY2017 呈逐年上升的趋势，这是由于公司战略调整导致。我们预计 FY2019 毛利率较去年同期有 4-5ppt 提升，主要有两方面原因：一方面，公司在 FY2018-2019 由于产品结构和产品单价逐渐提升，以及销量增长较多；另一方面，公司原材料采购价格较低，对成本的控制能力较强。我们预测公司 FY2019-2021E 波司登羽绒服主品牌主营业务将逐渐发力，并对公司未来三年毛利率进行预测，呈现稳步增长趋势。

图 70、FY2019-2021E 预计公司毛利率 (%) 稳步提升



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 71、FY2019-2021E 预计公司毛利润 (亿元) 将持续稳定上升

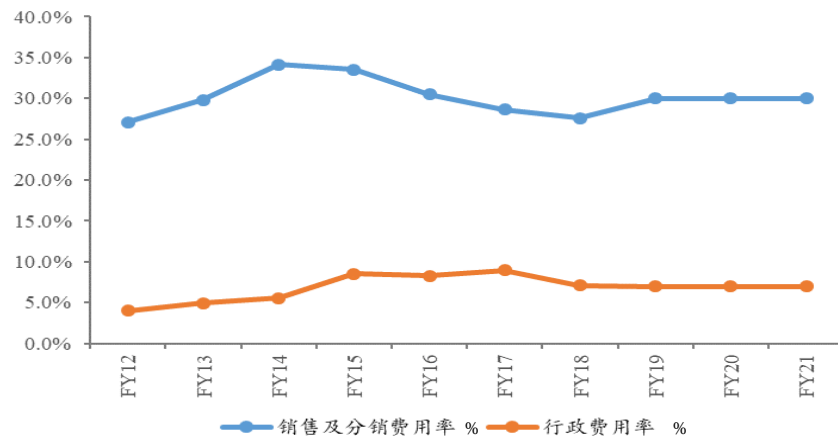


资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

- 主要费用率预测

根据公司年报数据计算得出，由于公司 FY2016 年以来主要费用率逐渐转好且经营效率逐渐提升，因此公司的销售及分销费用率略增加，且行政费用率将保持稳定。我们预计，公司 FY2019-2021E 销售及分销费用率增长 2-3pct 并此后保持稳定，行政费用率仍与 FY2018。

图 72、FY2019-2021E 预计公司主要费用率趋势 (%)



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

- 盈利预测的结果

表 9、公司盈利预测结果

会计年度	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业收入(百万元)	8,881	10,029	11,508	13,336
同比增长(%)	12.9	14.7	15.9	16.2
净利润(百万元)	616	851	1,055	1,293
同比增长(%)	57.1	38.2	24.1	22.5
毛利率(%)	46.4	53.7	54.4	54.6
净利润率(%)	6.9	8.5	9.2	9.7
净资产收益率(%)	6.5	8.2	9.1	10.5
基本每股收益(元)	0.06	0.08	0.10	0.12

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

## 5.2、估值及评级

我们采用绝对估值及相对估值法对波司登进行估值：

绝对估值法：采用自由现金流（FCFF）折现法进行估值。WACC 计算时选择 10 年期国债收益率 3.5% 为无风险利率，市场平均收益率采用为 10%，公司最近 3

年 Beta 值为 0.87，有效税率维持在 25%。计算得出 WACC 为 8.42%。我们认为，FY2019/20 公司 PE 为 14.6x/12.1x。

表 10、WACC 计算过程

WACC	
Beta	0.87
无风险利率	3.50%
市场收益率	10.00%
股权成本	9.16%
债务成本	5.00%
债务/总资本	32.27%
权益/总资本	67.73%
<b>WACC</b>	<b>8.42%</b>

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

相对估值法：对比行业中国内外公司，我们得到行业 PE 估值如下表。我们认为，波司登是我国羽绒服行业龙头企业，与国际知名羽绒服企业及知名服装企业具有可比性，FY2019/20 年 PE 分别为 20.6x/16.0x。

表 11、国内外主要羽绒服装企业估值对比

公司	代码	货币	收盘价	市值	PE		
			20181207	亿货币单位	2017A	2018E	2019E
江南布衣	3306.HK	HKD	12.80	66.43	18.29	16.20	11.53
地素时尚	603587.SH	CNY	23.29	93.39	16.52	15.84	14.20
森马服饰	002563.SZ	CNY	9.07	244.89	21.60	15.64	12.96
海澜之家	600398.SH	CNY	8.53	383.25	11.53	10.80	9.92
<b>均值</b>					<b>16.98</b>	<b>14.62</b>	<b>12.15</b>
Canada Goose	GOOS.US	USD	58.45	63.40	85.96	63.19	48.59
Moncler	MONC.IM	EUR	29.68	75.63	29.89	24.59	21.55
<b>均值</b>					<b>57.92</b>	<b>43.89</b>	<b>35.07</b>
公司	代码	货币	收盘价	市值(亿元)	FY2018	FY2019E	FY2020E
<b>波司登</b>	<b>3998.HK</b>	<b>HKD</b>	<b>1.44</b>	<b>154.08</b>	<b>20.57</b>	<b>16.00</b>	<b>13.09</b>

资料来源：Bloomberg 公开一致预测，Wind 公开一致预测，兴业证券经济与金融研究院整理

综上所述，我们给予公司股票目标价 1.77 港元，对应 FY2019/20 年 PE 分别为 16.6x/13.4x。目标价相比现价 1.52 港元有 16.8% 的涨幅，首次覆盖给予“买入”评级。

## 6、风险提示

- 消费者偏好风险
- 消费者偏好变化风险,
- 行业竞争加剧,
- 业务推进不及预期,
- 新开门店低于预期,
- 品牌推广费用超出预期,
- 渠道库存风险
- 商誉减值风险

会计年度	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
<b>流动资产</b>	<b>10,959</b>	<b>10,247</b>	<b>10,191</b>	<b>10,274</b>
现金及现金等价物	1,794	1,923	2,090	2,352
应收账款	1,474	1,519	1,916	2,065
存货	1,455	1,638	1,862	2,170
其他	6,235	5,167	4,323	3,686
<b>非流动资产</b>	<b>3,485</b>	<b>3,258</b>	<b>3,673</b>	<b>4,092</b>
固定资产	885	882	877	881
无形资产及商誉	1,897	2,322	2,742	3,157
预付租金	54	54	54	54
其他	648	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>14,443</b>	<b>13,505</b>	<b>13,864</b>	<b>14,366</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,337</b>	<b>3,404</b>	<b>2,656</b>	<b>1,828</b>
短期借款	2,338	1,735	2,087	2,659
应付账款	1,769	1,669	1,569	1,469
其他	230	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>323</b>	<b>218</b>	<b>225</b>	<b>255</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	323	218	225	255
<b>负债合计</b>	<b>4,660</b>	<b>3,622</b>	<b>2,881</b>	<b>2,083</b>
股本	0.8	0.8	0.8	0.8
储备	9,595	9,695	10,795	12,095
归母权益	9,596	9,696	10,796	12,096
<b>股东权益合计</b>	<b>9,783</b>	<b>9,883</b>	<b>10,983</b>	<b>12,283</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>14,443</b>	<b>13,505</b>	<b>13,864</b>	<b>14,366</b>

会计年度	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
税前利润	888	1,269	1,552	1,847
折旧和摊销	195	205	225	235
营运资金的变动	1,255	1,030	1,255	1,503
经营活动产生现金流量	1,033	1,543	1,744	1,845
投资活动产生现金流量	(1,864)	(1,269)	(1,194)	(1,040)
融资活动产生现金流量	(183)	(145)	(383)	(542)
现金净变动	(1,041)	129	167	263
现金的期初余额	2,835	1,794	1,923	2,090
现金的期末余额	1,794	1,923	2,090	2,352

会计年度	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
<b>营业收入</b>	<b>8,881</b>	<b>10,029</b>	<b>11,508</b>	<b>13,336</b>
营业成本	(4,762)	(4,639)	(5,250)	(6,048)
<b>毛利</b>	<b>4,119</b>	<b>5,390</b>	<b>6,258</b>	<b>7,288</b>
<b>其他收入</b>	<b>66</b>	<b>100</b>	<b>115</b>	<b>133</b>
销售及分销				
开支	(2,452)	(3,009)	(3,452)	(4,001)
行政开支	(630)	(732)	(829)	(920)
其他开支	(14)	(30)	(40)	(53)
<b>税前利润</b>	<b>888</b>	<b>1,269</b>	<b>1,552</b>	<b>1,847</b>
所得税开支	(249)	(419)	(497)	(554)
<b>年度溢利润</b>	<b>640</b>	<b>851</b>	<b>1,055</b>	<b>1,293</b>
少数股东损益				
益	24	-	-	-
<b>归属母公司</b>				
<b>净利润</b>	<b>616</b>	<b>851</b>	<b>1,055</b>	<b>1,293</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.06</b>	<b>0.08</b>	<b>0.10</b>	<b>0.12</b>

会计年度	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	12.9%	14.7%	15.9%	16.2%
毛利润增长率	30.2%	30.9%	16.1%	16.5%
净利润增长率	57.1%	38.2%	24.1%	22.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	46.4%	53.7%	54.4%	54.6%
净利率	6.9%	8.5%	9.2%	9.7%
ROE	6.5%	8.2%	9.1%	10.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	32.3%	26.8%	20.8%	14.5%
流动比率	2.5	2.5	3.0	3.8
<b>营运能力</b>				
资产周转率(次)	0.64	0.72	0.84	0.94
存货周转率(次)	3.08	2.65	2.60	2.54
<b>每股资料</b>				
每股收益(元)	0.06	0.08	0.10	0.12
每股经营现金(元)	12.86	19.22	21.72	22.97
每股净资产(元)	0.92	0.93	1.03	1.15
<b>估值比率</b>				
(倍)				
PE	23.0	16.6	13.4	10.9
PB	1.66	1.43	1.29	1.15

## 海外公司深度研究报告

### 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyqz.com.cn](http://www.xyqz.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、毅蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司和天美（控股）有限公司有投资银行业务关系。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。