证券研究报告·上市公司简评　　所属行业

聚集主业成果明显，品牌时尚、高端激活，龙头再迎高增

事件

公司公布 2019 财年中报（截止 9 月 30 日六个月），实现营业收入 34.44 亿元，同比增长 16.4%；营业利润 3.55 亿元，同比增长 62.1%；归母净利润 2.51 亿元，同比增长 43.9%。

董事会宣派中期股息 2.0 港仙/股，合计派发 1.89 亿元，占报告期归母净利润 75.3%。

简评

羽绒服板块开启快车道，品牌激活效果显著

公司 FY19H1 营收同比增长 16.4%，增速同比提升 1.1 个 pct，上半财年虽然属于羽绒服淡季，但仍能看到公司在战略聚焦主业元年保持强劲动力。**主业品牌羽绒服板块**在上半财年实现营业收入 17.73 亿元，同比增长 19.5%，增速同比大增 17.2 个 pct，复苏态势明显，占总营收比例同比增加 1.4 个 pct 至 51.5%。

主品牌波司登上半财年实现收入 15.57 亿元，同比增长 24.1%，增速同比大幅提升 22.6 个 pct。**今年在品牌形象、渠道、设计、营销等进行大刀阔斧的改革，以突出高端化、年轻化、时尚化新方向，实现品牌激活。**品牌上半财年成为入选国家品牌计划战略的唯一服装品牌，参加纽约时装周实现良好的关注度和消费者认知转变。**产品开发上功能性和时尚性并举**，中高端爆款**极寒系列**保持高售罄率，上半财年新推出**泡芙轻暖系列**，以及**更高端的户外系列**，采用顶级全球顶级户外装备首选面料 GORE-TEX，90%欧洲顶级白鹅绒填充，以单品逐渐切入高端羽绒市场。时尚性上，与国际时尚潮流品牌、设计师合作，大胆改进产品风格，推出**设计师系列**联名款、**知名 IP 系列（漫威等）**，在年轻消费者中热度提高，品牌老化形象得到有力改善。

雪中飞期内通过 SPA 精细化运营，实现营收 0.82 亿元，同比增长 17.5%，逆转去年同期下滑趋势，未来将继续阿米巴运营并推进新零售。**冰洁**亦进行品牌升级，更加精准定位时尚高性价比，实现营收 0.91 亿元，同比下滑 2.9%，主因加大力度调整低效、形象差的小网点。未来将做大品类，增加大型形象佳专卖店。

渠道上看，线下部分**波司登**完成超过一千家门店的新标更换，门店形象升级亦顺利推进，上半财年合计净开店 94 家至 3431

波司登(03998)

维持　　**买入**

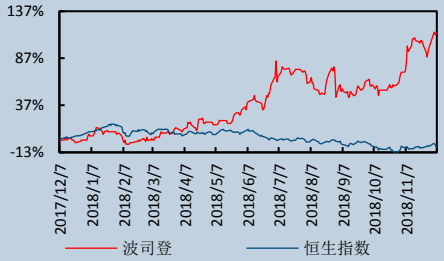
花小伟
huaxiaowei@csc.com.cn
010-85156325
执业证书编号：S1440515040002
香港牌照：BJU617

史琨
shikun@csc.com.cn
010-65608483
执业证书编号：S1440517090002

发布日期：　2018 年 12 月 10 日

当前股价：　1.52 港元

股价表现



相关研究报告

18.11.08	【中信建投纺织服装】波司登(3998): 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
18.07.06	180706【中信建投纺服】波司登公司深度：42 年匠心，“羽”众不同（更新）
18.07.04	180704【中信建投纺服】波司登：42 年匠心，“羽”众不同

家，大量关店调整期已过。其中自营店净开店 102 家至 1300 家，经销店净关店 8 家至 2131 家，渠道结构持续优化。**雪中飞**净开店 18 家至 462 家（直营净开 27 家，经销净关 9 家），冰洁净关店 19 家至 666 家（直营净开 17 家，经销净关 36 家）。板块整体自营收入同比略降 2.6%至 3.28 亿元，经销收入同比增长 27.5%至 14.04 亿元。线上部分波司登今年电商上大多是全新品，风格与老品差异较大，迎合年轻人喜好，双十一公司全渠道销售额超 7.4 亿元，波司登销售额在男装排第七，女装排第四。羽绒服板块全年线上销售 1.38 亿元，同比大增 73.4%。

OEM 向 ODM 转变下收入大增，女装稳定发展，发挥协同效应

OEM 板块上半财年实现营业收入 11.07 亿元，同比增长 63.5%，增速环比提升 61.5 个 pct，占总收入比例同比增加 9.2 个 pct 至 32.1%。大幅增长一方面因为公司调整生产计划，增加上半财年 OEM 订单比例，减少该部分订单对下半财年旺季内销的影响。另一方面公司利用技术优势与客户开发新品类，从 OEM 逐渐升级至 ODM，提升客户粘性，使得老客户订单量同比大幅增加，同时对越南生产基地进行管理和流程升级优化，提升订单处理能力。

女装板块上半财年实现总营收 5.39 亿元，同比增长 6.6%，占总收入比例同比减少 1.5 个 pct 至 15.6%。分品牌看，上半财年**杰西**以品牌 20 周年为契机，加大推广力度及精细化运营，登陆米兰时装周，知名度有所提升，开更多大店和购物中心店，净开店 6 家至 209 家，收入同比增长 9.6%至 1.92 亿元。**邦宝**扩大线上覆盖面，推进线上全渠道、二级代理商以及加大专供款，线下关闭低效店并精简团队，净关店 3 家至 183 家，收入同比减少 10.6%至 1.61 亿元，主因关店以及为改善库存结构而加大去库力度。柯利亚诺和柯罗芭规模尚小，以小单快反模式运营，分别净开店 17 家至 74 家、净关店 5 家至 61 家，收入分别同增 24.5%至 0.82 亿元、同增 19.8%至 1.01 亿元。线上部分女装整体上半财年收入同比增长 21.8%至 0.33 亿元。女装作为公司目前多元化业务的主体，规模渐显，进入稳定期，拉升整体毛利率水平，未来将继续整合现有品牌，实现更优的协同效应。

男装、居家大幅收缩，减少资源占用，童装战略成型

其他多元化业务中男装和波司登居家在今年聚焦主业战略下大幅收缩，整体收入同减 91.1%至 2600 万元，体现公司战略转型的良好执行力和坚定决心。男装净关店 246 家，公司终止与男装加盟商合作，88 家经销店全部关闭，收入同比减少 83.3%。波司登居家全面缩减，关店 89 家，收入同减 96.2%。校服飒美特品牌仍以江浙沪为重点发展，老客户具有一定忠诚度。

上半财年公司在童装扩展上有所突破，建立童装合资公司，基本确立了建立以童装为核心、儿童用品为辅的国际儿童品牌专业运营商的战略。截止 9 月 30 日已经合作的品牌如日本 Petit main、韩国 HAPPYLAND，以及代理 Kappa Kids 等。童装自营与国际品牌合作，线上线下融合，代运营部分专注国外小而美儿童品牌，引入中国深度合作。上半财年公司开出一家童装店。

羽绒服提价顺利，推升毛利率

上半财年公司毛利率同比提升 2.2 个 pct 至 42.3%，主因羽绒服主业及女装毛利率提升，以及低毛利率多元化业务的剥离。羽绒服板块毛利率同比提升 7.9 个 pct 至 50.6%，得益于品牌力增强，今年年轻化、时尚化、以及高功能性中高端系列等新品提价顺利，且销售占比提升，同时原材料采购规模效应下议价能力强，较好的抵抗了涨价成本压力。女装毛利率同比增加 3.3 个 pct 至 76.1%，主因去年新并购天津女装毛利率较高且今年继续提升。OEM 毛利率同比减少至 17.7%，形成一定拖累，主因国内人工成本压力提升。

上半财年销售费用同比增加 18.4%至 7.90 亿元，销售费用率同比略增 0.3 个 pct 至 22.9%，主因羽绒服板块广宣支出增加，以及线下网点的扩张及优化导致。管理费用率同比略降 0.5 个 pct 至 9.7%。财务费用为-573.9 万元，去年同期为 0.20 亿元，主因美元加息导致融资成本提升，以及资本市场走弱使得可供出售金融资产形成

一定投资损失。另外政府补贴同比增加 35.2%至 0.23 亿元，共驱归母净利润增幅达到 43.9%。

投资建议：公司今年聚焦主业，品牌年轻化、时尚化改造力度大，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，线上年轻消费者喜好度增加。供应链保持 15 天快反优势，今年从配送中心直接发往门店，减少零售公司仓库中间流程，且通过智能补货系统最大限度解决缺货问题，明年拟在现有五大库区基础上新增东北库区，实现全国门店直接配送，进一步提升运营效率，压缩物流仓储成本，改善库存结构。公司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 17、13 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；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**				
所得税费用	(249)	(414)	(498)	运营效率			
少数股东权益	(24)	(26)	(29)	股利	(120)	(119)	(203)
净利润	**615**	**810**	**1,073**	发行股数	-	-	-
经调整净利润	**618**	**810**	**1,036**	负债调整	(646)	(331)	1,136
基本每股盈利（港元）	0.06	0.08	0.10	其他	273	273	447
经调整基本每股盈利（港元）	0.06	0.08	0.10	**融资性现金流**	**(493)**	**(177)**	**1,380**
稀释后每股盈利（港元）	0.06	0.08	0.10	**现金调整**	**(3,359)**	**526**	**669**
经调整稀释后每股盈利（港元）	0.06	0.08	0.10	年初现金及现金等价物	2,835	1,794	2,320
每股股息（港元）	0.01	0.01	0.02	年末现金及现金等价物	(524)	2,320	2,989
				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
				利息覆盖率 (x)	34.2	57.8	70.5
股东资金	9,596	10,247	11,080	流动比率 (x)	2.5	2.6	2.1
少数权益	187	213	243	**估值**			
负债和权益总值	**14,443**	**14,883**	**17,524**	市盈率 (x)	22.0	16.8	13.1
净现金/（负债）	（544）	313	（154）	市盈率(x) - 完全稀释经调整每股盈利	22.0	16.8	13.1
				企业价值倍数 (x)	13.5	9.1	7.6
				市帐率 (x)	1.4	1.3	1.2

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

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@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

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

私募业务组

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 021-68821600 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

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。本报告清晰准确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