

买入
品牌势能及产品力持续向上，坚定看好
波司登 (3998.HK)

2021-09-01 星期三

投资要点

目标价：**7.6 港元**
 现价：**6.36 港元**
 预计升幅：**20%**

➤ 羽绒服行业稳健增长，波司登为品类龙头，于中高端市场独占鳌头。即将进入羽绒服销售季，公司业绩值得期待：

中国羽绒服行业规模约 1500 亿元，以约 10% 的增速成长。按 ASP 划分，2000 元以下的大众消费市场竞争激烈，5000 元以上的奢品市场被加拿大鹅和 Moncler 垄断。而 2000-5000 元的中高端市场波司登独占鳌头。即将进入羽绒服销售季，近年冷/暖冬下公司业绩均呈韧性。

重要数据

日期	2021/8/31
收盘价 (港元)	6.36
总股本 (亿股)	108.3
总市值 (亿港元)	689.2
净资产 (亿元)	112.5
总资产 (亿元)	189.6
52 周高低 (港元)	6.49/2.01
每股净资产 (元)	1.03

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ 品牌势能及产品力持续向上，驱动价格带上移，供应链及零售管理能力构筑壁垒：

驱动因素：①18 年以来公司品牌重塑成功，通过和知名设计师联名设计等提升产品力，驱动产品量价齐升。产品价格带显著上移，据测算与调研，波司登品牌 1800 元以上产品销售额占比从 FY18 的不足 10% 提升至 FY21 超 40%；②稳定的供应链和敏捷的快反能力构筑壁垒，降低经销商库存风险，提升终端铺货能力和合作意愿。首批订单比例仅约 30%-40%，附加 10-15% 的可退货指标，今年额外增加 10% 可换货指标。旺季快反次数 7-8 次，快反补货周期压缩至 10 日以内，大幅提升旺季销售灵活度。③线下渠道发力高线城市，通过门店升级，提升高线城市销售占比及品牌形象。近年公司线下直营店进驻的购物中心质量和位置较以往显著优化。④结合价格带上移及营运效率优化，集团利润率仍具备提升空间。⑤2016 年以来数次股权激励，公司组织活力提升。

➤ 维持买入评级，上调目标价至 7.6 港元：

我们的观点：预计波司登未来三年收入端将维持稳健的复合增速，产品端量价齐升，利润率稳步向上。国潮崛起趋势确立，波司登作为国内羽绒赛道龙头，品牌势能持续向上，在供应链和零售管理内功上持续修炼，实现供应链首单比例控制及优质快反、零售端分店态运营等。预计 2022E 至 2024E 财年营收分别为 163/ 196/ 234 亿元，同比+20.7%/ 20.2%/ 19.4%；归母净利润分别为 21.9/ 27.7/ 34.2 亿元，同比增长 28%/ 26.5/ 23.4%。上调公司目标价至 7.6 港元，维持买入评级，对应 22E 和 23E 财年的 PE 约 31 倍和 25 倍。

主要股东

盈新国际投资有限公司	35.61%
康博投资有限公司	29.14%
豪威企业有限公司	5.66%

相关报告

研究部

姓名：李承儒
 SFC: BLN914
 电话：0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12,191	13,517	16,320	19,617	23,429
同比增长 (%)	17.4%	10.9%	20.7%	20.2%	19.4%
毛利率	55.0%	58.6%	59.5%	60.3%	61.1%
归母净利润	1,203	1,710	2,188	2,768	3,415
同比增长 (%)	22.6%	42.1%	28.0%	26.5%	23.4%
归母净利润率	9.9%	12.6%	13.4%	14.1%	14.6%
每股盈利 (元)	0.11	0.16	0.20	0.26	0.32
PE@6.36HKD	47.8	33.5	26.1	20.7	16.7

数据来源：wind、公司年报、国元证券经纪（香港）预测

报告正文

羽绒服行业稳健增长，波司登为品类龙头，于中高端市场独占鳌头。即将进入羽绒服销售旺季，近年冷/暖冬下公司业绩均呈韧性，业绩值得期待：

中国羽绒服行业规模约 1500 亿元，以约 10% 的增速成长。按 ASP 划分，2000 元以下的大众消费市场竞争激烈，5000 元以上的奢品市场被加拿大鹅和 Moncler 垄断。而 2000-5000 元的中高端市场波司登独占鳌头，其他品牌在此区间并无主力军团。

近年冷/暖冬下公司业绩均呈韧性，回顾公司 2015 年以来气温与营收变动，气温对波司登销售影响可控，业绩增长仍主要受品牌力及产品力提升而驱动。公司此前于业绩会表示订货会经销商订货意愿较好，羽绒服销售旺季临近，业绩值得期待。

图：上海最低气温与波司登营收

上海最低气温	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
10 月	17.1	17.4	17.9	17.7	17.3	19.4	17.5	16.3	17.7	16.4
11 月	14.4	9.9	10.5	12.3	12.0	11.6	11.2	12.9	12.6	13.0
12 月	4.7	3.9	4.2	3.3	5.5	7.2	5.1	6.4	6.9	4.7
财报日期	12/3/31	13/3/31	14/3/31	15/3/31	16/3/31	17/3/31	18/3/31	19/3/31	20/3/31	21/3/31
波司登营收	83.9	93.4	82.5	63.1	58	68.2	88.9	103.9	122.2	135.9
波司登营收 YOY	19.1%	11.2%	-11.6%	-23.6%	-8.0%	17.6%	30.3%	16.8%	17.6%	11.2%
品牌羽绒服 yoy	7%	16%	-15%	-33%	-3%	15%	23%	36%	24%	14%
波司登主品牌 yoy	8%	24%	-15%	-20%	3%	22%	22%	38%	23%	19%

资料来源：Wind、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ 品牌势能及产品力持续向上，驱动价格带上移，供应链及零售管理力构筑壁垒：

驱动因素：（1）2018 年以来，公司品牌重塑成功，通过和知名设计师联名设计等提升产品力，驱动产品量价齐升。产品价格带显著上移，据我们调研与测算，波司登主品牌 1800 元以上产品销售额占比从 FY18 的不足 10% 提升至 FY21 超 40%，ASP1000 元以下产品占比销售额占比为单位数；

（2）稳定的供应链和敏捷的快反能力构筑壁垒，降低经销商库存风险，提升终端铺货能力和合作意愿。波司登首批订单比例仅占约 30%-40%，给予经销商 10-15% 的可退货指标，今年额外增加 10% 可换货指标。因此对经销商而言，首批订货需承担风险的存货比例不足 10%。旺季快反次数 7-8 次，快反补货周期压缩至 10 日以内，大幅提升旺季销售灵活度。公司 OEM 合作企业不乏阿迪等国际品牌，侧面验证公司制造品质。

（3）线下渠道发力高线城市，通过门店升级，提升高线城市销售占比及品牌形象。目前公司线下直营渠道进驻新一线城市时，进驻购物中心质量/店铺位置等相较以往已大

幅优化。以上海为例，近两年波司登陆续进驻港汇恒隆、来福士等优质购物中心。

(4) 结合价格带上移及营运效率优化，集团利润率仍具备提升空间。(5) 2016 年以来数次股权激励，公司组织活力提升。

➤ **维持买入评级，上调目标价至 7.6 港元：**

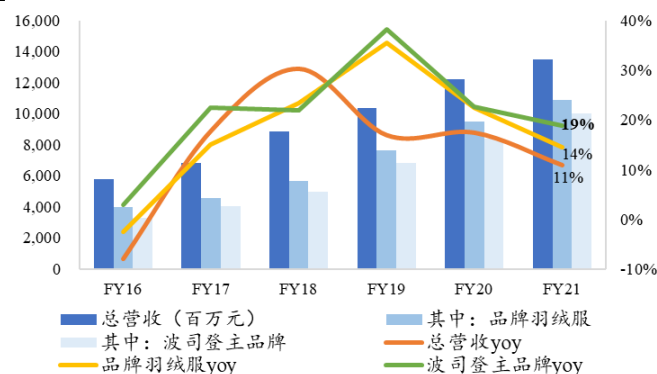
我们的观点：国潮崛起趋势确立，波司登作为国内羽绒赛道龙头，品牌势能持续向上，在供应链和零售管理内功上持续修炼，通过首单比例控制及优质快反、零售端分店态运营等提高零售管理能力。我们上调了波司登的盈利预测，预计波司登未来三年收入端将维持稳健的复合增速，产品端量价齐升，利润率稳步向上。预计 2022E 至 2024E 财年营收分别为 163/ 196/ 234 亿元，同比+20.7%/ 20.2%/ 19.4%；归母净利润分别为 21.9/ 27.7/ 34.2 亿元，同比增长 28%/ 26.5%/ 23.4%。上调公司目标价至 7.6 港元，维持买入评级，目标价对应 2022E 和 23E 财年的 PE 约 31 倍和 25 倍。

附：FY2021 公司业绩简评

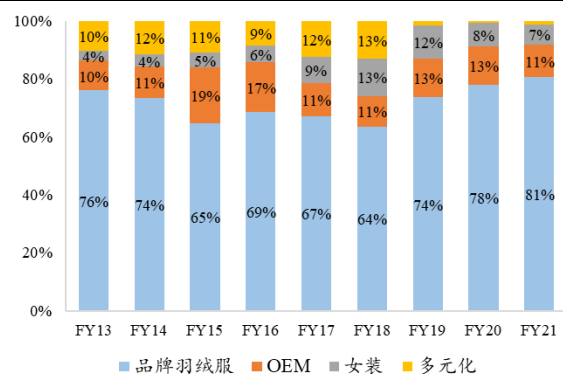
2021 年业绩符合预期，主品牌表现稳健：

FY2021 年集团实现营收 135.2 亿元，同比+11%；其中品牌羽绒服营收为 109 亿元，占比 81%，同比+14.5%。拆分品牌羽绒服业务，波司登主品牌营收约 100 亿元，同比+19%，占总收入 74%；雪中飞营收 5.5 亿元，同比+11%；冰洁营收 1.5 亿元，同比-29%。此外，OEM 业务实现营收 15.4 亿元，同比-5%，占收入 11%；女装业务营收 9.5 亿元，同比-4%。

图：波司登集团整体、品牌羽绒服及主品牌营收



图：波司登集团分部营收结构



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

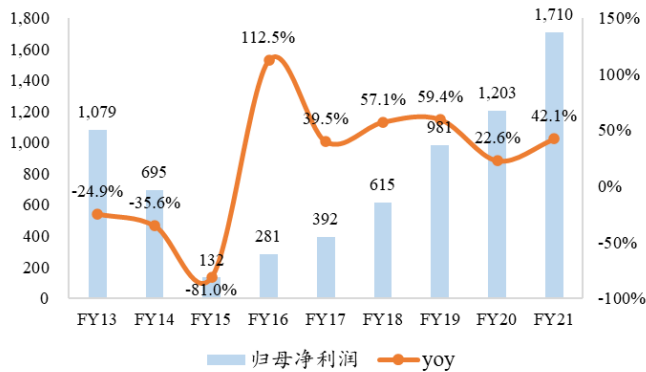
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

受益于产品升级带动毛利率提升，集团盈利能力提升：

FY2021 年集团实现净利 17.1 亿元，同比+42%，归母净利率水平从 FY20 的 9.9% 显著提升 2.7 个百分点至 12.6%。集团毛利率提升显著，三项费用率较去年持平。FY2021 集团整体毛利率提升 3.6 个百分点至 58.6%。分业务来看，品牌羽绒服毛利率提升 3.9

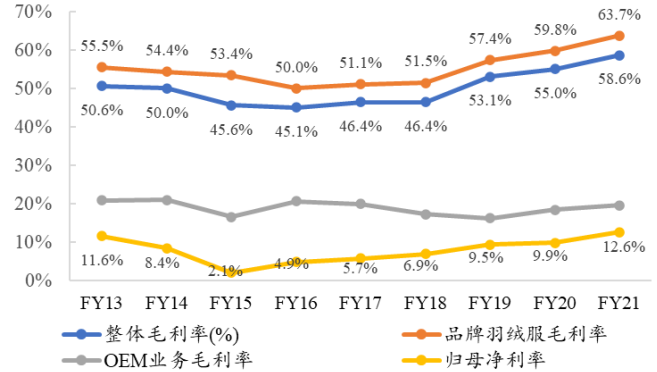
个百分点至 63.7%，其中波司登主品牌毛利率显著提升 2.8 个百分点至 66.2%。主要受益于疫情后的成本管控、中高价位产品占比提升以及自营产品占比提升。OEM 毛利率同比提升 1.1 个百分点至 19.6%，女装毛利率同比下降 1.8 个百分点至 72.6%。费用端上，销售/管理/财务费用占营收之比分别变动+0.5/+0.6/-0.2 个百分点，剔除股权激励费用后的三项费用率与以往大致持平。

图：波司登集团归母净利润



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图：波司登集团毛利率和净利率水平



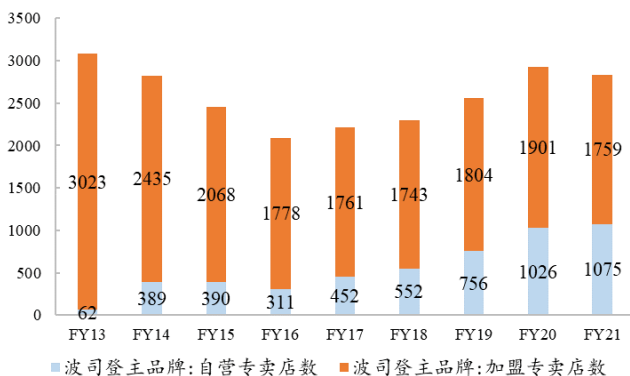
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

受益于店效提升，直营渠道高速增长，开启全渠道一体化商品运营：

公司品牌羽绒服业务中，直营渠道营收 82.3 亿元，占比 76%，同比+46.2%；经销渠道营收 24.6 亿元，占比 23%，同比-29%。FY2021 公司直营专卖店减少 19 家至 1,097 家，经销专卖店减少 391 家至 1,959 家。在关闭低效店及开大店的渠道策略下，直营渠道快速增长显示店效及渠道优化；经销渠道收入有所下降主要原因是公司拟在 21 年开启全渠道一体化商品管理，有意识地通过控制经销商订货及补货数量，让经销商清空已有库存，轻装上阵。

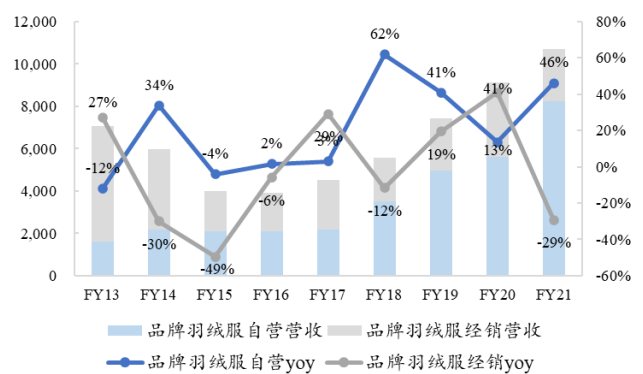
运营管理上，期内集团存货周转天数为 175 天，去年同期为 155 天。若剔除原材料增加的影响，产成品库存天数约 120 天，与 100-110 天的健康水平接近。

图：波司登主品牌渠道专卖店数变动



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图：波司登主品牌自营和经销渠道营收变动



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

风险提示：

新品推广不及预期、潮流趋势变动、行业竞争格局恶化、疫情反复。

财务报表摘要
资产负债表

单位：百万元

会计年度	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	12,470	12,877	13,368	14,394	15,575
现金	3,639	1,771	1,436	1,469	1,492
应收账款	2,168	2,044	2,448	2,943	3,514
应收关联方款项	97	157	160	163	166
存货	2,726	2,646	3,081	3,590	4,185
其他	3,841	6,259	6,243	6,230	6,218
非流动资产	4,909	6,080	6,341	6,620	6,919
物业、厂房及设备	1,390	1,762	1,920	2,093	2,282
预付租金	99	22	22	22	22
递延税项资产	563	567	595	625	656
无形资产	1,654	1,572	1,603	1,636	1,668
其他	1,203	2,157	2,199	2,244	2,291
资产总计	17,379	18,956	19,709	21,014	22,494
流动负债	4,690	5,442	5,529	5,995	6,441
短期借款	818	671	772	887	1,020
应付账款	3,241	4,012	3,966	4,281	4,559
应付关联方款项	5	7	7	7	7
应交税费	365	520	546	573	602
其他	261	233	239	246	253
非流动负债	2,286	2,263	2,272	2,281	2,291
长期借款	0	0	0	0	0
递延税项负债	140	174	183	192	202
其他	0	70	70	70	70
负债合计	6,976	7,706	7,802	8,276	8,732
股本	1	1	1	1	1
储备	10,213	11,068	11,725	12,555	13,580
少数股东权益	189	182	182	182	182
归属于母公司的所有者权益	10,214	11,069	11,725	12,556	13,580
负债及权益合计	17,379	18,956	19,709	21,014	22,494

现金流量表

会计年度	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,195	1,705	2,188	2,768	3,415
折旧摊销	606	809	715	764	817
利息收入	-2	-1	55	26	-8
资产减值损失	98	46	0	0	0
营运资金变动	-487	425	-882	-684	-885
其它	-178	149	-55	-26	8
经营活动现金流	1,233	3,133	2,021	2,848	3,346
投资活动现金流	612	-3,863	-932	-1,000	-1,074
筹资活动现金流	-8	-1,092	-1,424	-1,815	-2,250
现金净增加额	1,837	-1,822	-335	33	23
现金期初金额	1,754	3,639	1,771	1,436	1,469
现金期末金额	3,639	1,771	1,436	1,469	1,492

利润表

单位：百万元

会计年度	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	12191	13517	16320	19617	23429
营业成本	(5481.9)	(5592.2)	(6610.2)	(7784.4)	(9117.7)
毛利	6708.6	7924.3	9709.4	11832.3	14311.4
销售费用	(4276.4)	(4807.4)	(5793.5)	(6963.9)	(8317.3)
管理费用	(853.0)	(1026.2)	(1191.3)	(1373.2)	(1640.0)
商誉减值损失	(98.0)	(46.0)	0.0	0.0	0.0
营业利润	1598.7	2224.6	2862.7	3665.1	4560.7
财务收入/(费用)净额	1.2	17.7	54.5	25.9	(7.8)
除税前溢利	1599.9	2242.3	2917.3	3691.0	4552.9
所得税	(404.6)	(537.3)	(729.3)	(922.7)	(1138.2)
净利润	1203.2	1709.6	2188.0	2768.2	3414.7
少数股东损益	(7.9)	(4.6)	0.0	0.0	0.0
归属于母公司净利	1203.2	1709.6	2188.0	2768.2	3414.7
EPS (元)	0.11	0.16	0.20	0.26	0.32

主要财务比率

会计年度	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
成长性					
营业收入yoy	17.4%	10.9%	20.7%	20.2%	19.4%
营业利润yoy	16.6%	39.2%	28.7%	28.0%	24.4%
归母净利润yoy	22.6%	42.1%	28.0%	26.5%	23.4%
盈利能力					
毛利率	55.0%	58.6%	59.5%	60.3%	61.1%
净利率	9.9%	12.6%	13.4%	14.1%	14.6%
归母净利率	9.9%	12.6%	13.4%	14.1%	14.6%
ROE	11.5%	15.2%	18.4%	21.7%	24.8%

偿债能力

资产负债率	40.1%	40.6%	39.6%	39.4%	38.8%
负债权益比	7.9%	6.0%	6.5%	7.0%	7.4%
流动比率	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4
速动比率	2.1	1.9	1.9	1.8	1.8

营运能力

存货周转天数	2.4	2.1	/	/	/
应收帐款天数	10.2	15.4	/	/	/

每股资料 (元)

每股收益	0.11	0.16	0.20	0.26	0.32
每股净资产	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3

估值比率

PE	47.8	33.5	26.1	20.7	16.7
PB	6.6	6.1	5.8	5.4	5.0

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>