

**买入**
**品牌势能向上，高质量增长兑现**
**波司登 (3998.HK)**

2021-11-30 星期二

**投资要点**

 目标价: **7.0 港元**  
 现价: 5.39 港元  
 预计升幅: 30%

**重要数据**

日期	2021/11/29
收盘价 (港元)	5.39
总股本 (亿股)	108.8
总市值 (亿港元)	586.2
净资产 (亿港元)	135.9
总资产 (亿港元)	261.0
52 周高低 (港元)	6.93/2.99
每股净资产 (港元)	1.23

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

**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**

波司登(3998.HK)更新报告: 品牌势能及产品力持续向上, 坚定看好-20210903

**研究部**

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

**淡季销售稳健，波司登主品牌表现领先，品牌羽绒毛利率持续提升：**  
 FY22H1 公司实现收入 53.9 亿元，同比+15.6%；品牌羽绒收入 34.7 亿元，同比+16.2%；其中波司登主品牌收入 32.5 亿元，同比+19.1%。OEM 收入 14.3 亿元，同比+16%。分渠道，品牌羽绒自营同比+3.5%，批发同比+22.5%。批发增长高于自营原因:(1)去年高基数及疫情初期反季去库存压力较大；(2)疫情后自营渠道库存管理佳，无去库存压力，自然销售为主。费用端上，销售费用率同比+4 个百分点至 29.9%，原因是营销投放前置，管理及财务费用率保持平稳。毛利率方面，FY22H1 集团整体毛利率提升 2.7 个百分点至 50.5%。分业务来看，品牌羽绒服毛利率提升 4.7 个百分点至 61.1%，波司登主品牌毛利率提升 5.5 个百分点至 62.6%。

**渠道升级配合品牌升级，双十一表现亮眼，旺季产品力及新品占比提升驱动增长：**

截至 9/30，波司登主品牌专卖店较 3/31 减少 38 家至 2,796 家。公司发力 2+13 个重点城市及主流商圈门店，迭代消费人群。品牌羽绒服双十一表现出色，体现在折扣显著改善、新品占比提升、ASP 大幅上移。双十一公司品牌羽绒服全渠道 GMV 同比+53%，线上同比+50%，主品牌波司登同比+45%。2021 年双十一期间，波司登主品牌折扣率/新款占比/ASP 从去年同期的 71%/45%/853 元同比改善至 84%/75%/1,420 元，1,800 元以上产品的销售结构占比从 5%提升至 30%，体现品牌势能显著向上。

**维持买入评级，目标价 7.0 港元：**

**我们的观点：**公司开启新三年战略，预计未来 3 年收入复合增长将不低于过往 3 年，产品端量价齐升，利润率稳步向上。短期而言，今年新品 sku 占比提升(估算新品 sku 占比超 60%)及以风衣羽绒服为代表的产品创新将驱动量价齐升。波司登品牌在中高端羽绒服领域具备较强竞争优势，持续升级品牌和创新产品，配合 2+13 个城市渠道升级，迭代消费人群。预计 FY22E 至 24E 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+28%/+26.5%/+23.4%。维持买入评级，目标价 7.0 港元，对应 23E 财年 PE 约 23 倍。

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@5.39HKD	40.5	28.4	22.1	17.5	14.2

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 预测

## 报告正文

### 淡季销售稳健，波司登主品牌表现领先：

于 FY22H1，公司实现收入 53.9 亿元，同比+15.6%；录得毛利 27.2 亿元，同比+22%，毛利率 50.5%。收入结构中，品牌羽绒服录得 34.7 亿元收入，同比+16.2%；其中波司登主品牌录得 32.5 亿收入，同比+19.1%。OEM 业务录得收入 14.3 亿元，同比+16%。公司品牌羽绒服业务中，自营渠道营收 11.5 亿元，同比+3.5%；批发渠道营收 22.4 亿元，同比+22.5%。公司批发渠道增长率高于自营是由于：(1)去年高基数影响，疫情初期反季去库存压力较大；(2)疫情后自营渠道库存管理较好，无去库存压力，以自然销售为主。线上渠道方面，22 财年开始至双十一期间，品牌羽绒服累计线上销售同比录得超过 50% 的增幅，其中波司登主品牌同比录得 40% 以上增幅。

图 1：波司登集团整体、品牌羽绒服及主品牌营收

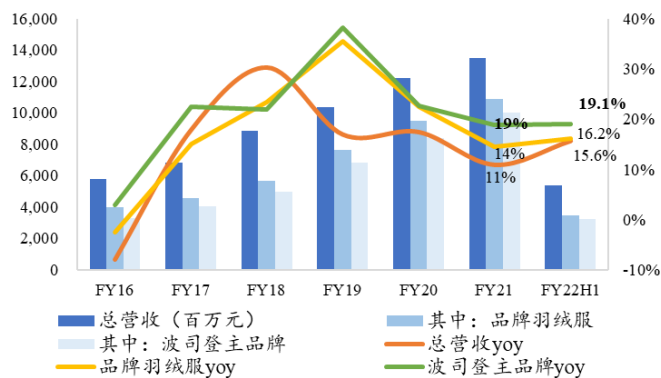
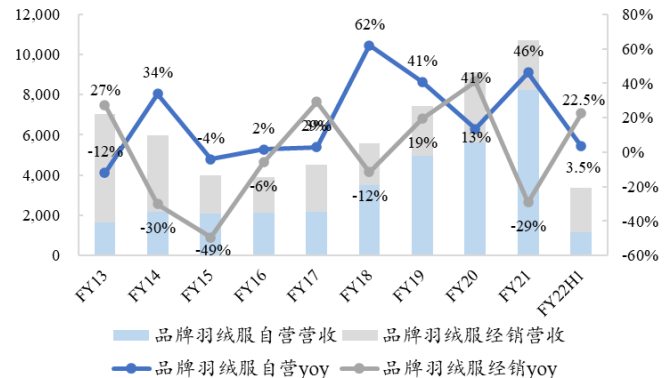


图 2：波司登集团自营及经销渠道营收增长



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

### 渠道升级配合品牌升级，双十一表现亮眼，旺季产品力及新品占比提升驱动增长：

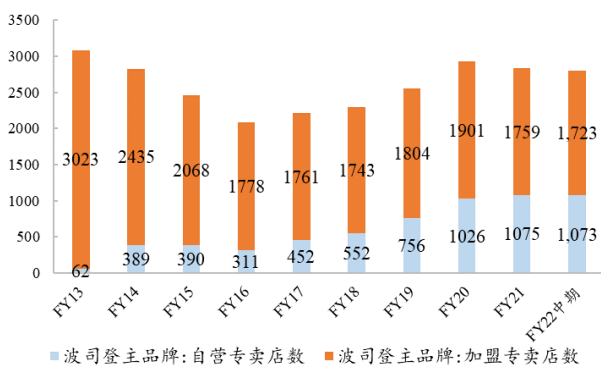
于 2021/9/30，波司登主品牌渠道数量小幅减少。公司坚定执行渠道升级策略，往 2+13 个重点城市发力，以渠道质量提升配合品牌升级。举措包括开大店关小店，增加重点城市及主流商圈门店开拓。专卖店较 3 月 31 日减少 38 家至 2,796 家（其中自营-2 家至 1073 家，经销商-36 家至 1723 家），寄售门店增加 6 家至 858 家。

品牌羽绒服双十一表现出色，体现在折扣显著改善、销售结构中新品占比提升、以及 ASP 大幅提升。期间公司品牌羽绒服全渠道 GMV 同比+53% 达 27.8 亿元，线上销售额同比+50%，主品牌波司登同比+45%；天猫渠道波司登官方旗舰店销售额同比+23% 至 8.4 亿元，显著高于 6% 的天猫服饰大盘增速。波司登双十一期间，折扣率从 71% 同比大幅提升至 84%，新款占比从 45% 同比提升至 75%。双十一期间波司登中高端产品占比显著提升，ASP 从 853 元提升至 1420 元，1800 元以上产品的销售结构占比从 5% 提升至 30%，0-1000 元产品销售占比从 56% 下降至 26%。

营运管理上，受提前备料影响，集团存货周转天数为 212 天，去年同期为 200 天，存货同比上升 36.1%。存货上升的原因主要是公司在疫情不确定、原材料价格上升背景下提前备料，截至 2021/9/30，原材料/在制品/制成品存货同比+90.9%/+82.4%/+16.8%。

展望 2022 年旺季销售，在波司登品牌及产品力提升的基础上，新品占比提升、产品组合的优化、渠道升级的配合是产品价格带向上、毛利率提升的主要驱动力。据渠道调研，今年创新品 sku 占比超 60%，以风衣羽绒服、高尔夫系列为例的创新品及产品组合优化引领增长。

图 3：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 4：波司登双十一表现

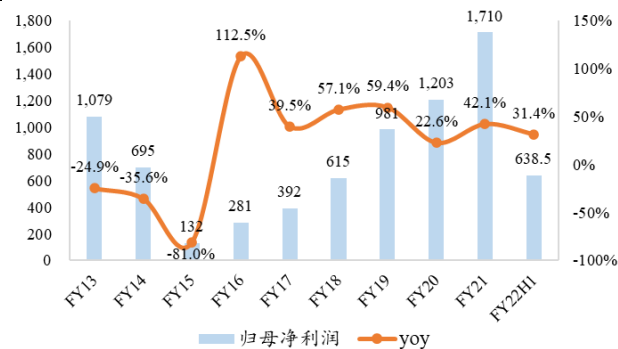


资料来源：公司业绩会 PPT、国元证券经纪（香港）整理

### 品牌羽绒服毛利率持续提升，兑现高质量增长：

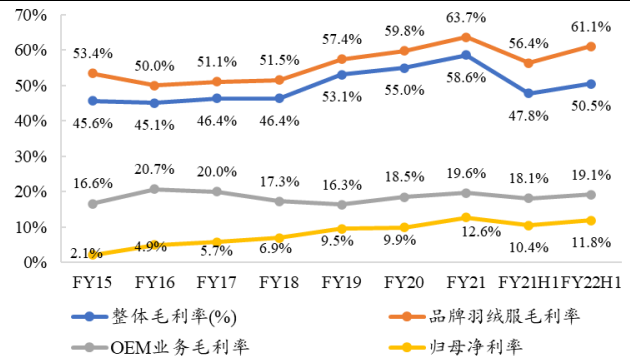
受益于品牌升级、库存管理及折扣率改善，集团毛利率提升显著，销售费用率受营销安排前置的影响而上升。FY22H1 公司实现归母净利 6.4 亿元，同比增长 31.4%，归母净利率水平同比提升 1.4 个百分点至 11.8%。FY22H1 集团整体毛利率提升 2.7 个百分点至 50.5%。分业务来看，品牌羽绒服毛利率提升 4.7 个百分点至 61.1%，其中波司登主品牌毛利率显著提升 5.5 个百分点至 62.6%。OEM 毛利率同比提升 1.0 个百分点至 19.1%。费用端上，销售/管理/财务费用占营收之比分别变动+4.0/0.0/-0.7 个百分点，管理和财务费用率维持平稳。

图 5：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 6：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

**维持买入评级，目标价 7.0 港元：**

**我们的观点：**公司开启新三年战略，预计未来 3 年收入复合增长将不低于过往三年，产品端量价齐升，利润率稳步向上。短期而言，今年新品 sku 占比的提升(估算新品 sku 占比超过 60%)及以风衣羽绒服为代表的产品力提升将驱动量价齐升。波司登品牌在中高端羽绒服领域具备较强竞争优势，持续升级品牌和进行产品创新，并配合 2+13 个城市渠道升级战略，迭代目标消费人群。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%。维持买入评级，目标价 7.0 港元，对应 23E 财年的 PE 约 23 倍。

**风险提示：**

新品推广不及预期、行业竞争格局恶化、气候变动、疫情反复。

**资产负债表**

单位: 百万元

会计年度	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>12,470</b>	<b>12,877</b>	<b>13,368</b>	<b>14,394</b>	<b>15,575</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>4,909</b>	<b>6,080</b>	<b>6,341</b>	<b>6,620</b>	<b>6,919</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>17,379</b>	<b>18,956</b>	<b>19,709</b>	<b>21,014</b>	<b>22,494</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,690</b>	<b>5,442</b>	<b>5,529</b>	<b>5,995</b>	<b>6,441</b>
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
<b>非流动负债</b>	<b>2,286</b>	<b>2,263</b>	<b>2,272</b>	<b>2,281</b>	<b>2,291</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>6,976</b>	<b>7,706</b>	<b>7,802</b>	<b>8,276</b>	<b>8,732</b>
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
<b>负债及权益合计</b>	<b>17,379</b>	<b>18,956</b>	<b>19,709</b>	<b>21,014</b>	<b>22,494</b>

**现金流量表**

会计年度	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>1,195</b>	<b>1,705</b>	<b>2,188</b>	<b>2,768</b>	<b>3,415</b>
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
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,233</b>	<b>3,133</b>	<b>2,021</b>	<b>2,848</b>	<b>3,346</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>612</b>	<b>-3,863</b>	<b>-932</b>	<b>-1,000</b>	<b>-1,074</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-8</b>	<b>-1,092</b>	<b>-1,424</b>	<b>-1,815</b>	<b>-2,250</b>
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
<b>营业收入</b>	<b>12191</b>	<b>13517</b>	<b>16320</b>	<b>19617</b>	<b>23429</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>1598.7</b>	<b>2224.6</b>	<b>2862.7</b>	<b>3665.1</b>	<b>4560.7</b>
财务收入/(费用)净额	1.2	17.7	54.5	25.9	(7.8)
<b>除税前溢利</b>	<b>1599.9</b>	<b>2242.3</b>	<b>2917.3</b>	<b>3691.0</b>	<b>4552.9</b>
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
<b>归属于母公司净利</b>	<b>1203.2</b>	<b>1709.6</b>	<b>2188.0</b>	<b>2768.2</b>	<b>3414.7</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.11</b>	<b>0.16</b>	<b>0.20</b>	<b>0.26</b>	<b>0.32</b>

**主要财务比率**

会计年度	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>					
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%
<b>盈利能力</b>					
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%
归母净利润率	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	155	175	158	156	156
应收帐款天数	33	28	27	25	25

**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	40.5	28.4	22.1	17.5	14.2
PB	5.6	5.2	4.9	4.6	4.2

# 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>