

买入
预计 FY22 稳健增长，主品牌基本面稳固
波司登 (3998.HK)

2022-4-22 星期五

投资要点

目标价: **5.1 港元**
 现价: 3.73 港元
 预计升幅: 36.7%

重要数据

日期	2022/4/21
收盘价 (港元)	3.73
总股本 (亿股)	108.8
总市值 (亿港元)	406.0
净资产 (亿港元)	135.9
总资产 (亿港元)	261.0
52 周高低 (港元)	6.93/3.11
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	35.4%
康博投资有限公司	28.9%
豪威企业有限公司	5.6%

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
 波司登 (3998.HK) 更新报告: 品牌势能向上, 高质量增长兑现-20211130

研究部

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

疫情及天气等多因素扰动下，我们判断主品牌基本面稳固：

在波司登品牌及产品力提升的基础上，新品占比提升、产品组合优化、渠道升级配合是产品价格带向上、毛利率提升及量增的主要推动力。据渠道调研，公司于 21 自然年旺季的创新品 SKU 占比超 60%，以风衣羽绒服为代表的尖货以及新商务、高端户外等系列受消费者认可。2021 自然年双十一期间主品牌强劲的电商数据亦可印证。过往波司登主品牌 1800 元及以上商品的销售额占比从 FY18 的不足 10% 提升到 FY21 的超 40%，我们预计该比例有望进一步提升。公司较强的产品力及灵活的供应链能力，亦有利于在运营端保持可控的库存及折扣水平。

产品开发及供应链内功不断夯实，以渠道优化配合品牌势能提升：

产品开发方面，公司联合国内外顶尖设计师开发出圈尖货，与国际知名面料供应商和科研机构建立合作，同时充分激发内部设计团队活力。供应链方面，羽绒品类旺季时间段相对集中，公司以稳定的供应链及敏捷快反能力构筑壁垒，有效管控库存风险和提升生意机会。公司首单订货仅 30-40% 比例，附加 10% 换货及 10-15% 退货指标，年补单快反次数达 8-12 次，快反周期以周度计算。渠道质量优化，主品牌聚焦 2+13 个重点城市，以渠道升级匹配目标客群和配合品牌升级。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。根据草根调研，目前波司登主品牌已具备能力于购物中心拿到与中高端运动品牌(如 FILA)质量相近的点位，侧面印证渠道力及品牌力的提升。

维持买入评级，目标价 5.1 港元：

我们的观点：尽管近半年经历了疫情散发、天气等多因素扰动，我们判断主品牌基本面稳固。我们对公司于财年初制定的主品牌量价增长目标的达成保持乐观，预计 22 财年能够保持稳健增长。波司登品牌在中高端羽绒服领域具备强劲竞争优势，产品开发及供应链内功不断夯实，以渠道优化迭代目标消费人群，配合品牌势能提升。预计 2022E 至 24E 财年营收分别为 160.0/ 189.7/ 225.2 亿元，同比+ 18.4%/ + 18.5%/ + 18.8%；归母净利润分别为 20.3/ 24.6/ 30.3 亿元，同比+ 18.8%/ + 21.3%/ + 23.1%。维持买入评级，目标价 5.1 港元，对应 23E 财年的 PE 约 18 倍。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	12,191	13,517	16,003	18,963	22,520
同比增长 (%)	17.4%	10.9%	18.4%	18.5%	18.8%
毛利率	55.0%	58.6%	59.4%	60.1%	60.8%
归母净利润	1,203	1,710	2,031	2,463	3,032
同比增长 (%)	22.6%	42.1%	18.8%	21.3%	23.1%
归母净利润率	9.9%	12.6%	12.7%	13.0%	13.5%
每股盈利	0.11	0.16	0.19	0.23	0.28
PE@3.73HKD	27.7	19.4	16.3	13.5	11.0

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

疫情及天气等多因素扰动下，我们判断主品牌基本面稳固，预计 22 财年稳健增长：

在波司登品牌及产品力提升的基础上，新品占比提升、产品组合优化、渠道升级配合是产品价格带向上、毛利率提升及量增的主要推动力。据渠道调研，公司于 21 自然年旺季的创新品 SKU 占比超 60%，以风衣羽绒服为代表的尖货以及新商务、高端户外等系列受消费者认可。2021 自然年双十一期间，波司登主品牌强劲的电商数据亦可印证。过往几年波司登主品牌 1800 元及以上商品的销售占比从 FY18 的不足 10% 提升到 FY21 的超 40%，我们预计该比例有望进一步提升。此外，公司产品力提升及灵活的首单及快反生产安排，亦有利于在运营端保持有效的库存管控及可控的终端折扣水平。

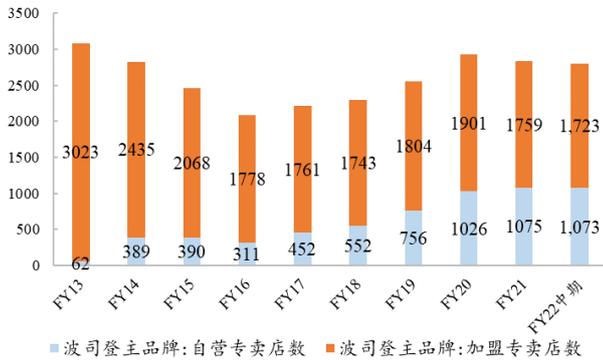
近半年公司经历了多重外部因素扰动，包括 2021 年 11-12 月各地疫情散发、12 月天气偏暖、2022 年 1-2 月降温和节日因素。尽管市场环境多变，我们对公司于财年初制定的主品牌量价增长目标的达成保持乐观，预计 22 财年能够保持稳健增长。

产品开发及供应链内功不断夯实，以渠道优化配合品牌势能提升：

产品开发方面，公司联合国内外顶尖设计师开发出圈尖货，与国际知名面料供应商和科研机构建立合作，同时充分激发内部设计团队活力。过往几年公司联合前奢侈品品牌设计总监高堤耶、Russell Dalaney 等推出星空/极寒系列、风衣羽绒服等尖货，内部塑造良好的创意环境和考核体系，焕发内部团队活力。

供应链方面，羽绒品类旺季时间段相对集中，公司以稳定的供应链及敏捷快反能力构筑壁垒，有效管控库存风险和提升生意机会。公司首单订货仅 30-40% 比例，附加 10% 换货及 10-15% 退货指标，年补单快反次数达 8-12 次，快反周期以周度计算。公司以需求和导向进行拉式补货，根据草根调研，门店销售支持系统可根据销售情况自动拉补做单，物流系统敏捷，旺季时门店侧每周都可收到补货。

渠道质量优化，主品牌聚焦 2+13 个重点城市，以渠道升级匹配目标客群和配合品牌升级。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。根据草根调研，目前波司登主品牌已具备能力于购物中心拿到与中高端运动品牌(如 FILA)质量相近的点位，侧面印证渠道力及品牌力的提升。另外，随着雪中飞、冰洁品牌渠道模式的转变（如雪中飞从原批发代理模式转为线上），公司亦具备能力承接低层级城市市场。

图 1：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 2：波司登 2021 年双十一表现


资料来源：公司FY22H1业绩会PPT、国元证券经纪（香港）整理

维持买入评级，目标价 5.1 港元：

我们的观点： 尽管近半年经历了疫情散发、天气等多因素扰动，我们判断主品牌基本面稳固。我们对公司于财年初制定的主品牌量价增长目标的达成保持乐观，预计 22 财年能够保持稳健增长。波司登品牌在中高端羽绒服领域具备强劲竞争优势，产品开发及供应链内功不断夯实，以渠道优化迭代目标消费人群，配合品牌势能提升。预计 2022E 至 2024E 财年营收分别为 160.0/ 189.7/ 225.2 亿元，同比+ 18.4%/ + 18.5%/ + 18.8%；归母净利润分别为 20.3/ 24.6/ 30.3 亿元，同比+ 18.8%/ + 21.3%/ + 23.1%。维持买入评级，目标价 5.1 港元，对应 23E 财年的 PE 约 18 倍。

风险提示：

疫情反复、消费环境疲弱、新品推广不及预期、行业竞争格局恶化、气候变动等。

财务报表摘要

会计年度	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	12,470	12,877	13,251	14,125	15,156
现金	3,639	1,771	1,367	1,298	1,209
应收账款	2,168	2,044	2,400	2,844	3,378
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	19,592	20,745	22,075
流动负债	4,690	5,442	5,465	5,877	6,296
短期借款	818	671	772	887	1,020
应付账款	3,241	4,012	3,902	4,164	4,413
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	7,737	8,158	8,586
股本	1	1	1	1	1
储备	10,213	11,068	11,678	12,416	13,326
少数股东权益	189	182	176	169	161
归属于母公司的所有者权益	10,214	11,069	11,678	12,417	13,327
负债及权益合计	17,379	18,956	19,592	20,745	22,075

会计年度	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,195	1,705	2,026	2,456	3,024
折旧摊销	606	809	715	764	817
利息收入	-2	-1	10	13	1
资产减值损失	98	46	0	0	0
营运资金变动	-487	425	-899	-688	-874
其它	-178	149	-10	-13	-1
经营活动现金流	1,233	3,133	1,842	2,532	2,966
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	-1,314	-1,601	-1,982
现金净增加额	1,837	-1,822	-404	-69	-89
现金期初金额	1,754	3,639	1,771	1,367	1,298
现金期末金额	3,639	1,771	1,367	1,298	1,209

会计年度	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	12191	13517	16003	18963	22520
营业成本	(5481.9)	(5592.2)	(6503.3)	(7570.1)	(8826.9)
毛利	6708.6	7924.3	9499.4	11393.0	13693.1
销售费用	(4276.4)	(4807.4)	(5704.9)	(6769.8)	(8026.1)
管理费用	(853.0)	(1026.2)	(1208.2)	(1441.2)	(1698.0)
商誉减值损失	(98.0)	(46.0)	(46.0)	(46.0)	(46.0)
营业利润	1598.7	2224.6	2691.2	3261.4	4030.4
财务收入/(费用)净额	1.2	17.7	9.7	13.5	1.3
除税前溢利	1599.9	2242.3	2700.9	3274.9	4031.8
所得税	(404.6)	(537.3)	(675.2)	(818.7)	(1007.9)
净利润	1203.2	1709.6	2031.2	2462.8	3032.0
少数股东损益	(7.9)	(4.6)	(5.5)	(6.6)	(8.2)
归属于母公司净利	1203.2	1709.6	2031.2	2462.8	3032.0
EPS (元)	0.11	0.16	0.19	0.23	0.28

会计年度	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
成长性					
营业收入yoy	17.4%	10.9%	18.4%	18.5%	18.8%
营业利润yoy	16.6%	39.2%	21.0%	21.2%	23.6%
归母净利润yoy	22.6%	42.1%	18.8%	21.3%	23.1%
盈利能力					
毛利率	55.0%	58.6%	59.4%	60.1%	60.8%
净利率	9.9%	12.6%	12.7%	13.0%	13.5%
归母净利润率	9.9%	12.6%	12.7%	13.0%	13.5%
ROE	11.5%	15.2%	17.1%	19.5%	22.4%

资产负债率	40.1%	40.6%	39.5%	39.3%	38.9%
负债权益比	7.9%	6.0%	6.5%	7.0%	7.6%
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	1.7

存货周转天数	155	175	161	161	161
应收帐款天数	33	28	27	25	25

每股收益	0.11	0.16	0.19	0.23	0.28
每股净资产	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2

PE@3.73HKD	27.7	19.4	16.3	13.5	11.0
PB	3.9	3.6	3.4	3.2	3.0

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>