

FY2021 业绩点评：归母净利润+42%，疫情后恢复强势，行业龙头国潮当自强

买入（维持）

2021年06月24日

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn
研究助理 谭志千
tanzhq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业收入（百万元）	13,517	16,211	18,896	21,862
同比（%）	10.9%	19.9%	16.6%	15.7%
归母净利润（百万元）	1,710	2,073	2,540	3,011
同比（%）	42.1%	21.2%	22.5%	18.6%
每股收益（元/股）	0.16	0.19	0.24	0.28
P/E（倍）	25.2	20.8	16.9	14.3

■ **概览：收入同比+11%，归母净利润同比+42%：**波司登于6月23号晚公布2021财年业绩，2021财年收入135.2亿元，YOY+10.9%，归母净利润17.1亿元，YOY+42.1%，毛利率58.6%，YOY+3.6pct，整体价格带持续提升，业绩实现高增，略超我们预期。

■ **各业务拆分：品牌羽绒服+14.5%，波司登主品牌+19%，羽绒服表现亮眼，拉动整体收入增长。**品牌羽绒服收入108.9亿元（YOY+14.5%），占比80.5%；其中波司登主品牌业务收入99.9亿元（YOY+18.9%）。贴牌加工业务15.4亿元（YOY-4.7%），占比11.4%；女装业务9.5亿元（YOY-3.7%），占比7%；疫情下羽绒服业务表现强势，仍然实现了较快的增速，尤其是主品牌波司登，全年YOY增速接近20%。

■ **毛利率：品牌升级重塑，价格带稳步向上，带动毛利率整体提升：**公司作为功能性服饰龙头，始终以品牌及产品品质为本，2017年聚焦主航道以来，不断推动品牌及产品升级，致力于打造功能性与时尚兼具的产品。随着品牌势能的不断提升，公司平均价格带逐步向2000-2500元提升，高于大众市场900-1000元的均价，在中高端价格带地位稳固。拉动集团毛利率从2016财年的45.1%提升到最新2021财年的58.6%。

■ **渠道拆分：自营业务占比持续提升，线上业务发展迅速：**公司品牌羽绒服中自营收入82.3亿元（YOY+46.2%），占比约76%（YOY+16.5pct）；批发业务收入24.6亿元（YOY-29.2%），占比约23%（YOY-14pct），自营收入占比显著提升，未来随着小单快反的加强，以及店内DTC推进，我们预计未来自营收入占比会持续提升。截至2021年3月末，集团羽绒服零售网点4150家（YOY精简716家），其中波司登主品牌3686家，其中自营网点1641家，占比45%，加盟门店2045家。集团整体线上收入35.8亿元，YOY+52.8%，占比约26%。其中品牌羽绒服线上收入34.9亿元，占品牌羽绒服收入比重约32%（去年同期约24%）。

■ **存货结构：存货产成品大幅减少，疫情后去库存成果显著：**截至21年3月末公司存货26.5亿元，YOY-3%，其中制成品18.4亿元，YOY-19%，存货结构变化，产成品大幅减少显示出公司疫情后去库存成效显著，体现出较强品牌力和渠道力。

■ **盈利预测与投资评级：**未来公司主要增长驱动仍来自品牌羽绒服。随着品牌势能持续升级，同时受益于国潮&新疆棉事件进一步催化，价格带体系也持续提升。同时在经营效率方面，线上占比提升，数字化能力持续增强。线下门店数量在维持稳定的同时，店效持续提升。我们将公司2022-23财年净利润从19.8/23.0亿元调增至20.7/25.4亿元，预计2024财年净利润为30.1亿元，最新收盘价对应22-23财年PE为21/17/14倍。

■ **风险提示：**品牌升级不及预期，气温波动异常，疫情反复等。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	4.80
一年最低/最高价	1.99/4.97
市净率(倍)	4.47
港股流通市值(百万港元)	51837.03

基础数据

每股净资产(元)	1.03
资产负债率(%)	40.65
总股本(百万股)	10799.38
流通股本(百万股)	10799.38

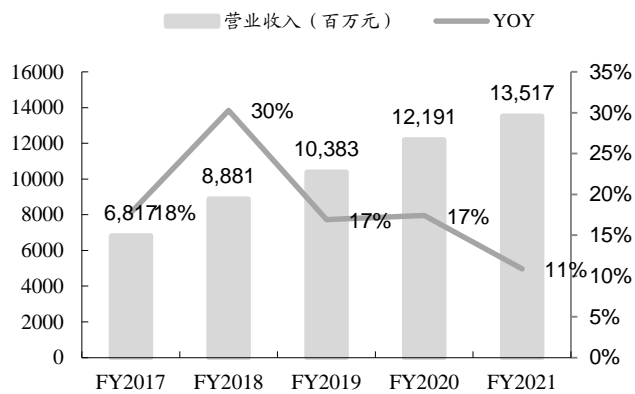
相关研究

- 1、《波司登 (03998)：疫情下2020/21 财年利润同比+40%左右，品牌势能持续提升，羽绒服主业带动业绩高增》2021-04-11
- 2、《波司登 (03998)：疫情下第三财季羽绒服流水增速持续强劲，“长冬+疫情恢复”看好Q4业绩高增》2021-01-06
- 3、《波司登 (03998)：品牌升级典范，波司登的光复在路上》2020-12-07

FY2021 业绩点评：归母净利润+42%，疫情后恢复强势，行业龙头国潮当自强

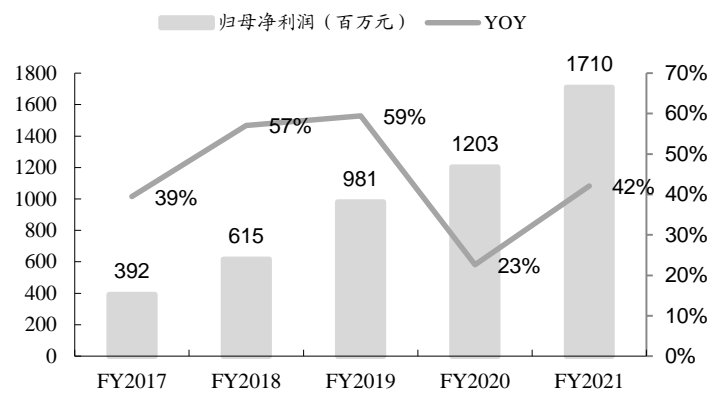
概览：收入同比+11%，归母净利润同比+42%：波司登于 6 月 23 号晚公布 2021 财年业绩，2021 财年收入 135.2 亿元，YOY+10.9%，归母净利润 17.1 亿元，YOY+42.1%，毛利率 58.6%，YOY+3.6pct，整体价格带持续提升，业绩实现高增，略超我们预期。

图 1: FY2021 收入 135.2 亿元，YOY+11%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2: FY2021 归母净利润 17.1 亿元，YOY+42%

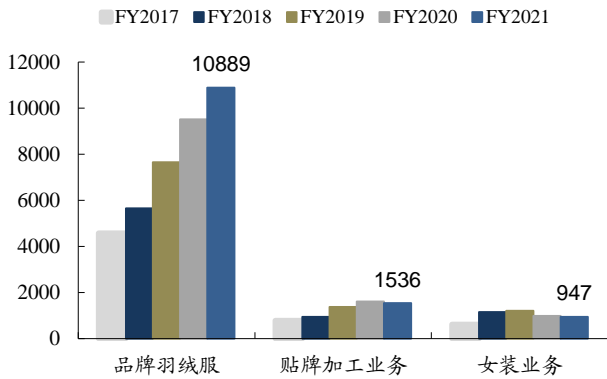


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

疫情后 H2 收入增速达 14%，疫情后恢复强劲：H1 集团收入 46.6 亿元 (YOY+5%)；H2 收入 88.6 亿元 (YOY+14%)；H1 经营利润 6.7 亿元 (YOY+39%)，H2 经营利润 (YOY+39%)；H1 归母净利润 4.9 亿元 (YOY+42%)，H2 归母净利润 12.2 亿元 (YOY+42%)。

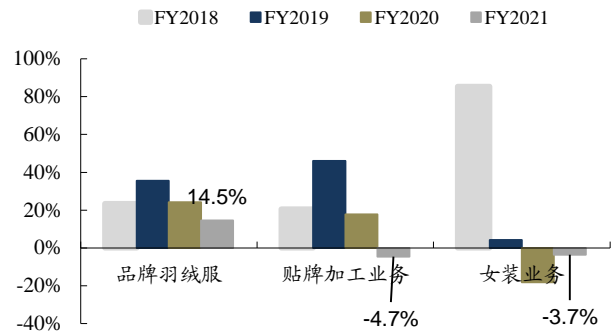
各业务拆分：品牌羽绒服+14.5%，波司登主品牌+19%，羽绒服表现亮眼，拉动整体收入增长。品牌羽绒服收入 108.9 亿元 (YOY+14.5%)，占比 80.5%，占主营业务比重进一步提升；其中波司登主品牌业务收入 99.9 亿元 (YOY+18.9%)；雪中飞收入 5.5 亿元 (YOY+10.7%)；冰洁收入 1.5 亿元 (YOY-28.6%)。贴牌加工业务 15.4 亿元 (YOY+4.7%)，占比 11.4%；女装业务 9.5 亿元 (YOY-3.7%)，占比 7%；疫情下羽绒服业务表现强势，仍然实现了较快的增速，尤其是主品牌波司登，全年 YOY 增速接近 20%。

图 3: FY2017-FY2021 各板块收入情况 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: FY2017-FY2021 各板块收入增速情况



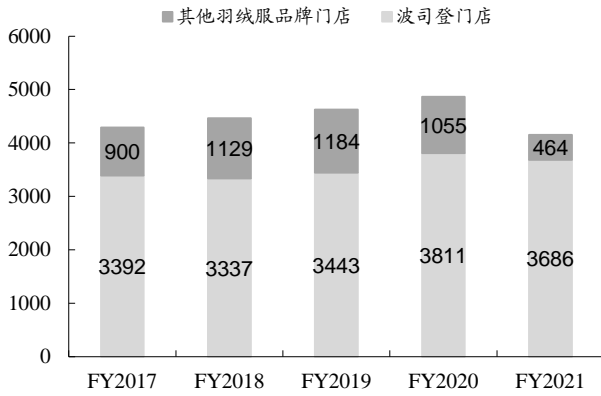
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

品牌羽绒服业务营业利润+40%，增长显著。品牌羽绒服营业利润 21.3 亿元 (YOY+40%)；贴牌加工业务营业利润 1.9 亿元 (YOY+10%)；女装业务营业利润 1.1 亿元 (YOY+39%)。品牌羽绒服营业利润同样实现了大幅增长。

毛利率：品牌及产品升级重塑，价格带稳步向上，带动毛利率整体提升：公司作为功能性服饰龙头，始终以品牌及产品品质为本，2017 年聚焦主航道以来，不断推动品牌及产品升级，致力于打造功能性与时尚型兼具的产品。随着品牌势能的不断提升，公司平均价格带逐步向 2000-2500 元提升，高于大众市场 900-1000 元的均价，在中高端价格带地位稳固。拉动集团毛利率从 2016 财年的 45.1% 提升到最新 2021 财年的 58.6%。

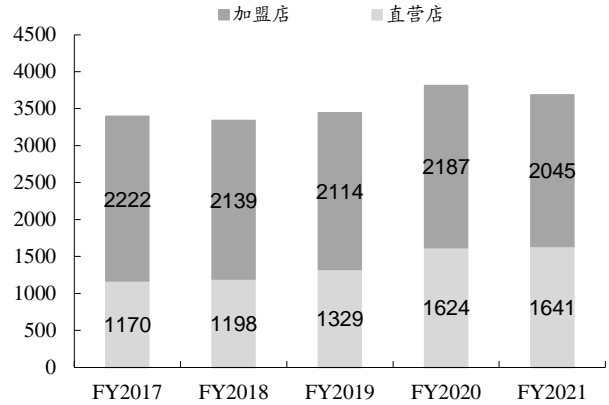
渠道拆分：自营业务占比持续提升，线上业务发展迅速：品牌羽绒服中，自营收入 82.3 亿元 (YOY+46.2%)，占比约 76% (YOY+16.5pct)；批发业务收入 24.6 亿元 (YOY+29.2%)，占比约 23% (YOY-14pct)，直营收入占比显著提升，未来随着小单快反的加强，以及店内 DTC 推进，我们预计未来直营收入占比会持续提升。截至 2021 年 3 月末，集团羽绒服零售网点 4150 家 (YOY 精简 716 家)，其中波司登主品牌 3686 家，其中自营网点 1641 家，占比 45%，YOY 增加 17 家。加盟门店 2045 家，占比 55%，YOY 减少 142 家。集团整体线上收入 35.8 亿元，YOY+52.8%，占比约 26%。其中品牌羽绒服线上收入 34.9 亿元，占品牌羽绒服收入比重约 32% (去年同期约 24%)。

图 5: FY2017-FY2021 品牌羽绒服门店情况 (家)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: FY2017-FY2021 波司登主品牌门店情况 (家)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

存货结构: 存货产成品大幅减少, 疫情后库存去化成果显著。截至 2021 年 3 月末, 公司存货 26.5 亿元 (YOY-3%), 其中制成品 18.4 亿元 (YOY-19%), 原材料和在产品 8.1 亿元 (去年同期 4.7 亿元), 2021 财年产成品大幅减少, 去年疫情期间的库存去化成果显著, 体现出了较强的品牌力和渠道力。

未来公司的主要增长驱动仍来自于品牌羽绒服。随着品牌势能的持续升级, 同时受益于国潮崛起, 新疆棉事件进一步催化, 价格带体系也持续提升。同时在经营效率方面, 线上占比提升, 数字化能力持续增强。线下门店数量在维持稳定的同时, 店效持续提升。我们将公司 2022-23 财年净利润从 19.8/23.0 亿元调增至 20.7/25.4 亿元, 预计 2024 财年净利润为 30.1 亿元, 最新收盘价对应 21-23 年 PE 为 21/17/14 倍。

风险提示

品牌升级不及预期, 或受冬季天气影响波动等

波司登三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E		FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
流动资产	12,877	13,645	18,413	20,789	营业收入	13,517	16,211	18,896	21,862
现金	1,871	3,338	6,412	8,978	减: 营业成本	5,592	6,677	7,697	8,903
应收款项	876	1,195	1,006	1,541	销售费用	4,807	5,674	6,614	7,652
存货	2,646	2,300	3,198	3,161	管理费用	1,026	1,198	1,378	1,572
其他	7,484	6,812	7,796	7,109	其他收入	134	92	146	185
非流动资产	6,080	4,182	4,100	4,018	营业利润	2,225	2,754	3,353	3,919
固定资产	1,762	1,765	1,768	1,772	减: 财务费用	(18)	(2)	(27)	(88)
无形资产	1,572	1,472	1,372	1,272	应占联营公司损益	0	0	0	0
投资性房地产	265	279	293	307	利润总额	2,242	2,757	3,380	4,008
其他	2,480	667	667	667	减: 所得税费用	537	689	845	1,002
资产总计	18,956	17,828	22,512	24,807	少数股东损益	(5)	(5)	(5)	(6)
流动负债	5,442	4,309	6,460	5,748	归属母公司净利润	1,710	2,073	2,540	3,011
短期借款	671	800	800	800	EBIT	2,091	2,662	3,207	3,735
应付款项	4,012	3,016	5,086	4,286	EBITDA	2,091	2,662	3,207	3,735
其他	759	493	574	663					
非流动负债	2,263	200	200	200					
其他	2,263	200	200	200					
负债总计	7,706	4,509	6,660	5,948					
少数股东权益	182	177	171	166					
归属母公司股东权益	11,069	13,142	15,682	18,693					
负债和股东权益总计	18,956	17,828	22,512	24,807					
					重要财务与估值指标	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
					每股收益(元)	0.16	0.19	0.24	0.28
					每股净资产(元)	1.03	1.22	1.45	1.73
					发行在外股份(百万股)	10,798	10,799	10,799	10,799
					ROIC(%)	15.6%	16.7%	16.8%	16.5%
					ROE(%)	16.1%	17.1%	17.6%	17.5%
					毛利率(%)	58.6%	58.8%	59.3%	59.3%
					销售净利率(%)	12.6%	12.8%	13.4%	13.8%
					资产负债率(%)	40.6%	25.3%	29.6%	24.0%
					收入增长率(%)	10.9%	19.9%	16.6%	15.7%
					净利润增长率(%)	42.1%	21.2%	22.5%	18.6%
					P/E	25.2	20.8	16.9	14.3
					P/B	3.9	3.3	2.7	2.3
					EV/EBITDA	20.6	16.2	13.4	11.5

数据来源: 贝格数据, 港币兑人民币汇率 0.83, 如无特殊情况, 本文相关数据的货币单位均为人民币, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>