

波司登 (03998.HK)

品牌势能上行, 销售旺季值得期待

上半财年收入同增 16%，业绩同增 31%，盈利能力持续攀升。1) FY2021/22 上半财年 (2021/4/1-2021/09/30) 公司收入/业绩/扣非业绩同比分别增长 15.7%/31.4%/14.0%至 54.2/6.4/5.3 亿元, 非正常损益变动主要系政府补助增加 0.88 亿元至 1.13 亿元。2) 毛利率+2.7PCTs 至 50.5% (其中波司登品牌毛利率+5.5PCTs 至 62.6%), 我们判断主要系品牌力提升驱动下终端折扣恢复、产品价格提升、产品结构优化 (加盟商新品比例提升) 所致。3) 销售费用率+4PCTs 至 29.9% (主要系去年品宣投放节奏较慢、基数较低), 管理费用率同比持平为 8.4%, 综合使得 FY2021/22H1 净利率+1.1PCTs 至 11.6%。

羽绒服业务稳健增长, H2 有望加速。 1) **羽绒服业务:** 销售同增 16%至 34.7 亿元, 占比 64.5%。①**分渠道看:** 渠道优化, 销量有望释放。线上拓展新零售, 羽绒服线上销售同增 35.0%至 6.6 亿元; 线下开店注重高质量, 羽绒服业务直营/经销销售 (均包含线下与线上) 分别同增 3.5%/22.5%至 11.5/22.4 亿元, 直营/经销渠道数量较期初+2/-151 家至 1809/2192 家。②**分品牌看:** 主品牌波司登销售同增 19.1%至 32.5 亿元, 雪中飞/冰洁增长较快, 销售分别+9.5%/-74.1%至 1.1/0.3 亿元, 冰洁下滑较多系线下分销渠道迅速收缩。2) **OEM 业务:** 随海外疫情好转而有所恢复, 销售同增 16%至 14.3 亿元, 占比 26.5%。3) **女装业务:** 销售微增至 4.2 亿元, 占比 7.7%。

品牌升级再持续, 势能提升。 主品牌升级持续, 产品创新、渠道优化、营销发力。1) **产品端:** 新品创新持续突破边界, 公司延展品类边界, 打造产品及品牌辨识度: ①首创推出风衣羽绒服、泡芙系列及高尔夫系列等; ②同时兼顾产品科技研发, 截止目前本集团全部专利累计 311 项。2) **营销端:** 精准发力, 助推品牌建设。公司打造品牌事件及内容带来曝光, 如风衣羽绒服新品发布会引发关注, 签约明星肖战、杨幂引流终端。3) **品牌端:** 主品牌波司登重塑效果佳: ①年轻化卓有成效, 当前 30 岁以下消费者占比约为 43%。②注重品牌和流量思维, 截至 FY2021/22H1 末波司登品牌微信公众号粉丝超 600w 人/天猫平台会员数 488w 人。③品牌力提升驱动产品量价齐升, 我们估算 FY2020/21 波司登品牌全渠道销售中 1800 元以上产品占比超 40%, 展望未来, 我们判断品牌力有望持续上行、产品单价重心或进一步上移。

全年有望高速增长。 1) 供应链把控力强, 营运健康。公司加强快反与数字运营能力, 首订保持较低比例, 同时提前备货原材料以有效控制成本, 上半财年存货周转/应收账款周转天数+12/-22 天至 212/76 天。2) 11 月以来天气降温较快, 我们判断 H2 羽绒服业务有望快速增长, 据公司公告, FY2021/22 年初至今 (2021/4/1-2021/11/11) 公司羽绒服业务线上流水高速增长超 50%, 其中波司登品牌线上流水同比增长超 40%。3) **展望全年,** 公司当前仍处于品牌升级、渠道优化的红利释放周期, 我们预计全年收入/业绩增速能够达到高双位数/20%中段, 盈利质量有望继续提升。

投资建议。 公司是国民羽绒服第一品牌, 长期看品牌升级、产品迭代、渠道优化, 盈利增长有望持续。我们预计 FY2021/22~FY2023/24 归母净利润分别 21.3/26.7/32.1 亿元, 对应 FY2021/22PE 为 23 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情影响超预期, 宏观经济疲软; 冷暖冬影响终端; 主品牌表现不达预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	12191	13,517	15,980	18,813	22,100
增长率 yoy (%)	17.4	10.9	18.2	17.7	17.5
归母净利润 (百万元)	1203.2	1,710	2,130	2,671	3,205
增长率 yoy (%)	22.6	42.1	24.6	25.4	20.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.11	0.16	0.20	0.25	0.30
净资产收益率 (%)	11.5	15.2	17.0	18.5	19.1
P/E (倍)	41.2	29.0	23.3	18.5	15.5
P/B (倍)	4.8	3.0	3.9	3.4	3.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 25 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	服装
前次评级	买入
11 月 25 日收盘价(港元)	5.60
总市值(百万港元)	60,907.49
总股本(百万股)	10,876.34
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	30.61

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号: S0680520070003

邮箱: yangying1@gszq.com

研究助理 侯子夜

邮箱: houziye@gszq.com

相关研究

- 1、《波司登 (03998.HK): “双十一”捷报兆丰年》2021-11-13
- 2、《波司登 (03998.HK): 电商鼎力增长, 毛利率再创新高》2021-06-24
- 3、《波司登 (03998.HK): 品牌势能提升拉动业绩高速增长》2021-04-10



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	12470	12877	10053	12994	13602
现金	3639	3771	1215	1337	2739
应收账款及票据	1197	876	2027	1662	2356
其他应收款	1068	1325	1504	1826	2085
衍生金融工具及短投	3426	4051	3739	4226	3982
存货	2726	2646	1361	3736	2232
其他流动资产	414	207	207	207	207
非流动资产	4909	6080	6205	6348	6445
权益性投资	420	856	1025	1236	1422
固定资产	1390	1594	1579	1556	1526
无形资产	2437	2423	2356	2289	2223
其他非流动资产	662	1207	1245	1267	1275
资产总计	17379	18956	16992	20383	21027
流动负债	4690	5442	3789	5245	3789
短期借款	818	671	1364	1120	993
应付账款及票据	1830	2469	0	1651	288
其他流动负债	2043	2303	2425	2474	2507
非流动负债	2286	2263	1754	1513	1155
长期借款	1671	1604	1270	927	578
其他非流动负债	615	659	484	586	576
负债合计	6976	0	4564	6225	4918
股本	1	1	1	1	1
股本溢价	1957	1957	0	-54	0
留存收益	8256	9111	10447	12073	13961
归属母公司股东权益	10214	11069	12480	14406	16871
少数股东权益	189	182	146	47	-118
负债和股东权益	17379	18956	16992	20383	21027

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1233	2968	21	1875	2957
净利润	1203	1705	2141	2667	3206
折旧摊销	606	606	196	204	209
财务费用	-2	-1	34	73	28
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-487	616	-2400	-1120	-535
其他经营现金流	-88	42	50	50	50
投资活动现金流	612	-1832	-371	-398	-356
资本支出	-714	-698	-181	-181	-178
长期投资	1194	-436	-168	-211	-186
其他投资现金流	132	-698	-21	-5	9
筹资活动现金流	3441	3892	-2207	-1355	-1200
短期借款	0	0	659	-317	-155
长期借款	4485	4245	-335	-342	-349
股本增加	-162	0	0	0	0
支付股利	0	-756	-1957	-54	54
其他筹资现金流	-19	403	146	102	-10
现金净增加额	5286	5028	-2557	122	1402

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12191	13517	15980	18813	22100
营业成本	5482	5592	6452	7595	8922
研发费用等其他	69	24	96	84	90
销售费用	4276	4807	5513	6396	7514
管理费用	853	1026	1165	1279	1481
财务费用	-2	-1	34	73	28
利息收入	121	147	75	38	61
其他非经营性损益	-65	-41	-50	-50	-50
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	1474	2099	2766	3419	4105
其他收益及亏损	126	143	50	89	111
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	1600	2242	2816	3507	4216
所得税	405	537	675	840	1010
净利润	1195	1705	2141	2667	3206
少数股东损益	-8	-5	11	-4	1
归属母公司净利润	1203	1710	2130	2671	3205
EBITDA	2205	2848	3046	3785	4452
EPS (元)	0.11	0.16	0.20	0.25	0.30

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	17.4	10.9	18.2	17.7	17.5
营业利润(%)	8.6	42.5	31.7	23.6	20.1
归属于母公司净利润(%)	22.6	42.1	24.6	25.4	20.0
获利能力					
毛利率(%)	55.0	58.6	59.6	59.6	59.6
净利率(%)	9.9	12.6	13.3	14.2	14.5
ROE(%)	11.5	15.2	17.0	18.5	19.1
ROIC(%)	9.0	12.2	13.6	15.7	16.7
偿债能力					
资产负债率(%)	40.1	0.0	26.9	30.5	23.4
净负债比率(%)	32.1	-33.5	26.5	33.8	13.0
流动比率	2.7	2.4	2.7	2.5	3.6
速动比率	2.1	1.9	2.3	1.8	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	10.9	13.0	11.0	10.2	11.0
应付账款周转率	3.6	2.6	9.0	9.2	9.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.16	0.20	0.25	0.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.27	0.00	0.17	0.27
每股净资产(最新摊薄)	0.96	1.04	1.17	1.34	1.55
估值比率					
P/E	41.2	29.0	23.3	18.5	15.5
P/B	4.8	2.2	3.9	3.4	3.0
EV/EBITDA	-0.2	-0.2	17.0	13.5	11.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 25 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com