

波司登 (03998.HK)

电商鼎力增长，毛利率再创新高

FY20/21 公司收入/业绩增长 10.9/42.1%。1) 营收稳健增长: FY20/21 为主品牌波司登首个三年战略阶段的收官之年, 公司全财年收入/业绩增长 10.9%/42.1%至 135.2/17.1 亿元。2) 盈利质量不断提升: 品牌重塑+产品拓展驱动终端产品销售单价, 毛利率再创历史新高, 同比+3.6pcts 至 58.6%; 销售/管理费用率+0.4/+0.6 pcts 至 35.4%/7.6%, 净利率+2.8pcts 至 12.6%。

羽绒服业务稳健增长, OEM、女装业务恢复中。1) 羽绒服业务踏入战略升级新阶段, 公司继续聚焦产品、营销、渠道端多重升级转型, 品牌与产品力持续上行带动羽绒服销售增长 14.5%至 108.9 亿元, 占比 80.5%。2) OEM 业务订单受海外疫情影响下滑 4.7%至 15.4 亿元, 占比 11.4%, 我们预计未来随疫情好转将恢复 10%+稳定增长。3) 女装业务仍在持续恢复中, 全财年销售下滑 3.7%至 9.5 亿元, 占比 7.0%。

线上高速增长 50%+, 探索数字化运营新阶段。我们分拆羽绒服业务收入: 1) 分品牌来看, 波司登表现更佳。①波司登强化品宣结合、产品持续迭代, 高缇耶联名、迪士尼、漫威 IP 系列助力收入增长 18.9%至 99.9 亿元; ②雪中飞/冰洁收入分别上升 10.7%/下滑 28.6%至 5.5/1.5 亿元。2) 分渠道来看, 电商高速增长超 50%。①线上收入高速增长 54.3%至 34.9 亿元, 渠道占比 32.0%。公司搭建多平台直播矩阵、与阿里巴巴战略合作、积极拓展新零售运营, 截至财年末微信公众粉丝 670w+人/波司登天猫平台会员数同增 160%至 476w+人, 为数字化运营新阶段奠定良好会员基础。②线下收入增长 2.1%至 74.0 亿元, 截至财年末羽绒服业务门店净减少 716 家至 4150 家(直营/经销-54/-662 至 1807/2343 家), 一二线/三线及以下渠道占比分别 28%/72%。公司注重渠道质量的提升, 我们预计未来新店将重点聚焦一线城市、同时门店的优化迭代将持续。3) 量价分拆来看, 品牌力、产品力带动价格带提升。主品牌波司登重塑效果佳、产品延展迭代驱动价格带重心上移, FY20/21 波司登品牌线上销售中, 1800 元以上产品收入占比 +4.3pcts 至 31.8%。

优质快反优化库存管理, 营运状态健康。疫情公司加强快反与数字运营能力, 整合物流园资源, 延续拉式补货、智能配送, 年内经销商首次订货比例不超过 30%, 旺季中补单频次 8 次以上, 快反周期稳定在 7-18 天。整体营运状态健康: 1) 存货下降 2.9%至 26.5 亿元(其中原材料备货大幅增加、产成品明显下降), 全财年存货周转天数 175 天, 剔除期初疫情/期末原材料备货影响, 同比增加 20 天左右, 我们判断当前库存恢复情况良好。2) 应收账款周转天数-5.4 天至 27.6 天。

长期增长逻辑清晰。1) 品牌层面: 波司登势能提升有望持续驱动终端及盈利质量上行, 同时横向拓展品类以挖掘细分市场; 雪中飞、冰洁占位中低端市场形成协同。2) 渠道层面: 过去门店梳理有效, 目前仍处于红利释放周期, 未来渠道升级持续, 强调数字化精准拓客运营。**展望全年, 公司继续聚焦品牌及营销升级、数字化零售, 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, 收入及盈利增长有望持续。我们预计 FY21/22~23/24 归母净利润分别 21.3/26.7/32.0 亿元。当前股价 4.8 元, 对应 FY21/22PE 为 20 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)	1,203	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)	36.0	25.3	20.3	16.2	13.5
P/B(倍)	4.2	3.0	3.4	3.0	2.6

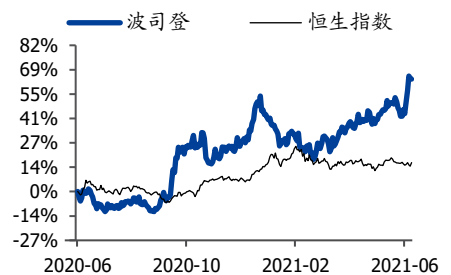
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 6 月 23 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	服装
前次评级	买入
6月23日收盘价(港元)	4.80
总市值(百万港元)	51,837.03
总股本(百万股)	10,799.38
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	24.57

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

相关研究

- 《波司登 (03998.HK): 品牌势能提升拉动业绩高速增长》2021-04-10
- 《波司登 (03998.HK): 前 9 个月增长靓丽, 后 3 个月预期更好》2021-01-05
- 《波司登 (03998.HK): 品牌引领全局, 升级红利释放》2020-11-28



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