

买入
暖冬下韧性凸显，坚定看好中长期高质量成长
波司登 (3998.HK)

2022-08-02 星期二

投资要点

目标价:	5.7 港元
现价:	4.64 港元
预计升幅:	22.8%

➤ 展望未来，坚定看好波司登中长期高质量成长，驱动因素如下：

第一，产品即内容，以战略性新品引领品牌升级。公司以产品作为核心驱动力，引领品牌重塑及升级，例如与国际知名设计师推出联名设计和重磅新品。近年产品价格带显著上移，FY20-FY22 波司登 1800 元以上产品线上销售额占比分别为 27.5%/31.8%/46.9%。保守估计 FY22 波司登全渠道 1800 元以上产品占比超 50%，而 FY18 该比例不足 10%。22 年销售旺季将至，公司在产品打造上将围绕 1) 经典热销系列突破升级；2) 推出全新战略性创新产品及差异化新品(如联名产品、新一代轻薄羽绒服)，进一步丰富各价格带的产品系列。过往公司创新 SKU 占比超 6 成，预计该比例将保持稳定，驱动量价增长。

第二，以渠道质量升级配合上升的品牌势能：发力 2+13 个主力城市，优化加盟渠道门店管理，全面提升渠道质量。后疫情时代消费市场呈两极分化特征，公司通过开大店关小店、进驻优质购物中心等措施优化门店质量，进一步锁定购买力强的消费人群。于高线市场重点布局 2+13 个重点城市，提升门店效率；随品牌力提升，今年公司对加盟店位置和加盟商实力提出了更高要求，对具备实力的加盟商给予针对性支持措施。

第三，优质快反和全渠道商品一体化运营构筑壁垒，开源节流动态管控成本：近年公司通过控制首单订货比例、优质快反和拉式补货，并推行含线上和线下、自营和经销在内的全渠道商品一体化运营，有效提高旺季商品周转效率，FY22 存货周转天数同比下降 25 天至 150 天。公司预计今年原材料成本约上升 10%，集团将通过前置化生产，最小化对毛利率的影响；同时在保障公司权益不变下，对部分外部费用降本增效。经营利润率仍具备优化空间。

➤ **维持买入评级，目标价 5.7 港元：**

投资建议：公司将继续聚焦主航道与主品牌的战略，坚定看好中长期高质量成长。预计 2023E 至 2025E 财年营收分别为 188/217/250 亿元，同比+16.0%/+15.5%/+15.2%；归母净利润分别为 25.0/29.6/34.6 亿元，同比+21%/+18%/+17%。维持买入评级，目标价 5.7 港元，目标价对应 FY23E PE 约 21 倍。

重要数据

日期	2022/8/1
收盘价 (港元)	4.64
总股本 (亿股)	108.9
总市值 (亿港元)	505.1
净资产 (亿港元)	150.8
总资产 (亿港元)	262.4
52 周高低 (港元)	6.93/3.11
每股净资产 (港元)	1.38

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	35.32%
康博投资有限公司	26.97%
豪威企业有限公司	5.62%

相关报告

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

波司登 (3998.HK) 更新报告：预计 FY22 稳健增长，主品牌基本面稳固-20220422

研究部

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

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	13,517	16,214	18,804	21,715	25,021
同比增长	10.9%	20.0%	16.0%	15.5%	15.2%
毛利率	58.6%	60.1%	60.7%	61.2%	61.6%
归母净利润	1,710	2,062	2,500	2,957	3,459
同比增长	42.1%	20.6%	21.2%	18.3%	17.0%
归母净利润率	12.6%	12.7%	13.3%	13.6%	13.8%
每股盈利(元)	0.16	0.19	0.23	0.27	0.32
PE@4.64HKD	33.5	19.9	16.5	14.0	11.9

数据来源：wind、公司年报、国元证券经纪（香港）预测

报告正文

FY22 在疫情和天气反常等扰动下，品牌羽绒服业务量价齐升，凸显成长韧性：

FY22 年集团营收同比+20.0%至 162.1 亿元，毛利率同比+1.4pp 至 60.1%，归母净利率为 12.7%；品牌羽绒服同比+21.4%至 132.2 亿元，毛利率同比+2.0pp 至 65.7%。其中波司登主品牌营收同比+16%至 116.2 亿元，毛利率同比+3.2pp 至 69.4%；雪中飞/冰洁营收同比+77%/+60%。在去年原材料价格大幅上升、21 年 12 月天气反常和疫情反复的不利因素干扰下，毛利率提升得益于中高单价产品占比的提升及折扣的有效控制，品牌羽绒服量价齐升，集团作为羽绒服龙头呈现于稳健的成长能力和成长韧性。

展望未来，坚定看好波司登中长期高质量成长，驱动因素如下：

第一，产品即内容，以战略性新品引领品牌升级：公司以产品为核心驱动力，引领品牌重塑及升级，例如与国际知名设计师推出联名设计和重磅新品(如波司登×高缇耶星空系列、风衣羽绒服等)。近年产品价格带显著上移，FY20-FY22 波司登 1800 元以上产品线上销售额占比分别为 27.5%/31.8%/46.9%。保守估计 FY22 波司登全渠道 1800 元以上产品占比超 50%，而 FY18 该比例不足 10%。22 年销售旺季将至，公司在产品上将围绕 1)经典热销系列突破升级；2)推出全新战略性创新产品及差异化新品(如联名产品、新一代轻薄羽绒服)，进一步丰富各价格带的产品系列。过往创新 SKU 占比超 6 成，预计该比例将保持稳定。公司以革命性创新产品塑造品牌认知，驱动量价增长。

第二，以渠道质量升级配合上升的品牌势能：发力 2+13 个主力城市，优化加盟渠道门店管理，全面提升渠道质量。后疫情时代消费市场呈两极分化特征，公司以开大店关小店、进驻优质购物中心等措施优化门店质量，进一步锁定购买力强的消费人群。于高线市场重点布局 2+13 个重点城市，提升门店效率；随品牌力提升，今年公司对加盟店位置和加盟商实力提出更高要求，对具备实力的加盟商给予针对性支持措施。

第三，优质快反和全渠道商品一体化运营构筑壁垒，开源节流动态管控成本：公司通过控制首单订货比例、优质快反和拉式补货，推行含线上/线下、自营/经销在内的全渠道商品一体化运营，提升旺季商品周转效率，FY22 存货周转天数下降 25 天至 150 天。公司预计今年原材料成本约上升 10%，集团将通过前置化生产，最小化对毛利率的影响。在保障权益不变下，公司将加强外部费用管控，经营利润率仍具备优化空间。

维持买入评级，目标价 5.7 港元：

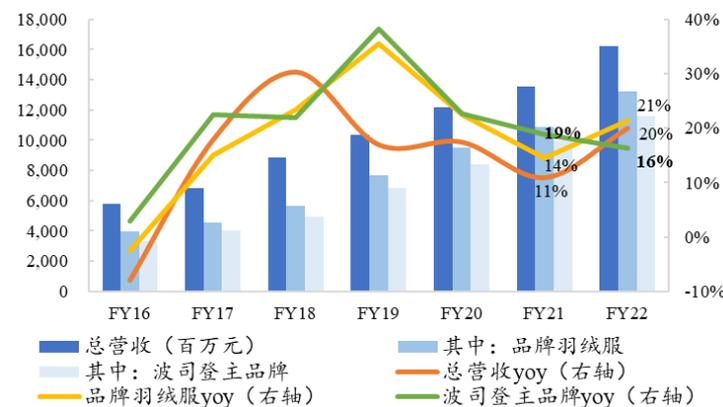
我们的观点：公司将继续聚焦主航道与主品牌的战略，坚定看好中长期高质量成长。预计 2023E 至 2025E 财年营收分别为 188/ 217/ 250 亿元，同比+16.0%/ +15.5%/ +15.2%；归母净利润分别为 25.0/ 29.6/ 34.6 亿元，同比+21%/ +18%/ +17%。维持买入评级，目标价 5.7 港元，目标价对应 FY23E PE 约 21 倍。

附：FY2022 公司业绩简评

FY22 在疫情和天气反常等扰动下，羽绒服业务延续稳健增长，呈量价齐升：

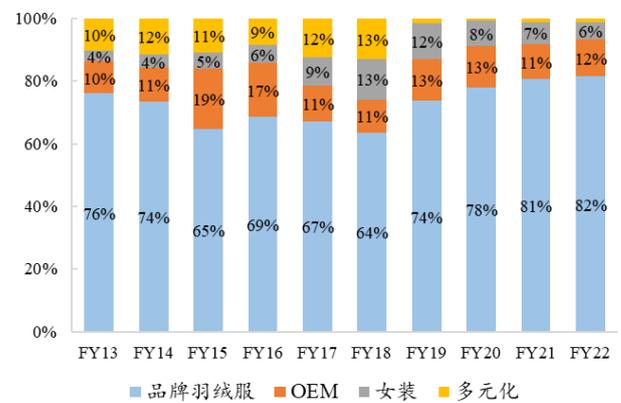
2022 财年集团实现营收 162.1 亿元，同比+20.0%；其中品牌羽绒服营收为 132.2 亿元，占比 82%，同比+21.4%。拆分品牌羽绒服业务，波司登主品牌营收约 116.2 亿元，同比+16%，占总收入 72%；雪中飞营收 9.7 亿元，同比+77%；冰洁营收 2.4 亿元，同比+60%。雪中飞高速增长，得益于确立了线上品牌授权分销及直播新零售为战略发展业务；冰洁的快速增长来自于近两年收缩线下代理，转型线上直营和分销。此外，OEM 业务实现营收 19.0 亿元，同比+24%，占总收入 12%；女装业务营收 9.0 亿元，同比-5%。

图 1：波司登集团整体、品牌羽绒服及主品牌营收



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：波司登集团分部营收结构



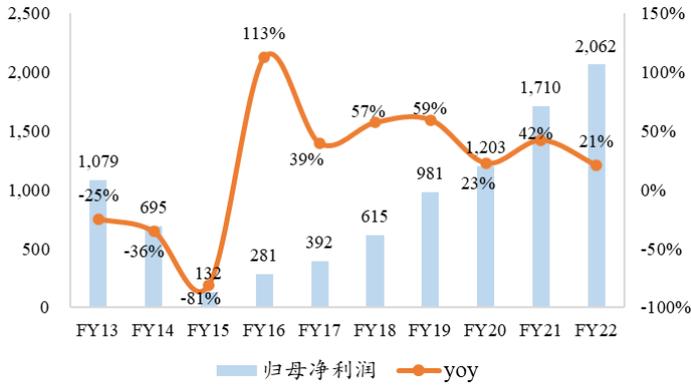
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

原材料涨价压力下，高单价产品占比上升及折扣有效控制，带动毛利率提升：

2022 财年集团实现归母净利润 20.6 亿元，同比+20.6%，归母净利率水平同比提升 0.1pp 至 12.7%。集团毛利率显著提升 1.4pp 至 60.1%，期内集团增加了品牌宣传及推广开支，销售费用率提升 2.5pp 至 38.1%。

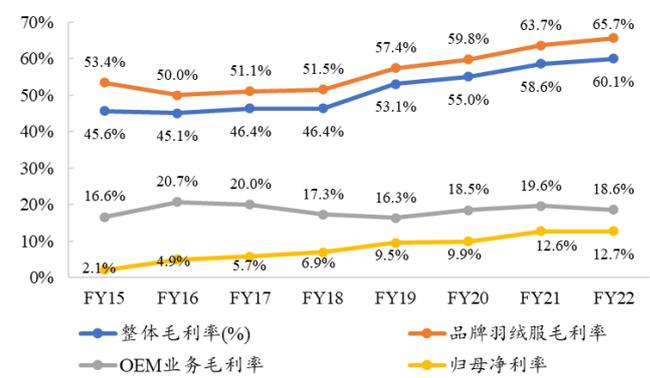
分业务看，品牌羽绒服毛利率提升 2.0pp 至 65.7%，其中波司登主品牌毛利率显著提升 3.2pp 至 69.4%，雪中飞品牌毛利率提升 8.4pp 至 47.3%。主品牌毛利率持续提升，主要由于供应链端成本的有效管控（如提前备料、前置化基础产品生产）、产品创新及升级带动中高价位产品占比提升、以及终端折扣的有效控制。OEM 毛利率同比下降 1.0pp 至 18.6%，是由于去年东南亚产能受疫情影响暂时中断而转移到国内生产，临时性成本增加所致。女装毛利率大致持平。费用端上，销售费用率/管理费用率同比 +2.5pp/-0.2pp。销售费用率提升，主要是因为去年集团加大了品牌羽绒服业务在渠道和门店建设、品牌宣传营销的推广力度。

图 3：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 4：波司登集团毛利率和净利率水平



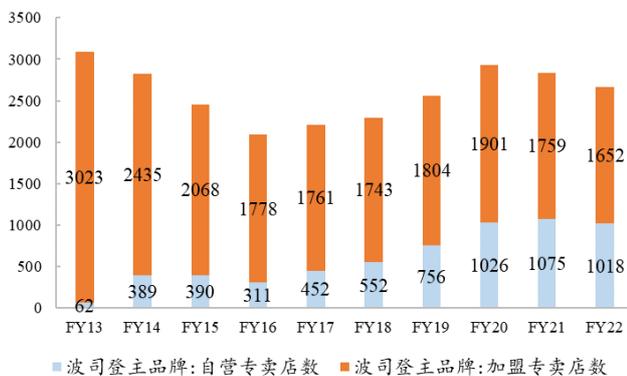
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

渠道质量提升，直营及批发渠道齐驱并进，打通直营和经销全渠道一体化商品运营：

公司品牌羽绒服业务中，直营渠道营收同比+18.6%至 97.6 亿元，占比 74%；经销渠道营收同比+25%至 30.7 亿元，占比 23%。FY22 公司直营的品牌羽绒服专卖店减少 55 家至 1,029 家，经销的品牌羽绒服专卖店减少 175 家至 1,755 家。品牌羽绒服线上收入实现 39.3 亿元，同比+12.7%，占品牌羽绒服收入之比为 30%。在关闭低效店及开大店的渠道策略下，直营及经销门店数量小幅减少，直营及经销收入的稳健增长显示店效及渠道质量进一步优化。截至 22 财年末，集团的品牌羽绒服业务有 **30%** 门店位于一二线城市。

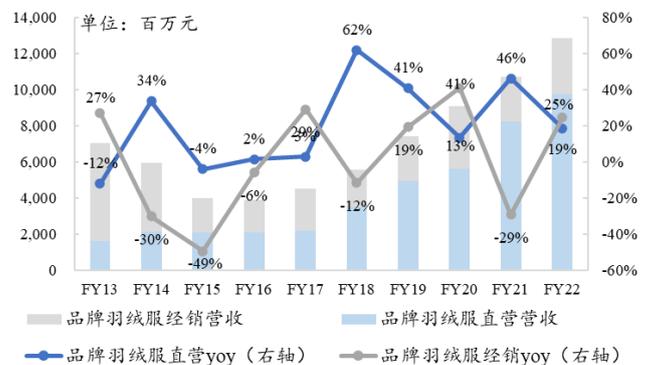
运营管理上，期内集团存货周转天数为 150 天，去年同期为 175 天；应收账款周转天数和应付账款周转天数分别为 24 天和 162 天，分别同比减少 4 天和增加 22 天。应付账款周转天数的上升是由于在供应链的结算政策中加强了供应链金融的使用；期内集团存货周转天数的下降主要得益于供应链优质快反拉式补货、全渠道商品一体化运营系统的推行（包括线上/线下、直营/经销）。 应收和应付账款周转天数的优化均体现了公司在经销商伙伴及上游供应链伙伴议价能力的加强。

图 5：波司登主品牌渠道专卖店数变动



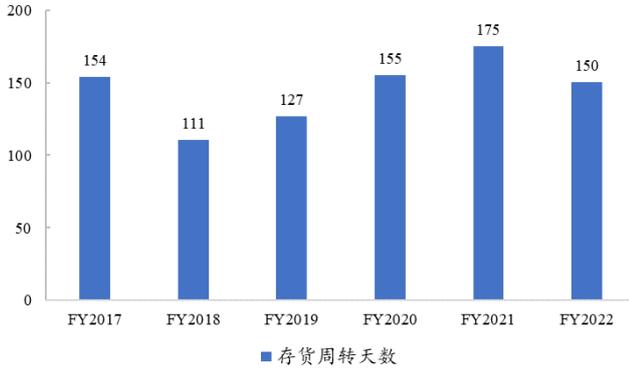
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 6：品牌羽绒服业务自营和经销渠道营收变动



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 7：波司登集团存货周转天数变动



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 8：波司登集团应收账款及应付账款周转天数变动



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

风险提示：

疫情反复影响线下消费意愿、行业竞争格局恶化、新品推广不及预期、原材料价格急剧上升。

财务报表摘要

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	FY2021	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,877	14,737	16,035	17,463	19,135
现金	1,771	2,503	3,412	4,181	5,022
应收账款	2,044	2,518	2,689	3,040	3,503
应收关联方款项	157	200	204	208	213
存货	2,646	2,688	2,914	3,228	3,600
其他	6,259	6,828	6,816	6,806	6,798
非流动资产	6,080	6,547	6,822	7,116	7,431
物业、厂房及设备	1,762	1,758	1,916	2,089	2,277
预付租金	22	13	13	13	13
递延税项资产	567	611	642	674	708
无形资产	1,572	1,496	1,526	1,557	1,588
其他	2,157	2,668	2,724	2,783	2,845
资产总计	18,956	21,284	22,857	24,579	26,565
流动负债	5,442	6,610	7,554	8,534	9,652
短期借款	671	934	1,074	1,235	1,420
应付账款	4,012	4,778	5,543	6,321	7,211
应付关联方款项	7	8	8	8	8
应交税费	520	620	651	684	718
其他	233	270	278	286	295
非流动负债	2,263	2,447	2,455	2,464	2,473
长期借款	0	0	0	0	0
递延税项负债	174	166	174	183	192
其他	70	54	54	54	54
负债合计	7,706	9,057	10,010	10,998	12,125
股本	1	1	1	1	1
储备	11,068	12,192	12,817	13,556	14,421
少数股东权益	182	33	29	24	18
归属于母公司的所有者权益	11,069	12,193	12,818	13,557	14,422
负债及权益合计	18,956	21,284	22,857	24,579	26,565

现金流量表

会计年度	FY2021	FY2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,705	2,059	2,495	2,952	3,453
折旧摊销	809	893	807	861	918
利息收入	-1	47	115	112	85
资产减值损失	46	40	0	0	0
营运资金变动	425	-162	373	118	61
其它	149	-206	-115	-112	-85
经营活动现金流	3,133	2,670	3,675	3,930	4,433
投资活动现金流	-3,863	-686	-1,039	-1,113	-1,191
筹资活动现金流	-1,092	-1,233	-1,727	-2,048	-2,401
现金净增加额	-1,822	752	909	769	841
现金期初金额	3,639	1,771	2,502	3,412	4,181
现金期末金额	1,771	2,502	3,412	4,181	5,022

利润表

单位: 百万元

会计年度	FY2021	FY2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	13517	16214	18804	21715	25021
营业成本	(5592.2)	(6476.4)	(7390.4)	(8427.5)	(9614.3)
毛利	7924.3	9737.2	11413.9	13287.1	15406.8
销售费用	(4807.4)	(6171.2)	(7014.0)	(8077.8)	(9282.8)
管理费用	(1026.2)	(1203.1)	(1391.5)	(1585.2)	(1801.5)
商誉减值损失	(46.0)	(40.0)	(40.0)	(40.0)	(40.0)
营业利润	2224.6	2568.8	3211.6	3824.3	4519.2
财务收入/(费用)净额	17.7	117.4	115.5	111.6	85.1
除税前溢利	2242.3	2672.1	3327.1	3935.9	4604.3
所得税	(537.3)	(613.4)	(831.8)	(984.0)	(1151.1)
净利润	1709.6	2062.3	2499.6	2957.0	3459.2
少数股东损益	(4.6)	(3.6)	(4.3)	(5.1)	(6.0)
归属于母公司净利	1709.6	2062.3	2499.6	2957.0	3459.2
EPS (元)	0.16	0.19	0.23	0.27	0.32

主要财务比率

会计年度	FY2021	FY2022	2023E	2024E	2025E
成长性					
营业收入yoy	10.9%	20.0%	16.0%	15.5%	15.2%
营业利润yoy	39.2%	15.5%	25.0%	19.1%	18.2%
归母净利润yoy	42.1%	20.6%	21.2%	18.3%	17.0%
盈利能力					
毛利率	58.6%	60.1%	60.7%	61.2%	61.6%
净利率	12.6%	12.7%	13.3%	13.6%	13.8%
归母净利率	12.6%	12.7%	13.3%	13.6%	13.8%
ROE	15.2%	16.8%	19.4%	21.7%	23.9%

偿债能力

资产负债率	40.6%	42.6%	43.8%	44.7%	45.6%
负债权益比	6.0%	7.6%	8.4%	9.1%	9.8%
流动比率	2.4	2.2	2.1	2.0	2.0
速动比率	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6

营运能力

存货周转天数	175	150	138	133	130
应收帐款天数	28	24	24	23	22

每股资料 (元)

每股收益	0.16	0.19	0.23	0.27	0.32
每股净资产	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3

估值比率

PE@4.64HKD	23.8	19.9	16.5	14.0	11.9
PB	4.4	4.1	3.9	3.7	3.5

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>