

波司登 (03998)

证券研究报告

2021 年 01 月 04 日

深挖品牌，深耕运营，深入打造效率年

深入贯彻品销结合，深挖“大品牌、好品质、羽绒服代名词”品牌价值

波司登持续推动品销结合，品牌传播更加聚焦主推产品的展现和线上线下门店的导流。基于产品上市周期和主推产品设定传播规划和内容，使传播内容与消费者产生共鸣。通过代言人明星大片、明星街拍、产品植入、时尚博主和意见领袖(KOLs)对产品进行充分展示。同时在资源版块更聚焦种草平台，通过抖音、小红书等新媒体平台为线上线下门店进行充分引流，促进成交转化，提升销售业绩。

订单加大快反，有效控制库存，推动数字化创新

FY21 公司延续直营和批发订货完全分开的模式，极大地优化对直营门店及经销商订货结构的调控，保持稳定的理性订货。自 2018 年始，公司对每年首次冬羽绒订货会的比例进行一定的管控；FY21 订货会首次订单比例继续下降到不超过 30%，而余下的订单部分则根据旺季市场实际反馈和需求进行补单。

库存管理方面，波司登致力于持续优化库存，维持健康的库存水平。FY21H1 存货账面价值 26.05 亿元，同比减少 6.06%，较 FY20 财年减少 4.4%。

供应链数字化持续创新，通过产销协同打通前端销售、中端库存与后端供应链生产外包的流程。一方面提升供应链对前端销售的快反供应能力，及时匹配消费端需求；另一方面与核心供应商实现数据对接，提升原辅材料仓库的精细化运营能力，有利于原辅材料的及时供应和库存控制。

冷冬速冬晚春延长销售旺季，激发换装需求

根据近期中央气象台的发布，“冷冬+速冬”或成今年冬季最大特点，本次“跨年”寒潮寒冷程度或将不亚于 2016 年。我们认为，一方面，快速降温将直接带动品牌服饰冬装销售，冬季作为传统销售旺季，受益本次寒潮及春节同比延后约三周，销售高峰时间将有效延长，带动销量增长同时有效降低库存；另一方面，20Q4 开始纺织服装产业链进入全面复苏，我国品牌服饰持续升级产品力，在设计功能时尚等方面不断突破，同时加强渠道及数字化建设，行业景气度有望借助冷冬及低基数快速恢复。

维持盈利预测，给予买入评级

公司是中国知名的羽绒服品牌运营商，专心专注羽绒服领域，成为消费者公认的羽绒服专家，引领行业发展。目前旗下羽绒服品牌包括波司登、雪中飞、冰洁等，满足不同客户群体的需求及巩固其在中国市场的领导地位。其中，波司登品牌羽绒服连续 25 年（1995-2019 年）全国销量遥遥领先。我们预计 FY21-23 年波司登归母净利润 15.31/18.49/21.71 亿元；预计 EPS 为 0.14/0.17/0.20 元，对应 P/E 为 23/19/16 倍。

投资评级

行业 非必需性消费/纺织及服饰

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 3.95 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	10,790.99
港股总市值(百万港元)	42,624.40
每股净资产(港元)	0.95
资产负债率(%)	44.08
一年内最高/最低(港元)	3.99/1.54

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《波司登-公司点评:FY21H1 归母净利润同增 42%超预期，直营+线上发力打造品牌效率年》 2020-11-28
- 2 《波司登-公司点评：“双 11”业绩表现靓丽，全年线上渠道维持高增》 2020-11-13
- 3 《波司登-公司点评：授出 1 亿股购股权加深绑定，收购苏州波司登物流公司加快自有物流园建设》 2020-10-25

风险提示：提价不及预期，销售不及预期，降温不及预期，核心高管流失

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com