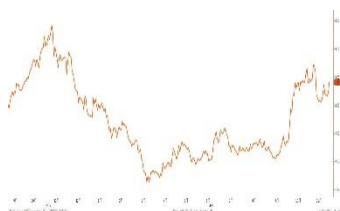


波司登(3998.HK)

处于销售旺季，下半财年业绩可期



来源: 彭博

一般数据摘要

收市价*	3.41
市值 (亿港元)	367.2
52周高位	3.91
52周低位	1.48

\*截至 11 月 27 日

1H21 财务资料摘要

港元(亿元)	
收入	46.6
变动(%)	5.1
毛利	22.3
变动(%)	15.4
净利润	4.9
变动(%)	41.8

主要股东资料

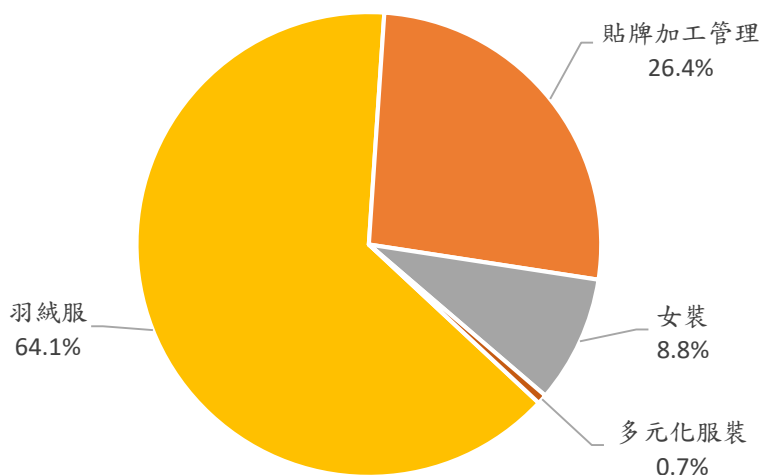
持股	
高德康	71.1%

来源: 披露易

公司简介

- 波司登(3998)为国内羽绒服品牌营运商，旗下有三个羽绒品牌，包括主打中高档次的「波司登」品牌、中档品牌「雪中飞」以及高性价比品牌「冰洁」。
- 同时公司有贴牌加工管理、女装及多元化服装业务。截至 2020 年 9 月底止之中期业绩，羽绒服业务为主要收入来源，占收入比重达到 64.1%。
- 目前公司羽绒服业务零售网点合共有 4,866 个，其中自营及由第三方经销的网点分别有 1,111 个及 2,179 个。其中 26.9%网点位于一、二线城市，其余位于三线或以下城市。

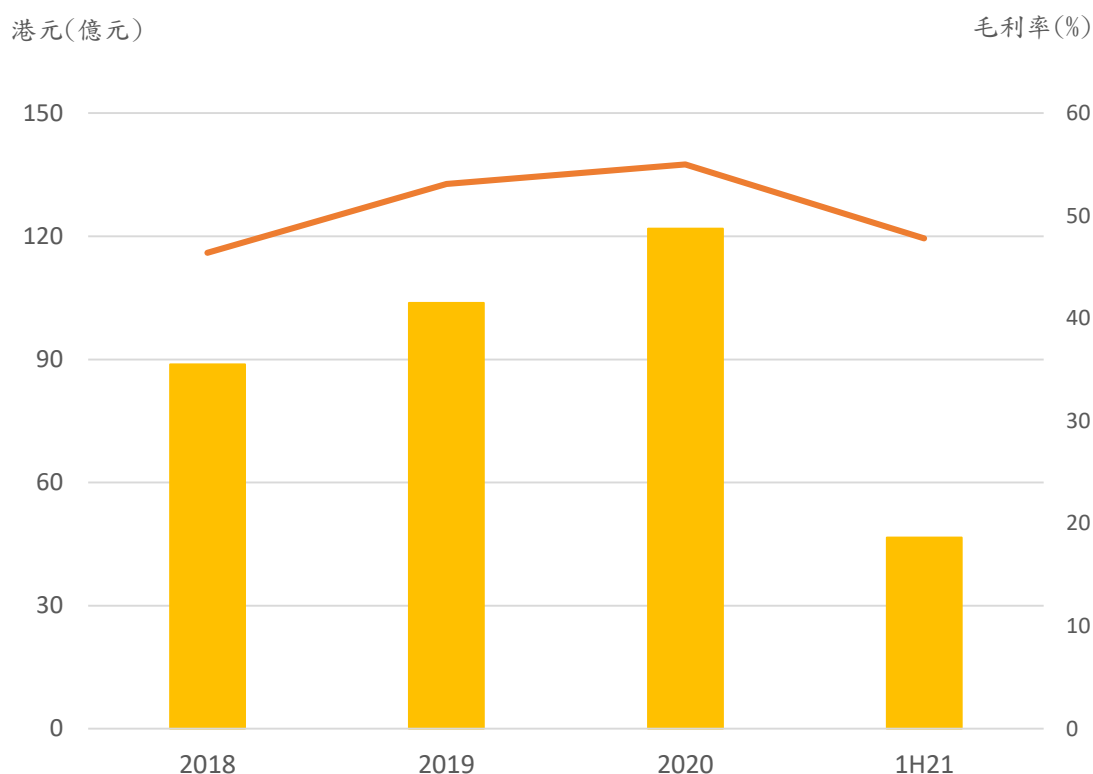
1H21 收入分布



来源: 公司资料

## 经营业绩及近期发展

- 截至 2020 年 9 月底止之中期业绩，波司登收入按年上升 5.1% 至 46.6 亿人民币；公司拥有人应占溢利则同比增加 41.8% 至 4.9 亿人民币。公司宣派中期息每股 3.5 港仙，与 2020 财年同期上升 16.7%。公司依靠品牌羽绒服业务支撑收入增长，其余贴牌加工管理业务、女装业务及多元化服装业务收入均录得不同程度的下跌。不过，波司登品牌自营门店的销售收入占比提升、产品单价销售提升以及加大对羽绒等原材料成本的控制，拉动整体毛利率按年上升 4.3 个百分点至 47.8%。故此，盈利增长较收入增长速度为高。



来源: 公司年报, 经千里硕证券整理

- 尽管上半财年(4 月至 9 月份)为羽绒产品的销售淡季，但波司登现淡季不淡的情况。整个羽绒服业务收入按年上升 18.0% 至 29.9 亿人民币，占收入比重 64.1%，其中「波司登」品牌收入按年上升 19.7%。至于「雪中飞」及「冰洁」品牌收入分别按年上升 5.2% 及 2.1%。
- 期内，由于新冠肺炎疫情在国内爆发，公司着手在销售渠道进行调整。在主流商圈开设形象店、大面积店铺，关闭一些低效门店，并提升自营网点的营运效率。在线方面，公司加强数字化转型和实现精准营销。自营销售收入(线下及在线)收入按年大幅飙升 144.3%。

## 业务前景

- 目前已经踏入波司登的销售旺季，特别是今年冬季，拉尼娜现象已经形成，相信国内沿海地区会经历比往常较冷的气温，将有助提振旺季的销售表现。中长线展望方面，首先在产品开发，公司会分为多个场景，包括运动代表时尚，商务代表质量，户外代表专业及休闲，以迎合各种消费群的需要。其次，公司加强布局网上渠道，通过与阿里巴巴的合作，打造新零售模式。目前公司会员人数快速增长，当中 30 以下的年轻消费者占比显著增长，未来加大资源投放直播带货，以进一步吸纳年轻客源。

## 风险因素

- 新冠肺炎疫情反复
- 冬季较预期温暖，影响销情

## 估值

	2021E	2022E
市盈率	19.7	16.6
市帐率	2.90	2.72
股息率	3.5	4.1

来源:彭博

## 投资建议

- 综合而言，波司登中期业绩较预期为佳，相信在今年冬季较寒冷的外在因素配合下，下半财年的财务表现会更佳。现价为 2021 年预测市盈率 19.7 倍，略高于过去 5 年平均水平，建议投资者可考虑于 10 天线附近收集，短期目标价为突破 11 月头高位 3.86 元。

## 免责声明

本报告由千里硕证券有限公司(“千里硕”)研究部刊发，内容基于其认为可靠的来源，但就其是否公平、准确、完整或正确，千里硕概不作出或发出任何明示或默示的保证或承诺。本报告中的所有意见如有更改，恕不另行通知。所提供的信息仅供参考和阅览，并非就本文提及的证券或投资进行买卖或交易的建议、要约或招揽。在市场惯例允许的情况下，千里硕以及其员工和亲属或联系人，可不时就本报告中提及的公司的证券或相关产品或投资持有头寸，以及进行买卖。投资涉及风险。投资者应注意，投资的价值和证券的价格可以上升或下跌，过往表现不一定未来表现的指标。投资者应寻求独立专业意见，千里硕在任何情况下，就投资者使用此报告的信息而可能蒙受的利润损失，概不在任何方面承担责任。本报告的内容的版权属于千里硕所有。未经千里硕许可，任何人不得就任何目的复制、发佈或分发本报告的全部或部分內容。本报告所载观点，由证监会持牌分析师拟备，并准确反映分析师对有关证券的个人意见。除非另有披露，否则于本报告刊发日期，就本文谈及的公司或与该等公司属同一集团的成员公司的证券，本报告的分析师并无持有任何权益。

千里硕证券有限公司

地址: 香港中环干诺道中 168-200 信德中心西翼 16 楼 1601-1604 室

电话: (852)3725 4300

传真: (852)3725 4399

电邮: enquiry@elstone.com.hk