

买入
开年动销表现回暖，ESG 评级提升
波司登 (3998.HK)

2023-2-2 星期四

投资要点

目标价: **5.70 港元**
 现价: 4.48 港元
 预计升幅: 27.2%

重要数据

日期	2022/2/1
收盘价 (港元)	4.48
总股本 (亿股)	109.0
总市值 (亿港元)	488.4
净资产 (亿港元)	127.7
总资产 (亿港元)	253.2
52 周高低 (港元)	5.35/3.11
每股净资产 (港元)	1.17

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	33.2%
康博投资有限公司	27.0%
豪威企业有限公司	5.6%

相关报告

研究部

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

➤ 线下消费复苏，春节旺季需求旺盛，2023 开年动销表现回暖：

随着 2023 年 1 月以来居民出行恢复及线下客流回暖，线下消费复苏，节前及春节旺季羽绒服需求旺盛。根据国家税务局增值税发票数据，今年春节假期（除夕至初六），全国消费相关行业销售收入同比增长 12.2%。受益于旺盛的羽绒服消费需求，预计波司登主品牌 1 月零售额同比增长约 30%，预计春节期间零售额同比增 4 成以上，折扣和库存维持优秀管控。尽管 22 年 11-12 月居民出行及线下销售因疫情承压，22 年双十二期间波司登线上仍录得同比 80% 的零售额增幅，于天猫/京东平台均录得男装/女装类目排名第一，抖音平台录得全服饰品牌单店排名第一。

➤ 公司 MSCI ESG 评级进一步提升至 A，CDP 首次参评获优秀成绩，品牌国际声誉提升：

2023 年 1 月，公司 MSCI ESG 评级进一步提升至 A。2020 年至 2023 年，由于公司在产品品质、供应链、员工福祉及社会责任、绿色可持续发展等方面的努力，公司 ESG 评级实现了逐年稳步提升，在中国品牌服装行业中处于优秀水平。同时，2022 年公司首次参与填报全球环境信息研究中心(CDP)并在气候变化领域获得 B- 的优秀成绩，位列中国纺织成衣业第一，体现了公司绿色发展、可持续时尚的发展优势。

➤ 维持买入评级，目标价 5.7 港元：

我们的观点：波司登品牌在中高端羽绒服领域具备强劲竞争优势，产品开发及供应链内功不断夯实，以强劲的产品力、渠道优化迭代目标消费人群，品牌势能持续提升。尽管 2022 冬季 11-12 月受疫情影响线下承压，1 月以来羽绒服需求显著复苏，预计收入仍将保持稳健增长，盈利能力稳步提升。预计 FY23E 至 FY25E 营收分别为 178.7/207.1/238.9 亿元，同比+10.2%/+15.9%/+15.3%；归母净利润分别为 22.9/27.3/32.0 亿元，同比+11.0%/+19.3%/+17.0%。维持买入评级，目标价 5.7 港元，对应 24E 财年的 PE 约 19 倍。

人民币百万元	FY2021	FY2022	FY23E	FY24E	FY25E
营业额	13,517	16,214	17,867	20,714	23,889
同比增长 (%)	10.9%	20.0%	10.2%	15.9%	15.3%
毛利率	58.6%	60.1%	60.2%	60.5%	60.9%
归母净利润	1,710	2,062	2,289	2,732	3,197
同比增长 (%)	42.1%	20.6%	11.0%	19.3%	17.0%
归母净利润率	12.6%	12.7%	12.8%	13.2%	13.4%
每股盈利 (元)	0.16	0.19	0.21	0.25	0.29
PE@4.48HKD	23.0	19.2	17.4	14.6	12.5

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

线下消费复苏，春节旺季需求旺盛，2023 开年动销表现回暖：

随着 2023 年 1 月以来居民出行恢复及线下客流回暖，线下消费复苏，节前及春节旺季羽绒服需求旺盛。根据国家税务局增值税发票数据，今年春节假期（除夕至初六），全国消费相关行业销售收入同比增长 12.2%。受益于旺盛的羽绒服消费需求，预计波司登主品牌 1 月零售额同比增长约 30%，预计春节期间零售额同比增 4 成以上，折扣和库存维持优秀管控。尽管 22 年 11-12 月居民出行及线下销售受到疫情压力影响，22 年双十二期间波司登主品牌线上仍录得了同比 80% 的零售额增幅，双十二于天猫/京东平台均录得男装/女装类目排名第一，抖音平台录得全服饰品牌单店排名第一。

图 1：23 元旦较 22 圣诞全国购物中心客流显著恢复 图 2：波司登 2022 年双十二战报



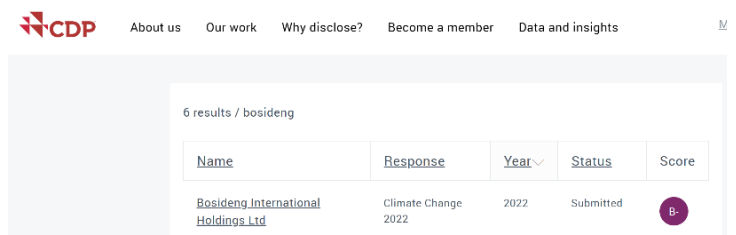
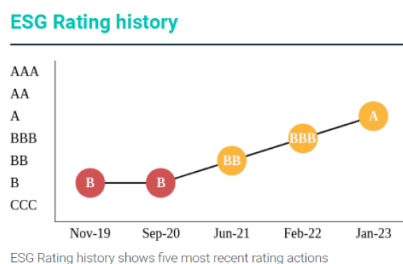
资料来源：汇客云、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：官方公众号、国元证券经纪（香港）整理

公司 MSCI ESG 评级进一步提升至 A，CDP 首次参评获优秀成绩，品牌国际声誉提升：

2023 年 1 月，公司 MSCI ESG 评级进一步提升至 A。2020 年至 2023 年，由于公司在产品品质、供应链、员工福祉及社会责任、绿色可持续发展等方面的努力，公司 ESG 评级实现了逐年稳步提升，在中国品牌服装行业中处于优秀水平。同时，2022 年公司首次参与填报全球环境信息研究中心(CDP)并在气候变化领域获得 B-的优秀成绩，位列中国纺织成衣业第一，体现了公司绿色发展、可持续时尚的发展优势。

图 3：波司登 ESG 评级进一步提升至 A（23 年 1 月） 图 4：波司登首次参评 CDP，获 B-评级



资料来源：MSCI、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：全球环境信息研究中心(CDP)、国元证券经纪（香港）整理

维持买入评级，目标价 5.7 港元：

我们的观点：波司登品牌在中高端羽绒服领域具备强劲竞争优势，产品开发及供应链内功不断夯实，以强劲的产品力、渠道优化迭代目标消费人群，品牌势能持续提升。尽管 2022 冬季 11-12 月受疫情影响线下承压，1 月以来羽绒服需求显著复苏，预计收入仍将保持稳健增长，盈利能力稳步提升。预计 FY23E 至 FY25E 营收分别为 178.7/207.1/238.9 亿元，同比+10.2%/+15.9%/+15.3%；归母净利润分别为 22.9/27.3/32.0 亿元，同比+11.0%/+19.3%/+17.0%。维持买入评级，目标价 5.7 港元，对应 24E 财年的 PE 约 19 倍。

风险提示：

新品推广不及预期、行业竞争格局恶化、疫情反复等。

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	15,772	17,171	18,759
现金	1,771	2,503	3,283	4,029	4,805
应收账款	2,044	2,518	2,555	2,900	3,344
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	22,594	24,287	26,190
流动负债	5,442	6,610	7,343	8,350	9,450
短期借款	671	934	1,074	1,235	1,420
应付账款	4,012	4,778	5,332	6,136	7,008
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	9,799	10,814	11,923
股本	1	1	1	1	1
储备	11,068	12,192	12,765	13,448	14,247
少数股东权益	182	33	29	25	19
归属于母公司的所有者权益	11,069	12,193	12,765	13,448	14,248
负债及权益合计	18,956	21,284	22,594	24,287	26,190

现金流量表

会计年度	FY2021	FY2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,705	2,059	2,285	2,727	3,191
折旧摊销	809	893	807	861	918
利息收入	-1	47	108	122	96
资产减值损失	46	40	0	0	0
营运资金变动	425	-162	296	151	61
其它	149	-206	-108	-122	-96
经营活动现金流	3,133	2,670	3,388	3,738	4,171
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	-1,569	-1,879	-2,204
现金净增加额	-1,822	752	780	746	776
现金期初金额	3,639	1,771	2,502	3,283	4,029
现金期末金额	1,771	2,502	3,283	4,029	4,805

利润表

单位：百万元

会计年度	FY2021	FY2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	13,517	16,214	17,867	20,714	23,889
营业成本	-5,592	-6,476	-7,109	-8,182	-9,344
毛利	7,924	9,737	10,758	12,532	14,544
销售费用	-4,807	-6,171	-6,700	-7,706	-8,863
管理费用	-1,026	-1,203	-1,322	-1,512	-1,720
商誉减值损失	-46	-40	-40	-40	-40
营业利润	2,225	2,569	2,939	3,515	4,158
财务收入/(费用)净额	18	117	108	122	96
除税前溢利	2,242	2,672	3,047	3,636	4,255
所得税	-537	-613	-762	-909	-1,064
净利润	1,710	2,062	2,289	2,732	3,197
少数股东损益	-5	-4	-4	-5	-6
归属于母公司净利	1,710	2,062	2,289	2,732	3,197
EPS (元)	0.16	0.19	0.21	0.25	0.29

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%	10.2%	15.9%	15.3%
营业利润yoy	39.2%	15.5%	14.4%	19.6%	18.3%
归母净利润yoy	42.1%	20.6%	11.0%	19.3%	17.0%
盈利能力					
毛利率	58.6%	60.1%	60.2%	60.5%	60.9%
净利率	12.6%	12.7%	12.8%	13.2%	13.4%
归母净利率	12.6%	12.7%	12.8%	13.2%	13.4%
ROE	15.2%	16.8%	17.9%	20.2%	22.4%

偿债能力

资产负债率	40.6%	42.6%	43.4%	44.5%	45.5%
负债权益比	6.0%	7.6%	8.4%	9.2%	10.0%
流动比率	2.4	2.2	2.1	2.1	2.0
速动比率	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6

营运能力

存货周转天数	175	150	144	137	133
应收帐款天数	28	24	25	23	22

每股资料 (元)

每股收益	0.16	0.19	0.21	0.25	0.29
每股净资产	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3

估值比率

PE@4.48HKD	23.0	19.2	17.4	14.6	12.5
PB	4.3	4.0	3.8	3.6	3.4

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。本报告清晰准确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>