

**买入**
**ESG 再获 A 评级，冷冬及品类拓宽下动销强劲**
**波司登 (3998.HK)**

2024-1-24 星期三

### 投资要点

目标价：**4.30 港元**  
 现价：**3.37 港元**  
 预计升幅：**27.6%**

### 重要数据

日期	2024/1/23
收盘价 (港元)	3.37
总股本 (亿股)	109.0
总市值 (亿港元)	367.6
净资产 (亿港元)	132.2
总资产 (亿港元)	257.0
52 周高低 (港元)	4.69/ 2.83
每股净资产 (港元)	1.22

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### 主要股东

康博投资有限公司	26.01%
盛天创投有限公司	18.34%
盈新国际投资有限公司	15.73%

### 相关报告

波司登 (3998.HK) 更新报告: 中报超预期, 防晒及轻薄羽绒有效拓宽销售周期  
 -20231201

### 研究部

姓名: 何丽敏  
 SFC: BTG784  
 电话: 0755-82846267  
 Email: helm@gyzq.com.hk

#### ➤ 品类拓宽+渠道优化+寒潮催化多重发力，旺季动销出色：

产品方面，新一代轻薄羽绒服有效拉长销售周期和地域，预计轻薄羽收入贡献有望提升单位数至 15-20%；户外需求旺盛下，波司登户外系列羽绒较同档次户外品牌具备显著性价比及品质优势，预计户外冬羽绒占比亦显著提升。拆分量价，预计销量提升为主要贡献，在较好的售罄和较轻的折扣下，预计冬羽绒均价维持稳定。

渠道方面，公司夯实单店模型打造，打造生意标杆、分层级分店态精细化运营，预计单店增长是销售增长的主要贡献。公司从主品牌的 3000+ 个门店中筛选出 500 个 Top 门店，助力门店效率提升，并成为主力生意来源和标杆。根据通联数据，波司登主品牌 23 年 11-12 月在京东/天猫淘宝/抖音平台销售额同比增 47%/37%/172%。

#### ➤ 上调 FY24 全年盈利预测：

得益于出色的旺季动销，我们预计 FY24 全年品牌羽绒服业务/OEM 业务收入分别增 2 成/增中双位数；考虑到主品牌冬装毛利率相对高，旺季动销强劲，尽管 FY24H1 主品牌毛利率因防晒服销售占比提升而有所下滑，但预计 FY24 全年主品牌及集团毛利率将保持稳定；正向经营杠杆将有助利润释放。

#### ➤ 公司 MSCI ESG 维持 A 评级，品牌国际声誉提升：

24 年 1 月波司登集团获 MSCI ESG A 评级，为中国品牌纺织服装企业最佳评级。此前于 2023 年 1 月，公司 MSCI ESG 评级由 BBB 级提升至 A 评级。于 2023 年，集团提出波司登的可持续时尚理念，积极提高运营及供应链的能源效率、提升可再生电力的使用规模、扩大环境友好型面料的使用。

#### ➤ 维持买入评级，目标价 4.30 港元：

**我们的观点：**公司品牌羽绒服基本面稳固，波司登主品牌在 1,000-4,000 元区间具备显著的领先优势，并持续修炼供应链和渠道内功，以专业功能性和时尚性夯实品牌定位。预计 FY24E 至 FY26E 营收分别为 202.1/231.8/264.1 亿元，同比+20.5%/+14.7%/+13.9%；归母净利润分别为 27.1/31.2/35.7 亿元，同比+26.7%/+15.3%/+14.3%。维持买入评级，目标价 4.30 港元，对应 24E 财年的 PE 约 16 倍。

人民币百万元	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
营业额	16,214	16,774	20,209	23,178	26,407
同比增长 (%)	20.0%	3.5%	20.5%	14.7%	13.9%
毛利率	60.1%	59.5%	59.8%	59.9%	60.0%
归母净利润	2,062	2,139	2,709	3,124	3,570
同比增长 (%)	20.6%	3.7%	26.7%	15.3%	14.3%
归母净利润率	12.7%	12.7%	13.4%	13.5%	13.5%
每股盈利 (元)	0.19	0.20	0.25	0.29	0.33
PE@3.37HKD	16.2	15.6	12.4	10.7	9.4

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 预测

## 报告正文

### ➤ 品类拓宽+渠道优化+寒潮催化多重发力，旺季动销出色：

产品方面，新一代轻薄羽绒服有效拉长销售周期和地域，预计轻薄羽收入贡献有望提升单位数至 15-20%；户外需求旺盛下，波司登户外系列羽绒较同档次户外品牌具备显著性价比及品质优势，预计户外冬羽绒占比亦显著提升。拆分量价，预计销量提升为主要贡献，在较好的售罄和较轻的折扣下，预计冬羽绒均价维持稳定。

渠道方面，公司夯实单店模型打造，打造生意标杆、分层级分店态精细化运营，预计单店增长是销售增长的主要贡献。公司从主品牌的 3000+个门店中筛选出 500 个 Top 门店，助力门店效率提升，并成为主力生意来源和标杆。根据通联数据，波司登主品牌 23 年 11-12 月在京东/天猫淘宝/抖音平台销售额同比增 47%/ 37%/ 172%。

### ➤ 上调 FY24 全年盈利预测：

得益于出色的旺季动销，我们预计 FY24 全年品牌羽绒服业务/ OEM 业务收入分别增 2 成/ 增中双位数；考虑到主品牌冬装毛利率相对高，旺季动销强劲，尽管 FY24H1 主品牌毛利率因防晒服销售占比提升而有所下滑，但预计 FY24 全年主品牌及集团毛利率将保持稳定；正向经营杠杆将有助利润释放。

### ➤ 公司 MSCI ESG 维持 A 评级，品牌国际声誉提升：

24 年 1 月波司登集团获 MSCI ESG A 评级，为中国品牌纺织服装企业最佳评级。此前于 2023 年 1 月，公司 MSCI ESG 评级由 BBB 级提升至 A 评级。于 2023 年，集团提出波司登的可持续时尚理念，积极提高运营及供应链的能源效率、提升可再生电力的使用规模、扩大环境友好型面料的使用。

**表 1：波司登集团分部收入预测（FY24E）**

摘要	年度					
单位：百万元人民币	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY24E	
<b>品牌羽绒服</b>	<b>9,513</b>	<b>10,889</b>	<b>13,223</b>	<b>13,575</b>	<b>16,523</b>	
yoy	23%	14%	21%	3%	21.7%	
占总收入	78%	81%	82%	81%	82%	
波司登品牌	8,403	9,994	11,618	11,763	14,257	
yoy	23%	19%	16%	1%	21%	
占品牌羽绒服之比	88%	92%	88%	87%	86%	
雪中飞品牌	498	552	974	1,222	1,588	
yoy	38%	11%	77%	25%	30%	
冰洁品牌	206	147	235	126	144	
<b>OEM</b>	<b>1,611</b>	<b>1,536</b>	<b>1,901</b>	<b>2,294</b>	<b>2,673</b>	
yoy	18%	-5%	24%	21%	16.5%	
占总收入	13%	11%	12%	14%	13%	
女装	983	947	904	703	780	
yoy	-18%	-4%	-5%	-22%	11.0%	
多元化	84	145	186	203	233	
yoy	-46%	73%	28%	9%	15.0%	
<b>总收入</b>	<b>12,191</b>	<b>13,517</b>	<b>16,214</b>	<b>16,774</b>	<b>20,209</b>	
yoy	17%	11%	20%	3%	20.5%	

资料来源：国元证券经纪（香港）整理

**维持买入评级，目标价 4.30 港元：**

**我们的观点：**公司品牌羽绒服基本面稳固，波司登主品牌在 1,000-4,000 元区间具备显著的领先优势，并持续修炼供应链和渠道内功，以专业功能性和时尚性夯实品牌定位。预计 FY24E 至 FY26E 营收分别为 202.1/ 231.8/ 264.1 亿元，同比+20.5%/ +14.7%/ +13.9%；归母净利润分别为 27.1 / 31.2/ 35.7 亿元，同比+26.7%/ +15.3%/ +14.3%。维持买入评级，目标价 4.30 港元，对应 24E 财年的 PE 约 16 倍。

**风险提示：**

宏观环境波动导致消费承压、行业竞争格局恶化、异常气候影响销售节奏、新品推广不及预期、原材料价格大幅波动。

## 财务报表摘要

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
<b>流动资产</b>	<b>14,737</b>	<b>14,722</b>	<b>16,926</b>	<b>18,357</b>	<b>19,959</b>
现金	2,503	3,718	5,080	5,745	6,483
应收账款	2,518	2,278	2,829	3,245	3,697
应收关联方款项	200	143	146	149	152
存货	2,688	2,689	2,966	3,292	3,673
其他	6,828	5,893	5,905	5,926	5,955
<b>非流动资产</b>	<b>6,547</b>	<b>6,221</b>	<b>6,484</b>	<b>6,767</b>	<b>7,069</b>
物业、厂房及设备	1,758	1,728	1,883	2,053	2,237
预付租金	13	5	5	5	5
递延税项资产	611	649	682	716	751
无形资产	1,496	1,342	1,369	1,397	1,424
其他	2,668	2,496	2,545	2,596	2,650
<b>资产总计</b>	<b>21,284</b>	<b>20,943</b>	<b>23,410</b>	<b>25,123</b>	<b>27,028</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,610</b>	<b>6,054</b>	<b>7,950</b>	<b>9,005</b>	<b>10,159</b>
短期借款	934	770	886	1,019	1,172
应付账款	4,778	4,346	6,086	6,964	7,920
应交税费	620	669	702	738	774
其他	278	268	276	284	292
<b>非流动负债</b>	<b>2,447</b>	<b>2,284</b>	<b>2,292</b>	<b>2,299</b>	<b>2,307</b>
长期借款	0	0	0	0	0
递延税项负债	166	142	150	157	165
其他	54	13	13	13	13
<b>负债合计</b>	<b>9,057</b>	<b>8,338</b>	<b>10,242</b>	<b>11,304</b>	<b>12,465</b>
股本	1	1	1	1	1
储备	12,192	12,546	13,088	13,713	14,427
少数股东权益	33	57	80	106	135
归属于母公司的所有者权益	12,193	12,547	13,089	13,714	14,428
<b>负债及权益合计</b>	<b>21,284</b>	<b>20,943</b>	<b>23,410</b>	<b>25,123</b>	<b>27,028</b>

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
<b>净利润</b>	<b>2,059</b>	<b>2,156</b>	<b>2,732</b>	<b>3,150</b>	<b>3,599</b>
折旧摊销	893	949	745	796	850
利息收入	47	40	101	116	132
资产减值损失	40	118	0	0	0
营运资金变动	-162	26	917	143	129
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,670</b>	<b>3,051</b>	<b>4,394</b>	<b>4,088</b>	<b>4,579</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-686</b>	<b>617</b>	<b>-989</b>	<b>-1,065</b>	<b>-1,146</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,233</b>	<b>-2,493</b>	<b>-2,044</b>	<b>-2,358</b>	<b>-2,695</b>
现金净增加额	752	1,174	1,362	665	738
现金期初金额	1,771	2,502	3,718	5,080	5,745
现金期末金额	2,502	3,718	5,080	5,745	6,483

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
<b>营业收入</b>	<b>16,214</b>	<b>16,774</b>	<b>20,209</b>	<b>23,178</b>	<b>26,407</b>
营业成本	-6,476	-6,798	-8,114	-9,286	-10,560
毛利	9,737	9,976	12,095	13,892	15,847
销售费用	-6,171	-6,125	-7,336	-8,390	-9,559
管理费用	-1,203	-1,204	-1,445	-1,646	-1,848
商誉减值损失	-40	-118	-40	-40	-40
<b>营业利润</b>	<b>2,569</b>	<b>2,826</b>	<b>3,564</b>	<b>4,106</b>	<b>4,689</b>
财务收入/(费用)净额	117	83	101	116	132
<b>除税前溢利</b>	<b>2,672</b>	<b>2,887</b>	<b>3,643</b>	<b>4,200</b>	<b>4,799</b>
所得税	-613	-731	-911	-1,050	-1,200
净利润	2,062	2,139	2,709	3,124	3,570
少数股东损益	-4	18	23	26	29
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,062</b>	<b>2,139</b>	<b>2,709</b>	<b>3,124</b>	<b>3,570</b>
EPS (元)	0.19	0.20	0.25	0.29	0.33

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
<b>成长性</b>					
营业收入yoy	20.0%	3.5%	20.5%	14.7%	13.9%
营业利润yoy	15.5%	10.0%	26.1%	15.2%	14.2%
归母净利润yoy	20.6%	3.7%	26.7%	15.3%	14.3%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	60.1%	59.5%	59.8%	59.9%	60.0%
净利率	12.7%	12.7%	13.4%	13.5%	13.5%
归母净利率	12.7%	12.7%	13.4%	13.5%	13.5%
ROE	16.8%	17.1%	20.7%	22.8%	24.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.6%	39.8%	43.7%	45.0%	46.1%
负债权益比	7.6%	6.1%	6.7%	7.4%	8.0%
流动比率	2.2	2.4	2.1	2.0	2.0
速动比率	1.8	2.0	1.8	1.7	1.6
<b>营运能力</b>					
存货周转天数	150	144	127	123	120
应收帐款天数	24	23	20	22	22
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.19	0.20	0.25	0.29	0.33
每股净资产	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
<b>估值比率</b>					
PE@3.37HKD	16.2	15.6	12.4	10.7	9.4
PB	3.0	2.9	2.8	2.7	2.5

# 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>