

买入

中报超预期，防晒及轻薄羽绒有效拓宽销售周期

波司登 (3998.HK)

2023-12-01 星期五

投资要点

目标价：**4.30 港元**
 现价：3.28 港元
 预计升幅：31.1%

➤ **FY24H1 业绩高于预期，收入/归母净利润分别+21%/+25%，深耕功能性品类拓宽销售周期，防晒和轻薄等动销强劲，折扣有效控制：**

中报集团收入同比+21%至 74.7 亿元，毛利率持平至 50.0%，归母净利润率同比+0.4pp 至 12.3%。销售/管理费用率分别+0.9pp/-0.7pp 至 27.2%/7.8%。
各业务板块：①品牌羽绒服营收同比+28.1%至 49.4 亿元。其中主品牌营收同比+25.5%至 44.2 亿元；雪中飞营收同比+52.2%至 2.6 亿元；处于调整期的冰洁营收同比-65%至 0.1 亿元。②OEM 营收同比+8%至 20.43 亿元。

重要数据

日期	2023/11/31
收盘价 (港元)	3.28
总股本 (亿股)	109.0
总市值 (亿港元)	357.7
净资产 (亿港元)	132.2
总资产 (亿港元)	257.0
52 周高低 (港元)	4.48/ 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

毛利率方面，FY24H1 品牌羽绒服毛利率 yoy-2.4pp 至 65.4%，其中主品牌/雪中飞分别-1.1pp/-2.3pp 至 65.4%/44.1%。FY24H1 品牌羽绒服毛利率下滑，因主品牌期内防晒服销售占比提升、雪中飞所在的大众市场竞争激烈。

分渠道，FY24H1 品牌羽绒服自营/经销渠道收入同比分别+36%/+21%。

我们的观点：(1) 看好品牌羽绒服旺季表现，预计 FY24 全年品牌羽绒服收入 yoy+16%，毛利率有望维持稳定。原因：22 年冬季疫情下低基数，去年公司回购部分经销库存。23 旺季轻装上阵，折扣在同业中维持优秀(23 年 11.11 综合折扣 8 折以上)。波司登品牌在消费分化趋势下，通过冲锋衣、登峰系列等功能性产品巩固专业专家形象，在核心消费客群中品牌力强。(2) 预计 OEM 全年收入增速有望达中高双位数。FY24H2 的 OEM 收入增速有望环比加速，原因是品牌方增加了快反要求，出货节奏将较以往更集中于旺季。

主要股东

盈新国际投资有限公司	33.20%
康博投资有限公司	26.01%
豪威企业有限公司	5.61%

➤ **新 3 年 CAGR 目标积极进取，深耕功能性品类拓宽销售周期，聚焦 Top 店效率提升，以雪中飞/博格纳拓展不同市场：**

公司提出了新三年复合增长高于前五年的目标 (FY18-FY23 收入 CAGR 为 13.6%)，未来将聚焦主航道和主品牌，同时以雪中飞/博格纳品牌分别覆盖大众市场和奢华时尚功能羽绒服市场。增长策略方面，将通过夯实专业专家形象和心智，在羽绒服及功能品类创新，推进渠道分级及 Top 店建设，以数字化和流程标准化提升集团经营效率。

相关报告

波司登 (3998.HK) 更新报告：品牌羽绒服盈利能力稳健，库存健康，23 年轻装上阵-20230705

➤ **维持买入评级，目标价 4.30 港元：**

看好公司持续通过功能性产品及品类创新，延伸销售周期与空间，实现高质量增长。预计 FY24E 至 FY26E 营收分别为 195.3/ 225.2/ 257.7 亿元，同比 +16.4%/ +15.3%/ +14.5%；归母净利润分别为 26.1/ 30.4/ 35.0 亿元，同比 +22.1%/ +16.3%/ +15.1%。目标价对应 FY24E PE 约 16 倍。

人民币百万元	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	16,214	16,774	19,525	22,516	25,772
同比增长	20.0%	3.5%	16.4%	15.3%	14.5%
毛利率	60.1%	59.5%	59.6%	59.8%	60.0%
归母净利润	2,062	2,139	2,611	3,038	3,496
同比增长	20.6%	3.7%	22.1%	16.3%	15.1%
每股盈利(元)	0.19	0.20	0.24	0.28	0.32
PE@3.28HKD	15.8	15.1	12.5	10.7	9.3

数据来源：wind、公司年报、国元证券经纪（香港）预测

研究部

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

报告正文

FY24H1 业绩高于预期，收入/归母净利润分别+21%/+25%，深耕功能性品类拓宽销售周期，防晒和轻薄等动销强劲，折扣有效控制：

中报集团收入同比+21%至 74.7 亿元，毛利率持平至 50.0%，归母净利润率同比+0.4pp 至 12.3%。销售/管理费用率分别+0.9pp/-0.7pp 至 27.2%/ 7.8%。

各业务板块：①品牌羽绒服营收同比+28.1%至 49.4 亿元。其中主品牌营收同比+25.5%至 44.2 亿元；雪中飞营收同比+52.2%至 2.6 亿元；处于调整期的冰洁营收同比-65%至 0.1 亿元。②OEM 营收同比+8%至 20.43 亿元。

毛利率方面：FY24H1 品牌羽绒服毛利率 yoy-2.4pp 至 65.4%，其中主品牌/雪中飞分别-1.1pp/-2.3pp 至 65.4%/ 44.1%。FY24H1 品牌羽绒服毛利率下滑，因主品牌期内防晒服销售占比提升、雪中飞所在的大众市场竞争激烈。

分渠道：FY24H1 品牌羽绒服自营/经销渠道收入同比分别+36%/+21%。

我们的观点：(1)看好品牌羽绒服旺季表现，预计 FY24 全年品牌羽绒服收入 yoy+16%，毛利率有望维持稳定。**原因：**22 年冬季疫情下低基数，去年公司回购部分经销库存。23 旺季轻装上阵，折扣在同业中维持优秀（23 年 11.11 综合折扣 8 折以上）。波司登品牌在消费分化趋势下，通过冲锋衣、登峰系列等功能性产品巩固专业专家形象，在核心消费客群中品牌力强。(2)预计 OEM 全年收入增速有望达中高双位数。FY24H2 的 OEM 收入增速有望环比加速，原因是品牌方增加了快反要求，出货节奏将较以往更集中于旺季。

新 3 年 CAGR 目标积极进取，深耕功能性品类拓宽销售周期，聚焦 Top 店效率提升，以雪中飞/博格纳拓展不同市场：

产品方面，公司近 2 年开发防晒服、轻薄羽绒服（包含冲锋衣）等新品类，成功拓宽了销售周期和空间。以主品牌为例，FY24H1 防晒服销售额从去年同期的 9000+万大幅提升至 5 亿元；轻薄羽绒服在羽绒板块中的销售占比在 FY23 占 15%，预计今年有望在此基础上提升单位数的占比。**渠道方面，**公司从主品牌的 3000+个门店中，筛选出 500 个 Top 门店，将其标为品牌 Top 城市 Top/ 区域 Top/ 生意 Top 四类。未来在整体盘面上，分层级和分店态运营，精细化运营 Top 门店并打造生意标杆，做实单店经营。

公司提出了新三年复合增长高于前五年的目标（FY18-FY23 收入 CAGR 为 13.6%）。未来将聚焦主航道和主品牌，同时以雪中飞/博格纳品牌分别覆盖大众市场和奢华时尚功能羽绒服市场。增长策略方面，公司将通过夯实专业专家形象和心智，在羽绒服及功能品类创新，推进渠道分级及 Top 店建设，数字化和流程标准化提升经营效率。

表 1：波司登集团收入拆分

摘要 单位：百万元人民币	年度				上半财年				
	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY20H1	FY21H1	FY22H1	FY23H1	FY24H1
品牌羽绒服	9,513	10,889	13,223	13,575	2,533	2,989	3,501	3,857	4,940
yoy	23%	14%	21%	3%	43%	18%	17%	10%	28%
占总收入	78%	81%	82%	81%	57%	64%	65%	62%	66%
波司登品牌	8,403	9,994	11,618	11,763	2,277	2,726	3,256	3,522	4,421
yoy	23%	19%	16%	1%	46%	20%	19%	8%	26%
占品牌羽绒服之比	88%	92%	88%	87%	90%	91%	93%	91%	89%
雪中飞品牌	498	552	974	1,222	98	103	135	174	265
yoy	38%	11%	77%	25%	19%	5%	31%	29%	52%
冰洁品牌	206	147	235	126	106	109	33	37	13
OEM	1,611	1,536	1,901	2,294	1,349	1,229	1,428	1,895	2,043
yoy	18%	-5%	24%	21%	22%	-9%	16%	33%	8%
占总收入	13%	11%	12%	14%	30%	26%	26%	31%	27%
女装	983	947	904	703	506	412	416	340	393
yoy	-18%	-4%	-5%	-22%	-6%	-18%	1%	-18%	15%
多元化	84	145	186	203	49	31	72	88	96
yoy	-46%	73%	28%	9%	87%	-36%	129%	22%	10%
总收入	12,191	13,517	16,214	16,774	4,436	4,661	5,417	6,180	7,472
yoy	17%	11%	20%	3%	29%	5%	16%	14%	21%

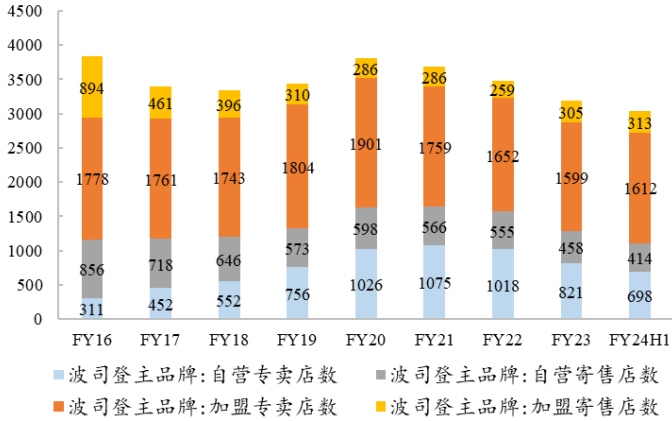
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

表 2：波司登集团财务指标

摘要 单位：百万元人民币	年度				上半财年				
	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY20H1	FY21H1	FY22H1	FY23H1	FY24H1
毛利率	55.0%	58.6%	60.1%	59.5%	43.5%	47.8%	50.7%	50.0%	50.0%
品牌羽绒服	59.8%	63.7%	65.7%	66.2%	52.9%	56.4%	61.4%	63.6%	61.2%
波司登品牌	63.4%	66.2%	69.4%	70.8%	54.2%	57.1%	62.6%	66.5%	65.4%
雪中飞品牌	40.8%	38.9%	47.3%	46.0%	44.1%	42.4%	49.4%	46.4%	44.1%
冰洁品牌	34.2%	35.2%	24.8%	33.6%	46.6%	45.7%	20.6%	25.8%	26.7%
OEM	18.5%	19.6%	18.6%	19.9%	14.3%	18.1%	19.1%	20.4%	20.4%
女装	74.4%	72.6%	72.4%	68.6%	76.8%	73.6%	73.6%	66.2%	67.7%
多元化	-16.4%	0.1%	25.7%	25.7%	14.7%	49.3%	28.2%	26.9%	26.3%
销售费用率	35.1%	35.6%	38.1%	36.5%	25.2%	25.9%	29.8%	26.3%	27.2%
管理费用率	7.0%	7.6%	7.4%	7.2%	7.6%	8.4%	8.4%	8.5%	7.8%
归母净利润	1,203	1,710	2,062	2,139	343	486	638	734	919
yoy	23%	42%	21%	4%	36%	42%	31%	15%	25%
归母净利润率	9.9%	12.6%	12.7%	12.7%	7.7%	10.4%	11.8%	11.9%	12.3%
存货周转天数	155	175	150	144	172	200	212	181	160
应收周转天数	33	28	24	23	86	98	76	84	64
应付周转天数	101	140	162	171	110	188	247	243	219

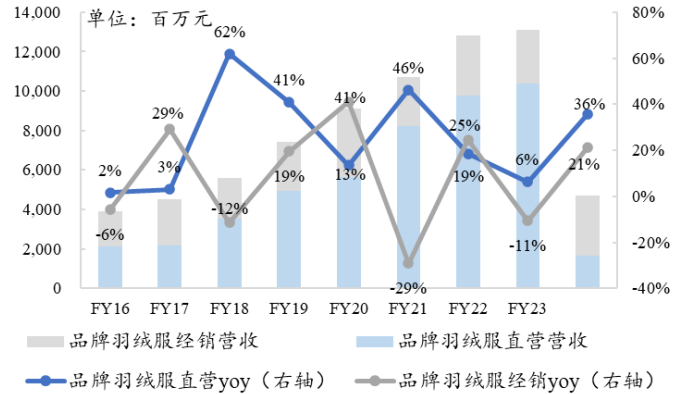
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 1：波司登主品牌线下渠道专卖店数变动



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：品牌羽绒服业务分渠道营收变动



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

维持买入评级，目标价 4.30 港元：

看好公司持续通过功能性产品及品类创新，延伸销售周期与空间，实现高质量增长。预计 FY24E 至 FY26E 营收分别为 195.3/ 225.2/ 257.7 亿元，同比+16.4%/ +15.3%/ +14.5%；归母净利润分别为 26.1/ 30.4/ 35.0 亿元，同比+22.1%/ +16.3%/ +15.1%。目标价对应 FY24E 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

资产负债表

单位：百万元

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
流动资产	14,737	14,722	16,741	18,145	19,714
现金	2,503	3,718	4,991	5,626	6,327
应收账款	2,518	2,278	2,734	3,152	3,608
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
非流动资产	6,547	6,221	6,484	6,767	7,069
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
资产总计	21,284	20,943	23,226	24,912	26,783
流动负债	6,610	6,054	7,786	8,832	9,967
短期借款	934	770	886	1,019	1,172
应付账款	4,778	4,346	5,922	6,791	7,728
应交税费	620	669	702	738	774
其他	278	268	276	284	292
非流动负债	2,447	2,284	2,292	2,299	2,307
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
负债合计	9,057	8,338	10,078	11,131	12,274
股本	1	1	1	1	1
储备	12,192	12,546	13,068	13,676	14,375
少数股东权益	33	57	79	104	133
归属于母公司的所有者权益	12,193	12,547	13,069	13,677	14,376
负债及权益合计	21,284	20,943	23,226	24,912	26,783

现金流量表

单位：百万元

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
净利润	2,059	2,156	2,633	3,063	3,525
折旧摊销	893	949	745	796	850
利息收入	47	40	117	113	129
资产减值损失	40	118	0	0	0
营运资金变动	-162	26	848	131	106
经营活动现金流	2,670	3,051	4,226	3,989	4,482
投资活动现金流	-686	617	-989	-1,065	-1,146
筹资活动现金流	-1,233	-2,493	-1,965	-2,289	-2,636
现金净增加额	752	1,174	1,273	636	701
现金期初金额	1,771	2,502	3,718	4,991	5,626
现金期末金额	2,502	3,718	4,991	5,626	6,327

利润表

单位：百万元

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	16,214	16,774	19,525	22,516	25,772
营业成本	-6,476	-6,798	-7,895	-9,055	-10,304
毛利	9,737	9,976	11,630	13,461	15,468
销售费用	-6,171	-6,125	-7,088	-8,151	-9,329
管理费用	-1,203	-1,204	-1,386	-1,576	-1,804
商誉减值损失	-40	-118	-40	-40	-40
营业利润	2,569	2,826	3,415	3,993	4,594
财务收入/(费用)净额	117	83	117	113	129
除税前溢利	2,672	2,887	3,510	4,084	4,700
所得税	-613	-731	-878	-1,021	-1,175
净利润	2,062	2,139	2,611	3,038	3,496
少数股东损益	-4	18	22	25	29
归属于母公司净利润	2,062	2,139	2,611	3,038	3,496
EPS (元)	0.19	0.20	0.24	0.28	0.32

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
成长性					
营业收入yoy	20.0%	3.5%	16.4%	15.3%	14.5%
营业利润yoy	15.5%	10.0%	20.8%	16.9%	15.0%
归母净利润yoy	20.6%	3.7%	22.1%	16.3%	15.1%
盈利能力					
毛利率	60.1%	59.5%	59.6%	59.8%	60.0%
净利率	12.7%	12.7%	13.4%	13.5%	13.6%
归母净利率	12.7%	12.7%	13.4%	13.5%	13.6%
ROE	16.8%	17.1%	20.0%	22.2%	24.3%
偿债能力					
资产负债率	42.6%	39.8%	43.4%	44.7%	45.8%
负债权益比	7.6%	6.1%	6.7%	7.4%	8.1%
流动比率	2.2	2.4	2.2	2.1	2.0
速动比率	1.8	2.0	1.8	1.7	1.6
营运能力					
存货周转天数	150	144	131	126	123
应收帐款天数	24	23	20	22	22
每股资料 (元)					
每股收益	0.19	0.20	0.24	0.28	0.32
每股净资产	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
估值比率					
PE@3.28HKD	15.8	15.1	12.5	10.7	9.3
PB	2.9	2.8	2.7	2.6	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>