

03998.HK

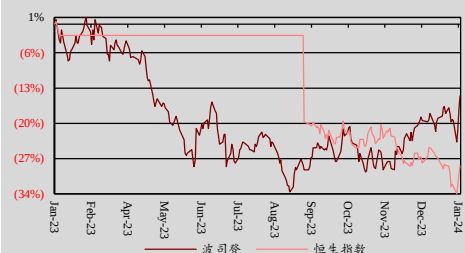
买入

原评级：买入

市场价格:港币 3.66

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	7.0	6.1	12.3	(17.0)
相对恒生指数	10.5	6.9	17.4	9.5

发行股数 (百万)	10,908.72
流通股 (百万)	10,908.72
总市值 (港币 百万)	39,925.92
3个月日均交易额 (港币 百万)	75.20
主要股东	
康博投资有限公司	26.0

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2024 年 1 月 25 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

纺织服饰:服装家纺

证券分析师: 郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

证券分析师: 杨雨钦

(8610)66229231

yuqin.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523070003

波司登

全渠道建设助力成长，寒潮带动旺季销售

公司坚持全渠道建设，线上销售保持快速增长，全国寒潮有望推动公司旺季销售，随着消费信心企稳叠加公司品牌建设持续推进，看好公司营收保持快速增长，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **寒潮有望带动旺季销售，全渠道建设助力公司快速成长。**公司持续优化渠道质量，通过打造标杆门店体系，将有效资源聚焦市场，优质门店单店效率持续提升。H1 末公司波司登品牌渠道数量 2310 家，同比减少 243 家，主要系公司进行门店优化调整。自 23Q4 到近期全国经历多轮寒潮，促进户外及极寒等系列羽绒服产品销量进一步提升，旺季销售额有望实现加速增长。线上方面公司持续聚焦线上平台经营能力，强化老会员体验和有效拓客。同时加强新兴渠道投入力度，通过直播、内容运营等实现品牌建设和创收。根据 Datayes 数据，2023 年 11/12 月公司天猫平台销售额同比分别增长 30.8%/27.5%，全渠道建设助力公司维持快速成长的趋势。
- **公司 MSCI ESG 评级维持 A 级，高质量经营持续推进。**国际权威评级机构 MSCI 于 2024 年 1 月发布公司 ESG 评级，维持公司 A 评级。公司在报告期内以产品质量为核心，发力原料质量把控、研发创新，较为准确地把握时尚化，多样化消费需求，公司成功开发新一代轻薄羽绒服，提升羽绒服多场景适用性，2023 年公司的产品市场退残率标准降低至低于 0.08%。同时公司坚持绿色低碳发展，提高能源利用效率，并在产品中应用更多环保面料。看好公司产品结构持续升级，经营质量持续优化。
- **产品矩阵持续优化，提质提效巩固优势。**公司坚持聚焦羽绒服主航道，当前已形成旺季羽绒服，淡季防晒服+轻薄系列的产品矩阵，新品有望持续推动营收增长。同时，公司不断优化渠道结构，开设高质量门店，品牌力有望持续提升，线上销售方面公司进一步提升效率，激发渠道潜能。在优质产品叠加高效运营下我们看好公司稳固龙头优势。

估值

- 当前股本下，考虑到公司全渠道销售快速增长，旺季有望形成催化，我们上调公司 FY2024-2026EPS 至 0.25/0.29/0.33 元，市盈率分别为 14/12/10 倍，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 新品销售不及预期、天气转暖影响新品销售、电商增长不及预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	16,214	16,774	20,227	23,118	26,175
增长率(%)	20.0	3.5	20.6	14.3	13.2
营业利润(人民币 百万)	2,569	2,826	3,529	4,093	4,678
增长率(%)	15.5	10.0	24.9	16.0	14.3
EBITDA(人民币 百万)	3,051	3,565	3,837	4,600	5,224
归母净利润(人民币 百万)	2,062	2,139	2,715	3,149	3,598
增长率(%)	20.6	3.7	27.0	15.9	14.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.19	0.20	0.25	0.29	0.33
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.24	0.28	0.33
变动幅度(%)			4.2	3.6	0.0
市盈率(倍)	17.7	17.1	13.5	11.6	10.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	16,214	16,774	20,227	23,118	26,175
营业成本	6,476	6,798	8,161	9,267	10,452
毛利	9,737	9,976	12,066	13,851	15,723
毛利率(%)	60	59	60	60	60
其他收入-经营	274	310	303	347	393
其他支出-经营	28	12	15	17	19
销售费用	6,171	6,125	7,383	8,438	9,554
管理费用	1,203	1,204	1,416	1,618	1,832
营业利润	2,569	2,826	3,529	4,093	4,678
财务收入/(费用)净额	(199)	83	100	115	130
利润总额	2,672	2,887	3,603	4,177	4,773
所得税	613	731	865	1,003	1,146
净利润(含少数股东权益)	2,059	2,156	2,738	3,175	3,628
少数股东损益	(4)	18	23	26	30
归母净利润	2,062	2,139	2,715	3,149	3,598
其他综合收益	119	(124)	(136)	(150)	(164)
综合收益总额	2,178	2,033	2,236	2,460	2,706
综合收益总额(少数股东)	(4)	18	20	22	24
综合收益总额(母公司)	2,181	2,015	2,217	2,438	2,682
研发费用	537	613	731	865	1,003
摊销	473	510	535	562	590
折旧	419	440	462	485	509
职工薪酬	1,716	1,840	2,024	2,226	2,449
EBITDA	3,051	3,565	3,837	4,600	5,224
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.19	0.20	0.25	0.29	0.33

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	14,737	14,722	14,977	15,628	16,417
货币资金	2,503	2,503	3,718	3,352	3,679
应收账款	1,237	923	1,219	1,380	1,313
存货	2,688	2,689	2,787	2,900	2,947
定期存款	124	1,296	1,296	1,296	1,296
其他流动资产	8,185	7,311	5,957	6,700	7,182
非流动资产	6,547	6,221	6,476	6,330	6,185
固定资产-物业,厂房及设备	1,758	1,728	1,780	1,586	1,388
无形资产及商誉	1,496	1,342	1,540	1,587	1,640
资产合计	21,284	20,943	21,453	21,958	22,601
流动负债	6,610	6,054	6,404	6,752	7,215
短期借款	934	770	924	1,109	1,331
应付账款及其他应付款项	4,778	4,346	4,476	4,565	4,726
应交税费	620	669	736	810	890
其他流动负债	278	268	268	268	268
非流动负债	2,447	2,284	2,308	2,308	2,308
可换股债券-非流动负债	1,600	1,603	1,603	1,603	1,603
递延税项负债-非流动负债	166	142	142	142	142
租赁-非流动负债	628	526	526	526	526
其他非流动负债	54	13	13	13	13
负债合计	9,057	8,338	8,713	9,060	9,524
股本	1	1	1	1	1
储备	12,192	12,546	12,682	12,839	13,019
少数股东权益	33	57	57	57	57
归属母公司股东权益	12,226	12,604	12,740	12,898	13,077
负债和股东权益合计	21,284	20,943	21,453	21,958	22,601

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,059	2,156	2,738	3,175	3,628
折旧摊销	893	949	997	1,047	1,099
营运资金变动	(162)	26	84	(105)	(194)
其他	(120)	(81)	(567)	(506)	(440)
经营活动现金流	2,670	3,051	3,252	3,611	4,093
资本支出	(577)	(508)	(534)	(560)	(588)
银行存款(增加)/减少	215	(1,322)	(1,322)	(1,322)	(1,322)
其他	(324)	2,447	2,687	2,688	2,685
投资活动现金流	(686)	617	832	806	775
借款所得款	507	1,165	1,223	1,346	1,480
已付股息(融资)	(1,309)	(1,722)	(1,808)	(1,898)	(1,993)
其他	(430)	(1,936)	(2,045)	(2,149)	(2,254)
筹资活动现金流	(1,232)	(2,493)	(2,629)	(2,701)	(2,767)
净现金流	752	1,174	1,454	1,715	2,101

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	20.0	3.5	20.6	14.3	13.2
营业利润增长率(%)	15.5	10.0	24.9	16.0	14.3
毛利增长率(%)	22.9	2.5	21.0	14.8	13.5
归母净利润增长率(%)	20.6	3.7	27.0	15.9	14.3
息税折旧前利润增长率(%)	16.8	7.6	19.9	13.6	12.4
EPS 增长率(%)	20.6	3.7	27.0	15.9	14.3
获利能力					
营业利润率(%)	16.5	17.2	17.8	18.1	18.2
毛利率(%)	60.1	59.5	59.7	59.9	60.1
归母净利润率(%)	12.7	12.7	13.4	13.6	13.7
ROA(%)	9.7	10.2	12.7	14.3	15.9
ROE(%)	16.9	17.0	21.3	24.4	27.5
偿债能力					
资产负债率(%)	42.6	39.8	40.6	41.3	42.1
负债权益比(%)	74.1	66.2	68.4	70.2	72.8
流动比率(%)	222.9	243.2	233.9	231.5	227.5
速动比率(%)	182.3	198.8	190.3	188.5	186.7
营业利润/流动负债(%)	39	47	55	61	65
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	1.0	1.1
存货周转率	2.4	2.5	3.0	3.3	3.6
应收账款周转率	15.3	15.5	18.0	17.0	18.5
应付账款周转率	3.7	4.6	3.7	3.7	3.8
费用率					
销售费用率(%)	38.1	36.5	36.5	36.5	36.5
管理费用率(%)	7.4	7.2	7.0	7.0	7.0
财务收入/(费用)率(%)	(1.2)	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
每股净资产(最新摊薄)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
每股营业收入(最新摊薄)	1.5	1.5	1.9	2.1	2.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	17.7	17.1	13.5	11.6	10.2
P/B(最新摊薄)	3.0	2.9	2.9	2.9	2.8
价格/现金流(倍)	13.7	12.0	11.3	10.1	8.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371