

2024 年 1 月 29 日

波司登 (3998. HK)

公司动态分析

证券研究报告

纺织服装

ESG 评级再获 A，寒冷气温催化业绩迸发

事件：近日，波司登再获 ESG A 级评级，同时近期气温下降也为公司的旺季销售增添动力。综合考虑，我们预测 2024-2026 财年 EPS 为 0.24/0.28/0.33 元，给予公司 2024 财年 18 倍 PE，目标价 4.70 港元，维持“买入”评级。

报告摘要

ESG 评级再获 A，坚定可持续发展 2023 年 1 月，MSCI 将波司登 ESG 评级从 BBB 提升至 A 级，今年波司登持续被国际评级机构评为 A 级，为中国品牌纺织服装企业最佳评级。作为中国最大的羽绒服企业，波司登积极响应国家高质量发展、共同富裕和“双碳”目标等重要战略，致力将 ESG 理念全面融入经营管理，打造可持续产业生态，推动企业实现高质量发展之路。集团主要围绕三个方向推动企业净零之旅：1) 提高自身运营和供应链中的能源效率；2) 扩大可再生电力在自身运营中的使用规模；3) 在产品中使用更多的环境友好型面料，最大限度减少产品全生命周期内对环境和社会的负面影响。集团设立了行业领先的 ESG 体系，将 ESG 评级标准纳入发展战略和日常运营，并将节能降碳、绿色发展作为企业重要战略，积极践行“可持续时尚”，为行业树立标杆。

持续优化渠道质量，并打造低碳门店 波司登重视渠道发展，近年来也在持续优化渠道质量。线下渠道方面，公司通过打造标杆门店（Top 店），把优质资源更多的集中在核心目标市场，并聚焦单店经营提质增效，提高门店运用效率。除了常规门店外，也有近 400 家旺季店，在省会城市的核心商圈销售当季流行的 Top 款产品，销售时间为 1 周到 3 个月不等，以更好提高销售业绩。截至 9 月 30 日，羽绒服业务门店数较上一财年末减少 110 家至 3313 家，其中自营净减少 193 家，经销净增加 83 家。线上渠道方面，2023 年双十一期间，波司登品牌以更轻的折扣实现正增长，男女装销量均位居前列，在电商疲软的大背景下仍逆势实现了高质量稳健增长。此外，公司还积极打造低碳门店，并成功于上海开设首间采用智能门店服务系统的全球体验店，其智能灯控、智能音控、环保回收服务均可有效降低门店运营能耗，实现智能减排。

投资建议：集团多年来持续聚焦核心业务羽绒服，其核心品牌波司登也是国民羽绒服第一品牌。近期羽绒服销售旺季已到来，随着气温持续下降，相信羽绒服的销售业绩也将更进一步。同时，随着核心业务稳健发展、运营质量与渠道效率持续优化、产品不断迭代创新，有望为公司带来收入与业绩的双增长。综合考虑，我们预测 2024-2026 财年 EPS 为 0.24/0.28/0.33 元，给予公司 2024 财年 18 倍 PE，目标价 4.70 港元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，消费需求疲软；气候变化使销售不及预期。

31/3 年结；RMB 百万	2021/22FY	2022/23FY	2023/24E	2024/25E	2025/26E
营业收入	16,214	16,774	20,132	23,369	26,499
增长率(%)	20.0%	3.5%	20.0%	16.1%	13.4%
净利润	2,062	2,139	2,680	3,171	3,652
增长率(%)	20.6%	3.7%	25.3%	18.3%	15.2%
毛利率(%)	60.1%	59.5%	59.5%	59.9%	60.1%
净利率(%)	12.7%	12.7%	13.3%	13.6%	13.8%
每股收益(元)	0.17	0.21	0.24	0.28	0.33
每股净资产(元)	1.11	1.13	1.19	1.26	1.35
市盈率	20.01	15.82	13.80	11.66	10.12
市净率	3.00	2.93	2.78	2.63	2.47
股息收益率(%)	4.50	4.83	5.44	6.43	7.41

资料来源：公司资料，安信国际预测

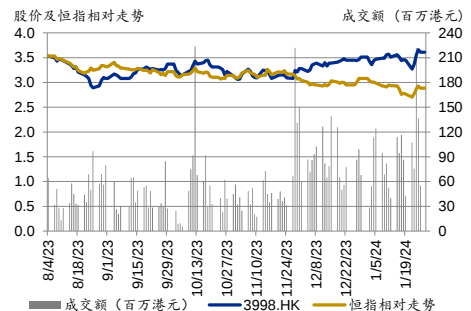
投资评级： 买入
目标价格： 4.70 港元
现价 (2024-1-29)： 3.61 港元

总市值(百万港元)	39,380.48
流通市值(百万港元)	39,380.48
总股本(百万股)	10,908.72
流通股本(百万股)	10,908.72
12 个月低/高(港元)	3.2/3.7
平均成交(百万港元)	76.19

股东结构

康博投资	26.13%
康博发展	18.43%
盈新国际	15.80%
豪威企业	5.64%
高德康	2.42%
其他	32.58%
总共	100.00%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.74	22.10	13.54
绝对收益	4.34	13.79	-16.15

数据来源：Wind、港交所、公司

杨怡然 消费行业分析师

+852-2213 1401

laurayang@eif.com.hk

附表：财务报表预测

利润表 (31/3 年结; RMB 百万)					
	2021/22FY	2022/23FY	2023/24E	2024/25E	2025/26E
收入	16,214	16,774	20,132	23,369	26,499
销售成本	-6,476	-6,798	-8,153	-9,380	-10,564
毛利	9,737	9,976	11,979	13,988	15,935
销售费用	-6,171	-6,125	-7,348	-8,530	-9,672
管理费用	-1,203	-1,204	-1,409	-1,636	-1,855
经营溢利	2,637	2,957	3,562	4,197	4,820
财务开支	117	83	159	175	192
除税前溢利	2,672	2,887	3,603	4,263	4,911
所得税	-613	-731	-901	-1,066	-1,228
期内净利润	2,059	2,156	2,702	3,198	3,683
股东应占利润	2,062	2,139	2,680	3,171	3,652
少数股东应占利润	-4	18	23	27	31
EPS(元)	0.19	0.20	0.24	0.28	0.33
同比增长率					
收入 (%)	19.95%	3.46%	20.02%	16.08%	13.40%
净利润 (%)	20.63%	3.70%	25.30%	18.33%	15.17%

资产负债表 (31/3 年结; RMB 百万)					
	2021/22FY	2022/23FY	2023/24E	2024/25E	2025/26E
现金及现金等价物	2,503	3,718	3,102	4,291	3,755
应收账款	1,237	923	1,835	1,366	2,264
存货	2,688	2,689	3,788	3,665	4,729
流动资产总额	14,737	14,722	15,619	15,779	16,823
固定资产	2,024	1,990	2,918	3,875	4,861
无形资产	1,496	1,342	1,306	1,271	1,235
非流动资产总额	6,547	6,221	6,989	7,798	8,645
总资产	21,284	20,943	22,609	23,577	25,468
应付账款	3,283	3,097	4,050	4,173	5,088
计息借贷	934	770	786	802	818
应付即期税项	620	669	736	809	890
流动负债总额	6,610	6,054	7,109	7,341	8,374
递延税项负债	166	142	140	137	134
可换股债券	1,600	1,603	1,571	1,540	1,509
非流动负债总额	2,447	2,284	2,223	2,163	2,105
总负债	9,057	8,338	9,332	9,504	10,479
归属股东权益	12,193	12,547	13,217	14,010	14,923
少数股东权益	33	57	60	63	66
股东权益	12,226	12,604	13,277	14,073	14,989

(转下页)

现金流量表 (31/3 年结; RMB 百万)					
	2021/22FY	2022/23FY	2023/24E	2024/25E	2025/26E
经营活动现金流	2,670	3,051	1,585	3,731	2,487
投资活动现金流	-686	-1,780	418	444	471
融资活动现金流	-1,232	-2,406	-2,620	-2,986	-3,494
现金变化	752	1,216	-616	1,189	-536
期初持有现金	1,771	2,503	3,718	3,102	4,291
期末持有现金	2,503	3,718	3,102	4,291	3,755

财务数据					
	2020/21FY	2021/22FY	2022/23E	2023/24E	2023/25E
盈利能力					
毛利率	60.1%	59.5%	59.5%	59.9%	60.1%
净利率	12.7%	12.7%	13.3%	13.6%	13.8%
ROE	17.6%	17.2%	20.7%	23.2%	25.1%
营运表现					
行销费用/收入 (%)	45.5%	43.7%	43.5%	43.5%	43.5%
实际税率 (%)	23.0%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
股息支付率 (%)	80.2%	83.4%	75.0%	75.0%	75.0%
库存周转天数	150	144	145	145	145
应收账款天数	24	23	25	25	25
应付账款天数	162	171	160	160	160

资料来源: 公司资料, 安信国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。安信国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。安信国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010