

波司登(3998.HK)

再次腾飞的羽绒服专家

强烈推荐（首次）

股价：4.62 港元

主要数据

行业	纺织服装
公司网址	www.bosideng.com;company.bosideng.com
大股东/持股	康博投资有限公司/26.01%
实际控制人	高德康, 梅东冬
总股本(百万股)	10953.53
流通A股(百万股)	
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿港元)	502.77
流通A股市值(亿元)	
每股净资产(元)	1.11
资产负债率(%)	48.55

行情走势图



证券分析师

王源
投资咨询资格编号
S1060524010001
WANGYUAN468@pingan.com.cn



平安观点：

波司登是我国改革开放初期成立的第一代民族品牌。早在问世之初，波司登便凭借扎实的产品和创意性营销快速打开销售市场，并引领羽绒服行业。在发展历程中，公司也曾一度因经营失焦而陷入低谷；但波司登积极求变，持续转型创新。自2018年起，公司转型调整并重新起航，提出“聚焦主航道，聚焦主品牌”的发展战略。在2018-2020年第一个三年期改革中，再次迎来了经营业绩的又一次腾飞。本篇报告是我们重点分析公司转型成功的举措，并分析公司未来成长的驱动因素。

■ “聚焦主航道与主品牌”，波司登做对了什么？

1) 产品：聚焦羽绒服功能性及时尚性。一方面，公司重视羽绒服产品的功能性，从蓬松度、防水性、防风性、透气性、防跑绒、保暖性等方面进行产品质量品质控制。另一方面，公司进行产品品类迭代，设计潮流时尚。波司登品牌拥有四大产品系列及分支系列。波司登品牌共有四个主要产品系列，即户外系列、商务系列、时尚系列和休闲系列。同时，波司登品牌还拥有分支系列，即户外系列之下的极寒系列，商务系列之下的风衣羽绒服系列，时尚系列之下的泡芙系列等。

2) 渠道：重视线上及线下渠道效率。一方面，线下渠道优化门店结构，提升效率与质量。从门店数量看，公司为提升效率，实行“开大店关小店”战略。从门店品质看，公司重视门店形象升级及单店店效提高。另一方面，线上渠道传统电商平台及新兴电商平台齐发力，公司线上收入占比持续增加。

3) 供应链：拉式补货及柔性快反赋能生产端。一方面，在订货环节采用拉式补货。采取期货及现货产品运营模式，首单比例控制在四成内，其余订单将持续根据终端销售市场数据及趋势表现实行旺季进行拉式补货，合理规避库存挤压风险。另一方面，在生产环节采用柔性快反。生产周期约为两周，调货周期约为三天内，旺季订单周期从两周缩短至一周。通过柔性快反生产方式，大幅提高生产及调货效率。通过供应链赋能，公司存货周转表现佳，基本解决库存压力过重问题。

会计年度	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入(百万元)	16,214	16,774	20,291	23,625	26,852
YOY(%)	20.0	3.5	21.0	16.4	13.7
归母净利润(百万元)	2,062	2,139	2,692	3,115	3,551
YOY(%)	20.6	3.7	25.9	15.7	14.0
毛利率(%)	60.1	59.5	59.9	59.5	59.3
归母净利率(%)	12.7	12.7	13.3	13.2	13.2
ROE(%)	16.9	17.0	20.7	23.1	25.2
EPS(最新摊薄/元)	0.19	0.20	0.25	0.29	0.33
P/E(倍)	22.6	21.8	17.3	14.9	13.1
P/B(倍)	3.8	3.7	3.6	3.4	3.3

- **波司登集团的增长点在哪里？** 1) 行业：羽绒服行业市场超过千亿元，销售单价及渗透率或有提升空间。从渗透率角度看，我们认为随着羽绒服产品的不断迭代创新，及经济发展水平的提高，我国羽绒服行业渗透率将稳步提升。2) 公司：波司登品牌市占率或将持续提升。第一，产品性价比高。相比竞品，波司登羽绒服的含绒量更高、蓬松度更优，且使用的面料种类丰富、制作工艺更强，具备更好的功能性和更实惠的价格。第二，品牌势能增强，受到年轻消费群体青睐。随着公司对产品和渠道的持续深耕，其品牌势能将进一步增强，销量连年增长，公司的坪效及店效水平逐渐提升，有望迎来市场份额的进一步提升。第三，国货迎来崛起机会，有望“弯道超车”。随着“Z世代”消费群体的崛起，新兴消费主力对本土品牌的偏爱日益加深。我们认为，从中长期角度看，波司登作为具有较强影响力的国货品牌，其产品性价比较高，更符合我国消费者需求，有望迎来更好的发展前景。
- **投资建议：**波司登集团通过“聚焦主航道聚焦主品牌”的成功战略聚焦，再次迎来腾飞。目前，公司以羽绒服产品为核心，以防晒服产品拓展品类，有望引来发展的第二成长曲线。在国内品牌持续崛起的机遇下，公司发展呈现较强韧劲。我们认为，公司估值具备性价比，预计 FY2024-FY2026 公司整体营收分别为 202.9 亿元/236.3 亿元/268.5 亿元，同比+21.0%/+16.4%/+13.7%；归母净利润分别为 26.9 亿元/31.2 亿元/35.5 亿元，同比+25.9%/+15.7%/+14.0%。我们采用相对估值法算得波司登集团的目标价为 5.61 港元，较 2024 年 5 月 8 日收盘价有 21.5% 的上升空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1、天气因素变化波动影响：羽绒服为基于保暖性需求诞生的品类，冷冬或将直接利好销售；但天气为不可控的外界因素，天气寒冷程度也可能不及预期，这会直接影响羽绒服销售。2、渠道库存积压风险：经济复苏周期疲弱等宏观因素对公司业绩造成不良影响。消费环境尚存不确定性，若当季货品成交率不足，或将导致终端渠道库存积压，并对公司良性发展带来一定经营风险。3、消费者偏好变化风险：我国服装产品品类及品牌众多，且各细分赛道竞争激烈。品牌宣传力度以及消费者购买力等因素的影响，消费者对服装品牌及风格的喜好容易发生转移。同时，服装消费的潮流及风尚容易发生变化，服装品牌公司若不及时加强与终端消费者的互动，则可能导致消费者与品牌的粘性下降，进而导致客流的流失以及业绩的下降。4、新品发布不及预期：公司新品羽绒服若推广及销售不及预期，将会对公司销售收入产生不利影响。服装消费的潮流趋势难以确定，若服装品牌公司不能及时掌握时尚趋势，或将导致消费者与品牌粘性下降，进而造成客流流失以及业绩下降。公司目前拥有大量户外运动新品牌，若新品牌未能适应国内市场需求导致销售不及预期，将会对公司的业绩造成不利影响。

正文目录

一、“聚焦主航道与主品牌”，波司登做对了什么？	5
1.1 产品：聚焦羽绒服功能性及时尚型	6
1.2 渠道：重视线上及线下渠道效率	7
1.3 供应链：拉式补货及柔性快反赋能生产端	8
二、波司登集团的增长点在哪里？	8
2.1 行业：羽绒服市场规模广阔，销售单价及渗透率有提升空间	8
2.2 公司：波司登品牌市占率或将持续提升	9
三、投资建议	9
3.1 盈利预测	9
3.2 估值及评级	11
四、风险提示	12

图表目录

图表 1	波司登集团：羽绒服、女装、校服品牌矩阵汇总	5
图表 2	公司营收（亿元）及 YoY（%）	6
图表 3	公司归母净利润（亿元）及 YoY（%）	6
图表 4	波司登、始祖鸟、加拿大鹅三大羽绒服品牌可比系列第三方测评结果	6
图表 5	波司登品牌与国际知名设计师合作联名系列汇总	7
图表 6	波司登品牌直营店及专卖店占比情况（%）	8
图表 7	波司登羽绒服业务线上销售收入（亿元）及 YoY（%）	8
图表 8	波司登存货周转天数（天）	8
图表 9	Canada Goose 存货周转天数（天）	8
图表 10	我国羽绒服行业规模（亿元）及 YoY（%）	9
图表 11	我国羽绒服平均单价（元）及 YoY（%）	9
图表 12	分业务收入预测	10
图表 13	公司毛利润及毛利率预测	11
图表 14	公司归母净利润及归母净利润率预测	11
图表 15	波司登集团可比公司估值表（更新至 2024.5.8）	11

引言：波司登是我国改革开放初期成立的第一代民族品牌。早在问世之初，波司登便凭借扎实的产品和创意性营销快速打开销售市场，并领航羽绒服行业。在发展历程中，公司也曾一度因经营失焦而陷入低谷；但波司登积极求变，持续转型创新。自 2018 年起，公司转型调整并重新起航，提出“聚焦主航道，聚焦主品牌”的发展战略。在 2018-2020 年第一个三年期改革中，再次迎来了经营业绩的又一次腾飞。本篇报告是我们重点分析公司转型成功的举措，并分析公司未来成长的驱动因素。

一、“聚焦主航道与主品牌”，波司登做对了什么？

2018 年起，公司重新调整发展战略，并积极进行改革转型。公司主动削减男装及家居等多元化业务，提高羽绒服产品凝聚力，并给予羽绒服业务充分的发展空间。同时，在公司旗下波司登、雪中飞、冰洁三大羽绒服品牌中，通过差异化定位覆盖不同消费群体。其中，波司登主品牌是公司重点重塑的核心。

2023 年，公司通过两个新三年战略发展，完成了重新聚焦主赛道与主品牌的目标，并实现了品牌的再次腾飞。FY2023 公司实现营收 167.74 亿元，同比+3.5%；归母净利润 21.39 亿元，同比+3.7%。FY2018-FY2023 公司营收 CAGR=13.5%，归母净利润 CAGR= 28.3%。

图表1 波司登集团：羽绒服、女装、校服品牌矩阵汇总



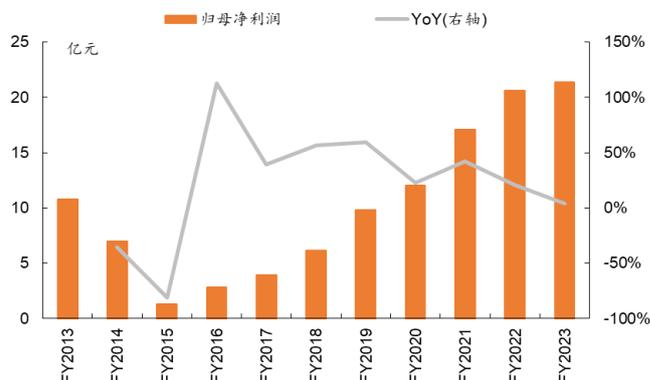
资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表2 公司营收 (亿元) 及 YoY (%)



资料来源: 公司财报, 平安证券研究所

图表3 公司归母净利润 (亿元) 及 YoY (%)



资料来源: 公司财报, 平安证券研究所

1.1 产品: 聚焦羽绒服功能性及时尚型

功能性: 公司重视羽绒服产品的功能性, 从蓬松度、防水性、防风性、透气性、防跑绒、保暖性等方面进行产品质量品质控制。根据亚洲户外展测评, 将波司登高端户外系列、始祖鸟的 Thorsen Parka 系列及加拿大鹅的 Trillium 系列三者进行对比, 波司登高端户外系列羽绒服的六项指标¹各项分值均为 9 分, 优于始祖鸟的 Thorsen Parka 系列 (8.1 分) 及加拿大鹅的 Trillium 系列 (8 分)。公司自主研发投入, 不断精进羽绒服面料和工艺水平。公司拥有全国领先的极低环节模拟实验室, 通过真实的实验场景, 提高羽绒服功能性水平。截至 FY2023, 波司登累计获得专利 606 项²(含发明、实用新型及外观专利), 并多次担任行业标准第一起草人。

图表4 波司登、始祖鸟、加拿大鹅三大羽绒服品牌可比系列第三方测评结果

评分值 (分)	蓬松度	防水性	防风性	透气性	防跑绒	保暖性	各项平均值	价格 (元)
波司登高端户外系列	9	9	10	8	9	9	9	3,799
始祖鸟 Thorsen Parka 系列	6	9	10	7.5	8	8	8.1	9,000
加拿大鹅 Trillium 系列	8	8	10	7	7	8	8	8,200

资料来源: 亚洲户外展, 平安证券研究所

注: 蓬松度、防水性、防风险、透气性、防跑绒、保暖性依据 1-10 分打分, 10 分为最高分

时尚性: 产品品类迭代, 设计潮流时尚。1) 波司登品牌拥有四大产品系列及分支系列。波司登品牌共有四个主要产品系列, 即户外系列、商务系列、时尚系列和休闲系列。同时, 波司登品牌还拥有分支系列, 即户外系列之下的极寒系列, 商务系列之下的风衣羽绒服系列, 时尚系列之下的泡芙系列等。2) 通过潮流设计赋能品牌实现时尚转型。公司通过优质设计师团队启动与大 IP 的联名设计, 掀起羽绒服产品的时尚风潮。

¹ 六项指标为蓬松度、防水性、防风性、透气性、防跑绒、保暖性六项。

² 根据波司登 FY2023 业绩报告资料

图表5 波司登品牌与国际知名设计师合作联名系列汇总

年份	合作系列	设计师	设计师简介
2018	波司登×ATLEIN	Antonin Tronin	Balenciaga、Givenchy 前系列及秀场女装成衣设计师, Louis Vuitton 前男装成衣设计师, Atlein 马牌的创始人和设计总监
	波司登×Tim Coppens	Tim Coppens	Ralph Lauren 前设计总监, Karl Lagerfeld 前创意总监, 现任 Under Amotur 的 UAS 批行创意总监
	波司登×Ennio Capasa	Ennio Capasa	师从山本耀司, COSTUME NATIONAL 创始人和设计总监
2019	星空系列	Outavio Fabbri	意大利国宝级艺术家
	波司登×高田贤三	高田贤三	时尚品牌 KENZO 创始人, 日本时尚设计大师
2019	Goosebumps 系列	Pietro Ferragina	曾是 Giorgio Armani、Gianni Versace、Roberto Cavalli 国际一线大牌的高级设计师, 并服务于 Max Mara、Geox、Diesel、Neil Barret 等国际时尚品牌; 曾拥有自己的时尚品牌 Ysack By Pietro Ferragina
2020	波司登×高缇耶	Jean Paul Gaultier	法国殿堂级设计大师, 曾在爱马仕担任 7 年创意总监, 爱马仕黄金时代缔造者
	/	André Saraiva	法国涂鸦艺术家
2021	专业保暖系列	Pietro Ferragina	曾是 Giorgio Armani、Gianni Versace、Roberto Cavalli 国际一线大牌的高级设计师, 并服务于 Max Mara、Geox、Diesel、Neil Barret 等国际时尚品牌; 曾拥有自己的时尚品牌 Ysack By Pietro Ferragina

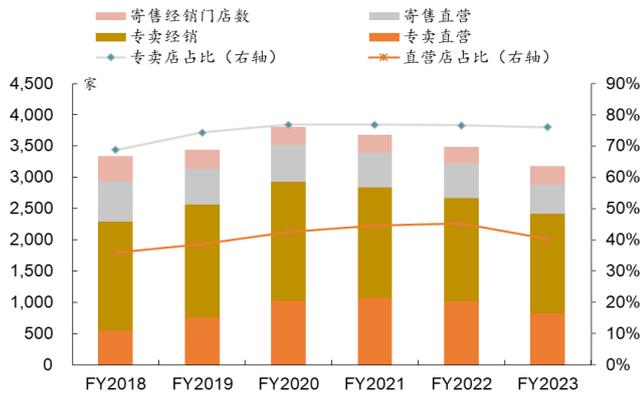
资料来源: 公司财报, 平安证券研究所

1.2 渠道: 重视线上及线下渠道效率

线下渠道: 优化门店结构, 提升效率与质量。1) 从门店数量看, 公司为提升效率, 实行“开大店关小店”战略。FY2018-FY2023, 虽然波司登品牌总门店数从 3,337 家减少至 3,183 家, 但门店结构明显改善。调整直营店及专卖店占比水平, 增强公司对终端的管控能力。同时, 实行“2+13”战略, 聚焦强消费力群体。在北上深及 13 个新一线城市核心商圈开设中高端门店。2) 从门店品质看, 公司重视门店形象升级及单店店效提高。2018 年以来, 公司持续升级形象, 吸引更年轻的消费群体, 并通过门店结构优化增厚单店盈利水平。

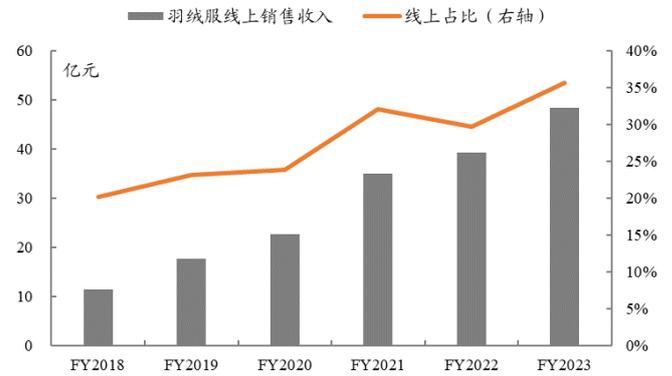
线上渠道: 传统电商平台及新兴电商平台齐发力, 公司线上收入占比持续增加。FY2018-FY2023, 波司登羽绒服业务线上销售收入从 11.35 亿元增长至 48.39 亿元, CAGR 达 33.6%, 高于整体营收增速。其中, 天猫等传统电商平台表现优异, 且抖音等新兴平台发展趋势向好。

图表6 波司登品牌直营店及专卖店占比情况 (%)



资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表7 波司登羽绒服业务线上销售收入 (亿元) 及 YoY (%)



资料来源：公司财报，平安证券研究所

1.3 供应链：拉式补货及柔性快反赋能生产端

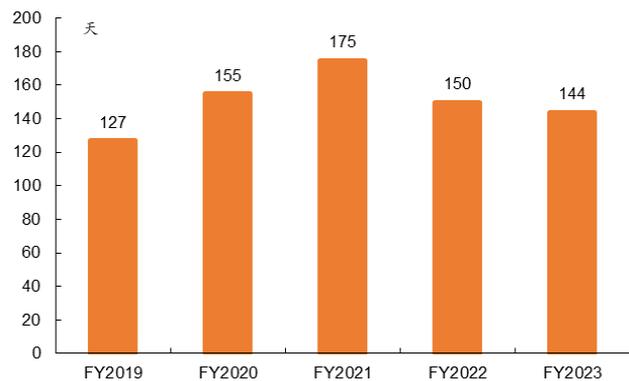
公司采取拉式补货及柔性快反的生产方式，提高对终端市场的反应效率：

1) 订货：拉式补货。采取期货及现货产品运营模式，首单比例控制在四成内，其余订单将持续根据终端销售市场数据及趋势表现实行旺季进行拉式补货，合理规避库存挤压风险。

2) 生产：柔性快反。生产周期约为两周，调货周期约为三天内，旺季订单周期从两周缩短至一周。通过柔性快反生产方式，大幅提高生产及调货效率。

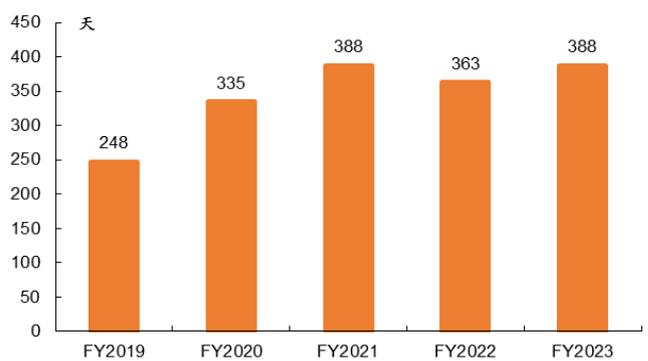
通过供应链赋能，公司存货周转表现佳，基本解决库存压力过重问题。与国际品牌相比，公司存货周转天数更为健康。FY2023 公司存货周转天数为 144 天（同比下降 6 天）；相较国际品牌 Canada Goose，公司库存周转天数较低，处于健康水平。

图表8 波司登存货周转天数 (天)



资料来源：公司财报，Wind，平安证券研究所

图表9 Canada Goose 存货周转天数 (天)



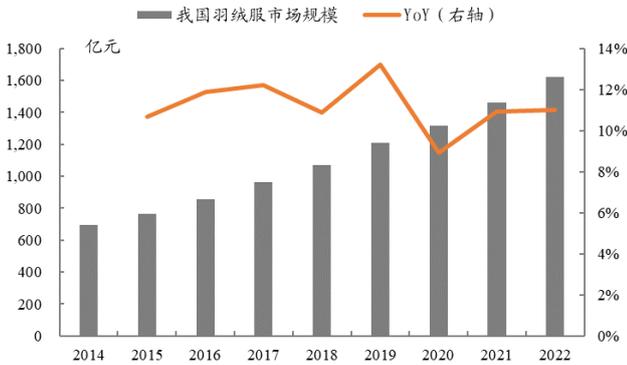
资料来源：公司财报，Wind，平安证券研究所

二、波司登集团的增长点在哪里？

2.1 行业：羽绒服市场规模广阔，销售单价及渗透率有提升空间

羽绒服行业千亿元规模，增长前景佳且赛道韧性强。根据中国服装协会数据统计，2022 年我国羽绒服市场规模为 1,622 亿元，同比+11%，2018-2022 年 CAGR 约为 11%。从平均单价角度看，随着居民生活水平的提高以及对更高品质服装消费需求增加，我们认为我国羽绒服平均销售单价仍然具有一定的上涨空间。从渗透率角度看，我们认为随着羽绒服产品的不断迭代创新，及经济发展水平的提高，我国羽绒服行业渗透率将稳步提升。

图10 我国羽绒服行业规模（亿元）及 YoY（%）



资料来源：中国服装协会，Wind，平安证券研究所

图11 我国羽绒服平均单价（元）及 YoY（%）



资料来源：中华全国商业信息中心，平安证券研究所

2.2 公司：波司登品牌市占率或将持续提升

我们认为，波司登品牌市场份额提升逻辑如下：

- 1) 定位中高端，“护城河”深厚。**从供给端看，波司登品牌羽绒服的性价比更高。相比竞品，波司登羽绒服的含绒量更高、蓬松度更优，且使用的面料种类丰富、制作工艺更强，具备更好的功能性。同时，在同价格区间上，波司登羽绒服款式多样，视觉上更为时尚新潮，更容易吸引潜在消费者。从需求端看，随着居民生活水平的提高，羽绒服消费者将更加青睐专业化的羽绒服品牌，而定价中高端的专业化羽绒服品牌更有性价比。
- 2) 品牌势能增强，受到年轻消费群体青睐。**2018年至今，波司登在转型告捷，实现品牌形象年轻化，受到年轻群体青睐。随着公司对产品和渠道的持续深耕，其品牌势能将进一步增强，销量连年增长，公司的坪效及店效水平逐渐提升，有望迎来市场份额的进一步提升。
- 3) 国货迎来崛起机会，有望“弯道超车”。**随着“Z世代”消费群体的崛起，新兴消费主力对本土品牌的偏爱日益加深。我们认为，从中长期角度看，波司登作为具有较强影响力的国货品牌，其产品性价比较高，更符合我国消费者需求，有望迎来更好的发展前景。

三、投资建议

3.1 盈利预测

■ 营收端：

品牌羽绒服业务是波司登集团的核心业务，也是主要营收来源。

我们将公司旗下三大羽绒服品牌的收入预测如下：

- 1) 波司登：**波司登主品牌贡献集团主要业绩收入。我们认为，波司登品牌门店数将稳定增长，店效提升或将成为品牌收入增长的主要驱动力。我们预计 FY2024-FY2026 波司登营业收入分别为 145.9 亿元/171.4 亿元/194.9 亿元，分别同比

+24.0%/+17.5%/+13.7%;

2) 雪中飞: 基于公司战略和行业发展趋势, 我们认为短期内雪中飞品牌将保持平稳增长, 预计 FY2024-FY2026 雪中飞营业收入分别为 13.9 亿元/15.6 亿元/17.2 亿元, 分别同比+14.0%/+12.0%/+10.0%;

3) 冰洁: 我们认为短期内冰洁品牌将保持平稳增长, 预计 FY2024-FY2026 冰洁营业收入分别为 1.4 亿元/1.4 亿元/1.5 亿元, 分别同比+10.0%/+5.0%/+5.0%。

基于以上拆分, 我们预计 FY2024-FY2026 公司整体营收分别为 202.9 亿元/236.3 亿元/268.5 亿元, 同比+21.0%/+16.4%/+13.7%。

图表12 分业务收入预测

营收: 百万元	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
品牌羽绒服业务	13,223	13,575	16,581	19,308	21,818
YoY	21.4%	2.7%	22.1%	16.4%	13.0%
波司登	11,618	11,763	14,586	17,138	19,485
YoY	16.3%	1.2%	24.0%	17.5%	13.7%
雪中飞	974	1,222	1,393	1,560	1,716
YoY	76.6%	25.4%	14.0%	12.0%	10.0%
冰洁	235	126	138	145	152
YoY	60.3%	-46.7%	10.0%	5.0%	5.0%
其他	396	465	465	465	465
女装业务	904	703	724	753	783
贴牌加工业务	1,901	2,294	2,753	3,304	3,964
多元业务	186	203	233	261	287
营收合计	16,214	16,774	20,291	23,625	26,852
YoY	20.0%	3.5%	21.0%	16.4%	13.7%

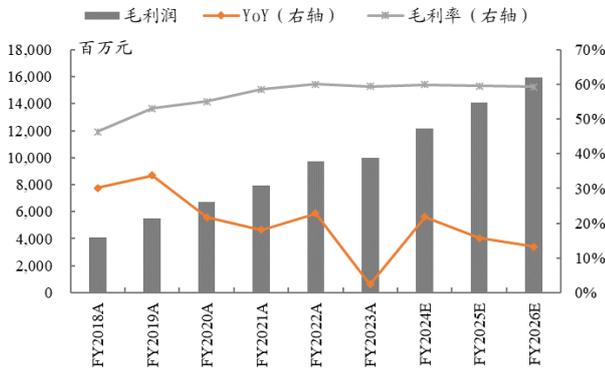
资料来源: 公司财报, 平安证券研究所

■ 利润端:

1) 毛利润及毛利率: 目前公司毛利率较高的产品占比较大, 将持续加持公司毛利润。我们预计, FY2024-FY2026 公司整体毛利润分别为 121.6 亿元/140.6 亿元/159.2 亿元, 同比+21.9%/+15.7%/+13.2%。

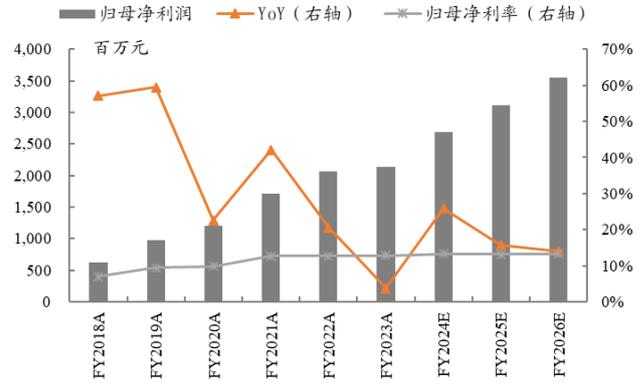
2) 归母净利润率: 公司通过提高效率等, 持续控制销售费用、行政费用等主要费用开支, 主要费用率将保持较稳健水平。我们预计 FY2024-FY2026 公司归母净利润分别为 26.9 亿元/31.2 亿元/35.5 亿元, 同比+25.9%/+15.7%/+14.0%。

图表13 公司毛利润及毛利率预测



资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表14 公司归母净利润及归母净利润率预测



资料来源：公司财报，平安证券研究所

3.2 估值及评级

我们采用相对估值法对波司登集团进行估值。从可比公司选择上，我们选取内资一梯队运动品牌安踏集团，以及国际运动头部品牌 Nike 和 Lululemon，以及国际龙头羽绒服品牌 Canada Goose 作为对标公司。主要选取原因：1) 波司登集团所在行业为功能性服饰领域，公司核心产品聚焦在服装的御寒性、防晒性、户外攀岩及滑雪运动等领域，这与安踏集团、Nike、lululemon 及 Canada Goose 的产品具有一定相似性；2) 波司登集团在行业竞争格局中，处于我国头部羽绒服品牌，且产品出海跨国销售，具有全球布局属性，这与安踏集团、Nike、lululemon 及 Canada Goose 的市场布局具有相似性；3) 从渠道布局方式上看，公司采取直营及加盟相结合的销售方式，这与安踏集团、Nike、lululemon 及 Canada Goose 的销售方式具有相似性。因此，我们选取安踏集团、Nike、lululemon 及 Canada Goose，作为波司登集团的可比公司。综上，由于可比公司平均估值为 22.2 倍，波司登并非全品类户外运动羽绒服，因此我们取略低于可比公司平均估值水平，即取 2024 年 PE 为 21 倍的目标估值，对应目标价为 5.61 港元。

波司登集团通过“聚焦主航道聚焦主品牌”的成功战略聚焦，再次迎来腾飞。目前，公司以羽绒服产品为核心，以防晒服产品拓展品类，有望引来发展的第二成长曲线。在国产品牌持续崛起的机遇下，公司发展呈现较强韧劲。我们认为，公司估值具备性价比，预计 FY2024-FY2026 公司整体营收分别为 202.9 亿元/236.3 亿元/268.5 亿元，同比+21.0%/+16.4%/+13.7%；归母净利润分别为 26.9 亿元/31.2 亿元/35.5 亿元，同比+25.9%/+15.7%/+14.0%。我们采用相对估值法算得波司登集团的目标价为 5.61 港元，较 2024 年 5 月 8 日收盘价有 21.5% 的上升空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图表15 波司登集团可比公司估值表 (更新至 2024.5.8)

公司	代码	货币单位	市值 (亿元)	P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E
Lululemon	LULU US Equity	USD	435	27.5	24.5	21.7	19.3
Canada Goose	GOOS US Equity	USD	11	NA	18.4	15.3	12.9
安踏体育	2020 HK Equity	HKD	2,593	24.8	20.4	18.9	16.6
Nike	NKE US Equity	USD	1,413	29.0	25.3	23.7	20.8
均值				27.1	22.2	19.9	17.4
波司登	3998.HK	HKD	506	21.8	17.3	14.9	13.1

资料来源：Bloomberg, Wind, 平安证券研究所

注：波司登为平安证券预测值；其余均为彭博或万得一致预期，均为 2024 年 5 月 8 日收盘价

注：2024 年 5 月 8 日中国银行人民币兑港币汇率 0.92

四、风险提示

1. 天气因素变化波动影响：

羽绒服为基于保暖性需求诞生的品类，冷冬或将直接利好销售；但天气为不可控的外界因素，天气寒冷程度也可能不及预期，这会直接影响羽绒服销售。

2. 渠道库存积压风险：

经济复苏周期疲弱等宏观因素对公司业绩造成不良影响。消费环境尚存不确定性，若当季货品成交率不足，或将导致终端渠道库存积压，并对公司良性发展带来一定经营风险。

3. 消费者偏好变化风险：

我国服装产品品类及品牌众多，且各细分赛道竞争激烈。品牌宣传力度以及消费者购买力等因素的影响，消费者对服装品牌及风格的喜好容易发生转移。同时，服装消费的潮流及风尚容易发生变化，服装品牌公司若不及时加强与终端消费者的互动，则可能导致消费者与品牌的粘性下降，进而导致客流的流失以及业绩的下降。

4. 新品发布不及预期：

公司新品羽绒服若推广及销售不及预期，将会对公司销售收入产生不利影响。服装消费的潮流趋势难以确定，若服装品牌公司不能及时掌握时尚趋势，或将导致消费者与品牌粘性下降，进而造成客流流失以及业绩下降。公司目前拥有大量户外运动新品牌，若新品牌未能适应国内市场需求导致销售不及预期，将会对公司的业绩造成不利影响。

会计年度	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
流动资产	14,722	16,560	18,301	20,147
现金及现金等价物	3,718	3,600	5,005	5,475
应收账款	923	1,306	1,521	1,729
按金预付款项	1,355	1,800	1,909	2,330
存货	2,689	3,818	3,831	4,577
其他金融资产	4,069	4,069	4,069	4,069
非流动资产	6,221	6,129	6,036	5,866
物业厂房设备	1,728	1,467	1,215	893
无形资产及商誉	1,342	1,306	1,271	1,235
使用权资产	978	1,183	1,378	1,566
银行存款	850	850	850	850
资产总计	20,943	22,689	24,337	26,013
流动负债	6,054	7,226	8,236	9,205
短期借款	770	770	770	770
应付账款	4,346	5,459	6,417	7,335
租赁负债	264	319	372	423
非流动负债	2,284	2,395	2,499	2,600
租赁负债	526	636	741	842
可换股债券	1,603	1,603	1,603	1,603
负债合计	8,338	9,621	10,735	11,805
股本	0.8	0.8	0.8	0.8
储备	12,546	12,992	13,508	14,096
权益股东应占权益	12,547	12,993	13,509	14,097
权益合计	12,604	13,068	13,602	14,208
负债及权益合计	20,943	22,689	24,337	26,013

会计年度	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	16,774	20,291	23,625	26,852
营业成本	-6,798	-8,135	-9,562	-10,930
毛利润	9,976	12,156	14,064	15,922
其他收入	310	374	436	496
销售及分销开支	-6,125	-7,528	-8,694	-9,801
行政开支	-1,204	-1,420	-1,654	-1,880
其他开支	-12	-15	-17	-20
税前利润	2,887	3,628	4,195	4,778
所得税开支	-731	-919	-1,062	-1,210
年度溢利润	2,156	2,710	3,133	3,569
少数股东损益	18	18	18	18
归属母公司净利润	2,139	2,692	3,115	3,551
EPS (最新摊薄)	0.20	0.25	0.29	0.33

会计年度	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
税前利润	2,887	3,628	4,195	4,778
折旧和摊销	1,046	36	36	36
营运资金的变动	-162	-185	-844	621
经营活动产生现金流	3,051	2,543	4,502	3,930
投资活动产生现金流	617	-334	-460	-460
融资活动产生现金流	-2,493	-2,286	-2,637	-2,999

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

会计年度	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
成长能力				
营业收入增速 (%)	3.5	21.0	16.4	13.7
毛利润增速 (%)	2.5	21.9	15.7	13.2
归属母公司净利润增速 (%)	3.7	25.9	15.7	14.0
获利能力				
毛利率 (%)	59.5	59.9	59.5	59.3
归母净利率 (%)	12.7	13.3	13.2	13.2
ROE (%)	17.0	20.7	23.1	25.2
偿债能力				
资产负债率 (%)	39.8	42.4	44.1	45.4
流动比率 (%)	2.4	2.3	2.2	2.2
营运能力				
资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1
存货周转率	2.1	2.1	2.3	2.2
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.25	0.29	0.33
每股经营性现金流(最新摊薄)	0.28	0.23	0.41	0.36
每股净资产(最新摊薄)	1.15	1.20	1.25	1.30
估值比率(倍)				
PE	21.8	17.3	14.9	13.1
PB	3.7	3.6	3.4	3.3

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层