

波司登(3998.HK)

全年业绩超预期，经营质量高增长

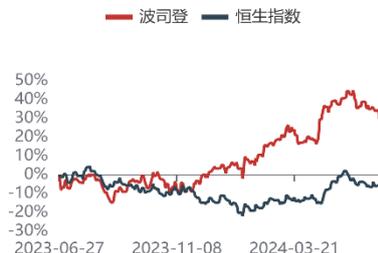
强烈推荐（维持）

股价：4.56 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	康博投资公司/26.01%
实际控制人	高德康, 梅冬
总股本(百万股)	10963.73
流通H股(百万股)	10963.73
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿港元)	500
流通H股市值(亿港元)	500
每股净资产(元)	1.26
资产负债率(%)	46.38

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】波司登(3998.HK)*首次覆盖报告*再次腾飞的羽绒服专家*强烈推荐20240510

证券分析师

王源

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



事项:

公司发布 2024 财年年度业绩公告：全年营收 232.1 亿元，同比+38.4%；毛利润 138.3 亿元，同比+38.7%，毛利率为 59.6%；经营利润 44.0 亿元，同比+55.6%，经营利润率为 18.9%；归母净利润 30.7 亿元，同比+43.7%，归母净利润率为 13.2%。全年派息比率为 81.1%（2023 财年为 83.4%）。

平安观点:

■ 羽绒服业务高增长，全线品牌均超预期。羽绒服业务营收 195.2 亿元，同比+43.8%；羽绒服毛利率 65%，同比-1.2ppt。

分品牌看，1)波司登主品牌：营收 167.8 亿元，同比+42.7%；毛利率 69.6%，同比-1.2ppt。2)雪中飞品牌：营收 20.2 亿元，同比+65.3%；毛利率 46.0%，同比持平。3)冰洁品牌：营收 1.5 亿元，同比+15.9%；毛利率 39.2%，同比+5.6ppt。

分渠道看，1)自营渠道营收 143.5 亿元，同比+38.4%。2)批发渠道营收 46.0 亿元，同比+67.9%。3)其他渠道营收 5.7 亿元，同比+23.3%。

■ 贴牌加工业务持续发展，实现双位数增长。贴牌加工业务营收 27.0 亿元，同比+16.4%。毛利率 20.6%，同比+0.7ppt。

■ 女装业务困境反转，实现双位数增长。女装业务营收 8.2 亿元，同比+16.6%；女装业务毛利率 67.5%，同比-1.1ppt。其中，1)杰西品牌营收 3.0 亿元，同比+18.8%；毛利率 64.8%，同比-1.8ppt。2)邦宝品牌营收 2.0 亿元，同比+18.1%；毛利率 59.9%，同比-4.1ppt。3)柯利娅诺及柯罗芭品牌营收 3.2 亿元，同比+13.8%；毛利率 74.9%，同比+1.9ppt。

■ 多元化服饰业务稳健发展。多元服饰业务营收 2.0 亿元，同比+0.3%；毛利率 20.2%，同比-5.5ppt。其中，飒美特校服业务营收 1.9 亿元，同比+1.3%。

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万元)	16,774	23,214	26,270	29,607	33,256
YOY(%)	3.5	38.4	13.2	12.7	12.3
归母净利润(百万元)	2,139	3,074	3,469	3,896	4,331
YOY(%)	3.7	43.7	12.9	12.3	11.2
毛利率(%)	59.5	59.6	59.1	59.0	58.9
归母净利率(%)	12.7	13.2	13.2	13.2	13.0
ROE(%)	17.0	22.4	24.1	25.8	27.2
EPS(最新摊薄/元)	0.20	0.28	0.32	0.36	0.40
P/E(倍)	21.5	14.9	13.2	11.8	10.6
P/B(倍)	3.6	3.3	3.2	3.0	2.8

- 公司以波司登羽绒服主品牌为第一条成长曲线，雪中飞羽绒服品牌为第二条成长曲线，功能性科技服饰为新增长曲线，不断聚焦羽绒服主业务，实现业绩的又一次高增长。我们看好公司羽绒服主业发展带来的业绩持续增长，维持“强烈推荐”评级。我们将 2025-2026 财年公司归母净利润上调至 34.7 亿元及 39.0 亿元(原预测为 31.2 亿元/35.5 亿元)，预计 2027 财年公司归母净利润为 43.3 亿元。2024 年 6 月 27 日收盘价对应 2025 财年 PE 为 13.2 倍，维持“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励。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。

单位: 百万元				
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	19,019	17,499	19,496	21,756
现金及现金等价物	6,227	2,177	5,543	4,441
应收账款	1,498	1,370	1,544	1,734
按金预付款项	1,288	1,741	1,675	2,178
存货	3,197	5,402	3,925	6,595
其他金融资产	3,963	3,963	3,963	3,963
非流动资产	6,753	6,533	6,313	6,035
物业厂房设备	1,544	1,215	893	500
无形资产及商誉	1,236	1,271	1,235	1,199
使用权资产	958	1,084	1,222	1,373
银行存款	1,588	1,588	1,588	1,588
资产总计	25,771	24,032	25,809	27,791
流动负债	11,183	8,695	9,634	10,691
短期借款	768	768	768	768
应付账款	7,765	6,940	7,828	8,829
租赁负债	356	403	454	510
非流动负债	769	816	871	931
租赁负债	384	435	490	551
可换股债券	0	0	0	0
负债合计	11,952	9,510	10,505	11,623
股本	0.8	0.8	0.8	0.8
储备	13,735	14,390	15,127	15,945
权益股东应占权益	13,735	14,391	15,127	15,946
权益合计	13,819	14,521	15,304	16,168
负债及权益合计	25,771	24,032	25,809	27,791

单位: 百万元				
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	23,214	26,270	29,607	33,256
营业成本	-9,380	-10,749	-12,126	-13,676
毛利润	13,834	15,520	17,481	19,579
其他收入	216	245	276	310
销售及分销开支	-8,055	-9,010	-10,155	-11,407
行政开支	-1,508	-1,760	-1,984	-2,228
其他开支	-19	-22	-24	-27
税前利润	4,541	5,116	5,737	6,370
所得税开支	-1,421	-1,601	-1,795	-1,993
年度溢利润	3,120	3,515	3,942	4,377
少数股东损益	46	46	46	46
归属母公司净利润	3,074	3,469	3,896	4,331
EPS (最新摊薄)	0.28	0.32	0.36	0.40

单位: 百万元				
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
税前利润	4,541	5,116	5,737	6,370
折旧和摊销	36	36	36	36
营运资金的变动	-185	-45	-3,355	2,257
经营活动产生现金流	3,752	907	7,017	2,904
投资活动产生现金流	-334	-460	-460	-460
融资活动产生现金流	-2,522	-2,842	-3,191	-3,547

会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力				
营业收入增速 (%)	38.4	13.2	12.7	12.3
毛利润增速 (%)	38.7	12.2	12.6	12.0
归属母公司净利润增速 (%)	43.7	12.9	12.3	11.2
获利能力				
毛利率 (%)	59.6	59.1	59.0	58.9
归母净利率 (%)	13.2	13.2	13.2	13.0
ROE (%)	22.4	24.1	25.8	27.2
偿债能力				
资产负债率 (%)	46.4	39.6	40.7	41.8
流动比率 (%)	1.7	2.0	2.0	2.0
营运能力				
资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.2
存货周转率	2.2	2.3	2.3	4.1
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.32	0.36	0.40
每股经营性现金流(最新摊薄)	0.34	0.08	0.64	0.27
每股净资产(最新摊薄)	1.27	1.33	1.40	1.48
估值比率(倍)				
PE	14.9	13.2	11.8	10.6
PB	3.3	3.2	3.0	2.8

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

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