

# 波司登 (03998)

证券研究报告

2024年06月30日

## 关注股息属性，高分红垂直赛道稳增长

### 波司登发布 FY24 年报

FY24(2023/4/1-2024/3/31)公司营收 232.1 亿元，同增 38.4%；归母净利 30.7 亿元，同增 43.7%。营收及利润大幅上升创历史新高，营收首次突破人民币 200 亿大关，利润增速连续 9 年高于收入增速。

### 派息稳健且保持高派息比率

末期派息每股 20.0 港仙，全年派息 25.0 港仙，同增 38.9%。

### 各业务单元收入均实现稳定高质量增长

主品牌收入 167.8 亿元，同增 42.7%；雪中飞收入 20.2 亿元，同增 65.3%；OEM 收入同增 16.4%；女装收入同增 16.6%；多元化服装收入同增 0.3%。

### 波司登主品牌发力产品创新、品牌建设、渠道建设

**产品创新方面**，主品牌坚持品类创新、拓展增量业务，强化功能性服饰定位，持续赢得消费者心智；**品牌建设方面**，持续夯实“全球领先的羽绒服专家”品牌形象；通过品牌战役打造，实现品牌引领感知和品销最大化目标。

如米兰达芬奇庄园大秀重新定义轻薄羽、阿勒泰雪山实景大秀与抖音平台共建“中国好羽绒”IP，打造波司登品牌首个雪山快闪店及雪山实景大秀。

**渠道建设方面**：通过打造 Top 店体系、坐实单店运营，将有限的优质的资源聚焦在明确的目标市场。如北京王府井银泰 in88 店：23 年全球首家登峰主题概念店，打造大户外场景，联动 KOL 等资源，助力品牌及门店流量推广，优质拓客近 7 万人。

### 雪中飞持续投入线上，OEM 打造快反能力持续布局海外

雪中飞持续发力线上业务，坚持普惠品牌升级持续打造爆款；整合行业头部供方资源、核心平台资源、优质渠道资源，实现品牌业务快速增长。OEM 业务实现经营能力和经营质量的进一步稳定提升，同时保存量、拓增量，打造 OEM 订单的快反能力，持续进行海外产能布局。

### 女装精细化管理，多元化业务关注飒美特校服

女装实现稳定且健康的恢复性增长，公司积极强化品牌形象、提升商品运营效率、拓展升级渠道建设精细化管理客户。多元化业务主力关注飒美特校服，坐实品类专家美誉；另外，**合资公司博格纳面向高端市场**：拓展线上线下渠道，打造全方位消费者互动体验逐步渗透中国高端目标市场。

### 调整盈利预测，维持“买入”评级

未来，公司锚定“**聚焦羽绒服主航道、聚焦时尚功能科技服饰主赛道**”发展方向，升级“战略布局、研发创新、协同供应、管理体系”四项核心能力，强化“品牌引领、品类经营、渠道运营、客户体验”四项核心举措。参考公司 FY24 表现，我们上调盈利预测，预计公司 FY25-27 收入分别为 265、301、341 亿人民币（FY25-26 前值为 256、294 亿人民币）；归母净利分别 36、41、46 亿人民币（FY25-26 前值为 34、40 亿人民币）；EPS 分别为 0.33、0.37、0.42 元人民币/股（FY25-26 前值为 0.31、0.36 元人民币/股）；PE 分别为 13、11、10X。

**风险提示**：行业竞争加剧风险，原材料价格波动风险，品牌经营风险等。

### 投资评级

行业 非必需性消费/纺织及服饰

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 4.87 港元

目标价格 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股) 10,992.10

港股总市值(百万港元) 53,531.52

每股净资产(港元) 1.39

资产负债率(%) 46.38

一年内最高/最低(港元) 4.89/2.83

### 作者

孙海洋 分析师

SAC 执业证书编号: S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《波司登-公司点评:看好全年业绩表现》 2024-04-20
- 《波司登-公司点评:寒潮+冰雪游拉动冬羽绒销售，看好旺季表现上调盈利预测》 2024-01-24
- 《波司登-公司点评:期待旺季表现》 2023-12-01

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com