

评级: 买入 (维持)

市场价格: 4.56 港元

分析师: 张潇

执业证书编号: S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师: 吴思涵

执业证书编号: S0740523090002

Email: wush@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

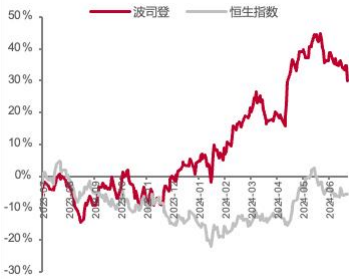
指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	16,774	23,214	26,654	30,339	34,365
增长率 yoy%	3.5%	38.4%	14.8%	13.8%	13.3%
净利润 (百万元)	2,139	3,074	3,569	4,106	4,703
增长率 yoy%	3.7%	43.7%	16.1%	15.1%	14.5%
每股收益 (元)	0.20	0.28	0.33	0.37	0.43
每股现金流量	0.28	0.00	0.22	0.44	0.62
净资产收益率%	17.3%	23.4%	23.0%	21.2%	19.8%
P/E	22.2	15.4	13.3	11.6	10.1
P/B	3.8	3.5	2.7	2.2	1.8

备注: 股价信息为 2024 年 6 月 27 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	10,964
流通股本(百万股)	10,964
市价(元)	4.56
市值(百万元)	49,995
流通市值(百万元)	49,995

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

公司于 2024 年 6 月 26 日发布 2023/24 年财报。2023/24 财年公司实现营业收入 232.14 亿元，同比+38.4%；实现归母净利润/扣非净利润 30.74/27.87 亿元，同比+43.74%/54.26%；公司全年毛利率 59.6%，同比+0.1pct，净利率达到 13.4%，同比+0.58pct。每股普通股全年合计派发股息 0.25 港元，股息率 5.77%。

23/24 财年，主品牌羽绒服实现营收 195.21 亿元(+43.8%)，占集团收入 84.09%，毛利率为 65.0%，同比-1.2pct。毛利率有所下降主因产品结构调整以及公司加大经销商优惠力度。

主品牌品类扩展成效明显，雪中飞增长强劲。1) 波司登收入同比+42.7%至 167.85 亿元，毛利率同比-1.2pct 至 69.6%。收入增长得益于产品创新与渠道升级。本财年推出的新款防晒服、二次迭代升级的轻薄羽绒服、“一衣三穿”的冲锋衣鹅绒服、第四代极寒系列等产品销量喜人，成功拓展增量业务。2) 雪中飞品牌实现收入 20.19 亿，同比+65.3%，毛利率持平同为 46.0%，收入高增得益于雪中飞高性价比定位与精细化管理。3) 冰洁品牌收入同比+15.9%至 1.45 亿元，毛利率为 39.2%，同比+5.6pct，品牌仍处在调整中。

夯实渠道结构升级，聚焦 top 店标杆引领。1) 线下门店略有减少，店效提升显著。期末整体门店数较期初减少 206 家至 3217 家的情况下，收入仍有明显提升，其中自营/经销门店分别为 1136/2081 家。公司目前持续聚焦于优化渠道质量，稳步提升渠道的管理能力和运营效率。关注标杆门店的持续打造，实现 Top 店的快速有效增长。覆盖约 500 个销售网点，聚焦资源精准投放，有效提升品牌影响力。2) 线上平台实现持续高质量增长。品牌羽绒服实现线上收入 68.36 亿元，同比+41.28%，占比 35%，加速抖音等新平台拓展进度，多渠道持续发力中。

OEM 业务全年保持稳健增长。期内 OEM 实现营收 26.70 亿元，同比+16.4%，占比 11.5%，收入增长主要来自核心客户订单稳定增长，以及领先同业的快反能力。通过有效的成本管理，OEM 毛利率达到 20.6%。

女装业务恢复增长，校服带动多元化业务小幅增长。期内女装业务营收同比+16.6%至 8.20 亿元，占集团收入 3.5%，毛利率为 67.5%，同比-1.1pcts。其中，杰西实现营收 3.03 亿元，同比+18.8%；邦宝收入同比+18.1%至 1.98 亿元，柯利亚诺及柯罗芭同比+13.8%至 3.19 亿元。此外，期内多元化服装业务收入同比+0.3%至 2.

03 亿元，占比 0.9%，毛利率同比-5.5pcts 至 20.2%，收入小幅增长主要得益于飒美特校服（同比+1.3%），持续推进渠道升级、提升品牌覆盖率。

- **加强运营费用管控及提升使用效率，盈利能力持续稳健提升。** 期内公司毛利率同比+0.1pct 至 59.6%；销售费用率下降 1.8pcts 至 34.7%，主要由于下半财年门店运营效率提升下收入高增但部分费用较刚性，以及集团主动加强日常费用管控；行政开支率下降 0.7pct 至 6.5%，得益于集团的精细化管理员工考核。综上，公司净利率提升 0.58pct 至 13.4%。
- **存货周转加快，营运周转效率持续提升。** 存货方面，期末存货总额同比+18.9%至 31.97 亿元，库存周转天数同比-29 天至 115 天，主要受益于维持较低首次订单比例模式下，有效推进全渠道商品一体化运营模式，库存已恢复至健康水平。期内应收账款天数同比-4 天至 19 天，应付账款周转天数同比-10 天至 161 天。此外，公司经营性现金流净额 73.39 亿元，主要受季节性波动影响，上半年为羽绒服销售淡季与资金投入期，下半年受到销售旺季以及回款期因素影响，现金流净额得以改善。期末拥有净现金 62.27 亿元，账面资金充足。
- **盈利预测与投资建议：**公司坚持品牌引领，夯实全球领先羽绒服专家定位。公司 23/24 财年业绩表现超预期，盈利能力持续稳健提升，彰显企业的发展韧性。波司登全方位夯实羽绒服专家体系的同时，通过多品类布局拉动全季化销售战略初见成效。我们预计 FY2025/26/27 年净利润分别为 35.69/41.06/47.03 亿（FY2025/2026 前值为 33.9/39.2 亿元），分别同增 16.1%/15.1%/14.5%，现价对应 PE 分别为 13/12/10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不景气导致终端销售下滑；竞争加剧导致主品牌增长低于预期；新品牌门店扩张进展低于预期；经销商拿货积极性不及预期；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 1: 公司主要财务数据及盈利预测 (百万元)

资产负债表					利润表				
单位:百万元人民币					单位:百万元人民币				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6,227	9,915	14,173	20,697	营业总收入	23,214	26,654	30,339	34,365
应收款项合计	2,879	3,878	4,292	4,708	主营业务收入	23,214	26,654	30,339	34,365
存货	3,197	4,125	4,590	5,093	其他营业收入	0	0	0	0
其他流动资产	6,716	6,654	6,658	5,967	营业总支出	18,963	21,964	24,997	28,237
流动资产合计	19,019	24,572	29,713	36,465	营业成本	9,380	10,747	12,290	13,913
固定资产净额	1,544	1,347	1,700	1,714	营业开支	9,582	11,217	12,707	14,324
权益性投资	253	208	232	231	营业利润	4,251	4,690	5,342	6,128
其他长期投资	2,197	1,207	1,395	1,600	净利息支出	-10	26	19	12
商誉及无形资产	2,044	1,664	1,624	1,444	权益性投资损益	-14	-14	-14	-14
土地使用权	151	97	143	1,002	其他非经营性损益	7	-19	-14	-11
其他非流动资产	563	1,037	926	839	非经常项目前利润	4,254	4,631	5,295	6,091
非流动资产合计	6,752	5,560	6,020	6,830	非经常项目损益	287	297	335	313
资产总计	25,771	30,132	35,733	43,295	除税前利润	4,541	4,927	5,630	6,404
应付账款及票据	5,177	5,425	6,196	7,239	所得税	1,421	1,306	1,464	1,633
短期借贷及长期借贷当期至	2,478	2,678	2,878	3,078	少数股东损益	46	53	60	68
其他流动负债	3,528	3,821	4,312	5,018	持续经营净利润	3,074	3,568	4,106	4,703
流动负债合计	11,183	11,924	13,386	15,335	非持续经营净利润	0	0	0	0
长期借贷	0	0	0	824	净利润	3,074	3,569	4,106	4,703
其他非流动负债	769	766	739	758	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
非流动负债合计	769	766	739	1,582	归属普通股股东净利润	3,074	3,569	4,106	4,703
负债总计	11,952	12,690	14,125	16,917	EPS (按最新股本摊薄)	0.28	0.33	0.37	0.43
归属母公司所有者权益	13,735	17,304	21,410	26,113					
少数股东权益	84	137	197	265					
股东权益总计	13,819	17,441	21,608	26,378					
负债及股东权益总计	25,771	30,132	35,733	43,295					

现金流量表				
单位:百万元人民币				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,509	2,401	4,798	6,805
净利润	3,074	3,569	4,106	4,703
折旧和摊销	0	381	282	188
营运资本变动	-3,118	-1,817	132	1,619
其他非现金调整	2,553	268	277	296
投资活动现金流	0	462	-301	-418
资本支出	0	-100	-200	-300
长期投资减少	-1,433	1,036	-213	-203
少数股东权益增加	-19	0	0	0
其他长期资产的减少/(增力)	1,452	-474	112	85
融资活动现金流	0	825	-239	137
借款增加	104	200	200	1,024
股利分配	-1,790	-1,790	-1,784	-2,053
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动产生的现金流	1,685	2,415	1,345	1,166

主要财务比率				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	38.4%	14.8%	13.8%	13.3%
归属普通股股东净利润增长	43.7%	16.1%	15.1%	14.5%
获利能力				
毛利率	59.6%	59.7%	59.5%	59.5%
净利率	13.2%	13.4%	13.5%	13.7%
ROE	23.4%	23.0%	21.2%	19.8%
ROA	13.2%	12.8%	12.5%	11.9%
偿债能力				
资产负债率	46.4%	42.1%	39.5%	39.1%
流动比率	1.7	2.1	2.2	2.4
速动比率	1.4	1.7	1.9	2.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.33	0.37	0.43
每股经营现金流	-	0.22	0.44	0.62
每股净资产	1.25	1.58	1.95	2.38
估值比率				
P/E	15.4	13.3	11.6	10.1
P/B	3.5	2.7	2.2	1.8

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。