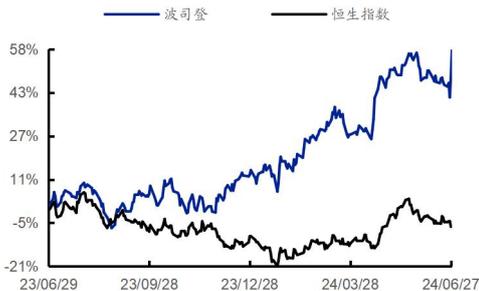


研究所:  
 证券分析师: 马川琪 S0350523050001  
 macq@ghzq.com.cn  
 联系人: 廖小慧 S0350122080035  
 liaoxh@ghzq.com.cn

## 业绩表现亮眼，拓品类步伐稳健

### ——波司登 (03998) FY2024 业绩点评

#### 最近一年走势



相对恒生指数表现		2024/06/28		
表现	1M	3M	12M	
波司登	1.9%	24.6%	45.5%	
恒生指数	-5.9%	7.1%	-7.6%	

市场数据		2024/06/28
当前价格 (港元)		4.87
52 周价格区间 (港元)		2.83-4.89
总市值 (百万港元)		53,531.52
流通市值 (百万港元)		53,531.52
总股本 (万股)		1,099,209.94
流通股本 (万股)		1,099,209.94
日均成交额 (百万港元)		403.79
近一月换手 (%)		0.78

#### 相关报告

《波司登 (03998) 事件点评报告: 布局防晒市场, 扩充产品矩阵 (买入)\*服装家纺\*杨仁文, 马川琪》——2024-04-19

《波司登 (03998) 事件点评报告: MSCI ESG 评级再获 A 级, 户外冰雪热促进终端销售 (买入)\*服装家纺\*杨仁文, 马川琪》——2024-01-25

《波司登 (03998) FY2024H1 点评报告: 主品牌收入增速亮眼, 精简渠道提质增效 (买入)\*服装家纺\*杨仁文, 马川琪》——2023-11-29

《波司登 (03998) 年报点评报告: 主品牌毛利率提升, FY2024 有望稳步复苏 (买入)\*服装家纺\*

#### 事件:

波司登 6 月 26 日发布公告: FY2024 集团收入同比+38.4%至 232.1 亿元, 经营利润同比+55.6%至 43.98 亿元, 归母净利润同比+43.7%至 30.7 亿元, 毛利率较去年同期+0.1 pct 至 59.6%, 归母净利率较去年同期+0.5pct 至 13.2%, 末期派息每股 20 港仙, 全年派息同比+38.9%至每股 25 港仙。

#### 投资要点:

■ **收入利润实现亮眼增长, 盈利能力提升明显。** FY2024 集团收入同比+38.4%至 232.1 亿元, 归母净利润同比+43.7%至 30.7 亿元, 毛利率较去年同期+0.1 pct 至 59.6%, 归母净利率较去年同期+0.5pct 至 13.2%。分业务来看: **1) 品牌羽绒服业务:** FY2024 收入同比增 43.8%至 195.2 亿元, 占比较去年同期+3.2pct 至 84.1%, 毛利率较去年同期-1.2pct 至 65.0%。其中, 波司登品牌收入同比+42.7%至 167.8 亿元, 毛利率较去年同期-1.2pct 至 69.6%, 雪中飞收入同比+65.3%至 20.2 亿元, 毛利率较去年同期持平为 46%, 冰洁收入同比+15.9%至 1.5 亿元, 毛利率较去年同期+5.6pct 至 39.2%; 自营/批发/其他收入分别同比+38.4%/+67.9%/+23.2%至 143.5/46.0/5.7 亿元。**2) OEM 业务:** FY2024 收入同比增 16.4%至 26.7 亿元, 占比-2.2pct 至 11.5%, 毛利率较去年同期+0.7pct 至 20.6%。**3) 其他业务:** FY2024 女装收入同比+16.6%至 8.2 亿元, 毛利率较去年同期-1.1pct 至 67.5%。多元化服装收入同比+0.3%至 2.0 亿元, 毛利率较去年同期-5.5pct 至 20.2%。FY2024 公司四大主营业务均实现了稳定和高质量增长, 持续夯实全球领先羽绒服专家形象。

■ **持续优化渠道质量, 资源聚焦打造标杆 TOP 店。** **1) 线下:** 截至 2024 年 3 月 31 日, 波司登品牌渠道精简推进中, 专卖店同比减少 134 间至 2286 间, 其中直营店同比减少 152 间店至 669 间, 第三方经销商店同比增加 18 间至 1617 间; 波司登寄售网点同比减少 52 间至 711 间; **2) 线上:** 集团品牌羽绒服线上收入同比+41.3%至 68.4 亿元, 线上多平台发力, 实现快速高质量增长; 集团持续稳健改善现有渠道结构、布局、质量以及终端形象, 通过对层级市场及店态运营的体系化、精细化管理, 稳步提升渠道的管理能力和运营效率, **对甄选出来的标杆门店进行系统性、体系化运营和管理; 通过搭建超 250 个项目, 覆盖约 500 个销售网点, 聚焦资源精准投放, 实现**

杨仁文，马川琪 —— 2023-07-03

### Top 店的快速有效增长。

- **存货管理效率提升，库存周转天数下降。** 公司运营管理效率提升，截至 2024 年 3 月 31 日，集团库存周转天数为 115 天，较去年同期下降 29 天，应收账款周转天数为 19 天，较去年同期下降 4 天。经营活动现金流表现强劲，经营活动产生现金净额同比大幅增长 140.6%至 73.4 亿元。
- **盈利预测与评级：** 未来集团将持续进行产品迭代创新，拓展增量业务，进一步升级渠道质量，坐实单店经营提效。我们预计公司 FY2025-FY2027 实现收入 265.9、302.1 及 341.6 亿元人民币，归母净利润 36.0、41.4 及 47.2 亿元人民币，2024 年 6 月 28 日收盘价 4.87 港元，对应 FY2025-FY2027 PE 估值为 14/12/10X。长期我们看好公司产品力、品牌力不断提升中实现利润率提高，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 宏观经济波动引致的风险；行业竞争风险；消费者偏好风险；产品推出不及预期风险。

预测指标	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
主营收入（百万元）	23214.0	26585.4	30211.8	34161.9
增长率(%)	38.4	14.5	13.6	13.1
归母净利润（百万元）	3074.1	3595.4	4135.2	4717.5
增长率(%)	43.7	17.0	15.0	14.1
摊薄每股收益（元）	0.28	0.33	0.38	0.43
ROE(%)	22.4	20.7	19.2	18.0
P/E	15.8	13.6	11.8	10.3
P/B	3.8	3.1	2.5	2.0
P/S	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.5	7.7	6.8	5.4

注：财务单位为人民币，2024 年 6 月 28 日 1 港元=0.91268 元人民币

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：波司登盈利预测表（注：财务单位为人民币，2024年6月28日1港元=0.91268元人民币）

证券代码:	03998				股价:	4.87 港元		投资评级:	买入		日期:	2024/06/28	
财务指标	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	每股指标与估值 (元)				FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	22%	21%	19%	18%	EPS					0.28	0.33	0.38	0.43
毛利率	60%	61%	61%	62%	BVPS					1.26	1.59	1.97	2.40
期间费率	41%	41%	41%	42%	<b>估值</b>								
销售净利率	13%	14%	14%	14%	P/E					15.8	13.6	11.8	10.3
<b>成长能力</b>					P/B								
收入增长率	38%	15%	14%	13%	P/S								
利润增长率	44%	17%	15%	14%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>								
总资产周转率	0.90	0.89	0.85	0.81	<b>营业收入</b>				<b>23214</b>	<b>26585</b>	<b>30212</b>	<b>34162</b>	
应收账款周转率	15.50	16.00	16.00	16.00	<b>营业成本</b>				9380	10348	11643	13142	
存货周转率	2.93	3.00	3.00	3.00	<b>营业税金及附加</b>								
<b>偿债能力</b>					<b>销售费用</b>				8055	9238	10574	11991	
资产负债率	46%	41%	39%	38%	<b>管理费用</b>				1508	1701	1934	2186	
流动比	1.70	2.21	2.52	2.77	<b>财务费用</b>				-10	138	132	80	
速动比	1.36	1.81	2.11	2.36	<b>其他费用 / (-收入)</b>								
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>FY2024A</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>	<b>FY2027E</b>	<b>营业利润</b>				4251	5277	6042	6822	
现金及现金等价物	6227	9095	14082	19470	<b>营业外净收支</b>				<b>294</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	
应收款项	1498	1662	1888	2135	<b>利润总额</b>				4541	5136	5907	6739	
存货净额	3197	3449	3881	4381	<b>所得税费用</b>				<b>1421</b>	<b>1541</b>	<b>1772</b>	<b>2022</b>	
其他流动资产	653	798	906	1025	<b>净利润</b>				3120	3595	4135	4718	
<b>流动资产合计</b>	<b>19019</b>	<b>23426</b>	<b>29634</b>	<b>36463</b>	<b>少数股东损益</b>				<b>46</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
固定资产	1544	1342	1160	997	<b>归属于母公司净利润</b>				<b>3074</b>	<b>3595</b>	<b>4135</b>	<b>4718</b>	
在建工程					<b>现金流量表 (百万元)</b>								
无形资产及其他	2044	1849	1674	1516	<b>经营活动现金流</b>				<b>7339</b>	<b>2533</b>	<b>4888</b>	<b>5509</b>	
长期股权投资	253	252	251	250	<b>净利润</b>				3074	3595	4135	4718	
<b>资产总计</b>	<b>25771</b>	<b>29775</b>	<b>35622</b>	<b>42130</b>	<b>少数股东损益</b>				46	0	0	0	
短期借款	2478	2478	2478	2478	<b>折旧摊销</b>				-	357	317	281	
应付款项	5177	5174	5821	6571	<b>公允价值变动</b>				4219	227	259	277	
预收帐款					<b>营运资金变动</b>				-	-1646	176	233	
其他流动负债	3017	2393	2870	3416	<b>投资活动现金流</b>				<b>-2427</b>	<b>-456</b>	<b>-160</b>	<b>-262</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>11183</b>	<b>10576</b>	<b>11774</b>	<b>13149</b>	<b>资本支出</b>				-	40	40	40	
长期借款及应付债券	0	1000	1500	1900	<b>长期投资</b>				-	-493	-197	-299	
其他长期负债	769	769	769	769	<b>其他</b>				-2427	-3	-3	-3	
<b>长期负债合计</b>	<b>769</b>	<b>1769</b>	<b>2269</b>	<b>2669</b>	<b>筹资活动现金流</b>				<b>-2380</b>	<b>776</b>	<b>243</b>	<b>126</b>	
<b>负债合计</b>	<b>11952</b>	<b>12345</b>	<b>14042</b>	<b>15817</b>	<b>债务融资</b>				104	1000	500	400	
股本	1	1	1	1	<b>权益融资</b>				0	0	0	0	
股东权益	13819	17430	21580	26313	<b>其它</b>				-2484	-224	-257	-274	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>25771</b>	<b>29775</b>	<b>35622</b>	<b>42130</b>	<b>现金净增加额</b>				<b>2533</b>	<b>2868</b>	<b>4987</b>	<b>5388</b>	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【海外消费&纺织服装小组介绍】

马川琪：海外消费负责人，资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：研究助理，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

刘毅：研究助理，香港中文大学硕士，西南财经大学学士，主要覆盖美股消费，全球视角。

## 【分析师承诺】

马川琪，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代

自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。