

2024年7月3日

波司登 (3998.HK)

公司动态分析

证券研究报告

纺织服装

品类创新带动业绩稳步增长

事件：近日，波司登公布FY2024财年业绩，集团收入同比上升38.4%，归母净利润同比上升43.7%，超市场预期。综合考虑，我们预测2025-2027财年EPS为0.32/0.37/0.42元，给予公司2024财年17倍PE，目标价5.9港元，维持“买入”评级。

报告摘要

集团表现持续亮眼，品类创新驱动增长 截至2024年3月31日止，集团全年收入录得232.1亿元，同比上升38.4%，归母净利润录得30.7亿元，同比上升43.7%，收入和利润均取得亮眼增长，且利润增速快于收入。分不同业务来看：品牌羽绒服业务收入同比增长43.8%至195.2亿元，其中波司登主品牌录得收入167.8亿元，同比增长42.7%，毛利率同比下降1.2pp至59.6%，主要是受到新推出的防晒服品类快速放量（防晒销售额约5亿元）以及批发占比提高的影响；雪中飞连续三年增速高于主品牌，收入同比增长65.3%至20.2亿元，毛利率水平持平；冰洁也恢复正向增长，收入同比增长15.9%至1.45亿元，毛利率同比提升5.6pp至39.2%。OEM业务收入同比增长16.4%至26.7亿元，毛利率同比提升0.7pp至20.6%，主要是核心客户订单稳定增长的同时也新增了高质量客户，此外持续提升的快反能力和海外产能布局也能更好的匹配客户需求。女装业务实现恢复性正增长，收入同比增长16.6%至8.2亿元，毛利率提同比下滑1.1pp至67.5%。多元化业务同比增长0.3%至2.03亿元，其中以飒美特校服为主，目前覆盖超过500所小学，年供应量超百万件，影响力逐渐提升。

线上线下同步发展，提升运营效率 线下方面，公司通过打造Top店，把优质资源更多的集中在核心目标市场，聚焦单店经营提质增效，提高门店运用效率。线上方面，公司积极拓展抖音等新兴平台，持续深化营销内容创新，通过技术升级、跨界合作、数据分析与智能投放等方式，探索销售新模式，实现全方位高质发展。截至3月31日，羽绒服业务门店数较上一财年末减少206家至3217家，其中自营净减少263家，经销净增加57家。

大股东减持4亿股，基本面趋势不变 公司发布公告，董事局主席高德康将按每股4.31港元（较昨日收盘价4.77元折价9.6%）配售现有股份4亿股，预计配售将于7月5日完成，锁定期一年。募得资金主要用于偿还非上市集团的银行贷款和用于从事慈善公益事业。此次减持不影响公司基本面。

投资建议：波司登作为国民羽绒服第一品牌，持续聚焦主航道、聚焦主品牌，在核心业务稳健发展的同时，不断推出创新产品系列，拓宽品牌的覆盖范围，新品的持续推出有望继续推动业绩增长。综合考虑，我们预测2025-2027财年EPS为0.32/0.37/0.42元，给予公司2024财年17倍PE，目标价5.9港元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，消费需求疲软；气候变化使销售不及预期。

31/3 年结; RMB 百万	2022/23FY	2023/24FY	2024/25E	2025/26E	2026/27E
营业收入	16,774	23,214	26,679	30,343	34,085
增长率 (%)	3.5%	38.4%	14.9%	13.7%	12.3%
净利润	2,139	3,074	3,617	4,154	4,677
增长率 (%)	3.7%	43.7%	17.7%	14.9%	12.6%
毛利率 (%)	59.5%	59.6%	59.6%	59.9%	60.1%
净利润率 (%)	12.7%	13.2%	13.6%	13.7%	13.7%
每股收益 (元)	0.21	0.28	0.32	0.37	0.42
每股净资产 (元)	1.13	1.24	1.31	1.38	1.47
市盈率	21.12	15.65	13.66	11.89	10.56
市净率	3.92	3.57	3.40	3.21	3.03
股息收益率 (%)	3.61	5.05	5.86	6.73	7.57

资料来源：公司资料，安信国际预测

投资评级： 买入

目标价格： 5.9 港元

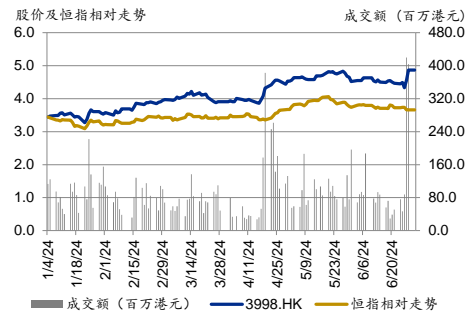
现价 (2024-7-2)： 4.77 港元

总市值(百万港元)	53,531.52
流通市值(百万港元)	53,531.52
总股本(百万股)	10,992.10
流通股本(百万股)	10,992.10
12个月低/高(港元)	3.2/4.9
平均成交(百万港元)	106.06

股东结构

康博投资	25.93%
康博发展	18.29%
盈新国际	15.68%
豪威企业	5.59%
其他	34.51%
总共	100.00%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.74	17.44	62.98
绝对收益	7.74	24.55	56.65

数据来源：Wind、港交所、公司

杨怡然 消费行业分析师

+852-2213 1401

laurayang@eif.com.hk

附表：财务报表预测

利润表 (31/3 年结; RMB 百万)					
	2022/23FY	2023/24FY	2024/25E	2025/26E	2026/27E
收入	16,774	23,214	26,679	30,343	34,085
销售成本	-6,798	-9,380	-10,788	-12,180	-13,583
毛利	9,976	13,834	15,891	18,163	20,502
销售费用	-6,125	-8,055	-9,471	-10,772	-12,100
管理费用	-1,204	-1,508	-1,868	-2,124	-2,386
经营溢利	2,957	4,487	4,877	5,624	6,408
财务开支	83	158	192	191	133
除税前溢利	2,887	4,541	4,962	5,701	6,419
所得税	-731	-1,421	-1,290	-1,482	-1,669
期内净利润	2,156	3,120	3,672	4,219	4,750
股东应占利润	2,139	3,074	3,617	4,154	4,677
少数股东应占利润	18	46	55	64	73
EPS (元)	0.20	0.28	0.32	0.37	0.42
同比增长率					
收入 (%)	3.46%	38.39%	14.93%	13.73%	12.33%
净利润 (%)	3.70%	43.74%	17.66%	14.86%	12.57%

资产负债表 (31/3 年结; RMB 百万)					
	2022/23FY	2023/24FY	2024/25E	2025/26E	2026/27E
现金及现金等价物	3,718	6,227	4,685	6,910	5,729
应收账款	923	1,498	1,718	1,940	2,169
存货	2,689	3,197	3,896	4,113	4,819
流动资产总额	14,722	19,019	17,720	20,013	19,448
固定资产	1,990	1,809	2,748	3,641	4,489
无形资产	1,342	1,236	1,201	1,165	1,129
非流动资产总额	6,221	6,753	7,508	8,232	8,926
总资产	20,943	25,771	25,228	28,246	28,374
应付账款	3,097	5,177	4,281	6,397	5,511
计息借贷	770	768	784	799	815
应付即期税项	669	497	547	601	662
可换股债券	0	1,710	1,710	1,710	1,710
流动负债总额	6,054	11,183	9,942	12,152	11,367
递延税项负债	142	309	303	297	291
可换股债券	1,603	0	0	0	0
非流动负债总额	2,284	769	739	712	685
总负债	8,338	11,952	10,681	12,863	12,051
归属股东权益	12,547	13,735	14,459	15,290	16,225
少数股东权益	57	84	88	93	97
股东权益	12,604	13,819	14,547	15,382	16,322

(转下页)

现金流量表 (31/3 年结; RMB 百万)					
	2022/23FY	2023/24FY	2024/25E	2025/26E	2026/27E
经营活动现金流	3,051	7,264	1,282	5,887	3,109
投资活动现金流	617	-1,513	620	326	280
融资活动现金流	-2,493	-3,218	-3,444	-3,987	-4,571
现金变化	1,174	2,533	-1,542	2,225	-1,181
期初持有现金	2,503	3,718	6,227	4,685	6,910
期末持有现金	3,718	6,227	4,685	6,910	5,729

财务数据					
	2022/23FY	2023/24FY	2024/25E	2025/26E	2026/27E
盈利能力					
毛利率	59.5%	59.6%	59.6%	59.9%	60.1%
净利率	12.7%	13.2%	13.6%	13.7%	13.7%
ROE	17.2%	23.3%	25.5%	27.8%	29.5%
营运表现					
行销费用/收入 (%)	43.7%	41.2%	42.5%	42.5%	42.5%
实际税率 (%)	25.3%	31.3%	26.0%	26.0%	26.0%
股息支付率 (%)	83.4%	81.1%	80.0%	80.0%	80.0%
库存周转天数	144	115	120	120	120
应收账款天数	23	19	22	22	22
应付账款天数	171	161	160	160	160

资料来源: 公司资料, 安信国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给您参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标、财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010