

2024年12月3日  
 波司登 (3998.HK)

## 公司动态分析

证券研究报告

纺织服装

投资评级: **买入**

**维持评级**

6个月目标价 **5.6 港元**

股价 2024-12-2 **4.13 港元**

总市值(亿港元)	45,823.45
流通市值(亿港元)	45,823.45
总股本(亿股)	11,095.27
流通股本(亿股)	11,095.27
12个月低/高(港元)	3.2/5.1
平均成交(百万港元)	180.80

### 股东结构

康博投资	25.76%
康博发展	18.16%
盈新国际	11.94%
花旗银行	5.55%
其他	38.59%
总共	100.0%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-1.47	-3.23	18.31
绝对收益	-6.14	7.27	34.47

数据来源: Wind、港交所、公司

## 品类创新带来新增量，期待销售旺季表现

事件: 近日, 波司登公布 FY25H1 业绩, 收入同比上升 17.8%, 归母净利润同比上升 23.0%, 好于预期。综合考虑, 我们预测 2025-2027 财年 EPS 为 0.32/0.36/0.41 元, 给予公司 2024/25 财年 16 倍 PE, 目标价 5.6 港元, 维持“买入”评级。

### 报告摘要

**收入快速增长, 品类持续创新** 截至 2024 年 9 月 30 日止, 集团上半财年收入录得 88.04 亿元, 同比上升 17.8%, 归母净利润录得 11.3 亿元, 同比上升 23%, 收入和利润均取得亮眼增长, 且利润保持快于收入的增速。

**品牌羽绒服业务:** 收入同比增长 22.7% 至 60.6 亿元, 毛利率下滑 0.1pp 至 61.1%。波司登主品牌录得收入 52.8 亿元, 同比增长 19.4%, 主要是新品类防晒衣和冲锋衣羽绒服热销带动, 毛利率同比提升 0.9pp 至 65.4%; 雪中飞抓住中低端羽绒服市场的机会, 收入同比增长 47.1% 至 3.9 亿元, 毛利率同比提升 6pp 至 50.1%; 高性价比品牌冰洁收入同比增长 61.7% 至 0.21 亿元, 毛利率同比下滑 7.6pp 至 19.1%。

**OEM 业务:** 收入同比增长 13.4% 至 23.2 亿元, 毛利率同比下滑 0.3pp 至 20.1%, 公司聚焦核心客户拓展品类并持续新增高质量客户, 此外持续提升的快反能力也能更好的匹配客户需求。

**女装业务:** 由于女装行业持续低迷, 该分部收入同比下滑 21.5% 至 3.08 亿元, 同时由于产品结构调整, 毛利率同比下滑 5.9pp 至 61.8%。

**多元化业务:** 收入同比增长 21.3% 至 1.17 亿元, 毛利率同比提升 1.3pp 至 27.6%, 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。

**持续优化渠道质量, 提升运营效率** 线下方面, 公司持续坐实单店, 形成以官方旗舰店为主, 细分类目及区域 Top 店为主轴的火箭型渠道矩阵, 实现立体高质量增长。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, 实现全方位高质量发展。截至 9 月 30 日, 羽绒服业务门店数较上一财年末减少 29 家至 3188 家, 其中自营净增加 18 家, 经销净减少 47 家。

**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, 通过推出创新产品系列, 拓宽品牌的覆盖范围, 从而推动业绩增长。综合考虑, 我们预测 2025-2027 财年 EPS 为 0.32/0.36/0.41 元, 给予公司 2024/25 财年 16 倍 PE, 目标价 5.6 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。

### 财务及估值摘要

(年结 31/3; RMB 百万)	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26E	2026/27E
营业收入	16,774	23,214	26,648	30,005	33,492
增长率 (%)	3.5%	38.4%	14.8%	12.6%	11.6%
归母净利润	2,139	3,074	3,601	4,050	4,524
增长率 (%)	3.7%	43.7%	17.1%	12.5%	11.7%
毛利率 (%)	59.5%	59.6%	59.2%	59.3%	59.6%
归母净利率 (%)	12.7%	13.2%	13.5%	13.5%	13.5%
每股盈利 (元)	0.21	0.28	0.32	0.36	0.41
每股净资产 (元)	1.13	1.24	1.31	1.38	1.46
市盈率 (x)	18.29	13.55	11.88	10.56	9.45
市销率 (x)	3.39	3.09	2.94	2.78	2.63
股息收益率 (%)	4.17	5.83	6.74	7.58	8.46

数据来源: 公司资料, 国证国际预测

杨怡然 CFA  
 消费行业分析师  
 laurayang@sdicsi.com.hk

**附表：财务报表预测**

利润表 (RMB 百万)					
	2022/23FY	2023/24FY	2024/25E	2025/26E	2026/27E
营业收入	16,774	23,214	26,648	30,005	33,492
营业成本	-6,798	-9,380	-10,861	-12,206	-13,537
<b>毛利</b>	<b>9,976</b>	<b>13,834</b>	<b>15,788</b>	<b>17,798</b>	<b>19,955</b>
销售费用	-6,125	-8,055	-9,460	-10,652	-11,890
管理费用	-1,204	-1,508	-1,812	-2,040	-2,277
<b>经营溢利</b>	<b>2,957</b>	<b>4,487</b>	<b>4,839</b>	<b>5,463</b>	<b>6,180</b>
财务开支	83	158	215	216	158
<b>除税前溢利</b>	<b>2,887</b>	<b>4,541</b>	<b>4,941</b>	<b>5,558</b>	<b>6,209</b>
所得税	-731	-1,421	-1,285	-1,445	-1,614
<b>期内净利润</b>	<b>2,156</b>	<b>3,120</b>	<b>3,656</b>	<b>4,113</b>	<b>4,595</b>
股东应占利润	2,139	3,074	3,601	4,050	4,524
少数股东应占利润	18	46	55	63	71
<b>EPS (元)</b>	<b>0.20</b>	<b>0.28</b>	<b>0.32</b>	<b>0.36</b>	<b>0.41</b>
<b>同比增长率</b>					
收入 (%)	3.46%	38.39%	14.79%	12.60%	11.62%
净利润 (%)	3.70%	43.74%	17.15%	12.47%	11.70%

资产负债表 (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	4,702	6,913	5,709
应收账款	923	1,498	1,714	1,903	2,135
存货	2,689	3,197	3,944	4,082	4,819
<b>流动资产总额</b>	<b>14,722</b>	<b>19,019</b>	<b>17,781</b>	<b>19,949</b>	<b>19,393</b>
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
<b>非流动资产总额</b>	<b>6,221</b>	<b>6,753</b>	<b>7,508</b>	<b>8,232</b>	<b>8,926</b>
<b>总资产</b>	<b>20,943</b>	<b>25,771</b>	<b>25,289</b>	<b>28,181</b>	<b>28,320</b>
应付账款	3,097	5,177	4,345	6,357	5,512
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
<b>流动负债总额</b>	<b>6,054</b>	<b>11,183</b>	<b>10,006</b>	<b>12,111</b>	<b>11,367</b>
递延税项负债	142	309	303	297	291
可换股债券	1,603	0	0	0	0
<b>非流动负债总额</b>	<b>2,284</b>	<b>769</b>	<b>739</b>	<b>712</b>	<b>685</b>
<b>总负债</b>	<b>8,338</b>	<b>11,952</b>	<b>10,745</b>	<b>12,822</b>	<b>12,052</b>
归属股东权益	12,547	13,735	14,456	15,266	16,171
少数股东权益	57	84	88	93	97
<b>股东权益</b>	<b>12,604</b>	<b>13,819</b>	<b>14,544</b>	<b>15,358</b>	<b>16,268</b>

(转下页)

现金流量表 (RMB 百万)					
	2022/23FY	2023/24FY	2024/25E	2025/26E	2026/27E
经营活动现金流	3,051	7,264	1,291	5,835	2,967
投资活动现金流	617	-1,513	620	326	280
融资活动现金流	-2,493	-3,218	-3,437	-3,948	-4,451
<b>净现金流</b>	<b>1,174</b>	<b>2,533</b>	<b>-1,526</b>	<b>2,212</b>	<b>-1,204</b>
期初持有现金	2,503	3,718	6,227	4,702	6,913
期末持有现金	3,718	6,227	4,702	6,913	5,709

重点财务数据					
	2022/23FY	2023/24FY	2024/25E	2025/26E	2026/27E
<b>盈利能力</b>					
毛利率	59.5%	59.6%	59.2%	59.3%	59.6%
净利率	12.7%	13.2%	13.5%	13.5%	13.5%
ROE	17.2%	23.3%	25.4%	27.1%	28.6%
<b>营运表现</b>					
行销费用/收入(%)	43.7%	41.2%	42.3%	42.3%	42.3%
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：公司公告，国证国际预测

**客户服务热线**

香港：2213 1888

国内：40086 95517

**免责声明**

此报告只提供给阁下作参考用途，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国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。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。国证国际，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、意见及推测反映国证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。国证国际，其母公司或任何其他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或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。

国证国际及其高级职员、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。国证国际，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至日本、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)，国证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。

收件人应注意国证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，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证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。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

**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。
- 国证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。

**国证国际证券(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