

# 波司登 (03998.HK)

## 羽绒服终端销售火热，全年业绩估计快速增长

我们判断近期公司羽绒服业务销售火热，有望带动全年靓丽业绩表现。当下正处于羽绒服销售旺季，我们估计近期公司品牌羽绒服业务流水高速增长。考虑行业销售表现、气温变化及基数情况，我们估计波司登主品牌12月单月零售同比高速增长（线下估计快于线上）/全财年营收有望增长超过20%。

**分业务：**我们判断品牌羽绒服业务终端销售表现出色、全年有望超出预期，OEM业务预计稳健增长。

1、品牌羽绒服业务：我们估计FY2024品牌羽绒服销售同比有望快速增长超20%（FY2024H1销售同比+28.1%）。1）主品牌新品持续迭代创新，打造人气爆款，受到消费者欢迎，例如升级迭代户外、商务系列，挖掘消费者多场景、跨季节的羽绒服着装需求；例如结合户外流行趋势，推出三合一冲锋羽绒服等核心SKU。优质产品推新+各地迅速降温+上一年同期基数较低，我们判断2023年冬季以来公司羽绒服销售同比持续高速增长。2）分品牌来看：我们根据行业零售情况判断：①主品牌波司登品质持续向上升级，销量高速增长估计有望带动全财年收入增长超过20%；②雪中飞品牌转型有成效，FY2024销售也有望快速增长。3）分渠道来看，考虑基数差异，我们判断FY2024财年初至今（2023年4~12月）品牌羽绒服业务中加盟高速增长/直营快速增长/电商稳健增长。

2、OEM贴牌加工业务FY2024H1销售同比+7.8%至20.4亿元，毛利率同比持平为20.4%。我们根据行业情况判断上半财年增速较弱主要系部分产品延迟发货所致，估计全财年业务销售有望快速增长10%~20%。

3、女装业务FY2024H1销售同比+15.4%至3.9亿元，符合行业情况，我们判断全财年在低基数下有望稳健快速增长。

**营运周转健康，库存控制有效，首订比例控制在40%左右。**公司延续精细化订货管理，首订比例控制在40%左右，后续60%左右依照销售情况滚动下单，通过拉式补货、小单快反等方式，在促进销售的同时实现库存的有效控制。据公司公告，FY2024H1公司库存周转天数同比-21天至160天，我们判断后续营运有望保持健康。

**展望FY2024：全财年业绩快速增长确定性强。**1）上一财年公司业绩基数较低（FY2023收入+3.5%至168亿元，业绩+3.7%至21亿元）。2）FY2024H1（截至2023年9月30日止六个月之中期业绩）公司收入/业绩分别同比增长21%/25%至74.7/9.2亿元。考虑近期公司品牌终端销售火热，我们估计FY2024全财年品牌羽绒服业务销售有望快速增长超过20%/OEM业务销售预计增长10%~20%，综合来看我们估计公司全财年收入预计增长23%/业绩预计增长26%，维持高质量增长趋势。

**投资建议。**公司品牌及产品持续升级、渠道优化，盈利增长有望持续。考虑公司近期销售表现，我们调整盈利预测，预计FY2024~2026归母净利润分别27.0/31.1/35.9亿元，对应FY2024 PE为13倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**消费环境波动；冷暖冬影响终端销售；渠道优化不达预期。

| 财务指标          | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）     | 16,214 | 16,774 | 20,621 | 23,571 | 26,909 |
| 增长率 yoy (%)   | 20.0   | 3.5    | 22.9   | 14.3   | 14.2   |
| 归母净利润（百万元）    | 2,062  | 2,139  | 2,697  | 3,114  | 3,586  |
| 增长率 yoy (%)   | 20.6   | 3.7    | 26.1   | 15.4   | 15.2   |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.19   | 0.20   | 0.25   | 0.29   | 0.33   |
| 净资产收益率 (%)    | 16.8   | 17.1   | 20.2   | 21.0   | 21.6   |
| P/E (倍)       | 16.9   | 16.3   | 12.9   | 11.2   | 9.7    |
| P/B (倍)       | 2.9    | 2.8    | 2.6    | 2.4    | 2.1    |

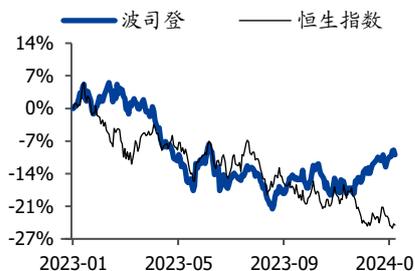
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2024年1月12日收盘价

买入（维持）

### 股票信息

|               |           |
|---------------|-----------|
| 行业            | 服装        |
| 前次评级          | 买入        |
| 1月12日收盘价(港元)  | 3.51      |
| 总市值(百万港元)     | 38,289.61 |
| 总股本(百万股)      | 10,908.72 |
| 其中自由流通股(%)    | 100.00    |
| 30日日均成交量(百万股) | 25.20     |

### 股价走势



### 作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

研究助理 王佳伟

执业证书编号：S0680122060018

邮箱：wangjiawei@gszq.com

### 相关研究

- 《波司登 (03998.HK)：FY2024H1 业绩超预期，全年靓丽表现预计持续》2023-11-28
- 《波司登 (03998.HK)：FY2023 表现平稳，FY2024 值得期待》2023-06-29
- 《波司登 (03998.HK)：品类创新，期待全年》2022-11-25





### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级               | 说明                     |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6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。 | 股票评级 | 买入               | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持               | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有               | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   |      | 减持               | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   | 行业评级 | 增持               | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性               | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持  |      | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |                        |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com