

2024年1月24日

ESG 维持 A 级，冷冬叠加改革效果显著

波司登 (3998. HK)

评级:	买入	股票代码:	3998
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	4.42/2.79
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	365.4
最新收盘价(港元):	3.27	自由流通市值(亿港元)	356.7
		自由流通股数(亿)	109.1

事件概述

根据最新 MSCI ESG 报告，波司登持续被国际评级机构评为 A 级，为中国品牌纺织服装企业最佳评级，引领可持续时尚发展。此外，我们考虑到外部冷冬持续、叠加公司在产品端拓展户外系列、渠道端通过快闪店持续发力，上调盈利预测。

分析判断

公司将节能降碳、绿色发展作为企业重要战略，积极践行“可持续时尚”，履行示范引领责任，持续深化行业及企业绿色低碳转型。根据公司公告，1) 集团设立了行业领先的 ESG 体系，将 ESG 评级标准纳入发展战略和日常运营，并持续完善和规范公司治理机制。2) 集团一直以人为本，2023 年集团员工接受培训总时长超过 26 万小时，管

理层女性占比超过 49.0%，较 2022 年同期增长 3.2 个百分点。此外，公司累计捐款超过人民币 12 亿元，受益群众累计达 119.2 万名。3) 公司以产品先锋为使命，发力优选材料、研发创新，截至 2023 年 9 月 30 日，集团已累计专利 746 项（含发明、实用新型、及外观专利），产品市场退残率标准降至低于 0.08%，其中高端产品降低至 0.035%。4) 公司坚持绿色低碳发展，2023 财年公司使用的羽绒 100% 获得“负责任羽绒标准”RDS 认证，70% 的羽绒获得生态纺织品 OEKO-TEX® 认证，48% 的羽绒经过 bluesign® 认证，同时积极打造低碳门店。

投资建议

我们分析，公司未来空间在于：（1）扩品类：公司持续推出防晒服、轻薄羽绒服二次迭代升级以及一衣三穿冲锋衣鹅绒服等，户外产品是今年较大看点，未来公司四季化产品比重有望进一步提升，熨平周期波动；（2）尽管门店调整，但扩面积和快闪店仍具有较大空间；（3）未来公司仍存在控费空间，净利率仍有望提升；（4）长期来看，公司市占率仍有提升空间。考虑外部冷冬持续、叠加公司在产品端拓展户外系列、渠道端通过快闪店持续发力，公司店效提升好于预期，上调公司 FY24-26 年收入预测 196/225/255 亿元至 202/233/264 亿元，上调 FY24-26 年归母净利润预测 25.5/30.46/35.73 亿元至 27.1/32.2/37.8 亿元，对应上调 FY24-26 年 EPS 0.23/0.28/0.33 元至 0.25/0.30/0.35 元，2024 年 1 月 22 日收盘价 3.27 港元对应 PE 为 12/10/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

开店不及预期风险；暖冬风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入(百万元)	16213.61	16774.22	20233.21	23312.17	26448.41
YoY (%)	19.95%	3.46%	20.62%	15.22%	13.45%
归母净利润(百万元)	2062.32	2138.57	2713.78	3222.32	3780.14
YoY (%)	20.63%	3.70%	26.90%	18.74%	17.31%
毛利率 (%)	60.06%	59.47%	59.50%	60.01%	60.48%
每股收益(元)	0.19	0.20	0.25	0.30	0.35

ROE (%)	0.17	0.17	0.18	0.17	0.17
市盈率	17.58	20.32	11.96	10.07	8.59

资料来源：公司公告，华西证券研究所 注：1 港元=0.91 元人民币

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E		FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业总收入	16774.22	20233.21	23312.17	26448.41	净利润	2138.57	2713.78	3222.32	3780.14
YoY (%)	3.46%	20.62%	15.22%	13.45%	折旧和摊销	949.43	78.17	77.31	76.54
营业成本	6798.34	8194.45	9322.54	10452.41	营运资金变动	25.82	755.54	9.24	229.18
营业税金及附加					经营活动现金流	3050.66	3268.46	3029.85	3806.83
销售费用	6124.70	7239.36	8322.18	9318.18	资本开支	-508.16	-33.57	-36.93	-40.62
管理费用	1204.02	1447.69	1637.68	1904.29	投资	983.08	0.00	0.00	0.00
财务费用	40.37	38.52	38.52	38.52	投资活动现金流	616.56	283.97	280.62	276.92
资产减值损失					股权募资	27.24	0.00	0.00	0.00
投资收益	-22.30	2.36	2.36	2.36	债务募资	-160.03	0.00	0.00	0.00
营业利润					筹资活动现金流	-2492.97	-38.52	-38.52	-38.52
营业外收支					现金净流量	1215.65	3513.92	3271.94	4045.23
利润总额	2887.31	3618.37	4296.43	5040.18	主要财务指标	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
所得税	730.93	904.59	1074.11	1260.05	成长能力				
净利润	2156.38	2713.78	3222.32	3780.14	营业收入增长率	3.46%	20.62%	15.22%	13.45%
归属于母公司净利润	2138.57	2713.78	3222.32	3780.14	净利润增长率	3.70%	26.90%	18.74%	17.31%
YoY (%)	3.70%	26.90%	18.74%	17.31%	盈利能力				
每股收益(元)	0.20	0.25	0.30	0.35	毛利率	59.47%	59.50%	60.01%	60.48%
资产负债表 (百万元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E	净利率	12.75%	13.41%	13.82%	14.29%
货币资金	3718.21	7232.13	10504.07	14549.30	总资产收益率 ROA	10.21%	11.62%	12.26%	11.77%
预付款项					净资产收益率 ROE	17.04%	17.78%	17.43%	16.98%
存货	2689.28	4349.25	4017.57	5804.02	偿债能力				
其他流动资产	528.12	222.57	256.43	290.93	流动比率	2.43	2.99	3.69	3.47
流动资产合计	14722.04	17169.14	20143.28	26009.46	速动比率	1.90	2.19	2.91	2.65
长期股权投资	235.54	235.54	235.54	235.54	现金比率	0.61	1.26	1.93	1.94
固定资产	1727.74	1726.42	1728.46	1734.11	资产负债率	39.81%	34.38%	29.45%	30.49%
无形资产	2164.05	2120.77	2078.35	2036.78	经营效率				
非流动资产合计	6220.65	6176.05	6135.67	6099.75	总资产周转率	0.79	0.91	0.94	0.91
资产合计	20942.68	23345.19	26278.94	32109.21	每股指标 (元)				
短期借款	770.41	770.41	770.41	770.41	每股收益	0.20	0.25	0.30	0.35
应付账款及票据	3097.32	4972.23	4683.65	6733.78	每股净资产	1.15	1.40	1.69	2.04
其他流动负债	1494.02	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.28	0.30	0.28	0.35
流动负债合计	6053.90	5742.63	5454.06	7504.19	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1603.11	1603.11	1603.11	1603.11	估值分析				
其他长期负债	681.30	681.30	681.30	681.30	PE	20.32	11.96	10.07	8.59
非流动负债合计	2284.41	2284.41	2284.41	2284.41	PB	3.46	2.13	1.76	1.46
负债合计	8338.32	8027.04	7738.47	9788.60					
股本	0.82	0.82	0.82	0.82					
少数股东权益	57.26	57.26	57.26	57.26					
股东权益合计	12604.37	15318.15	18540.47	22320.61					
负债和股东权益合计	20942.68	23345.19	26278.94	32109.21					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，12年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。