

## 公司研究

## 23Q4 销售表现理想，降温和春节较晚等因素有利于冬装销售

## ——波司登（3998.HK）近期经营情况点评

## 要点

## 23Q4 冬装线上销售数据亮眼，主品牌波司登、雪中飞并驾齐驱双双发力

公司 2024 上半财年（23.3~9）实现收入 74.72 亿元、同比增 20.9%，归母净利润 9.19 亿元、同比增 25.1%，业绩超预期。其中羽绒服业务收入同比增 28.1%，主品牌波司登、雪中飞收入同比增 25.5%、52.2%。

**23Q4 进入冬装销售旺季，公司线上销售数据亮眼。**根据萝卜投资，主品牌波司登 23 年 10~12 月在天猫/京东/抖音销售额累计同比增 32%/43%/139%，雪中飞在抖音表现亮眼、销售额累计同比增 158%。23 年“双十一”期间，天猫平台上主品牌波司登成交额位列服装行业总榜单第 2 名、位列女装榜单第 1 名；抖音平台上雪中飞、主品牌波司登位列服饰内衣类目第 2、3 名。

## 五大经典系列、多品牌布局满足多重需求，渠道、供应链持续优化

主品牌波司登五大经典系列兼顾多重需求，包括极寒系列、高端户外系列、泡芙系列、滑雪系列、登峰系列。其中明星单品三合一冲锋羽绒服，采用 3 重科技防护面料，现位列天猫羽绒服年度榜单第 2 名。临近 24 年春节，波司登推出龙年联名系列，继续扩大品牌声量；另外上半财年小品牌雪中飞增长突出、发力高性价比定位。

同时公司持续优化渠道结构，对店铺进行分层经营，提升单店店效，截至 23 年 9 月末主品牌波司登、雪中飞门店分别为 3037 家、276 家。供应链方面，公司注重强化快反优势，通过拉式补货、快速上新及小单快反的形式提高周转效率。

## 公司 MSCI ESG 评级再获 A 级，亦为中国品牌纺织服装企业最佳评级

**波司登 MSCI ESG 评级再获 A 级，彰显龙头综合竞争力。**波司登于 2023 财年首次提出可持续时尚理念，推进绿色低碳转型。针对环保原料、绿色设计、智能制造、节能降耗、减少污染、绿色物流与仓储、废物管理及包装材料的控制等环节，公司采取有力措施推进碳排放量化和碳目标考核。此前于 2023 年 1 月，MSCI 将公司 ESG 评级由 BBB 级提升至 A 级，在 2024 年 1 月公司再次获得 A 评级，此评级亦为中国品牌纺织服装企业最佳评级。

## 寒潮来袭、春节较晚利好公司冬装销售，上调盈利预测、维持“买入”评级

近期寒潮来袭，本轮寒潮影响范围广、降温幅度大，利好公司冬装销售。同时 24 年春节时间较晚，公司节前冬装销售时间进一步延长，终端销售表现可期。结合上述因素，考虑公司近期冬装销售向好，我们上调公司 24~26 财年盈利预测（归母净利润较前次预测分别上调 4%/3%/2%），按最新股本计算，对应 24~26 财年 EPS 为 0.25、0.29、0.34 元，24 财年和 25 财年 PE 分别为 12 倍、10 倍，继续看好公司作为羽绒服龙头、市场份额稳步提升，维持“买入”评级。

**风险提示：终端消费疲软、极端天气、费用投入效果不及预期、新产品或小品牌销售不及预期。**

## 公司盈利预测与估值简表

指标	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入（百万元）	16,214	16,774	20,285	23,410	26,781
营业收入增长率	19.95%	3.46%	20.93%	15.41%	14.40%
净利润（百万元）	2,062	2,139	2,710	3,182	3,709
净利润增长率	20.63%	3.70%	26.71%	17.44%	16.55%
EPS（元）	0.19	0.20	0.25	0.29	0.34
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.87%	16.97%	20.72%	23.35%	25.98%
P/E	16	15	12	10	9
P/B	3	3	2	2	2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-01-22，港币汇率采用 1HKD=0.9095RMB 计算

## 买入（维持）

当前价：3.27 元港币

## 作者

分析师：唐佳睿 CFA FCPA(Aust.) ACCA CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001  
021-52523866  
tangjiarui@ebsecn.com

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001  
021-52523672  
sunww@ebsecn.com

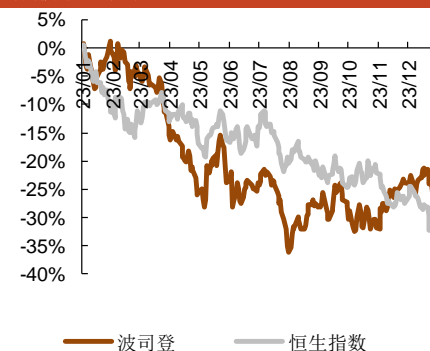
分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004  
021-52523842  
zhujieyu@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	109.09
总市值(亿港元):	356.72
一年最低/最高(港元):	2.83/4.69
近 3 月换手率:	19.5%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.2	12.8	10.8
绝对	-5.2	0.9	-21.3

资料来源：Wind

## 相关研报

上半财年业绩超预期，期待冬装销售旺季中亮眼表现——波司登（3998.HK）2024 财年中中期业绩点评（2023-11-29）

复杂环境下业绩保持稳健增长，期待羽绒服龙头积极复苏——波司登（3998.HK）2023 财年中中期业绩点评（2023-06-29）

疫情扰动下业绩高质量增长，期待旺季中羽绒服龙头市场份额继续提升——波司登（3998.HK）2023 财年中中期业绩点评（2022-11-26）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	16214	16774	20285	23410	26781
营业成本	(6476)	(6798)	(8094)	(9306)	(10628)
营业毛利	9737	9976	12191	14104	16153
销售费用	(6171)	(6125)	(7370)	(8475)	(9625)
管理费用	(1203)	(1204)	(1420)	(1615)	(1834)
财务收入/(费用)净额	117	83	78	103	135
EBT	2672	2887	3658	4297	5008
所得税	(613)	(731)	(926)	(1088)	(1268)
净利润 (含少数股东损益)	2059	2156	2732	3209	3740
少数股东损益	(4)	18	23	27	31
净利润 (不含少数股东损益)	2062	2139	2710	3182	3709
EPS (元人民币/股)	0.19	0.20	0.25	0.29	0.34

现金流量表 (百万元)	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
<b>经营活动现金流</b>	2670	3051	3224	4131	4347
净利润	2062	2139	2710	3182	3709
折旧摊销	(893)	(949)	(874)	(845)	(823)
营运资本变化	308	(91)	(477)	(14)	(303)
其他经营活动产生的现金	1192	1953	1865	1808	1763
<b>投资活动产生现金流</b>	(686)	617	(739)	(739)	(739)
资本性支出	(1125)	(739)	(739)	(739)	(739)
投资变化	439	1356	0	0	0
其他投资活动产生的现金	0	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	(1233)	(2493)	(2280)	(2704)	(3143)
债务增加	(5)	4	0	0	0
股本增加	0	0	0	0	0
支付的股利合计	(1654)	(1784)	(2260)	(2654)	(3093)
其他筹资活动产生的现金	426	(713)	(20)	(50)	(50)
<b>净现金流</b>	752	1174	204	688	464

## 主要指标

盈利能力	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
毛利率	60.1%	59.5%	60.1%	60.2%	60.3%
EBITDA 率	23.2%	24.1%	23.4%	22.8%	22.5%
EBIT 率	17.7%	18.5%	19.0%	19.2%	19.4%
税前净利润率	16.5%	17.2%	18.0%	18.4%	18.7%
归母净利润率	12.7%	12.7%	13.4%	13.6%	13.8%
ROA	9.7%	10.3%	12.6%	14.3%	16.2%
ROE (摊薄)	16.9%	17.0%	20.7%	23.3%	26.0%
经营性 ROIC	24.3%	19.9%	23.9%	26.7%	29.6%

偿债能力	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
资产负债率	42.6%	39.8%	39.6%	39.2%	38.3%
流动比率	2.2	2.4	2.5	2.6	2.7
速动比率	1.8	2.0	2.0	2.0	2.1
归母权益/有息债务	0.6	0.7	0.9	1.0	1.2
有形资产/有息债务	5.6	6.0	6.3	6.7	7.1

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 按最新股本摊薄测算, 港币汇率采用 1HKD=0.9095RMB 计算

资产负债表 (百万元)	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
<b>流动资产</b>	14737	14722	15691	16624	17497
现金及等价物	2809	5543	5772	6460	6924
应收账款及应收票据合计	2718	2421	2648	2731	2901
存货 (净值)	2688	2689	3202	3364	3603
其他流动资产/受限制现金	6521	4069	4069	4069	4069
<b>非流动资产</b>	6547	6221	5968	5745	5544
固定资产/PP&E	1758	1728	1625	1547	1489
使用权资产	1122	978	978	978	978
递延税项资产	611	649	649	649	649
无形资产和商誉	1496	1342	1193	1047	904
其他非流动资产	1559	1523	1523	1523	1523
<b>总资产</b>	21284	20943	21659	22369	23040
<b>流动负债</b>	6610	6054	6296	6477	6533
短期借贷及长期借贷当期到期部分	934	770	750	700	650
应付账款及票据	4786	4351	4613	4844	4950
应交税费	620	669	669	669	669
其他流动负债	270	264	264	264	264
<b>非流动负债</b>	2447	2284	2284	2284	2284
递延税项负债	166	142	142	142	142
可转换债券	1600	1603	1603	1603	1603
其他非流动负债	681	539	539	539	539
经营性负债合计	5573	5162	5424	5656	5762
股本	1	1	1	1	1
储备	12192	12546	12996	13524	14140
少数股东权益	33	57	80	106	137
<b>股东权益合计 (不含少数股东权益)</b>	12193	12547	12997	13525	14141
<b>股东权益合计 (含少数股东权益)</b>	12226	12604	13077	13632	14278
<b>负债及股东权益合计</b>	21284	20943	21659	22369	23040

费用率	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
销售费用率	38.1%	36.5%	36.3%	36.2%	35.9%
管理费用率	7.4%	7.2%	7.0%	6.9%	6.9%
财务费用率	-0.7%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.5%
所得税率	23.0%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%

每股指标	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
每股红利 (HKD)	0.17	0.18	0.23	0.27	0.31
每股经营现金流	0.24	0.28	0.30	0.38	0.40
每股净资产	1.12	1.16	1.20	1.25	1.31
每股销售收入	1.49	1.54	1.86	2.15	2.46

估值指标	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
PE	16	15	12	10	9
PB	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	8.8	7.4	6.3	5.5	4.8
股息率	5.1%	5.5%	7.0%	8.2%	9.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP