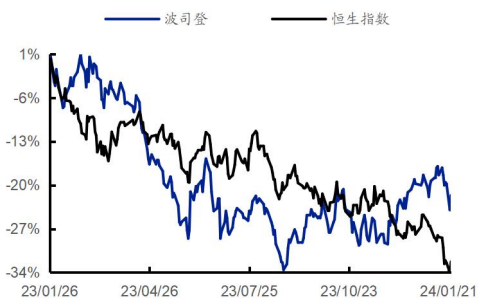


研究所:  
 证券分析师: 杨仁文 S0350521120001  
 yangrw@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 马川琪 S0350523050001  
 macq@ghzq.com.cn  
 联系人: 廖小慧 S0350122080035  
 liaoxh@ghzq.com.cn

## MSCI ESG 评级再获 A 级，户外冰雪热促进终端销售

### ——波司登 (03998) 事件点评报告

#### 最近一年走势



相对恒生指数表现		2024/01/23		
表现	1M	3M	12M	
波司登	-2.3%	2.9%	-19.2%	
恒生指数	-6.0%	-10.6%	-30.4%	

市场数据		2024/01/23
当前价格 (港元)		3.37
52 周价格区间 (港元)		2.83-4.69
总市值 (百万港元)		36,762.39
流通市值 (百万港元)		36,762.39
总股本 (万股)		1,090,872.14
流通股本 (万股)		1,090,872.14
日均成交额 (百万港元)		75.75
近一月换手 (%)		0.21

#### 相关报告

《波司登 (03998) FY2024H1 点评报告: 主品牌收入增速亮眼, 精简渠道提质增效 (买入)\*服装家纺\*杨仁文, 马川琪》——2023-11-29

《波司登 (03998) 年报点评报告: 主品牌毛利率提升, FY2024 有望稳步复苏 (买入)\*服装家纺\*杨仁文, 马川琪》——2023-07-03

《波司登 (03998) 点评报告: 渠道升级成效明显, 主品牌毛利率提升 (买入)\*纺织服饰\*杨仁文》——2022-11-26

#### 事件:

波司登 2024 年 1 月 22 日新闻: 国际权威评级机构 MSCI 在 2023 年 1 月将波司登的 ESG 评级中从“BBB”级提升至“A”级, 并于 2024 年 1 月再次得以维持“A”评级。

#### 投资要点:

- **集团坚持可持续时尚理念, MSCI ESG 评级维持 A 级:** 国际权威评级机构 MSCI 在 2023 年 1 月将集团 ESG 评级中从“BBB”级提升至“A”级, 并于 2024 年 1 月再次得以维持“A”评级。目前, 此评级为中国纺织服装业最佳评级。2023 财年, 集团使用的羽绒 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。集团于 2023 财年首次提出波司登的可持续时尚理念, 认为在创造和使用时尚产品过程中, 企业应综合考虑环境、社会和经济价值, 最大限度减少产品全生命周期内对环境和社会的负面影响, 我们看好未来集团将可持续发展的理念向价值链延伸, 持续深化行业及企业绿色低碳转型。
- **集团受益户外冰雪热, 滑雪品类有望成为新增长点。** 根据艾媒咨询, 2023 年我国冰雪运动带动市场规模 2023-2025 年 CAGR 预计达 18.8%, 在冰雪经济中, 冰雪装备的刚需属性更强。截至 2023 年底, 全国滑雪门票订单量周环比+113%, 较上年同期增长近两倍。得物平台数据显示, 2023 年 12 月第一周, 滑雪服销量同比增长 120%+, 滑雪眼镜销量同比增长 310%, 雪板订单量同比增长 130%。公司早在 2021 年与 BOGNER 博格纳公司成立合资公司, 进军高端滑雪赛道。目前波司登品牌已推出“滑雪 3.0”系列, 主推综合滑雪功能性与时尚风格的滑雪服, 价格在 2000-4000 元, 同时旗下子品牌雪中飞则推出了“高峰滑雪系列”, 打造“年轻人的首套滑雪服”, 价格 1500 左右, 更加亲民。因此我们认为, 公司有望持续受益于冰雪运动热, 滑雪品类有望成为新增长点。
- **盈利预测和投资评级:** 我们预计公司 FY2024-FY2025 年收入为 203.9、236.1 及 271.6 亿元人民币, 同比增 21.5%、15.8%、15.0%;

归母净利润 27.3、32.3、37.9 亿元人民币，同比增 27.8%、18.1%、17.5%。对应 1 月 23 日收盘价，PE 为 12.2、10.4 和 8.8X。我们看好公司长期品牌价值在品类扩张与产品升级下进一步获得更多消费者认可，实现亮眼收入与业绩增长，维持“买入”评级。

- **风险提示：** 门店扩张不及预期风险；产品市场反响不及预期风险；新品类开拓不及预期风险；经济下行需求复苏不足风险；市场竞争加剧，竞争格局恶化风险；其他风险等。

预测指标	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入（百万元）	16774.2	20387.2	23613.6	27155.7
增长率(%)	3.5	21.5	15.8	15.0
归母净利润（百万元）	2138.6	2732.8	3228.6	3794.0
增长率(%)	3.7	27.8	18.1	17.5
摊薄每股收益（元）	0.20	0.25	0.30	0.35
ROE(%)	17.0	17.9	17.4	17.0
P/E	15.6	12.2	10.4	8.8
P/B	2.7	2.2	1.8	1.5
P/S	2.0	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	12.2	7.7	7.1	5.8

注：财务单位为人民币，2024 年 1 月 23 日 1 港元=0.90967 元人民币

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：波司登盈利预测表（股价单位为港币，财务单位为人民币，2024年1月23日 1港元=0.90967元人民币）

证券代码:	03998				股价:	3.37		投资评级:	买入		日期:	2024/01/23	
财务指标	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E	每股指标与估值	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	17.0%	17.9%	17.4%	17.0%	EPS	0.20	0.25	0.30	0.35				
毛利率	59.5%	60.2%	60.5%	60.9%	BVPS	1.16	1.41	1.70	2.05				
期间费率	43.7%	42.5%	42.6%	42.7%	<b>估值</b>								
销售净利率	12.7%	13.4%	13.7%	14.0%	P/E	15.6	12.2	10.4	8.8				
<b>成长能力</b>					P/B	2.7	2.2	1.8	1.5				
收入增长率	3.5%	21.5%	15.8%	15.0%	P/S	2.0	1.6	1.4	1.2				
利润增长率	3.7%	27.8%	18.1%	17.5%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>FY2023A</b>	<b>FY2024E</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>				
总资产周转率	80.1%	79.8%	79.9%	78.6%	<b>营业收入</b>	<b>16774</b>	<b>20387</b>	<b>23614</b>	<b>27156</b>				
应收账款周转率	1817.4%	1500.0%	1500.0%	1500.0%	营业成本	6798	8123	9326	10610				
存货周转率	252.8%	260.0%	250.0%	250.0%	营业税金及附加								
<b>偿债能力</b>					销售费用	6125	7360	8548	9858				
资产负债率	39.8%	39.9%	37.2%	35.2%	管理费用	1204	1305	1511	1738				
流动比	243.2%	243.1%	266.7%	283.7%	财务费用	40	-20	-77	-101				
速动比	190.0%	198.4%	218.0%	234.7%	其他费用/(-收入)								
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>FY2023A</b>	<b>FY2024E</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>	<b>营业利润</b>	<b>2635</b>	<b>3600</b>	<b>4228</b>	<b>4950</b>				
现金及现金等价物	3718	5611	6438	8001	营业外净收支	315	0	0	0				
应收款项	923	1359	1574	1810	<b>利润总额</b>	<b>2887</b>	<b>3620</b>	<b>4305</b>	<b>5051</b>				
存货净额	2689	3124	3731	4244	所得税费用	731	887	1076	1257				
其他流动资产	528	408	472	543	<b>净利润</b>	<b>2156</b>	<b>2733</b>	<b>3229</b>	<b>3794</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>14722</b>	<b>19202</b>	<b>23005</b>	<b>27708</b>	少数股东损益	18	0	0	0				
固定资产	1728	1878	2111	2422	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2139</b>	<b>2733</b>	<b>3229</b>	<b>3794</b>				
在建工程					<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>FY2023A</b>	<b>FY2024E</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>				
无形资产及其他	2164	2131	2100	2071	<b>经营活动现金流</b>	<b>3051</b>	<b>4245</b>	<b>3240</b>	<b>4274</b>				
长期股权投资	236	236	236	236	净利润	2139	2733	3229	3794				
<b>资产总计</b>	<b>20943</b>	<b>25539</b>	<b>29546</b>	<b>34530</b>	少数股东权益	18	0	0	0				
短期借款	770	370	270	170	折旧摊销	0	283	297	318				
应付款项	3097	4062	4663	5305	公允价值变动	894	73	63	60				
预收帐款					营运资金变动	0	1156	-348	102				
其他流动负债	1494	2446	2511	2933	<b>投资活动现金流</b>	<b>617</b>	<b>-1900</b>	<b>-2300</b>	<b>-2600</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>6054</b>	<b>7898</b>	<b>8626</b>	<b>9766</b>	资本支出	0	-400	-500	-600				
长期借款及应付债券	1603	1623	1673	1723	长期投资	0	-1500	-1800	-2000				
其他长期负债	681	681	681	681	其他	617	0	0	0				
<b>长期负债合计</b>	<b>2284</b>	<b>2304</b>	<b>2354</b>	<b>2404</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2493</b>	<b>-453</b>	<b>-113</b>	<b>-110</b>				
<b>负债合计</b>	<b>8338</b>	<b>10202</b>	<b>10980</b>	<b>12171</b>	债务融资	-160	-380	-50	-50				
股东权益	12604	15337	18566	22360	权益融资	0	0	0	0				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20943</b>	<b>25539</b>	<b>29546</b>	<b>34530</b>	其它	-2333	-73	-63	-60				
					<b>现金净增加额</b>	<b>1174</b>	<b>1892</b>	<b>827</b>	<b>1564</b>				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【海外消费&纺织服装小组介绍】

马川琪：组长、资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。  
廖小慧：研究助理，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

## 【分析师承诺】

杨仁文，马川琪，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。