

## 买入

## 品牌羽绒服盈利能力稳健，库存健康，23 年轻装上阵

波司登 (3998.HK)

2023-07-05 星期三

### 投资要点

目标价：**4.30 港元**  
 现价：3.45 港元  
 预计升幅：24.6%

➤ **FY23 业绩略低于预期，收入/归母净利润分别+3.5%/+3.7%，主因疫情影响及集团在 22 自然年冬季主动支持经销商：**

2023 财年集团实现营收 167.7 亿元，同比+3.5%；毛利率同比-0.6pp 至 59.5%，集团毛利率下滑主要是由于 OEM 占比提升；归母净利润同比+3.7% 至 21.4 亿元，NPM 同比持平至 12.7%。拆分各业务收入，品牌羽绒服营收同比+2.7% 至 135.7 亿元；OEM 营收同比+21% 至 22.9 亿元，占总收入同比+2pp 至 14%。拆分品牌羽绒服，其中主品牌营收同比+1.2% 至 117.6 亿元；雪中飞营收同比+25.4% 至 12.2 亿元；冰洁因处于整合期，营收同比-46.7% 至 1.3 亿元。

### 重要数据

日期	2023/7/4
收盘价 (港元)	3.45
总股本 (亿股)	109.0
总市值 (亿港元)	376.2
净资产 (亿港元)	144.0
总资产 (亿港元)	239.2
52 周高低 (港元)	5.35/3.00
每股净资产 (港元)	1.31

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

期内业绩略低于预期，主因：(1) 22 冬季疫情影响门店客流，3 成门店无法正常开业；(2) 公司在 22 年冬季战略性主动支持经销商，包括在当年兑现了 1 亿多元的新开店的装修补贴（以往分 3 年兑现）、回收经销商库存 2.4 亿元，以上造成约 3-4 亿元的收入抵减；(3) 女装确认了 1.18 亿元的商誉减值。

➤ **品牌羽绒服毛利率提升，折扣有效控制，轻薄羽绒拓宽销售时间与空间：**  
 FY23 主品牌/雪中飞毛利率分别+1.4pp/-1.3pp 至 70.8%/46.0%。主品牌在 22 冬季疫情压力下维持优秀的价格纪律，并没有做大规模促销。我们测算 22 自然年轻薄羽绒服占主品牌销售占比约 15%，预计 23 年该占比有望进一步提升。雪中飞品牌所在的中低端高性价比羽绒服市场竞争激烈。OEM 毛利率同比+1.3pp 至 19.9%，我们预计 FY24 OEM 有望实现约 2 成的收入增长。

➤ **渠道提效以匹配品牌升级，库存健康，批发渠道 23 年轻装上阵：**  
 公司采取关低效店、开大店关小店、分店态运营的策略，FY23 期末波司登主品牌直营/经销专卖店分别-197/-53 至 821/1,599 个。品牌羽绒服业务中，直营/经销收入分别同比+6.2%/-11% 至 103.7/27.4 亿元。若剔除公司装修补贴&库存回收造成的经销收入抵减，FY23 公司经销渠道的终端零售额为正增长。FY23 期末存货总额同比持平，存货周转天数同比下降 6 天至 144 天。

➤ **维持买入评级，目标价 4.30 港元：**

**我们的观点：**公司以波司登、雪中飞及冰洁覆盖中高端及中低端高性价比羽绒服市场，看好公司持续通过产品创新(如轻薄/高功能系列等)，延伸销售的时间、空间及场景，实现高质量增长。预计 FY24E 至 FY26E 营收分别为 193.3 / 223.7 / 257.5 亿元，同比+15%/+16%/+15%；归母净利润分别为 25.0 / 29.8 / 34.5 亿元，同比+17%/+19%/+16%。目标价对应 FY24E PE 约 17 倍。

### 主要股东

盈新国际投资有限公司	33.20%
康博投资有限公司	26.97%
豪威企业有限公司	5.62%

### 相关报告

波司登 (3998.HK) 更新报告：开年动销表现回暖，ESG 评级提升-20230202

### 研究部

姓名：何丽敏  
 SFC: BTG784  
 电话：0755-82846267  
 Email: helm@gzyq.com.hk

人民币百万元	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	16,214	16,774	19,328	22,372	25,752
同比增长	20.0%	3.5%	15.2%	15.7%	15.1%
毛利率	60.1%	59.5%	59.6%	60.0%	60.2%
归母净利润	2,062	2,139	2,504	2,978	3,445
同比增长	20.6%	3.7%	17.1%	18.9%	15.7%
每股盈利(元)	0.19	0.20	0.23	0.28	0.32
PE@3.45HKD	14.8	14.2	12.2	10.3	8.9

数据来源：wind、公司年报、国元证券经纪（香港）预测

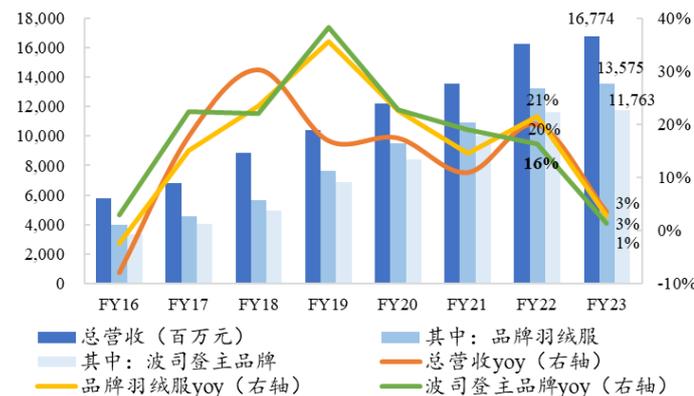
## 报告正文

**FY23 公司业绩略低于预期，收入/归母净利润分别+3.5%/+3.7%，主因疫情影响以及集团于 22 自然年冬季在复杂的外部环境下主动支持经销商：**

2023 财年集团实现营收 167.7 亿元，同比+3.5%；毛利率同比-0.6pp 至 59.5%，集团毛利率下滑主要是由于业务结构变动（期内 OEM 业务同比增长高于品牌羽绒服），其中品牌羽绒服业务毛利率同比+0.5pp 至 66.2%；期内归母净利润同比+3.7%至 21.4 亿元，归母净利润率同比持平至 12.7%。拆分各业务收入，其中品牌羽绒服营收为 135.7 亿元，占总收入 81%，同比+2.7%；OEM 业务实现营收 22.9 亿元，同比+21%，占总收入之比同比+2pp 至 14%；女装业务营收 7.0 亿元，同比-22%。拆分品牌羽绒服业务，其中波司登主品牌实现营收 117.6 亿元，同比+1.2%，占总收入 70%；雪中飞实现营收 12.2 亿元，同比+25.4%；冰洁营收 1.3 亿元，同比-46.7%，期内冰洁品牌正处于整合期。

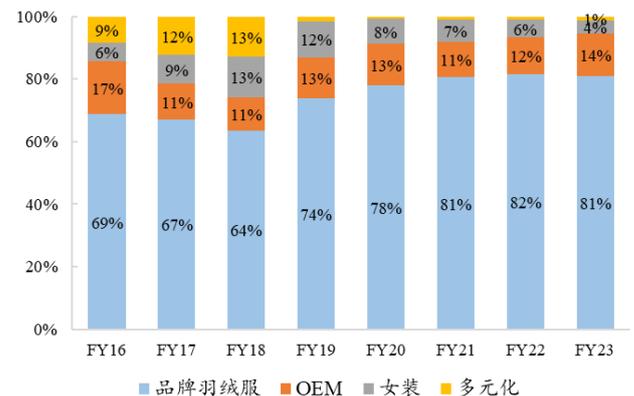
**期内公司业绩略低于预期，我们认为主因：（1）22 自然年冬季旺季期间疫情影响门店客流，其中 3 成门店无法正常开业；（2）为了在 23 年轻装上阵，公司在 22 年冬季战略性主动支持经销商，包括在当年兑现了 1 亿多元的客户新开店的装修补贴（以往分 3 年兑现）、回收经销商库存 2.4 亿元，以上造成约 3-4 亿元的收入抵减；（3）期内女装确认了 1.18 亿元的商誉减值。**

图 1：波司登集团整体、品牌羽绒服及主品牌营收



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：波司登集团分部营收结构



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

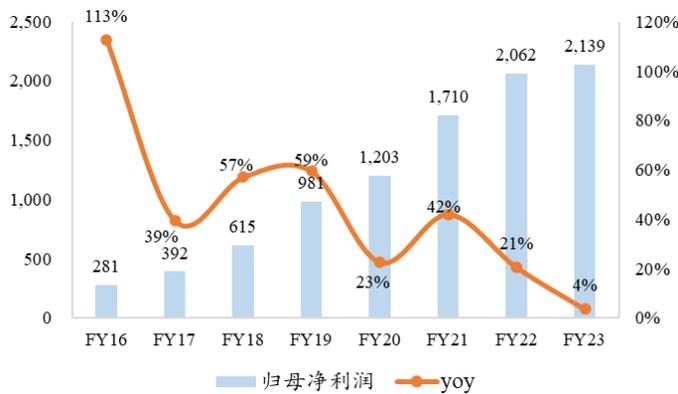
**品牌羽绒服毛利率稳健提升，折扣有效控制，轻薄羽绒服拓宽销售时间与空间：**

FY23 公司品牌羽绒服业务毛利率提升 0.5pp 至 66.2%，其中波司登主品牌/雪中飞/冰洁毛利率分别+1.4pp/ -1.3pp/ +8.8pp 至 70.8%/ 46.0%/ 33.6%。主品牌毛利率持续提升得益于公司在 22 冬季疫情压力下维持优秀的价格纪律，有效控制终端折扣，并没有

做大规模促销，体现公司在中高端羽绒服市场的竞争力。我们测算 22 自然年轻薄羽绒服占主品牌销售占比约 15%，预计 23 年该品类占比有望进一步提升。而雪中飞品牌所在的中低端高性价比羽绒服市场竞争激烈，因此雪中飞品牌的毛利率承压。

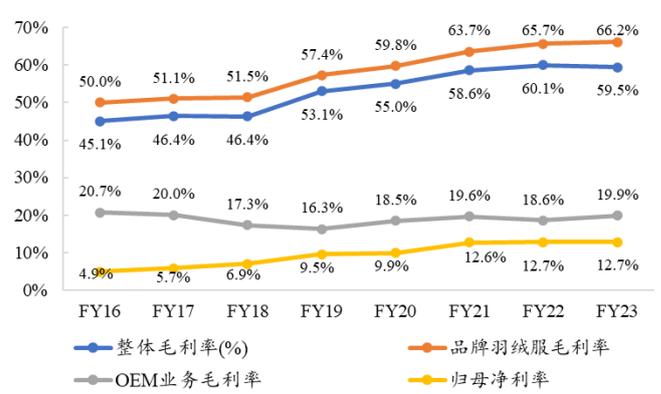
OEM 业务收入及盈利能力稳步向上，期内 OEM 收入同比+21%，毛利率同比+1.3pp 至 19.9%，我们预计 FY24OEM 有望实现约 2 成的收入增长。费用端上，销售费用率/管理费用率同比-1.5pp/-0.2pp 至 36.5%/ 7.2%，销售费用率的下降主要是因为集团在 22 年疫情下加强了品牌费用投放的效率管控。

图 3：波司登集团归母净利润



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：波司登集团利润率水平



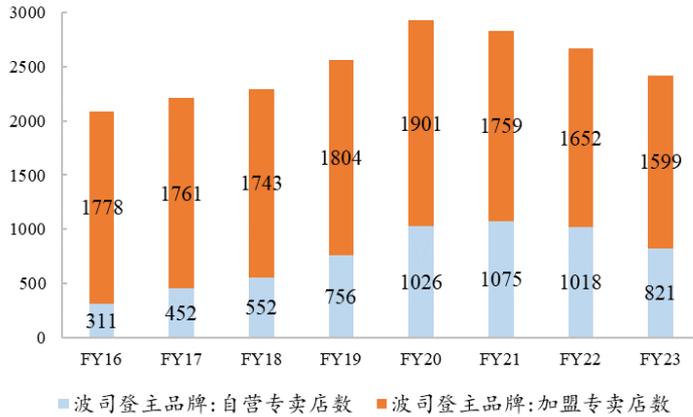
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 渠道提效以匹配品牌升级，库存健康，批发渠道 23 年轻装上阵：

公司采取关闭低效店、开大店关小店、增加快闪店分店态运营的策略，渠道提效以匹配品牌升级，FY23 期末波司登主品牌直营/经销专卖店分别-197/-53 至 821/1,599 个。品牌羽绒服业务中，直营/经销收入分别同比+6.2%/-11%至 103.7/ 27.4 亿元，直营渠道占比 76%。若剔除公司对经销商一次性发放的装修补贴、库存回收造成的收入抵减，FY23 公司经销渠道的终端零售额为正增长。线上渠道方面，FY23 品牌羽绒服线上收入同比+23.1%至 48.4 亿元，线上渠道占品牌羽绒服收入之比同比+6pp 至 35.6%。

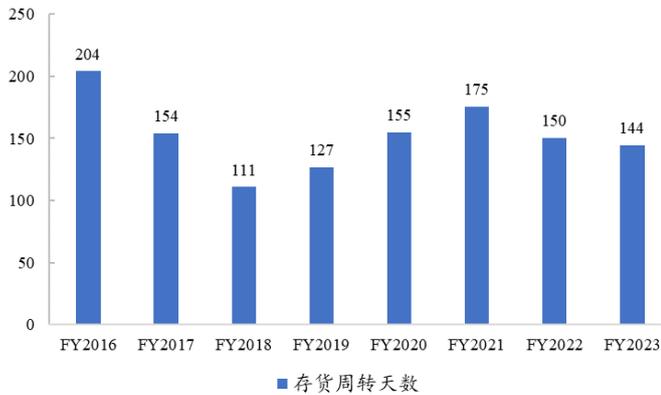
公司库存健康，全渠道货品一体化管理有效管控库存。FY23 期末存货总额同比持平，集团存货周转天数同比下降 6 天至 144 天；应收账款周转天数/应付账款周转天数分别为 23 天/171 天，分别同比减少 1 天/ 增加 9 天，反映集团在供应链中话语权提升。

图 5：波司登主品牌线下渠道专卖店数变动



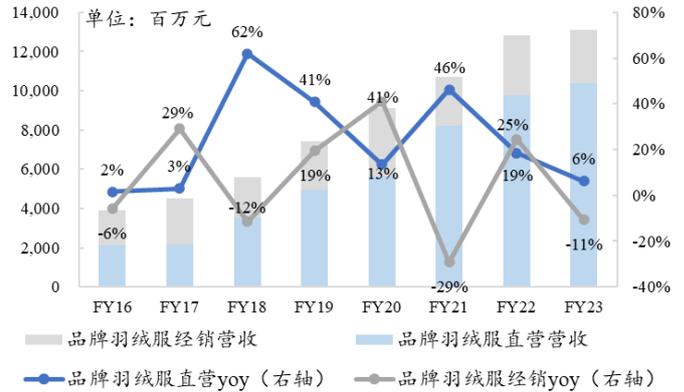
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 7：FY16 至 FY23 波司登集团存货周转天数变动



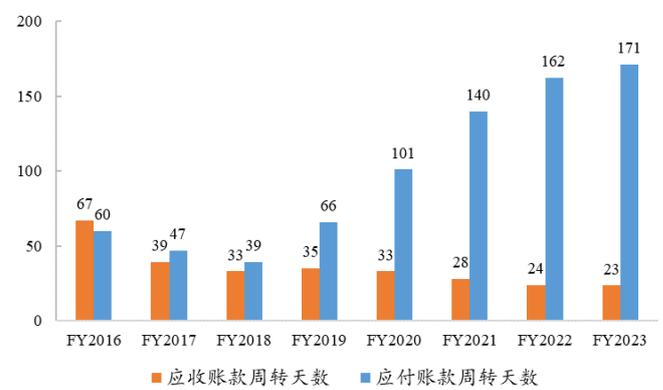
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 6：品牌羽绒服业务分渠道营收变动



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 8：波司登集团应收账款及应付账款周转天数变动



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 维持买入评级，目标价 4.30 港元：

**我们的观点：**当前经济环境下居民消费力面临不确定性，消费者对产品的功能性/设计/品牌力提出更高要求，更考验品牌经营能力。公司以波司登主品牌、雪中飞及冰洁覆盖中高端及中低端高性价比羽绒服市场，看好公司持续通过产品创新（如轻薄系列、高功能系列等），延伸羽绒服销售的时间、空间及场景，实现高质量增长。预计 FY24E 至 FY26E 营收分别为 193.3/223.7/257.5 亿元，同比+15.2%/+15.7%/+15.1%；归母净利润分别为 25.0/29.8/34.5 亿元，同比+17.1%/+18.9%/+15.7%。维持买入评级，目标价 4.30 港元，目标价对应 FY24E PE 约 17 倍。

### 风险提示：

宏观环境波动导致消费承压、行业竞争格局恶化、新品推广不及预期、原材料价格大幅波动。

## 财务报表摘要

### 资产负债表

单位: 百万元

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
<b>流动资产</b>	<b>14,737</b>	<b>14,722</b>	<b>16,660</b>	<b>18,031</b>	<b>19,621</b>
现金	2,503	3,718	4,937	5,532	6,237
应收账款	2,518	2,278	2,706	3,132	3,605
应收关联方款项	200	143	146	149	152
存货	2,688	2,689	2,966	3,292	3,673
其他	6,828	5,893	5,905	5,926	5,955
<b>非流动资产</b>	<b>6,547</b>	<b>6,221</b>	<b>6,484</b>	<b>6,767</b>	<b>7,069</b>
物业、厂房及设备	1,758	1,728	1,883	2,053	2,237
预付租金	13	5	5	5	5
递延税项资产	611	649	682	716	751
无形资产	1,496	1,342	1,369	1,397	1,424
其他	2,668	2,496	2,545	2,596	2,650
<b>资产总计</b>	<b>21,284</b>	<b>20,943</b>	<b>23,144</b>	<b>24,797</b>	<b>26,690</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,610</b>	<b>6,054</b>	<b>7,727</b>	<b>8,752</b>	<b>9,920</b>
短期借款	934	770	886	1,019	1,172
应付账款	4,778	4,346	5,862	6,712	7,681
应付关联方款项	8	4	4	4	4
应交税费	620	669	702	738	774
其他	270	264	272	280	288
<b>非流动负债</b>	<b>2,447</b>	<b>2,284</b>	<b>2,292</b>	<b>2,299</b>	<b>2,307</b>
长期借款	0	0	0	0	0
递延税项负债	166	142	150	157	165
其他	54	13	13	13	13
<b>负债合计</b>	<b>9,057</b>	<b>8,338</b>	<b>10,018</b>	<b>11,051</b>	<b>12,227</b>
股本	1	1	1	1	1
储备	12,192	12,546	13,047	13,643	14,332
少数股东权益	33	57	78	103	131
归属于母公司的所有者权益	12,193	12,547	13,048	13,643	14,332
<b>负债及权益合计</b>	<b>21,284</b>	<b>20,943</b>	<b>23,144</b>	<b>24,797</b>	<b>26,690</b>

### 现金流量表

单位: 百万元

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
<b>净利润</b>	<b>2,059</b>	<b>2,156</b>	<b>2,524</b>	<b>3,002</b>	<b>3,474</b>
折旧摊销	893	807	745	796	850
利息收入	47	83	97	112	129
资产减值损失	40	0	0	0	0
营运资金变动	-162	-148	817	103	122
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,670</b>	<b>3,051</b>	<b>4,087</b>	<b>3,901</b>	<b>4,446</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-686</b>	<b>617</b>	<b>-989</b>	<b>-1,065</b>	<b>-1,146</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,233</b>	<b>-2,493</b>	<b>-1,879</b>	<b>-2,241</b>	<b>-2,595</b>
现金净增加额	752	1,174	1,219	595	705
现金期初金额	1,771	2,502	3,718	4,937	5,532
现金期末金额	2,502	3,718	4,937	5,532	6,237

### 利润表

单位: 百万元

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
<b>营业收入</b>	<b>16,214</b>	<b>16,774</b>	<b>19,328</b>	<b>22,372</b>	<b>25,752</b>
营业成本	-6,476	-6,798	-7,817	-8,949	-10,242
毛利	9,737	9,976	11,511	13,423	15,510
销售费用	-6,171	-6,125	-7,074	-8,166	-9,399
管理费用	-1,203	-1,204	-1,392	-1,588	-1,828
商誉减值损失	-40	-118	-50	-50	-50
<b>营业利润</b>	<b>2,569</b>	<b>2,826</b>	<b>3,291</b>	<b>3,913</b>	<b>4,525</b>
财务收入/(费用)净额	117	83	97	112	129
<b>除税前溢利</b>	<b>2,672</b>	<b>2,887</b>	<b>3,366</b>	<b>4,003</b>	<b>4,632</b>
所得税	-613	-731	-841	-1,001	-1,158
净利润	2,062	2,139	2,504	2,978	3,445
少数股东损益	-4	18	21	25	28
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,062</b>	<b>2,139</b>	<b>2,504</b>	<b>2,978</b>	<b>3,445</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.19</b>	<b>0.20</b>	<b>0.23</b>	<b>0.28</b>	<b>0.32</b>

### 主要财务比率

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
<b>成长性</b>					
营业收入yoy	20.0%	3.5%	15.2%	15.7%	15.1%
营业利润yoy	15.5%	10.0%	16.5%	18.9%	15.6%
归母净利润yoy	20.6%	3.7%	17.1%	18.9%	15.7%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	60.1%	59.5%	59.6%	60.0%	60.2%
净利率	12.7%	12.7%	13.0%	13.3%	13.4%
归母净利率	12.7%	12.7%	13.0%	13.3%	13.4%
ROE	16.8%	17.1%	19.2%	21.8%	24.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.6%	39.8%	43.3%	44.6%	45.8%
负债权益比	7.6%	6.1%	6.7%	7.4%	8.1%
流动比率	2.2	2.4	2.2	2.1	2.0
速动比率	1.8	2.0	1.8	1.7	1.6
<b>营运能力</b>					
存货周转天数	150	144	132	128	124
应收帐款天数	24	23	21	22	22
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.19	0.20	0.23	0.28	0.32
每股净资产	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
<b>估值比率</b>					
PE@3.45HKD	14.8	14.2	12.2	10.3	8.9
PB	3.1	3.0	2.9	2.7	2.6

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电话：(852) 3769 6888  
传真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>