

买入
波司登和雪中飞品牌收入高增，25H1 净利润+23%
波司登 (3998.HK)

2024-12-02 星期一

投资要点

目标价: **4.90 港元**
 现价: 4.05 港元
 预计升幅: 21.0%

➤ **公司 FY25 中期收入增长 17.8%，净利润增长 23%：**

公司 FY25 中期 (4/01-9/30) 营业收入 88.04 亿元，同比+17.8%；毛利润 43.91 亿元，同比+17.6%，期间毛利率 49.9%，同比-0.1pts；净利润 11.30 亿元，同比+23.0%，期间净利率 12.8%，同比+0.5pts；拟派发中期派息每股 6.0 港仙，同比+20.0%，中期股息支付率约 54.4%。

重要数据

日期	2024/11/29
收盘价 (港元)	4.05
总股本 (亿股)	111.0
总市值 (亿港元)	449.4
净资产 (亿港元)	132.5
总资产 (亿港元)	269.1
52 周高低 (港元)	5.14/ 2.87
每股净资产 (港元)	1.33

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

收入部分，波司登主品牌和雪中飞品牌贡献近 9 成业务增量，女装业务收到消费环境影响有所下滑。毛利率部分，羽绒主品牌波司登和雪中飞毛利率上升，但受到女装业务和冰洁品牌毛利率下降拖累。费用部分，期间营运分销开支比例下降，产生正向贡献。

➤ **羽绒服自营渠道增长 36.7%，存货周转天数同比增加 29 天：**

羽绒服业务自营渠道收入同比+36.7%，占比 37.3% (同比+3.8pts)；批发渠道收入+12.6%，占比 56.6% (同比-5pts)；其他部分收入+54.5%，占比 6.1%。截至 2024 年 9 月 30 日，羽绒服业务常规零售数量为 3188 家 (不含旺季店)，期内减少 29 家，其中自营店铺数量占 36.2%，净增 18 家，经销店铺数量占 63.8%，净减 47 家，自营店经营效率持续提升。

库存周转天数 189 天，同比增加 29 天，其中制成品占 64.4% (环比-6.3pts)，原材料占 35.0% (环比+6.2pts)。原因公司考虑零售环境波动，放缓对经销商供货节奏，通过柔性供应链体系商品管理。

主要股东

康博投资有限公司	25.97%
盛天创投有限公司	18.31%
盈新国际投资有限公司	15.70%
豪威企业有限公司	5.60%

➤ **维持买入评级，目标价 4.90 港元：**

我们的观点：在今年零售环境充满不确定性的状况下，公司上半财年的表现仍超出市场预期，彰显出公司在塑造品牌影响力方面的成效，以及成功拓展淡季销售潜力的能力。凭借柔性供应链、强劲的营销能力与产品实力，公司有望在旺季保持增长趋势。

相关报告

我们预计 FY25E 至 FY27E 营收分别为 264.0/ 298.6/ 334.8 亿元，同比+13.7%/+13.1%/ +12.1%；归母净利润分别为 35.8 / 41.4/ 46.5 亿元，同比+16.6%/+15.5%/+12.2%。维持买入评级，目标价 4.90 港元，对应 25E 财年的 PE 约 14 倍。

百万人民币	FY2023	FY2024	FY25E	FY26E	FY27E
营业额	16,774	23,214	26,398	29,856	33,477
同比增长 (%)	3.5%	38.4%	13.7%	13.1%	12.1%
毛利率	59.5%	59.6%	59.3%	59.5%	59.6%
归母净利润	2,139	3,074	3,584	4,140	4,645
同比增长 (%)	3.7%	43.7%	16.6%	15.5%	12.2%
归母净利润率	12.7%	13.2%	13.6%	13.9%	13.9%
每股盈利(元)	0.20	0.28	0.33	0.38	0.42
PE@4.05HKD	18.9	13.2	11.5	10.0	8.9

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 预测

研究部

姓名: 冯浩
 SFC: BUQ780
 电话: 755-2151 9167
 Email: fenghao@gyzq.com.hk

报告正文

➤ 公司 FY25 中期 (4/01-9/30) 收入增长 17.8%，净利润增长 23%

公司 FY25 中期 (4/01-9/30) 实现营业收入 88.04 亿元，同比增长 17.8%；实现毛利润 43.91 亿元，同比增长 17.6%，期间毛利率为 49.9%，同比下降 0.1 个百分点；实现净利润 11.30 亿元，同比增长 23.0%，期间净利率为 12.8%，同比提升 0.5 个百分点；拟派发中期派息每股 6.0 港仙，同比提升 20.0%，中期股息支付率约为 54.4%。

- 收入部分，**羽绒服主业维持高速增长，其中波司登主品牌和雪中飞品牌贡献近 9 成业务增量**，女装业务收到消费环境影响有所下滑。具体信息如下：品牌羽绒服业务录得 60.63 亿元，同比增长 22.7%，占比 68.9%（同比提升 2.8 个百分点），其中波司登主品牌增长 19.4%，雪中飞增长 47.1%，冰洁增长 61.5%；贴牌加工业务录得 23.16 亿元，同比增长 13.4%，占比 26.3%（同比降低 1 个百分点）；女装业务录得 3.08 亿元，同比下降 21.5%，占比 3.5%（同比降低 2 个百分点）；多元化服装业务（校服）录得 1.17 亿元，同比增长 21.3%，占比 1.3%（同比持平）。
- 毛利率部分，**期间整体毛利率持平，羽绒主品牌波司登和雪中飞毛利率提升**，但受到女装业务和冰洁品牌毛利率下降拖累。具体信息如下：品牌羽绒服业务毛利率 61.1%，同比下降 0.1 个百分点，其中波司登主品牌毛利率 66.3%，同比提升 0.9 个百分点，雪中飞毛利率 50.1%，同比提升 6.0 个百分点，冰洁毛利率 19.1%，同比下降 7.6 个百分点；贴牌加工业务毛利率 20.1%，同比降低 0.3 个百分点；女装业务毛利率 61.8%，同比降低 5.9 个百分点；多元化服装业务（校服）毛利率 27.6%，同比提升 1.3 个百分点。
- 费用部分，**期间营运分销开支比例下降，对净利润产生正向贡献**。具体信息如下：分销开支费率 25.8%，同比下降 1.4 个百分点；行政开支费率 8.7%，同比提升 0.9 个百分点。

➤ 羽绒服业务自营渠道增长 36.7%，持续推动 Top 店及旺季店策略

羽绒服业务按销售类别划分收入，自营渠道收入同比增长 36.7%，占比 37.3%（同比提升了 3.8 个百分点）；批发渠道收入增长 12.6%，占比 56.6%（同比下降 5 个百分点）；其他部分收入增长 54.5%，占比 6.1%。截至 2024 年 9 月 30 日，羽绒服业务常规零售数量为 3188 家（不含旺季店），期内减少 29 家，其中自营店铺数量占 36.2%，净增 18 家，经销店铺数量占 63.8%，净减 47 家，自营店经营效率持续提升。未来公司将强化 Top 门店体系，一店一策满足多元需求并讲好品牌故事；此外公司还在期内开设

了近 700 家旺季店，通过在 1 周到 3 月内销售流行 Top 款产品的方式丰富店态体系。

➤ **存货周转天数同比增加 29 天，主要是公司主动延缓发货节奏**

公司库存周转天数为 189 天，同比上升 29 天，其中制成品占 64.4%（环比下降 6.3 个百分点），原材料占 35.0%（环比上升 6.2 个百分点）。库存上升的原因是公司考虑在不确定的零售市场环境下，主动放缓对经销商的供货节奏，希望尽可能通过小单快反的快速响应供应链体系实现商品管理。同时，公司在 24 年 6 月订货会上实现了首期订单 40% 以内，剩余根据市场趋势滚动下单。此外，由于今年鹅绒涨价，以及公司提前锁定原材料，存货中原材料部分也有上涨。

➤ **品类拓展打开淡季销售空间，羽绒创新链接消费新需求**

公司上半财年销售的产品系列包括：骄阳系列防晒衣，迭代后更轻薄，满足防晒需求延续高透气舒适性和凉感；冲锋衣系列，于 2024 年全新上市；冲锋衣鹅绒服系列，一衣多穿应对城市和自然场景和多变气温。我们认为，公司在本财季的表现一定程度上体现出公司在产品品类的拓展（防晒衣、冲锋衣）和创新（冲锋衣鹅绒服）的成效，验证了品牌打开淡季销售空间的潜力，趋势未来有望持续。

➤ **战略投资加拿大奢侈羽绒服品牌 Moose Knuckles，完善多品牌矩阵**

公司期内战略投资加拿大奢侈羽绒服品牌 Moose Knuckles，持股比例为 31.6%。此次投资完成后，公司羽绒业务品牌矩阵进一步完善，目前主要品牌包括波司登主品牌、雪中飞品牌、Moose Knuckles 高端时尚品牌和博格纳（BOGNER）高端滑雪运动品牌，价格带涵盖高价奢品至性价比产品，亦有热门滑雪赛道产品，有望进一步挖掘市场空间，也有望打开国际市场潜力。

➤ **我们的观点**

在今年零售环境充满不确定性的状况下，公司上半财年的表现仍超出市场预期，彰显出公司在塑造品牌影响力方面的成效，以及成功拓展淡季销售潜力的能力。凭借柔性供应链、强劲的营销能力与产品实力，公司有望在旺季保持增长趋势。

➤ **维持买入评级，目标价 4.90 港元：**

我们预计 FY25E 至 FY27E 营收分别为 264.0/ 298.6/ 334.8 亿元，同比+13.7%/ +13.1%/ +12.1%；归母净利润分别为 35.8 / 41.4/ 46.5 亿元，同比+16.6%/ +15.5%/ +12.2%。维持买入评级，目标价 4.90 港元，对应 25E 财年的 PE 约 14 倍。

➤ **风险提示：**

零售环境波动营销公司收入、行业竞争格局加剧、异常气候影响销售节奏、营销推广不及预期、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	FY2023	FY2024	FY25E	FY26E	FY27E						
流动资产	14,722	19,019	20,609	22,694	25,195						
现金	3,718	6,227	5,845	6,735	7,505						
应收账款	2,278	2,786	3,515	3,786	4,351						
应收关联方款项	143	94	98	103	109						
存货	2,689	3,198	3,928	4,696	5,434						
其他	5,893	6,715	7,223	7,375	7,796						
非流动资产	6,221	6,753	6,025	6,008	5,751						
物业、厂房及设备	1,728	1,544	1,837	1,819	1,710						
预付租金	5	0	0	0	0						
递延税项资产	649	498	523	549	576						
无形资产	1,342	1,236	1,261	1,286	1,312						
其他	2,496	3,475	2,404	2,354	2,153						
资产总计	20,943	25,771	26,634	28,702	30,946						
流动负债	6,054	11,183	11,300	12,519	13,783						
短期借款	770	768	884	1,016	1,169						
应付账款	4,346	7,765	7,847	8,869	9,909						
应交税费	669	497	522	548	575						
其他	268	2,152	2,047	2,086	2,130						
非流动负债	2,284	769	842	924	1,018						
长期借款	0	0	0	0	0						
递延税项负债	142	309	324	341	358						
其他	13	72	72	72	72						
负债合计	8,338	11,952	12,141	13,444	14,800						
股本	1	1	1	1	1						
储备	12,546	13,735	14,391	15,130	15,977						
少数股东权益	57	84	101	128	168						
归属于母公司的所有者权益	12,547	13,735	14,392	15,130	15,978						
负债及权益合计	20,943	25,771	26,634	28,702	30,946						
现金流量表						单位: 百万元					
会计年度	FY2023	FY2024	FY25E	FY26E	FY27E						
净利润	2,156	3,120	3,601	4,167	4,685						
折旧摊销	949	1,217	697	776	755						
利息收入	40	-10	-79	-90	-100						
资产减值损失	118	70	0	0	0						
营运资金变动	26	2,927	-1,367	-6	-251						
经营活动现金流	3,051	7,339	2,931	4,936	5,188						
投资活动现金流	617	-2,426	-593	-883	-893						
筹资活动现金流	-2,494	-2,380	-2,719	-3,164	-3,526						
现金净增加额	1,173	2,533	-381	889	770						
现金期初金额	2,502	3,717	6,226	5,845	6,735						
现金期末金额	3,717	6,226	5,845	6,735	7,505						

利润表						单位: 百万元					
会计年度	FY2023	FY2024	FY25E	FY26E	FY27E						
营业收入	16,774	23,214	26,398	29,856	33,477						
营业成本	-6,798	-9,380	-10,740	-12,085	-13,520						
毛利	9,976	13,834	15,658	17,771	19,957						
销售费用	-6,125	-8,055	-9,186	-10,360	-11,583						
管理费用	-1,204	-1,508	-1,805	-1,990	-2,260						
商誉减值损失	-118	-70	0	0	0						
营业利润	2,826	4,398	4,895	5,660	6,361						
财务收入/(费用)净额	83	-216	-79	-90	-100						
除税前溢利	2,887	4,541	4,801	5,556	6,246						
所得税	-731	-1,421	-1,200	-1,389	-1,562						
净利润	2,139	3,074	3,584	4,140	4,645						
少数股东损益	18	46	17	27	40						
归属于母公司净利润	2,139	3,074	3,584	4,140	4,645						
EPS (元)	0.20	0.28	0.33	0.38	0.42						
成长性											
营业收入yoy	3.5%	38.4%	13.7%	13.1%	12.1%						
营业利润yoy	10.0%	55.6%	73.2%	15.6%	12.4%						
归母净利润yoy	3.7%	43.7%	16.6%	15.5%	12.2%						
盈利能力											
毛利率	59.5%	59.6%	59.3%	59.5%	59.6%						
净利率	12.7%	13.2%	13.6%	13.9%	13.9%						
归母净利率	12.7%	13.2%	13.6%	13.9%	13.9%						
ROE	17.1%	22.6%	24.8%	27.3%	29.0%						
偿债能力											
资产负债率	39.8%	46.4%	45.6%	46.8%	47.8%						
负债权益比	6.1%	5.6%	6.1%	6.7%	7.2%						
流动比率	2.4	1.7	1.8	1.8	1.8						
速动比率	2.0	1.4	1.5	1.4	1.4						
营运能力											
存货周转天数	144	115	121	130	137						
应收帐款天数	23	19	22	22	22						
每股资料 (元)											
每股收益	0.20	0.28	0.33	0.38	0.42						
每股净资产	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5						
估值比率											
PE@4.05HKD	18.9	13.2	11.5	10.0	8.9						
PB	3.5	3.1	3.1	2.9	2.8						

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。