

波司登 (03998.HK)

FY24H1 业绩点评: 专业引领、产品创新、渠道优化, 中期业绩靓丽

买入 (维持)

2023 年 11 月 30 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业总收入 (百万元)	16,774.22	19,642.36	22,618.92	25,729.83
同比	3%	17%	15%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	2,138.57	2,619.73	3,094.47	3,527.53
同比	4%	22%	18%	14%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.20	0.24	0.28	0.32
P/E (现价最新股本摊薄)	15.06	12.29	10.41	9.13

关键词: #业绩超预期

投资要点

- **公司公布 2024 财年中报:** FY24H1 营收 74.72 亿元/yoy+20.9%、扣非归母净利 7.42 亿元/yoy+2.0%、归母净利 9.19 亿元/yoy+25.1%, 扣非归母净利仅小幅增长, 主因所得税率同比提升 1.5pct 至 29.6%、所得税费用同比增加 1 亿元至 3.8 亿元, 归母净利增幅较高主因非经常性收益增加 (FY23H1 高誉减值亏损 9800 万元、FY24H1 该项影响消除), 中期派息每股 5 港仙。
- **品牌羽绒服:** 主品牌产品创新及渠道优化驱动增长, 雪中飞高增, 毛利率下降。FY24H1 收入 49.40 亿元/yoy+28.1%/占比 66.1%、毛利率同比-2.4pct 至 61.2%。**1) 按品牌分,** 波司登/雪中飞/冰洁收入分别同比+25.5%/+52.2%/-65.3%、占品牌羽绒服的 89.5%/5.4%/0.25%、毛利率分别-1.1/-2.3/+0.9pct 至 65.4%/44.1%/26.7%; 主品牌持续推动产品创新, FY24H1 防晒服销售额较去年同期的 9000+万元大幅增长至 5 亿元+, 今年全新推出“一衣三穿冲锋衣鹅绒服”、滑雪系列羽绒服, 带动波司登主品牌收入较快增长, 毛利率下降主因低毛利的防晒服及轻薄羽绒占比提升; 雪中飞高增主要受益于性价比定位及精细化管理带动单店增长。**2) 按渠道分,** 线上/线下收入分别同比+24.8%/+29%、占比 22%/77.4%, 线下增长主要来自公司持续优化渠道质量带动店效增长, FY24H1 打造标杆门店体系、做实单店运营。截至 FY24H1 末线下门店共 3313 家、较 FY23 净关 110 家。**3) 按模式分,** 自营/批发收入分别同比+35.6%/+21.1%、占比 33.5%/61.6%, 其中自营净关店、批发净开店, 截至 FY24H1 末直营/加盟门店分别 1206/2107 家、分别较 FY23 净关 163 家/净开 24 家。
- **贴牌加工业务高基数下增长放缓, 女装恢复增长, 校服增长稳健。****1) 贴牌加工:** FY24H1 收入 20.43 亿元/yoy+7.8%/占比 27.3%、毛利率 20.4%/同比持平, 收入增速有所放缓主因去年同期高基数 (FY23H1 同比+32.7%至 19 亿元), 全年有望实现双位数增长。**2) 女装:** 收入 3.9 亿元/yoy+15.4%/占比 5.3%、毛利率同比+1.5pct 至 67.7%, 恢复稳健增长。**3) 多元化服装:** 收入 0.96 亿元/yoy+9.8%/占比 1.3%、毛利率同比-0.6pct 至 26.3%, 其中飒美特校服收入 8510 万元/yoy+11.7%, 增长稳健。
- **毛利率持平、费用率降低, 存货周转持续优化。****1) 毛利率:** FY24H1 同比持平为 50%、虽然羽绒服业务毛利率下降, 但其毛利率水平高于贴牌及多元化服装、占比提升带动整体毛利率持平。**2) 期间费用率:** FY24H1 同比-1.49pct 至 34.96%, 其中销售/管理/财务费用率分别同比+0.91/-0.70/-1.70pct 至 27.17%/7.80%/0%, 销售费用率有所提升主因上半年门店重新装修支出增多, 财务费用率下降主因贷款及票据利息下降。**3) 净利率率:** FY24H1 同比+0.54pct 至 12.26%。**4) 存货:** 截至 FY24H1 末存货 38.73 亿元/yoy+12.8%, 周转天数同比-21 天至 160 天, 存货周转优化仍得益于持续维持较低首单比例、持续使用拉式补货及小单快反的调节机制。**5) 现金流:** 经营活动现金流净额-5.86 亿元, 主因上半年为销售淡季、资金投入期, 下半年将进入销售旺季和回款期, 净现金值 54.94 亿元/yoy+27.5%、资金充沛。
- **盈利预测与投资评级:** 公司为国内中高端羽绒服龙头, FY24H1 在国内整体消费偏弱环境下业绩超预期增长、库存周转天数稳步下降, 体现公司聚焦主航道、发力专业引领下, 品牌的市场认可度持续提升。双十一期间波司登品牌销售额在天猫男女装、京东、抖音女装、唯品服饰均排名第一, 且折扣维持 8 折以上、增长可观, 期待进一步旺季销售表现。公司目标 2023-2025 年业绩复合增长高于前五年增长 (2018-2022 年营收/利润 CAGR 分别为 17.5%/20.7% (业务含税口径))。11 月 28 日公司发布股权激励公告, 向 9 名核心高管及员工发出 7840 万股奖励股份、向 170 名核心高管及员工发出 5.11 亿份购股权, 锁定期分别为授出日起的 8/20/32 个月、解锁比例分别为 30%/30%/40%, 彰显管理层发展信心。我们维持 FY24-26 归母净利 26.2/30.9/35.3 亿元的预测、PE 为 12/10/9X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济疲软、气候影响羽绒服销售。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	3.21
一年最低/最高价	2.83/4.69
市净率(倍)	2.90
港股流通市值(亿港元)	35,007.73

基础数据

每股净资产(港元)	1.11
资产负债率(%)	48.55
总股本(百万股)	10,905.84
流通股本(百万股)	10,905.84

相关研究

《波司登(03998.HK.): FY23 业绩点评: 疫情下业绩略增, 期待新财年表现》

2023-06-30

《波司登(03998.HK.): FY23H1 业绩点评: 稳定优质增长, 期待旺季销售》

2022-11-26

表1: FY24H1 波司登收入、毛利率、门店、净利按业务及品牌划分情况

	收入 (百万元)	收入 YOY	收入 占比	毛利率	毛利率 YOY(pct)	门店数 (家)	门店变化(较 FY23末)	分部净利 (百万元)	分部净利 YOY
公司合计	7,471.67	20.9%	100.0%	50%	0	3754	-126	1,272.62	19.0%
品牌羽绒服	4,939.68	28.1%	66.1%	61.20%	-2.4	3313	-110	938.37	18.0%
			占品牌羽 绒服						
波司登	4,421	25.5%	89.5%	65.40%	-1.1	3037	-146		
雪中飞	265.4	52.2%	5.4%	44.10%	-2.3	276	38		
冰洁	12.8	-65.3%	0.3%	26.70%	0.9	0	-2		
其他	240.5	94.1%	4.9%	/	/	/	/		
贴牌业务	2,042.88	7.8%	27.3%	20.40%	0	/	/	341.80	8.3%
女装	392.72	15.4%	5.3%	67.70%	1.5	441	-16	-5.96	亏损收窄
			占女装						
杰西	138.7	20.9%	35.3%	66.50%	1.9	183	-8		
邦宝	103	19.4%	26.2%	61.20%	-4.4	128	2		
柯利亚诺 及柯罗芭	151	8.5%	38.4%	73.30%	5.5	130	-10		
多元化服 装	96.38	9.8%	1.3%	26.30%	-0.6	/	/	-1.59	亏损收窄
			占多元化 服装						
飒美特	85.1	11.7%	88.3%	/	/	/	/		
其他	11.3	-2.2%	11.7%	/	/	/	/		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

波司登三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E		FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
流动资产	14,722.04	19,936.20	24,292.45	28,453.78	营业总收入	16,774.22	19,642.36	22,618.92	25,729.83
现金及现金等价物	3,718.21	6,559.83	8,584.69	10,048.34	营业成本	6,798.34	7,850.36	9,010.95	10,205.57
应收账款及票据	922.99	1,259.50	1,253.71	1,605.16	销售费用	6,124.70	6,973.04	8,029.72	9,134.09
存货	2,689.28	3,591.01	4,600.77	5,604.80	管理费用	1,204.02	1,532.10	1,764.28	2,006.93
其他流动资产	7,391.56	8,525.86	9,853.28	11,195.48	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	6,220.65	6,528.11	6,803.33	7,055.99	其他费用	12.37	12.37	12.37	12.37
固定资产	1,727.74	2,059.42	2,291.59	2,454.12	经营利润	2,634.79	3,274.48	3,801.60	4,370.87
商誉及无形资产	2,164.05	1,939.83	1,782.88	1,673.02	利息收入	145.69	148.73	262.39	343.39
长期投资	235.54	235.54	235.54	235.54	利息支出	186.06	102.96	102.96	102.96
其他长期投资	782.25	982.25	1,182.25	1,382.25	其他收益	292.90	347.60	371.49	327.55
其他非流动资产	1,311.06	1,311.06	1,311.06	1,311.06	利润总额	2,887.31	3,667.86	4,332.53	4,938.86
资产总计	20,942.68	26,464.31	31,095.79	35,509.77	所得税	730.93	1,027.00	1,213.11	1,382.88
流动负债	6,053.90	8,934.67	10,446.72	11,304.73	净利润	2,156.38	2,640.86	3,119.42	3,555.98
短期借款	770.41	770.41	770.41	770.41	少数股东损益	17.81	21.13	24.96	28.45
应付账款及票据	3,097.32	4,039.37	4,971.58	5,233.98	归属母公司净利润	2,138.57	2,619.73	3,094.47	3,527.53
其他	2,186.17	4,124.90	4,704.74	5,300.34	EBIT	2,647.16	3,286.85	3,813.98	4,383.24
非流动负债	2,284.41	2,284.41	2,284.41	2,284.41	EBITDA	3,596.59	4,679.39	5,238.75	5,830.59
长期借款	1,603.11	1,603.11	1,603.11	1,603.11					
其他	681.30	681.30	681.30	681.30					
负债合计	8,338.32	11,219.09	12,731.14	13,589.15					
股本	0.82	0.82	0.82	0.82	主要财务比率	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
少数股东权益	57.26	78.38	103.34	131.79	每股收益(元)	0.20	0.24	0.28	0.32
归属母公司股东权益	12,547.11	15,166.84	18,261.31	21,788.84	每股净资产(元)	1.16	1.40	1.68	2.01
负债和股东权益	20,942.68	26,464.31	31,095.79	35,509.77	发行在外股份(百万股)	10,905.84	10,905.84	10,905.84	10,905.84
					ROIC(%)	13.30	14.52	14.32	14.02
					ROE(%)	17.04	17.27	16.95	16.19
					毛利率(%)	59.47	60.03	60.16	60.34
					销售净利率(%)	12.75	13.34	13.68	13.71
					资产负债率(%)	39.81	42.39	40.94	38.27
					收入增长率(%)	3.46	17.10	15.15	13.75
					净利润增长率(%)	3.70	22.50	18.12	13.99
					P/E	15.06	12.29	10.41	9.13
					P/B	2.55	2.11	1.75	1.47
					EV/EBITDA	11.84	5.99	4.96	4.21

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2023年11月28日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>