

买入

2023年12月01日

受新产品热销带动，羽绒服业务表现优于预期

- FY2023/2024 中期业绩概览：**公司发布截至2023年9月30日的中期业绩，实现营业收入74.7亿元（人民币，下同）、同比增加20.9%（收入增速加快主要是因为上半年波司登品牌新产品表现优异），毛利率与去年同期持平，约为50%（由于较去年同期基数较高），经营利润率同比提升1.2PCT至16.5%，归母净利润9.16亿元、同比增加26.5%，归母净利率同比提升0.5PCT至12.3%，拟派中期股息每股5.0港仙。上半年业绩优于预期。
- 羽绒服业务表现出色，贴牌加工订单数稳定增长，女装恢复增长：**分业务：
 - FY2023/24H1 品牌羽绒服业务收入49.4亿元/yoy+28.1%/占比66.1%，毛利率61.2%/-2.4pp（归功于主品牌持续推动产品创新，带动波司登品牌收入的快速增长，毛利率的下降是由于较低毛利的防晒服以及轻薄羽绒服占比的提升）。
 - 贴牌加工业务稳定增长：FY2023/24H1 收入20.4亿元/yoy+7.8%/占比27.3%、毛利率20.4%（与去年同期持平）。
 - 女装：收入3.9亿元/yoy+15.4%/占比5.3%、毛利率67.7%/+1.5pp，女装恢复增长。
 - 多元化服装：收入1.0亿元/yoy+9.8%/占比1.3%（归功于飒美特校服持续获得持续增长），毛利率26.3%/-0.6pp。分羽绒服品牌：1) 波司登品牌收入44.2亿元/+25.5%，占比品牌羽绒服收入89.5%，毛利率65.4%/-1.1pp 2) 雪中飞品牌收入2.7亿元/+52.2%（归功于其高性价比），占品牌羽绒服收入的5.4%，毛利率44.1%/-2.3pp，3) 冰洁品牌实现收入1.3亿元/-65.3%，占品牌羽绒服收入的0.3%，毛利率26.7%/+0.9pp。
- 渠道库存水平持续优化，存货周转天数有效降低：**FY2023/24H1 由于公司开展了一系列品牌建设活动及门店翻新装修工作，分售开支较去年同期提升25.1%至20.3亿元，占比+0.9pp至27.2%；行政开支为5.8亿元，行政开支占比与去年同期相比-0.7pp至7.8%。公司存货为38.7亿元，较去年同期增加12.8%；得益于公司在供应链管理上的持续努力，存货周转天数为160天、同降21天；应收账款周转天数为64天、同降20天，应付账款周转天数为219天、同降24天。净现金为54.9亿，资产负债水平健康。
- 目标价 4.23 港元，维持买入评级：**纵使在不利的的外部环境中，公司核心业务仍然录得良好增长，实现稳定且健康的发展。公司将持续聚焦主航道主品牌价值战略，继续优化经营质量，创新产品研发，重视客户体验；线上维持高质量增长，双十一期间波司登品牌销售额在各大电商平台均位列高位，且折扣稳定，期待接下来旺季的销售表现。我们看好公司的长期发展，相信收入能有双位数增长，利润率也能逐步提升。预计公司未来3年归母净利润分为26.3/31.2/36.1亿元，同比+22.0%/+18.6%/+15.8%；调整目标价为4.23港元，给予公司FY2024年16倍PE，维持买入评级。
- 风险提示：**品牌提价不及预期、天气偏暖风险、行业竞争加剧风险等。

金焯

+ 852 2532 1539

Lexy.jin@firstshanghai.com.hk

王柏俊

+ 852 2532 1915

Patrick.wong@firstshanghai.com.hk

行业 服装行业

股价 3.28 港元

目标价 4.23 港元

(+28.82%)

股票代码 3998.HK

已发行股本 109.06 亿股

市值 357.71 亿港元

52 周高/低 4.56/2.83 港元

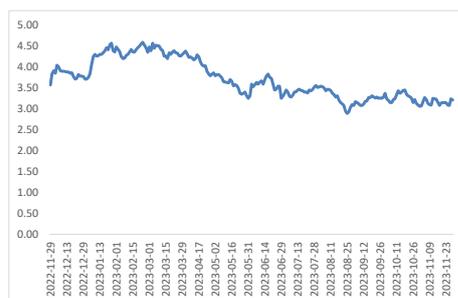
每股净资产 1.19 港元

主要股东 高德康 (68.17%)

盈利摘要

股价表现

截止3月31日财政年度	21/22	22/23	23/24E	24/25E	25/26E
收入 (百万人民币)	16,213.6	16,774.2	19,821.9	22,783.9	25,750.8
变动 (%)	20.0%	3.5%	18.2%	14.9%	13.0%
归母净利润 (百万人民币)	2,062.3	2,156.4	2,630.5	3,120.8	3,614.0
变动 (%)	20.6%	4.6%	22.0%	18.6%	15.8%
每股收益(人民币)	0.19	0.20	0.24	0.29	0.33
市盈率(基于3.28港元)	15.7	15.2	12.4	10.5	9.0
每股股息 (港元)	0.15	0.16	0.19	0.23	0.27
股息率	4.7%	4.8%	5.9%	7.0%	8.1%



来源：公司资料，第一上海

来源：彭博

附录 1：主要财务报表

截止3月31日财政年度（人民币 百万元）

损益表	21/22实际	22/23实际	23/24预测	24/25预测	25/26预测	财务分析	21/22实际	22/23实际	23/24预测	24/25预测	25/26预测
销售收入	16,213.6	16,774.2	19,821.9	22,783.9	25,750.8	增长					
品牌羽绒服	13,223.0	13,574.5	16,186.7	18,663.8	21,086.5	销售收入	20.0%	3.5%	18.2%	14.9%	13.0%
贴牌加工业务	1,901.3	2,294.1	2,752.9	3,248.4	3,768.2	毛利润	22.9%	2.5%	19.1%	15.8%	13.7%
女装	903.7	703.0	659.5	626.5	626.5	股权持有人应占利	20.6%	4.6%	22.0%	18.6%	15.8%
多元化业务	185.6	202.6	222.9	245.1	269.7	盈利能力					
毛利润	9,737.2	9,975.9	11,880.0	13,752.6	15,638.5	毛利率 (%)	60.1%	59.5%	59.9%	60.4%	60.7%
其他收入	274.0	309.6	220.7	220.7	220.7	经营利润率	15.8%	16.8%	17.3%	17.9%	18.4%
经营开支	(7,374.3)	(7,328.7)	(8,657.8)	(9,883.1)	(11,118.6)	净利率 (%)	12.7%	12.9%	13.3%	13.7%	14.0%
营运收入	2,568.8	2,826.4	3,430.5	4,077.9	4,728.2	营运表现					
净财务开支	117.4	83.2	91.6	100.7	110.8	存货周转天数	150	144	140	140	139
摊占联营公司溢利	(22.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款周转天数	24	23	19	20	21
税前盈利	2,672.1	2,887.3	3,522.1	4,178.6	4,839.0	应付账款周转天数	149	147	126	122	120
所得税	(613.4)	(730.9)	(891.6)	(1,057.8)	(1,225.0)	营运开支/收入 (%)	45.5%	43.7%	43.7%	43.4%	43.2%
税后盈利	2,058.8	2,156.4	2,630.5	3,120.8	3,614.0	实际税率 (%)	23.0%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%
少数股东应占利润	(3.6)	0.0	0.0	0.0	0.0	财务状况					
股权持有人应占利润	2,062.3	2,156.4	2,630.5	3,120.8	3,614.0	负债/股本	74.1%	66.2%	67.4%	68.4%	69.3%
资产负债表	21/22实际	22/23实际	23/24预测	24/25预测	25/26预测	ROA	10.3%	10.2%	12.5%	14.4%	15.7%
现金	2,502.6	3,718.2	2,699.1	3,333.9	3,496.6	ROE	17.6%	17.4%	20.4%	23.2%	25.6%
应收关联方款项账款	200.3	142.8	142.8	142.8	142.8	现金流量表					
应收账款	1,236.7	923.0	1,107.6	1,329.1	1,594.9	税前盈利	2,672.1	2,887.3	3,522.1	4,178.6	4,839.0
存货	2,688.2	2,689.3	3,403.2	3,524.9	4,177.1	折旧及摊销	223.8	233.2	243.0	253.3	264.2
已抵押银行存款	182.1	528.1	528.1	528.1	528.1	营运资金变化	(407.4)	(866.5)	(1,626.5)	(1,248.2)	(2,007.5)
其他	7,926.8	6,720.6	6,991.7	7,317.0	7,707.4	其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总流动资产	14,736.7	14,722.0	14,872.5	16,175.8	17,647.0	营运现金流	2,488.5	2,254.0	2,138.6	3,183.7	3,095.7
固定资产	1,758.1	1,727.7	1,661.0	1,580.9	1,487.0	资本开支	(140.0)	(140.0)	(140.0)	(137.0)	(134.0)
无形资产	1,496.2	1,342.3	1,463.3	1,427.0	1,390.8	其他投资活动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预付租赁款项	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资活动现金流	(140.0)	(140.0)	(140.0)	(137.0)	(134.0)
递延税项资产	611.5	649.1	649.1	649.1	649.1	负债变化	263.0	(163.5)	77.0	84.7	93.2
其他	17,418.0	17,223.6	17,374.0	18,677.4	20,148.5	股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产	21,283.7	20,942.7	21,147.4	22,334.4	23,675.4	股息	(1,647.0)	(1,725.1)	(2,104.4)	(2,496.6)	(2,891.2)
应付账款	4,778.0	4,346.5	4,781.1	5,259.2	5,785.2	其他融资活动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
计息借贷	934.0	770.4	847.4	932.2	1,025.4	融资活动现金流	(1,384.0)	(1,888.7)	(2,027.3)	(2,411.9)	(2,798.0)
其他	898.2	937.0	937.0	937.0	937.0	现金变化	964.5	225.3	(28.8)	634.8	163.7
总短期负债	6,610.1	6,053.9	6,565.6	7,128.4	7,747.6	期初持有现金	1,771.3	2,502.6	2,727.9	2,699.1	3,333.9
递延税项负债	166.2	142.4	142.4	142.4	142.4	期末持有现金	2,502.6	2,727.9	2,699.1	3,333.9	3,496.6
总负债	9,057.3	8,338.3	8,850.0	9,412.9	10,032.0						
公司拥有人应占权益	12,193.1	12,547.1	13,073.2	13,697.4	14,420.2						
少数股东权益	33.3	57.3	57.3	57.3	57.3						
股东权益	12,226.4	12,604.4	13,130.5	13,754.6	14,477.4						

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。