

波司登 (03998.HK)

FY24 业绩点评: 超预期高质量增长, 新财年品类拓展仍值得期待

买入 (维持)

2024 年 06 月 28 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

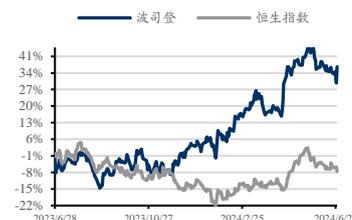
执业证书: S0600522090003
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入 (百万元)	16774	23214	26428	30076	34180
同比(%)	3.46	38.39	13.85	13.80	13.65
归母净利润 (百万元)	2139	3074	3607	4100	4661
同比(%)	3.70	43.74	17.35	13.66	13.68
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.20	0.28	0.33	0.37	0.43
P/E (现价&最新摊薄)	21.27	14.80	12.61	11.10	9.76

投资要点

- 公司公布 2024 财年业绩:** FY24 营收 232.14 亿元/yoy+38.4%、归母净利润 30.74 亿元/yoy+43.7%，业绩增长超预期。收入超预期主要来自自主品牌产品创新及渠道优化驱动高增，归母净利润增长快于收入主因毛利率持平略增、费用率下降。年度派息每股 20 港仙、派息率 81.1%。
- 品牌羽绒服: 自主品牌产品创新及渠道优化驱动高增, 毛利率下降。** FY24 品牌羽绒服业务收入 195.2 亿元/yoy+43.8%/占比 84.1%、毛利率同比-1.2pct 至 65%。
 - 按品牌分,** 波司登/雪中飞/冰洁收入分别同比+42.7%/+65.3%/+15.9%、占品牌羽绒服的 86%/10%/0.8%，毛利率分别同比-1.2pct/持平/+5.6pct 至 69.6%/46%/39.2%。主品牌收入大踏步提升、再创历史新高，得益于推出创新品类防晒服、冲锋衣羽绒服等，并持续推进产品科技升级、渠道优化、门店精细化运营，毛利率下降主因相对低毛利的防晒服和加盟收入占比提升；雪中飞高增主要受益于线上渠道发力。
 - 按渠道分,** 线上/线下收入分别同比+41%/+45%、占比 35%/65%，线上多平台发力、增长进一步提速，线下增长主要来自“标杆 TOP 店”渠道策略下店效显著增长。截至 FY24 末线下门店共 3217 家、较 FY23 净关 206 家。
 - 按模式分,** 自营/批发收入分别同比+38.4%/+67.9%、占比 74%/24%，其中自营净关店、批发净开店（加盟调整返利政策、驱动开店积极性），截至 FY24 末直营/加盟门店分别 1136/2081 家、同比净关 263 家/净开 57 家。
- 贴牌加工业务不利环境下稳健增长, 女装恢复增长, 校服小幅正增。**
 - 贴牌加工:** FY24 收入 26.7 亿元/yoy+16.4%/占比 11.5%、毛利率 20.6%/同比+0.7pct，不利的外部环境下保持稳健增长，主因聚焦核心客户拓展品类开发、拓展新增高质量客户、提升订单快返能力、布局海外产能。
 - 女装:** 收入 8.2 亿元/yoy+16.6%/占比 3.5%、毛利率同比-1.1pct 至 67.5%，恢复稳健增长，其中邦宝品牌毛利率下降 4.1pct 主因清理库存。
 - 多元化服装:** 收入 2.0 亿元/yoy+0.3%/占比 0.9%、毛利率同比-5.5pct 至 20.2%，其中飒美特校服收入 1.9 亿元/yoy+1.3%。
- 毛利率持平略增、费用率降低, 存货周转进一步优化。**
 - 毛利率:** FY24 同比+0.1pct 至 59.6%、虽然羽绒服业务毛利率下降、但其毛利率水平高于其他业务、占比提升带动整体毛利率持平。
 - 费用率:** FY24 费销比同比-2.5pct 至 41.2%，其中分销/行政费用率分别同比-1.8/-0.7pct 至 34.7%/6.5%，分销费用率下降主因店效提升及加强费控，行政费用率下降主因严格控制相关费用。
 - 净利润率:** FY24 同比+0.5pct 至 13.2%。
 - 存货:** 截至 FY24 末存货 32 亿元/yoy+18.9%，周转天数同比-29 天至 115 天，存货周转持续优化、主要得益于公司供应链持续从柔性快反模式向 Top 款敏捷极速供应模式突破，同时数字化运营转型带来全渠道系统提效。
 - 现金流:** FY24 经营活动现金流净额 73.4 亿元/yoy+141%，销售回款大增、同时供应链应付款规模增长，净现金值 120.5 亿元/yoy+49%、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，FY24 在国内整体消费偏弱环境下业绩超预期增长、库存周转天数下降，主要受益于主品牌波司登在产品、渠道、品牌维度综合能力持续提升，同时运营方面在供应链管理、物流配送及数字化运营上持续升级。展望 25 财年，我们预计公司将聚焦羽绒服和时尚功能性服饰主品类，继续拓展新品类，未来 3 年新品类营收占比有望达到 10-20%，同时进一步精细化运营提升店效。将 FY25-26 归母净利润预测值从 33.4/38.7 亿元上调至 36.1/41.0 亿元，增加 FY27 预测值 46.6 亿元、对应 FY25-27 年 PE 为 13/11/10X，公司过去连续三年分红率超过 80%，低估值高分红属性突出，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)	4.56
一年最低/最高价	2.83/4.89
市净率(倍)	3.63
港股流通市值(百万港元)	49,994.62

基础数据

每股净资产(元)	1.26
资产负债率(%)	46.38
总股本(百万股)	10,963.73
流通股本(百万股)	10,963.73

相关研究

- 《波司登(03998.HK.): 动销持续靓丽, 再次上调 FY24 业绩指引》
2024-04-23
- 《波司登(03998.HK.): 再获 ESG “A” 级评级, 寒潮催化业绩有望超预期》
2024-01-23

波司登三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E		FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	19,018.61	22,820.16	27,900.00	33,611.18	营业总收入	23,214.03	26,428.34	30,075.57	34,179.57
现金及现金等价物	6,227.02	9,124.28	13,140.78	17,654.78	营业成本	9,380.49	10,701.50	12,207.75	13,904.59
应收账款及票据	1,497.90	1,688.48	1,921.49	2,183.69	销售费用	8,055.09	9,249.92	10,526.45	11,962.85
存货	3,197.50	3,567.17	4,069.25	4,634.86	管理费用	1,507.86	1,849.98	2,105.29	2,392.57
其他流动资产	8,096.20	8,440.23	8,768.48	9,137.84	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	6,752.59	6,758.98	6,905.58	7,149.60	其他费用	19.11	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,543.95	1,579.56	1,611.60	1,640.44	经营利润	4,251.48	4,626.94	5,236.08	5,919.56
商誉及无形资产	2,043.78	1,864.56	1,829.11	1,894.30	利息收入	203.08	124.54	182.49	262.82
长期投资	253.35	253.35	253.35	253.35	利息支出	193.40	95.12	87.12	79.12
其他长期投资	2,197.33	2,347.33	2,497.33	2,647.33	其他收益	280.06	292.73	293.82	291.64
其他非流动资产	714.19	714.19	714.19	714.19	利润总额	4,541.21	4,949.09	5,625.27	6,394.89
资产总计	25,771.21	29,579.14	34,805.58	40,760.78	所得税	1,421.07	1,286.76	1,462.57	1,662.67
流动负债	11,183.07	11,328.68	12,392.41	13,615.40	净利润	3,120.14	3,662.33	4,162.70	4,732.22
短期借款	2,477.96	2,277.96	2,077.96	1,877.96	少数股东损益	46.06	54.93	62.44	70.98
应付账款及票据	5,176.89	5,350.75	6,103.87	6,952.30	归属母公司净利润	3,074.07	3,607.39	4,100.26	4,661.24
其他	3,528.22	3,699.97	4,210.58	4,785.14	EBIT	4,531.54	4,919.67	5,529.91	6,211.19
非流动负债	768.65	768.65	768.65	768.65	EBITDA	5,748.62	5,763.28	6,233.31	6,817.17
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	768.65	768.65	768.65	768.65					
负债合计	11,951.72	12,097.33	13,161.07	14,384.05					
股本	0.82	0.82	0.82	0.82	主要财务比率	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
少数股东权益	84.05	138.98	201.42	272.41	每股收益(元)	0.28	0.33	0.37	0.43
归属母公司股东权益	13,735.44	17,342.83	21,443.09	26,104.32	每股净资产(元)	1.27	1.59	1.97	2.41
负债和股东权益	25,771.21	29,579.14	34,805.58	40,760.78	发行在外股份(百万股)	10,963.73	10,963.73	10,963.73	10,963.73
					ROIC(%)	19.91	20.19	18.82	17.69
					ROE(%)	22.38	20.80	19.12	17.86
					毛利率(%)	59.59	59.51	59.41	59.32
					销售净利率(%)	13.24	13.65	13.63	13.64
					资产负债率(%)	46.38	40.90	37.81	35.29
					收入增长率(%)	38.39	13.85	13.80	13.65
					净利润增长率(%)	43.74	17.35	13.66	13.68
					P/E	14.80	12.61	11.10	9.76
					P/B	3.28	2.60	2.10	1.72
					EV/EBITDA	6.11	6.71	5.52	4.36

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2024年6月27日的0.91,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),北交所基准指数为北证 50 指数),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>