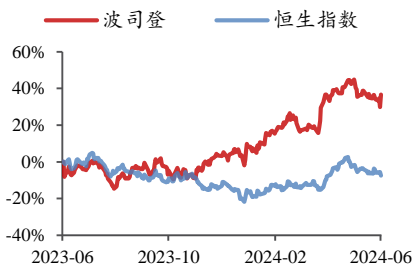


波司登 (03998.HK)

2024年06月28日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2024/6/27
当前股价(港元)	4.560
一年最高最低(港元)	4.890/2.830
总市值(亿港元)	499.95
流通市值(亿港元)	499.95
总股本(亿股)	109.64
流通港股(亿股)	109.64
近3个月换手率(%)	12.48

股价走势图


数据来源: 聚源

相关研究报告

《创新产品及精细运营驱动成长, 防晒大秀引领新风尚—港股公司信息更新报告》-2024.4.19

《ESG维持A级, 寒潮及春节催化旺季表现—港股公司信息更新报告》-2024.1.25

《FY2024H1业绩超预期, 创新产品表现亮眼, 期待旺季表现—港股公司信息更新报告》-2023.12.3

创新驱动及冷冬催化 FY2024 业绩高增
——港股公司信息更新报告
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐 (分析师)

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

张霜凝 (联系人)

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号: S0790122070037

● 创新驱动及冷冬催化 FY2024 业绩高增, 维持“买入”评级

公司 FY2024 营收 232.1 亿元 (+38.4%), 归母净利润 30.7 亿元 (+43.7%), 四大业务均实现高质量增长, 维持高派息, 全年派息 81.1%。公司羽绒服龙头地位稳固, 预计产品迭代、品类创新、渠道优化持续驱动增长, 我们上调 FY2025-2026 并新增 FY2027 盈利预测, 预计归母净利润 36.2/41.7/47.7 亿元(原为 33.9/39.2 亿元), 对应 EPS 为 0.3/0.4/0.4 元, 当前股价对应 PE 为 13.5/11.7/10.2 倍, 维持“买入”评级。

● 冷冬催化及创新产品驱动波司登品牌收入增长, 雪中飞品牌持续高增

FY2024 品牌羽绒服营收 195.21 亿元 (+43.8%), 公司建立羽绒服品牌矩阵, 波司登/雪中飞/冰收入 167.8/20.2/1.45 亿元, 同比+42.7%/+65.3%/+15.9%, 雪中飞连续三年增速高于主品牌, 创新产品驱动主品牌增长, 预计轻薄羽系列销售额突破 30 亿元、防晒销售额约 5 亿元、冲锋衣羽绒服销售额约 6 亿元(非财报口径)。**分渠道:** 直营、批发、其他渠道收入 143.45/46.04/5.73 亿元, 同比+38.4%/+67.9%/+23.2%, 批发收入增长显著快于直营, 其中线上收入 68.36 亿元 (+41.3%), 占比提升至 35.0%; 总门店为 3217 家 (-206 家), 其中直营/经销门店同比-263/+57 家至 1136/2081 家, 占比 35.3%/64.7%, 经销商门店小幅净增, 线下净闭店之下实现收入 126.85 元 (+45.2%), 体现线下单店经营质量提升, 预计店效超千万的门店约 200 家。**博格纳合资公司:** 逐步渗透中国高端市场, 录得亏损 0.3 亿元, 公司分占亏损 0.16 亿元。

● OEM 核心客户订单稳健并新增客户, 女装实现恢复性增长

OEM: FY2024 收入 26.7 亿元 (+16.4%), 主要系核心客户订单稳定增长、新增高质量客户、提升快反能力以及持续的海外产能布局。**女装业务:** FY2024 收入 8.20 亿元 (+16.6%), 实现恢复性增长, 其中女装线上收入 0.95 亿元 (+7.3%), 线上收入占比 12%。**多元化服装业务:** FY2024 收入 2.03 亿元 (+0.3%), 以飒美特校服为主。

● 集团毛利率保持稳定, 羽绒服毛利率小幅下降, 库存管理能力优异

FY2024 毛利率 59.6% (+0.1pct), 羽绒服/OEM/女装/多元化服装毛利率为 65%/20.6%/67.5%/20.2%, 分别-1.2/+0.7/-1.1/-5.5pct, 其中羽绒服业务中波司登/雪中飞/冰毛利率分别-1.2/持平/+5.6pct, 波司登毛利率受防晒产品占比提升、批发政策及批发占比提升影响。FY2024 销售/管理费用率 34.7% (-1.8pct)、(-0.7pct), 公司加强费控带动 OPM+2.1pct 至 18.9%, 归母净利率 13.2% (+0.5pct) 主要系海外资金需求增加导致所得税率提升 6pct。全渠道一体化运营下收入增长而存货持平, 存货周转天数为 115 天 (-29 天), 经营性现金流净额为 73.39 亿元 (+141%), 现金流健康。

● 风险提示: 新品接受度未达预期、市场竞争加剧等。

财务摘要和估值指标

指标	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万元)	16774	23214	26516	30066	33967
YOY(%)	3.5	38.4	14.2	13.4	13.0
净利润(百万元)	2139	3074	3621	4173	4766
YOY(%)	3.7	43.7	17.8	15.2	14.2
毛利率(%)	59.5	59.6	59.5	59.6	59.7
净利率(%)	12.7	13.2	13.7	13.9	14.0
ROE(%)	17.0	22.2	23.1	23.4	23.5
EPS(摊薄/元)	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
P/E(倍)	22.8	15.9	13.5	11.7	10.2
P/B(倍)	3.9	3.5	3.1	2.7	2.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所 (2024年6月28日汇率: 1港元=0.93人民币)

目 录

1、创新驱动及冷冬催化 FY2024 业绩高增	3
1.1、品牌羽绒服：三品牌均实现增长，雪中飞增速连续三年高于主品牌	3
1.2、OEM 业务：核心客户订单稳定增长并新增客户，运营效率提升	6
1.3、女装业务：实现恢复性成长，不断优化渠道结构	6
1.4、多元化服装业务：校服业务渠道升级拉动增长	7
2、盈利能力增强、收益质量持续提升	7
3、全渠道商品运营下库存管理成效显著，现金循环周期提振	8
4、盈利预测与投资建议	9
5、风险提示	9

图表目录

图 1：公司 FY2023 收入增长 3.46%至 167.74 亿元	3
图 2：公司 FY2023 归母净利润增长 3.7%至 21.39 亿元	3
图 3：FY2023 毛利率受销售结构影响，净利率提升	8
图 4：FY2023 羽绒服业务毛利率提升 0.5pct	8
图 5：FY2023 销售费用率、管理费用率下降	8
图 6：FY2023 公司存货规模为 26.89 亿元 (+0.04%)	9
图 7：FY2023 应收账款规模为 9.23 亿元 (-25.4%)	9
图 8：FY2023 应付账款规模为 31.0 亿元 (-5.7%)	9
图 9：FY2023 经营性现金流净额为 30.5 亿元 (+14%)	9
表 1：FY2023 贴牌加工管理业务增长 20.66%，占比提升至 13.7%（单位：亿元）	3
表 2：主品牌受疫情影响，雪中飞连续两年增速超主品牌	4
表 3：FY2023 品牌羽绒服业务终端净减少 386 家门店至 3423 家	4
表 4：羽绒服批发增长快于自营体现公司品牌力提升下经销商信心提升（单位：亿元）	5
表 5：FY2023 女装业务营收 703 百万元，同比下滑 22.2%（单位：百万元）	6
表 6：FY2023 女装线下门店净减少 5 家至 457 家	7
表 7：FY2023 飒美特校服增长 15.9%带动多元化服装业务增长（单位：百万元）	7

1、创新驱动及冷冬催化 FY2024 业绩高增

公司公布 FY2024 业绩(2023 年 3 月 31 日-2024 年 3 月 31 日), 实现营收 232.14 亿元(+38.4%), 归母净利润 30.74 亿元(+43.7%), 核心业务品牌羽绒服保持高增。

FY2024H1 实现收入 74.72 亿元(+20.89%)、归母净利润 9.19 亿元(+25.11%), FY2024H2 实现收入 157.42 亿元(+48.60%)、归母净利润 21.55 亿元(+53.49%)。

图1：公司 FY2024 收入增长 38.4%至 232.14 亿元

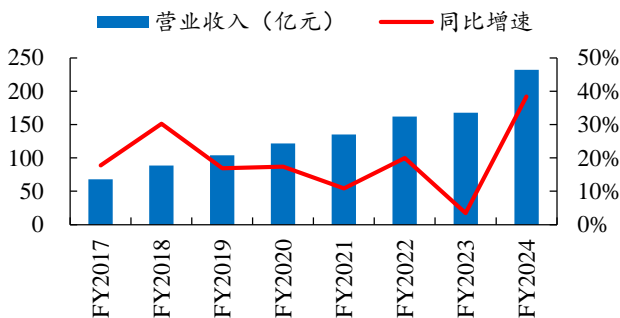
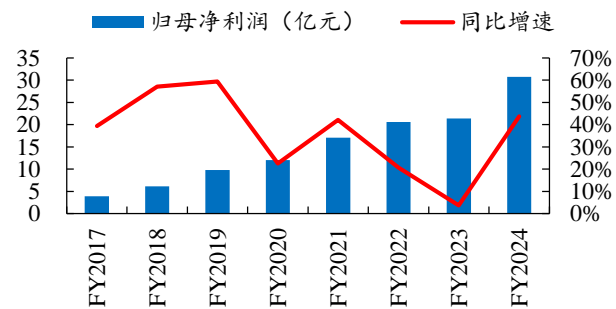


图2：公司 FY2024 归母净利润增长 43.7%至 30.74 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

按主营业务拆分, FY2024 品牌羽绒服业务实现营收 195.21 亿元(+43.8%), 贴牌加工管理业务收入 26.70 亿元(+16.4%), 女装业务营收 8.20 亿元(+16.6%), 多元化服装业务收入为 2.03 亿元(+0.3%), 分别占集团收入比例为 84.1%、11.5%、3.5%、0.9%, 羽绒服业务占比提升。

表1：FY2024 羽绒服业务增长 43.8%，占比提升至 84.1%（单位：亿元）

业务类别	FY2024	YOY	营收占比	占比变动
品牌羽绒服业务	195.213	43.8%	84.1%	+3.2pct
贴牌加工管理业务	26.697	16.4%	11.5%	-2.2 pct
女装业务	8.198	16.6%	3.5%	-0.7 pct
多元化服装业务	2.032	0.3%	0.9%	-0.3 pct
总营业收入	232.14	38.4%		

数据来源：公司公告、开源证券研究所

按渠道拆分, (1) 线上: FY2024 公司线上渠道实现收入 69.32 亿元(+40.6%), 其中品牌羽绒服业务及女装业务线上收入分别为 68.36 亿元(+41.3%)、0.95 亿元(+7.3%), 分别占品牌羽绒服及女装业务的 35.0% (-0.6pct)、11.6% (-1pct), 线上渠道实现了稳健高质量的增长, 线上自营收入为 61.75 亿元(+39.6%), 线上批发收入为 7.56 亿元(+49.3%), 双 11 期间获得天猫服饰品牌、女装店铺销售榜双第一。

(2) 线下: 线下渠道实现收入 162.83 亿元, 同比提升 37.5%, 主要系公司持续稳健改善现有渠道结构、布局、质量以及终端形象。剔除 OEM 业务收入以及其他收入之后, 线下自营收入为 91.22 亿元(+34.4%), 线下批发收入为 39.18 亿元(+70.4%)。

1.1、品牌羽绒服：三品牌均实现增长，雪中飞增速连续三年高于主品牌

FY2024 品牌羽绒服业务实现营收 195.21 亿元(+43.8%), 占总收入比 84.1%

(+3.2pct)，在“全球领先的羽绒服专家品牌”定位下，公司继续做强品牌羽绒服核心业务，主业保持稳健增长。

按品牌拆分：主品牌波司登实现营收 167.85 亿元 (+42.7%)，主品牌向中高端升级，品牌认知度继续提升；中端品牌雪中飞实现营收 20.19 亿元 (+65.3%)，抓住了高性价比羽绒服的市场机会，连续三年增速高于主品牌；品牌冰洁实现营收 1.45 亿元 (+15.9%)，仍旧处于转型期。

表2：FY2024 三品牌均有增长，雪中飞连续三年增速超主品牌（单位：百万元）

	FY2022		FY2023		FY2024		VSFY2023 变动		VSFY2022 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
波司登	11,617.7	88%	11,762.8	87%	16,784.5	86%	42.69%	-0.67 pct	44.47%	-1.88 pct
雪中飞	974.2	7%	1,221.5	9%	2,018.9	10%	65.28%	+1.34 pct	107.24%	+2.97 pct
冰洁	235.3	2%	125.5	1%	145.4	1%	15.86%	-0.18 pct	-38.21%	-1.03 pct
总计	13,223.0		13,574.5		19,521.3		43.81%		47.63%	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
波司登	8,062.7	69.4%	8,328.1	70.8%	11,682.0	69.6%	40.27%	-1.20 pct	44.89%	+0.20 pct
雪中飞	460.8	47.3%	561.9	46.0%	928.7	46.0%	65.28%	0.00 pct	101.54%	-1.30 pct
冰洁	58.4	24.8%	42.2	33.6%	57.0	39.2%	35.17%	+5.60 pct	-2.33%	+14.40 pct
总计	8,687.5	65.7%	8,986.3	66.2%	12,688.8	65.0%	41.20%	-1.20 pct	46.06%	-0.70 pct

数据来源：公司公告、开源证券研究所

按渠道拆分：

(1) 线下渠道：截至 2024 年 3 月 31 日，品牌羽绒服门店为 3217 家（净减少 206 家），其中直营/经销门店同比-263/+57 家至 1136/2081 家，占总门店的 35.3%/64.7%。从渠道结构看，不断调整渠道结构，除了常规的 3000+ 门店外设有 1400+ 旺季店（开店时长 1 周~3 个月），门店位置优异，运营上对常规店、旺季店、旗舰店、主流店、大众店进行分层级分业态运营。

其中，**直营渠道**（线上+线下）实现销售收入 143.45 亿元 (+38.4%)，占比 73.5% (-2.9ct)，主要系持续优化渠道质量，提升渠道效率，通过打造 Top 店体系、做实单店运营，将有限的、优质的资源聚焦在明确的目标市场。**批发渠道**实现销售收入 46.04 亿元 (+67.9%)，占比 23.6%，提升明显。**其他渠道**实现销售收入 5.73 亿元 (+23.2%)，占比约 2.9%。

表3：FY2024 品牌羽绒服业务终端净减少 206 家门店至 3217 家

	波司登		雪中飞		冰洁		合计	
	店数	变动值	店数	变动值	店数	变动值	店数	变动值
专卖店								
集团	669	-152	10	-3	-	-	679	-155
第三方	1617	+18	108	+25	-	-	1725	+43
小计	2286	-134	118	+22	-	-	2404	-112
寄售店								
集团	393	-65	64	-41	-	-2	457	-108
第三方	318	+13	38	+1	-	-	356	+14
小计	711	-52	102	-40	-	-2	813	-94
合计	2997	-186	220	-18	-	-2	3217	-206

数据来源：公司公告、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

(2) 线上渠道：通过新零售运营及数字化转型进行商品一体化运营和精准营销，线上收入占羽绒服业务收入比例为 35.0%。

表4：羽绒服批发增长快于自营体现公司品牌力提升下经销商信心提升(单位：亿元)

渠道分类	营业收入	YOY	营收占比
线上渠道	68.36	41.3%	35%
线下渠道	126.85	45.2%	65%
合计	195.21	43.8%	
直营渠道	143.45	38.4%	73.5%
经销渠道	46.04	67.9%	23.6%
其他	5.73	23.2%	2.9%
合计	195.21	43.8%	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

品牌建设方面，波司登继续坚持羽绒服专家定位，持续围绕“全球领先的羽绒服专家”的战略，FY2024 通过春夏季的防晒战役、秋季的“重新定义轻薄羽”战役、秋冬旺季的首推冲锋衣鹅绒服战役与“重塑经典”战役等品牌事件，持续赢得消费者心智。FY2024 公司再次入选“Brand Finance 2023 全球最具价值服饰品牌排行榜 50 强”，且排名跃升至第 47 名，以及上榜“Brand Finance 中国品牌价值 500 强”，且排名跃升 30 位至第 145 名。

产品研发方面，波司登进行产品迭代升级，成功拓展增量业务。FY2024 成功推出防晒服等新兴功能品类，通过防晒服面料的创新突破、创新组合式纱线、创新织造结构等方式，在持久防晒、瞬间凉感及透气舒适等功能端予以提升。同时还有轻薄羽绒服第二次迭代升级，以及一衣三穿冲锋衣鹅绒服、第四代极寒系列羽绒服的推出。

零售网络方面，公司持续优化渠道质量，资源聚焦打造标杆 TOP 店。公司对甄选出来的标杆门店进行系统性、体系化运营和管理；通过搭建超 250 个项目，覆盖约 500 个销售网点，聚焦资源精准投放，实现 Top 店的快速有效增长；同时围绕“坐实单店经营”，构建“以高目标为牵引，以顾客需求为原点”的三层组织经营方法论，推动“以门店为中心、以顾客价值为原点”的业务流程变革，实现闭环单店运营策略的有效落地。另外，公司重点关注线上销售渠道，积极拓展抖音等新兴平台。

订单管理方面，公司延续直营与批发分离的订货模式，直营门店单店订货按照需求匹配产品、经销商门店根据规模进行不同的订货与返利，以拉式补货机制、快速上新及小单快反的形式支持货品的高周转。FY2024 公司首单订货比例控制在 40% 左右，其余订单根据旺季终端市场反馈和需求进行补单。

新零售与数字化运营方面：

- 公司按照一个入口、一个平台、一个数仓原则，初步完成了核心业务运营平台(用户、零售、商品)的设计、开发、测试，为本集团数字化转型提供强有力的技术解决工具或方案。
- 公司持续利用各类渠道触达消费者，截至 2024 年 3 月 31 日，波司登品牌在天猫和京东平台实现新增粉丝超 1100 万，新增会员超 400 万人，累计粉丝约 4500 万人，会员约 1800 万人，抖音官方账号粉丝累计超 900 万人，进一步提升年轻消费者占比。

1.2、OEM 业务：核心客户订单稳定增长并新增客户，运营效率提升

FY2024 贴牌加工管理业务实现收入 26.7 亿元 (+16.4%)，占总收入 11.5% (-2.2 pct)，贴牌加工业务收入来自前五大客户的收入约占贴牌加工管理业务的 89.5%。贴牌加工管理业务的增长主要系：(1) 拓展品类开发及技术研创，实现现有核心客户的订单稳定增长；(2) 拓展新增高质量客户，持续补充增量高质量订单；(3) 打造贴牌加工管理客户的订单快返能力；(4) 在海外进行持续的产能布局，顺应供应链全球化趋势，提升客户信心。

1.3、女装业务：实现恢复性成长，不断优化渠道结构

公司经营四个中高端女装品牌以迎合客户不同场合的着装需求，FY2024 女装业务营收 8.20 亿元 (+16.6%)，结束连续四年的下跌，占整体收入比 3.5% (-0.7pct)，主要系通过品牌引领、产品创新及渠道优化等方法实现稳定且健康的恢复性成长。

按品牌拆分：四个品牌均有双位数增长。杰西女装风格优雅舒展，FY2024 实现营收 3.03 亿元 (+18.8%)，占比为 36.9% (+0.66pct)。邦宝风格浪漫、精致，FY2024 实现营收 1.98 亿元 (+18.1%)，占比为 24.2% (+0.31pct)。柯利亚诺及柯罗芭定位简约经典，追求低调奢华，FY2024 实现营收 3.19 亿元 (+13.8%)，占比为 38.9% (-0.98pct)。

表5：FY2024 女装业务营收 819.8 百万元，同比提升 16.6%（单位：百万元）

	FY2022		FY2023		FY2024		VS FY2023 变动		VS FY2022 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
杰西	285.30	31.6%	254.90	36.3%	302.70	36.9%	18.75%	+0.66pct	6.10%	+5.35 pct
邦宝	253.50	28.1%	167.70	23.9%	198.10	24.2%	18.13%	+0.31pct	-21.85%	-3.89 pct
柯利亚诺 及柯罗芭	364.90	40.4%	280.40	39.9%	319.00	38.9%	13.77%	-0.98pct	-12.58%	-1.47 pct
女装总计	903.70		703.00		819.90		16.63%		-9.27%	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
杰西	189.72	66.5%	169.76	66.6%	196.15	64.8%	15.54%	-1.80 pct	3.39%	-1.70 pct
邦宝	173.14	68.3%	107.33	64.0%	118.66	59.9%	10.56%	-4.10 pct	-31.46%	-8.40 pct
柯利亚诺	291.92	80.0%	204.69	73.0%	238.93	74.9%	16.73%	+1.90 pct	-18.15%	-5.10 pct
女装总计	654.28	72.4%	482.26	68.6%	553.43	67.5%	14.76%	-1.10 pct	-15.41%	-4.90 pct

数据来源：公司公告、开源证券研究所

渠道方面：从门店数量看，女装线下门店净减少 32 家至 425 家，自营门店净-32 家，占比 77.4%，经销门店维持 96 家，占比 22.6%；从渠道结构看，零售网点中一、二线城市占比进一步提升，约占 64%，线上销售占比提升-1pct 至 11.6%，积极拓展线上业务，布局新零售平台，线上销售同比增长 7.3%。

表6: FY2024 女装线下门店净减少 32 家至 425 家

专卖店	杰西		邦宝		柯利亚诺		柯罗芭		合计	
	店数	变动值	店数	变动值	店数	变动值	店数	变动值	专卖店	店数
集团	1	-	8	-1	-	-	-	-	9	-1
第三方	10	-2	4	-2	-	-	-	-	14	-4
小计	11	-2	12	-3	-	-	-	-	23	-5
寄售店	店数	变动值	店数	变动值	店数	变动值	店数	变动值	专卖店	店数
集团	110	-5	92	-4	64	-18	54	-4	320	-31
第三方	63	-	19	+4	-	-	-	-	82	+4
小计	173	-5	111	-	64	-18	54	-4	402	-27
合计	184	-7	123	-3	64	-18	54	-4	425	-32

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

1.4、多元化服装业务: 校服业务渠道升级拉动增长

FY2024 多元化服装业务实现收入 2.03 亿元(+0.3%), 其中飒美特校服增长 1.3%, 在多元化服装业务中占比 92.8% (+0.9pct)。

飒美特校服业务渠道持续升级, 品牌区域覆盖率扩大, 服务超过 500 所学校, 一方面建立核心标杆直营区域, 占领核心客户市场份额, 一方面构建标杆加盟区域代理商, 提升区域品牌覆盖率。在产品方面, 继续夯实冬季校服品类, 构建高端私立校服产品架构, 提高品牌赋能, 带动产品结构升级。

表7: FY2024 飒美特校服增长 1.3%带动多元化服装业务增长 (单位: 百万元)

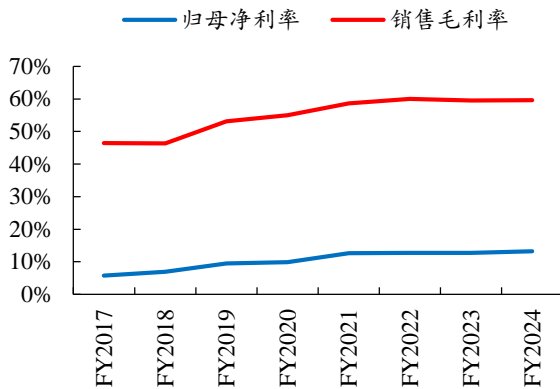
	FY2022		FY2023		FY2024		VS FY2023 变动		VS FY2022 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
飒美特校服	160.6	86.5%	186.1	91.9%	188.5	92.8%	1.3%	+0.9pct	17.4%	+6.2pct
其他品牌及其他	25.0	13.5%	16.5	8.1%	14.7	7.2%	-10.8%	-0.9pct	-41.2%	-6.2pct
多元化业务总计	185.6		202.6		203.2		0.3%		9.5%	

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

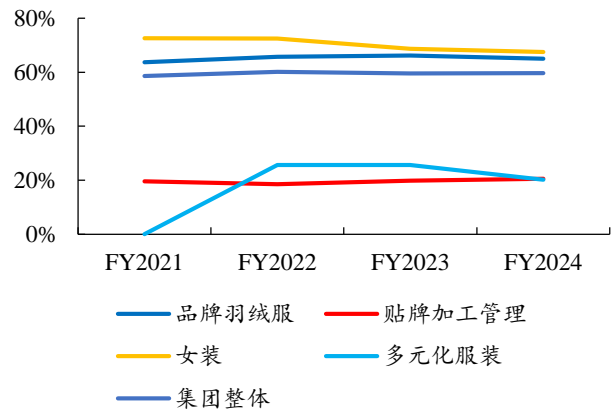
2、毛利率小幅提升, 控费带动净利率提升, 库存管理优异

毛利率: FY2024 公司实现毛利率 59.6% (+0.1pct), 主要系品牌羽绒服是公司最大的业务单元, 其 FY2024 收入增速快于其他业务单元, 带动收入及毛利的贡献占比提升

按业务拆分: 品牌羽绒服业务毛利率为 65% (-1.2pct)。波司登品牌 FY2024 毛利率下降 1.2pct 至 69.6%, 主要系毛利率较低的批发业务占比提升以及新推出的防晒服毛利率相较羽绒服产品较低; 贴牌加工业务毛利率为 20.6% (+0.7pct), 毛利率上升主要系成本管理有效及汇率影响; 女装业务毛利率为 67.5% (-1.1pct), 毛利率下降主要系邦宝受商品结构调整影响毛利率下降幅度大; 多元化服装业务毛利率 20.2% (-5.5pct)。

图3: FY2024 毛利率、净利率均提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: FY2024 贴牌加工管理业务毛利率提升 0.7pct


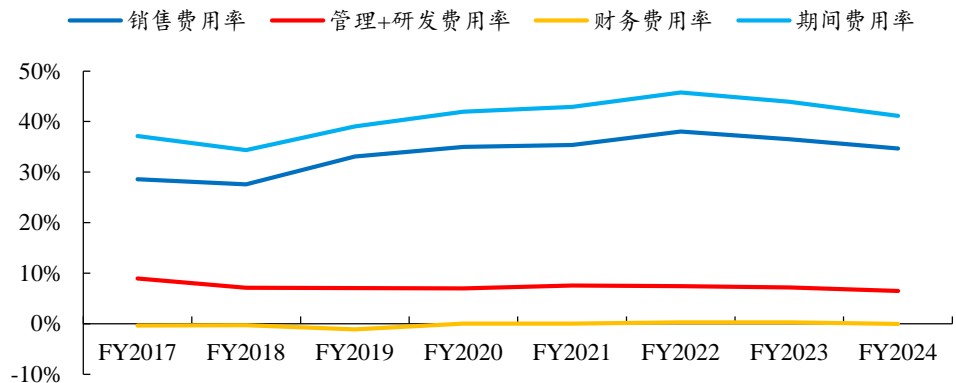
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

费用率: FY2024 公司总营运开支为 95.63 亿元(+30.5%), 占总收入比例为 41.2% (-2.5pct)。

(1) 分销开支: FY2024 公司分销开支为 80.55 亿元, 销售费用率 34.7%(-1.8pct), 销售费用率下降主要系门店运营效率提升, 销售费用规模并未随收入快速增长产生明显变化, 以及公司加强日常运营费用的管控、关注费用使用的效率。

(2) 行政开支: FY2024 公司行政开支为 15.08 亿元, 管理费用率 6.5%(-0.7pct), 主要系公司严格管理行政运营成本所致。

净利率: FY2024 归母净利润率为 13.2% (+0.5pct), 净利率同比略有提升。

图5: FY2024 公司积极控费, 销售费用率、管理费用率下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、全渠道商品运营下库存管理成效显著, 现金循环周期提振

(1) **存货:** FY2024 公司存货规模为 31.97 亿元 (+18.9%), 平均存货周转天数为 115 天 (-29 天), 库存周转天数同比有所下降主要系公司持续加强存货一体化运营, 不断提升快速补货能力, 营收增速大于存货的增长幅度。

(2) **应收/付账款:** FY2024 公司应收账款规模为 14.98 亿元 (+62.29%), 平均应收账款周转天数为 19 天 (-4 天), 主要系公司加大回款催收力度, 应收账款管理良好。FY2024 公司应付账款规模为 51.8 亿元 (+67.14%), 应付账款周转天数减少

10 天至 161 天，主要系平均应付票据和应付账款的增速低于销售成本的增长。

(3) 经营性现金流净额：公司重视现金流管理及经营质量提升，FY2024 经营性现金流净额为 73.39 亿元 (+141%)，经营性净现金流 2.4 倍覆盖净利润，经营性现金流强劲，现金及现金等价物为 62.27 亿元 (+67.5%)，现金储备充足，为公司可持续发展提供保障。

图6：FY2024 公司存货规模为 31.97 亿元 (+18.9%)

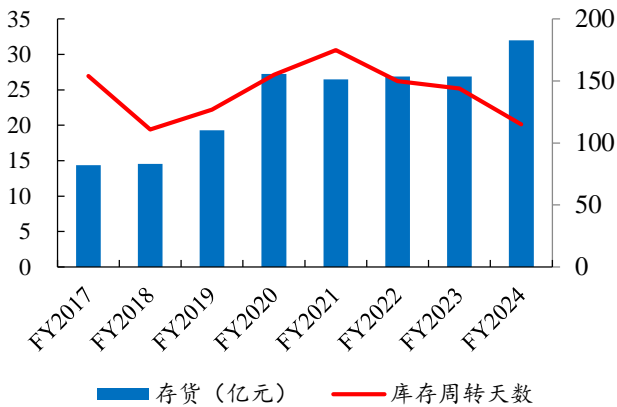
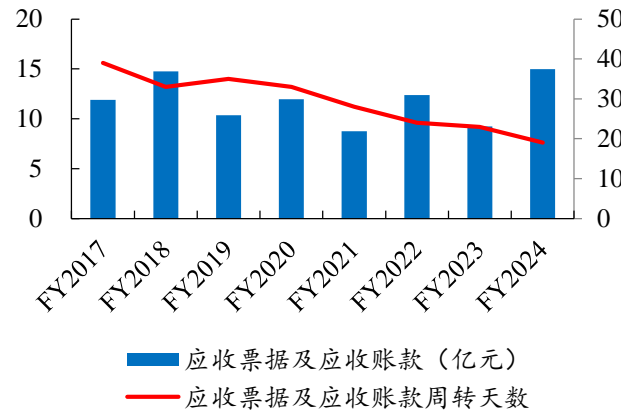


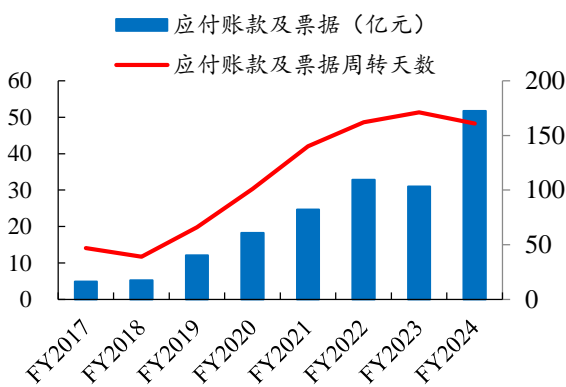
图7：FY2024 应收账款规模为 14.98 亿元 (+62.29%)



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

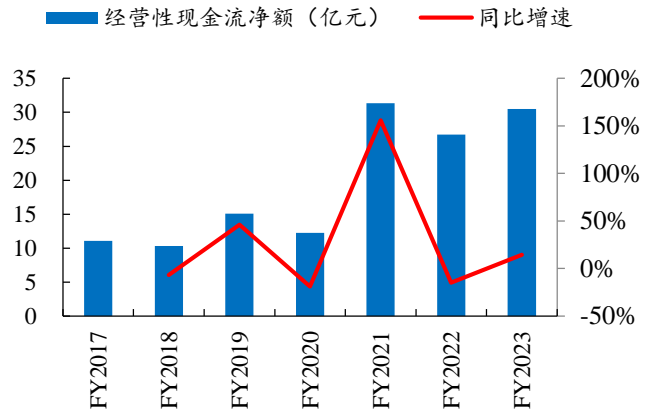
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图8：FY2024 应付账款规模为 51.8 亿元 (+67.14%)



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图9：FY2024 经营性现金流净额为 73.39 亿元 (+141%)



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

公司 FY2024 营收 232.1 亿元 (+38.4%)，归母净利润 30.7 亿元 (+43.7%)，四大业务均实现高质量增长，维持高派息，全年派息 81.1%。公司羽绒服龙头地位稳固，预计产品迭代、品类创新、渠道优化持续驱动增长，我们上调 FY2025-2026 并新增 FY2027 盈利预测，预计归母净利润 36.2/41.7/47.7 亿元(原为 33.9/39.2 亿元)，对应 EPS 为 0.3/0.4/0.4 元，当前股价对应 PE 为 13.5/11.7/10.2 倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

新品接受度未达预期、市场竞争加剧等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn