

波司登 (03998.HK)

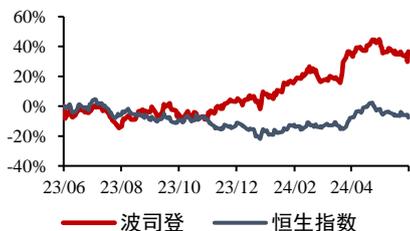
买入-A(维持)

24 财年业绩超预期，品牌羽绒服板块引领公司增长

2024 年 6 月 28 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2024 年 6 月 27 日

收盘价 (港元):	4.560
年内最高/最低 (港元):	4.890/2.830
流通 A 股/总股本 (亿股):	109.64/109.64
流通 A 股市值 (亿港元):	499.95
总市值 (亿港元):	499.95

来源：最闻，山西证券研究所

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码: S0760523050001

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

波司登发布 2023/24 财年年度业绩。报告期内，公司实现营收 232.14 亿元，同比增长 38.4%，实现归母净利润 30.74 亿元，同比增长 43.7%。

事件点评

➢ **品牌羽绒服业务引领公司收入高增，其它业务板块营收增长稳健。** 2023/24 财年，公司以品牌建设为引领，推动产品创新、零售升级、优质快反、数智经营的转型变革，提升门店经营能力和盈利能力，实现营收 232.14 亿元，同比增长 38.4%。分业务板块看:1)品牌羽绒服业务实现收入 195.21 亿元，同比增长 43.8%，占集团收入比重为 84.1%。其中波司登主品牌实现收入 167.85 亿元，同比增长 42.7%，本财年，波司登品牌在产品端持续创新，重新定义轻薄羽绒服、推出三合一冲锋衣鹅绒服、升级经典系列产品、创新开发推广防晒服产品，产品力持续提升。雪中飞品牌持续发力线上业务，完善普惠品牌升级，收入同比增长 65.3%至 20.19 亿元。冰洁品牌收入同比增长 15.9%至 1.45 亿元。2)贴牌加工管理业务实现收入 26.70 亿元，同比增长 16.4%，占集团收入比重为 11.5%。此项业务增长稳健，主要受益于公司聚焦核心客户、拓展新增高质量客户、公司优质快反供应链能够满足客户下单节奏，前五大客户收入占比为 89.5%。3)女装业务实现收入 8.20 亿，同比增长 16.6%，占集团收入比重为 3.5%。4)多元化服装业务实现收入 2.03 亿元，同比增长 0.3%，其中飒美特校服业务收入同比增长 1.3%，多元化服装业务占集团收入比重为 0.9%。

➢ **线下线上均取得靓丽增长，单店经营效率显著提升。** 品牌羽绒服业务分渠道看，自营渠道实现收入 143.45 亿元，占比 73.5%、同比增长 38.4%；批发渠道实现收入 46.04 亿元，占比 23.6%，同比增长 67.9%。截至 2024/3/31 末，公司羽绒服业务常规零售门店较期初净减少 206 家至 3217 家，其中自营门店净减少 263 家至 1136 家，经销门店净增长 57 家至 2081 家，自营、经销门店占比分别为 35.3%、64.7%，从门店区域布局看，公司约 28%的门店位于一二线城市，约 72%门店位于三线及以下城市。在门店数量减少的背景下，公司线下渠道实现了快速增长，源于公司持续聚焦单店运营，明确多维度单店打造和考核的要求，提升单店经营效率。另外，除常规门店外，本财年，公司开设超过 1400 家旺季店，主要落点核心商圈和体育运动场，以当季流行 TOP 款为主要销售产品。线上渠道方面，品牌羽绒服业务线上渠道收入同比增长 41.3%至 68.36 亿元，占品牌羽绒服业务比重 35.0%。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ **公司盈利能力稳中有升，存货周转效率表现优异。**毛利率方面，2023/24 财年，公司毛利率同比提升 0.1pct 至 59.6%，其中品牌羽绒服业务毛利率同比下滑 1.2pct 至 65.0%（波司登品牌下滑 1.2pct 至 69.6%，雪中飞品牌毛利率持平，冰洁品牌提升 5.6pct 至 39.2%）。品牌羽绒服业务毛利率下滑，主因：盈利能力相对较低的防晒服与轻薄羽绒服销售占比提升、加盟渠道销售占比提升、公司加大对加盟渠道的返利支持政策。**费用率方面**，公司销售费用率同比下滑 1.8pct 至 34.7%，主要受益于门店经营效率提升与持续强化费用管控；管理费用率同比下滑 0.7pct 至 6.5%，综合影响下，公司归母净利率为 13.2%，同比提升 0.5pct。**存货方面**，截至 2024/3/31 末，公司存货为 31.97 亿元，同比增长 18.9%，平均存货周转天数为 115 天，同比下降 29 天，公司持续加强存货一体化运营，不断提升快速补货能力，存货周转效率表现优异。

投资建议

➤ 2023/24 财年，公司继续做强羽绒服主品类，同时结合消费需求与趋势，创新发展功能服饰新品类，夏季防晒服产品销售取得突破性进展，三合一冲锋衣鹅绒服市场反馈热烈。在渠道方面，持续优化渠道质量，聚焦资源打造标杆 TOP 门店，单店经营效率取得显著提升。看好公司后续在功能服饰品类横向拓展方面继续发力，预计公司 2025-2027 财年 EPS 分别为 0.33\0.38\0.43 元，2025-2027 财年 PE 分别为 12.0\10.5\9.2 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 国内消费市场复苏不及预期，原材料成本上升，品牌竞争加剧。

财务数据与估值：

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万元)	16,774	23,214	26,643	30,280	34,135
YoY(%)	3.5	38.4	14.8	13.6	12.7
净利润(百万元)	2,139	3,074	3,585	4,109	4,701
YoY(%)	3.7	43.7	16.6	14.6	14.4
毛利率(%)	59.5	59.6	59.6	59.5	59.4
EPS(摊薄/元)	0.20	0.28	0.33	0.38	0.43
ROE(%)	17.1	22.6	22.1	21.2	20.4
P/E(倍)	20.2	14.0	12.0	10.5	9.2
P/B(倍)	3.4	3.1	2.7	2.3	1.9
净利率(%)	12.7	13.2	13.5	13.6	13.8

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	14722	19019	18831	29646	29302
现金	3718	6227	8016	7620	14237
应收票据及应收账款	2421	2879	4427	3619	5067
预付账款	0	0	0	0	0
存货	2689	3198	4336	3779	5648
其他流动资产	5893	6715	6479	6362	6519
非流动资产	6221	6753	6259	6242	6292
长期投资	236	253	338	405	462
固定资产	1728	1544	1613	1673	1724
无形资产	1342	1236	1045	865	679
其他非流动资产	2915	3719	3264	3299	3427
资产总计	20943	25771	25090	35888	35594
流动负债	6054	11183	7162	15083	11415
短期借款	770	768	768	768	768
应付票据及应付账款	4346	7765	4898	12621	8701
其他流动负债	937	2649	1495	1694	1946
非流动负债	2284	769	1833	1629	1410
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2284	769	1833	1629	1410
负债合计	8338	11952	8995	16712	12825
少数股东权益	57	84	59	18	-32
股本	1	1	1	1	1
资本公积	12546	13735	13735	13735	13735
留存收益	0	0	2072	4439	7147
归属母公司股东权益	12547	13735	16036	19158	22800
负债和股东权益	20943	25771	25090	35888	35594

现金流量表(百万元)

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	3051	7339	1569	832	7929
净利润	2156	3120	3560	4068	4652
折旧摊销	0	0	221	244	267
财务费用	-83	-158	-185	-206	-300
投资损失	22	14	17	18	16
营运资金变动	0	0	-2044	-3291	3293
其他经营现金流	955	4362	0	0	0
投资活动现金流	617	-35	256	-245	-333
筹资活动现金流	-2493	-1863	-35	-984	-978
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.28	0.33	0.38	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.67	0.14	0.08	0.73
每股净资产(最新摊薄)	1.15	1.26	1.47	1.75	2.09

利润表(百万元)

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	16774	23214	26643	30280	34135
营业成本	6798	9380	10764	12263	13859
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	6125	8055	9592	10840	12186
管理费用	1204	1508	1812	1998	2219
财务费用	-83	-158	-185	-206	-300
资产减值损失	118	70	80	91	103
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-22	-14	-17	-18	-16
营业利润	2826	4398	4811	5497	6286
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	2887	4541	4811	5497	6286
所得税	731	1421	1251	1429	1634
税后利润	2156	3120	3560	4068	4652
少数股东损益	-18	-46	-25	-41	-49
归属母公司净利润	2139	3074	3585	4109	4701
EBITDA	2807	4385	4849	5537	6257

主要财务比率

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力					
营业收入(%)	3.5	38.4	14.8	13.6	12.7
营业利润(%)	10.0	55.6	9.4	14.3	14.4
归属于母公司净利润(%)	3.7	43.7	16.6	14.6	14.4
获利能力					
毛利率(%)	59.5	59.6	59.6	59.5	59.4
净利率(%)	12.7	13.2	13.5	13.6	13.8
ROE(%)	17.1	22.6	22.1	21.2	20.4
ROIC(%)	13.4	19.7	18.4	18.2	17.7
偿债能力					
资产负债率(%)	39.8	46.4	35.9	46.6	36.0
流动比率	2.4	1.7	2.6	2.0	2.6
速动比率	1.0	0.8	1.1	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	6.5	8.8	7.3	7.5	7.9
应付账款周转率	1.5	1.5	1.7	1.4	1.3
估值比率					
P/E	20.2	14.0	12.0	10.5	9.2
P/B	3.4	3.1	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	15.2	8.8	7.8	6.9	5.0

数据来源: 最闻, 山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

