

波司登(03998)

报告日期: 2024年11月29日

超预期中报, 新品类注入增长动力

——波司登点评报告

投资要点

- 波司登发布 FY25 中报: 24/3/31 财年中期 (24/4/1-24/9/30) 公司实现收入 88.0 亿元 (同比+17.8%), 营业利润 14.7 亿元 (同比+19.6%), 归母净利润 11.3 亿元 (同比+23.0%), 营收和净利润均创同期历史新高, 利润率连续 7 年同比提升。中期派息每股 6.0 港元, 现金分红比例 54.5%。
- 羽绒服业务亮丽增长, 新品类持续贡献增量。羽绒服业务中期收入 60.6 亿元 (同比+22.7%), 防晒衣、单壳冲锋衣等功能性新产品为非旺季业绩注入增长动力。毛利率 61.1% (同比-0.1pp), 下降压力来自: 1) 毛利率相对较低的防晒服品类及雪中飞品牌占比提升; 2) 羽绒原材料上升。营业利润 12.25 亿元 (同比+30.6%), 营业利润率 20.2% (同比+1.2pp)。
- 分品牌看羽绒服业务: 波司登雪中飞双高增。波司登品牌中期收入 52.8 亿元 (同比+19.4%), 占羽绒服业务收入 87%, 毛利率 66.3% (+0.9pp), 高增来自: 1) 积极拓展防晒服、单壳冲锋衣等功能性外套及冲锋衣鹅绒服等轻薄羽绒服; 2) 扩大打造 Top 店体系、关注战略增量市场、强化分店态资源差异化匹配, 满足不同层级顾客需求。雪中飞品牌中期收入 3.90 亿元 (同比+47.1%), 毛利率 50.1% (+6.0pp), 持续做强线上核心渠道推动增长, 并快速上新高盈利能力爆款系列。
- OEM 持续增长, 高端女装承压减值。OEM 业务中期收入 23.2 亿元 (同比+13.4%), 增来自核心客户订单稳定增长, 同时拓展新增高质量客户; 女装业务中期收入 3.1 亿元 (同比-21.5%), 经营性亏损 5042 万元 (去年同期亏损 596 万元), 商誉减值 7000 万元 (去年同期减值 0 元)。
- 有意识控制发货节奏导致库存及现金流波动。期末集团存货 59.4 亿元 (同比+53.4%), 存货周转天数 189 天 (同比+29 天), 经营现金流-34.8 亿元 (去年同期为-5.9 亿元), 波动主要系公司为应对不确定市场环境, 加强小单快反供应链, 放缓上半年经销商的发货节奏和速度。
- 盈利预测及估值: 考虑 25/3/31 财年功能性外套的快速发展、轻薄羽的积极增长计划及冬羽绒的稳健增长, 我们预计 25/3/31、26/3/31、27/3/31 财年公司收入 263/297/335 亿元, 同比+13%/13%/13%, 归母净利 35.4/40.7/46.4 亿元, 同比+15%/+15%/+14%, 对应 PE 12.2/10.6/9.3X, 目前估值具备性价比, 连续三财年分红率超过 80%, 低估值、稳增长、高分红属性凸显, 维持“买入”评级。
- 风险因素: 降温频率低于预期, 消费者消费力低于预期

财务摘要

(百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	23,214	26,272	29,688	33,483
(同比+/-) (%)	38.39%	13.17%	13.00%	12.78%
归母净利润	3,074	3,544	4,066	4,636
(同比+/-) (%)	43.74%	15.30%	14.71%	14.01%
每股收益(元)	0.28	0.32	0.37	0.42
P/E	14.0	12.2	10.6	9.3

资料来源: 浙商证券研究所, FY2024 指 24/3/31 为止的财年

投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉
执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨
执业证书号: S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师: 邹国强
执业证书号: S1230523080010
zouguoqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$4.21
总市值(百万港元)	46,711.07
总股本(百万股)	11,095.27

股票走势图



相关报告

- 《旺季开门红, 新战投推进国际化进程》 2024.10.16
- 《将亮相新生万物巴黎展, 拉开羽绒品类营销序幕》 2024.07.04
- 《超预期亮丽年报, 新财年增长点储备充分》 2024.06.26

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	19,019	18,007	19,302	21,694
现金	6,227	4,500	5,238	6,590
交易性金融资产	2,752	2,753	2,753	2,753
应收账款	1,498	1,261	1,545	1,619
其它应收款	1,381	1,450	1,523	1,599
存货	3,197	4,043	4,244	5,133
其他	3,963	4,000	4,000	4,000
非流动资产	6,753	6,795	6,883	6,985
金融资产类	201	221	243	267
长期投资	0	0	0	1
固定资产	1,544	1,494	1,457	1,420
无形资产	1,236	1,199	1,167	1,136
有使用权资产	958	1,054	1,159	1,275
其他	2,813	2,827	2,856	2,886
资产总计	25,771	24,802	26,186	28,680
流动负债	11,183	9,599	10,117	11,735
短期借款	768	800	800	800
应付款项	7,765	7,750	8,289	9,861
租赁-流动负债	356	374	393	412
其他	2,293	674	636	662
非流动负债	769	728	841	858
长期借款	0	0	0	0
租赁-非流动负债	384	404	500	500
其他	384	324	341	358
负债合计	11,952	10,327	10,958	12,593
少数股东权益	84	126	169	215
归属母公司股东权益	13,735	14,350	15,059	15,872
负债和股东权益	25,771	24,802	26,186	28,680

现金流量表

(百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	7,339	4,034	5,306	6,614
净利润	3,074	3,544	4,066	4,636
折旧摊销	193	187	191	196
财务费用	(130)	(203)	(194)	(213)
投资损失	14	15	15	15
营运资金变动	2,535	(688)	(15)	537
其它	1,653	1,179	1,242	1,443
投资活动现金流	(2,427)	(3,609)	(2,087)	(2,416)
资本支出	(1)	(49)	(100)	(100)
长期投资	(13,084)	(15,193)	(13,672)	(14,001)
其他	10,659	11,633	11,685	11,685
筹资活动现金流	(2,380)	(2,152)	(2,481)	(2,846)
短期借款	0	32	0	0
长期借款	(1,603)	0	0	0
其他	(776)	(2,183)	(2,481)	(2,846)
现金净增加额	4,473	(1,727)	738	1,352

利润表

(百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	23,214	26,272	29,688	33,483
营业成本	(9,380)	(10,861)	(12,430)	(14,066)
销售费用	(8,055)	(8,943)	(9,988)	(11,166)
管理费用	(1,508)	(1,865)	(2,108)	(2,377)
其他收入及收益	216	248	286	329
营业利润	4,398	4,766	5,363	6,117
财务费用	158	201	191	209
应占联营公司损益	(14)	(15)	(15)	(15)
利润总额	4,541	4,967	5,553	6,326
所得税费用	(1,421)	(1,381)	(1,444)	(1,645)
净利润	3,120	3,586	4,110	4,681
少数股东损益	(46)	(41)	(44)	(46)
归属母公司净利润	3,074	3,544	4,066	4,636
EBITDA	4,463	4,790	5,353	6,070
EPS (最新摊薄)	0.28	0.32	0.37	0.42

主要财务比率

	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力				
营业收入	38.39%	13.17%	13.00%	12.78%
营业利润	55.59%	8.38%	12.52%	14.07%
归属母公司净利润	43.74%	15.30%	14.71%	14.01%
获利能力				
毛利率	59.59%	58.66%	58.13%	57.99%
净利率	13.24%	13.49%	13.70%	13.85%
ROE	23.39%	25.24%	27.65%	29.97%
ROIC	25.55%	26.28%	28.04%	35.23%
偿债能力				
资产负债率	46.38%	41.64%	41.85%	43.91%
净负债比率	86.49%	71.34%	71.96%	78.28%
流动比率	1.70	1.88	1.91	1.85
速动比率	1.29	1.30	1.34	1.27
营运能力				
总资产周转率	0.99	1.04	1.16	1.22
应收账款周转率	17.89	18.00	20.00	20.00
应付账款周转率	1.55	1.40	1.55	1.55
每股指标(元)				
每股收益	0.28	0.32	0.37	0.42
每股经营现金	0.67	0.37	0.48	0.60
每股净资产	1.26	1.31	1.37	0.00
估值比率				
P/E	14.04	12.18	10.61	9.31
P/B	3.14	3.01	2.87	2.72
EV/EBITDA	14.05	13.25	11.98	10.75

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>