

波司登 (03998.HK)

买入 (维持评级)

FY25H1 业绩点评: 中报高质量兑现, 期待旺季销售

事件: 公司于 11.28 发布 FY25H1 业绩, 上半年实现营收 88.04 亿元, 同比+17.8%, 实现权益股东应占溢利 11.30 亿元, 同比+23%, 每股派息 6.0 港仙, 符合预期。

经营分析:

➤ 羽绒服业务引领增长, 聚焦高质量渠道打造。

分业务, 品牌羽绒服/贴牌加工/女装/多元化服装收入分别同比+22.7%/+13.4%/-21.5%/+21.3%; 其中波司登、雪中飞分别贡献收入 52.8 亿元、3.9 亿元, 同比+19.4%、+47.1%, 延续高质量增长趋势。

分渠道, 品牌羽绒服自营/批发分别同比+36.7%/12.6%, 批发口径增速弱于直营主要系公司在不确定环境中, 主动放缓给经销商的发货节奏和速度。开店上, FY25H1 波司登品牌直营/经销店分别-21/-114 家至 648/1503 家, 门店数量调整的同时优化渠道质量, 聚集 Top 店及单店运营能力的提升; 另外, 公司在线上平台发力核心品类并强调精细化运营, 期间品牌羽绒服线上收入同比+24.1%。

➤ 毛利率稳健, 剔除女装影响经营溢利率提升至 19%

毛利率方面, FY25H1 公司毛利率同比-0.1Pct 至 49.9% (品牌羽绒服/贴牌加工/女装/多元化服装同比-0.1/-0.3/-5.9/+1.3Pct); 毛利率略下降主要系 1) 主品牌 (FY25H1 毛利率为 66.3%) 防晒服等品类毛利率低于羽绒服、2) 性价比品牌雪中飞 (FY25H1 毛利率为 50.1%) 增速较高、3) 羽绒等核心原材料成本上升。费用方面, FY25H1 公司的销售/管理费用率分别同比-1.4Pct/+0.9Pct 至 25.8%/8.7%, 管理费率上升主要系员工激励费用摊销。期间公司经营溢利同比+19.6%, 经营溢利率达到 16.7%, 由于期间女装经营亏损 5042 万元且商誉减值 7000 万元, 若剔除女装业务减值影响, 公司经营溢利率为 19%, 同比提升 2.5Pct。

➤ 原材料储备+放缓发货节奏导致库存周转略有放缓

运营质量方面, 截至 FY25H1 末公司库存总额同比+53.4%至 59.4 亿元, 库存周转天数较去年同期+29 天, 主要系 1) 提前储备原材料、2) 提前生产、3) 放缓经销商发货节奏。公司应收账款周转天数同比减少 1 天, 期间公司加大回款催收力度, 管理良好。另外, 公司持续通过数字化赋能运营、物流、制造等环节, 夯实领先的期/现货运营模式, 通过拉式补货、快速上新及小单快反的形式支撑高效周转效率。

➤ 盈利预测与投资建议

公司一方面通过迭代创新品类扩大穿着场景, 推出防晒服、冲锋衣等功能性服饰, 以应对不断变化的终端消费者需求; 另一方面继续夯实经典羽绒系列, 我们维持此前预测, 预计 FY25~27 公司分别实现归母净利 36.2/42.0/47.8 亿元, 对应 PE 11.5/9.9/8.7 倍, 维持“买入”评级。

➤ 风险提示

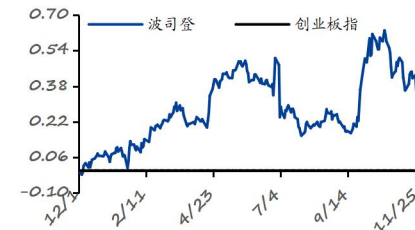
天气异常、内需复苏不及预期、新品拓展不及预期、原材料涨价。

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入 (百万元)	16,774	23,214	26,800	30,404	34,687
增长率	3%	38%	15%	13%	14%
归母净利润 (百万元)	2,139	3,074	3,616	4,202	4,776
增长率	4%	44%	18%	16%	14%

基本数据

日期	2024-11-29
收盘价:	4.05 港元
总股本/流通股本(百万股)	11,095.27/11,095.27
流通市值(百万港元)	44,935.82
每股净资产(港元)	1.33
资产负债率(%)	50.39
一年内最高/最低价(港元)	5.14/3.18

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 谢丽媛(S0210524040004)
xly30495@hfzq.com.cn
分析师: 李施璇(S0210524100001)
lsx30549@hfzq.com.cn

相关报告

1、多维度探讨品牌的焕新与未来——2024.11.12



EPS (元/股)	0.19	0.28	0.33	0.38	0.43
市盈率 (P/E)	19.4	13.5	11.5	9.9	8.7
市净率 (P/B)	3.3	3.0	2.7	2.5	2.4

数据来源：公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6,227	6,774	8,029	9,095
应收款项合计	2,879	3,444	4,211	4,804
存货	3,197	3,671	4,167	4,741
其他流动资产	6,716	6,384	6,647	6,669
流动资产合计	19,019	20,273	23,054	25,309
固定资产净额	1,544	1,272	1,390	1,612
权益性投资	253	208	232	231
其他长期投资	2,197	2,227	2,257	2,287
商誉及无形资产	2,044	1,122	681	490
土地使用权	151	124	141	139
其他非流动资产	563	860	713	786
非流动资产合计	6,752	5,813	5,414	5,545
资产总计	25,771	26,086	28,468	30,854
应付账款及票据	5,177	5,399	6,128	6,973
循环贷款	2,478	500	500	500
其他流动负债	3,528	3,772	4,279	4,873
流动负债合计	11,183	9,671	10,907	12,346
长期借贷	0	20	40	60
其他非流动负债	769	800	800	800
非流动负债合计	769	820	840	860
负债总计	11,952	10,491	11,747	13,206
归属母公司所有者权益	13,735	15,484	16,579	17,472
少数股东权益	84	111	141	176
股东权益总计	13,819	15,595	16,721	17,648
负债及股东权益总计	25,771	26,086	28,468	30,854

现金流量表

单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,051	4,804	4,962	5,472
净利润	3,074	3,616	4,202	4,776
折旧和摊销	1,217	1,809	955	633
营运资本变动	2,974	-592	-121	158
其他非现金调整	-4,215	-29	-74	-94
投资活动现金流	-2,434	-548	-752	-697
资本支出	-560	-700	-720	-750
长期投资	-1,433	15	-54	-29
其他长期资产	-441	137	22	82
融资活动现金流	-5,725	-3,709	-2,955	-3,709
借款增加	104	-1,958	20	20
股利分配	-1,790	-2,513	-3,107	-3,883
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动现金流	-4,040	762	132	154

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

利润表

单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	23,214	26,800	30,404	34,687
主营业务收入	23,214	26,800	30,404	34,687
营业总支出	18,963	22,108	24,933	28,340
营业成本	9,380	10,798	12,255	13,945
营业开支	9,582	11,309	12,678	14,395
营业利润	4,251	4,692	5,470	6,347
净利息支出	-10	-85	-132	-154
权益性投资损益	-14	-15	-15	-15
其他非经营性损益	7	-12	-7	-4
非经常项目前利润	4,254	4,750	5,580	6,482
非经常项目损益	287	310	298	200
除税前利润	4,541	5,059	5,878	6,682
所得税	1,421	1,417	1,646	1,871
少数股东损益	46	27	30	35
持续经营净利润	3,074	3,616	4,202	4,776
非持续经营净利润	0	0	0	0
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	3,074	3,616	4,202	4,776
EPS (最新股本摊薄)	0.28	0.33	0.38	0.43

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	38.4%	15.4%	13.4%	14.1%
归母公司净利润增长率	43.7%	17.6%	16.2%	13.7%
获利能力				
毛利率	59.6%	59.7%	59.7%	59.8%
净利率	13.2%	13.5%	13.8%	13.8%
ROE	23.4%	24.8%	26.2%	28.1%
ROA	13.2%	13.9%	15.4%	16.1%
偿债能力				
资产负债率	46.4%	40.2%	41.3%	42.8%
流动比率	1.7	2.1	2.1	2.0
速动比率	1.4	1.7	1.7	1.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.3	0.4	0.4
每股经营现金流	0.3	0.4	0.4	0.5
每股净资产	1.2	1.4	1.5	1.6
估值比率				
P/E	14	11	10	9
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA				



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn