

波司登 (03998.HK)

FY2025H1 业绩点评: 主品牌高质量增长, 期待旺季销售

买入 (维持)

2024年12月02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 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 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) | 0.19 | 0.28 | 0.33 | 0.37 | 0.42 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 19.33 | 13.45 | 11.46 | 10.08 | 8.87 |

投资要点

- 公司公布 FY2025H1 业绩: 营收 88.04 亿元/yoy+17.8%, 归母净利 11.30 亿元/yoy+23%, 中期派息每股 6 港仙。
- 品牌羽绒服: 主品牌产品创新及渠道优化驱动增长。FY25H1 收入 60.63 亿元/yoy+22.7%/占比 68.9%、毛利率同比-0.1pct 至 61.1%。1) 按品牌分, 波司登/雪中飞/冰洁收入分别同比+19.4%/+61.5%/+54.5%, 毛利率分别+0.9/+6.0/-7.6pct 至 66.3%/50.1%/19.1%; 主品牌持续推动产品创新, FY25H1 防晒服销售额同比+65%, 9 月冲锋衣同比+59%; 虽然春夏新品类毛利率低于羽绒服, 但有效吸引优质渠道目标消费者, 平衡门店淡季经营, 总体对毛利率产生正向影响。2) 按模式分, 自营/批发收入分别同比+36.7%/+12.6% (分别占比 37.3%/56.6%), 直营增长快于批发, 一方面由于直营渠道效率较高, 另一方面公司加强供应链效率主动控制批发发货节奏。截至 FY24H1 末直营/加盟门店分别 1154/2034 家、分别较 FY23H1-52/-73 家, 门店净减少情况下营收仍有较快增长, 主因渠道升级店效提升。
- 贴牌加工业务保持稳健增长, 女装承压下滑, 校服稳健增长。1) 贴牌加工: FY25H1 收入 23.16 亿元/yoy+13.4%, 毛利率 20.1%/yoy-0.3pct, 保持稳定健康发展。2) 女装: 收入 3.08 亿元/yoy-21.5, 毛利率同比-5.9pct 至 61.8%。女装业务手低迷市场环境承压, 公司减少投入, 关闭亏损店铺。3) 多元化服装: 收入 1.17 亿元/yoy+21.3%, 毛利率同比+1.3pct 至 27.6%, 校服客户合作稳定性和粘性提升, 保持较快增长。
- 毛利率持平略降、费用率降低, 盈利能力稳中有升, 备货和发货节奏对存货和现金流形成短期影响。1) 毛利率: FY25H1 同比-0.1pct 至 49.9%, 主因主品牌毛利率持平略降, 以及相对低毛利率的雪中飞和冰洁占比提升。2) 费用率: FY25H1 分销开支/行政开支费用率分别同比-1.4/+0.9pct 至 25.8%/8.7%, 分销开支同比下降主因加强费用管控, 行政开支费用率提升主因员工期权费用摊销增加。3) 净利润率: FY25H1 同比+0.71pct 至 12.97%。4) 存货: 截至 FY25H1 末存货 59.39 亿元/yoy+53.4%, 周转天数同比+29 天至 189 天, 主因今年春节时间较早公司提前储备商品, 同时主动控制批发商发货节奏。5) 现金流: 经营活动现金流净额-34.8 亿元, 主因备货和发货节奏影响, 净现金值 64.1 亿元, 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, FY25H1 在国内整体消费偏弱环境下业绩实现高质量较快增长, 主品牌持续推进产品创新和渠道升级, 夯实竞争力, 期待旺季销售表现。维持 FY25-27 归母净利润 36.1/41.0/46.6 亿元的预测, 对应 PE11/10/9X, 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) | 4.05 |
| 一年最低/最高价 | 3.18/5.14 |
| 市净率(倍) | 3.38 |
| 港股流通市值(百万港元) | 44,935.82 |

基础数据

| | |
|-----------|-----------|
| 每股净资产(元) | 1.20 |
| 资产负债率(%) | 50.39 |
| 总股本(百万股) | 11,095.27 |
| 流通股本(百万股) | 11,095.27 |

相关研究

《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》

2024-06-28

《波司登(03998.HK.): 动销持续靓丽, 再次上调 FY24 业绩指引》

2024-04-23

波司登三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产 | 19,018.61 | 22,282.78 | 27,354.11 | 33,070.08 | 营业总收入 | 23,214.03 | 26,428.34 | 30,075.57 | 34,179.72 |
| 现金及现金等价物 | 6,227.02 | 8,527.46 | 12,527.00 | 17,026.55 | 营业成本 | 9,380.49 | 10,879.84 | 12,411.38 | 14,165.91 |
| 应收账款及票据 | 1,497.90 | 1,688.48 | 1,921.49 | 2,183.70 | 销售费用 | 8,055.09 | 9,249.92 | 10,526.45 | 11,962.90 |
| 存货 | 3,197.50 | 3,626.61 | 4,137.13 | 4,721.97 | 管理费用 | 1,507.86 | 1,823.56 | 2,075.21 | 2,358.40 |
| 其他流动资产 | 8,096.20 | 8,440.23 | 8,768.48 | 9,137.85 | 研发费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产 | 6,752.59 | 7,181.01 | 7,327.61 | 7,571.63 | 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 | 4,475.03 | 5,062.53 | 5,692.51 |
| 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 | 186.81 | 255.82 | 375.81 |
| 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 | 291.62 | 290.81 | 288.34 |
| 其他非流动资产 | 714.19 | 1,136.22 | 1,136.22 | 1,136.22 | 利润总额 | 4,541.21 | 4,858.34 | 5,522.04 | 6,277.54 |
| 资产总计 | 25,771.21 | 29,463.80 | 34,681.71 | 40,641.71 | 所得税 | 1,421.07 | 1,214.58 | 1,380.51 | 1,569.38 |
| 流动负债 | 11,183.07 | 11,417.85 | 12,494.23 | 13,746.08 | 净利润 | 3,120.14 | 3,643.75 | 4,141.53 | 4,708.15 |
| 短期借款 | 2,477.96 | 2,277.96 | 2,077.96 | 1,877.96 | 少数股东损益 | 46.06 | 36.44 | 41.42 | 47.08 |
| 应付账款及票据 | 5,176.89 | 5,439.92 | 6,205.69 | 7,082.96 | 归属母公司净利润 | 3,074.07 | 3,607.31 | 4,100.12 | 4,661.07 |
| 其他 | 3,528.22 | 3,699.97 | 4,210.58 | 4,785.16 | EBIT | 4,531.54 | 4,766.64 | 5,353.34 | 5,980.85 |
| 非流动负债 | 768.65 | 582.71 | 582.71 | 582.71 | EBITDA | 5,748.62 | 5,610.25 | 6,056.75 | 6,586.82 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 其他 | 768.65 | 582.71 | 582.71 | 582.71 | | | | | |
| 负债合计 | 11,951.72 | 12,000.56 | 13,076.94 | 14,328.79 | | | | | |
| 股本 | 0.82 | 0.82 | 0.82 | 0.82 | 主要财务比率 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 少数股东权益 | 84.05 | 120.49 | 161.90 | 208.98 | 每股收益(元) | 0.28 | 0.33 | 0.37 | 0.42 |
| 归属母公司股东权益 | 13,735.44 | 17,342.75 | 21,442.87 | 26,103.94 | 每股净资产(元) | 1.27 | 1.57 | 1.95 | 2.37 |
| 负债和股东权益 | 25,771.21 | 29,463.80 | 34,681.71 | 40,641.71 | 发行在外股份(百万股) | 11,095.27 | 11,095.27 | 11,095.27 | 11,095.27 |
| | | | | | ROIC(%) | 19.91 | 19.84 | 18.49 | 17.29 |
| | | | | | ROE(%) | 22.38 | 20.80 | 19.12 | 17.86 |
| | | | | | 毛利率(%) | 59.59 | 58.83 | 58.73 | 58.55 |
| | | | | | 销售净利率(%) | 13.24 | 13.65 | 13.63 | 13.64 |
| | | | | | 资产负债率(%) | 46.38 | 40.73 | 37.71 | 35.26 |
| | | | | | 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 | 13.45 | 11.46 | 10.08 | 8.87 |
| | | | | | P/B | 2.94 | 2.37 | 1.91 | 1.57 |
| | | | | | EV/EBITDA | 6.18 | 6.25 | 5.10 | 3.98 |

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12月1日的0.92,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>