

买入

2024年12月03日

24/25 上半财年维持高质量的业绩增长

► **2024/2025 上半财年业绩概览:** 截至2024年9月30日的中期业绩, 公司实现营业收入88亿元(人民币, 下同)、同比增加17.8%(主要受益于品牌羽绒服和贴牌加工管理业务的良好增长)。毛利率比去年同期减少0.1PCT到49.9%(主要受产品+品牌结构变化和羽绒成本上升的影响)。经营利润率同比增长19.6%到14.7亿元(受益于营运效率的提升), 撇除女装业务的经营利润增长28.3%到16.1亿元。归母净利润11.3亿元、同比增加23%, 归母净利率同比提升0.5PCT至12.8%, 拟派中期股息每股6港仙, 派息比率为57.9%。存货周转天数增加29天到189天; 主要由于1)集团提前进行原材料备货, 2)略提前生产致制成品增加, 3)放缓上半财年给经销商的发货节奏和发货速度, 希望在下半年不确定的市场环境中以小单快反的供应链管理体系应对消费者需求。集团持有净现金为64.1亿, 资产负债水平健康。集团继续维持高质量的业绩增长。

► **品牌羽绒服, 贴牌加工均录得双位数的增长:** 分业务: 1)品牌羽绒服业务收入60.6亿元/yoy+22.7%/占比68.9%, 毛利率61.1%/-0.1pp(归功于其品牌引领-持续全球领先羽绒服专家形象、产品迭代创新, 成功拓展增量业务、持续优化渠道质量, 资源聚焦打造标杆TOP店、发力线上多平台的策略; 毛利率的下降是受产品+品牌结构变化和羽绒成本上升的影响(防晒服以及雪中飞品牌占比提升)。渠道来看: 自营业务增长36.7%, 优于批发业务(+12.3%)。品牌羽绒服总门店数减少29家到3188家, 其中经销商门店数减少61家; 集团继续开大店关小店。线上收入增长24.1%到13.5亿元。2)贴牌加工业务收入23.2亿元/yoy+13.4%/占比26.3%、毛利率20.1%(-0.3pp)(受益于现有核心客户订单的稳定增长, 高质量客户的拓展, 订单快反的能力及夯实高效且开放的管理机制)。3)女装收入3.1亿元/yoy-21.5%/占比3.5%(受市场环境的影响)、毛利率61.8%/-5.9pp。4)多元化服装: 收入1.2亿元/yoy+21.3%/占比1.3%, 毛利率27.6%/+1.3pp。分羽绒服品牌: 1)波司登品牌收入52.8亿元/+19.4%, 占比品牌羽绒服收入87.1%, 毛利率66.3%/+0.9pp 2)雪中飞品牌收入3.9亿元/+47.1%, 占品牌羽绒服收入的6.4%, 毛利率50.1%/+6.0pp, 3)冰洁品牌实现收入0.27亿元/+61.5%, 占品牌羽绒服收入的0.3%, 毛利率19.1%/-7.6pp。

► **其他要点:** 11月的表现可能跟预期有点差距, 受偏暖天气的影响; 但双十一期间, 在天猫平台相信录得30%的增长, 折扣率从去年同期的79折改善到81折, 客单价也从1500元提升到1740元; 证明集团拥有良好的品牌力。对于25/26财年要把收入规模提升到300亿元以上目标保持信心。

► **目标价 5.33 港元, 维持买入评级:** 纵使在不利的的外部环境中, 公司核心业务仍然录得良好增长, 实现稳定且健康的发展。公司将持续聚焦主航道主品牌价值战略, 继续优化经营质量, 创新产品研发, 重视客户体验; 线上维持高质量增长。由于集团拥有良好的品牌, 能维持高质量增长, 愿意派发股息回馈股东, 估值吸引; 我们维持买入评级。目标价为5.33港元, 相等于公司FY2025年15倍PE。

► **风险提示:** 宏观经济的影响、天气偏暖风险、行业竞争加剧风险等。

王柏俊

+ 852 2532 1915

Patrick.wong@firstshanghai.com.hk

行业	服装行业
股价	4.10 港元
目标价	5.33 港元 (+29.06%)
股票代码	3998.HK
已发行股本	111.0 亿股
市值	458 亿港元
52 周高/低	5.14/2.93 港元
每股净资产	1.28 港元
主要股东	高德康 (63.47%)

盈利摘要

截止3月31日财政年度	22/23	23/24	24/25E	25/26E	26/27E
收入(百万人民币)	16,774.2	23,214.0	26,473.6	30,014.7	33,719.1
变动(%)	3.5%	38.4%	14.0%	13.4%	12.3%
归母净利润(百万人民币)	2,138.6	3,074.1	3,620.9	4,149.6	4,683.6
变动(%)	3.7%	43.7%	17.8%	14.6%	12.9%
每股收益(人民币)	0.20	0.28	0.33	0.38	0.43
市盈率(基于4.13港元)	19.7	13.6	11.6	10.1	9.0
每股股息(港元)	0.16	0.23	0.27	0.31	0.35
股息率	4.0%	5.6%	6.6%	7.6%	8.6%

来源: 公司资料, 第一上海

股价表现



来源: 彭博

附录 1：主要财务报表

截止3月31日财政年度（人民币 百万元）

损益表	22/23实际	23/24实际	24/25预测	25/26预测	26/27预测	财务分析	22/23实际	23/24实际	24/25预测	25/26预测	26/27预测
销售收入	16,774.2	23,214.0	26,473.6	30,014.7	33,719.1	增长					
品牌羽绒服	13,574.5	19,521.3	22,339.4	25,429.3	28,678.6	销售收入	3.5%	38.4%	14.0%	13.4%	12.3%
贴牌加工业务	2,294.1	2,669.7	3,070.2	3,500.0	3,955.0	毛利润	2.5%	38.7%	13.2%	13.2%	12.3%
女装	703.0	819.8	860.8	882.3	882.3	股权持有人应占利	3.7%	43.7%	17.8%	14.6%	12.9%
多元化业务	202.6	203.2	203.2	203.2	203.2	盈利能力					
毛利润	9,975.9	13,833.5	15,663.4	17,733.8	19,915.0	毛利率 (%)	59.5%	59.6%	59.2%	59.1%	59.1%
其他收入	309.6	216.1	216.1	216.1	216.1	经营利润率	16.8%	18.9%	18.8%	19.0%	19.2%
经营开支	(7,328.7)	(9,562.9)	(10,879.4)	(12,214.6)	(13,654.7)	净利率 (%)	12.7%	13.2%	13.7%	13.8%	13.9%
营运收入	2,826.4	4,397.6	4,980.9	5,716.2	6,457.3	营运表现					
净财务开支	83.2	157.8	173.6	191.0	210.1	存货周转天数	144	115	140	139	139
摊占联营公司溢利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款周转天数	23	19	23	24	26
税前盈利	2,887.3	4,541.2	5,154.5	5,907.2	6,667.3	应付账款周转天数	147	141	165	160	157
所得税	(730.9)	(1,421.1)	(1,479.4)	(1,695.4)	(1,913.5)	营运开支/收入 (%)	43.7%	41.2%	41.1%	40.7%	40.5%
税后盈利	2,156.4	3,120.1	3,675.2	4,211.8	4,753.8	实际税率 (%)	25.3%	31.3%	28.7%	28.7%	28.7%
少数股东应占利润	17.8	46.1	54.3	62.2	70.2	财务状况					
股权持有人应占利润	2,138.6	3,074.1	3,620.9	4,149.6	4,683.6	负债/股本	66.2%	86.5%	88.2%	89.8%	91.2%
						ROA	10.1%	13.2%	13.6%	14.7%	15.6%
						ROE	17.2%	23.3%	25.6%	27.8%	29.7%
资产负债表	22/23实际	23/24实际	24/25预测	25/26预测	26/27预测	现金流量表	22/23实际	23/24预测	24/25预测	25/26预测	26/27预测
现金	3,718.2	6,227.0	4,846.5	6,513.7	5,421.1	税前盈利	2,887.3	4,541.2	5,154.5	5,907.2	6,667.3
应收关联方款项账款	142.8	93.8	93.8	93.8	93.8	折旧及摊销	233.2	243.0	253.3	264.2	275.6
应收账款	923.0	1,497.9	1,797.5	2,157.0	2,588.4	营运资金变化	(866.5)	1,031.3	(3,157.7)	(672.9)	(3,773.2)
存货	2,689.3	3,197.5	5,095.3	4,258.4	6,255.4	其他	796.7	1,523.3	0.0	0.0	0.0
已抵押银行存款	528.1	653.1	653.1	653.1	653.1	营运现金流	3,050.7	7,338.8	2,250.2	5,498.5	3,169.8
其他	6,720.6	7,349.4	7,606.9	7,915.9	8,286.8	资本开支	(508.2)	(500.0)	(500.0)	(500.0)	(500.0)
总流动资产	14,722.0	19,018.6	20,093.0	21,591.9	23,298.5	其他投资活动	1,124.8	(1,926.5)	0.0	0.0	0.0
固定资产	1,727.7	1,544.0	1,826.9	2,098.9	2,359.6	投资活动现金流	616.6	(2,426.5)	(500.0)	(500.0)	(500.0)
无形资产	1,342.3	1,236.4	1,427.0	1,390.8	1,354.5	负债变化	(163.5)	(2.0)	76.8	84.5	93.0
预付租赁款项	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
递延税项资产	649.1	497.7	497.7	497.7	497.7	股息	(1,798.4)	(2,530.4)	(2,980.6)	(3,415.8)	(3,855.3)
其他	17,223.6	22,493.2	23,567.5	25,066.5	26,773.1	其他融资活动	(531.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产	20,942.7	25,771.2	27,319.1	29,053.9	30,984.9	融资活动现金流	(2,493.0)	(2,532.4)	(2,903.7)	(3,331.2)	(3,762.4)
应付账款	4,346.5	7,765.2	8,541.7	9,395.8	10,335.4	现金变化	1,174.3	2,379.9	(1,210.3)	1,668.2	(1,091.6)
计息借贷	770.4	768.4	845.3	929.8	1,022.8	期初持有现金	2,502.6	3,676.9	6,056.8	4,846.5	6,513.7
其他	937.0	2,649.5	2,649.5	2,649.5	2,649.5	期末持有现金	3,676.9	6,056.8	4,846.5	6,513.7	5,421.1
总短期负债	6,053.9	11,183.1	12,036.4	12,975.1	14,007.7						
递延税项负债	142.4	309.0	309.0	309.0	309.0						
总负债	8,338.3	11,951.7	12,805.1	13,743.8	14,776.3						
公司拥有人应占权益	12,547.1	13,735.4	14,375.8	15,109.6	15,937.9						
少数股东权益	57.3	84.0	138.3	200.5	270.7						
股东权益	12,604.4	13,819.5	14,514.1	15,310.1	16,208.6						

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。