

波司登 (03998.HK)

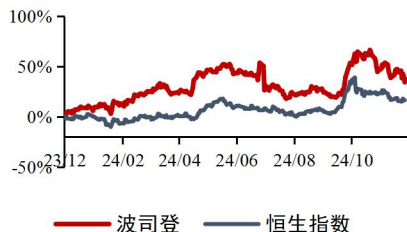
买入-A(维持)

品牌羽绒服板块引领增长，线下渠道精细化运营

2024年12月3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12月2日

收盘价(港元):	4.130
年内最高/最低(港元):	5.140/3.180
总股本(亿股):	110.95/110.95
流通市值(亿港元):	458.23
总市值(亿港元):	458.23

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

11月28日，波司登发布2024/25财年上半财年业绩。报告期内，公司实现营收88.04亿元，同比增长17.8%，实现归母净利润11.30亿元，同比增长23.0%。公司宣派中期股息每股普通股6.0港仙。

事件点评

➤ **品牌羽绒服业务继续引领公司收入强劲增长，贴牌加工业务表现稳健。**

FY2024/25H1，公司实现营收88.04亿元，同比增长17.8%。分业务板块看：1) 品牌羽绒服业务方面，公司进一步在春夏季打造防晒衣和单壳冲锋衣等功能性外套，同时，积极拓展冲锋衣鹅绒服品类，品牌羽绒服业务共实现收入60.63亿元，同比增长22.7%，其中波司登主品牌实现收入52.80亿元，同比增长19.4%。雪中飞品牌收入同比增长47.1%至3.90亿元。冰洁品牌收入同比增长61.5%至2070万元。2) 贴牌加工业务实现收入23.16亿元，同比增长13.4%。3) 女装业务实现收入3.08亿，同比下降21.5%。4) 多元化服装业务实现收入1.17亿元，同比增长21.3%，其中飒美特校服业务营收1.11亿元，同比增长30.4%。

➤ **坚持渠道精细化管理，单店经营效率持续提升。**品牌羽绒服业务分渠道看，自营渠道实现收入22.62亿元，同比增长36.7%；批发渠道实现收入34.29亿元，同比增长12.6%。批发渠道增速慢于自营，主因公司为应对下半财年不确定的消费市场变化，主动放缓了对经销商的发货节奏和发货速度；而在2024年6月的经销商首次订货上，经销商的首次订单比例实现了至少40%的目标，且首次订单产品结构良好且符合公司预期。截至2024/9/30末，公司羽绒服业务常规零售门店较期初净减少29家至3188家，其中自营门店净增加18家至1154家，经销门店净减少47家至2034家；波司登品牌门店较期初净减少124家至2873家，雪中飞品牌门店较期初净增加95家至315家。公司持续关注TOP店体系的打造，并借此拉升品牌势能，凸显头部效应；持续迭代渠道分层经营体系，夯实精细化运营能力，显著提升分店态运营效率。线上渠道方面，品牌羽绒服业务线上渠道收入同比增长24.1%至13.51亿元，占品牌羽绒服业务比重22.3%。

➤ **波司登主品牌毛利率稳步提升，运营效率提升带动公司持续高质量增长。**

毛利率方面，FY2024/25H1，公司毛利率同比轻微下滑0.1pct至49.9%，其中品牌羽绒服业务毛利率同比下滑0.1pct至61.1%（波司登品牌提升0.9pct至66.3%，雪中飞品牌提升6.0pct至50.1%，冰洁品牌下滑7.6pct至19.1%），贴



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



牌加工业务毛利率同比下滑 0.3pct 至 20.1%，女装毛利率同比下滑 5.9pct 至 61.8%，多元化服装毛利率同比提升 1.3pct 至 27.6%。品牌羽绒服业务毛利率下滑，主因：毛利率相对较低的雪中飞品牌收入占比提升；2024 年以来，羽绒等核心原材料成本上升；波司登品牌推出的防晒服等新品类毛利率略低于羽绒服品类。费用率方面，分销开支占收入比重同比下滑 1.4pct 至 25.8%，行政开支占收入比重同比提升 0.9pct 至 8.7%，主因公司于 2023 年 11 月授予员工的期权费用摊销增加。叠加女装业务商誉减值 7000 万元，综合影响下，公司经营利润率同比提升 0.2pct 至 16.7%，公司归母净利率同比提升 0.5pct 至 12.8%。存货方面，FY2024/25H1，平均存货周转天数为 189 天，同比增加 29 天，存货周转放缓主因：提前进行原材料备货；略提前生产致产成品增加；放缓给经销商的发货节奏和发货速度。

投资建议

➢ FY2024/25H1，公司在充满不确定性的消费市场环境中，通过品牌引领、产品品类迭代创新、渠道精细化管理、扎实单店经营等举措，营收与利润均实现高质量增长，充分彰显经营韧性及成长潜力。短期角度，11 月中下旬以来，全国大范围降温，羽绒服品类进入销售旺季，公司有望凭借优质供应链快反能力把握旺季销售，中长期角度，在产品方面，公司近年来持续创新产品品类，发力户外功能性服饰，并取得良好成果；在渠道方面，对于线下渠道实行更加精细化管理，落实单店经营，运营效率显著提升。我们继续看好波司登作为羽绒服龙头品牌的经营韧性及成长潜力，预计公司 2025-2027 财年 EPS 分别为 0.32\0.37\0.42 元，2025-2027 财年 PE 分别为 11.6\10.1\8.8 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示

➢ 国内消费者信心恢复不及预期，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	13.7	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)	0.19	0.28	0.32	0.37	0.42
ROE(%)	17.1	22.6	22.1	21.2	20.6
P/E(倍)	19.4	13.5	11.6	10.1	8.8
P/B(倍)	3.3	3.0	2.6	2.2	1.8
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	24887	26495	33307
现金	3718	6227	9645	12734	16074
应收票据及应收账款	2421	2879	4427	3619	5067
存货	2689	3198	4336	3780	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	31146	32737	39599
流动负债	6054	11183	13218	11947	15404
短期借款	770	768	768	768	768
应付票据及应付账款	4346	7765	10954	9485	12689
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	15051	13576	16814
少数股东权益	57	84	59	18	18
股本	1	1	1	1	1
资本公积	12546	13735	13735	13735	13735
留存收益	0	0	2072	4440	7175
归属母公司股东权益	12547	13735	16036	19143	22767
负债和股东权益	20943	25771	31146	32737	39599

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	3165	4221	4554
净利润	2156	3120	3560	4068	4701
折旧摊销	0	0	221	244	267
财务费用	-83	-158	-209	-307	-404
投资损失	22	14	8	7	6
营运资金变动	0	0	-415	210	-16
其他经营现金流	955	4362	0	0	0
投资活动现金流	617	-35	265	-234	-323
筹资活动现金流	-2493	-1863	-11	-899	-891
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.28	0.32	0.37	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.66	0.29	0.38	0.41
每股净资产(最新摊薄)	1.13	1.24	1.45	1.73	2.05

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	12264	13859
营业费用	6125	8055	9549	10854	12167
管理费用	1204	1508	1812	2044	2287
财务费用	-83	-158	-209	-307	-404
资产减值损失	118	70	80	91	103
投资净收益	-22	-14	-8	-7	-6
营业利润	2826	4398	4887	5550	6352
利润总额	2887	4541	4887	5550	6352
所得税	731	1421	1327	1482	1652
税后利润	2156	3120	3560	4068	4701
少数股东损益	-18	-46	-25	-41	0
归属母公司净利润	2139	3074	3585	4109	4701
EBITDA	2807	4385	4900	5488	6218

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	13.7	12.7
营业利润(%)	10.0	55.6	11.1	13.6	14.5
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	20.6
ROIC(%)	13.4	19.7	18.3	17.8	17.7
偿债能力					
资产负债率(%)	39.8	46.4	48.3	41.5	42.5
流动比率	2.4	1.7	1.9	2.2	2.2
速动比率	1.0	0.8	1.1	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9
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	1.2	1.2	1.3
估值比率					
P/E	19.4	13.5	11.6	10.1	8.8
P/B	3.3	3.0	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	14.6	8.4	7.0	5.7	4.4

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金田路 3086 号大百汇广场 43 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

