

业绩超预期，未来新看点和增长动力充沛

核心观点

- 公司发布 FY24 财报，公司实现营业收入 232.1 亿，同比增长 38.4%，实现归母净利润 30.7 亿，同比增长 43.7%，表现超市场预期。FY24 全年派息比例为 81.1%。
- **四大业务高质量成长，羽绒服主业表现最为亮眼。**分品类来看，FY24 财年品牌羽绒服、贴牌加工管理、女装和多元化服装收入分别增长 43.8%、16.4%、16.6%和 0.3%。品牌羽绒服业务拆解来看，波司登、雪中飞和冰洁品牌收入增长分别为 42.7%、65.3%和 15.9%。
- 分渠道来看，FY24 财年，品牌羽绒服业务中自营和批发业务分别同比增长 38.4%和 67.9%。自营门店同比净减少 263 家至 1,136 家，批发门店同比净增加 57 家至 2,081 家。报告期线下渠道净减少 206 家，但收入实现逆势高增。线上渠道方面，FY24 财年品牌羽绒服线上收入同比增长 41.3%至 68.4 亿，占羽绒服收入 35%。
- **运营质量持续改善。**FY24 财年公司库存周转天数为 115 天，同比下降 29 天，主要得益于波司登持续加强存货一体化运营，不断提升快速补货能力，目前 Top 款补货可得率高达 99%。现金流方面，公司经营活动净现金流为 73.4 亿，大幅超越当年净利润，且同比去年同期的 30.5 亿，大幅提升 141%。
- **盈利能力稳步提升。**FY24 财年公司毛利率同比提升 0.1pct 至 59.6%，其中品牌羽绒服毛利率下滑 1.2pct 至 65%，我们判断主要系渠道和产品结构占比调整所致。FY24 财年销售和管理费用率同比下滑 1.8 和 0.7pct，反映了公司优秀的控费能力和经营杠杆效率的提升。FY24 财年公司归母净利率同比增长 0.5pct 至 13.2%。
- **展望未来，我们判断防晒服、户外冲锋衣等功能产品有望成为公司新的增长点。**公司新品类的拓展较好地契合了当前服装流行趋势，同时能逐步平滑淡旺季的差异，并争取更好的渠道资源。我们看好公司做强羽绒服核心品类、同时创新发展时尚功能性新品类带来的广阔空间。

盈利预测与投资建议

- 根据 FY24 财报，我们调整未来三年的盈利预测（上调了收入和销售费用率、下调了毛利率），预测 FY24-26 年每股收益分别为 0.28、0.33 和 0.38 元（原 0.27、0.31 和 0.36 元），参考可比公司，给予 FY25 年 17 倍 PE 估值，对应目标价 6.03 港币（1 人民币=1.07 港币），维持“买入”评级。

风险提示：经济减速、天气波动、女装业务低于预期等

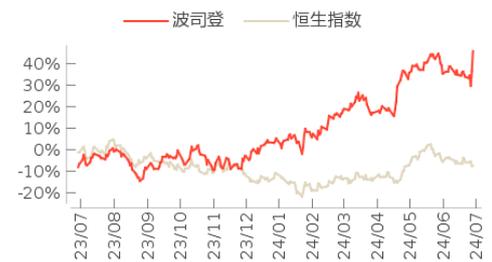
公司主要财务信息

	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入(百万元)	16,214	16,774	23,214	26,478	29,985
同比增长(%)	20.0%	3.5%	38.4%	14.1%	13.2%
营业利润(百万元)	2,569	2,826	4,398	4,983	5,548
同比增长(%)	15.5%	10.0%	55.6%	13.3%	11.3%
归属母公司净利润(百万元)	2,062	2,139	3,074	3,591	4,134
同比增长(%)	20.6%	3.7%	43.7%	16.8%	15.1%
每股收益(元)	0.19	0.19	0.28	0.33	0.38
毛利率(%)	60.1%	59.5%	59.6%	59.5%	59.4%
净利率(%)	12.7%	12.7%	13.2%	13.6%	13.8%
净资产收益率(%)	17.6%	17.2%	23.3%	24.7%	25.7%
市盈率(倍)	22.6	21.8	15.2	13.0	11.3
市净率(倍)	4.0	3.7	3.5	3.2	2.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年06月28日）	4.87 港元
目标价格	6.03 港元
52 周最高价/最低价	4.89/2.79 港元
总股本/流通 H 股（万股）	1,096,373/1,096,373
H 股市值（百万港币）	53,393
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2024 年 06 月 29 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	8.95	1.88	24.55	46.03
相对表现%	10.67	7.74	17.43	53.61
恒生指数%	-1.72	-5.86	7.12	-7.58



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044

相关报告

预计 FY24 业绩表现优异，重视淡季防晒服品类表现	2024-04-22
寒潮利好旺季销售 内生实力护航可持续增长	2024-01-24
羽绒服主业好于预期，期待旺季表现	2023-11-29

根据 FY24 财报，我们调整未来三年的盈利预测（上调了收入和销售费用率、下调了毛利率），预测 FY24-26 年每股收益分别为 0.28、0.33 和 0.38 元（原 0.27、0.31 和 0.36 元），参考可比公司，给予 FY25 年 17 倍 PE 估值，对应目标价 6.03 港币（1 人民币=1.07 港币），维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2024 年 6 月 28 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
			FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
安踏体育	2020.HK	76.20	3.94	4.92	5.33	19	15	14
CanadaGoose	GOOS US Equity	13.17	0.62	0.75	0.90	21	18	15
Moncler	MONRF US Equity	62.00	2.41	2.60	2.91	26	24	21
滔搏	6110.HK	4.40	0.32	0.39	0.44	14	11	10
特步	1368.HK	4.84	0.43	0.49	0.58	11	10	8
耐克	NKEUSEquity	94.19	3.67	3.98	4.49	26	24	21
调整后平均						20	17	15

数据来源：wind, bloomberg, 东方证券研究所，注：安踏、滔搏和特步为港币，其他是美元

风险提示：经济减速、天气波动、女装业务低于预期等

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。