

投资评级 **优于大市** 维持

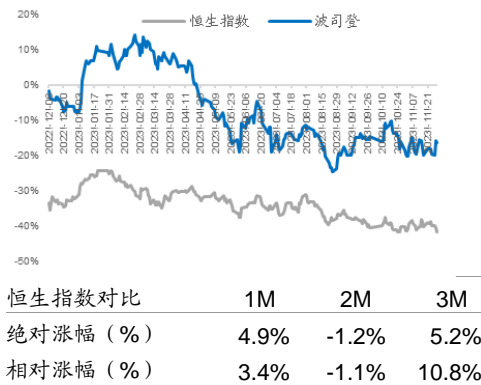
# FY24H1 经营溢利率再上台阶，股权激励坚定发展信心

**股票数据**

12月15日收盘价(港元)	3.39
52周股价波动(港元)	2.83-4.48
总股本(百万股)	10906
总市值(百万港元)	36971

**相关研究**

《FY23 羽绒业务盈利能力显韧劲》2023.7.5  
 《MSCI ESG 评级提升至 A, 彰显可持续发展实力》2023.1.21

**市场表现**


资料来源: 海通证券研究所

分析师: 盛开

Tel: (021) 23154510

Email: sk11787@haitong.com

证书: S0850519100002

分析师: 梁希

Tel: (021) 23219407

Email: lx11040@haitong.com

证书: S0850516070002

**投资要点:**

- **公司 FY24H1 收入及经营溢利率均再创新高。** FY23/24 上半年, 集团实现收入 74.7 亿元 (+20.9%), 归母净利润 9.2 亿元 (+25.1%), 毛利率 50.0% (持平), 经营溢利率 16.5% (+1.2pct), 净利率 12.3% (+0.5pct)。中期派息 0.05 港元/股 (+11.1%)。库存周转天数 160 天 (-21 天), 已低于 19 年同期水平。
- **各板块均实现稳定高质量增长, 品牌羽绒服驱动最强。** 品牌羽绒服/贴牌加工/女装/多元化服装业务收入分别同比增长 28.1%/7.8%/15.4%/9.8%; 品牌羽绒服板块, 波司登/雪中飞/冰洁收入分别变动: +25.5%/+52.2%/-65.3%。公司持续创新, 推出防晒服新品类、迭代升级轻薄羽, 得到消费市场正向反馈, 成功拓展增量业务。
- **自营收入高增速, 经销实现净拓店。** 品牌羽绒服业务, 自营/批发分别实现收入 16.5/30.4 亿元, 同比分别提升 35.6%/21.1%。截至 23/9/30, 羽绒服常规零售网点(不含旺季店)总数较 3 月末净减 110 家至 3313 家, 其中自营 1206 家 (-193 家), 经销商网点 2107 家 (+83 家)。公司持续提升渠道质量, 打造标杆门店、覆盖约 500 个销售网点, 实现标杆店店效快速增长, 提升品牌力, 进一步做实单店提质增效。
- **持续坚持【聚焦主航道、聚焦主品牌】的战略方向。** ① 品牌羽绒服业务持续立足“全球领先的羽绒服专家”品牌定位, 坚持品牌引领和产品创新, 同时持续布局战略性市场和店铺, 提升单店盈利和效率; ② 贴牌加工业务, 致力于成为中高端国际品牌功能服饰 OEM/ODM 专家, 加速布局海外生产资源, 持续提升经营质量和盈利能力; ③ 女装业务, 持续赋能, 全方位升级, 推动运营能力和经营效率双提升。
- **推行股权激励, 稳固核心团队。** 11/28 日集团向 9 名董事/高管/核心员工授予 7840 万股奖励股份(占比 0.7%), 获授人每股需支付 1.62 港元(为 11/28 收盘价 50%); 向 170 名董事/高管/核心员工授予 5.11 亿份(占比 4.7%)购股权(行权价为 3.24 港元, 有效期为 23/11/28 起 44 个月)。业绩考核指标为: 集团截至 24/25/26 年 3 月 31 日止三个财政年度的整体综合财务业绩。
- **盈利预测与估值。** 我们判断伴随零售环境修复, FY23 女装商誉减值的影响(FY23: 1.18 亿元, FY22: 4000w 元)将在 FY24 大幅改善, 我们预计 FY24/FY25 净利润 26.3/30.9 亿元, 给予 FY24 PE 18-20X, 按照 1 港元=0.92 人民币换算, 对应合理价值区间 4.70-5.22 港币/股, 维持“优于大市”评级。
- **风险提示。** 产品提价不及预期, 极端气候影响, 零售环境疲软等。

**主要财务数据及预测**

	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入(百万元)	16214	16774	19566	22578	25847
(+/-)YoY(%)	19.95%	3.46%	16.64%	15.40%	14.48%
净利润(百万元)	2062	2139	2631	3094	3558
(+/-)YoY(%)	20.63%	3.70%	23.03%	17.59%	14.98%
全面摊薄 EPS(元)	0.19	0.20	0.24	0.28	0.33
毛利率(%)	60.06%	59.47%	59.89%	60.08%	60.20%
净资产收益率(%)	16.91%	17.04%	19.35%	20.85%	21.88%

资料来源: 公司年报 (FY2022-FY2023), 海通证券研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	净利润 (百万元)				市盈率 (X)			
				FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E
加拿大鹅	GOOS.N	13	12.67	70	95	73	76	19	14	18	17
Moncler	0QII.L	134	56.04	300	394	607	666	44	34	22	20
安踏体育	2020.HK	2122	74.90	5162	7720	9671	11566	41	27	22	18
李宁	2331.HK	499	19.00	1698	4011	3911	4642	29	12	13	11
<b>平均</b>								<b>33</b>	<b>22</b>	<b>19</b>	<b>17</b>

资料来源: Wind, Bloomberg, 加拿大鹅、Moncler 盈利预测均来自 Bloomberg 一致预期, 加拿大鹅货币单位为加币, Moncler 货币单位为欧元, 安踏体育、李宁盈利预测来自 Wind 一致预期, 货币单位均为港币, 海通证券研究所, 收盘价为 2023 年 12 月 15 日价格

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E	利润表 (百万元)	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	16774	19566	22578	25847
每股收益	0.20	0.24	0.28	0.33	营业成本	6798	7849	9014	10287
每股净资产	1.15	1.25	1.36	1.49	毛利率%	59.47%	59.89%	60.08%	60.20%
每股经营现金流	0.24	0.23	0.30	0.30	营业税金及附加	28	12	12	12
每股股利	0.11	0.11	0.11	0.11	营业税金率%	0.17%	0.06%	0.05%	0.05%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	6125	7102	8128	9227
P/E	17.29	14.05	11.95	10.39	营业费用率%	36.51%	36.30%	36.00%	35.70%
P/B	2.95	2.72	2.49	2.27	管理费用	1204	1370	1558	1732
P/S	2.20	1.89	1.64	1.43	管理费用率%	7.18%	7.00%	6.90%	6.70%
EV/EBITDA	9.91	9.56	7.87	6.61	EBIT	2647	3245	3878	4600
股息率 (%)	3.31%	3.31%	3.31%	3.31%	财务费用	40	40	34	28
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.24%	0.20%	0.15%	0.11%
毛利率	59.47%	59.89%	60.08%	60.20%	资产减值损失				
净利率	12.75%	13.45%	13.70%	13.76%	投资收益				
净资产收益率	17.04%	19.35%	20.85%	21.88%	<b>营业利润</b>	2572	3177	3815	4544
资产回报率	13.20%	15.52%	17.25%	18.93%	营业外收支	315	280	250	130
投资回报率					<b>利润总额</b>	2887	3457	4065	4674
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	3597	3651	4302	5040
营业收入增长率	3.46%	16.64%	15.40%	14.48%	所得税	731	812	955	1098
EBIT 增长率	12.03%	22.59%	19.51%	18.63%	有效所得税率%	25.32%	23.50%	23.50%	23.50%
净利润增长率	3.70%	23.03%	17.59%	14.98%	少数股东损益	18	13	16	18
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	2139	2631	3094	3558
资产负债率	39.81%	41.22%	39.80%	38.41%					
流动比率	2.43	2.33	2.43	2.53	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>FY2023</b>	<b>FY2024E</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>
速动比率	1.90	1.79	1.88	1.91	货币资金	3718	4394	5391	5889
现金比率	0.61	0.60	0.71	0.74	应收款项	923	1585	1425	1806
<b>经营效率指标</b>					存货	2689	3348	3507	4114
应收帐款周转天数	23.18	23.08	24.00	22.50	其它流动资产	7392	7713	8075	8208
存货周转天数	142.38	138.46	136.88	133.33	流动资产合计	14722	17041	18397	20017
总资产周转率	0.79	0.89	0.94	1.01	长期股权投资	236	236	236	236
固定资产周转率	9.76	11.84	13.79	15.17	固定资产	1728	1622	1698	1758
					在建工程				
					无形资产	2164	2264	2364	2464
					非流动资产合计	6221	6215	6391	6551
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>FY2023</b>	<b>FY2024E</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>	<b>资产总计</b>	<b>20943</b>	<b>23256</b>	<b>24788</b>	<b>26568</b>
净利润	2139	2631	3094	3558	短期借款	770	720	670	620
少数股东损益	18	13	16	18	应付账款	3097	4038	3975	3939
非现金支出	949	406	424	440	预收账款				
非经营收益	0	280	250	130	其它流动负债	2186	2544	2935	3360
营运资金变动	-436	-550	-208	-792	流动负债合计	6054	7302	7580	7919
<b>经营活动现金流</b>	<b>2670</b>	<b>2500</b>	<b>3326</b>	<b>3223</b>	长期借款	1603	1603	1603	1603
资产	-508	-400	-600	-600	其它长期负债	681	681	681	681
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	2284	2284	2284	2284
其他	-178	264	234	114	<b>负债总计</b>	<b>8338</b>	<b>9586</b>	<b>9864</b>	<b>10204</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-686</b>	<b>-136</b>	<b>-366</b>	<b>-486</b>	实收资本	0.82	0.82	0.82	0.82
债权募资	-160	-50	-50	-50	普通股股东权益	12547	13600	14837	16260
股权募资	-1694	-1637	-1913	-2189	少数股东权益	57	70	86	104
其他	622	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>20943</b>	<b>23256</b>	<b>24788</b>	<b>26568</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1233</b>	<b>-1687</b>	<b>-1963</b>	<b>-2239</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>736</b>	<b>676</b>	<b>997</b>	<b>498</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 15 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (FY2023), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

盛开 纺织服装行业  
梁希 纺织服装行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：歌力思,星徽股份,罗莱生活,安正时尚,伟星股份,起步股份,豪悦护理,滔搏,开润股份,地素时尚,七匹狼,宝胜国际,若羽臣,台华新材,跨境通,健盛集团,森马服饰,安踏体育,比音勒芬,太平鸟,海澜之家

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。