

纺织服饰

2024 年 10 月 18 日

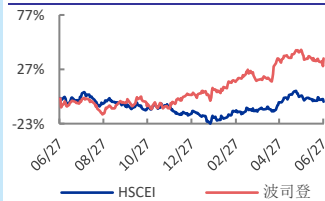
报告原因：强调原有的投资评级

买入（维持）

市场数据：2024 年 10 月 17 日

收盘价（港币）	4.75
恒生中国企业指数	7179.44
52 周最高/最低（港币）	5.14/3.02
H 股市值（亿港元）	526.36
流通 H 股（百万股）	11,081.17
汇率（人民币/港币）	1.0913

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
刘佩 A0230523070002
liupe@swsresearch.com

联系人

刘佩
(8621)23297818x
liupe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

波司登

(03998)

——旺季开启亮点频现，战略投资完善品牌矩阵

投资要点：

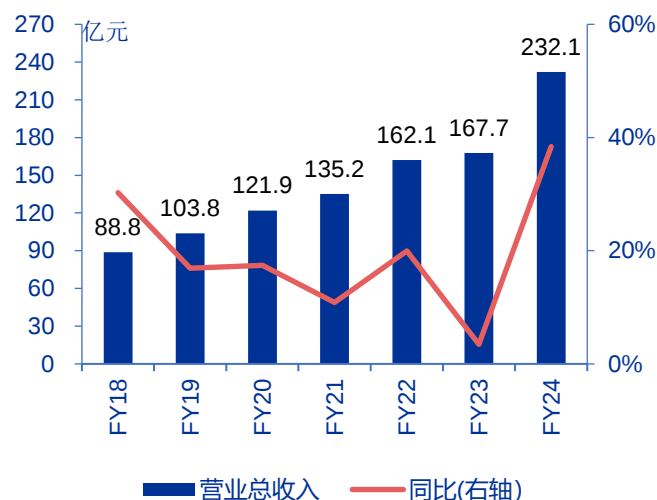
- 10 月 9 日，公司宣布战略投资国际奢侈羽绒服品牌 Moose Knuckles，扩大国际业务版图，完善品牌矩阵。Moose Knuckles 是国际奢侈羽绒服品牌，总部位于加拿大蒙特利尔，已在中国、北美和欧洲开设了 36 家门店。品牌以卓越的加拿大工艺、顶级的材料和极致的功能性、年轻时尚的设计风格，在全球时尚功能外套领域享有盛誉。本次战略投资后，波司登的品牌矩阵将进一步完善：主品牌波司登发力中高端羽绒服市场；雪中飞品牌专注于扩大在高性价比大众羽绒服市场的份额；博格纳品牌专注高端滑雪运动；Moose Knuckles 有效弥补了公司在奢侈潮流羽绒服的空白。波司登将在用户需求洞察、供应链整合以及财务等各方面为 Moose Knuckles 提供支持，而 Moose Knuckles 在高端品牌运营经验、极致的面料及工艺、国际化运营能力也将为波司登品牌向上、品牌出海提供有益借鉴。
- 近期旺季销售开启，降温催化利好冬装销售，产品创新亮点频现。国庆期间北方大范围降温，预计将对公司终端销售形成有利催化。产品端积极推出“轻暖鹅绒”和“叠变”等创新产品，终端销售反馈积极。“叠变”系列主打“一衣三穿”，以不同厚度适应温度变化，以多种款式颜色及功能设计，满足硬核户外、户外近郊、城市通勤等不同场景下的穿衣需求。在高端户外系列中，9 月联合被誉为“机能教父”的顶级设计师 Errolson Hugh 推出 VERTEX 系列，对“高端户外”系列进行赋能，依托波司登自主研发的“热湿力平衡系统 3.0”，实现静态保暖、动态散热、湿热平衡的全方位调节，进一步提升产品功能性与时尚度。全新升级泡芙系列，与意大利潮牌 MSGM 进行联名，产品更加轻盈保暖、时尚度提升。
- 渠道端优化门店结构，拓展增量市场，把握旺季机会。根据公司 FY24 财年公开业绩交流，渠道端公司今年将深化渠道分层分级，明确各类店铺的内涵与策略，特别是重视顶级店铺（Top Store），将其作为先行者和实验田。同时，识别并拓展战略增量市场，如黑龙江佳木斯等具备人口及消费基础、门店渗透偏低重点城市，开设增量门店，对关键渠道进行战略性升级，通过搬迁扩容、重新装修等，提升品牌形象，并带动销售增长及效率提升。
- 与哈尔滨签订战略合作协议，共同推动冬季服饰品牌 IP 打造。今年 6 月，波司登集团与哈尔滨政府签订了战略合作协议，发布了“波司登&尔滨”联名系列时尚秀，后续将推出“波司登&尔滨”联名 IP 产品，深度合作定制全系列滑雪装备，将波司登的经典滑雪系列与哈尔滨最具代表性的冰雪文化相互结合，为消费者提供冬季滑雪出游的专业御寒装备。哈尔滨近年“冰雪旅游”的热潮持续，叠加波司登品牌在羽绒服领域强用户心智，有望为公司旺季销售的黄金时期带来更大的客流基础、品牌声量及生意转化。
- 公司深耕羽绒服行业四十余年，以其深厚的行业积淀与高效的组织变革能力，从产品、营销、渠道、运营等全方面拓宽护城河。主业基本盘稳固，在羽绒服领域建立了较强的消费者认知，多业务条线齐头并进，拓展户外冰雪、功能性服饰等赛道，有望在中长期贡献增量，持续看好公司未来发展。维持 FY24-26 年盈利预测，预计归母净利润分别为 36.3/41.9/47.8 亿元，对应 PE 分别为 13/11/10 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：消费恢复不及预期；市场竞争加剧风险；新产品表现不及预期风险。

财务数据及盈利预测

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入（百万元）	16,774	23,214	26,421	29,719	33,269
同比增长率（%）	3%	38%	14%	12%	12%
归母净利润（百万元）	2,139	3,074	3,629	4,191	4,775
同比增长率（%）	4%	44%	18%	15%	14%
每股收益（元/股）					
毛利率（%）	59.5%	59.6%	59.3%	59.2%	59.2%
市盈率	22	16	13	11	10

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

图 1: FY24 营收 232.1 亿元, 同比增长 38.4%



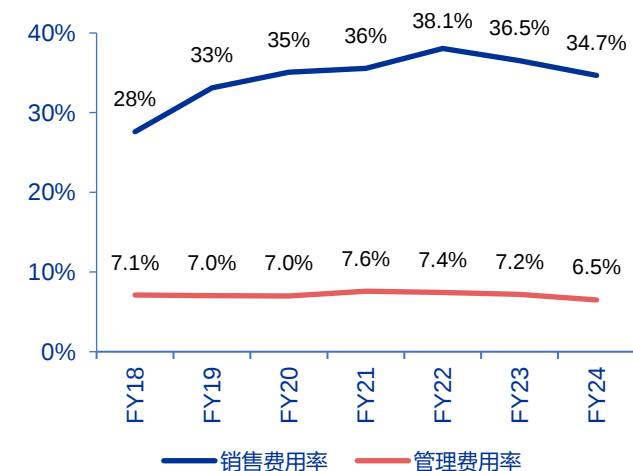
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: FY24 归母净利润 30.7 亿元, 同比增长 43.7%



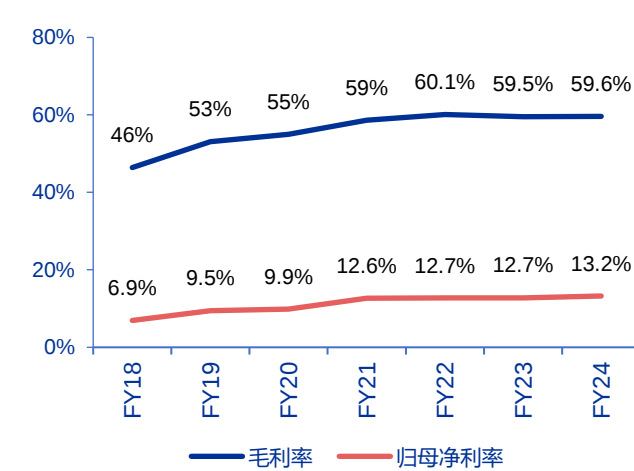
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: FY24 销售费用率同比下降 1.8pct 至 34.7%, 管理费用率同比下降 0.7pct 至 6.5%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: FY24 毛利率微升 0.1pct 至 59.6%, 归母净利率提升 0.5pct 至 13.2%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

合并利润表

百万元 (人民币)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
收入	16,774	23,214	26,421	29,719	33,269
成本	-6,798	-9,380	-10,763	-12,130	-13,564
毛利	9,976	13,834	15,658	17,589	19,705
其他收入	310	216	267	264	249
销售费用	-6,125	-8,055	-9,195	-10,312	-11,478
管理费用	-1,204	-1,508	-1,929	-2,080	-2,262
商誉及无形资产的减值损失	-118	-70	0	0	0
其他开支	-12	-19	-19	-19	-19
经营溢利	2,826	4,398	4,782	5,441	6,195
财务收入/(费用)净额	83	158	185	208	233
除税前溢利	2,887	4,541	4,967	5,649	6,428
所得税	-731	-1,421	-1,291	-1,412	-1,607
净利润	2,156	3,120	3,676	4,237	4,821
归母净利润	2,139	3,074	3,629	4,191	4,775
少数股东损益	18	46	46	46	46

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。