

# 波司登 (03998.HK)

买入 (首次评级)

## 多维度探讨品牌的焕新与未来

### 投资要点:

#### 历史复盘: 波司登的“崛起”与“焕新”

公司是一家以羽绒服为主的多品牌综合服装经营集团, 主要从事自有羽绒服品牌的开发、设计、生产及销售, 并拥有羽绒服贴牌加工管理、女装、多元化服装等非核心业务。2007年公司上市后, 大致可以分为多元化扩张(2007~2013年)、产品及渠道调整(2014~2017年)、聚焦主航道(2018年~至今)三个阶段。

#### 多维度探讨公司三年品牌重塑进程

公司领先品牌定位+领先商品+领先渠道经营驱动业务持续高质量发展, 首个三年战略转型期间公司收入/业绩复合增速分别达到15%/41%。具体来看, 1) **产品方面**通过细化价位带及拓展品类聚焦不同消费者核心痛点, 拓宽穿着场景。2) **渠道方面**落实单店聚焦模型, 根据位置、受众群体等匹配货品。3) **供应链方面**采取精细的订货模式, 以降低羽绒服强季节性带来的不确定性, 配合以柔性快反、高效一体化机制。

#### 如何看待品牌未来增长驱动力?

据立鼎产业研究院, 我国羽绒服市场规模从2014年的693亿元提升至2021年的1461亿元, 年复合增速达到11.2%; 其中奢侈羽绒品牌正在加速入局填补高端需求。波司登锚定国产高端空白领域, 技术赋能带动产品创新, 重磅推出专业“登峰”系列, 品牌力持续向上。另外, 公司通过场景开发与新品类拓展打开成长空间, 陆续推出冲锋衣、滑雪服、防晒衣等打造爆款, 夯实在户外领域的布局, 向科技性服饰转型。

#### 盈利预测与投资建议

我们选取港股运动服饰作为可比公司, 预计公司2025年归母净利润为36.2亿元, 当前市值对应FY2025~27年PE分别为13/11/10倍, 对比可比公司平均水平13/12/11倍。考虑到公司作为羽绒服行业龙头企业, 羽绒服主业竞争力较强, 整体盈利水平较高, 首次覆盖予以“买入”评级。

#### 风险提示

冬季天气异常、内需复苏不及预期、新品拓展不及预期、原材料涨价

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	16,774	23,214	26,800	30,404	34,687
增长率	3%	38%	15%	13%	14%
归母净利润(百万元)	2,139	3,074	3,616	4,202	4,776
增长率	4%	44%	18%	16%	14%
EPS(元/股)	0.19	0.28	0.33	0.38	0.43
市盈率(P/E)	21.9	15.3	12.7	10.9	9.6
市净率(P/B)	3.7	3.4	3.0	2.8	2.6

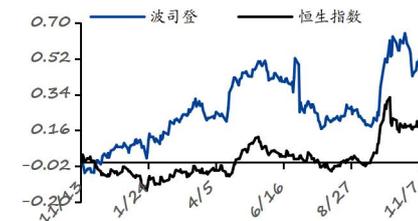
数据来源: 公司公告、华福证券研究所

币种: 人民币

### 基本数据

日期	2024-11-11
收盘价:	4.57 港元
总股本/流通股本(百万股)	11,095.27/11,095.27
流通市值(百万港元)	50,705.36
每股净资产(港元)	1.39
资产负债率(%)	46.38
一年内最高/最低价(港元)	5.14/3.05

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 谢丽媛(S0210524040004)  
xly30495@hfzq.com.cn  
分析师: 李施璇(S0210524100001)  
lsx30549@hfzq.com.cn

### 相关报告

## 正文目录

1 历史复盘：波司登的“崛起”与“焕新” .....	4
2 多维度探讨公司品牌重塑进程几何 .....	6
2.1 产品：如何延长羽绒服饰的生命周期？ .....	7
2.2 渠道：聚焦单店模型下，波司登如何实现内生增长？ .....	10
2.3 供应链：独特“拉式补货”模式，如何带动运营效率提升？ .....	13
3 如何看待品牌未来增长驱动力？ .....	14
3.1 中高端羽绒市场大有可为，品牌升级仍未止步 .....	14
3.2 户外场景拓展，防晒拓展功能性服饰边界 .....	19
4 盈利预测及投资建议 .....	21
4.1 盈利预测 .....	21
4.2 估值及投资建议 .....	22
5 风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1: 公司营收规模及发展历程 .....	5
图表 2: 公司 PE-TTM .....	5
图表 3: 公司营收及增速（百万元，%） .....	6
图表 4: 公司净利及增速（百万元，%） .....	6
图表 5: 公司毛利率水平（%） .....	6
图表 6: 公司净利率水平（%） .....	6
图表 7: 公司分业务营收（百万元） .....	7
图表 8: 公司分业务营收增速（%） .....	7
图表 9: 羽绒业务分品牌营收占比（%） .....	7
图表 10: 羽绒服业务分品牌增速（%） .....	7
图表 11: 波司登羽绒服产品矩阵 .....	8
图表 12: 登峰 2.0 搭载核心保暖科技 .....	9
图表 13: 波司登品牌天猫平台分价格带占比（%） .....	10
图表 14: 波司登、雪中飞在不同定位下形成梯度化矩阵 .....	10
图表 15: 波司登羽绒服业务各品牌门店+寄卖网点数（家） .....	11
图表 16: 分层级城市羽绒服业务占比变化 .....	11
图表 17: 波司登品牌分模式门店数量（个） .....	11
图表 18: 品牌羽绒服平均单店收入及增速（万元，%） .....	12
图表 19: 品牌羽绒服线上收入贡献、增速及占比（百万元，%） .....	12
图表 20: 各平台波司登品牌旗舰店粉丝数（个） .....	12
图表 21: 波司登品牌双 11 大促表现靓丽 .....	12
图表 22: 波司登物流设备逐渐实现自动化 .....	13
图表 23: FY2017-24 年存货周转天数（天） .....	13
图表 24: 羽绒服市场规模及增速（亿元，%） .....	14
图表 25: 消费者对于购买羽绒服考量标准与偏好 .....	15
图表 26: 部分羽绒服系列各指标梳理 .....	16
图表 27: 羽绒服行业生产成本构成 .....	16
图表 28: 鹅绒涨价幅度大于鸭绒（元/kg） .....	17
图表 29: 天猫平台男女装羽绒服品类品牌格局 .....	18
图表 30: 天猫女装羽绒服品类 Top 品牌销售均价（元） .....	18
图表 31: 天猫男装羽绒服品类 Top 品牌销售均价（元） .....	18
图表 32: 加拿大鹅在华销售增速亮眼（百万加元，%） .....	19
图表 33: Moncler 亚洲区营收占比达到整体的约 50%（百万欧元，%） .....	19
图表 34: 我国防晒服配市场规模及增速（亿元，%） .....	19
图表 35: 用户对防晒衣需求偏好（%） .....	19
图表 36: 我国户外防晒品牌格局（%） .....	20



图表 37: 主要防晒服品牌面料及防晒指标梳理 .....	20
图表 38: 业务拆分 (百万元, %) .....	21
图表 39: 可比公司估值 .....	22
图表 40: 财务预测摘要 .....	24



## 1 历史复盘：波司登的“崛起”与“焕新”

公司是一家以羽绒服为主的多品牌综合服装经营集团，主要从事自有羽绒服品牌的开发、设计、生产及销售，并拥有羽绒服贴牌加工管理、女装、多元化服装等非核心业务。

从发展历程来看，公司在2007年上市后发展历程主要分为3个阶段，公司战略升级，聚焦主业助力二次腾飞。

- **多元化扩张推动业绩快速增长阶段(2007年-2013年)**: 2009年公司提出“以全球视野整合品牌资源，推动产业结构升级，扩张四季化版图”策略，先后收购摩高、杰西、邦宝等品牌，提升非羽绒服业务占比。截至FY13末（截至2013年3月31日，下同）共有羽绒服专卖店/零售网点5890/7119家，非羽绒服659/767家；2007~13年公司营收从56.3亿元增至93.3亿元，年复合增长8.8%。
- **产品及渠道调整阶段(2014年-2017年)**: 服饰消费需求下行叠加公司面临库存积压、门店扩张过度、品牌形象老化等问题，营业收入出现上市以来的首次下降，2013-2016财年公司营收累计下降近40%至57.9亿元。期间公司进行库存调整，并关闭低效门店，羽绒服品牌总店数精简至5271家。
- **重新聚焦主航道及主品牌战略发力阶段(2018年-至今)**: 2018年公司提出“聚焦主航道，聚焦主品牌”的新战略，重新聚焦羽绒服主业，保留女装及校服业务，剥离男装等其他业务，2018-2023年公司专注羽绒服领域，强化品牌设计、研发、供应链等投入，门店数、收入恢复增长；多元化业务中重点拓展校服业务，与教育集团、学校等合作。FY19~FY24总营收从103.8亿元增至232.1亿元，年复合增速达17.5%；其中羽绒服/代工/女装分别取得20.6%/14.3%/-7.4%复合增长。

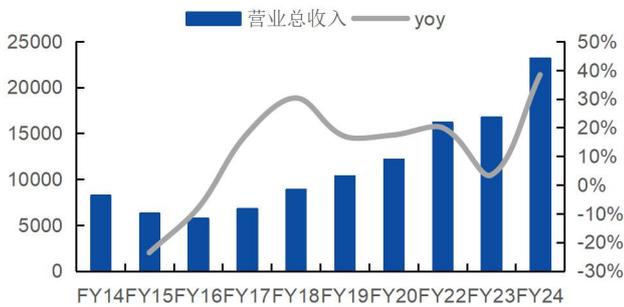


## 2 多维度探讨公司品牌重塑进程几何

公司于2018年公布未来10年战略规划，分别划分3年、3年、4年三个时间节点战略转型，以“聚焦主航道、聚焦主品牌”为战略主线，系统升级品牌力、产品力、渠道力，激活羽绒服专家认知，重塑竞争优势。

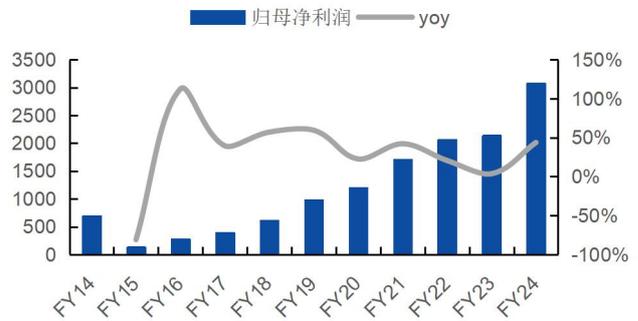
得益于公司重新梳理品牌定位，叠加在产品+渠道+经营方面的优势，FY18~FY21首个三年战略转型期间公司收入/利润分别取得15%/41%复合增长。FY22公司启动第二个三年战略转型，FY22~FY24收入/利润分别同比增长20%/22%，其中FY23在疫情管控影响客流背景下收入/利润分别同增4%/4%；FY24在品类创新驱动、线上线下焕新赋能下取得收入同增38%、净利同增44%的亮眼表现。

图表3: 公司营收及增速 (百万元, %)



数据来源: 公司公告, Wind, 华福证券研究所

图表4: 公司净利及增速 (百万元, %)

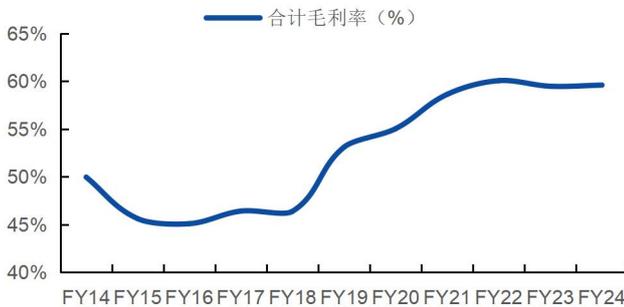


数据来源: 公司公告, Wind, 华福证券研究所

品牌重塑升级带动毛利率显著提升，经营效益提升下净利率水平趋势向上。

FY15~FY18公司整体毛利率稳定在46%左右，FY19品牌重塑下毛利率提升6.7Pct至53.1%，其中羽绒服业务/波司登品牌毛利率分别提升5.9Pct/4.2Pct，推出高品质单品带动均价提升，之后公司毛利率整体维持在接近60%水平。净利率方面，毛利率提升叠加经营效益改善、费用严控带动净利率提升至12%~13%左右。

图表5: 公司毛利率水平 (%)



数据来源: 公司公告, Wind, 华福证券研究所

图表6: 公司净利率水平 (%)



数据来源: 公司公告, Wind, 华福证券研究所

羽绒业务构成核心，波司登品牌占比持续提升。FY18新战略下公司围绕品牌羽绒进行业务布局，FY19~FY24其品牌羽绒服业务规模从76.7亿提升至195.2亿元，年复合增速达21%、快于整体增长，且其占比提升至84%（较FY18战略启动前提升20Pct）。贴牌加工业务保持稳健增长，FY19~FY24该业务规模复合增速14%左右，占集团营收比重略有下降。随着公司战略调整后收缩男装等，并加强对女装、多元

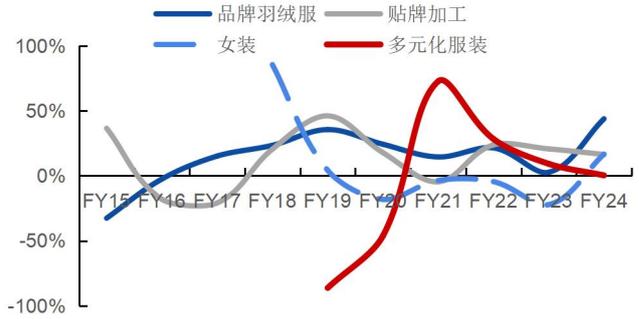
化服装（主要是校服定制）调整，其占比有所下降。

图表 7: 公司分业务营收 (百万元)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

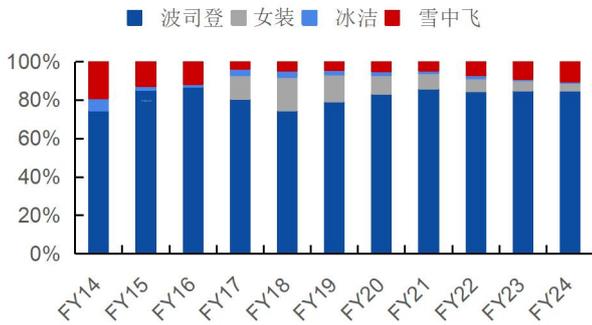
图表 8: 公司分业务营收增速 (%)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

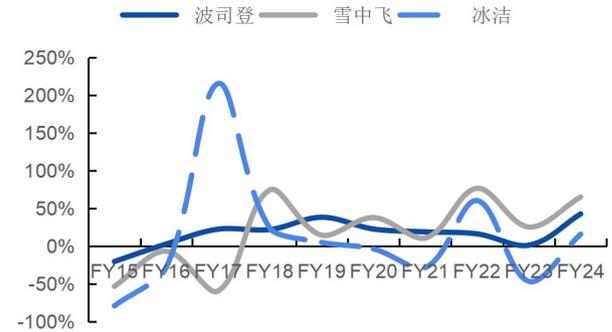
拆分羽绒业务来看，公司在聚焦主品牌战略的同时通过雪中飞补位低价位带客群，形成梯度化羽绒矩阵。1) 波司登品牌定位中高端功能性服饰品牌，FY19~FY24 取得 19.6% 复合增长，占羽绒业务比重达到 86%。2) 雪中飞定位大众羽绒服市场，深耕线上渠道，作为波司登品牌的定位补充，FY19~FY24 复合增速达到 41%，且占羽绒业务比重超过 10%。3) 冰洁在前期经历调整规模有所收缩，FY24 回归正增长，同比+16%。

图表 9: 羽绒业务分品牌营收占比 (%)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 10: 羽绒服业务分品牌增速 (%)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

### 2.1 产品：如何延长羽绒服饰的生命周期？

1) 细分品类的丰富，覆盖多场景、多风格、多年龄层，同时延展品类边界、推陈出新。2) 通过具备代表性的高端款产品，形成品牌记忆点上拓品牌力，占领消费者心智，强化专业性+时尚性兼具的品牌形象。3) 波司登主攻中高端价格带、高品质产品，通过雪中飞、冰洁副品牌构建并完善产品及品牌阶梯。

#### ■ 通过丰富细分品类，覆盖多场景、多年龄层的消费需求，在产品品质升级的同时延展品类边界，打造羽绒服生态

公司围绕着穿着场景、人群需求特征的细分，对于产品系列进行划分，旗下产品主要可分为商务、户外、时尚、休闲等几大品类。在不同品类的大思路下，公司持续迭代推出具备风格差异的细分产品系列，包括户外品类下的极寒系列、滑雪系



列，时尚品类下的泡芙系列、时尚运动系列，商务品类下的风衣羽绒服系列等，满足商务、运动、家庭亲子等多场景穿戴所需，打造羽绒服生态。羽绒服属于服装中的一个功能性品类，而公司在这一品类中寻求细分场景下的多样化机会，有效拓展了消费需求，延长旺季销售。

图表 11: 波司登羽绒服产品矩阵

	户外系列			商务系列	时尚系列	休闲系列	
	极寒系列	高端户外	滑雪系列	户外冲锋衣	风衣羽绒服	泡芙系列	时尚休闲
风格定位	极地御寒	兼顾户外及商务场景需求	滑雪运动+户外场景	户外活动+城市通勤等场景	英伦经典	科技智暖，百搭有型	百搭、气质、温暖
价格带	1999-4999元	1600-3900元	2000-5600元	600-2300元	1900-5700元	1000-3200元	700-1700元
功能特征	远红外蓄热里布，700+高蓬松鹅绒，90%绒子含量，零下20°C抗寒	Gore-tex，高防风&防小雨&透气性能高；800+高蓬顶级鹅绒，90%绒子含量	700+高蓬松鹅绒，90%绒子含量；透气率0 (mm/s)，防水指数>400mm	自研热湿力平衡外壳，三重科技防护面料；鹅绒内胆蓬松度700+	首创风衣+羽绒一体化设计，高定防风面料，欧洲进口鹅绒蓬松度800+	拥有热能速暖面料+优质鹅绒，适合对设计+保暖功能有需求人群	兼具时尚+保暖功能
系列展示							

数据来源：波司登天猫旗舰店，华福证券研究所

■ 高端款夯实专业品牌形象，强化羽绒先锋品牌认知

用“登峰”系列树立顶级羽绒服标杆，科技赋能驱动产品升级。2021年11月波司登联合国家登山队、南极科考队及不同领域的科研专家和机构共同推出登峰 2.0，通过对羽绒、面料、辅料、工艺等各方面的突破，实现-35°C下的极致保暖体验。

具体来看：1) 在内充绒上，登峰 2.0 采用北纬 43°C 黄金羽绒带珍稀鹅绒，蓬松度达 1000 (突破 5A 级蓬松度 800 标准)；2) 面料方面，将航空技术材料创新用于服装面料，每 1 平方米布料拥有超 100 万个可自动调温储能单元，可双向调节温度；3) 结构方面，采用多层立体充绒结构，5 层确保羽绒均匀分布，且在重点位置增加有利于阻隔湿气的棉；4) 搭载热反射面料，透过吸收身体热能反射达成保暖效果。另外，2.0 限量版“北斗款”实现了“中国北斗卫星导航系统”在羽绒服领域的首次应用，依托手机基站信号范围发射救援信号。

图表 12: 登峰 2.0 搭载核心保暖科技



数据来源：源远之间公众号，21世纪经济报道，华福证券研究所

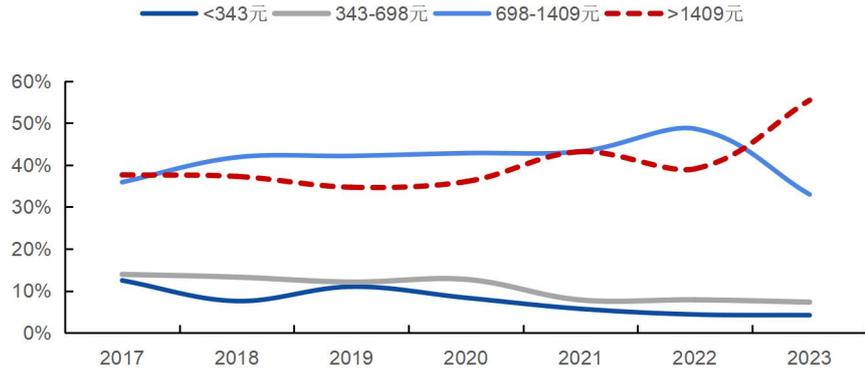
持续夯实研发实力、升级产品科技。公司围绕产品创新进行科技体系的搭建，升级科研技术、注重新材料开发。据公司公告，FY23 年内公司科研中心面积增至超 1 万平方米，通过打造全国领先的极地环境模拟验证实验室，全面升级原材料专家实验室的软硬件能力；年内公司申报专利 246 项、申报授权专利 254 项。

■ 波司登布局中高端价格带，与雪中飞形成梯度化品牌矩阵

与产品品质提升、产品结构优化相对应的是，波司登品牌近年来产品价格重心亦有明显上移。以天猫旗舰店产品价格数据为例，我们可以直观的看到，当前波司登品牌核心羽绒服价格区间在 499 元（轻薄短款羽绒服）-7429 元（GORETEX 滑雪鹅绒服）之间（为产品原价，不包括非羽绒产品及部分登峰系列高端产品）。另外，据久谦数据统计，天猫平台女装羽绒服类目下，1409 元以上产品贡献销售额从 2017 年的 38%提升至 2023 年的 55%，线上价格带中心明显上移。公司于 FY22 业绩 ppt 上披露，其线上超过 1800 元单品一年内从 31.8%大幅提升至 46.9%。

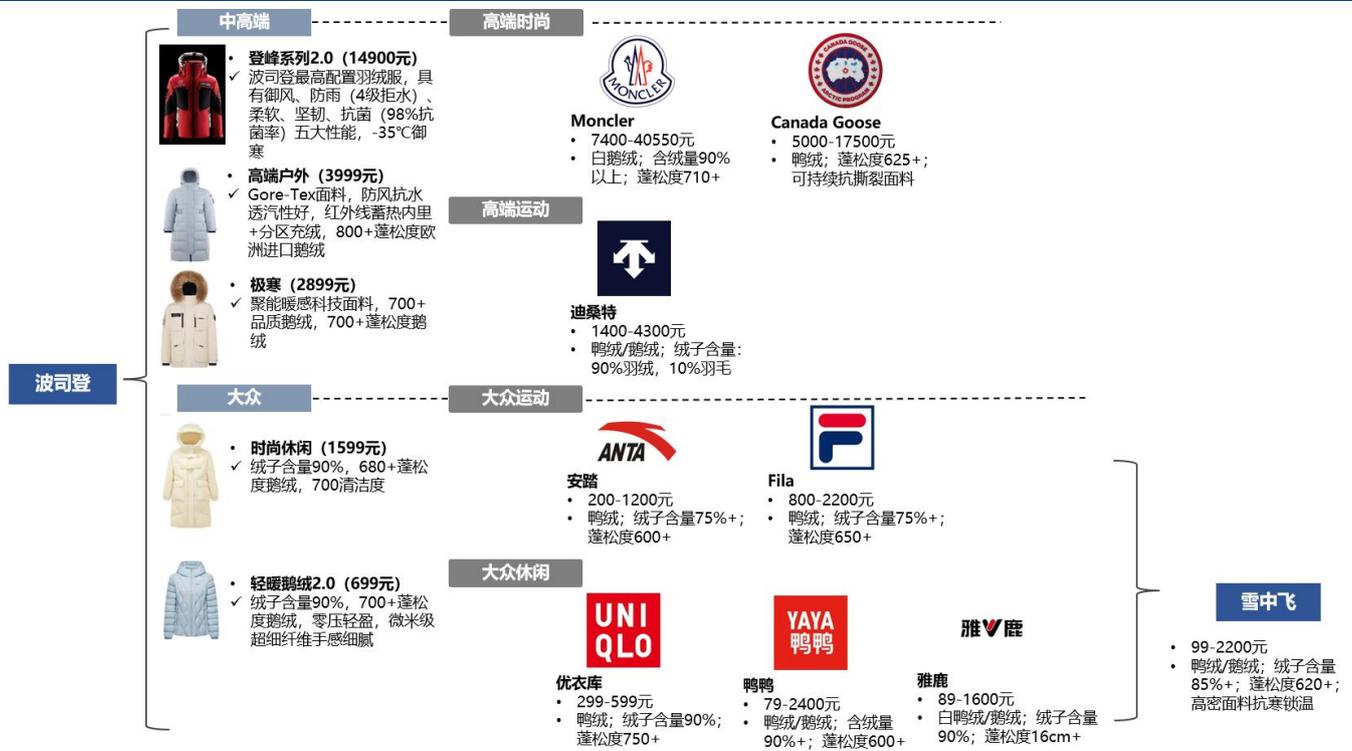
雪中飞定位年轻客群，并强化自身冰雪运动基因打造爆品。据亿邦动力公众号，雪中飞天猫官旗 18-30 岁顾客占比超过 60%，2022 年雪中飞提出普惠品牌升级战略，进一步推动雪中飞走向年轻化。产品方面，为触达更多年轻、高价值人群，提升产品设计能力，推出滑雪系列、城野系列、IP 联名等；并借助品牌多年来的冰雪运动基因，从滑雪服品类切入打造爆品，其滑雪系列产品对线下销售额贡献达到 30-40%。

图表 13: 波司登品牌天猫平台分价格带占比 (%)



数据来源: 久谦中台, 华福证券研究所

图表 14: 波司登、雪中飞在不同定位下形成梯度化矩阵



数据来源: 各品牌天猫旗舰店, 波司登微商城, Moncler官网, Canada Goose官网, 华福证券研究所

## 2.2 渠道: 聚焦单店模型下, 波司登如何实现内生增长?

线下方面, 过去波司登主要以加盟模式拓店, 且受到产品季节因素制约, 大部分门店只在秋冬季运营, 导致门店利用效率较低。启动战略改革以来公司逐渐聚焦门店经营质量提升, 关闭低效门店, 品牌力提升驱动更优质渠道资源; 并在不同层级、不同地域的城市落实单店模型, 匹配相应的货品和管理模式。线上方面, 公司匹配核心爆品打造, 并借助传统+新兴平台进行流量资源匹配, 线上贡献收入稳中有增。

### ■ 线下: 门店结构调整优化, 转化为高质量内生式增长

FY18 公司启动全新品牌战略并配合以渠道调整,主要通过动态调整门店的位置、面积和形象,进驻到购物中心渗透中高端人群。截至 FY24 末公司羽绒服门店+寄卖网点合计 3217 家(较 FY23 末净减 206 家),其中波司登/雪中飞分别 2997/220 家。

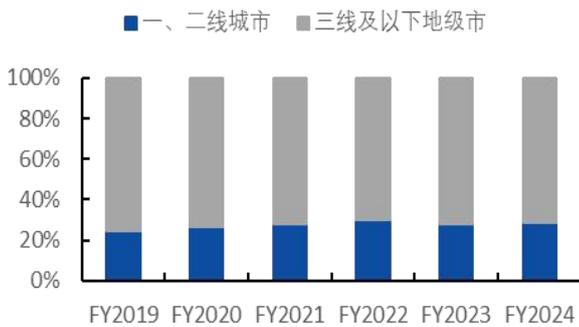
图表 15: 波司登羽绒服业务各品牌门店+寄卖网点数(家)

	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
羽绒服门店+寄卖网点	5042	4292	4466	4628	4866	4150	3809	3423	3217
净增		-750	174	162	238	-716	-341	-386	-206
波司登	3839	3392	3337	3443	3811	3686	3484	3183	2997
净增		-447	-55	106	368	-125	-202	-301	-186
占比	76.1%	79.0%	74.7%	74.4%	78.3%	88.8%	91.5%	93.0%	93.2%
雪中飞	738	331	444	479	499	307	275	238	220
净增		-407	113	35	20	-192	-32	-37	-18
占比	14.6%	7.7%	9.9%	10.4%	10.3%	7.4%	7.2%	7.0%	6.8%
冰洁	465	569	685	706	556	157	50	2	-
净增		104	116	21	-150	-399	-107	-48	-
占比	9.2%	13.3%	15.3%	15.3%	11.4%	3.8%	1.3%	0.1%	-

数据来源:公司公告,华福证券研究所

门店质量改善,店型升级。FY19 以来伴随战略启动调整门店,升级店型,并基于“开大店、关小店”的模式为主置换优质门店,并对重要门店进行形象与陈列升级优化。分层级市场来看,一二线城市门店占比从 FY19 开始逐渐提升,截至 FY24 末占比达到 28.4%,且更多聚焦核心城市级核心商圈,以及多层级市场的布局。据赢商大数据,波司登偏好落位成熟型、以及区域商圈,门店占比分别超过 70%、60%,且约 40%门店开设在购物中心及连锁独立百货中。

图表 16: 分层级城市羽绒服业务占比变化



数据来源:公司公告,华福证券研究所

图表 17: 波司登品牌分模式门店数量(个)

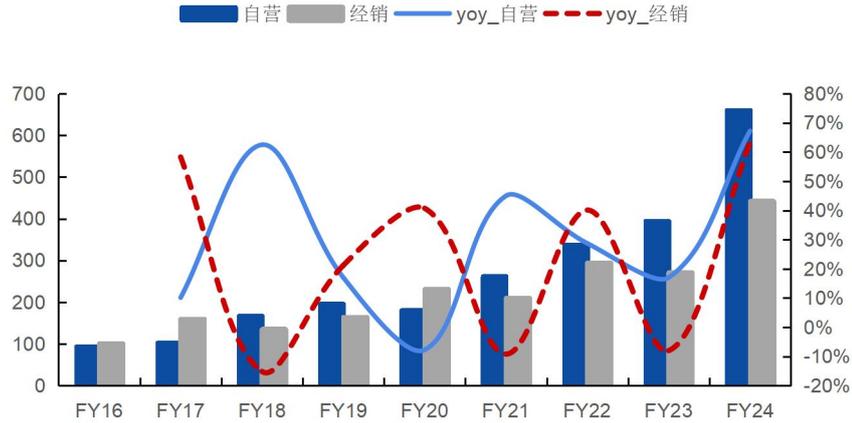


数据来源:公司公告,华福证券研究所

资源聚焦打造标杆 Top 店型,实现闭环单店运营策略的有效落地。公司选取约 500 个销售网点作为标杆门店进行系统性、体系化运营管理,聚焦资源精准投放,实现 Top 店的快速有效增长,亦为未来渠道迭代提升塑造经营标杆。另外,公司注重店效提升,落实单店经营,从门店装修、货品摆放、导购话术、店员激励等方面,实现闭环单店运营策略的有效落地。



图表 18: 品牌羽绒服平均单店收入及增速 (万元, %)

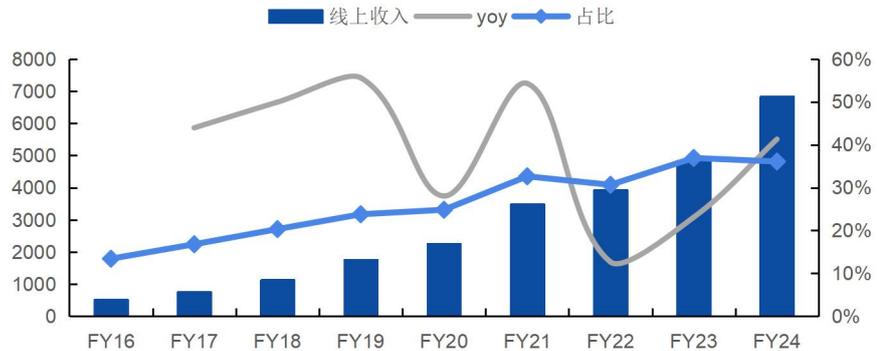


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所 (自营平均单店收入根据披露的 (自营-线上) 收入/自营店数计算, 加盟按照平均 5 折拿货折扣, 非官方数据, 仅做趋势性参考)

■ 线上: 多平台发力打造爆品, 占比逐年提升

战略转型以来保持高速增长, 品牌效应线上优势逐渐凸显。FY18 战略调整以来羽绒服业务线上贡献收入从 11.4 亿元增至 68.4 亿元, 年复合增速达到 34.9%, 占羽绒服业务比重提升 16Pct 至 36%。公司在线上保持“全球羽绒服专家”定位, 运营官旗的同时, 挖掘新兴平台增长机会, 例如通过品牌战役与抖音平台共建 IP 等方式, 构建抖音专业内容生态, 并探索销售新模式。截至 FY24 末, 波司登品牌超过 80% 抖音收入来自直播。

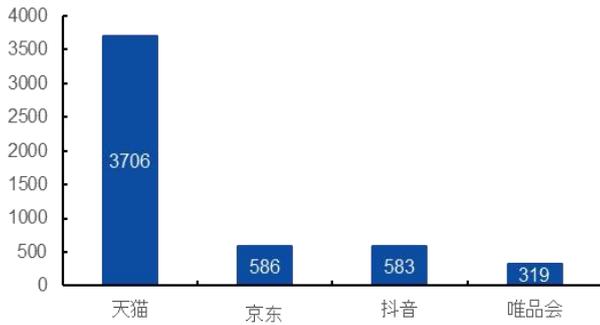
图表 19: 品牌羽绒服线上收入贡献、增速及占比 (百万元, %)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 20: 各平台波司登品牌旗舰店粉丝数 (个)

图表 21: 波司登品牌双 11 大促表现靓丽



数据来源：各平台波司登官方旗舰店，华福证券研究所



数据来源：公司业绩 ppt，华福证券研究所

### 2.3 供应链：独特“拉式补货”模式，如何带动运营效率提升？

**订货模式精细，首订比例较低，降低羽绒服品类因强季节性带来的终端不确定风险。**2018年起公司不再采取各大区域综合下单的方式，而是采取更加精细化的订货模式：直营门店按照单店销售需求匹配货品并订货，经销商根据不同规模经销商采取灵活的订货、补货模式。另外，公司采取较低的首订订货比例制度，年内经销商首次订货比例不超过40%，后续60%按照销售情况滚动下单，以拉式补货、快速上新、小单快反等模式及时灵活进行补充，在尽可能实现更多有效销售的同时，降低终端销售不确定性带来的库存风险。

**柔性快反能力再升级，并通过“商渠匹配”提升运营效率。**公司持续加强快反与数字化运营能力，对产销协同周期管理等方面进行系统升级。为了以更精准的库存覆盖全面需求，减少库存积压风险，公司综合气温、节日、折扣、店态等指标构建复杂的销售预测系统，以更精准完成调补货、下单生产、营销等商品洞察和运营动作。得益于供应链综合实力及运营效率的进一步提升，公司整体营运状态保持健康，FY2024 存货周转天数 115 天，同比下降 29 天。

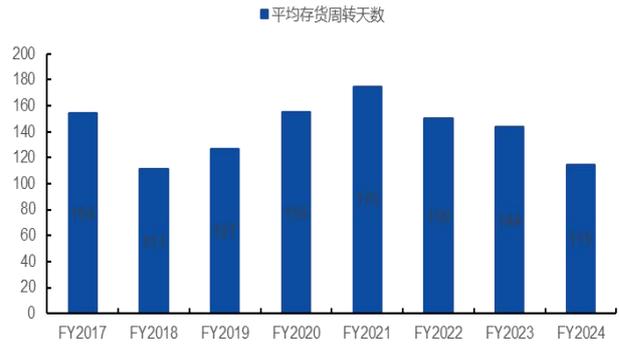
**在物流方面，公司打造全渠道融合高效一体化配送模式。**公司整合物流资源，强化配送效率。当下，公司智能物流中心能够通过大数据支撑实现大量+高速+精准配送，由系统为每笔订单匹配相关配送资源并全程跟踪监控，包括总仓拆零拣选、精准配送到分仓、分仓直接配送至网点等，大大提高了物流效率。

图表 22：波司登物流设备逐渐实现自动化

图表 23：FY2017-24 年存货周转天数（天）



数据来源：新华网，华福证券研究所



数据来源：公司公告，华福证券研究所

### 3 如何看待品牌未来增长驱动力？

在当下节点，波司登品牌重塑第一阶段已经完成。从行业来看，当前我国传统羽绒服渗透率仍处于快速提升阶段，且国产高端羽绒赛道仍较为空缺；而另一方面羽绒品牌已经逐渐应用于户外等高景气赛道，行业仍有扩容空间。基于当下行业趋势，我们认为波司登相较于其他品牌，在高端线以及户外领域的布局都较为领先，且取得较为亮眼的成绩，其前瞻性的需求挖掘力和品牌重塑下的科技基调，奠定品牌中长期成长驱动力。

#### 3.1 中高端羽绒市场大有可为，品牌升级仍未止步

##### ■ 行业渗透率上行，“质价比”为购置新趋势

据立鼎产业研究网，我国羽绒服市场规模从2014年的693亿元提升至2021年的1461亿元，年复合增速达到11.2%，行业基本每年保持低双位数增长。与欧美及日本等其他国家相比，我国羽绒服渗透率仍明显处于低位，渗透率提升趋势下市场保持继续扩容。

图表 24：羽绒服市场规模及增速（亿元，%）

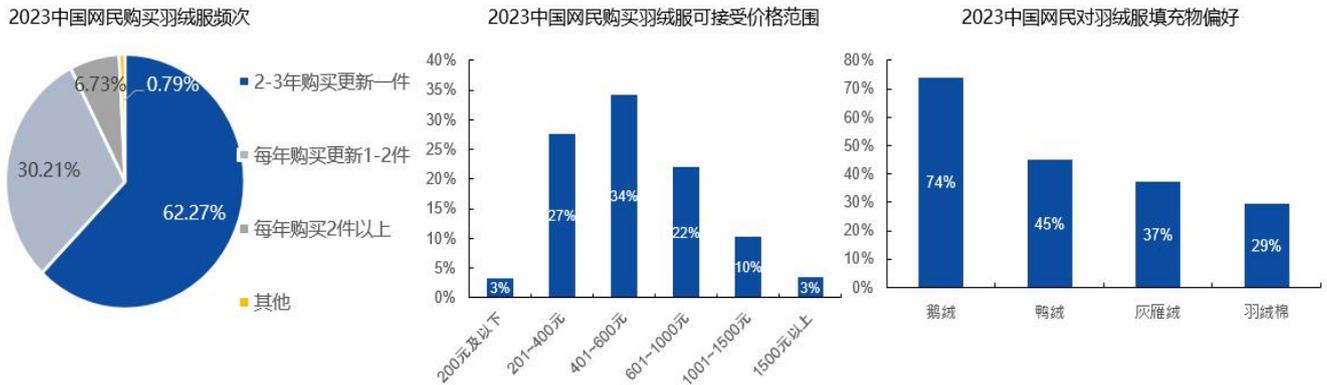


数据来源：立鼎产业研究网，中国服装协会，华福证券研究所

羽绒服作为寒冬保暖服饰，保持较强的刚需属性，且消费者对于质量要求相对其他品类更高。据艾媒咨询统计，在2023年中国网民购置羽绒服频率调查中，62.27%

的消费者 2-3 年更新一件，更换频次与羽绒服正常损耗节奏一致，刚需属性较强；而 30.21% 的消费者每年购置 1-2 件，此部分人群对羽绒服的实用及时尚属性皆有要求，且愿意定期更新羽绒服。而从羽绒服填充物的市场接受度来看，目前 73.88% 的受访者偏好保暖性能更好的鹅绒作为填充物，反映保暖性、舒适性仍然为消费者选择羽绒服的较为重要的考量因素。

图表 25：消费者对于购买羽绒服考量标准与偏好



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

羽绒服作为功能性单品，其产品品质随着填充物各项指标及面料科技的不同而有所差异。羽绒的保暖原理主要因其独特的分叉结构下纤维具有高度蓬松性，能容量大量空气的同时纤维表面积非常大，增加空气流通阻力，从而达到纤维保暖性能。而羽绒的保暖性及品质受到填充物材料、含绒量、充绒量、蓬松度、清洁度等多重指标共同影响，例如鹅绒纤维朵绒大且绒核小，结构相比鸭绒纤维更加保温；其他指标接近时，绒子含量、充绒量更高的羽绒保暖系数更高。另外，羽绒大多用于功能性外套、产品在其面料的使用上亦有所差异，例如可搭载防水功能性涂层面料（如 Gore-tex），适用于极端户外、寒潮等场景。

我们选择高端&中高端（Moncler、加拿大鹅、波司登）以及大众品牌（雪中飞、鸭鸭、优衣库）中羽绒服销量领先款（男款&男女同款、非轻薄款）进行指标比较，可见高端品牌在充绒量上普遍更高，且用到锦纶面料，但在填充物材料及绒子含量上，加拿大鹅采取鸭绒，其充绒量仅 80%、蓬松度仅 625，低于 Moncler 和波司登极寒。在大众品牌中，雪中飞是三个品牌中唯一用到鹅绒材质，且绒子含量、充绒量等指标表现较优，价格方面略高于鸭鸭、优衣库统计款。

图表 26: 部分羽绒服系列各指标梳理

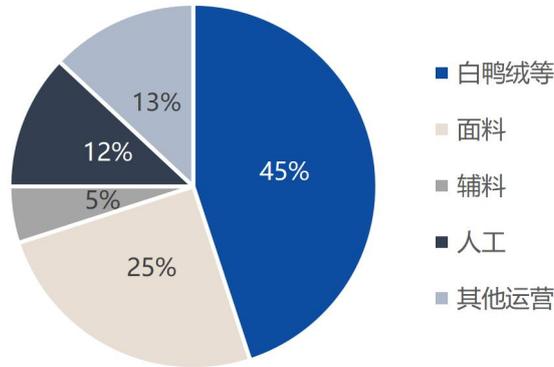
品牌名称	高端&中高端			大众		
	Moncler	加拿大鹅	波司登	雪中飞	鸭鸭	优衣库
系列	户外羽绒夹克	飞行夹克羽绒服	极寒系列	派克工装	户外工装	高性能复合外套
填充物类别	白鹅绒	鸭绒	鹅绒	鹅绒	鸭绒	鸭绒
绒子含量	90%	80%	90%-95%	85%-90%	90%	90%
充绒量	100-450g	100-450g	100-150g	125-175g	95-124g	27-42g
蓬松度	-	625	700+	660+	-	-
面料	锦纶	锦纶	聚酯纤维	聚酯纤维	聚酯纤维	聚酯纤维
吊牌价 (元)	14900	14000	2899	1049	599	599

数据来源: 各品牌天猫旗舰店, 华福证券研究所

■ 原材料成本持续提升, 品牌控价能力更强

羽绒服的生产成本中, 鸭绒、鹅绒等填充物占比达到近 50%。作为制作羽绒服的核心原料, 羽绒的价格在过去的几年里持续走高, 根据工人日报显示, 2016 年 90% 白鸭绒每千克为 200 元, 90% 白鹅绒每千克接近 400 元, 而到了 2022 年这两种材料大幅上涨至 360 元、640 元左右, 每年复合增速在 10%、8%。伴随着材料及人工成本上涨, 羽绒服行业价格被不断推高, 据澎湃新闻, 2014~20 年我国羽绒服平均单价由 452 上涨至 656 元, 2021 年进一步涨至 596 元, 7 年内均价上涨 32%。品牌在原材料持续上行趋势下对于上游议价能力更强, 例如波司登每年生产前会锁定部分原辅价格。

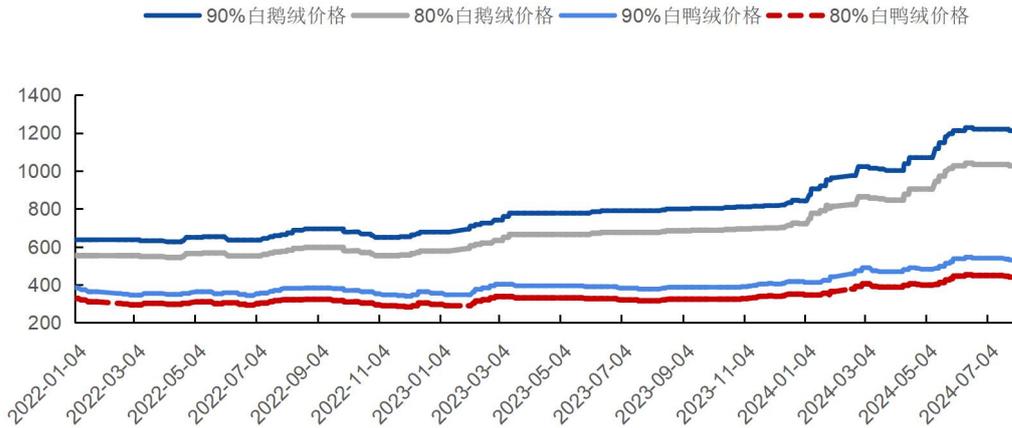
图表 27: 羽绒服行业生产成本构成



数据来源: 华经产业研究院, 华福证券研究所



图表 28: 鹅绒涨价幅度大于鸭绒 (元/kg)



数据来源: iFind, 华福证券研究所

除了成本因素,随着 Moncler、Canada Goose 等国际奢侈羽绒服品牌加速入局国内市场,打开高端羽绒需求空间,国产羽绒服品牌亦通过更强的设计感、时尚性以及更加完整的品牌故事,触达终端消费者需求点,为羽绒服溢价带来支撑。

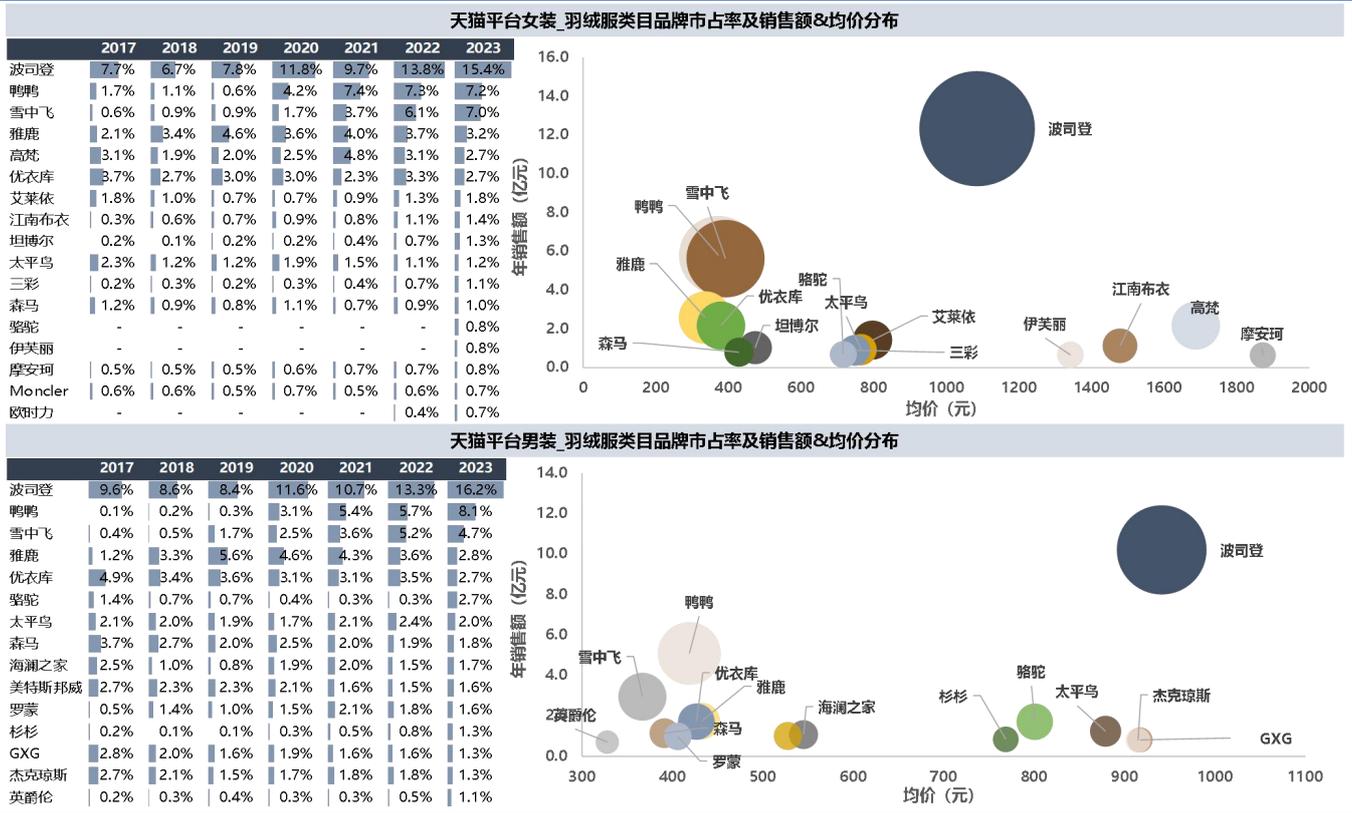
### ■ 梯队价格区隔明显,波司登锚定中高端打造差异化定位

我国羽绒服市场梯队区隔度明显,根据价格带可大致分为以 Moncler、加拿大鹅为代表的高端品牌,单品价格在 10000 元以上;以专业羽绒服品牌波司登以及江南布衣、TW 等时尚品牌为主,均价在 1000 元以上;以及以雪中飞、鸭鸭等为主的大众品牌。

我们以久谦数据中台数据对天猫平台羽绒服销售情况进行分析,可以看到以下趋势(仅包含天猫线上数据,与行业全渠道市场格局将略有出入,主要体现在高端品牌线下销售为主、线上整体客单低于线下,且我们仅选取男女装赛道,未包含运动品牌):

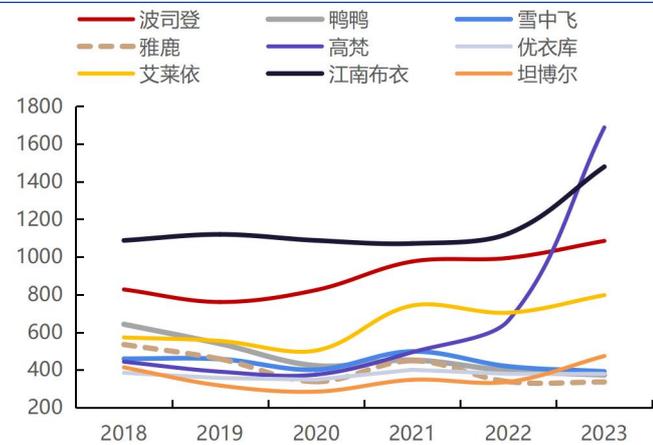
- 1) 线上羽绒服市场集中度有所提升,以天猫平台女装羽绒服品类为例,CR3、CR10 分别从 2017 年的 15%、29% 提升至 2023 年的 30%、44%,但 2020 年以来头部品牌稳定领先。
- 2) 男女装羽绒服 Top5 品牌(波司登、鸭鸭、雪中飞、雅鹿、高梵)基本为专业羽绒服品牌,Top6~10 以男女装全品类时尚休闲品牌为主。羽绒服品类功能属性较强,专业品牌在消费者中建立较强的品牌心智,表现更为突出。
- 3) 羽绒服价格区隔度明显,以天猫平台女装羽绒服品类为例,均价 1000 元以下品牌竞争激烈,品牌偏同质化且市场份额差异小;波司登差异化定位中高端消费者,线上均价在 1000 元左右且每年仍保持提升趋势,2018~23 年均价累计提升 31%。

图表 29: 天猫平台男女装羽绒服品类品牌格局



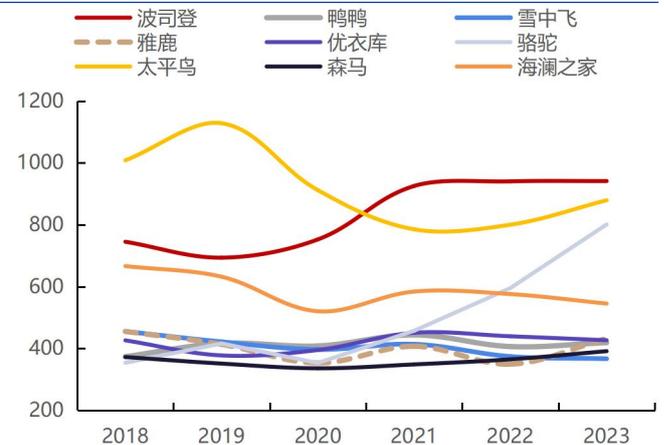
数据来源: 久谦中台, 华福证券研究所 (注: 男女装右图均采用 2023 年数据)

图表 30: 天猫女装羽绒服品类 Top 品牌销售均价 (元)



数据来源: 久谦中台, 华福证券研究所

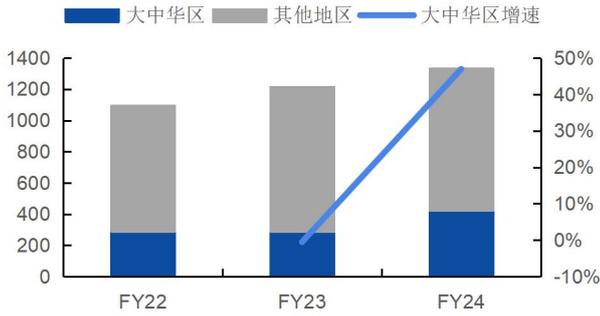
图表 31: 天猫男装羽绒服品类 Top 品牌销售均价 (元)



数据来源: 久谦中台, 华福证券研究所

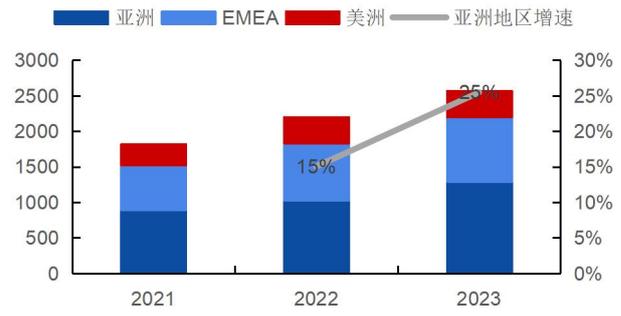
高端羽绒品牌聚焦线下体验方式布局, 深耕大中华区, 增长势头强劲。1) 高端功能性服饰品牌加拿大鹅 FY24 (截至 2024 年 3 月 31 日) 在大中华区营收达到 4.2 亿加元, 同比+47%; 品牌聚焦亚太市场, 截至 FY24Q3 中国内地专门店占比就达到 1/3 以上, 并在部分高规格旗舰店中布局体验式零售空间和更具有特色的本土化活动。2) 2023 年高奢羽绒品牌 Moncler 在亚洲地区实现营收 12.9 亿欧元, 同比+25%, 占总营收比重达到 50%; 且据管理层透露, 预计到 2025 年品牌超过 50% 的增长将来自中国和美国。截至 24 年 1 月, Moncler 在中国内地已开 54 家精品店, 主要集中在一线、新一线城市。

图表 32: 加拿大鹅在华销售增速亮眼 (百万加元, %)



数据来源: 加拿大鹅公司公告, 华福证券研究所

图表 33: Moncler 亚洲区营收占比达到整体的约 50% (百万欧元, %)



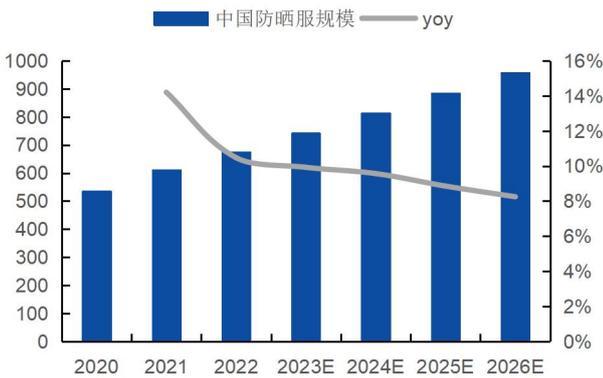
数据来源: Moncler 公司公告, 华福证券研究所

### 3.2 户外场景拓展, 防晒拓展功能性服饰边界

除了在传统的设计、科技、原料等维度不断创新, 品类拓展成为当下羽绒赛道的发展大趋势, 功能性服饰基调搭载高景气户外赛道, 打开新的成长空间。

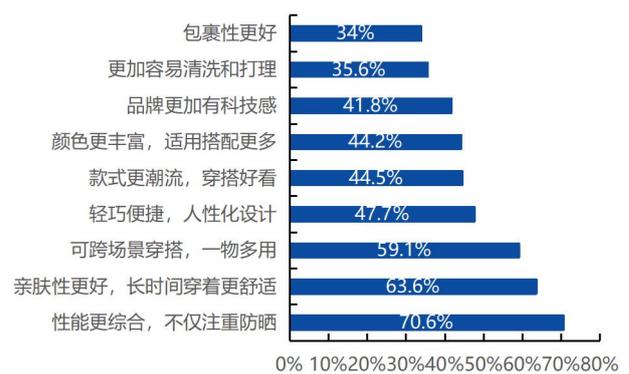
轻量化户外活动的增加带动防晒服稳步发展, 轻量化户外人群占户外人群总量比重从 2023 年的 67.1% 提升至 80.9%, 而防晒衣的使用场景也从户外运动逐渐向日常通勤、休闲娱乐等发展。据艾瑞咨询, 当前我国防晒服配市场稳健增长, 2022 年规模达到 675 亿元, 2020~22 年实现低双位数复合增长; 预计到 2026 年防晒服配市场规模将达到 958 亿元。其中防晒衣占比达到 57.8%。随着消费者逐渐形成对防晒衣的全方位依赖, 其需求更加多元化, 从对防晒系数的单一需求过渡到对性能、美观、亲肤舒适等多维度要求上。

图表 34: 我国防晒服配市场规模及增速 (亿元, %)



数据来源: 艾瑞咨询, 华福证券研究所

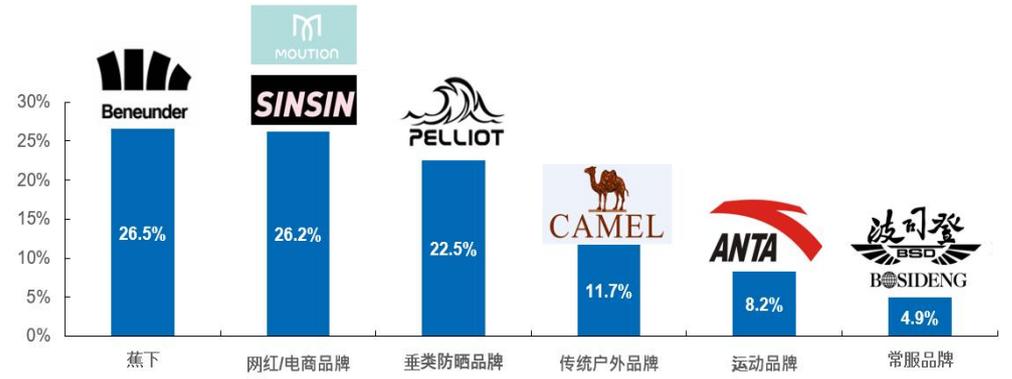
图表 35: 用户对防晒衣需求偏好 (%)



数据来源: 艾瑞咨询, 华福证券研究所

我国防晒服市场竞争呈现多元化, 形成以户外生活方式品牌、网红/电商白牌品牌、垂类防晒品牌、传统户外品牌、运动品牌、常服品牌的 6 大主流类型竞争的局势, 供给侧竞争激烈, 且产品迭代快速。当前防晒工艺技术发展为原纱级防晒, 在纱线中加入纳米级防晒因子。

图表 36: 我国户外防晒品牌格局 (%)



数据来源: 魔镜市场情报, 艾瑞咨询, 华福证券研究所 (注: 除蕉下外其他类别下格局仅列举部分品牌作为范例, 不代表该类别下所有品牌; 数据采用天猫+淘宝 2023 年 1~12 月销售数据)

波司登从 2021 年起尝试推出防晒服品类, 定位中高端价位带, 当前防晒服品类丰富、且销售规模高速增长, 产品单价位于 129~1299 元之间, FY24 年防晒服品类实现营收 5 亿元。针对不同消费者的需求, 波司登陆续推出都市轻户外、骄阳系列、硬核防晒等系列; 且在专业科技上保持领先, 大部分产品达到 UPF100+ 以上, 且采用原纱防晒工艺, 面料上面主要用到锦纶、氨纶等。

**五年积淀, 打造专业防晒衣矩阵。**公司从 2018 年起开始探索防晒衣品类, 并推出防晒衣新品, 历经 5 年技术积淀与进步实现功能防晒与时尚美学的结合。大众定位骄阳系列为例, 2022 年公司推出骄阳系列功能性防晒 1.0 系列, 2024 年推出 3.0 代, 打破传统防晒衣单一的形式: 1) 采用原纱防晒, 纱线加入纳米级别 TiO<sub>2</sub> 颗粒, 通过特殊织法结构抵御各波段紫外线; 2) 搭载自主研发的 Bo-Tech 冷却科技, 结合具有卓越导热性能的高端纱线并融入高效凉感因子, 带动凉感效果高出国家标准 66%; 3) 超轻科技纤维织造技术, 提高透气性与轻量化, 比上一代透气效能大幅提升 35%; 4) 时尚设计方面与法国高定设计师 Christelle Kocher 联合创作。

图表 37: 主要防晒服品牌面料及防晒指标梳理

	波司登			茉寻	蕉下	伯希和	骆驼	SINSIN	小野和子
	骄阳系列	丝质光影系列	硬核防晒系列						
价格带 (券后)	129-499元	669-899元	999-1299元	170-359元	199-519元	129-599元	219-569元	149-489元	159-329元
UPF数值	UPF100+	UPF80+	UPF100+	UPF50+	UPF50+	UPF40-2000+	UPF40-2000+	UPF130+	UPF200+
紫外线阻隔率	95%	95%	95%	98%	99.4%+	97.7%+	95%+	97.1%+	99%+
凉感系数 qmax [J/(cm <sup>2</sup> ·s)]	0.25	-	0.23	0.25	0.24+	0.21-0.27	0.16-0.24	1.26倍 (计量方式不同)	0.26+
防晒工艺	原纱防晒	原纱防晒	原纱防晒	原纱防晒	原纱防晒	原纱防晒	原纱防晒	原纱防晒	原纱防晒
材料运用	锦纶80%, 氨纶20%	锦纶43.2%, 聚酯纤维41.6%, 桑蚕丝8.1%, 氨纶7.1%	氨纶100%	锦纶89%, 氨纶11%	锦纶88%, 氨纶12%	锦纶89.8%, 聚酯纤维10.2%	锦纶88%, 氨纶12%	锦纶87.3%, 氨纶12.7%	锦纶88%, 氨纶12%
防晒科技	加入纳米级别 TiO <sub>2</sub> 颗粒更防晒 Bo-Tech 冷却科技	原纱防晒科技 天然桑蚕丝滑细腻 具备天然凉感性能	科技防晒助剂高倍防晒 双重透气系统 防泼水4级 特殊纱线具备天然凉感性能	冰钛原纱防晒科技 冰钛凉感因子 Air-net 结构透气科技 黑胶科技4.0	原纱透气防晒科技 原纱凉感科技 Air-Texture 点面体透气系统 Rapid Dry 吸湿速干科技	光盾科技 自创 COOLWINK 冰感科技 高遮光科技 莱卡面料 自创 STORM	冰感科技 原纱防晒科技 黑胶帽檐科技 透气科技面料	双抗防晒科技 冰感系统	双抗遮蔽系统 升级冰感 冰浪原纱

数据来源: 各品牌天猫旗舰店, 华福证券研究所



## 4 盈利预测及投资建议

### 4.1 盈利预测

我们预计公司 FY2025~FY2027 年分别实现营收 268/304/347 亿元，分别同比 +15%/13%/14%。

分业务来看：

1) 羽绒服业务：公司坚持“聚焦羽绒服主航道”战略，持续提升品牌势能和影响力。预计公司 FY2025~FY2027 年羽绒服业务分别同比增长 15.6%、13.6%、14.5%，占公司总营收的 84%~85%。分品牌来看：

波司登预计仍为重点发力的业务板块，产品开发方面升级轻薄羽绒服拓宽穿着场景，并切入户外赛道推出三合一冲锋衣、户外防晒服等大热单品；渠道方面持续通过门店优化和升级带来效率提升，并运用数字化进行管理赋能；运营方面，供应链效率持续提升，以匹配前端爆品打造与销售。FY2025~FY2027 预计波司登收入分别同增 15%、13%、14%。

雪中飞品牌基数相对低且重点发力线上渠道，预计其 FY2025~FY2027 收入分别同增 20%、20%、20%。

冰洁品牌预计仍处在调整阶段，其 FY2025~FY2027 收入预计分别下滑 8%、5%、5%。

2) 贴牌加工：公司不断拓展客户资源并推进海外产能布局，预计贴牌业务保持双位数高质量增长，FY2025~FY2027 分别同比增长 16.2%、13%、12%。

3) 女装&多元化服装：疫情后女装业务取得恢复，多元化服装业务中校服保持稳健增长。

毛利率方面，近年来公司毛利率随着品牌升级稳步提升，预计随着公司聚焦羽绒服主业，产品价格结构稳定，整体毛利率保持平稳。预计公司 FY2025~FY2027 年毛利率分别为 59.7%/59.7%/59.8%。

费用率方面，1) 销售费率上，由于公司采取较为稳健的营销策略，除 FY21/22 冬奥会推出相关新品导致营销等开支偏高外，FY20~FY24 基本维持在 34%~36%，因此预计 FY25~27 相对平稳，分别为 35.7%、35.4%、35.3%。2) 管理费率上，随着公司持续推进供应链与渠道优化，管理费用率预计与 FY24 接近，维持在 6.3%左右。

图表 38: 业务拆分 (百万元, %)



截止3月31日财政年度	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY24/25	FY25/26	FY26/27
营业总收入	8238	6293	5787	6817	8881	10384	12191	13517	16214	16774	23214	26800	30404	34687
yoy		-23.6%	-8.0%	17.8%	30.3%	16.9%	17.4%	10.9%	20.0%	3.5%	38.4%	15.4%	13.4%	14.1%
品牌羽绒服	6057	4080	3977	4579	5651	7658	9513	10889	13223	13575	19521	22570	25645	29366
品牌羽绒服yoy		-32.6%	-2.5%	15.1%	23.4%	35.5%	24.2%	14.5%	21.4%	2.7%	43.8%	15.6%	13.6%	14.5%
占总营收比重 (%)	73.5%	64.8%	68.7%	67.2%	63.6%	73.7%	78.0%	80.6%	81.6%	80.9%	84.1%	84.2%	84.3%	84.7%
波司登	4048	3225	3316	4061	4954	6849	8403	9994	11618	11763	16785	19368	21885	24948
yoy		-20.3%	2.8%	22.4%	22.0%	38.3%	22.7%	18.9%	16.3%	1.2%	42.7%	15.4%	13.0%	14.0%
占总营收比重 (%)	49.1%	51.3%	57.3%	59.6%	55.8%	66.0%	68.9%	73.9%	71.7%	70.1%	72.3%	72.3%	72.0%	71.9%
雪中飞	1025	479	447	181	316	362	498	552	974	1222	2019	2412	2893	3470
yoy		-53.3%	-6.8%	-59.5%	74.5%	14.6%	37.8%	10.7%	76.6%	25.4%	65.3%	19.5%	20.0%	20.0%
占总营收比重 (%)	12.4%	7.6%	7.7%	2.7%	3.6%	3.5%	4.1%	4.1%	6.0%	7.3%	8.7%	9.0%	9.5%	10.0%
冰洁	347	72	52	164	203	213	206	147	235	126	145	133	125	118
yoy		-79.2%	-28.2%	215.4%	24.0%	5.0%	-3.7%	-28.6%	60.3%	-46.7%	15.9%	-8.0%	-5.0%	-5.0%
占总营收比重 (%)	4.2%	1.2%	0.9%	2.4%	2.3%	2.1%	1.7%	1.1%	1.5%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%
其他	92	66	22	103	113	3	406	197	396	464	573	657	742	830
yoy		-28.0%	-67.0%	369.4%	9.4%	-97.7%	15503.8%	-51.5%	101.0%	17.2%	23.4%	15.0%	13.0%	12.0%
占总营收比重 (%)	1.1%	1.1%	0.4%	1.5%	1.3%	0.0%	3.3%	1.5%	2.4%	2.8%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%
贴牌加工	880.52	1202	984	778	937	1368	1611	1536	1901	2294	2670	3102	3505	3926
贴牌加工管理业务yoy		36.5%	-18.1%	-21.0%	20.4%	46.1%	17.8%	-4.7%	23.8%	20.7%	16.4%	16.2%	13.0%	12.0%
占总营收比重 (%)	10.7%	19.1%	17.0%	11.4%	10.5%	13.2%	13.2%	11.4%	11.7%	13.7%	11.5%	11.6%	11.5%	11.3%
女装				622	1154	1202	983	947	904	703	820	918	1038	1172
女装yoy				85.5%	4.2%	-18.2%	-3.7%	-4.5%	-22.2%	16.6%	12.0%	12.0%	13.0%	13.0%
占总营收比重 (%)				9.1%	13.0%	11.6%	8.1%	7.0%	5.6%	4.2%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%
多元化服装	1301	1011	826	1460	1139	156	84	145	186	203	203	209	216	222
多元化服装yoy						-86.3%	-46.2%	72.7%	28.3%	9.2%	0.3%	3.0%	3.0%	3.0%
占总营收比重 (%)					12.8%	1.5%	0.7%	1.1%	1.1%	1.2%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%
毛利	4115	2870	2609	3163	4119	5514	6709	7924	9737	9976	13834	16002	18149	20742
yoy		-30.3%	-9.1%	21.2%	30.2%	33.9%	21.7%	18.1%	22.9%	2.5%	38.7%	15.7%	13.4%	14.3%
合计毛利率 (%)	50.0%	45.6%	45.1%	46.4%	46.4%	53.1%	55.0%	58.6%	60.1%	59.5%	59.6%	59.7%	59.7%	59.8%

数据来源：公司公告，Wind，华福证券研究所

## 4.2 估值及投资建议

我们选取港股运动服饰作为可比公司，预计公司 2025 年归母净利润为 36.2 亿元，当前市值对应 FY2025~27 年 PE 分别为 13/11/10 倍，对比可比公司平均水平 13/12/11 倍。考虑到公司作为羽绒服行业龙头企业，羽绒服主业竞争力较强，整体盈利水平较高，首次覆盖予以“买入”评级。

图表 39：可比公司估值

证券代码	公司	股价 (港元)	EPS (元/股)					PE				
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
2331.HK	李宁	17.04	1.55	1.23	1.22	1.35	1.49	13	11	13	11	10
2020.HK	安踏体育	88.20	2.82	3.69	4.78	4.91	5.51	28	22	17	16	15
1368.HK	特步国际	5.59	0.37	0.41	0.47	0.53	0.60	14	12	11	10	9
			可比公司平均数					18	15	13	12	11
3998.HK	波司登	4.57	0.19	0.28	0.33	0.38	0.43	22	15	13	11	10

数据来源：公司公告，Wind，华福证券研究所（注：三个可比公司均采用 wind 一致预测，且财年结束日期与自然年相同，波司登财报结束日期为 3/31；公司及可比公司采用 2024 年 11 月 11 日收盘价；波司登 24-26 年数据对应估值表 25-27 年）

## 5 风险提示

**冬季天气异常：**由于公司主要销售羽绒服，其销量受冬季天气影响较大。若冬季天气偏暖、或天气出现较大反复将影响到公司的销量。

**内需复苏不及预期：**羽绒服作为冬季御寒功能性单品，单价相对更高，若内需复苏不及预期，将减少消费者复购频率或降低人均购物单价。



**新品拓展不及预期：**为平滑季节对业绩带来的不确定性，公司大力拓展户外防晒服、冲锋衣等新品，若新品拓展市场需求反馈低于预期，将影响到公司整体销售。

**原材料涨价：**公司在售羽绒服大部分填充物为鹅绒，其价格上涨将导致公司成本上升，若无法很好地向价格端传导将导致盈利空间受到压缩。



图表 40: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6,227	6,774	8,029	9,095	营业总收入	23,214	26,800	30,404	34,687
应收款项合计	2,879	3,444	4,211	4,804	主营业务收入	23,214	26,800	30,404	34,687
存货	3,197	3,671	4,167	4,741	营业总支出	18,963	22,108	24,933	28,340
其他流动资产	6,716	6,384	6,647	6,669	营业成本	9,380	10,798	12,255	13,945
流动资产合计	19,019	20,273	23,054	25,309	营业开支	9,582	11,309	12,678	14,395
固定资产净额	1,544	1,272	1,390	1,612	营业利润	4,251	4,692	5,470	6,347
权益性投资	253	208	232	231	净利息支出	-10	-85	-132	-154
其他长期投资	2,197	2,227	2,257	2,287	权益性投资损益	-14	-15	-15	-15
商誉及无形资产	2,044	1,122	681	490	其他非经营性损益	7	-12	-7	-4
土地使用权	151	124	141	139	非经常项目前利润	4,254	4,750	5,580	6,482
其他非流动资产	563	860	713	786	非经常项目损益	287	310	298	200
非流动资产合计	6,752	5,813	5,414	5,545	除税前利润	4,541	5,059	5,878	6,682
资产总计	25,771	26,086	28,468	30,854	所得税	1,421	1,417	1,646	1,871
应付账款及票据	5,177	5,399	6,128	6,973	少数股东损益	46	27	30	35
循环贷款	2,478	500	500	500	持续经营净利润	3,074	3,616	4,202	4,776
其他流动负债	3,528	3,772	4,279	4,873	非持续经营净利润	0	0	0	0
流动负债合计	11,183	9,671	10,907	12,346	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
长期借贷	0	20	40	60	归属普通股股东净利润	3,074	3,616	4,202	4,776
其他非流动负债	769	800	800	800	EPS (最新股本摊薄)	0.28	0.33	0.38	0.43
非流动负债合计	769	820	840	860					
负债总计	11,952	10,491	11,747	13,206					
归属母公司所有者权益	13,735	15,484	16,579	17,472					
少数股东权益	84	111	141	176					
股东权益总计	13,819	15,595	16,721	17,648					
负债及股东权益总计	25,771	26,086	28,468	30,854					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,051	4,804	4,962	5,472	成长能力				
净利润	3,074	3,616	4,202	4,776	营业收入增长率	38.4%	15.4%	13.4%	14.1%
折旧和摊销	1,217	1,809	955	633	归母公司净利润增长率	43.7%	17.6%	16.2%	13.7%
营运资本变动	2,974	-592	-121	158	获利能力				
其他非现金调整	-4,215	-29	-74	-94	毛利率	59.6%	59.7%	59.7%	59.8%
投资活动现金流	-2,434	-548	-752	-697	净利率	13.2%	13.5%	13.8%	13.8%
资本支出	-560	-700	-720	-750	ROE	23.4%	24.8%	26.2%	28.1%
长期投资	-1,433	15	-54	-29	ROA	13.2%	13.9%	15.4%	16.1%
其他长期资产	-441	137	22	82	偿债能力				
融资活动现金流	-5,725	-3,709	-2,955	-3,709	资产负债率	46.4%	40.2%	41.3%	42.8%
借款增加	104	-1,958	20	20	流动比率	1.7	2.1	2.1	2.0
股利分配	-1,790	-2,513	-3,107	-3,883	速动比率	1.4	1.7	1.7	1.7
普通股增加	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他融资活动现金流	-4,040	762	132	154	每股收益	0.3	0.3	0.4	0.4
					每股经营现金流	0.3	0.4	0.4	0.5
					每股净资产	1.2	1.4	1.5	1.6
					估值比率				
					P/E	15	13	11	10
					P/B	3	3	3	3
					EV/EBITDA				

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn