

2024年11月13日

波司登 (03998.HK)

投资评级：买入（首次）

——聚焦主业基本盘稳固，经营管理优异业绩稳增长

证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2024年11月13日

收盘价 (港元)	4.28
一年内最高/最低 (港元)	5.14/3.05
总市值 (百万港元)	47,487.74
流通市值 (百万港元)	47,487.74
资产负债率 (%)	46.38

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **羽绒服饰头部国牌，聚焦核心主业持续快速发展。**公司成立于1976年，前期以代工业务为主；自1995年起不断孕育出波司登、雪中飞、冰洁等羽绒品牌，进入快速增长阶段；2018年，公司提出“聚焦主航道，收缩多元化”战略，将发展重心移向自主品牌。公司高管团队均具备丰富经验，带领公司在近年中实现营收及利润稳增长，并不断在国际舞台展示创新产品，巩固公司品牌形象。
- **行业端：中国羽绒服饰行业持续发展，行业规模维持双位数年化增长。**中国羽绒服饰市场规模快速增至2023年的1960亿元，伴随中国消费者消费模式由传统品牌、价格为主导切换至个性、创意和情感表达为主导，各品牌挖掘消费客群需求并提供多样化、创新性产品成为驱动未来行业发展的核心动力，预期至2028年，行业规模将维持快速增长，年复合增速有望达11%左右。
- **公司端：核心竞争力来源于供应链、产品、销售渠道及营销手段。**1) **供应链端：**公司通过供应链数字化管理，打通终端店铺、品牌公司及代工厂的沟通链条，形成“小单快反”订货模式，帮助公司在复杂多变的天气下实现对库存的良好管控；2) **产品端：**公司持续重视产品研发，主品牌拥有丰富的产品矩阵，充分满足消费者的多样化需求；3) **渠道端：**公司通过“Top店”体系聚焦目标市场，通过关闭低效店改开新店的方式提升渠道效率；4) **营销端：**公司不断携带新品参与海内外时装秀，同时通过与知名设计师联名持续提升品牌形象。
- **盈利预测与评级：**公司深耕行业多年并具备优秀的品牌力及产品研发设计能力、供应链管理高效带来行业领先的库存管理能力、代工能力优秀等优势，形成竞争壁垒，伴随公司聚焦主业战略下羽绒服饰及部分夏季商品快速发展，未来增长空间较大。我们预计公司FY2025-2027年归母净利润分别35.89亿元/41.89亿元/49.08亿元，同比分别增长16.77%/16.70%/17.18%。我们选择与公司同属运动服饰行业的安踏体育、李宁为可比公司，2024年平均PE为14.4X，波司登2024/25财年对应PE为12.2X，考虑到公司在羽绒服饰赛道的品牌形象、产品研发能力及供应链管理能力强位于上乘，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**新品推广不及预期风险，极端气候影响风险，内外需不及预期风险。

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	16774.22	23214.03	26623.90	30276.37	34206.76
同比增长率 (%)	3.46%	38.39%	14.69%	13.72%	12.98%
归母净利润 (百万元)	2138.57	3074.07	3589.46	4188.97	4908.44
同比增长率 (%)	3.70%	43.74%	16.77%	16.70%	17.18%
每股收益 (元/股)	0.20	0.28	0.32	0.38	0.44
ROE (%)	17.04%	22.38%	20.75%	19.51%	18.63%
市盈率 (P/E)	20.07	13.98	12.24	10.50	8.96

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

公司深耕行业多年并具备优秀的品牌力及产品研发设计能力、供应链管理高效带来行业领先的库存管理能力、代工能力优秀等优势，形成竞争壁垒，伴随公司聚焦主业战略下羽绒服饰及部分夏季商品快速发展，未来增长空间较大。我们预计公司FY2025–FY2027年归母净利润分别35.89亿元/41.89亿元/49.08亿元，同比分别增长16.77%/16.70%/17.18%。我们选择与公司同属运动服饰行业的安踏体育、李宁为可比公司，2024年平均PE为14.4X，波司登2024/25财年对应PE为12.2X，考虑到公司在羽绒服饰赛道的品牌形象、产品研发能力及供应链管理能力强，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

1) 品牌羽绒服业务：公司持续聚焦核心产品，假设公司品牌羽绒服业务FY2025–FY2027年收入同比增速分别为+15.60%/+14.73%/+13.85%；

2) 代工业务：下游客户需求有望进一步提升，假设公司代工业务FY2025–FY2027年收入同比增速分别为+11.00%/+9.00%/+9.00%；

3) 女装业务：公司女装业务有望维持现有发展节奏，假设公司女装业务FY2025–FY2027年收入同比增速分别为+7.57%/+6.24%/+4.88%。

投资逻辑要点

行业端：1) 时代发展及经济增长驱动羽绒服饰需求提升；2) 国家政策促使行业规范化利好行业头部企业；

公司端：“供应链+产品+渠道+营销”是公司核心竞争力：1) 供应链，“小单快反”提升公司库存管控效率；2) 产品，时尚化、专业化设计提升品牌力；3) 渠道，“去低效，开高效”提升渠道经营效率；4) 营销，参与时装秀及与著名设计师联名夯实品牌知名度。

核心风险提示

新品推广不及预期风险，极端气候影响风险，内外需不及预期风险。

内容目录

1. 羽绒服饰头部国牌，核心主业驱动业绩增长	6
1.1. 聚焦主业核心品牌持续发展，家族持股战略目标高效推进	6
1.2. 财务摘要：品牌羽绒服业务驱动公司业绩上行	7
2. 行业端：经济发展推动行业规模增长，新国标下市场份额向头部集中	9
2.1. 伴随经济增长及行业发展，羽绒服量价有望持续提升	9
2.2. 新国标提升羽绒服质量要求，市场份额有望向头部集中	11
3. 深耕羽绒服赛道，公司竞争优势较多壁垒深厚	12
3.1. 供应链高效为公司核心竞争力	12
3.2. 核心品类及多季节产品研发并驾齐驱	13
3.3. 渠道升级有望助公司经营效率提升	15
3.4. 产品大秀国际化夯实品牌形象	17
4. 盈利预测与评级	18
4.1. 品牌羽绒服业务稳增长驱动公司业绩上行	18
4.2. 首次覆盖给予“买入”评级。	19
5. 风险提示	20

图表目录

图表 1: 波司登品牌发展历程.....	6
图表 2: 公司股权结构 (截至 FY23/24 年报)	7
图表 3: FY2019–FY2024 公司营收 CAGR 为 17.46%.....	7
图表 4: FY2019–FY2024 公司毛利 CAGR 为 20.20%.....	7
图表 5: FY2019–FY2024 公司归母净利 CAGR 为 25.66%.....	8
图表 6: FY2024 公司销售及管理费率持续向好	8
图表 7: 聚焦主业下羽绒服营收占比不断提升	8
图表 8: FY2024 品牌羽绒服业务毛利率提升至 65%.....	8
图表 9: 雪中飞品牌营收占比持续提升	9
图表 10: 波司登主品牌毛利率维持上升趋势	9
图表 11: 公司近年营运效率不断提升	9
图表 12: 2023–2028 年中国羽绒服行业市场规模年均复合增速有望达 11%.....	10
图表 13: 2022 年中国羽绒服渗透率为 9%.....	10
图表 14: 中国各阶段羽绒服服饰流行趋势	10
图表 15: 2023 年中国消费者羽绒服价格偏好	11
图表 16: 中国近年羽绒服市场 CR10	11
图表 17: 羽绒服各品牌主销产品价格带	12
图表 18: FY2020–FY2024 公司库存周转天数持续降低.....	13
图表 19: 波司登打造行业领先的数字化供应链管理模式.....	13
图表 20: 波司登主品牌产品矩阵	14
图表 21: 波司登羽绒服产品领先科技	15
图表 22: 公司主品牌渠道数量呈下降趋势 (单位: 家)	15
图表 23: FY2019–FY2024 直营店铺占比提升至 74.73%.....	16
图表 24: FY2019–FY2024 高线城市店占比提升至 28.40%.....	16
图表 25: FY2024 波司登主品牌店铺下降至 2997 家.....	16
图表 26: FY2024 波司登主品牌直营店铺占比升至 76.28%.....	16
图表 27: 波司登北京王府井银泰 in88 登峰主题概念店	17
图表 28: 波司登不断举办大秀并参与国际时装周以打造具有国际化品格和国潮气质的品牌.....	17

图表 29: 波司登分业务预测拆分 (金额单位: 亿元)	18
图表 30: 波司登重点费率预测	19
图表 31: 波司登简易利润表 (金额单位: 亿元)	19
图表 32: 可比公司估值表	19

1. 羽绒服饰头部国牌，核心主业驱动业绩增长

1.1. 聚焦主业核心品牌持续发展，家族持股战略目标高效推进

羽绒服饰头部国牌，聚焦核心主业持续快速发展。公司成立于1976年，前期以代工业务为主；自1995年起不断蕴育出波司登、雪中飞、冰洁等羽绒品牌，进入快速增长阶段；2007年于香港主板上市，此后10年进入多元化发展期；2018年，公司提出“聚焦主航道，收缩多元化”战略，将发展重心移向主品牌，并先后携手美国、法国、意大利等多国设计师持续提升品牌设计，并不断参与国际时装周提升品牌形象，2019年“登峰系列”问世继续巩固公司在羽绒领域专业性的特征。

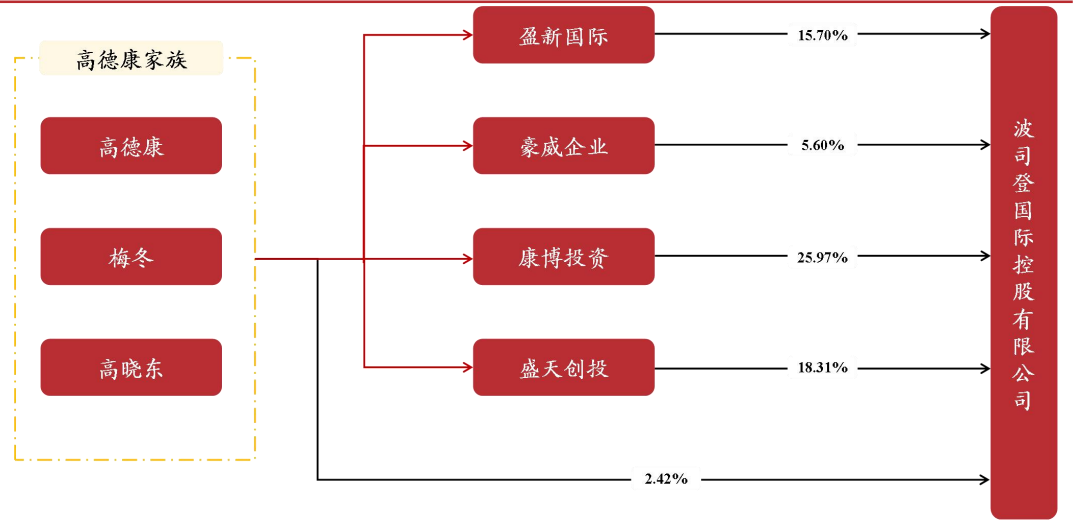
图表 1：波司登品牌发展历程



资料来源：波司登官网，华源证券研究所

高德康家族持股 68%，高管团队经验丰富。公司创始人高德康先生及其妻子梅冬女士、儿子高晓东先生直接或间接持股比例达 68%，持股比例较高，有助企业快速推进既定的战略安排。此外，公司高管团队均具备丰富经验，创始人、主席兼首席执行官高德康先生为第十至第十二届全国人大代表及劳动模范，从业经验超 48 年；梅冬女士为公司执行董事兼执行总裁，拥有超 30 年羽绒服行业经验，长期推动公司经营管理工作；公司执行董事兼副总裁黄巧莲女士曾获当代名师勋章、中国十佳服装设计师等荣誉称号，在时装界拥有超 20 年经验。

图表 2：公司股权结构（截至 FY23/24 年报）

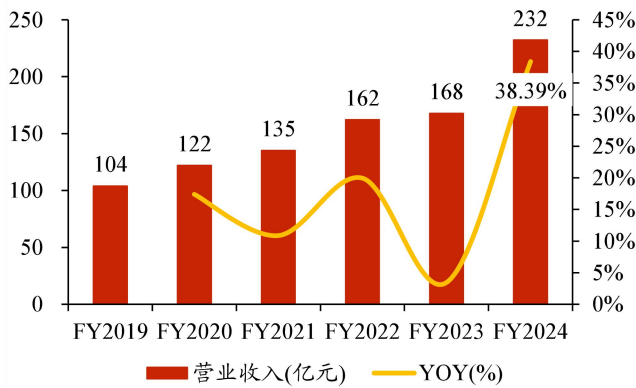


资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.2. 财务摘要：品牌羽绒服业务驱动公司业绩上行

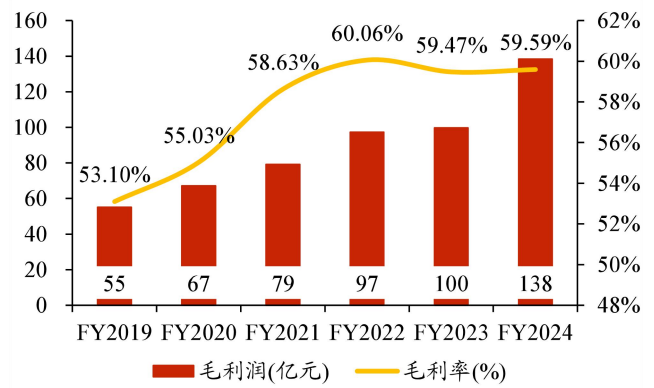
聚焦主业公司经营良好，营收毛利维持双高增。自 FY2018 开始公司重新聚焦羽绒服主业，经营状况持续向好，FY2024 公司营收/毛利分别为 232 亿元/138 亿元，FY2019–FY2024 公司营收/毛利 CAGR 分别为 17.46%/20.20%，FY2024 公司毛利率较 FY2019 增长 6.49 pct 至 59.59%。整体看，在聚焦羽绒服主业后，公司经营质量不断提升，营收及毛利呈高增趋势。

图表 3：FY2019–FY2024 公司营收 CAGR 为 17.46%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

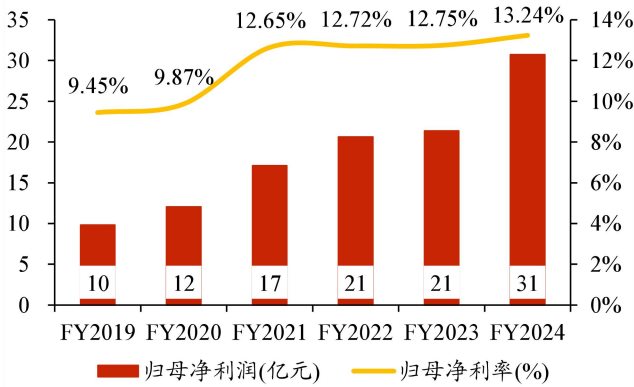
图表 4：FY2019–FY2024 公司毛利 CAGR 为 20.20%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

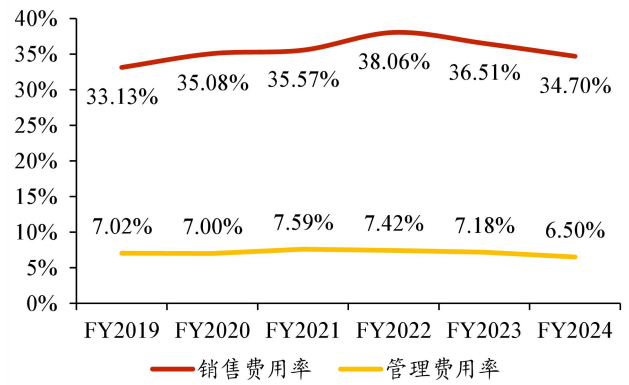
费率管理持续向好，驱动净利润率不断上行。伴随直营占比提升等因素影响，公司销售及管理费率于 FY2021–FY2022 达到高点，但近年随公司经营质量及效率持续提升，销售及管理费率持续改善，FY2024 销售及管理费率分别为 34.70%/6.50%。经营质量提升及费率改善驱动公司归母净利润持续增长，FY2019–FY2024 归母净利润 CAGR 为 25.66%，且 FY2024 归母净利率升至 13.24%。

图 5: FY2019-FY2024 公司归母净利 CAGR 为 25.66%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

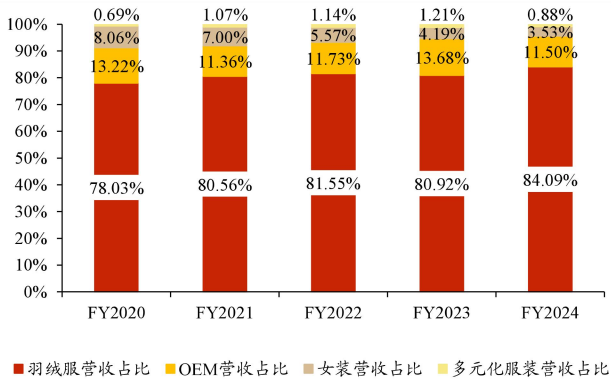
图 6: FY2024 公司销售及管理费率持续向好



资料来源：公司公告，华源证券研究所

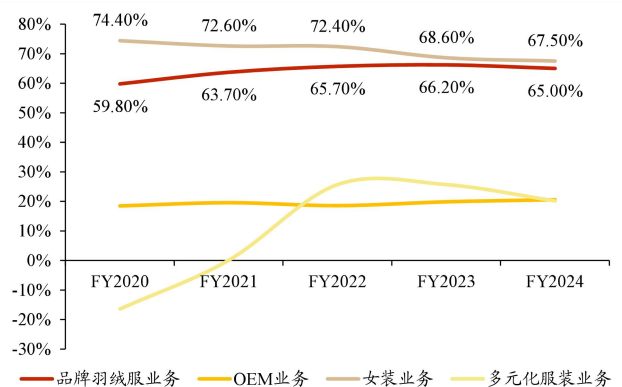
按业务拆分，品牌羽绒业务营收占比及毛利持续提升。FY2020-FY2024 年，公司营收按业务拆分看，羽绒服营收占比提升 6.06 pct 至 84.09%，而同期，羽绒服业务毛利率提升 5.20 pct 至 65.00%，核心主业营收与利润双增，聚焦主业战略取得良好成效。拆分羽绒服业务看，波司登主品牌仍为该业务营收及利润核心增长驱动，FY2024 营收占比/毛利率分别为 86.00%/69.60%，其中毛利率近五年呈上升趋势，此外，雪中飞品牌 FY2020-FY2024 营收占比提升 5.10 pct 至 10.30%，增长趋势明显。

图 7: 聚焦主业下羽绒服营收占比不断提升

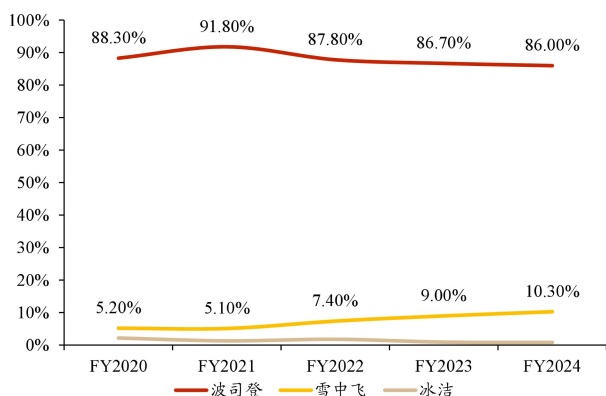


资料来源：公司公告，华源证券研究所

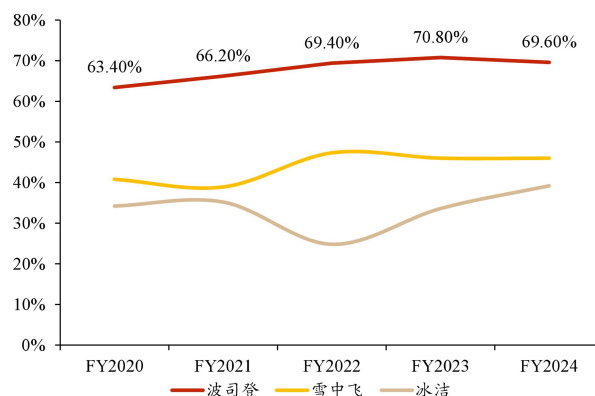
图 8: FY2024 品牌羽绒服业务毛利率提升至 65%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

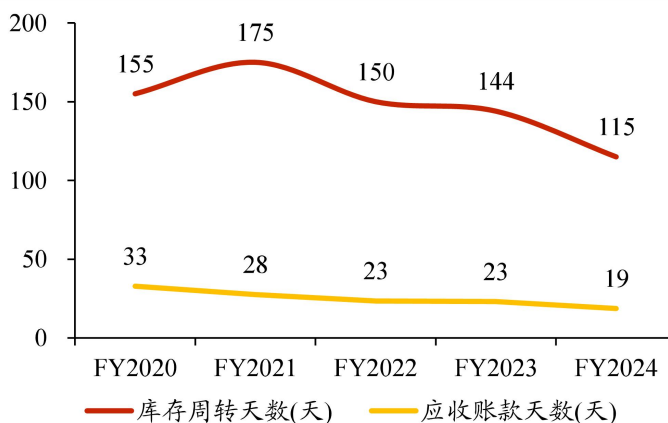
图表 9：雪中飞品牌营收占比持续提升


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 10：波司登主品牌毛利率维持上升趋势


资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司延续小单快反模式，运营效率不断提升。公司延续供应链优势，在首次订货比例保持较低的基础上按需以小单快反滚动进行拉式下单及生产，不断提升运营效率，FY2024 公司库存周转天数/应收账款周转天数较 FY2023 分别下降 29 天/4 天，“小单快反”订货生产策略优势显现。

图表 11：公司近年营运效率不断提升


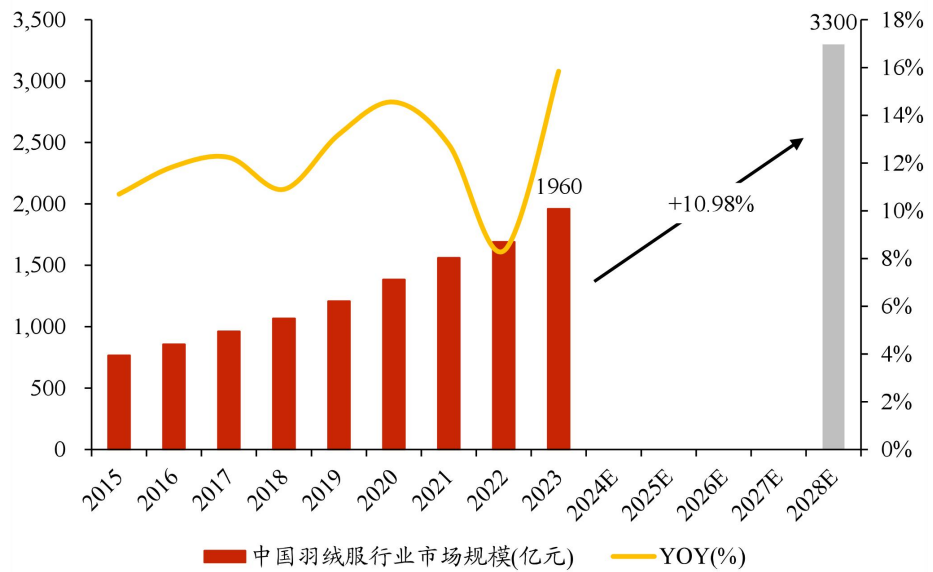
资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 行业端：经济发展推动行业规模增长，新国标下市场份额向头部集中

2.1. 伴随经济增长及行业发展，羽绒服量价有望持续提升

中国羽绒服行业持续发展，行业规模维持双位数年化增长。至 2023 年，中国羽绒服市场规模达 1960 亿元，2015–2023 年行业规模 CAGR 为 12.44%，维持较快增长。据中国服装协会，伴随中国消费者消费模式由传统品牌、价格为主导切换至个性、创意和情感表达为主导，各品牌挖掘消费客群需求并提供多样化、创新性产品成为驱动未来行业发展的核心动力，预期至 2028 年，行业规模将维持快速增长，年复合增速有望达 11%左右。

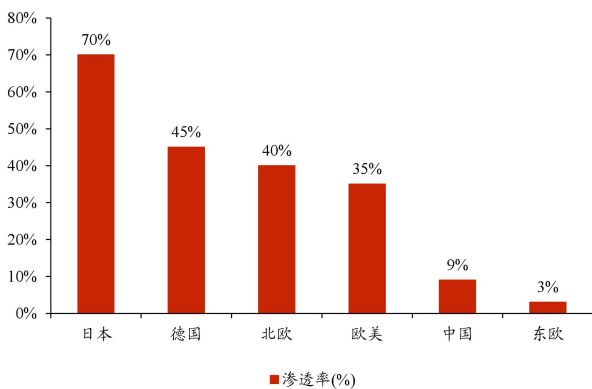
图表 12：2023-2028 年中国羽绒服行业市场规模年均复合增速有望达 11%



资料来源：DT 研究院微信公众号，华经产业研究院，中国服装协会，华源证券研究所

中国羽绒服市场高质量发展，渗透率有望进一步提升。中国羽绒服行业发展大致经历了三个阶段，从最初的定位于专业装备发展至目前的年轻化潮流单品及高端服饰，市场参与者也从国产专业羽绒服品牌发展至高端户外品牌与国牌多元化阶段，羽绒服的功能性及时尚性随设计迭代不断升级，伴随我国经济发展及居民可支配收入提升，羽绒服需求有望更加多元，需求量有望进一步提升，从目前我国羽绒服 9%的渗透率看，较发达国家仍有较大发展空间。

图表 13：2022 年中国羽绒服渗透率为 9%



资料来源：智研咨询，DT 研究院微信公众号，华源证券研究所

图表 14：中国各阶段羽绒服流行趋势

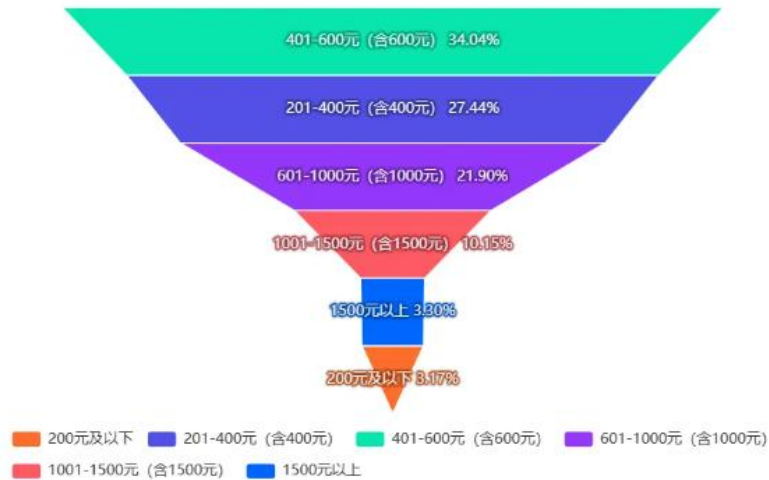
时间	阶段	羽绒服定位变化	市场变化
1970-1990年	雏形阶段	专业户外装备	国产品牌雏形诞生
1990-2010年	快速发展	专业户外装备	快时尚品牌进入
		大众化保暖单品	国产品牌快速发展
2010年至今	成熟多元	专业户外装备	高端户外品牌进入
		大众化保暖单品	
		年轻化潮流单品	国产品牌多元化
		高端服饰	

资料来源：DT 研究院微信公众号，华源证券研究所

伴随经济增长及需求多元化精细化，羽绒服均价有望持续增长。据有数 Data Vision，中国羽绒服均价由 2015 年的 432 元快速增至 2020 年的 656 元，且据网易数读统计，2023 年中国羽绒服均价已达 881 元。羽绒服价格带提升主要系：1) 国内经济增长带动消费者购买力提升；2) 海外品牌进入市场带动整体价格带上移；3) 消费者对羽绒服功能性要求更专业、对外观设计要求更时尚提高单件羽绒服制造成本。据艾媒咨询，目前中国消费群体羽绒服价格带偏好仍主要集中在 400-1000 元，伴随国内市场羽绒服专业性、时尚性提升，品牌对产

品充绒量、绒子含量、外壳内里面料及外观设计等方面持续革新，中国羽绒服价格带仍有进一步提升的空间。

图表 15：2023 年中国消费者羽绒服价格偏好

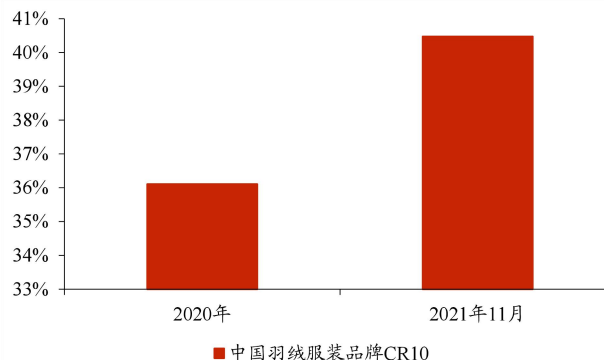


资料来源：艾媒咨询微信公众号，华源证券研究所

2.2. 新国标提升羽绒服质量要求，市场份额有望向头部集中

羽绒行业政策管控力度趋严，利好产品质量较高的头部品牌。据中国纺织工业联合会，GB/T 14272-2021《羽绒服装》最新修订版于2022年4月实施，主要涉及羽绒种类标注、“含绒量”改为“绒子含量”、成品洗涤外观考核、蓬松度测试方法、防钻绒性考核方法、烷基酚(AP)和烷基酚聚氧乙烯醚(APnEO)限量等要求，其中，因绒子主要起保暖作用，将填充物标准从“含绒量”改为“绒子含量”可剔除统计并不增加保暖性的绒丝，在同等含量下新国标羽绒服保暖性更强。在更严格的行业管控下，大量贴牌生产或白牌中小厂家因成本原因被逐渐剔除，据前瞻产业研究院，2021年11月行业CR10为40.47%，同比增长4.36pct，因此市场份额有望逐步向头部优质品牌集中。

图表 16：中国近年羽绒服市场 CR10



资料来源：中华全国商业信息中心，前瞻产业研究院，华源证券研究所

专业羽绒品牌价格较高，材料、设计及品牌力是知名品牌的竞争壁垒。据有数 Data Vision，中国羽绒服行业中，具备专业属性的、品牌力较强、流行趋势较强的羽绒服品牌价格相对较高。以海外品牌 Moncler 为例，诞生于 1952 年，Moncler 早期被法国登山家 Lionel Terray 发觉并为其设计特别系列，后为意大利探险队攀登世界第二高峰乔戈里峰（K2）提供羽绒夹克，1968 年成为法国滑雪队官方装备提供商，2018 年成立 Moncler Genius 合作项目，旨在与多位国际知名设计师合作，通过系列计划为品牌持续注入创意与多样性。Moncler 品牌的成功离不开消费者对其功能性、设计及品牌力的信任与欣赏，品牌的专业、高端形象是其产品价格带稳居行业前列的保障。

图表 17：羽绒服各品牌主销产品价格带



资料来源：有数 Data Vision 微信公众号，华源证券研究所

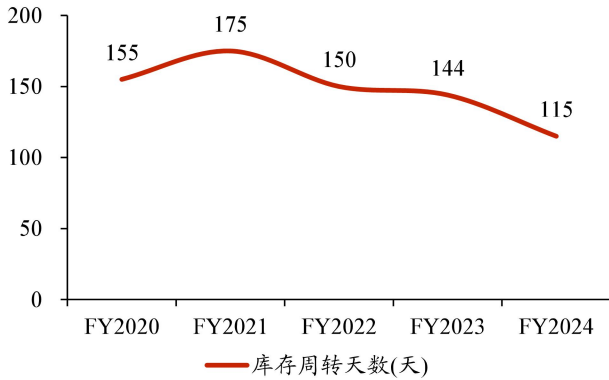
3. 深耕羽绒服饰赛道，公司竞争优势较多壁垒深厚

3.1. 供应链高效为公司核心竞争力

“拉式补货、快速上新、小单快反”为公司平稳度过淡旺季提供坚实基础。作为羽绒服品牌，波司登经营受季节、温度变化影响较大，每年面临旺季较短、淡季较长的经营环境。若采用传统服装品牌公司的订货会模式，旺季较淡的年份次年淡季则会出现库存压力，从而导致品牌低折扣清库存，为品牌形象带来负面影响。在公司打造的供应链数字化管理模式下，通过“互联网+大数据+智能制造”打通终端店铺、品牌公司及代工厂的沟通链条，在首期只订 40% 货品情况下根据线下实际销售情况快速下单快速补货，旺季补单频次提升至 8 次以上，

快反周期稳定在 7-18 天，打破传统批量成衣 150 天订单周期，帮助公司在复杂多变的天气下实现对库存的良好管控。

图表 18: FY2020-FY2024 公司库存周转天数持续降低



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 19: 波司登打造行业领先的数字化供应链管理模式



资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 核心品类及多季节产品研发并驾齐驱

主品牌产品矩阵丰富，专业科技与时尚设计并存。波司登主品牌拥有丰富的产品矩阵，充分满足潜在消费者多样化的消费需求，其中：

- 1) **极寒系列**，为高寒地区出行打造，2023 年第四代极寒系列羽绒服应用波司登“BO-HEAT 全新保暖科技体系”、“聚能仓”热反射科技面料及热能回馈科技，极寒系列部分产品应用 90%高绒子含量、采用 700+高质量鹅绒及户外专业防风面料，全方位提升保暖性能；
- 2) **三合一冲锋衣**，为城市及自然环境打造的轻户外产品，应用独创的热湿力平衡系统及 700+轻奢鹅绒，时尚与专业功能兼具；
- 3) **轻薄羽绒**，为多场景、跨季节穿搭而生，轻薄羽绒第二次迭代创新应用拼接、绗缝艺术等方式，进一步提升产品时尚属性；
- 4) **轻暖环保系列**，应用杜邦公司的 SORONA 生物基纤维制作的环保面料，搭配马卡龙色系，产品更具活力；
- 5) **防晒服**，应用全新研制的 Tri-Tech+防晒面料科技，较传统防晒衣面料具备多次水洗后仍能保持高 UPF 值（高防晒能力）及保持良好的透湿透气的特点。

图表 20：波司登主品牌产品矩阵



资料来源：波司登商城微信小程序，华源证券研究所

选料上乘制作精益求精，高质量产品助推波司登品牌力不断提升。深耕羽绒服行业近 50 载，波司登对羽绒服成品打造日益精细化、专业化。从内里看，波司登甄选胸腹间上等大朵鹅绒、单件含绒量均达 90%、畅销款式均使用 700 蓬高级羽绒（登峰系列应用 1000 蓬 5A 级羽绒），用优质内里材料保证每件产品的保暖性；从面料看，波司登应用先进的防风拒水面料（顶级款式搭配 Gore-Tex 面料），且面料及拉链均接受超万次耐磨测试，且成衣经受长期耐低温测试，全方位保障成衣实际使用质量；从缝纫技术看，波司登应用德国防绒针，每 3 厘米高达 13 针，高效防跑绒。

图表 21：波司登羽绒服产品领先科技

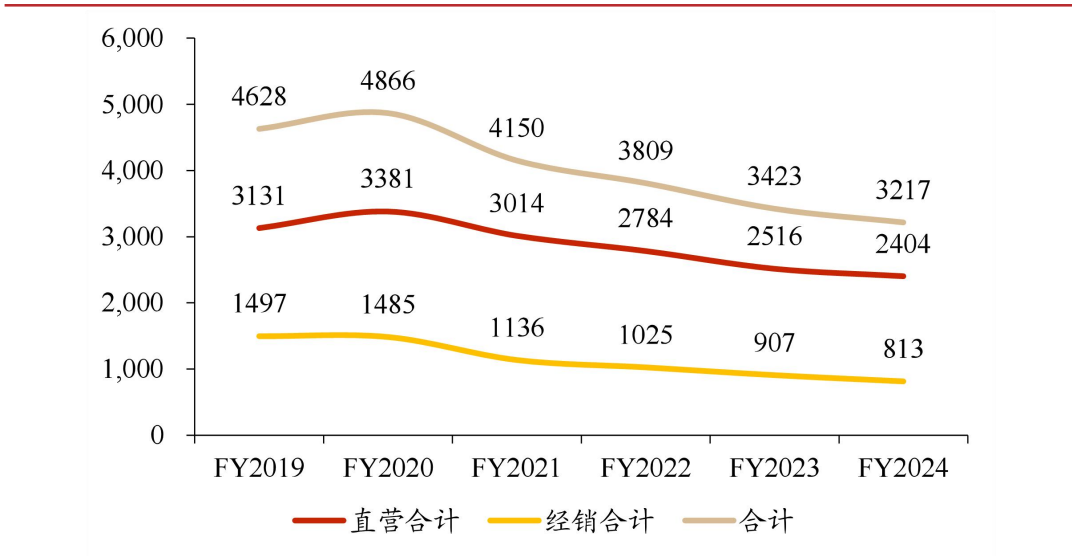


资料来源：公司官网，华源证券研究所

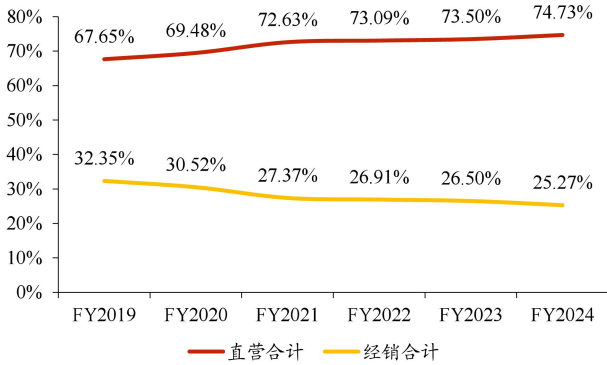
3.3. 渠道升级有望助公司经营效率提升

公司聚焦单店增效策略，通过 Top 店体系聚焦目标市场。整体看，FY2019–FY2024，整体店铺下降 1411 家至 3217 家，主要系公司持续优化渠道质量战略，通过打造 Top 店体系，关注单店运营效率，将有限的资源集中于目标市场，同时，在旺季推出临时店铺扩展零售网络覆盖面。拆分渠道看，FY2019–FY2024，直营店铺占比提升 7.08 pct 至 74.73%，高线城市店铺占比小幅提升 4.10 pct 至 28.40%，公司位于高线城市的高质量运营店铺占比持续提升。

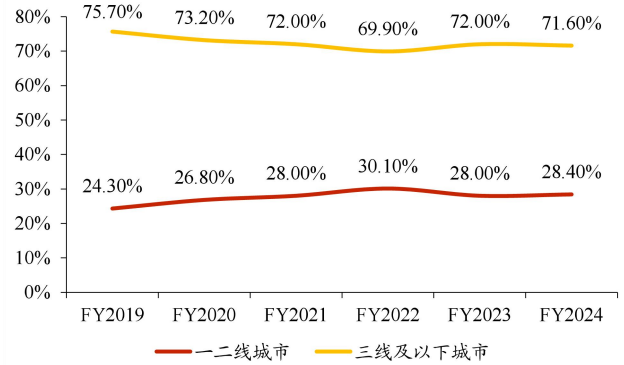
图表 22：公司主品牌渠道数量呈下降趋势（单位：家）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

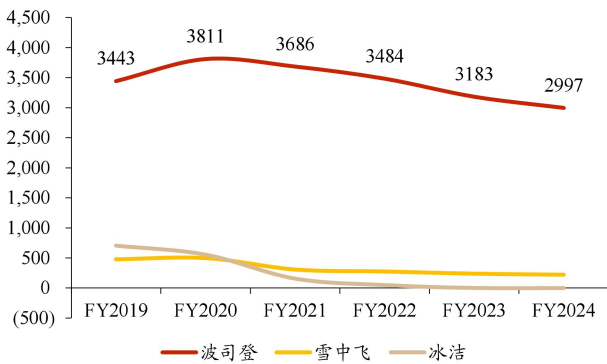
图表 23: FY2019-FY2024 直营店铺占比提升至 74.73%


资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

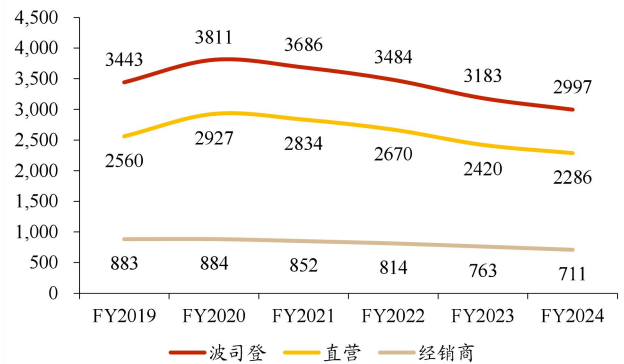
图表 24: FY2019-FY2024 高线城市店占比提升至 28.40%


资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

波司登主品牌直营占比小幅提升, 六代店升级持续进行。分品牌看, FY2019-FY2024, 波司登主品牌下降 446 家至 2997 家, 但主品牌分渠道看, 直营店铺下降速度小于批发店铺, 同期直营店铺占比小幅提升 1.92 pct 至 76.28%; 雪中飞及冰洁线下店铺均大幅关店, 系该类品牌线上走量更好而进行线下向线上切换的战略布局。此外, 主品牌多以四-五代店为主, 形象店及六代店升级仍持续进行。未来, 我们预计公司仍将通过线上线下的结合以及优先开设或保留高效大店的策略完成渠道优化, 有望助公司提升经营效率。

图表 25: FY2024 波司登主品牌店铺下降至 2997 家


资料来源: 公司公告, 华源证券研究所 (单位: 家)

图表 26: FY2024 波司登主品牌直营店铺占比升至 76.28%


资料来源: 公司公告, 华源证券研究所 (单位: 家)

图表 27：波司登北京王府井银泰 in88 登峰主题概念店



资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.4. 产品大秀国际化夯实品牌形象

积极举办大秀并参与国际时装周，打造具有国际化视野的品牌。自 2018 年以来，波司登先后参与纽约、米兰及伦敦国际时装周，并成功举办轻薄羽绒、风衣羽绒等新品发布大秀，积极增加品牌系列新品曝光度。此外，通过与国际知名设计师高缇耶、高田贤三等发布联名产品，提升品牌设计与时尚属性，驱动品牌力及品牌知名度不断提升，推动波司登向具备国际化品格和国潮气质的品牌快速发展。

图表 28：波司登不断举办大秀并参与国际时装周以打造具有国际化品格和国潮气质的品牌



2018年10月，携手美国、法国、意大利三大国际设计师发布联名系列
2018年9月，波司登以独立品牌身份亮相纽约时装周，成为唯一在主场走秀的中国品牌

2019年10月，波司登携手法国殿堂级设计师——让·保罗·高缇耶（Jean Paul Gaultier）发布打造能引领国际设计趋势的中国羽绒服联名系列。

2019年9月，波司登登陆米兰时装周，联手意大利国宝级艺术家发布星空系列。

2021年10月，中国首个沉浸式主题大秀“首创波司登风衣羽绒服”在上海圆满举办。风衣羽绒服完美结合了风衣与羽绒服两个经典品类的风格和优势，满足当下商务场景的时尚保暖消费需求。

资料来源：公司官网，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 品牌羽绒服业务稳增长驱动公司业绩上行

营收端：我们按照产品分类拆分公司收入，具体分为品牌羽绒服业务、代工业务、女装业务以及多元化服装业务：

- 1) **品牌羽绒服业务：**该品类为公司核心业务，伴随公司近年聚焦主业战略持续稳定发展，营收占比维持在 80%左右，伴随波司登主品牌及雪中飞、冰洁对国内羽绒服各价格带的全面覆盖，该业务营收有望持续稳增长。我们预计 FY2025–FY2027 年品牌羽绒业务收入为 225.67/258.91/294.78 亿元，同比+15.60%/+14.73%/+13.85%，占营业收入比例分别为 84.76%/85.52%/86.18%；
- 2) **贴牌加工管理业务：**公司依托羽绒服由产至销全产业链优势，持续提升代工制造工艺，下游客户需求高增长下需求质量有望进一步提升。我们预计 FY2025–FY2027 年代工业务收入为 29.63/32.30/35.21 亿元，同比+11.00%/+9.00%/+9.00%，占营业收入比例分别为 11.13%/10.67%/10.29%；
- 3) **女装业务：**公司女装业务以提效为先，预期将维持现有节奏发展。我们预计 FY2025–FY2027 年公司女装业务收入为 8.82/9.37/9.83 亿元，同比+7.57%/+6.24%/+4.88%，占营业收入比例分别为 3.31%/3.09%/2.87%；
- 4) **多元化服装业务：**我们预计 FY2025–FY2027 年公司所有其他品牌收入为 2.11/2.18/2.26 亿元，同比+4.06%/+3.23%/+3.32%，占营业收入比例分别为 0.79%/0.72%/0.66%。

图表 29：波司登分业务预测拆分（金额单位：亿元）

	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
I.品牌羽绒服业务	195.21	225.67	258.91	294.78
YOY(%)	43.81%	15.60%	14.73%	13.85%
营收占比	84.09%	84.76%	85.52%	86.18%
II.贴牌加工管理业务	26.70	29.63	32.30	35.21
YOY(%)	16.37%	11.00%	9.00%	9.00%
营收占比	11.50%	11.13%	10.67%	10.29%
III.女装业务	8.20	8.82	9.37	9.83
YOY(%)	16.61%	7.57%	6.24%	4.88%
营收占比	3.53%	3.31%	3.09%	2.87%
IV.多元化服装业务	2.03	2.11	2.18	2.26
YOY(%)	0.30%	4.06%	3.23%	3.32%
营收占比	0.88%	0.79%	0.72%	0.66%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

期间费率端：1) **销售费用率，**公司深耕羽绒服赛道多年，品牌影响力强，销售费用投放相对稳定，伴随聚焦主业下核心产品品牌力将继续放大，叠加规模化下费用优势，因此预

计 FY2025–FY2027 年公司销售费用率分别为 34.70%、34.69%、34.68%；2) 管理费用率，公司通过优化升级管理体系不断降低管理费用率，因此预计 FY2025–FY2027 年管理费用率分别为 6.50%、6.42%、6.34%。

图表 30：波司登重点费率预测

	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
销售费用率	34.70%	34.70%	34.69%	34.68%
管理费用率	6.50%	6.50%	6.42%	6.34%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

最终，我们预计公司 FY2025–FY2027 年营业收入分别 266.24 亿元/302.76 亿元/342.07 亿元，同比分别增长 14.69%/13.72%/12.98%；归母净利润分别 35.89 亿元/41.89 亿元/49.08 亿元，同比分别增长 16.77%/16.70%/17.18%。

图表 31：波司登简易利润表（金额单位：亿元）

	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	232.14	266.24	302.76	342.07
YOY	38.39%	14.69%	13.72%	12.98%
营业成本	93.78	108.99	123.08	137.78
YOY	38.05%	16.21%	12.93%	11.94%
毛利率	59.60%	59.06%	59.35%	59.72%
归母净利润	30.74	35.89	41.89	49.08
YOY	43.74%	16.77%	16.70%	17.18%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.2. 首次覆盖给予“买入”评级。

从相对估值角度看：波司登作为国内羽绒服龙头公司，深耕行业多年并具备优秀的品牌力及产品研发设计能力、供应链管理高效带来行业领先的库存管理能力、代工能力优秀等优势，形成竞争壁垒，伴随公司聚焦主业战略下羽绒服及部分夏季商品快速发展，未来增长空间较大。我们选择与公司同属运动服饰行业的安踏体育、李宁为可比公司。根据我们的盈利预测，对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在羽绒服赛道的品牌形象、产品研发能力及供应链管理位于上乘，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 32：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（港元）		EPS				PE			
		2024-11-13	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
3998.HK	波司登	4.3	0.3	0.3	0.4	0.5	14.0	12.2	10.5	9.0	
可比公司											
2020.HK	安踏体育	83.2	3.9	5.2	5.3	6.0	21.4	16.1	15.7	14.0	
2331.HK	李宁	16.7	1.3	1.3	1.5	1.6	12.6	12.7	11.5	10.4	
可比公司 PE 均值							17.0	14.4	13.6	12.2	

资料来源：Wind，华源证券研究所 注：可比公司数据为 Wind 一致预期，波司登、安踏体育、李宁收盘价及 EPS 调整为港元计价，对应汇率取 1 人民币 1.08 港元，波司登财年与日历年不同，表内 EPS 及 PE 数据实际为 FY24A–FY27E

5. 风险提示

新品推广不及预期风险。公司持续通过产品品类及外观设计创新提升产品吸引力，如新赛季产品设计不满足潜在客户需求，存在公司新品滞销的风险。

极端气候影响风险。公司核心主业为羽绒服饰，经营状况受天气影响相对较大，若出现暖冬等极端天气情况，有一定概率对公司核心主业营收增长带来负面影响。

内外需不及预期风险。公司既有对内的羽绒服、女装等业务，也有对海外的代工业务，若内外需受宏观经济等因素影响，则有概率影响公司的业绩预期。

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	23,214	26,624	30,276	34,207	货币资金	6,227	9,163	12,905	17,175
增长率	38.4%	14.7%	13.7%	13.0%	应收款项	2,879	3,069	3,324	3,918
营业成本	9,380	10,899	12,308	13,778	存货	3,197	4,183	4,650	5,128
%销售收入	40.4%	40.9%	40.7%	40.3%	其他流动资产	6,715	7,190	7,664	7,924
毛利	13,834	15,725	17,968	20,429	流动资产	19,019	23,606	28,542	34,145
%销售收入	59.6%	59.1%	59.3%	59.7%	权益性投资	253	338	422	507
其他收入	0	0	0	0	固定资产	1,544	1,585	1,627	1,671
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	2,044	1,883	1,771	1,696
销售费用	8,055	9,238	10,503	11,863	非流动资产	6,753	6,879	7,054	7,265
%销售收入	34.7%	34.7%	34.7%	34.7%	资产总计	25,771	30,485	35,596	41,410
管理费用	1,508	1,731	1,944	2,169	应付款项	5,177	5,502	5,983	6,506
%销售收入	6.5%	6.5%	6.4%	6.3%	短期借款	2,478	2,978	3,128	3,228
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	3,528	3,815	4,087	4,344
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	11,183	12,295	13,198	14,078
财务费用	-10	-80	-150	-248	长期债务	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	-0.3%	-0.5%	-0.7%	其他长期负债	769	769	769	769
息税前利润 (EBIT)	4,532	4,991	5,735	6,600	非流动负债	769	769	769	769
%销售收入	19.5%	18.7%	18.9%	19.3%	负债总计	11,952	13,064	13,967	14,847
投资收益	-14	-20	-25	-30	归属母公司股东权益	13,735	17,301	21,466	26,350
%税前利润	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	少数股东权益	84	120	163	212
除税前利润	4,541	5,071	5,885	6,848	负债股东权益合计	25,771	30,485	35,596	41,410
利润率	19.6%	19.0%	19.4%	20.0%					
所得税	1,421	1,445	1,654	1,890					
所得税率	31.3%	28.5%	28.1%	27.6%					
净利润 (含少数股东损益)	3,120	3,626	4,231	4,958					
少数股东损益	46	36	42	50					
归属于母公司的净利润	3,074	3,589	4,189	4,908					
增长率	43.7%	16.8%	16.7%	17.2%					
净利率	13.2%	13.5%	13.8%	14.3%					

现金流量表				
单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3,074	3,589	4,189	4,908
少数股东损益	46	36	42	50
营运资金变动	2,927	-539	-241	-352
其他变动	1,291	687	683	674
经营活动现金流量净额	7,339	3,773	4,673	5,280
资本开支	-560	-750	-770	-790
投资	-2,061	-746	-444	-442
其他	194	275	259	253
投资活动现金流量净额	-2,426	-1,221	-955	-979
股权募资	29	0	0	0
债权募资	0	500	150	100
其他	-2,409	-91	-102	-106
筹资活动现金流量净额	-2,380	409	48	-6
现金净变动	2,509	2,936	3,741	4,271

比率分析				
	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标				
每股收益	0.28	0.32	0.38	0.44
每股净资产	1.26	1.56	1.93	2.37
每股经营现金净额	0.67	0.34	0.42	0.48
每股股利	0.18	0.00	0.00	0.00
回报率				
净资产收益率	22.38%	20.75%	19.51%	18.63%
总资产收益率	11.93%	11.77%	11.77%	11.85%
投入资本收益率	19.10%	17.49%	16.66%	16.04%
增长率				
营业收入增长率	38.39%	14.69%	13.72%	12.98%
EBIT增长率	54.78%	10.14%	14.91%	15.07%
净利润增长率	43.74%	16.77%	16.70%	17.18%
总资产增长率	23.06%	18.29%	16.76%	16.33%
资产管理能力				
应收账款周转天数	18.8	21.9	21.1	21.1
存货周转天数	113.0	121.9	129.2	127.7
应付账款周转天数	158.8	176.4	168.0	163.2
固定资产周转天数	25.4	21.2	19.1	17.4
偿债能力				
流动比率	1.70	1.92	2.16	2.43
速动比率	1.36	1.53	1.74	1.99
净负债/股东权益	-27.13%	-35.50%	-45.20%	-52.51%
EBIT利息保障倍数	23.4	54.6	56.1	62.0
资产负债率	46.38%	42.85%	39.24%	35.85%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

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。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。