

## 波司登 (03998)

证券研究报告

2024年12月01日

## 期待旺季表现

## 公司发布 FY25H1 财报

FY25H1 收入 88 亿同增 17.8%，净利 11.3 亿同增 23%，营收利润稳健增长，中期利润增速连续 7 年高于收入增速。

毛利 43.91 亿，同增 17.6%，毛利率微降 0.1pct 至 49.9%，EPS10.35 分，同增 22.2%，派发中期股息每股普通股 6.0 港仙。

收入分部，**羽绒服收入 60.7 亿同增 22.5%，净利 12.3 亿同增 30.6%**；贴牌加工收入 23.2 亿同增 13.4%，净利 3.9 亿同增 14%；女装收入 3.1 亿同减 21.5%，亏损 0.5 亿；多元化服装收入 1.3 亿同增 17.2%，亏损 0.1 亿。

**品牌方面，波司登主品牌收入 52.8 亿同增 19.4%**；波司登品牌直营收入同增 36.2%；品牌羽绒服线上实现稳健及高质量增长，收入同增 24.1%；波司登品牌全渠道可比同店增长 30%+，非旺季单店运营提质增效成果显著，打破传统非旺季单店净利能力弱的壁垒。

雪中飞品牌羽绒服收入 3.9 亿同增 47.1%，聚焦高性价比羽绒服市场赛道；多元化业务中飒美特校服收入同增 30.4%，提升客户粘性，做实品类专家美誉；

合资公司 BOGNER 高奢滑雪定位、打造全方位消费者互动体验推出迎合中国消费者的滑雪系列产品；投资加拿大奢侈羽绒服品牌 Moose Knuckles，布局打造完整的品牌矩阵。

## 主品牌业务首提“四项强化”，提升运营净盈利能力

1) 强化品牌引领：持续夯实“全球领先的羽绒服专家”品牌形象，从羽绒服全球规模领先的认知向羽绒服全球全面领先升级，例如联名北京电影节、哈尔滨冰雪世界举办时尚秀场，极地极寒羽绒服合作极地研究中心远征南极等。

2) 强化品类经营：品类创新、材料创新、技术创新链接消费者精准开发，持续赢得消费者心智。推新防晒服、单壳冲锋衣等功能性外套，三合一“叠变”系列冲锋衣羽绒服，联名机能教父 Errolson Hugh、MSGM 系列等。

3) 强化渠道运营：线下扩大打造 Top 店体系，形成引领范本并予以复制推广；关注战略增量市场，迭代渠道分层经营体系；做实单店运营，提升精细化管理能力和运营效率。线上持续稳健及高质量增长，有效拓客以及注重高质量用户沉淀，在天猫及京东平台会员超 1900 万，抖音平台粉丝超 950 万。

4) 强化客户体验：构建用户全生命周期精细化运营体系，提升客户体验和满意度，推动用户价值驱动的经营增长。

## 维持盈利预测，维持“买入”评级

未来公司锚定“聚焦羽绒服主航道、聚焦时尚功能科技服饰主赛道”发展方向，升级“战略布局、研发创新、协同供应、管理体系”四项核心能力，强化“品牌引领、品类经营、渠道运营、客户体验”四项核心举措。

我们预计公司 FY25-27 收入分别为 265 亿人民币、301 亿人民币、341 亿人民币；

FY25-27 归母净利润分别 36 亿人民币、41 亿人民币、46 亿人民币；

FY25-27EPS 分别为 0.32 元人民币/股、0.37 元人民币/股、0.42 元人民币/股。

**风险提示：**行业竞争加剧风险，原材料价格波动风险，品牌经营风险等。

## 投资评级

行业 非必需性消费/纺织及服饰

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 4.05 港元

目标价格 港元

## 基本数据

港股总股本(百万股) 11,095.27

港股总市值(百万港元) 44,935.82

每股净资产(港元) 1.33

资产负债率(%) 50.39

一年内最高/最低(港元) 5.14/3.14

## 作者

孙海洋 分析师

SAC 执业证书编号: S1110518070004

sunhaiyang@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

1 《波司登-公司点评:战略投资 Moose Knuckles，降温或促轻薄羽绒积极销售》 2024-10-11

2 《波司登-公司点评:关注股息属性，高分红垂直赛道稳增长》 2024-06-30

3 《波司登-公司点评:看好全年业绩表现》 2024-04-20

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com