

波司登(03998)

报告日期: 2025 年 03 月 07 日

旺季持续积极推新，稳健成长表现可期

——波司登点评报告

投资要点

□ 旺季接近尾声，新品+新营销事件不断，促进旺季稳健成长表现。回顾 24 年冬季以来公司主要新品及品宣动作：

24 年 10 月，波司登发布泡芙系列产品与意大利潮牌 MSGM 联名，并在苏州、成都进行快闪活动，邀请张艺凡、黄子弘凡等年轻艺人作为泡芙系列推荐官参与活动，MSGM 品牌创始人 Massimo Giorgetti 亦亲临现场分享创意构想。

10/30，波司登推出极地极寒系列羽绒服，配备气凝胶航空温控材料，实现动态御寒科技，御寒极限突破-50℃，该系列也将继续助力南极科考队第 41 次考察出征，彰显品牌极致功能性。

12/7，波司登位于北京三里屯登峰概念店开业，作为顶级商圈的大型旗舰店强调公司追求专业、勇登高峰的品牌精神，品牌代言人谷爱玲亦来到登峰店现场分享自己的登峰感悟，后续也通过崇礼越野挑战赛等高端会员活动持续打造专业口碑。

12/18，波司登“致敬冰雪”大秀在哈尔滨索菲亚教堂广场举行，携手哈尔滨官方发布“尔滨 X 波司登”战略合作成果，此前公司 6 月与哈尔滨市政府达成战略合作协议，并在哈尔滨经济开发区落地波司登产业基地项目，11/9 开始尔滨 X 波司登系列产品开始售卖，旺季期间品牌亦通过冰雪大世界羽绒服冰雕、中央大街快闪店等形式实现频繁品牌露出。

12 月末，为迎接农历新年，波司登新年联名款上市，与当代剪纸艺术家陈粉丸合作，将燕子、葫芦、祥云等中国传统剪纸艺术元素融入羽绒服设计中增添年味，并在上海南京西路全球品牌体验店打造剪纸主题空间传递丰富视觉体验。

2 月以来，公司在春季产品中继续发力功能外套、轻暖鹅绒品类，推出新品轻防软壳，防晒 UPF50+、防水力≥4 级（可防小到中雨）、透湿指数 6790g/（m²·24h），继续挖掘功能品类的生意拓展机会。

盈利预测及估值：

考虑 25/3/31 财年功能性外套的快速发展、轻薄羽的积极增长及冬羽绒服的稳健表现，我们预计公司仍然保持稳健的双位数增长，预计 25/3/31、26/3/31、27/3/31 财年公司收入 256/286/320 亿元，同比+10%/12%/12%，归母净利润 35.3/40.4/45.4 亿元，同比+15%/+14%/+13%，对应 PE 12.5/10.9/9.7X。

当前估值具备性价比，连续三财年分红率超过 80%，低估值、稳增长、高分红属性凸显，25 年至今已回购超过 5600 万股、回购金额超过 2.09 亿港元，凸显公司对业务发展的坚定信心，维持“买入”评级。

风险因素：

降温频率低于预期，消费者消费力低于预期

投资评级：买入(维持)

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨

执业证书号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

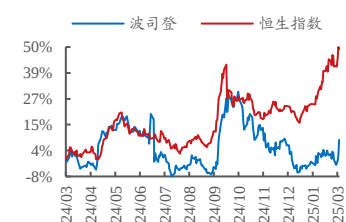
分析师：邹国强

执业证书号：S1230523080010
zouguoqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$4.12
总市值(百万港元)	47,641.09
总股本(百万股)	11,563.37

股票走势图



相关报告

- 《超预期中报，新品类注入增长动力》 2024.11.29
- 《旺季开门红，新战投推进国际化进程》 2024.10.16
- 《将亮相新生万物巴黎展，拉开羽绒品类营销序幕》 2024.07.04

财务摘要

(百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	23,214	25,589	28,649	31,974
(同比+/-) (%)	38.39%	10.23%	11.96%	11.61%
归母净利润	3,074	3,528	4,035	4,540
(同比+/-) (%)	43.74%	14.78%	14.35%	12.53%
每股收益(元)	0.28	0.32	0.37	0.41
P/E	14.3	12.5	10.9	9.7

资料来源：浙商证券研究所，FY2024 指 24/3/31 为止的财年

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	19,019	17,722	19,187	21,206
现金	6,227	4,418	5,215	6,440
交易性金融资产	2,752	2,753	2,753	2,753
应收账款	1,498	1,189	1,518	1,503
其它应收款	1,381	1,450	1,523	1,599
存货	3,197	3,912	4,177	4,910
其他	3,963	4,000	4,000	4,000
非流动资产	6,753	6,795	6,883	6,985
金融资产类	201	221	243	267
长期投资	0	0	0	1
固定资产	1,544	1,494	1,457	1,420
无形资产	1,236	1,199	1,167	1,136
有使用权资产	958	1,054	1,159	1,275
其他	2,813	2,827	2,856	2,886
资产总计	25,771	24,517	26,070	28,191
流动负债	11,183	9,318	10,016	11,276
短期借款	768	800	800	800
应付款项	7,765	7,470	8,187	9,402
租赁-流动负债	356	374	393	412
其他	2,293	674	636	662
非流动负债	769	728	841	858
长期借款	0	0	0	0
租赁-非流动负债	384	404	500	500
其他	384	324	341	358
负债合计	11,952	10,046	10,856	12,134
少数股东权益	84	121	158	195
归属母公司股东权益	13,735	14,350	15,056	15,863
负债和股东权益	25,771	24,517	26,070	28,191

现金流量表

(百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	7,339	3,933	5,332	6,372
净利润	3,074	3,528	4,035	4,540
折旧摊销	193	187	191	196
财务费用	(130)	(203)	(193)	(211)
投资损失	14	15	15	15
营运资金变动	2,535	(766)	55	426
其它	1,653	1,171	1,229	1,406
投资活动现金流	(2,427)	(3,590)	(2,064)	(2,322)
资本支出	(1)	(49)	(100)	(100)
长期投资	(13,084)	(15,174)	(13,649)	(13,907)
其他	10,659	11,633	11,685	11,685
筹资活动现金流	(2,380)	(2,152)	(2,470)	(2,824)
短期借款	0	32	0	0
长期借款	(1,603)	0	0	0
其他	(776)	(2,183)	(2,470)	(2,824)
现金净增加额	4,473	(1,809)	797	1,225

利润表

(百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	23,214	25,589	28,649	31,974
营业成本	(9,380)	(10,665)	(12,134)	(13,632)
销售费用	(8,055)	(8,532)	(9,369)	(10,337)
管理费用	(1,508)	(1,817)	(2,034)	(2,270)
其他收入及收益	216	248	286	329
营业利润	4,398	4,738	5,313	5,978
财务费用	158	200	190	207
应占联营公司损益	(14)	(15)	(15)	(15)
利润总额	4,541	4,938	5,502	6,186
所得税费用	(1,421)	(1,373)	(1,431)	(1,608)
净利润	3,120	3,565	4,072	4,577
少数股东损益	(46)	(37)	(37)	(37)
归属母公司净利润	3,074	3,528	4,035	4,540
EBITDA	4,463	4,762	5,303	5,931
EPS (最新摊薄)	0.28	0.32	0.37	0.41

主要财务比率

	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力				
营业收入	38.39%	10.23%	11.96%	11.61%
营业利润	55.59%	7.75%	12.12%	12.53%
归属母公司净利润	43.74%	14.78%	14.35%	12.53%
获利能力				
毛利率	59.59%	58.32%	57.64%	57.37%
净利率	13.24%	13.79%	14.08%	14.20%
ROE	23.39%	25.13%	27.44%	29.37%
ROIC	25.55%	26.03%	27.66%	34.41%
偿债能力				
资产负债率	46.38%	40.98%	41.64%	43.04%
净负债比率	86.49%	69.42%	71.36%	75.56%
流动比率	1.70	1.90	1.92	1.88
速动比率	1.29	1.33	1.35	1.30
营运能力				
总资产周转率	0.99	1.02	1.13	1.18
应收账款周转率	17.89	18.00	20.00	20.00
应付账款周转率	1.55	1.40	1.55	1.55
每股指标(元)				
每股收益	0.28	0.32	0.37	0.41
每股经营现金	0.67	0.36	0.49	0.58
每股净资产	1.26	1.31	1.37	1.45
估值比率				
P/E	14.30	12.46	10.89	9.68
P/B	3.20	3.06	2.92	2.77
EV/EBITDA	14.23	13.45	12.22	11.08

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者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。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>