

纺织服饰

2025 年 03 月 08 日

波司登 (03998)

——旺季收官运营稳健，股权回购彰显信心

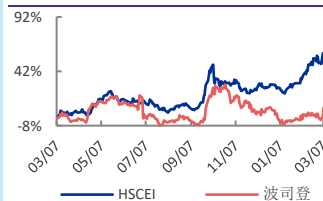
报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2025 年 03 月 07 日

收盘价 (港币)	4.12
恒生中国企业指数	8914.03
52 周最高/最低 (港币)	5.14/3.46
总市值 (亿港元)	476.41
流通股本 (百万股)	11,563.37
汇率 (人民币/港币)	1.0839

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

投资要点：

- **旺季产品、渠道扎实运营，销售端预计稳健增长。**24 年冬季公司在产品端推出全新“叠变”系列，主打“一衣三穿”，以不同厚度适应温度变化，满足多场景穿衣需求。12 月与哈尔滨市政府合作在圣索菲亚教堂打造品牌专场大秀，借助冰雪旅游高热度，进一步提升品牌声量与曝光。渠道端 24 年加快拓展低线城市等增量市场，对各类店铺实施差异化运营策略。多方发力之下，我们预计旺季销售稳健增长，在 24 年冬季气温偏暖、春节较早、销售周期缩短的不利环境下，凭借公司灵活应变、高效调整的运营能力仍会取得不错表现。
- **近期春日新品功能性外套陆续上市，淡季品类拓展贡献增量。**2025 年春季新款轻防软壳功能性外套近期已上市，采用超细纤维材料轻便舒适，兼具防晒、防风雨、透气排湿等多重功能，满足都市通勤、户外运动等场景需求。邀请代言人杨紫共同拍摄推广，提升新品声量，后续预计公司仍将围绕功能性服饰进行品类延展，为淡季销售提供增量补充。
- **多品牌布局日臻完善，业务协同释放更大潜力。**24 年 10 月 9 日，公司宣布战略投资国际奢侈羽绒服品牌 Moose Knuckles。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。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。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。
- **持续加大回购力度，彰显自身发展信心，高分红比例重视股东回报。**根据公司公告，自 1 月 15 日以来，公司持续进行股份回购。1 月 15 日到 3 月 5 日期间，累计回购的股票数量达到 5621 万股，占总股本的比例约 0.5%，回购总金额达 2.1 亿港元，彰显对自身价值的认可及未来发展信心。公司高度重视股东回报，FY22-FY24 年分红比率均在 80%以上。
- **波司登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。**但短期考虑到 24 年冬季气温偏暖等外部不利条件，我们略微下调盈利预测，预计 FY25-27 年归母净利润分别为 34.5/39.2/44.3 亿元（原为 36.3/41.9/47.8 亿元），对应 PE 分别为 13/11/10 倍。若以 FY25 财年 80%的分红率计算，股息率仍有 6%以上。前期股价回调已充分反映暖冬等不利因素，当前时点推出股权回购释放发展信心。中长期而言，公司在羽绒服领域建立了较强的消费者认知，并积极拓展户外冰雪、功能性服饰等赛道，有望持续贡献增量，依然看好未来发展，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

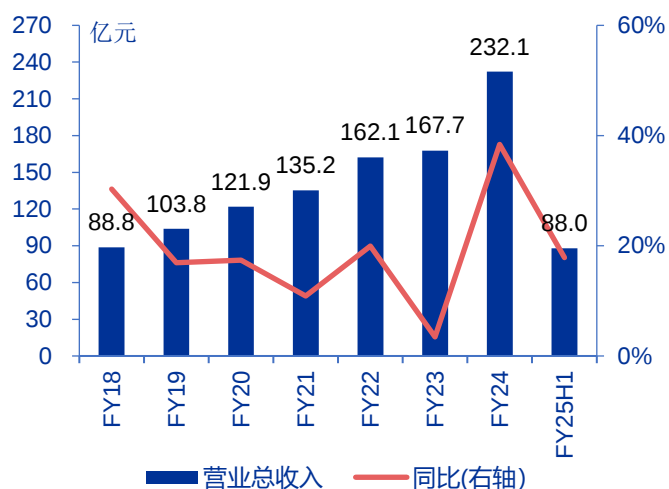
	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入 (百万元)	16,774	23,214	25,446	28,455	31,626
同比增长率 (%)	3%	38%	10%	12%	11%
归母净利润 (百万元)	2,139	3,074	3,448	3,923	4,426
同比增长率 (%)	4%	44%	12%	14%	13%
每股收益 (元/股)	0.20	0.28	0.31	0.35	0.40
毛利率 (%)	59.5%	59.6%	58.9%	58.7%	58.7%
市盈率					

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



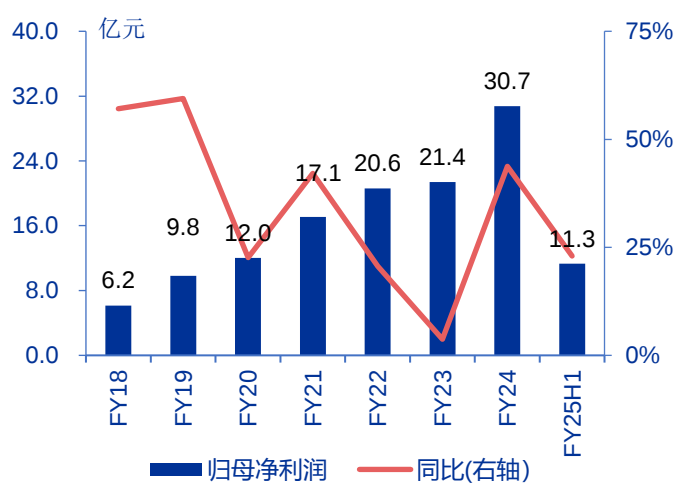
申万宏源研究微信服务号

图 1: FY25H1 营收同比上升 17.8%至 88 亿元



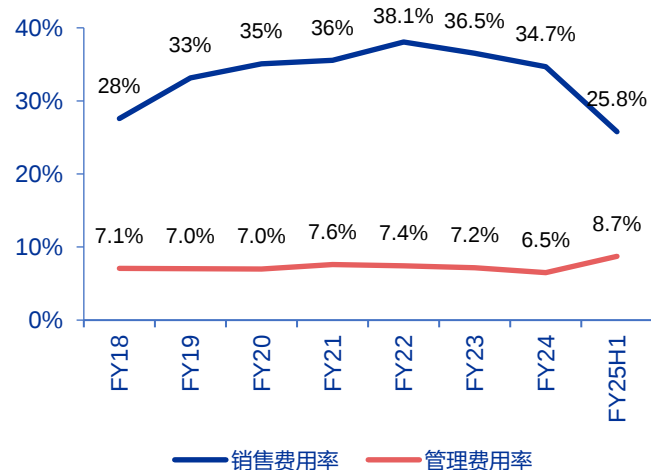
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2: FY25H1 归母净利润同比增长 23.0%至 11.3 亿元



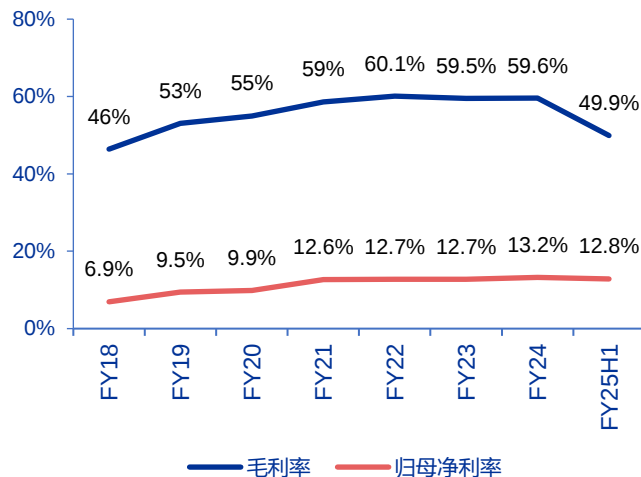
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3: FY25H1 销售费用率同比下降 1.4pct 至 25.8%，管理费用率同比提升 0.9pct 至 8.7%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4: FY25H1 毛利率小幅下降 0.1pct 至 49.9%，归母净利率提升 0.5pct 至 12.8%



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	25,446	28,455	31,626
成本	-6,798	-9,380	-10,470	-11,741	-13,053
毛利	9,976	13,834	14,977	16,714	18,573
其他收入	310	216	267	264	249
销售费用	-6,125	-8,055	-8,855	-9,874	-10,911
管理费用	-1,204	-1,508	-1,858	-1,992	-2,151
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	4,511	5,093	5,741
财务收入/(费用)净额	83	158	178	199	221
除税前溢利	2,887	4,541	4,689	5,292	5,963
所得税	-731	-1,421	-1,196	-1,323	-1,491
净利润	2,156	3,120	3,494	3,969	4,472
归母净利润	2,139	3,074	3,448	3,923	4,426
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	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@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。

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。