

波司登 (03998.HK)

品牌引领渠道升级，稳健增长可期

公司 FY25 旺季以来举办多场品牌建设活动，高端渠道开店提升品牌势能，围绕需求创新迭代产品，促进旺季稳健增长。预计 FY25-FY27 年公司净利润为 34.9 亿人民币、40.0 亿人民币、45.1 亿人民币，同比增速为 14%、15%、13%。当前市值对应 FY25PE12X、FY26PE11X，维持强烈推荐评级。

- 旺季活动丰富，加强品牌建设。波司登亮相法国“新生万物巴黎展”，并在展览期间举办了具有中式风格的“‘融’概念秀”；与哈尔滨市人民政府合作，打造“尔滨”系列品牌 IP，并于 24 年 12 月在哈尔滨索菲亚教堂广场举办“致敬冰雪”大秀，将品牌基因与哈尔滨最具代表性的冰雪文化、冰雪旅游相结合。
- 产品迭代创新，拓展 IP 联名。25 年 2 月上新春季产品，具备超轻量、柔韧耐磨、可叠搭的特色，适应户外徒步、露营、都市通勤多场景。同时重视跨界 IP 联名，通过与设计师、漫画 IP、海外品牌、库洛米及奥特曼的 IP 联名合作等，推出受年轻客群青睐的产品。
- 高端渠道开店打造标杆，渠道分层提升运营效率。一方面，持续关注 TOP 店体系的打造，并借此拉升品牌势能，凸显头部效应，24 年 12 月三里屯登峰概念店开业，填补了波司登在高端商圈独栋店铺的空白。另一方面，通过迭代渠道分层经营体系，提高精细化运营能力，提升分店态运营效率。
- 盈利预测及投资建议。波司登围绕市场需求不断创新迭代产品，在旺季举办丰富的品牌活动，高端渠道开店拉升品牌势能，提升运营效率。预计 FY2025-FY2027 年公司营业收入为 256.2 亿人民币、289.3 亿人民币、324.8 亿人民币，同比增速为 10%、13%、12%。净利润为 34.9 亿人民币、40.0 亿人民币、45.1 亿人民币，同比增速为 14%、15%、13%。当前市值对应 FY25PE12X、FY26PE11X，维持强烈推荐评级。
- 风险提示：新品类销售不及预期风险、线上流量成本提升侵蚀利润风险、气温波动导致旺季销售不及预期风险等。

财务数据与估值

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入(百万元)	16774	23214	25618	28930	32476
同比增长	3%	38%	10%	13%	12%
营业利润(百万元)	2635	4252	4609	5200	5902
同比增长	13%	61%	8%	13%	14%
归母净利润(百万元)	2139	3075	3494	4001	4505
同比增长	4%	44%	14%	15%	13%
每股收益(元)	0.20	0.28	0.32	0.37	0.41
PE	20.2	14.1	12.4	10.8	9.6
PB	3.4	3.2	2.8	2.6	2.3

资料来源：公司数据、招商证券（注：货币单位为人民币）

强烈推荐（维持）

消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：4.23 港元

基础数据

总股本（百万股）	11563
香港股（百万股）	11563
总市值（十亿港元）	48.9
香港股市值（十亿港元）	48.9
每股净资产（港元）	1.3
ROE（TTM）	
资产负债率	50.4%
主要股东	Blooming Sky Investment Limited
主要股东持股比例	43.79%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《波司登 (03998) —FY25 中期业绩靓丽，品类迭代创新增效》2024-12-01
- 2、《波司登 (03998) —配售释放流动性，无碍长期发展趋势》2024-07-04
- 3、《波司登 (03998) —FY24 业绩超预期，稳步推进品类拓展&渠道优化》2024-06-28

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

唐圣扬 S1090523120001

tangshengyang@cmschina.com.cn

n

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	14722	19019	19438	21796	24273
现金及现金等价物	3718	6227	5879	7237	8672
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	5365	6062	6062	6062	6062
应收账款及票据	923	1498	1653	1867	2096
其它应收款	1498	1381	1524	1721	1932
存货	2689	3197	3598	4095	4596
其他流动资产	528	654	722	815	915
非流动资产	6221	6752	7352	7952	8552
长期投资	1018	2450	2450	2450	2450
固定资产	1728	1544	2144	2744	3344
无形资产	2320	2195	2195	2195	2195
其他	1155	563	563	563	563
资产总计	20943	25772	26790	29748	32825
流动负债	6054	11183	10733	12005	13292
应付账款	3097	5177	5826	6630	7443
应交税金	692	511	511	511	511
短期借款	770	2478	1000	1000	1000
其他	1494	3017	3395	3864	4338
长期负债	2284	769	769	769	769
长期借款	1603	0	0	0	0
其他	681	769	769	769	769
负债合计	8338	11952	11502	12774	14061
股本	1	1	1	1	1
储备	12192	12546	13735	15165	16807
少数股东权益	57	84	122	166	216
归属于母公司所有者权益	12547	13736	15166	16808	18548
负债及权益合计	20943	25772	26790	29748	32825

现金流量表

单位：百万元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	3051	7339	3854	4328	4800
净利润	2139	3074	3494	4001	4505
折旧与摊销	949	0	0	0	0
营运资本变动	26	0	261	272	245
其他非现金调整	(63)	0	99	56	50
投资活动现金流	617	(2427)	(556)	(552)	(540)
资本性支出	(508)	0	(600)	(600)	(600)
出售资产及现金	0	0	0	0	0
投资增减	22187	0	0	0	0
其它	142	0	44	48	60
筹资活动现金流	(2493)	(2380)	(3646)	(2419)	(2825)
债务增减	(408)	0	(1478)	0	0
股本增减	27	0	0	0	0
股利支付	1722	0	2064	2359	2765
其它筹资	(390)	0	(104)	(60)	(60)
其它调整	(3444)	(2380)	(4128)	(4718)	(5529)
现金净增加额	1216	0	(348)	1358	1435

利润表

单位：百万元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总营业收入	16774	23214	25618	28930	32476
主营收入	16774	23214	25618	28930	32476
营业成本	6798	9380	10557	12013	13486
毛利	9976	13834	15061	16916	18990
营业支出	7341	9582	10452	11717	13088
营业利润	2635	4252	4609	5200	5902
利息支出	186	193	104	60	60
利息收入	146	203	48	52	64
权益性投资损益	(22)	(14)	(14)	(14)	(14)
其他非经营性损益	(17)	7	10	10	10
非经常项目损益	332	287	350	320	300
除税前利润	2887	4542	4899	5508	6202
所得税	731	1421	1366	1463	1647
少数股东损益	18	46	39	44	50
归属普通股股东净利润	2139	3075	3494	4001	4505
EPS(元)	0.20	0.28	0.32	0.37	0.41

主要财务比率

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
年成长率					
营业收入	3%	38%	10%	13%	12%
营业利润	13%	61%	8%	13%	14%
净利润	4%	44%	14%	15%	13%
获利能力					
毛利率	59.5%	59.6%	58.8%	58.5%	58.5%
净利率	12.7%	13.2%	13.6%	13.8%	13.9%
ROE	17.0%	22.4%	23.0%	23.8%	24.3%
ROIC	13.7%	18.8%	20.6%	21.5%	22.2%
偿债能力					
资产负债率	39.8%	46.4%	42.9%	42.9%	42.8%
净负债比率	11.3%	9.6%	3.7%	3.4%	3.0%
流动比率	2.4	1.7	1.8	1.8	1.8
速动比率	2.0	1.4	1.5	1.5	1.5
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转率	2.5	3.2	3.1	3.1	3.1
应收帐款周转率	6.5	8.8	8.5	8.6	8.5
应付帐款周转率	2.1	2.3	1.9	1.9	1.9
每股资料(元)					
每股收益	0.20	0.28	0.32	0.37	0.41
每股经营现金	0.28	0.67	0.35	0.40	0.44
每股净资产	1.15	1.26	1.39	1.54	1.70
每股股利	0.16	0.23	0.26	0.29	0.33
估值比率					
PE	20.2	14.1	12.4	10.8	9.6
PB	3.4	3.2	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	13.3	11.1	10.6	9.4	8.3

资料来源：公司数据、招商证券（注：表中数据货币单位均为人民币，现金流量表披露不全）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。