

港股研究 | 公司点评 | 波司登 (3998.HK)

品牌强势能，增长强韧性

报告要点

公司 FY2025 年“致敬冰雪”尔滨×波司登战略成果发布等多场品牌建设活动，公司持续通过联名及时装周等活动增加品牌曝光度，此外高端渠道打造标杆店提升品牌势能，保持旺季稳健增长。

分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942



柯睿

SAC: S0490524110001

波司登 (3998.HK)

2025-03-19

港股研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

品牌强势能，增长强韧性

事件描述

公司 FY2025 年“致敬冰雪”尔滨×波司登战略成果发布等多场品牌建设活动，公司持续通过联名及时装周等活动增加品牌曝光度，此外高端渠道打造标杆店提升品牌势能，保持旺季稳健增长。

事件评论

- **多品类拓展成效凸显，时尚秀助力品牌力提升。**回顾 FY2025，防晒服方面，波司登开启了防晒衣 2.0 时代，更加注重防晒衣专业防晒功能的研发和时尚色彩版型设计，助力品牌力进一步提升，春夏淡季销售有望提速。冲锋衣方面，公司推出三合一及单壳冲锋衣，助力应对春季以及秋冬换季销售。
- **收购 Moose Knuckles，打造多品牌矩阵。**2024 年公司宣布收购 Moose Knuckles 打造多品牌矩阵，波司登利用集团品牌资源为其赋能，后续 Moose Knuckles 有望在大中华区实现加速增长，贡献一定投资收益，中长期来看，波司登品牌出海亦可期待。
- **货品结构调整灵活，暖冬保持稳健增长。**经销商此前订货始终保持强信心，因此预计 FY2025 高基数下仍保持稳健增长，此外预计经销渠道增速快于直营。公司主要通过快反补单，可根据销售表现灵活调整货品结构，此外预计鹅绒原材料涨价及终端消费需求不确定情况下，多数国产羽绒服品牌订单偏保守，以及 2024 年全国平均气温为 10.9℃，较常年偏高 1.01℃，四季气温均偏高，行业需求偏弱情况下预计竞争格局优化。
- 整体而言，预计公司在暖冬情况下仍实现较优增长，预计公司 FY2025-FY2027 实现归母净利润 35/41/46 亿元，当前对应 PE 分别为 13/11/10X，估值处于历史偏低水平，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、暖冬销售不及预期；
- 2、公司业务整合、经营效率提升不及预期。
- 3、零售复苏不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 4.30

注：股价为 2025 年 3 月 17 日收盘价

相关研究

- 《经营保持稳健，业绩略超预期》2024-12-06
- 《零售趋势向好，打造多品牌集团》2024-10-17
- 《基本面保持稳健，业绩弹性及确定性较优》2024-07-11



更多研报请访问
长江研究小程序

表 1：波司登盈利预测与估值表

单位/百万元	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027
营业收入	23214	25772	28773	31778
(+/-)(%)	38%	11%	12%	10%
归母净利润	3074	3541	4088	4595
(+/-)(%)	44%	15%	15%	12%
EPS	0.28	0.31	0.35	0.40
P/E	12.81	12.95	11.22	9.98

资料来源：Wind，长江证券研究所 注：波司登 FY2024 为 2024/4/1-2025/3/31 预测数据，以此类推

风险提示

- 1、暖冬销售不及预期：若冬天天气较缓，则可能影响公司羽绒服销售情况。
- 2、公司业务整合、经营效率提升不及预期：公司多品牌运作，若品牌资源倾注不合适则可能影响公司整体经营效率。
- 3、零售复苏不及预期：若服装零售环境弱复苏，则可能影响公司销售。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。